



RIETI Discussion Paper Series 07-J-033

## 買収防衛策導入の動機—経営保身仮説の検証—

滝澤 美帆  
学術振興会

鶴 光太郎  
経済産業研究所

細野 薫  
学習院大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所  
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

## 買収防衛策導入の動機 —経営保身仮説の検証—

滝澤美帆 学術振興会特別研究員

鶴 光太郎 (独)経済産業研究所

細野 薫 学習院大学経済学部

### 要旨

本論文は、2005年度、2006年度に敵対的買収防衛策を導入した企業の特徴について分析を行った。敵対的買収防衛策導入の動機を、①企業パフォーマンスの不振、②経営保身目的、③その他被買収確率に影響する要因、に分けて分析を行った結果、次の結果が得られた。第一に、ROAやトービンのQなどで測った企業パフォーマンスが悪化した企業が買収防衛策を導入するわけではない。第二に、社齢が長い企業、役員持ち株比率が低い企業、持合株式比率が高い企業ほど買収防衛策を導入する傾向が強く、経営保身や株主との利害対立が買収防衛策導入に影響を与えていることを示唆している。第三に、支配株主の比率が低い企業、機関投資家比率の高い企業ほど買収防衛策を導入しており、株式保有が流動的で買収されやすい企業ほど買収防衛策を導入している。

このように、経営怠慢による買収脅威の高まりに対して「隠れ蓑」、「塹壕」として買収防衛策を導入しているわけではないが、特に、持合比率の高い企業ほど買収防衛策を導入しやすいという結果は、経営保身目的を示す顕著な証拠といえる。

敵対的買収の現実化の中で企業同士の株式持ち合いが再び復活してきていることが指摘されている。こうした中で、もともと株式持合で経営者の「塹壕」を築いてきた企業がさらに買収防衛策でその「塹壕」を強化しようとしている。買収防衛策導入にはそれなりの固定コスト負担が伴い、規模の小さい企業は相対的に不利になることも考え合わせれば、企業が個別にポイズンピル型買収防衛策を導入するのではなく、公開買付ルール（特に、全部買付義務）の強化を図ることで濫用的な買収を排除していくという視点(鶴(2006))も重要であろう。

キーワード：敵対的企業買収、買収防衛策、M&A

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独)経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

## 1. イントロダクション

企業の合併・買収（M&A）が増加する中で、経営陣の同意を得ない買収、いわゆる敵対的買収も2005年のライブドア・フジテレビのニッポン放送を巡る経営権争いを境に見えて増えてきている。これに伴い、敵対的買収に対する防衛策をとる企業も急増し、2007年6月末現在362社、東証では既に約7社に1社が買収防衛策を導入している。本論文では、敵対的買収防衛策を導入する企業の特徴を分析することにより、防衛策導入の是非を検討してみたい。

企業買収、特に敵対的企業買収による経営者への規律付けは、経営者の怠慢への罰としては、最も強力な武器の一つであろう<sup>1</sup>。もし、ある企業の経営者が企業価値の最大化を怠っていれば、株式市場での評価は低くなる。したがって、企業を買収し、経営者を交代させて、より効率的な経営に取り組めば、企業価値を高めることができる。つまり、企業買収という裁定的な取引により利益が得られるのである。一方、経営者にとっては、敵対的企業買収の成功により、その地位を追われてしまえば、もしその地位に留まっておれば得られたであろうレント（役得、名誉）が失われてしまうため、買収されないように経営努力を行うインセンティブが生まれる。

このように、企業買収の「脅威」は経営者に規律を与えると考えられる。企業価値最大化を怠る経営者が企業買収によってよりよい経営を目指す新たな経営者と交代するメカニズムは、裁定取引という市場メカニズムに基づいているため、「経営権市場」（the market for corporate control）と呼ばれる（Manne (1965)）。こうした見方に立てば、敵対的買収防衛策は、経営者に対する規律付けを弱め、既存株主の利益を犠牲することで現経営陣の身分と自由度を確保することとを可能にする。非効率的な経営を行っている企業が買収脅威に対し企業価値最大化に努めることで企業を防衛するのではなく、安易に買収防衛策を導入しているとすれば、非効率な企業がいつまでも温存され、資本市場の健全なメカニズムを阻害することになる。

一方、敵対的な企業買収による規律付けには副作用もある。Shleifer and Summers (1988)は、敵対的買収は、経営陣と従業員（または、顧客や取引企業などのステイクホルダー）との間の「背信」（“breach of trust”）につながるなら、望ましくないことを強調した。なぜなら、現在の経営陣との間で築き上げてきた「暗黙の契約関係」が新しい経営陣から破棄されることが予想されると、従業員などのステイク・ホルダーは、そうした暗黙の関係の下で初めて可能になるような、関係依存型（企業特殊）な投資を行うインセンティブがなくなってしまうためである。また、Stein(1988)は、企業買収の脅威が大きい場合、経営者は株価に影響を与えるため現在の収益をかき上げしようとして長期的な投資を怠り、経

---

<sup>1</sup> コーポレート・ガバナンスにおける企業買収・合併の役割については、例えば、鶴(2006)第3章参照。

営視野が短期化する可能性を理論的に指摘した。

特に、敵対的買収の中でも、株価をつりあげ高値で買い取らせること（グリーン・メイラーの手法）や経営を一時的に支配しその知的財産などを別の企業に委譲すること（焦土経営）を目的としたものに対しては、買収防衛策で対抗することは正当化される場合もあろう。こうした敵対的買収に伴う副作用を重視すれば、防衛策の導入はむしろ企業価値を高め、既存株主の利益となる。

防衛策を導入する企業の特徴を分析することにより、敵対的買収とその防衛策に関する対立する二つの見方に対して光を当てることが可能となる。もし、経営者の保身が防衛策導入の目的であれば、もともと内向きの経営を行い株主への配慮の欠けた企業や、経営が非効率で買収のターゲットになりやすい企業ほど、防衛策を導入する傾向が強いであろう。他方、企業価値を損ねるような敵対的買収を防ぐことが防衛策導入の目的であれば、経営者の保身的態度や企業経営の非効率性と防衛策導入との関連はみられないであろう。

このように、企業は十分に効率的な経営を行う中で敵対的買収による企業価値の毀損を憂慮して買収防衛策を導入しているのか、非効率的な経営を放置しても買収されないように買収防衛策を導入するのか、さらには、もともと経営保身の強い企業が買収防衛策を導入しているのか、区別することは重要である。本論文では、買収防衛策を導入する企業の様々な動機を整理した上で経営保身の動機があるかどうかを検証することとする。

我々の研究は、敵対的買収防衛策導入の分析をこれまでの分析の中心であったアメリカ以外に広げるだけでなく、この種の分析に伴う潜在的な内生性の問題を回避できているという点でも、この分野における重要な貢献となるものである。内生性の問題というのは、たとえば社外取締役の割合と買収防衛策の導入確率との間に何らかの相関がみられた場合、一般的には、社外取締役の割合が買収防衛策の導入確率に影響を与えているのか、それとも買収防衛策を導入しやすくするために企業が社外取締役の数を調整した結果なのか、明らかではない。

しかしながら、我々は、日本企業が買収防衛策を導入する契機となった「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための防衛策に関する指針」（2005年5月に経済産業省・法務省が策定）公表前（すなわち2004年度）の企業データを使用しているため、買収防衛策を導入しやすくするために企業が社外取締役の割合などの変数を調整したこと可能性はきわめて低い。この点で、我々のデータセットは、どのような企業が敵対的防衛策を導入しやすいかという問題を明らかにする上で適切なものとなっている。なお、2006年度の防衛策導入については、2005年度の企業データを用いるため、潜在的な内生性の問題は残るも

この点については、2004年度企業データを使った分析によってチェックできる。

以下、第2節では、既存研究をサーベイし、本論文の特徴を明らかにする。第3節では、日本における敵対的買収と防衛策導入の歴史と、日本で導入されている買収防衛策の内容について概観する。第4節では買収防衛策導入動機を理論的に整理し仮説を提示する。第5節では、データ、推計方法などの分析手法を示す。第6節では分析結果を示し、第7節は結論と政策的インプリケーションを述べる。

