

日本企業における敵対的買収防衛策の導入要因*

川 本 真 哉

要 旨

近年、頻発する敵対的買収に歩調をあわせるように、多くの日本企業で買収防衛策の導入が相次いでいる。なかでも脚光を浴びているのは、「事前警告型」の買収防衛策である。こうした買収防衛策の導入は、経営者の保身行動を助長するのであろうか。あるいは従業員の人的資産の保護に資するものなのであろうか。そこで本稿では、事前警告型などの敵対的買収防衛策がいかなる動機・要因によって導入されているかについて、企業を取り巻くステークホルダーの利害を念頭に置きながら検討を試みた。

離散選択モデルを用いた実証分析からは、以下のような点が確認された。①現状では、パフォーマンスの劣る企業の経営者が保身のために防衛策を導入しているとはいえない。②もっとも、企業特殊的技能の形成を示す変数も有意に効いておらず、従業員の保護を目的として買収防衛策の導入がなされているとの証拠も見出せなかった。③買収防衛策の導入にもっとも影響を与えていたのは、当該企業の所有構造であった。株式集中度が高い企業では買収防衛策の導入確率は低い反面、機関投資家の持株比率が高い企業では防衛策の導入に走る傾向があった。また、事前警告型防衛策と信託型ライツプランを導入している企業では、その他の買収防衛策も同時並行的に取り入れており、安定株主工作、従業員持株会の充実、さらには自社株購入などにも積極的であることが示唆された。

目 次

- | | |
|----------------|-------------------------------|
| I. はじめに | 3. 防衛策の導入機関 |
| II. 買収防衛策の導入状況 | 4. その他の買収防衛策 |
| 1. 導入件数の推移 | III. 買収防衛策とステークホルダーの利害 |
| 2. 導入企業の産業分布 | 1. エントrenchメント (Entrenchment) |

* 本稿の執筆にあたって、本誌の匿名の査読者、ならびに下谷政弘教授（京都大学）から有益なコメントを頂戴した。記して謝意を表したい。もちろん、あり得べき誤りは全て筆者に属する。

2. 信頼の破壊 (Breach of Trust) の抑制
 3. 所有構造
 4. 財務的要因
- IV. サンプルと推計式
1. サンプル
 2. 推計式と変数

3. データソース
- V. 推計結果
1. 買収防衛策の導入要因
 2. 防衛策導入機関の推計結果
- VI. 結論

I. はじめに

かつてわが国における企業買収といえば、いわゆる経営危機企業に対する救済合併など友好的買収が主流であった。ただ2000年以降、年々M&Aの件数が増加するにしたがい、投資先企業の経営支配権、または株主価値の向上を目的とするような敵対的買収¹⁾も多く見られるようになった。MAC (通称、村上ファンド) による昭栄への敵対的TOB (2000年) にはじまり、ライブドアによるニッポン放送株取得 (2005年)、最近では王子製紙による北越製紙への敵対的TOB (2006年) などが記憶に新しい。

頻発する敵対的買収に歩調をあわせるように、多くの企業で買収防衛策の導入が活発化している。なかでも脚光を浴びているのは、「事前警告型」の買収防衛策である。事前警告型買収防衛策とは、「敵対的買収者等が大量の株式の買付けを行う際には、あらかじめ取締役会に買収計画等の詳細を説明することを平時においてルール化し、この手続きに従わない場合などには対抗措置をとる旨を警告しておくというものである」²⁾。対抗措置として、買収者の議決権割合の希薄化を目的とし、新株予約権の発行等をとまなうことから「事前警告型ポイズンピル」とも称される (吉川・金本 [2006], 津田 [2006])。代表的なところでは松下電器産業のESVプランなど、2006年6月末時点で累積161

社の企業がこのタイプの防衛策を導入しており³⁾、今後ますます増加しそうな勢いである。

このように一種のトレンドにも映る買収防衛策の導入であるが、それはいかなる要因・動機に基づくものなのであろうか。また、防衛策の導入に企業統治はどのような作用を及ぼすのであろうか。こうした観点から日本企業を対象とし、防衛策の導入要因を分析した研究として千島・中嶋・佐々木 [2006] がある。同研究では、2006年6月までに導入されたポイズンピル型の防衛策に着目し、導入企業ほど負債比率、企業規模が大きく、役員持株比率が低いという傾向を見出している。同研究は株主構成や人的資産の影響にも関心を払った先駆的な試みではあるが、多様な防衛策のあり方にまで踏み込んだ考察がなされておらず、導入企業の特徴を十分に表現できていないように感じられる。そこで本稿では、主流となりつつある事前警告型の買収防衛策を中心としながらも、その他の防衛策にまで分析の視野を広げ、防衛策と企業を取り巻くステークホルダーの利害関係について明らかにすることを課題としている。

本稿の構成は以下のとおりである。第Ⅱ節では、昨今の買収防衛策の導入状況について概観する。続いて第Ⅲ節では、実証分析でテストされる仮説を提示し、第Ⅳ節では、サンプルとデータソースについて解説する。第Ⅴ節では、推計結果についての解釈を行い、第Ⅵ節はまとめにあてられる。

II. 買収防衛策の導入状況

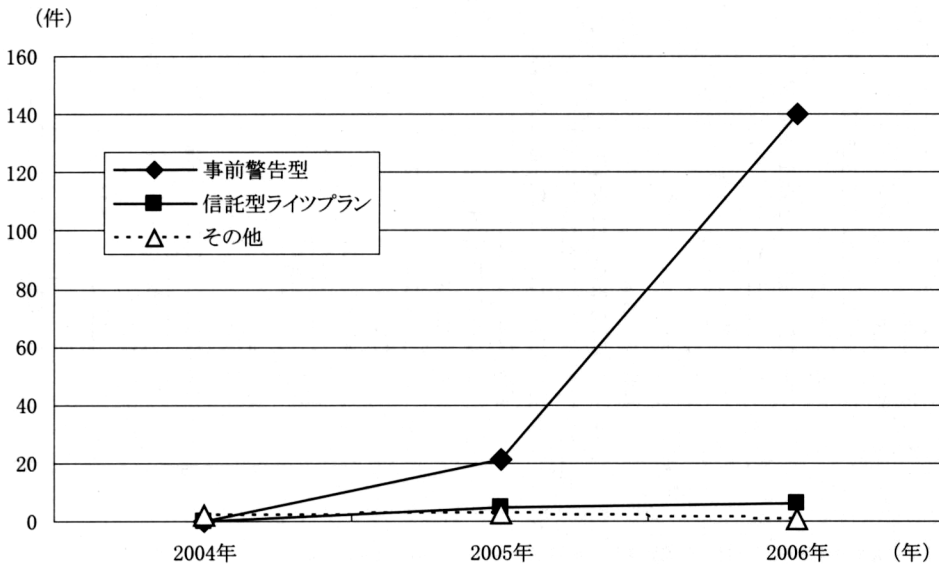
敵対的買収防衛策はどのような産業で導入が進み、いかなる手順で導入されているのであろうか。本節では主に事前警告型を対象とし、買収防衛策の導入状況について、①その導入件数の推移、②導入企業の産業分布、③導入を決定する機関、などの諸点から概観する。さらに、④事前警告型、信託型以外の防衛策の導入状況に関しても検討する。