## 2. 既存研究のサーベイ

80年代からポイズンピル型防衛策導入が盛んになったアメリカにおいては、本論文の主題である買収防衛策導入企業の特徴に関してさまざまな実証分析が行われてきた。具体的には、(1)取締役構成、(2)株式保有構成、(3)収益、株価関係指標、(4)規模、(5)取締役ネットワーク、(6)負債などに着目し、どのような特徴を持つ企業がとポイズンピルを導入しやすいかを検討している。個別の分析については、第4節で紹介するが、分析手法や対象時期の違いにより必ずしも一貫性のある結果はでていない(Coates IV(2000))。

一方、日本では、敵対的企業買収に関する実証分析自体まだ端緒がついたばかりである。例えば、胥(2006)では、村上ファンドとスティーブル・パートナーズ・ジャパン(SPJ)という2つのモノ言う投資ファンドのターゲット企業(それぞれ25社、18社)につき、同業他社(無作為抽出)と比較し、トービンのQが低くかつキャッシュ・リッチ(現金・有価証券等/資産の比率が高い)であり、負債比率が低い、株式持ち合い比率が低い企業ほどターゲットになりやすいことを示した。

また、村上ファンドが投資した対象企業のサンプルを増やした別の分析でも、ターゲットになっている企業は、豊富な資産(現金、有価証券、土地)を持ち、有利子負債比率は低く、ROEやPBRも低いことが示されている(川北・宮野(2007))。さらに、水谷(2006)も、敵対的買収者として定義したファンド(村上ファンド、SPJ、ダルトンインベストメンツ、タイヨウファンド、T-ZONE)が2005年9月末に保有している64社を取り出し、時価総額・有利子負債比率が小さく、現金・投資有価証券等の比率が大きいことを指摘している<sup>2</sup>。

---

<sup>2</sup> 一方、実際に買収防衛策を導入した企業の特徴に関する、本論文とほぼ同時の、しかし独立した研究として、Arikawa and Mitsusada(2007)が挙げられる。彼らは、2005年4月から2006年5月の間に買収防衛策を導入した企業(導入企業数153社)の買収防衛策発表時における株価への影響(アナウンスメント効果)を分析するとともに、買収防衛策を導入した企業の特徴を分析している。具体的にはプロビット推計を使い、CEOのテニユアが長いほど、また、CEOの持株比率が低いほど、買収防衛策を導入する傾向があることを示した(一方、純負債比率、外国人株主比率、社外取締役比率は有意ではない)。彼らは上記の結果に基づき、株主のガバナンスが弱い企業ほど買収防衛策を導入する傾向があると結論している。しかしながら、株主構成以外の変数については、十分なコントロールができていないと言いきれない。本論文で

### 3. 日本における敵対的企業買収と防衛策導入の動き

2005年の前半、マスコミでも連日のように報道されたライブドアとフジテレビのニッポン放送を巡る経営権争いは、日本でも敵対的買収が現実の問題として認識されるようになったという意味で、日本のコーポレート・ガバナンスの節目ともいえる事件であった。日本ではバブル期にいくつかの敵対的な株買占めの事例がみられるが<sup>3</sup>、90年代までを通して敵対的買収は稀であった。しかし、21世紀に入りいくつかの事例がでてきた<sup>4</sup>。そのほとんどが外資による敵対的買収であったが、近年の特筆すべき変化は、MAC（いわゆる「村上ファンド」）を皮切りに国内企業が国内企業に対し初めて株式公開買付を行うようになったことであり、日本企業にとって敵対的買収の脅威を強く認識するきっかけとなった。また、2006年には業界最大手の王子製紙が中堅の北越製紙に対して敵対的な株式公開買付けに踏み切ったことは敵対的買収を単にファンドや新興企業の「きまぐれ」で済ましてきた関係者の認識を大きく変え、敵対的買収の現実化をさらに植え付ける契機となった。

日本においても敵対的買収が現実化する中で、敵対的買収に関する公正なルールが不在な状況下では、奇襲攻撃やそれに対する過剰防衛が繰り返され、健全なM&A市場の形成に悪影響を及ぼすことが懸念されるようになった。2005年5月に経済産業省の企業価値研究会の報告書及び経済産業省・法務省が策定した「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための防衛策に関する指針」（以下、「指針」）が公表された。また、その後、買収防衛策に関する会社法施行規制の開示ルール、証券取引所における開示・上場ルールの整備、さらに、改正証券取引法・同施行令等（06年12月施行）で、公開買付（TOB）制度に関する整備が進んだ<sup>5</sup>。

---

は、Arikawa and Mitsusada(2007)と同様に買収防衛策導入するかどうかの選択について分析しているが、株式保有形態も更に詳しく検討し、買収されやすさを示すような要因をコントロールしてもなお経営保身目的が働いている可能性があるか検証を行っている。また、買収防衛策導入企業のサンプルも2007年3月まで拡大し、2005年度導入企業、2006年度導入企業と分けて分析を行っており、より包括的な分析となっている（導入企業数は計197社）。

<sup>3</sup> ミネベアによる三共精機製作所株の買占め（85～88年）、光進グループによる蛇の目ミシン工業株の買占め（86～91年）、光進グループによる国際航業株の買占め（87～90年）、秀和による忠実屋、いなげや株の買占め（87～92年）、コスモポリタンによるタクマ株の買占め（87～89年）、高橋産業による宮入バルブ工業株の買占め（88～89年）、ピケンズ氏による小糸製作所株の買占め（89～91年）など。

<sup>4</sup> C&WによるIDCに対する公開買付け（99年）、MAC（「村上ファンド」）による昭栄に対する公開買付け（01年）、ベーリンガーインゲルハイムによるエスエス製薬に対する公開買付け（01年）、SPJによるユシロ化学、ソトーに対する公開買付け（03～04年）、三井住友FGによるUFJグループに対する経営統合提案（04年）、ライブドアによるニッポン放送株の大量取得（05年）、夢新HDによる日本技術開発の公開買付け（05年）、楽天によるTBS株式の取得、共同持株会社による経営統合の提案（05年）、MACによる阪神電鉄株の大量取得（05年）、日清紡、MACによる新日本無線への公開買付け（05年）、ドン・キホーテによるオリジン東秀への公開買付け（06年）、王子製紙による北越製紙への公開買付け（2006年）、SPJによる明星食品への公開買付け（2006年）、SPJによるブルドック・ソースへの公開買付け（2007年）、HOYAによるペンタックスへの公開買付け（2007年）。

<sup>5</sup> 買収者が議決権のある一定以上を買い付けた場合、残り全部の株式を買い付けなければならないとする全部買付義務の義務化が金融証券商品取引法に盛り込まれたが、その一定割合は3分の2になっており、企業価値を低める濫用的な買収を制限するためには、イギリス並みの30%程度まで引き下げる必要がある（鶴（2006））。

特に、2005年5月の「指針」策定以後、アメリカのポイズンピル（または、ライツ・プラン＝shareholder rights plan）型の買収防衛策（新株予約権を使い、買収者が一定の株式を買い占めた場合自動的に新株が発行され、買収者の株式取得割合を低下させる仕組み（買収者は権利行使できない））が導入されるようになった。このため、2007年6月末現在で362社、東証では約7社に1社がこのタイプの買収防衛策を導入していることになる。

日本企業が買収防衛策を導入するきっかけを与えた上記「指針」は、企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則（原則1）、事前開示・株主意思の原則（原則2）、必要性・相当性の原則（原則3）に基づき、以下の4つの工夫の重要性を指摘している。

- (1) 防衛策は企業価値・株主共同の利益の確保・向上が目的であって、経営者の保身が目的でないことにコミットメントする。
- (2) 防衛策の内容、仕組み等を事前に開示し説明責任を全うする。
- (3) 株主が防衛策の是非を判断する。例えば、導入に際して株主総会の承認を得る、または、取締役会決議で導入する場合も、導入後の株主総会で消却可能性を確保する。
- (4) 良い買収にいつまでも会社が抵抗しないように工夫するため、独立社外取締役の判断を重視する、また、一定の交渉期間が過ぎれば買収防衛策を廃止するなど客観的な廃止要件を設定する。

導入された買収防衛策をみると、上記のガイドラインを意識、踏まえた内容となっている。これらのポイズンピル型の買収防衛策を更に詳しくみると、事前警告型と信託型に大きく分けることができる。

まず、事前警告型とは、買収者が取締役会の事前同意なしに一定以上（20%以上など）の買付けを行う場合、買収者側に十分な情報提供（対価の算定根拠、資金的裏付け、買付け後の経営・事業方針等）や時間的猶予（60～90日など）を求めるという「大量買付けルール」をあらかじめ設定し、そのルールが遵守されなければ、新株予約権発行等の対応措置を講じるものである。

一方、信託型とは、事前に新株予約権を信託銀行等に発行し、信託しておき、敵対的買収者が現れたときに株主全員に新株予約権を配布するという仕組みである（ただし、敵対的買収者は権利行使できない）。このように事前警告型では導入時にスキームのみを決定しておき、有事に新株予約権を全株主に直接発行する一方、信託型では既に発行され、信託されていた新株予約権を有事に全株主に配布するという違いがあるのである。

このようにみると、事前警告型、信託型も事前にその仕組みを開示している。一方、株主の意思の確認の仕方については、導入時に株主総会の決議を得るもの、発動時に株主総会の決議を得るもの、また、経営保身の排除については、独立社外取締役のチェックを重視するもの、ポイズンピルに関し客観的廃止条件を明示するものなど様々なタイプがあるが、上記「指針」を踏まえたものとなっていることがわかる。

2005年度では事前警告型39件、信託型6件、その他2件、2006年度では、事前警告型137件、信託型5件、その他7件となっている（表1）。また、導入方法に関しては、2005年度株主総会承認型30件、取締役会決議型17件、2006年度株主総会承認型137件、取締役会決議型46件となっている（表1）。このように最近の防衛策の形態をみると、事前警告型・株主総会承認型が主流となっていることがわかる。

#### 4. 敵対的買収防衛策導入の動機：その理論根拠と仮説

##### どのような企業が買収防衛策を導入するのか？

敵対的買収防衛策はどのような企業が導入しやすいのか、導入の動機は何であろうか。本論文では、特に、様々な動機をコントロールしてもなお経営保身目的があるかどうかを検討してみる。買収防衛策導入に影響を与える要因として現在の経営者にとって短期的にみて外生的な要因（現時点での経営努力を越えた要因）と経営者自身がその意思で影響・変化を及ぼすことのできる要因に分けることにする。

まず、買収防衛策導入に影響を与える要因のうち、経営者の判断や努力に依存するような要因を考えることにする。先にみたように敵対的買収のプラス効果は経営パフォーマンスの悪い企業が買収されれば、経営陣が変わることで経営の効率化、改善が図られ、企業価値、ひいては株主価値も高まることである。そのような場合、株主にとっては当該企業が買収される方が望ましい。したがって、経営パフォーマンスは悪く、経営者の交代によってその改善が大きく見込まれるような企業は敵対的買収を受ける可能性は高くなる。

##### A. 経営パフォーマンスの不振

経営パフォーマンスが悪いことで敵対的企業買収の可能性が高まっているとすれば、その地位を追われたくない経営者にとっての最大の敵対的買収の防御は種も仕掛けのない企業価値最大化であるはずであり、経営の効率化、収益最大化などの経営努力で買収される可能性を低下させることは可能である。したがって、その努力を行うのではなく、安易に敵対的買収防衛策を導入するならばそれは経営保身目的といえる。ここでは経営パフォーマンスの指標として、業務パフォーマンス、株価指標、流動性資産（あるいは負債）に着目してみよう。



### 業務パフォーマンスとの関係

非効率的な経営が行われておれば買収される可能性が高まるのであれば(Manne(1965))、防衛策導入企業の収益性は相対的に低いであろう(Malatesta and Walking(1988))。したがって、業務パフォーマンスと買収防衛策導入については以下のような仮説が考えられる。

**仮説 A1：ROA などの業務パフォーマンスが低い（経営が非効率的な）企業ほど、経営者交代でパフォーマンス改善する可能性が高いため買収されやすく、買収防衛策を導入しやすい。**

アメリカの実証分析をみると、Malatesta and Walking(1988)は、80年代半ばにポイズンピルを導入した企業の1年前の収益率は産業平均に比べ有意に低いことを示した。一方、Mallette and Fowler(1992)は、80年代末(88年)においては、ROEとポイズンピル導入に有意な関係を見いださなかった。

### 株価指標との関係

また、業務パフォーマンスのみならず株式市場での評価も敵対的買収を受ける可能性に大きな影響を及ぼす。具体的には株価市場で低く評価されている企業はその潜在的な改善効果から買収されやすく、防衛策を導入しようとするであろう(Sundaramurthy(1996))。

日本に目を転じると、西山(2006)は2006年3月時点で買収防衛策を導入していた企業42社に対し、ROEやPBRは市場平均を下回っている企業が多いことを指摘した。また、PBR（株価純資産比率）が1を割っていたユシロ化学（0.7倍）、ソトー（0.5倍）が2003年末にアメリカの投資ファンドであるスティーブル・パートナーズ・ジャパン（SPJ）から敵対的買収をしかけられた。そのため、PBRの低い企業が敵対的買収にねらわれやすいという認識も広まった。したがって、以下の仮説が考えられる。

**仮説 A2：株式市場での評価（例えば、Q、PBR）が低い企業は、買収価格が割安であると同時に経営者交代によるパフォーマンス改善効果も大きく、買収されやすいため、買収防衛策を導入しやすい。**

例えば、アメリカの分析例をみると、Strong and Meyer(1990)は、ポイズンピル導入企業はPERが低い傾向にあることを示した。一方、時価・簿価比率(market to book ratio)の低い企業は買収の可能性が低下するとする分析もあるが(Davis and Stout(1991))、ポイズンピル導入への効果は有意ではない分析例が多い(Davis(1991), Sundaramurthy(1996), Davis and Greve (1997))。

## 流動性資産との関係

日本では、90年代以降、企業は過剰債務や銀行のリスク許容能力の低下に対応するため、借り入れよりも債務の返済に努力するとともに、手元流動性資産をなるべく多く保有する企業が増加した。そのような企業は金融システムが不安定な状態では確かに金融リスクには強いというメリットがあったが、金融システムが安定化に向かう中では、資産運用が非効率なものとなり、逆に財務買収されやすくなった。実際、前述の胥(2006)も流動性資産比率が高い企業が村上ファンドやSPJのターゲットになりやすいことを示している。したがって、

**仮説 A3：流動性資産比率が高い企業は自らの投資機会を上回るフリー・キャッシュフローを持ち易く、それが企業価値最大化以外に目標を持つような経営者による非効率的な投資につながりやすい(Jensen(1986))。このような企業は経営者の交代による改善効果が見込まれ、買収されやすいため、買収防衛策を導入しやすい。**

## B. 経営保身目的

次に、経営者の経営保身をより直接検討するため、経営保身を生みやすい企業の特徴や株主への配慮に関係する特徴について検討してみよう。

## 社齢との関係

まずは、企業の社齢である。企業組織は古くなると硬直的になり環境変化に対する適応しにくい組織慣性の問題が生じやすい。したがって、

**仮説 B1：社齢が長い企業は相対的に組織慣性、硬直性が高いかもしれない。その場合、大きな経営変化への反対しがちであり、組織防衛の視点から買収防衛策を導入しやすい。**

アメリカの分析例をみると、社齢と買収防衛策導入の関係を直接分析したものはないが、Davis and Stout (1992)は社齢の長い企業ほど(敵対的)買収を受け易いことを示している。

## 経営者のテニユアとの関係

次は、経営者のテニユアである。CEOが長くその地位に留まれば取締役の任命も含め取締役会への影響も大きくなり、「塹壕」(entrenchment)を築くという意味で経営保身が強くなる傾向がある。Mallette and Fowler (1992)は、その観点から、ポイズンピルは敵対的買収の確率を低下させることでCEOの企業組織へのグリップをさらに強めるのでテニユアの長いCEOはポイズンピルを導入しやすいはずとの見方を強調した。