1. 導入件数の推移

まず、買収防衛策の導入件数についてであるが、図表1にあるように、2005年には30件弱に過ぎなかったものが2006年には150件程度にまで急増している。そのうち140件が事前警告型であり、信託型ライセンス⁴⁾の導入はライオン、トランスコスモス等のわずか6件に過ぎな

い。現状では防衛策は事前警告型に集約されたといっても過言ではない。このように事前警告型防衛策の導入件数が積極的に選好されている理由としては、①基本的には取締役会決議で導入が可能であり、②株主総会に諮る場合でも、買収防衛策自体は普通決議として取り扱われる、③防衛策の内容に関し会社の自由度が大きい、などのメリットが挙げられる。一方、信託型ライセンスには、①新株予約権を無償発行するため、株主総会において有利発行の特別決議が必要、②新株予約権の発行にともない、防衛策発動の有無に関わらず平時からコストがかかる、などのデメリットが指摘されている（香田 [2006]、藤本他 [2006]）。これらの点が信託型ライセンスの導入を消極的にさせている原因かと推察される。

図表1 買収防衛策の導入件数



〔注〕 再導入の件数を含む。

〔出所〕 「防衛策統計 新型防衛策の分類 (表1)」『MARR』2006年8月号、レコフより作成。

2. 導入企業の産業分布

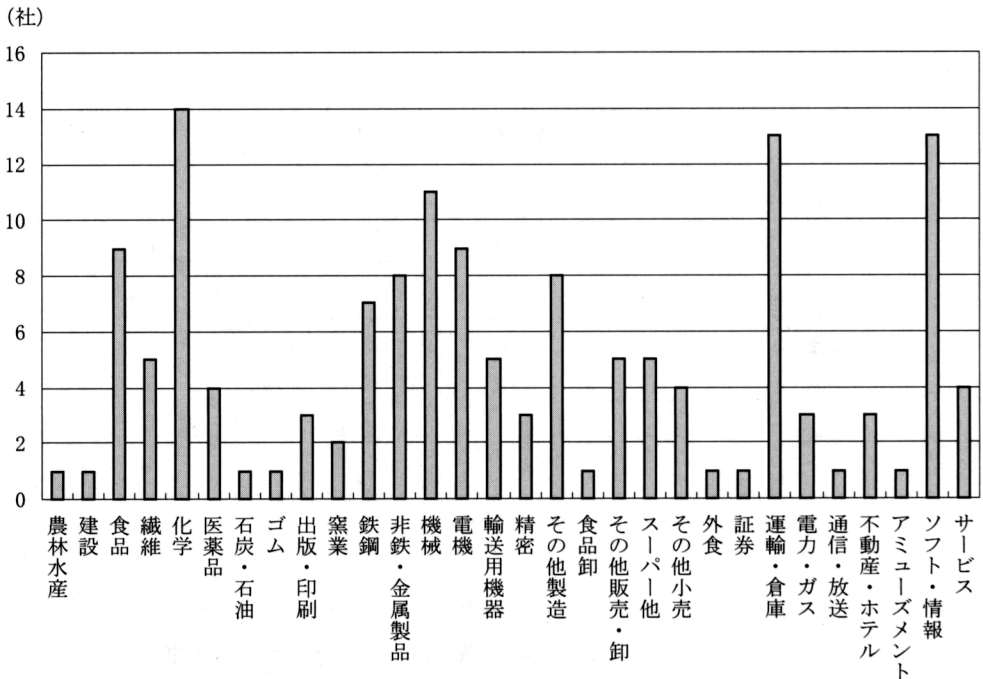
次に、どのような産業で買収防衛策の導入が進んでいるのかを見てみよう。図表2は、レコフ「2006年上半期買収防衛策データ 147件」(『MARR』2006年8月号、以下「防衛策データ」)により、防衛策導入企業の産業分布を概観したものである。それによると、産業分布の裾野は広く、全産業的な動向とも読み取れるが、なかでも「化学」(14件)、「運輸・倉庫」(13件)、「ソフト・情報」(13件)等でその導入が進んでいることがわかる。このうち「運輸・倉庫」では、電鉄会社の導入(7件)が活発であり、とりわけ阪急ホールディングス(現:阪急阪神ホールディングス)、近畿日本鉄道、京

阪電鉄、南海電鉄など関西系が多い。これは、2005年末から繰り広げられたMACによる阪神電鉄への敵対的買収を受けてのものだと思われる。このほか、国際的な業界再編の波も国内企業の買収防衛策の導入に影響を与えており、たとえば、ミタル・スチールによるアルセロール・スチールの買収に衝撃を受けた国内主要高炉メーカー(新日本製鐵、住友金属工業、神戸製鋼所)で買収防衛策の導入が進められている。

3. 防衛策の導入機関

通常、買収防衛策の導入は、取締役会の決議によって導入を決定するタイプ(取締役会決定型)と株主総会に持ち込まれるタイプ(株主総

図表2 防衛策導入企業の産業分布



(注) 1) ここでの買収防衛策とは、事前警告型と信託型ライツプランの2種類を指す。

2) 2006年上半期に防衛策を導入した企業の件数。

(出所) 「2006年上半期防衛策データ 147件」『MARR』2006年8月号、レコフより作成。

会決定型)の2つに分けられる。図表3はその点について、2006年上期に防衛策(事前警告型)を導入した企業で集計を行ったものである。同図表を見る限り、これだけ株主権が叫ばれているなか、「株主総会決定型」が優勢(54%)であるものの、「取締役会決定型」がほぼ半数(46%)に迫る勢いであることに驚かされる。取締役会の強いイニシアチブのもと、買収防衛策の導入が推し進められている状況がうかがい知れる。

図表3 買収防衛策の導入機関(事前警告型、2006年上半期)

項目	社数	(%)
株主総会決定型	76	53.9
取締役会決定型	65	46.1
計	141	100.0

[出所]「防衛策統計 事前警告型の分析(表2)」『MARR』2006年8月号、レコフより作成。

とはいえ、取締役会決定型のすべてが経営陣の独断によって決められているというわけではなく、何らかの方法で株主意思を確認する手段が内蔵されているケースも見かけられる。たとえば、株主総会で防衛策の導入を直接的に諮らなくとも、防衛策の導入に同意している取締役の選任決議を通じ、間接的に株主意思を確認する方法である。ただし、こうした間接的な意思確認方法は、防衛策を同意している取締役を選任したからといって防衛策そのものまで信任したことになるのか、等の点で曖昧さがあり(藤本他[2006], 52-53頁)、実際に敵対的買収が顕在化した際、防衛策の発動をめぐる経営陣と株主の間で利害衝突を起こす不安をはらんでいる⁵⁾。