**仮説 B2： 経営者のテニユアが長い企業は経営者の相対的な権力が大きくなるので、独善的になりやすく、株主軽視、経営保身の観点から買収防衛策を導入しやすい。**

逆に、まだテニユアの短い経営者は買収の脅威を感じると通常の想定されている任期は全うしたいと思い、買収防衛策を導入する場合も考えられる。この場合も、経営者がその地位を保持するために買収防衛策を導入するから経営保身の一種ともいえないが、まだ、テニユアの短い経営者は経営努力が企業パフォーマンスに十分反映されていない面もあろう。つまり、敵対的買収防衛策を経営者の実力発揮までの猶予策をとらえる考え方である。本論文ではテニユアの長い経営者が買収防衛策を導入する場合、経営保身が強いと判断することにする。

アメリカの 88 年の S & P 500 社を使った Mallette and Fowler (1992)の分析では、CEO のテニユアが長いほどポイズンピルを導入しやすいが、その効果は有意ではなかった。

#### **取締役会の構成との関係**

取締役会の構成も経営保身目的と結びつけることができる。社外取締役は経営からは独立し、株主の利益のために経営をモニターするという役割が強い(Fama(1980), Fama and Jensen(1983))。したがって、内部出身者の多い取締役会の方が経営側と利害が一致している度合いが強いという意味で防衛策を導入しやすいであろう(Davis(1991), Mallette and Fowler (1992), Sundaramurthy(1996), Danielason and Karpoff(1998))。つまり、

**仮説 B3： 内部出身者の割合が高く、社外（特に独立）取締役の割合が低い企業は、経営保身、株主軽視の傾向が強く、買収防衛策を導入しやすい。**

アメリカの実証分析をみると、Mallette and Fowler (1992), Sundaramurthy(1996)では、社外（独立）取締役が多い企業ほどポイズンピルを導入していないが、その効果は有意ではなかった。Danielason and Karpoff(1998)では、逆に内部出身者が少ないほど（社外取締役が多い）企業ほどポイズンピルを導入しやすく、その効果は有意であった（ただし、Davis(1991)、Davis and Greve(1997)は、同様の効果を得たもののそれは有意ではなかった）。

#### **経営者持株比率・株式持合比率との関係**

経営保身を生みやすい特徴の最後は、主体別株式保有比率である。まず、経営者の持株比率が高ければその分、一般株主と利害が一致する度合いが大きくなるであろう。逆に、その持株比率が低ければ、株主との利害対立、経営保身の度合いも強くなり、防衛策を導入しやすいであろう(Malatesta and Walking(1988), Davis(1991), Mallette and Fowler (1992))。

つまり、

**仮説 B4：経営者の持株比率が低い企業は、経営者と株主の利害対立が大きく、買収防衛策を導入しやすい。**

しかし、経営者の持株比率の高さなどが逆に経営保身を助長する場合も考えられる (Demsetz(1983), Fama and Jensen(1983))。また、日本の株式持合については、資本自由化の際に外資からの買収を防衛するために広まったこともあり、株式持合比率の高い企業は経営保身が強いかもしれない。したがって、

**仮説 B5：経営者持株比率が高い、または、株式持合比率が高い企業は、そのような株式保有形態が経営者にとって「塹壕」となる場合には、経営者の自由度、ひいては経営保身を強め、買収防衛策を導入しやすい。**

このように、経営者の持株比率と買収防衛策導入については理論的にも一意とは限らないことがわかる。アメリカの分析をみると多くの研究で経営者の持株比率が低いほどポイズンピルを導入しやすいという結果がでている (Malatesta and Walking (1988), Strong and Meyer(1990), Davis(1991), Mallete and Fowler (1992), Davis and Greve(1997), Danielson and Karpoff(1998))。一方、Sundaramurthy(1996)は、経営者の持株比率とポイズンピル導入の関係を経営者の持株比率と企業価値のU字型の関係 (Morck, Shleifer and Vishny (1988)) になぞらえ、その比率が低い時は比率が上がるとポイズンピル導入しにくくなるが、高い比率になるとむしろ比率が上がるほどポイズンピルを導入しやすくなることを示した。

株式持合については、持合比率が高ければ他の条件は等しい場合 TOB などはより難しくなり買収防衛策を導入する必要性は低くなるという逆の効果もあることにも注意する必要がある。実際、先にみたように胥(2006)では、持合比率の低い企業が敵対的買収に狙われ易いことを示している。

### **C. その他、被買収確率に影響を及ぼす要因**

以上の経営者の保身動機に加え、短期的には経営者のコントロールできない要因で敵対的買収のターゲットとなりやすい場合がある。このような場合、敵対的買収の副作用 (企業価値の毀損) を防ぐ目的であれ、あるいは経営者の保身目的であれ、防衛策が導入されやすいと考えられる。

### **企業規模との関係**

こうした要因の第一として、まず、企業規模が挙げられる。買収者にとって、買収するための資金調達に制約がある場合には、時価総額が小さい企業ほど買収しやすい(Davis(1991), Comment and Schwert(1995), Davis and Greve(1997))。

**仮説 C1：(時価評価でみた) 企業の規模が小さいほど、他の条件が等しければ相対的に買収されやすいため、買収防衛策を導入しやすい。**

アメリカの分析をみると、Davis(1991)と Davis and Greve(1997)は、時価評価額の小さい企業ほどポイズンピルを導入していることを示している。一方、Comment and Schwert(1995)は資産規模でみると、大きい企業ほどポイズンピルを導入していることを示した。

#### **外部株式保有構造との関係**

第二は、外部者による株式の保有構造である。90年代以降、事業会社、金融機関による株式保有割合が低下し、安定株主比率が低下したことが敵対的買収現実化の大きな背景となっている。こうした動きの裏で、外国人株主の割合が3割を占めるまでに上昇し、浮動株主の割合がかなり高まっている。これは敵対的買収者による株式公開買い付け(TOB)などによる買収が容易になったことを意味している(Danielson and Karpoff(1998))。したがって、

**仮説 C2：企業の株式保有が流動的になれば、他の条件が等しければ相対的に買収されやすくなるため、買収防衛策導入策を導入しやすい。具体的には、支配株主比率が低いほど、また、機関投資家(外国人株主含む)比率、及び少数株主比率が高いほど、買収防衛策を導入しやすい。**

機関投資家(外国人株主等)の割合が高いほど防衛策を導入しやすいことはこれらの投資家の視野が短期的で買収者のTOBに応じやすいとみられていることを反映しているかもしれない(Mallette and Fowler(1992), Davis and Stout(1992))。一方、機関投資家の中には一般株主の立場から買収防衛策に反対する立場を取る場合も多いため、その比率が高ければ、逆に買収防衛策を導入しにくいことも考えられる(Sundaramurthy(1996))。

アメリカの分析をみると、まず、株式保有の集中度が低い企業ほどポイズンピルを導入しやすいという結果がでている(Davis(1991), Davis and Greve(1997))。また、機関投資家比率の高い企業ほどポイズンピルを導入しやすいという結果も多い(Strong and Meyer(1990), Davis(1991), Mallette and Fowler(1992), Davis and Greve(1997), Danielson and Karpoff(1998))。一方、Sundaramurthy(1996)では、機関投資家比率はポ

イズンピル導入に有意な影響を与えなかった。

### 負債比率との関係

第三は、負債比率である。アメリカでの敵対的企業買収の主な目的の一つは、負債比率の低い企業に対し、負債比率を引き上げさせ、フリー・キャッシュフローを再配分させることである (Jensen(1989))。したがって、

**仮説 C3: 負債比率の低い企業は、他の条件が等しければ相対的に買収されやすくなるため、買収防衛策導入策を導入しやすい。**

アメリカの実証分析をみると、債務比率の低い企業は買収される可能性が高く (Davis and Stout(1992))、また、日本でも負債比率が低い企業が村上ファンドや SPJ のターゲットになりやすいという結果が得られている (胥(2006)など)。

### 同業他社の導入状況との関係

第四は、同業他社の買収防衛策の導入状況である。所属する産業が敵対的買収の標的になっているような場合、買収防衛策を導入していない企業がより敵対的買収の標的になりやすいこともあろう (Davis(1991))。つまり、

**仮説 C4: 同じ産業で防衛策を導入する企業の割合が高いほど、買収防衛策を導入していないと逆に標的になりやすいため、買収防衛策を導入しやすい。**

アメリカの分析例をみると、同一産業での導入企業割合は当該企業のポイズンピル導入に有意な影響を与えなかった (Davis(1991))。

## 5. データと分析手法

前節の仮説検証に必要なデータは、日本経済新聞デジタルメディアのコーポレート・ガバナンス評価システム (NEEDS-Corporate governance evaluation system、略して NEEDS-Cges) より抽出している。NEEDS-Cges には、企業のガバナンス状態を定量的に分析し、評価するための、各社のガバナンスに関する指標や項目を網羅したデータベース (指標データと明細データ) と企業統治度を計算して各社共通の尺度で計算できるようにした評点データと分析アプリが含まれている。

本論文では、これらのうち、指標データと明細データより変数を抽出している。分析対象の企業は、東京、大阪、名古屋、札幌、福岡の証券取引所及び、ジャスダック、東証マザ

ーズ、大証ヘラクレスといった新興企業向け市場に株式を上場している企業である。ただし、各市場の整理ポスト銘柄、ジャスダック市場の管理銘柄、不動産投資信託 (REIT)、上場投資信託 (ETF)、優先出資証券、日本銀行、東証外国部、大証ベンチャーファンドは除かれている。

対象社数は、2005年3月末時点では3761社、2006年3月末時点では、3809社となっている。また、推計においては、2005年度導入企業、2006年度導入企業と分けて分析を行っているが、それぞれの期の説明変数は防衛策導入直前の決算期の数値を利用する。(つまり、2005年4月から2006年3月までの導入に関しては、2004年度(2005年3月期)の決算期の数値を、2006年4月から2007年3月までの導入に関しては、2005年度(2006年3月期)の決算期の数値を利用する<sup>6</sup>。)また、3月以外の決算月企業については、決算日が防衛策導入公表日後でないかどうかを調べ、公表日の前の決算月データを利用していることを確認している。

次にどのような企業が敵対的買収防衛策を導入するのか推計を行い検証する。まず、上場企業について買収防衛策の導入の有無については、(社)商事法務研究会の会員向けサービス(データ・ベース、メールマガジン等)を利用し、導入企業のプレス・リリースを参照した。ここでは、敵対的買収防衛策を導入した企業を1 ( $Poison_i = 1$ )、導入しない企業を0 ( $Poison_i = 0$ )とする二値選択モデルをプロビット推定により推計する。推定するモデルは、以下の通りである。

$$Poison_i^* = const. + x_{i,groupA}'\beta_{groupA} + x_{i,groupB}'\beta_{groupB} + x_{i,groupC}'\beta_{groupC} + e_i$$

$$Poison_i = 1 \quad Poison_i^* > 0$$

$$Poison_i = 0 \quad Poison_i^* \leq 0$$

被説明変数  $Poison_i^*$  は、企業  $i$  が敵対的買収防衛策を導入する確率を表し、それに影響を与える要因として、説明変数グループ A、グループ B、及びグループ C を考え、定数項 ( $const.$ ) を含むモデルを推定する。 $\beta$  はそれぞれのグループの係数ベクトルを表す。以下では用いた変数の詳細な説明を行う。

<sup>6</sup> 本論文では、NEEDS-Cges の各年の8月分データを利用している。8月分データには、8月末時点ほぼ全て判明している、同年3月期の本決算(確報)データが含まれているためである。

第一の説明変数グループ A は経営努力を怠る中で敵対的買収策を導入するという意味で経営保身動機をみることを目的とする。第一グループの変数には、ROA、トービンの Q、PBR、流動性資産比率を用いる。データはそれぞれ NEEDS-Cges より、ROA (経常利益/総資産・前期×100)、トービンの Q ((株式時価総額+負債合計)/総資産 (子会社、関連会社含み損益加算))、PBR (直近実績決算期末の株式時価総額/株主資本)、流動性資産比率 ((現預金+有価証券+投資有価証券)/総資産) を使用している。なお、流動性資産比率に関しては、マイナスの値をとる企業が存在したが、それらは欠損値として処理している。

推計により期待される係数の符合は以下の通りである (以下の番号は前節の仮説の番号に対応している)。

- A1. ROA は－
- A2. トービンの Q、PBR は－
- A3. 流動性資産比率は＋

第二の説明変数グループ B は経営保身につながりやすい特徴をもともと持っている企業であるかどうかで経営者保身の動機をチェックしている。第二グループの変数には、社齢、経営者のテニユア、社外取締役比率、役員持株比率、持合比率を用いる。社齢は NEEDS-Cges に情報が含まれていないため、東洋経済新報社の会社四季報 CD-ROM における設立年より計算している。(例えば、2005 年度の推計では、2005 年から設立年を引いたものを社齢としている。) また、経営者のテニユアに関しては NEEDS-Cges の代表者就任年月日から、社齢同様に計算している。

その他の変数に関しては、それぞれ NEEDS-Cges より、社外取締役比率 (社外取締役人数/取締役会人数×100)、役員持株比率 (役員の株式保有比率)、持合比率 (相互株式保有が可能な公開会社による株式保有比率合計 (ニッセイ基礎研算出)) を抽出している。なお、役員持株比率に関しては、データに 100% を超える値をとる企業が存在したが、それらは欠損値として処理している。

推計により期待される係数の符号は以下の通りである。

- B1. 社齢が＋
- B2. テニユアが＋
- B3. 社外取締役の割合が－
- B4. 役員持株比率が－
- B5. 持合比率が＋で有意か効果を持つか



コントロール変数群 C としては、時価総額の対数値、支配会社持株比率、機関投資家持株比率、少数株主持株比率、負債比率、同一産業における敵対的買収防衛策導入比率を用いる。まず、時価総額の対数値は、NEEDS-Cges を用い、株式時価総額（直近実績決算期末）を計算し、自然対数をとる。その他の変数については、それぞれ NEEDS-Cges の支配会社持株比率（支配会社（15%超保有法人）の株式保有比率合計）、機関投資家持株比率（外国人株式保有比率（除く外国法人判明分）+信託勘定株式保有比率+生保特別勘定株式保有比率）、少数株主持株比率（50 単元未満の株式保有比率）、負債比率（負債合計/総資産×100）を用いている。

また、同一産業における敵対的買収防衛策導入比率は、2006 年度推計にのみ含まれる変数で、2005 年度にある産業において敵対的買収防衛策を導入した企業数が同一産業に所属する企業数のどのくらいの割合を占めているのかで計測している。

期待される係数の符合は以下の通りである。

- C1. 時価総額（対数）は－
- C2. 支配会社持株比率は－、機関投資家比率は＋、少数株主比率は＋
- C3. 負債比率は－
- C4. 同一産業導入比率は＋

以上の使用変数の基本統計量、及び平均値の差の検定結果については、表 2A～表 2D にまとめられている。平均値の差（買収防衛策導入企業平均－非導入企業平均）の検定をみると（表 2C、表 2D）、A 群の説明変数では、ROA、トービンの Q、PBR は概ね買収策導入企業の方は低くなっているが有意ではない。流動性資産比率は 2005 年度のみ導入企業の方が有意に高い。

B 群の説明変数をみると、導入企業の方が社齢は有意に高く、役員持株比率は有意に低い。また、持合比率は 2006 年度のみ有意に高い。一方、経営者テニユアは導入企業の方が有意に低くなっており、社外取締役割合も導入企業の方が（有意ではないが）高くなっており、仮説とは逆の結果となっている。

C 群の説明変数については、導入企業で支配株主比率は有意に低く、機関投資家比率は有意に高くなっている。負債比率は有意ではないが導入企業の方が低くなっている。また、同一産業における防衛策導入割合は導入企業の方が有意に高くなっている。一方、時価総額（対数値）は仮説とは逆に導入企業の方が有意に高くなっている。以上のように、平均値の差の検定では、経営者テニユア、社外取締役割合、時価総額（対数値）を除き、有意性に差はあるものの仮説から期待される符号条件を概ね満たしていることがわかる。

## 6. 実証分析の結果：買収防衛策導入企業の特徴

推計結果については、表3にまとめられている。表3Aは2005年度導入企業、表3Bは2006年度導入企業についての結果である。いずれも、最初の列では推計された係数、次の列では推計された限界効果が示されている。