4. その他の買収防衛策

大きな注目を集めている事前警告型・信託型の買収防衛策であるが、もちろん防衛策の内容はこれだけにとどまるわけではない。その他にどのような防衛策が導入されているのか、日本経済新聞社によるアンケート調査⁶⁾により見ていこう(図表4)。パネルAは、2005年時点で導入済みの防衛策の内容を要約したものであるが、それによると導入企業169社中94社(56%)で「取締役定数の変更」が実施されている。国内外の機関投資家は概して買収防衛策の導入には慎重な態度を取っているが、定数削減など取締役会規模の縮小を通じた防衛策の導入には(意思決定の迅速化など企業統治の効率化に利するとの考えから)賛意を表明しており⁷⁾、そうした外部株主の意向を反映した結果だと推察される。そのほか、「授権資本枠の拡大」(46%)、「増配」(22%)、「持ち合いの強化」(18%)などの順に導入が進んでいる。

パネルBは、導入済み(あるいは検討中)の防衛策がいくつにのぼるかを整理したものである。「導入済み」のケースでみると、防衛策の導入数が1つである企業が優勢(51%)であるが、導入数が2つ以上であるケースも累積で50%を数え、約半数の企業で複数の防衛策が導入されていることになる。さらに、「導入検討中」の企業では、2つ以上の防衛策の導入を検討しているとの回答が65%にも達する。何か特定の手段に依存するのではなく、複数の防衛策を組み合わせることによって、敵対的買収の脅威に備えようとしている状況がうかがい知れる⁸⁾。

図表4 買収防衛策に関するアンケート調査 (2005年時点)

パネルA: 防衛策の内容 (導入済み169社, 複数回答)

項 目	社 数	(%)
新株予約権を利用した防衛策	8	4.7
授權資本枠の拡大	78	46.2
(現行の2倍以上)	(37)	(21.9)
(現行の2倍未満)	(39)	(23.1)
優先株 (黄金株など) の発行	1	0.6
取締役定数・任期などの見直し	100	59.2
(定数の変更)	(94)	(55.6)
(期差任期制度の導入)	(8)	(4.7)
(取締役解任のための特殊決議の新設)	(6)	(3.6)
増 配	37	21.9
株式持ち合いの強化	30	17.8
資本の「ねじれ」の解消	1	0.6
その他	26	15.4

パネルB: 導入済み (検討中) の防衛策の数

項 目	導入済み		導入検討中	
	社 数	(%)	社 数	(%)
導入数が1つ	86	50.9	67	34.7
導入数が2つ	53	31.4	67	34.7
導入数が3つ	23	13.6	35	18.1
導入数が4つ以上	7	4.1	24	12.4
合 計	169	100.0	193	100.0

[注] 「授權資本枠の拡大」、「取締役定数・任期などの見直し」には、内訳が判明しない企業が存在するため、項目の数字と内訳の合計が一致するとは限らない。

[出所] 日本経済新聞社『日経会社情報』2005年秋号より作成。

Ⅲ. 買収防衛策とステークホルダーの利害

買収防衛策の導入が試みられるにあたり、法制度や各種機関のガイドライン等の外生要因、企業を取り巻くステークホルダーの利害等、さまざまな思惑が絡み合う。法制度としては、新会社法の下、繰り延べになっていた「三角合併」が2007年5月には解禁され、経済界は外資による敵対的買収の発生に危機感を募らせている⁹⁾。また、企業価値研究会『企業価値報告書』(経済産業省)を踏まえ、2005年7月に提

示された『企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針』(経済産業省・法務省)も見逃せない。同指針は、「買収防衛策の3原則」を掲げ、投資家・企業側の双方にとって受け入れ可能な買収防衛策のあり方を示しており、適正な防衛策のための重要な法的インフラを提供したといわれている¹⁰⁾。

では、本稿が主題とするステークホルダーの利害に関してはどうであろうか。本節では企業の利害関係者として、経営者、従業員、株主(所有構造)を対象とし、彼らと買収防衛策と

の関係についての仮説を論じることとしたい。

1. エントレンチメント (Entrenchment)

買収防衛策とステークホルダーの利害についての第1の視点は、経営者の保身行動に関するものである。Manne [1965] の「会社支配権市場」(Market for Corporate Control) の考え方に代表されるように、企業買収には大きく分けて2つの経営の規律付け機能があるといわれる。ひとつは、企業価値の最大化が実現されていない企業に対し、企業買収が仕掛けられ、新たな支配的株主（あるいは新経営陣）の下で経営効率の引き上げが図られるという経路である。この点に関して、Martin and McConnell [1994] の分析では、①同業他社に比べ業績を悪化させている企業が買収の対象となりやすいこと、②買収成功後には経営者の交代頻度が飛躍的に高まること、の二つの傾向を見出し、米国では企業買収が経営の規律付けに寄与しているとの結論を下している¹¹⁾。

また、経営の規律付け効果は、企業買収が顕在化する場合だけにとどまらない。すなわち、買収成立後の経営陣更迭が予測可能な状況下においては、買収の脅威から自らの地位を守るため、経営陣は率先して株主価値に沿う行動を行うという効果が見込める。これが企業買収による経営の規律付けの第2の経路であり、潜在的な規律付け機能ともいえる。

90年代に入り、メインバンクによるモニタリング機能に退潮が見られるなか、資本市場からの規律付けは今後ますます重要になってくると思われるが、いたずらに買収防衛策が採用されてしまうと、企業買収による経営の規律付け機能が大きく阻害されることになる。外部のステークホルダーからの牽制が効かず、現職経営

陣の非効率な経営が温存されることは、エントレンチメントと呼ばれる。通常、エントレンチメントは、経営者の自社株保有の比率がある一定の閾値を超えた場合に発生すると論じられている (Denis et al. [1997]) が、過剰な防衛策導入も、経営者に対する外部からの牽制を弱体化させるため、同様の効果を持ちうると考えられる¹²⁾。仮に企業価値が十分に実現できていないような企業で買収防衛策の導入が進んでいるとするならば、努力水準の劣る経営者が地位の保身に走っているという意味で、エントレンチメントが発生している可能性がある。

2. 信頼の破壊 (Breach of Trust) の抑制

もっとも、買収防衛策の導入が是認される状況も当然考えられる。しばしば指摘されるのは、「買収防衛策の導入が従業員企業の特殊な技能形成を促す」という利点である¹³⁾。

いま、従業員がこのような企業特殊な技能に投資を行うにあたり、訓練期間中（あるいは技能形成の過程）にはより低い賃金を受容し、技能形成後には訓練を受けなかった場合よりも高い賃金を受け取るような「暗黙の契約」を企業側と交わしていると仮定しよう。これは従業員の人的資本投資を論じる際にしばしば置かれる前提であるが、本稿との文脈で重要なのは、買収企業にとって、こうした「暗黙の契約」を破棄することを通じ、短期的な収益を得ることができるという点である。たとえば、技能形成をあらかじめ終え、過去の投資分を回収している従業員の賃金をカットすることや解雇することを通じ、買収企業は近視眼的な利益を手にすることが可能となる¹⁴⁾。

買収前に企業と従業員の間で交わされた契約が破棄され、買収後に雇用の圧縮がなされるこ

とは、「信頼の破壊」(Breach of Trust, Shleifer and Summers [1988])と称される。この場合、そこで生じる利益の大半は従業員から株主への富の移転に過ぎず、ネットの価値を生み出すことはない。それだけでなく、敵対的買収が頻発する状況下においては、信頼の破壊のリスクが従業員の人的資本への投資を躊躇させるため、長期的に見れば企業価値が大きく減ずる危険性がある。このように考えると、従業員の企業特殊的技能の蓄積が進んでいるような企業において買収防衛策の導入がなされている場合、敵対的買収の発生にともなう「信頼の破壊」から従業員を保護することを動機とし、その導入が試みられているとも推察できよう¹⁵⁾。

3. 所有構造

さらに、企業が買収防衛策を導入する際、株式所有構造のあり方も無視できない。先行研究を念頭に防衛策導入と所有構造の関係を論じると、以下のとおりになる。

(a) 株式集中度

株式が集中するにつれ、株主によるモニタリングはより実効的となる反面、株式の分散は、零細株主によるフリーライダー問題を顕在化させ、モニタリング効力は弱体化する(Shleifer and Vishney [1986])。Kabir et al. [1997]で実証されているように、株式が集中しブロックホルダーが存在する企業では、株主によるモニタリングが効果的に働くため、買収防衛策の導入は困難となる。その一方で、株式が広範囲に分散し、誰も主体的にモニタリングを行わない状況下においては、経営者はより容易に買収防衛策を導入することが可能となろう。

(b) 経営者の持株比率

それ自体が買収防衛策になるため、経営者の持株比率が上昇するにつれて、買収防衛策の導入確率は低減するものと思われる。

(c) 安定株主

株式持合いに代表される株主安定化も、有力な買収防衛策のひとつである。バブル崩壊以降、解消の一途をたどった持合関係であったが、ここ数年では再強化に転じている¹⁶⁾。安定株主化が進んでいる企業の場合、その他の買収防衛策の導入に魅力を感じないかもしれない。

その一方で、株式持合いに走る企業ほど敵対的買収に敏感であり、同時並行的に買収防衛策の導入を図っているという見方も可能である。たとえば、国際的な業界再編圧力に直面する新日本製鐵、住友金属工業、神戸製鋼所の鉄鋼3社は、2006年3月、株式持合いの強化、買収発生時の相互協力の構想を発表して注目を集めたが¹⁷⁾、それにとまらず事前警告型の敵対的買収防衛策の導入も行っている。このケースに見られるように、株式持合いなどによって安定株主工作が進んでいる企業ほど、その他の買収防衛策の導入にも積極的であるとも考えられる。

(d) 機関投資家

国内外の機関投資家(及びISSなどの議決権行使助言会社)は、買収防衛策に関する議決権行使のガイドラインとして厳しい要件を設け、株主利益の保護に細心の注意を払っている。たとえば、企業年金連合会では、防衛策の導入を試みる投資先企業に対し、①それが株主価値に資することを十分に説明すること、②株主総会の決議を経ること、③発動・解除などについて独立社外取締役等のチェックを受けるこ

と、④期間限定で導入されること、等の条件を満たすことを強く求めている（藤本他 [2006]、高田 [2006]、西山 [2006]）。このことから、機関投資家の持株比率が大きな企業ほど防衛策導入に反対する議決権が行使されるリスクが高まるため、その導入に躊躇する傾向が強くなると考えられる（Ambrose and Megginson [1992]）。

反面、機関投資家に説明責任を果たす手間やコストをかけてでも、買収防衛策を導入するインセンティブが経営陣に働くことも想定される。たとえば、機関投資家が、株価動向によって買収者側に保有株式をすぐに売却してしまうような近視眼的な株主である（と経営陣が考えるの）ならば、機関投資家の持株比率が大きくなるほど、買収防衛策を導入しようという誘因が働くであろう（Mallette and Fowler [1992]）。この場合、機関投資家の持株比率と買収防衛策の導入確率は正の相関を示すと考えられる。

(e) 従業員持株会・自社株保有

安定株主工作と同様、これらも買収防衛策の有力な手段である。これら2つの防衛策の充実が他の防衛策を不必要としてしまうのならば、事前警告型やライツプランなどの導入は見送られることになろう。逆に、多角的に防衛策の導入を進める傾向が企業側にあるのならば、従業員持株会の充実や自社株保有は、事前警告型防衛策等の導入も促すであろう。

4. 財務的要因

最後に、ステークホルダーではないが、当該企業の財務状態によって買収防衛策の導入が左右されることも予想される。本稿では財務的要

因として、その企業が抱える現預金等のキャッシュと負債比率の2つを取り上げる。まず、キャッシュに関しては、その量が潤沢なほど、買収者にとっては魅力的な標的企業といえる。この点について福田 [1996] では、83年から91年までの日本企業のデータを用い、金融資産比率が高い企業ほど敵対的買収や株式買占めの対象となりやすいことを明らかにしている。潤沢なキャッシュが敵対的買収を受けるリスクを引き上げるならば、キャッシュを多く抱える企業ほど買収防衛策を導入しようというインセンティブも強いであろう。

一方、負債の役割については、その比率が高まるにつれ債権者からのモニタリングが効果的となるため、企業買収によって経営の規律を与えられる余地は乏しいと想定される。もしくは、そもそも負債比率が高い企業は、買収案件としての魅力度に乏しいとも考えられる（Mallette and Fowler [1992]）。いずれにせよ負債比率が高い企業ほど、買収防衛策の導入は不必要になると予想される。

IV. サンプルと推計式

以下では、前節で提示した仮説を念頭に、買収防衛策導入に関する実証分析を行う。具体的には、昨今注目を集めている事前警告型防衛策と信託型ライツプランに着目し、分析を進める。実証分析に用いられるサンプル、変数、データソースは次のとおりである。

1. サンプル

サンプル企業は、「防衛策データ」に収録されている2006年上半年期に買収防衛策（事前警告型防衛策、信託型ライツプラン）を導入した東

証1部上場企業109社である。次に、比較分析することを目的として、これら防衛策導入企業と同業種で総資産額が最も近い企業を選出した¹⁸⁾。いわゆるペアド・サンプル・テクニックと呼ばれる手法である。業種の分類は日経業種分類の中分類に従い、総資産額(単独決算)¹⁹⁾は日経NEEDS-FinancialQUESTから得た。結果、買収防衛策導入企業109社、そのペア企業109社の計218社がサンプルとして選択された²⁰⁾。

2. 推計式と変数

分析に用いられるのは次のような推計式である。

$$TD_t = F [PF_{t-1}, CASH_{t-1}, DEBT_{t-1}, \\ SHAREHOLDER_{t-1}, HUMAN_{t-1}, \\ IND] \quad (1)$$

$$INST_t = F [PF_{t-1}, CASH_{t-1}, DEBT_{t-1}, \\ SHAREHOLDER_{t-1}, HUMAN_{t-1}, \\ IND] \quad (2)$$