まず、経営の効率性に関する変数グループについては、企業パフォーマンスを示すROA、トービンのQ、PBRの変数はいずれも有意ではなかった（表3A、表3Bの(1)、(2)、(3)）。つまり、業務パフォーマンスや株式市場でのパフォーマンスが相対的に低い企業が買収の脅威を感じ、買収防衛策を導入しているわけではないといえる（仮説A1、A2は不成立）。

一方、2005年度については、流動性資産比率がプラスで有意であった。つまり、流動性資産比率の高い企業ほど買収防衛策を導入しやすい（仮説A3は成立）。これは流動性資産比率の高い企業が敵対的買収に狙われやすいという胥(2006)の結果と整合的である。

次に、経営保身を表す変数グループをみると、社齢が2006年度プラスで有意となった。つまり、企業規模をコントロールしてもなお、社齢の長い企業ほど買収防衛策を導入しており、経営保身を示唆する結果となっている（仮説B1は成立）。一方、経営者のテニユアは2005年度でマイナスと有意となり、経営者のテニユアの長い企業はむしろ防衛策は導入していないという結果になった(2005年度、仮説B2は不成立)<sup>7</sup>。これはテニユアの長い企業ほど防衛策を導入していることを示した、Arikawad and Mitsusada(2007)とは逆の結果である。この違いは主に、Arikawa and Mitsusada (2007)は、2006年5月までに買収防衛策を導入した企業を扱っている一方、我々の分析では、導入企業のサンプルも2007年3月まで拡大し、2005年度導入企業、2006年度導入企業と分けて分析を行っているためと考えられる。

社外取締役比率はいずれの年度もプラスで有意でないという結果になった。つまり、統計的に有意ではないが、内部取締役の割合の高い企業はむしろ買収防衛策を導入しない傾向にある（仮説B3は不成立）。社外取締役の割合については、買収防衛策に関する「指針」では、買収防衛策の必要性、相当性の確保の一例として独立社外取締役の判断を重視することを強調しており、社外取締役を持つ企業の方がむしろ買収防衛策を導入しやすいという効果もあるかもしれない。

この結果については、「指針」に沿って買収防衛策を導入しやすくするために企業が外部取

---

<sup>7</sup> 2006年度についてはテニユアの効果は有意ではない。

締役を増やした可能性も考えられる。まず、2005年度の分析については、指針公表前の社外取締役数を説明変数に用いているので問題ない。他方、2006年度の分析については、指針公表後の2005年度の社外取締役数を説明変数に用いているため、その可能性を検討する必要がある。実際、2006年度に防衛策を導入した企業（149社）のうち、2005年度に社外取締役数を増やした企業は26社（約6社に1社の割合）になっており、こうした内生性の問題が懸念される。このため、別途、2004年度の企業データを使ったロバストネス・チェックを行い、本節の最後で言及する。

役員を持ち株比率については、それが低い企業ほど、買収防衛策を導入しやすい（2006年度）。これは仮説 B4 やアメリカの多くの実証分析例及び Arikawa and Mitsusada(2007)と整合的である。一方、持合比率については、プラスで有意となっている（2006年度）。つまり、持合比率の相対的に高い企業はそれだけを比べれば他の企業に比べて買収されにくいはずである。実際、胥(2006)は持合比率が低い企業ほど敵対的買収に狙われ易いことを示した。それにもかかわらず、持合比率の高い企業が買収防衛策を導入しやすいという結果になっていることは、これらの企業においてはもともと経営保身が強いため、持合比率も高く、また、買収防衛策も導入しやすいからと解釈できる（仮説 B5 は成立）。

コントロール変数をみると、企業の規模については、仮説とは逆に、時価総額でみて大きな企業ほど買収防衛策を導入している（2005年度、2006年度、仮説 C1 は不成立）。アメリカの分析で同様に企業規模とポイズンピル導入に正の有意な関係を見いだした Comment and Schwert (1995)は、ポイズンピル導入には固定費用がかかるので企業の導入に当たっては規模の経済が働くことを強調している。つまり、防衛策導入のための固定コスト（弁護士費用等）は企業規模にあまり影響を受けないと考えると、大きな企業の方が固定コストを負担しやすく、買収防衛策を導入しやすいと解釈できる。逆に、比較的規模の小さい企業にとってコスト負担は相対的に重く、導入しにくくなることには留意する必要がある。

株式保有比率をみると、支配株主の比率が低い（2005年度、2006年度）、機関投資家比率の高い（2006年度）企業ほど買収防衛策を導入している。これは、株式保有の流動性が高い企業ほど買収防衛策を導入しやすいという仮説 C2 が成り立っていることを示す結果であり、アメリカの実証分析例ともほぼ整合的である。また、この結果は機関投資家の短期的視野などの仮説とも整合的である。

また、負債比率はマイナスで有意であった（2006年度）。つまり、負債比率の低い企業ほど買収防衛策を導入しやすい（仮説 C3 は成立）。これは負債比率の低い企業が敵対的買収に狙われ易いという胥(2006)の結果と整合的である。さらに、同じ産業の前年度の導入割合を

みると、プラスの効果、つまり、導入割合の高い産業に属しているほど導入しやすいとなっているがその効果は有意でない（仮説 C4 の不成立）。

### ロバストネス・チェック

社外取締役比率の影響のところで述べたように、2006年度の分析については、「指針」公表後の2005年度の企業データを説明変数としているので買収防衛策を導入しようとする企業が導入に有利になるようにその説明変数を操作するという内生性の問題が懸念される。そこで、2006年度に買収防衛策導入するかどうかを、「指針」公表前の2004年度の企業データ（二期ラグ）を説明変数として使った結果が表 3C である。表 3B と比べると役員持株比率、持合比率、時価総額（対数値）、支配会社持株比率については防衛策導入への影響の方向、有意性は変わらなかった。一方、2005年度データでは有意であった社齢、機関投資家比率は有意ではなくなったが、少数株主比率がプラスで有意になった。

社外取締役比率は、2004年度のデータを使った場合、やはり、有意ではないが、符号はマイナス、つまり、社外取締役比率が低い企業を買収防衛策を導入しやすい、という結果になった。したがって、社外取締役比率については、「指針」以降、買収防衛策を導入するために社外取締役数を増加させるという内生性の問題が発生し、2005年度のデータを使った買収防衛策導入のプラスの影響はロバストではないことが示された。

### 実証分析のまとめ

以上、実証分析の結果をまとめると、流動性資産比率の高い企業は敵対的買収を導入する傾向にあるが、業務や株式パフォーマンスの低い企業を買収されないように安易に防衛策導入に走っているわけではない。したがって、金融システムが安定化してきた中で相対的に流動性資産比率の高い企業は投資効率が低いかもしれないが、経営の非効率を全面的に放置したまま買収防衛策が導入されているとは結論付けられない。

一方、経営保身につながる特徴については、取締役会の構成や経営者のテニユアの面からは経営保身による動機は観察されなかったが、社齢の長い企業、役員持株比率の低い企業、持合比率の高い企業が防衛策を導入する傾向にあることは、経営保身目的を示唆しているといえる。

短期的に経営者がコントロールしにくい要因をみると、企業規模が大きい企業がむしろ買収防衛策を導入する傾向があり、同じ産業で買収防衛策導入する企業が多いから買収防衛策を導入するという傾向も必ずしも明確には見られなかった。一方、株式保有比率がより流動化し、負債比率の低いといった買収されやすいような構造の企業は敵対的買収を導入する傾向にある。

## 7. 結論及び政策的インプリケーション

本論文では、2005年度、2006年度に分けて、敵対的買収防衛策を導入した企業の特徴について分析を行った。具体的には、まず、支配株主比率が低く、機関投資家比率が高いといった株式保有の流動性の高く、買収されやすい企業、また、流動性資産比率が高く、負債比率が低い、買収者にとって魅力的な企業ほど買収防衛策を導入する傾向が強い。これは、アメリカの実証分析ともほぼ整合的である。一方、会計上のパフォーマンス、株価関連指標が相対的に不振な企業が買収防衛策を導入しやすいという結果は得られなかった。つまり、経営怠慢による買収脅威の高まりに対して「隠れ蓑」、「塹壕」として買収防衛策を導入しているわけではないといえる。