(1) 従属変数

(1)式の従属変数であるTDは、買収防衛策の導入の有無を表す離散変数である。買収防衛策を導入した企業に1、未導入企業には0が割り当てられる。一方、(2)式の従属変数INSTは、事前警告型の防衛策の導入機関に関する変数であり、「株主総会決定型」である場合は1、「取締役会決定型」である場合は2、買収防衛策を導入していない場合は0の値を取る変数である。防衛策の導入が決議される機関によって株主の反応も異なることが想定されるため、設定された変数である²¹⁾。これらの従属変数を1期ラグ付の説明変数(つまり2005年度

の値)に回帰させた。なお、(1)式はロジット分析、(2)式は多項ロジット分析によって推計を行った。

(2) 説明変数

(a) パフォーマンス

企業価値やパフォーマンスを示すPF変数として、トービンのQ(以下、SQ)、PBR(株価純資産倍率、Price Book-value Ratio)、ROEの3種類を用いる。SQは「(株価時価総額+有利子負債総額)/資産総額」によって求められ、企業の成長機会や投資機会を表す。この変数と防衛策導入ダミーが負の相関を示す場合、投資家(株主・債権者)から委託された資産が十分な市場価値として実現されていないにもかかわらず、市場価値を向上させるような敵対的買収が発生する機会を抑制しようとしていることから、経営陣にエントレンチメントが生じていると判断できる。また、SQに類似した指標としてPBRがある。これは「株価時価総額/株主資本」で算出され、より直接的に株主に属する資本と市場評価との関係を表したものである。解釈はSQと同様である。

最後に、ROE(「当期純利益/株主資本」)は株主資本がどの程度の収益を稼いだかをみる指標であり、株主利害の代表的な尺度ともいえる。この変数が負の値を取る場合、株主資本の運用効率が劣る企業ほど買収防衛策の導入確率が高まるという関係から、経営陣が保身に走っていると解釈できる。

(b) 財務指標

このカテゴリーに該当する変数として、キャッシュ比率CASHと負債比率DEBTを推計式に加える。CASHは胥[2006]を参考に、「(現

金+有価証券+投資有価証券) / 総資産」で算出される。手元にあるキャッシュを買収者から守ろうという誘因が経営者に働く場合、この変数は防衛策の導入に対し正の値を取るであろう。一方、DEBTは負債総額を資産総額で除すことによって計算される。負債による規律によって効果的なモニタリングが付与されている、もしくは潜在的な買収者にとって負債を多く抱えた企業は魅力がない(と経営陣が考える)のならば、負債は防衛策の導入確率を低下させるであろう。

(c) 所有構造

所有構造 SHAREHOLDER を表す変数として、①10大株主集中度、②経営者持株比率、③機関投資家持株比率、④安定株主持株比率、⑤従業員持株会持株比率、⑥自社株持株比率、を推計式に加えた。③の機関投資家持株比率に関しては、外国人株主、投資信託、年金信託の持株比率の合計値を用いている。④の安定株主持株比率については、宮島・青木(2002)を参考とし、金融機関と事業法人持株比率の合計値で算出された。前節で論じたように、これら所有構造を表す変数が買収防衛策の導入に与える経路は両義的であり、それぞれの変数がどのような符号を取るかは実証分析の結果を待たねばならない。

(d) 人的資産

人的資産 HUMAN を数値化することには非常な困難がきまとう。ここでは1次的接近として、加賀谷[2003]、広田・山田[2006]で採用された手法を参考とし、①無形資産比率、②従業員の平均勤続年数、③労働分配率、を代理変数として利用する²²⁾。①の無形資産比率

は、無形資産関連投資額(研究開発費+広告・宣伝費)を分子とし、総資産額を分母とすることによって求められる。無形資産への投資は、いわば人的資本の源泉への投資でもあり、この比率が高いことはそれだけ企業特殊の熟練への経営依存度も大きいといえよう。②の従業員の平均勤続年数は、企業特殊の技能の程度を示す変数であり、勤続年数が長い従業員ほど、その蓄積が進んでいると考えられる。③の労働分配率は、企業が創造した価値への従業員の貢献の程度を示し、人件費を付加価値(人件費+減価償却費+特許使用料+租税公課+営業損益)で除すことによって算出している²³⁾。これらの変数が従属変数に対し正の反応を示す場合、人的資産の保護が買収防衛策導入の動機になると考えられる。

(e) 産業ダミー

鉄鋼、食品、化学など、国内外の産業再編を通じた買収圧力も防衛策導入の動機とされる。そこで買収防衛策の導入が活発に進んでいるといわれる「食品」、「化学」、「鉄鋼」、「機械」、「電気機械」、「運輸・倉庫」、「ソフト・情報」の7つのダミー変数 IND を推計式に加え、産業要因が買収防衛策の導入に与える効果をチェックする。なお業種分類は原則、日経業種分類の中分類に従っている。

3. データソース

基本的なデータソースは、日経 NEEDS-FinancialQUEST からダウンロードした。ただし、SQ や PBR を作成する際の株価データは東洋経済新報社『株価総覧(2006年版)』、「日本経済新聞」の株価紙面、所有構造の一部(機関投資家持株比率など)は東洋経済新報社『大

株主総覧 (2006年版)』, 同『会社四季報 (2006年4集)』, 従業員の平均勤続年数は各社有価証券報告書, 東洋経済新報社『就職四季報 (2008年版)』から得た。

V. 推計結果

1. 買収防衛策の導入要因

(a) パフォーマンス変数

上記(1)式の推計結果を要約したのが図表5である。まず、パフォーマンス変数に関しては、SQ, PBR, ROEのいずれの指標を用いた場合でも、買収防衛策の導入に対し有意な影響を与えていない(コラム1から3)。企業価値、株主価値が低迷している企業の経営者が買収リスクを低減するために防衛策を導入しているとはいえず、この結果からは経営者にエントレンチメントが生じているとは判断できない。

(b) 財務指標

これも買収防衛策導入の決定要因となっていない。キャッシュに関しては、前節で挙げた符号条件とは逆にマイナスとなっている。一方、負債水準は想定していた通りマイナスの影響を与えているが、統計的に有意とはいえない。

(c) 所有構造

上記の二つの要因とは異なり、所有構造は買収防衛策の導入に対し無視できない影響を及ぼしている。10大株主集中度から見ていくと、すべてのコラムにおいて1%水準で有意に負の結果が得られている。すなわち、株式集中度が高まるほど買収防衛策の導入は困難となり、逆にいえば、株式の分散は防衛策の導入を容易にす

ると解釈できる。この結果は、ブロックホルダーの効果的なモニタリングによって経営者のエントレンチメントを生み出すような防衛策の導入が回避されている、もしくは親会社などが存在する場合、敵対的な企業買収に直面するリスクがほとんどないため、そもそも買収防衛策が必要ではない、ということの意味しよう。

機関投資家持株比率は、すべてのコラムで有意に正となっている。機関投資家の持株比率が大きくなるにつれ、有事の際の敵対的買収も成立しやすくなるとの仮説を提示したが、そのようなリスクを脅威に感じている企業ほど、買収防衛策を導入する可能性が高いことを示唆している。

安定株主持株比率は、コラム(2)と(3)でやや有意水準は劣るものの、すべてのコラムで有意に正の符号を示している。株式持合いなど安定株主工作が進んでいる企業ほど、買収防衛策の導入が容易になるものと考えられる。

一方、従業員持株会と自社株の持株比率に関しても、すべてのコラムで有意に正となっている。従業員持株会が充実している企業ほど、あるいは自社株保有が進んでいる企業ほど、敵対的買収防衛策の導入にも積極的だと解釈できる。これら二つの変数と安定株主持株比率の結果を総合すると、安定株主化や従業員持株会の充実などその他の買収防衛策を進めている企業ほど、事前警告型や信託型の買収防衛策の導入にも積極的であることがわかる。実際の企業経営においては、何か特定の買収防衛策に依存するということではなく、多角的な手段によって買収リスクの低減が図られているということになるろう。

図表 5 買収防衛策の導入に関するロジット分析

(従属変数=買収防衛策の導入=1)

	説明変数	(1)	(2)	(3)
パフォーマンス	SQ	0.402 (1.45)		
	PBR		0.124 (1.17)	
	ROE			-0.595 (1.43)
財務指標	キャッシュ比率	-0.227 (0.23)	-0.254 (0.26)	-0.181 (0.18)
	負債比率	-0.278 (0.29)	-0.783 (0.76)	-0.449 (0.47)
所有構造	10大株主集中度	-5.360 (3.24)***	-4.887 (3.21)***	-4.656 (3.28)***
	経営者持株比率	-0.237 (0.12)	-0.439 (0.23)	-0.697 (0.37)
	機関投資家持株比率	2.757 (2.05)**	3.144 (2.41)**	3.486 (2.67)***
	安定株主持株比率	2.860 (1.97)**	2.567 (1.91)*	2.395 (1.88)*
	従業員持株会持株比率	44.419 (2.28)**	47.082 (2.39)**	42.190 (2.22)**
	自社株持株比率	10.210 (2.05)**	9.517 (2.01)**	8.940 (1.89)*
人的資産	無形資産比率	-0.749 (0.18)	-0.294 (0.07)	0.521 (0.13)
	労働分配率	0.476 (0.64)	0.380 (0.50)	0.219 (0.29)
	従業員平均勤続年数	-0.069 (1.80)*	-0.070 (1.82)*	-0.068 (1.78)*
産業ダミー	食品	0.229 (0.35)	0.250 (0.38)	0.234 (0.35)
	化学	0.046 (0.09)	0.078 (0.15)	0.053 (0.10)
	鉄鋼	0.384 (0.56)	0.444 (0.64)	0.461 (0.64)
	機械	0.249 (0.39)	0.305 (0.48)	0.431 (0.68)
	電気機械	0.133 (0.23)	0.099 (0.17)	0.058 (0.11)
	運輸・倉庫	0.567 (0.83)	0.688 (1.00)	0.703 (1.02)
	ソフト・情報	-0.131 (0.18)	-0.125 (0.17)	0.139 (0.18)
	Constant	-0.027 (0.02)	0.353 (0.30)	0.503 (0.43)
	Observations	218	218	218
	Log pseudolikelihood	-136.28	-136.66	-136.70
	Pseudo R 2	0.10	0.10	0.10

(注) 1) 上段は係数を, 下段括弧内は White [1980] の標準誤差に基づく漸近的 t 値を示す。

2) ***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

(d) 人的資産

本稿の重要な仮設のひとつは、敵対的買収による「信頼の破壊」から従業員を保護し、企業特長な技能形成を促すために買収防衛策の導入が行われているのではないかと、いう点であった。そこで本稿では人的資産に関する3つの代理変数を挿入し、この点に関する検証を試みた。結果、無形資産比率、労働分配率は買収防衛策の導入に有意な影響を与えておらず、従業員平均勤続年数は符号条件とは逆にマイナスに有意となっている(コラム1から3)。人的資産の数値化がそもそも困難という根本的な疑問は残るものの、少なくとも本稿の結果は、人的資産の保護が買収防衛策導入の一義的な理由でないことを示唆している。この点に関しては、千島・中嶋・佐々木[2006]と整合的な結果が得られた。

(e) 産業要因

買収防衛策の導入にとって大きな要因となると考えられているのが産業要因であった。ただし、推計からは、産業要因は防衛策の導入に関し有意な影響を及ぼしているとの結果は得られていない(コラム1から3)。追加的なチェックのため、これら7つの産業ダミーがゼロであるという帰無仮説の下でF検定も行ってみたが、それも10%水準で棄却することはできなかった。しばしば国内外の産業再編圧力に直面する鉄鋼、食品、化学などの特定産業で導入された買収防衛策が世に喧伝されているが、前掲図表2で確認したように、もはや防衛策の導入は全産業的なトレンドであり、そのことが防衛策導入と産業ダミーが有意な相関関係を有しないという結果につながったものと理解できる。

2. 防衛策導入機関の推計結果

サンプルを事前警告型に限定し²⁴⁾、買収防衛策の導入機関に関する多項ロジット分析の推計結果を要約したものが図表6である。この推計でも、所有構造が買収防衛策導入の有無に顕著な影響を与えている。10大株主集中度は、導入機関の分類に関わらず、やはり防衛策の導入に対し有意に負となっている。一方、従業員持株会の持株比率も、図表5の推計と同様、すべてのコラムにおいて有意に正の値を取っている。買収防衛策導入が株主総会、取締役会のいずれで決定されようとも、従業員持株会の存在がそれを容易にしている状況がうかがえる。さらに、機関投資家の持株比率もやや有意水準は落ちるものの、ほとんどのコラムで有意に正となっている。

所有構造で追加的な解説が必要なのは、安定株主と自社株の持株比率である。前者は、株主総会決定型の防衛策導入に対してのみ有意に正の効果を与えており、防衛策が取締役会決議で導入されている場合、それを後押しする存在とはなっていない。安定株主といえども外部のシェアホルダーであり、形式的にでもそれら株主の意向は総会で諮られる必要があるのかもしれない。逆に、自社株持株比率は取締役会決定型の防衛策に対し、一貫して有意に正の値を取っている。自社株保有こそは「究極の安定株主対策」²⁵⁾とも表現されるが、その所有比率が高い場合、防衛策導入に対する取締役会の自由度も高まることを示唆している。

人的資産に関しては、取締役会決定型の防衛策の導入に対し、従業員平均勤続年数が負の効果を与えている。解釈に苦しむところである。従業員平均勤続年数が低い企業は経営陣の年齢

図表6 買収防衛策導入機関に関する多項ロジット分析

(従属変数=買収防衛策導入機関=株主総会決定型:1, 取締役会決定型:2)