しかし、経営保身や株主との利害対立を生みやすいような企業の特徴については、例えば、社齢の長い、経営者持株比率の低い企業ほど買収防衛策を導入しやすく、経営保身や株主との利害対立が買収防衛策導入に影響を与えていることを示唆する結果となっている。特に、持合比率の高い企業ほど買収防衛策を導入しやすいという結果は、経営保身を示す顕著な証拠といえる。なぜなら、持合比率の高い企業は他の条件が等しければ買収されにくいはずであり、それにもかかわらず導入可能性がより高くなっているということは高い持合比率がその企業の経営者の保身的傾向の強さを反映しているとみられるからである。

敵対的買収の現実化の中で企業同士の株式持ち合いが再び復活してきていることが指摘されている<sup>8</sup>。こうした中で、もともと株式持合で経営者の「塹壕」を築いてきた企業がさらに買収防衛策でその「塹壕」を強化しようとしている。買収防衛策導入にはそれなりの固定コスト負担が伴い、規模の小さい企業は相対的に不利になることも考え合わせれば、企業が個別にポイズンピル型買収防衛策を導入するのではなく、公開買付ルール（特に、全部買付義務）の強化を図ることで濫用的な買収を排除していくという視点<sup>9</sup>も重要であろう。

---

<sup>8</sup> 日本経済新聞夕刊 2007.7.13 「株式持合復活の兆し」

<sup>9</sup> 注4参照。鶴(2006)の第3章第4節では全部買付義務を中心としたイギリスの「シティ・コード」によ

## 参考文献

日本語：

川北英隆・宮野玲(2007)、「村上ファンドの投資行動と役割—標的になった企業の特徴に関して」、ニッセイ基礎研、所報 Vol.45、pp1-21

胥鵬(2006)、「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」、RIETI Discussion Paper 06-J-008

鶴光太郎(2006)、『日本の経済システム改革—失われた15年を越えて』、日本経済新聞社

西山賢吾(2006)、「議決権行使と買収防衛策」、野村証券金融研究所

水谷謙作(2006)、「敵対的企業買収ターゲット企業の財務的特徴」、証券アナリストジャーナル 2006年12月号

英語：

Arikawa, Y. and Y. Mitsusada (2007), “The adoption of Poison Pills and Management Entrenchment: Evidence from Japan”, mimeo

Coates IV, J. (2000), “Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence”, *Texas Law Review*, 79(2), pp271-382

Comment, R. and G. W. Schwert (1995), “Poison or Placebo?: Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures”, *Journal of Financial Economics*, 39(1), pp3-43.

Danielson, M. and Karpoff, J. (1998), “On the Uses of Corporate Governance Provisions”, *Journal of Corporate Governance* 4, pp347-371

Davis, G. (1991), “Agents without Principles? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network”, *Administrative Science Quarterly* 36(4), pp583-613

Davis G. and H. Greve (1997), “Corporate Elite Networks and Governance Changes in the 1980s”, *The American Journal of Sociology* 103(1), pp1-37

Davis, G. and S. Stout (1992), “Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980-1990”, *Administrative Science Quarterly* 37(4), pp605-633

Demsetz, H. (1983), “The Structure of Ownership: Theory and Consequences”, *Journal of Political Economy* 93, pp1155-1177

Fama, E. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy* 88, pp288-307

Fama, E. and M. Jensen (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* 26, pp301-343

---

る企業買収規制の意義及び日本へのインプリケーションについて詳しく論じている。

- Jensen, M. (1986), "The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76(2), pp323-329.
- Jensen, M. (1989), "The Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review* 67, pp61-74
- Malatesta, P. and R. Walkling (1988), "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 20, pp347-376
- Mallette, P. and K. Fowler (1992), "Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pill", *The Academy of Management Journal* 35(5), pp1010-1035
- Manne, H. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73(2), pp110-126.
- Morck R., A. Shleifer and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation", *Journal of Financial Economics* 20, pp293-315
- Shleifer, A. and L. Summers (1988), "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in A. Auerbach (eds.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago: University of Chicago Press.
- Stein, J. (1988), "Takeover Threats and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy*, 96(1), pp61-80.
- Strong, J. and J. Meyer (1990), "An Analysis of Shareholder Rights Plans", *Management and Decision Economics* 11(2), pp73-86
- Sundaramurthy, C. (1996), "Corporate Governance within the Context of Antitakeover Provisions", *Strategic Management Journal* 17(5), pp377-394

表1 買収防衛策導入企業数

2005年度		防衛策形態		導入方法	
導入企業数	47	事前警告型	39	株主総会承認型	30
		信託型	6	取締役会決議型	17
		それ以外	2		
非導入企業数	(3714)				
2006年度		防衛策形態		導入方法	
導入企業数	150(149)	事前警告型	138(137)	株主総会承認型	104(103)
		信託型	5	取締役会決議型	46
		それ以外	7		
非導入企業数	(3660)				

注1) 括弧内は推計に利用した買収防衛策導入企業数を表す。

注2) 2007年4月から6月末の間に買収防衛策を導入した企業は165社存在する。

出所) (社) 商事法務研究会



表2A

記述統計量  
2005年度

	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
ROA	3745	0.07	0.13	-1.65	4.21
トービンのQ	3686	1.49	1.75	0.34	38.14
PBR	3673	2.24	4.94	0.23	159.69
流動性資産比率	3605	0.242	0.159	0.001	0.99
社齢	3761	45.69	24.77	0	136.00
経営者テニユア	3761	6.95	8.72	0	55.00
社外取締役割合	3761	0.07	0.13	0	0.90
役員持株比率	3673	0.09	0.14	0	0.83
持合比率	3665	0.07	0.08	0	0.52
時価総額対数値	3648	9.81	1.60	6.18	16.38
支配会社持株比率	3761	0.15	0.21	0	1.00
機関投資家比率	3641	0.13	0.15	0	0.83
少数株主比率	3701	0.23	0.12	0	0.76
負債比率	3753	0.55	0.23	0.02	1.61

表2B

記述統計量  
2006年度

	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
ROA	3792	0.07	0.11	-1.44	1.95
トービンのQ	3730	1.73	2.26	0.53	55.28
PBR	3725	2.65	4.86	0.28	145.36
流動性資産比率	3644	0.258	0.167	0.003	0.97
社齢	3785	46.68	24.32	0	137.00
経営者テニユア	3809	6.96	8.65	0	58.00
社外取締役割合	3809	0.08	0.14	0	0.88
役員持株比率	3704	0.09	0.14	0	0.86
持合比率	3691	0.06	0.08	0	0.83
時価総額対数値	3575	4.52	1.01	2.37	14.80
支配会社持株比率	3809	0.15	0.21	0	0.98
機関投資家比率	3703	0.15	0.15	0	0.83
少数株主比率	3742	0.21	0.12	0	0.76
負債比率	3803	0.53	0.22	0.02	1.44
同一産業導入割合	3809	0.01	0.01	0	0.04

表2C

平均値の差の検定  
2005年度

	買収防衛 策導入企 業数	買収防衛 策非導入 企業数	買収防衛 策導入企 業平均値	買収防衛 策非導入 企業平均	平均値の差 (導入企業－ 非導入企業)
ROA	47	3698	0.064	0.066	-0.003
トービンのQ	47	3639	1.476	1.490	-0.014
PBR	47	3626	1.937	2.243	-0.305
流動性資産比率	47	3558	0.299	0.242	0.057 **
社齢	47	3714	52.468	45.609	6.860 *
経営者テニユア	47	3714	3.936	6.987	-3.051 **
社外取締役割合	47	3714	0.094	0.070	0.025
役員持株比率	47	3626	0.046	0.094	-0.047 **
持合比率	47	3618	0.092	0.074	0.018
時価総額の対数値	47	3601	10.895	9.798	1.097 ***
支配会社持株比率	47	3714	0.044	0.146	-0.103 ***
機関投資家比率	47	3594	0.241	0.133	0.108 ***
少数株主比率	46	3655	0.225	0.227	-0.002
負債比率	47	3706	0.498	0.547	-0.049