	説明変数	(1)		(2)		(3)	
		株主総会	取締役会	株主総会	取締役会	株主総会	取締役会
パフォーマンス	SQ	0.290 (0.97)	0.455 (1.15)				
	PBR			0.094 (0.85)	0.144 (1.12)		
	ROE					-0.165 (0.48)	-0.900 (1.72)*
財務指標	キャッシュ比率	0.298 (0.27)	-0.729 (0.55)	0.287 (0.26)	-0.765 (0.57)	0.359 (0.32)	-0.768 (0.53)
	負債比率	-0.960 (0.82)	0.028 (0.02)	-1.338 (1.05)	-0.579 (0.40)	-1.031 (0.88)	-0.394 (0.28)
所有構造	10大株主集中度	-5.655 (3.05)***	-4.958 (2.08)**	-5.385 (3.07)***	-4.349 (2.05)**	-5.153 (2.97)***	-4.229 (2.15)**
	経営者持株比率	-3.899 (0.93)	-0.038 (0.02)	-3.900 (0.94)	-0.313 (0.13)	-4.219 (1.01)	-0.600 (0.25)
	機関投資家持株比率	2.701 (1.80)*	2.224 (1.16)	2.960 (2.03)**	2.744 (1.55)	3.163 (2.17)**	3.302 (1.84)*
	安定株主持株比率	3.692 (2.22)**	2.390 (1.19)	3.549 (2.18)**	1.978 (1.13)	3.373 (2.11)**	1.805 (1.11)
	従業員持株会持株比率	49.376 (2.12)**	46.214 (1.94)*	51.174 (2.15)**	50.375 (2.14)**	46.422 (2.03)**	44.461 (1.95)*
	自社株持株比率	2.993 (0.37)	11.093 (2.08)**	2.437 (0.31)	10.406 (2.04)**	2.101 (0.27)	9.732 (1.96)**
人的資産	無形資産比率	-3.858 (0.77)	2.255 (0.42)	-3.596 (0.73)	2.785 (0.53)	-2.836 (0.59)	3.698 (0.71)
	労働分配率	1.029 (1.24)	-0.793 (0.83)	0.982 (1.19)	-0.915 (0.97)	0.870 (1.07)	-1.121 (1.21)
	従業員平均勤続年数	-0.021 (0.46)	-0.109 (2.02)**	-0.021 (0.46)	-0.110 (2.01)**	-0.021 (0.47)	-0.106 (1.86)*
産業ダミー	食品	0.080 (0.10)	0.396 (0.52)	0.095 (0.12)	0.421 (0.55)	0.087 (0.11)	0.407 (0.53)
	化学	0.303 (0.51)	-0.259 (0.34)	0.328 (0.54)	-0.231 (0.30)	0.308 (0.51)	-0.281 (0.36)
	鉄鋼	0.381 (0.47)	0.356 (0.42)	0.421 (0.51)	0.431 (0.51)	0.420 (0.50)	0.443 (0.51)
	機械	0.425 (0.60)	-0.175 (0.21)	0.460 (0.65)	-0.135 (0.16)	0.542 (0.78)	-0.003 (0.00)
	電気機械	0.159 (0.23)	0.174 (0.26)	0.137 (0.20)	0.125 (0.19)	0.105 (0.16)	0.068 (0.11)
	運輸・倉庫	0.919 (1.21)	-0.018 (0.02)	1.007 (1.32)	0.136 (0.15)	0.991 (1.31)	0.213 (0.23)
	ソフト・情報	0.479 (0.57)	-0.324 (0.29)	0.473 (0.56)	-0.315 (0.30)	0.656 (0.78)	0.064 (0.06)
	Constant	-1.641 (1.04)	0.539 (0.36)	-1.393 (0.89)	0.968 (0.69)	-1.283 (0.83)	1.240 (0.86)
	Observations	208		208		208	
	Log pseudolikelihood	-196.13		-196.39		-196.07	
	Pseudo R 2	0.09		0.09		0.09	

〔注〕1) 上段は係数を, 下段括弧内は White [1980] の標準誤差に基づく漸近的 t 値を示す。

2) ***, **, * はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意であることを表す。

も低いと想定されるが、そのような若い経営者は防衛策のトレンドにも敏感であり、取締役会の独断に近い形で導入を進めているということなのであろうか。この点の本格的な検討は今後の課題としたい。

なお、パフォーマンス変数、財務変数、経営者持株比率、産業要因に関しては図表5の推計結果と同様、買収防衛策の導入機関の選択に対し、ほとんど有意な効果を持たなかった。

VI. 結論

本稿では、昨今注目を集めている事前警告型などの敵対的買収防衛策がいかなる動機・要因によって導入されているかについて、企業を取り巻くステークホルダーの利害を念頭に置きながら実証的に検討した。その結果、以下のような点が確認された。

まず、企業パフォーマンスは買収防衛策の導入に対し、有意な影響を及ぼしていないことが示された。この結果は、従属変数を防衛策導入の有無だけでなく、防衛策を導入機関別（株主総会決定型、取締役会決定型）に分類した推計でも変わらなかった。現状では、パフォーマンスの劣る企業の経営者が保身のために防衛策を導入しているとはいえ、エントレンチメントは発生していないものと推察される。ただし、企業特殊の技能の形成を示す代理変数も有意に効いておらず、従業員の保護を目的として買収防衛策の導入がなされているとの証拠も見出すことはできなかった。

買収防衛策の導入にもっとも影響を与えていたのは、当該企業の株式所有構造であった。株式集中度が高い企業では買収防衛策の導入確率は低い反面、機関投資家の持株比率が高い企業

では、敵対的買収の成立可能性を少しでも低減させるため、防衛策の導入に走る傾向があった。また、事前警告型防衛策と信託型ライツプランを導入している企業では、その他の買収防衛策も同時並行的に取り入れており、安定株主工作、従業員持株会の充実あるいは自社株購入などにも積極的であることが示唆された。

本稿では、買収防衛策の導入が経営陣のエントレンチメントの温床になっているとの明示的な証拠は得られなかった。ただし、この点に関しては予断を許さない。本稿の分析結果からも示唆されるように、一部の企業では複数の防衛策を同時並行的に導入しており、ともすれば過剰防衛の嫌いもある。業績悪化時において、これら買収防衛策は一挙に経営者のエントレンチメントに転じる危険性をはらんでいる。今後、買収防衛策の発動を判断する独立委員会の実効性を高めるとともに、定期的に経営状態と買収防衛策の導入状況を照らし合わせるなど、より柔軟な買収防衛策の制度設計が求められるであろう。

注

- 1) 本稿における敵対的買収とは、既存経営陣との事前交渉なく、あるいは彼らの同意を得ることなく、公開買付けなどの手段で大量の株式を取得しようとする行為を指すものとする。
- 2) 「敵対的買収防衛策の事例分析〈第三回・完 事前警告型〉」『資料版 商事法務』(No.271, 2006年10月号), 91頁。
- 3) 「防衛策 統計とデータ」『MARR』2006年8月号, レコフ。
- 4) 「買収者に対する差別的行使条件が付された新株予約権をあらかじめ発行し、それに信託を設定する」防衛策を指す。武井・中山編 [2006], 65-66頁 (武井一浩他執筆部分)。
- 5) このような経営者・株主間のエージェンシー問題を緩和するツールとして、防衛策発動の妥当性を判断する独立委員会に期待が寄せられている。しかし、独立委員会を構成する社外取締役、社外監査役自体が取締役に選任された人材であるという点で、その中立性に疑問を投げかける声も多い (香田 [2006], 中川 [2006])。