表2D

平均値の差の検定  
2006年度

	買収防衛 策導入企 業数	買収防衛 策非導入 企業数	買収防衛 策導入企 業平均値	買収防衛 策非導入 企業平均	平均値の差 (導入企業－ 非導入企業)
ROA	149	3643	0.073	0.070	0.002
トービンのQ	149	3581	1.468	1.741	-0.273
PBR	149	3576	2.020	2.675	-0.656
流動性資産比率	148	3496	0.265	0.258	0.007
社齢	149	3636	61.101	46.086	15.015 ***
経営者テニユア	149	3660	5.060	7.035	-1.975 ***
社外取締役割合	149	3660	0.091	0.081	0.010
役員持株比率	149	3555	0.026	0.097	-0.071 ***
持合比率	147	3544	0.108	0.063	0.045 ***
時価総額の対数値	147	3428	4.587	4.513	0.074
支配会社持株比率	149	3660	0.030	0.151	-0.120 ***
機関投資家比率	149	3554	0.276	0.147	0.129 ***
少数株主比率	149	3593	0.209	0.213	-0.004
負債比率	149	3654	0.477	0.536	-0.059
同一産業導入割合	149	3660	0.015	0.012	0.003 ***

注1) 買収防衛策導入・非導入の2つの企業グループの分散は等しいものと仮定している。

注2) \*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

表3A 買収防衛策導入企業の特徴に関する推計結果(2005年度導入)

説明変数	2005年度導入			Z値				Z値		
	(1) 係数	限界効果			(2) 係数	限界効果			(3) 係数	限界効果
ROA	0.0475	0.0010		0.08						
Q					-0.0184	-0.0004		-0.36		
PBR									-0.0188 -0.0004	
流動性資産比率	1.1647	0.0243 **		2.47	1.2128	0.0254 **		2.49	1.2613 0.0262 ***	
社齢	-0.0002	0.0000		-0.07	-0.0004	0.0000		-0.14	-0.0006 0.0000	
経営者テニユア	-0.0196	-0.0004 *		-1.69	-0.0198	-0.0004 *		-1.71	-0.0198 -0.0004 *	
社外取締役割合	0.3073	0.0064		0.68	0.3178	0.0066		0.7	0.3375 0.0070	
役員持株比率	-1.3526	-0.0282		-1.6	-1.2885	-0.0269		-1.53	-1.2701 -0.0264	
持合比率	-0.0817	-0.0017		-0.1	-0.1097	-0.0023		-0.13	-0.1693 -0.0035	
時価総額の対数値	0.0851	0.0018 *		1.65	0.0887	0.0019 *		1.69	0.0923 0.0019 *	
支配会社持株比率	-1.3814	-0.0288 ***		-2.74	-1.3568	-0.0284 ***		-2.7	-1.3536 -0.0281 ***	
機関投資家比率	0.2958	0.0062		0.54	0.2989	0.0063		0.55	0.2836 0.0059	
少数株主比率	0.2109	0.0044		0.34	0.2361	0.0049		0.38	0.2371 0.0049	
負債比率	0.1374	0.0029		0.38	0.1345	0.0028		0.38	0.2001 0.0042	
定数項	-3.2434	***		-5.14	-3.2601	***		-5.14	-3.3179 ***	
Number of obs	3427				3427				3427	
LR chi2(12)	48.63				48.77				49.28	
Prob > chi2	0				0				0	
Pseudo R2	0.0997				0.0999				0.101	
Log likelihood	-219.67				-219.60				-219.35	

注1) 被説明変数を買収防衛策導入企業を1、非導入企業を0とするプロビットモデルを推定している。

注2) \*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

表3B 買収防衛策導入企業の特徴に関する推計結果(2006年度導入)

説明変数	2006年度導入								
	(1)				(2)		(3)		
	係数	限界効果	Z値		係数	限界効果	Z値	係数	限界効果
ROA	0.3260	0.0143	0.49						
Q					-0.0535	-0.0023	-0.88		
PBR								-0.0165	-0.0007
流動性資産比率	-0.3179	-0.0140	-0.87		-0.2645	-0.0115	-0.71	-0.2926	-0.0128
社齢	0.0037	0.0002 *	1.66		0.0034	0.0001	1.51	0.0036	0.0002
経営者テニユア	-0.0034	-0.0002	-0.52		-0.0038	-0.0002	-0.57	-0.0036	-0.0002
社外取締役割合	0.2867	0.0126	0.85		0.2922	0.0127	0.87	0.2772	0.0121
役員持株比率	-3.2521	-0.1430 ***	-3.84		-3.1475	-0.1373 ***	-3.75	-3.1711	-0.1386 ***
持合比率	1.7420	0.0766 ***	2.92		1.7106	0.0746 ***	2.86	1.7187	0.0751 ***
時価総額の対数値	0.0922	0.0041 *	1.9		0.1167	0.0051 **	2.37	0.1108	0.0048 **
支配会社持株比率	-1.9019	-0.0837 ***	-4.89		-1.8831	-0.0821 ***	-4.83	-1.8857	-0.0824 ***
機関投資家比率	1.2196	0.0536 ***	3.56		1.2826	0.0559 ***	3.78	1.2654	0.0553 ***
少数株主比率	0.3422	0.0151	0.78		0.3420	0.0149	0.78	0.3322	0.0145
負債比率	-0.8931	-0.0393 ***	1.24		-0.9355	-0.0408 ***	1.35	-0.8871	-0.0388 ***
同一産業導入割合	4.9801	0.2190	-3.19		5.4426	0.2373	-3.4	5.3515	0.2338
定数項	-2.0345	***	-5.74		-2.0428	***	-5.82	-2.0773	***
Number of obs	3392				3395			3395	
LR chi2(12)	210.25				211.14			210.6	
Prob > chi2	0				0			0	
Pseudo R2	0.1746				0.1753			0.1749	
Log likelihood	-496.94				-496.63			-496.89	

注1) 被説明変数を買収防衛策導入企業を1、非導入企業を0とするプロビットモデルを推定している。

注)\*\*\*、\*\*、\* はそれぞれ1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。

表3C 買収防衛策導入企業の特徴に関する推計結果(2006年度導入/説明変数に2期ラグ)

説明変数	(1)			(2)			(3)	
	係数	限界効果	Z値	係数	限界効果	Z値	係数	限界効果
ROA	0.4253	0.0199	0.69					
Q				-0.0323	-0.0015	-0.55		
PBR							-0.0194	-0.0009
流動性資産比率	-0.1633	-0.0076	-0.43	-0.1085	-0.0051	-0.27	-0.0935	-0.0044
社齢	0.0011	0.0001	0.5	0.0009	0.0000	0.37	0.0008	0.0000
経営者テニユア	-0.0016	-0.0001	-0.26	-0.0019	-0.0001	-0.31	-0.0019	-0.0001
社外取締役割合	-0.0302	-0.0014	-0.08	-0.0242	-0.0011	-0.06	-0.0088	-0.0004
役員持株比率	-2.3985	-0.1122 ***	-3.16	-2.2265	-0.1044 ***	-2.94	-2.2347	-0.1041 ***
持合比率	1.0913	0.0511 **	1.89	1.0598	0.0497 *	1.83	1.0287	0.0479 *
時価総額の対数値	0.1733	0.0081 ***	4.3	0.1771	0.0083 ***	4.36	0.1785	0.0083 ***
支配会社持株比率	-1.9447	-0.0910 ***	-4.75	-1.9082	-0.0895 ***	-4.66	-1.9135	-0.0891 ***
機関投資家比率	0.5539	0.0259	1.34	0.6109	0.0287	1.49	0.5994	0.0279
少数株主比率	0.9697	0.0454 **	2.17	0.9803	0.0460 **	2.18	0.9769	0.0455 **
負債比率	-0.6512	-0.0305 **	-2.45	-0.6726	-0.0315 ***	-2.56	-0.6259	-0.0292 **
定数項	-3.3134	***	-6.82	-3.2916	***	-6.78	-3.3339	***
Number of obs	3293			3293			3293	
LR chi2(12)	210.07			209.94			210.38	
Prob > chi2	0			0			0	
Pseudo R2	0.1758			0.1756			0.176	
Log likelihood	-492.61			-492.67			-492.45	

注1) 被説明変数を買収防衛策導入企業を1、非導入企業を0とするプロビットモデルを推定している。

注)\*\*\*、\*\*、\*はそれぞれ1%、5%、10%の水準で有意であることを示す。