- 6) 日本経済新聞社『日経会社情報』2005年秋号, 2071-2078頁に掲載。全上場企業を対象として2005年7月下旬から8月下旬にかけて実施され, 2,271社 (59.9%) から回答を得たという。
- 7) たとえば, 厚生年金基金連合会 (現企業年金連合会) の「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」など (西山 [2006], 101頁)。
- 8) もちろん, 後述する新日鉄, カゴメのケースのように, ここで挙げた防衛策を導入している企業の多くが事前警告型, 信託型の防衛策もあわせて導入している。
- 9) 日本経済新聞 (三角合併 ABC ①), 2007年4月10日。また, 2006年12月には証券取引法が改正され (近く「金融商品取引法」に改題), 市場内と市場外の取引を組み合わせて1/3超の株式を取得する場合にも公開買付け規制の対象となる等, 同制度の範囲が明確化された。詳細については大崎 [2007] を参照のこと。
- 10) 西山 [2006], 96-97頁, 武井・中山編 [2006], 3章 (武井一浩執筆)。
- 11) 同じく米国企業を対象とした Morck et al. [1988] でも, トービンのQが低いほど敵対的買収のターゲットになりやすいことを明らかにしている。なお, 米国におけるテークオーバーと経営の規律付けの関係については, 柏木 [1998] において詳細なサーベイがなされている。
- 12) Bebchuk and Cohen [2005] は, 米国における「期差任期制の取締役会」(staggered boards) の分析を通じ, 資本市場による規律付けを阻害するような買収防衛策の導入が企業価値を低下させているとの結論を得ている。
- 13) 企業特殊な技能とは, 「特定の企業において役立ち, 他の企業では通用しないもの」であり, 「企業内部や関連企業についての情報, その企業だけが持つ機械についての知識や技能」と定義される (樋口 [1996], 169頁)。
- 14) 暗黙の契約を結んだのはあくまで被買収企業 (の経営者) であり, 買収企業がこの慣行を破棄する誘因は大きくなる (小佐野 [2005], 175-176頁)。
- 15) 非正規従業員の増加, 成果主義の導入等, わが国の雇用システムの変容が指摘されて久しい。そのような状況からすると, ここでの「信頼の破壊」の議論に関し, そのまま適用できるのかとの疑問もあろう。ただ, その反面, 従来の日本の雇用システムを支持, あるいは再評価する動きがあることも事実である。たとえば, 荒木 [2007] では, 日本能率協会が行った新任役員に対する意識調査 (2006年8月) から, 日本的雇用システムを重視する, もしくは見直す経営者が増加する傾向にあると論じている。また, 宮島・原村・稲垣 [2006] でも, 長期雇用を重視する企業が大半を占めることを明らかにしている (2002年12月の財務総合政策研究所のアンケート調査)。以上の調査結果から判断する限り, 人的資産形成の前提となる長期雇用の慣行はわが国において根強く, 本稿の問いかけも依然有効だと考えられる。
- 16) 「日本経済新聞」(株式持ち合い 一段と増加), 2007年1月24日。
- 17) 「朝日新聞」(新日鉄, 買収防衛複合策), 2006年3月30日。このほか, 投資ファンドによる株式取得が相次ぐ

- 食品産業でも, カゴメが安定株主としてアサヒビールから出資を受けるとともに, 事前警告型防衛策の導入を発表している。「日本経済新聞」(縮む〈食〉総合化に活路), 2007年2月7日。
- 18) 2005年時点で既に買収防衛策を導入している企業に関しては, レコフ「敵対的買収防衛策データ」(『MARR』2005年8月号) から識別し, ベア企業から除外した。
- 19) 本来ならば連結決算の値を用いる方が望ましい。しかし周知のとおり, 連結財務諸表では「製造原価明細書」が公表されていないなど, 人的資産関係の変数を作成するうえで大きな制約がつかまうため, 今回はその利用を見送った。
- 20) 分析によっては欠値がある企業が存在するため, 以下の実証分析のサンプル・サイズは必ずしもこの数値とまらない。
- 21) 前述のように, 導入機関の分類には曖昧な点もあるが, ひとまず「防衛策データ」のベンチマークに従った。
- 22) 以下の無形資産比率, 従業員の平均勤続年数, 労働分配率の意義付けについては, 広田・山田 [2006], 6頁, 加賀谷 [2003], 95頁を参照のこと。
- 23) 労働分配率を構成する細目は, 「製造原価明細書」, 「販売費および一般管理費明細書」から得ている。なお, 労働分配率の下限はゼロに設定している。
- 24) 信託型ライツプランの導入は, 新株予約券の無償発行をとまなうため, 有利発行に関する株主総会の特別決議を一般的とする (武井・中山 [2006], 66頁)。経営陣に導入機関の選択余地 (株主総会決議か取締役会決議か) が与えられていないため, サンプルから除外した。
- 25) 下谷 [2006], 22頁。

参考文献

- 荒木尚志 [2007], 「コーポレートガバナンス, 雇用システムの変化と労働法の役割」『ビジネス・リーダー・トレンド』2007年4月号, 9-11頁。
- 大崎貞和 [2007], 『解説 金融証券取引法 (第2版)』, 弘文堂。
- 小佐野広 [2005], 『コーポレート・ガバナンスと人的資本』, 日本経済新聞社。
- 加賀谷哲之 [2003], 「無形資産の開示とIR」『一橋ビジネスレビュー』51巻3号, 86-101頁。
- 柏木敏 [1998], 「テークオーバー市場の経営規律機能」『証券経済研究』16号, 23-38頁。
- 香田温子 [2006], 「〈買収防衛策〉再考」『企業会計』58巻10号, 40-47頁。
- 下谷政弘 [2006], 『持株会社の時代』, 有斐閣。

- 胥鴨 [2006], 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」 Discussion Paper Series (06-J-008), RIETI.
- 高田陽子 [2006], 「最近の買収防衛策導入状況」『MARR』2006年8月号, 24-27頁。
- 武井一浩・中山龍太郎編 [2006], 『企業買収防衛戦略Ⅱ』, 商事法務。
- 千島昭宏・中嶋幹・佐々木隆文 [2006], 「買収防衛策導入のインセンティブ」『年金レビュー』2006年10月号, 4-18ページ。
- 津田倫男 [2006], 『敵対的買収を生き抜く』, 文藝春秋。
- 中川紘平 [2006], 「買収防衛策及びMBOにおける独立委員会に関する考察」『MARR』2006年10月号, 16-19頁。
- 西山賢吾 [2006], 「議決権行使と買収防衛策」『財界観測』69巻2号, 94-121頁。
- 樋口美雄 [1996], 『労働経済学』, 東洋経済新報社。
- 広田真一・山田宏昭 [2006], 「人的資産と配当政策: 日本企業の実証分析」Working Paper Series (WIF-06-001), 早稲田大学ファイナンス総合研究所。
- 福田充男 [1996], 「株式買占めの実証分析」『日本の資本市場』(橋木・筒井編), 日本評論社, 269-285頁。
- 藤本周・茂木美樹・谷野耕司 [2006], 「敵対的買収防衛策の導入状況」『商事法務』1776号, 46-58頁。
- 宮島英昭・青木英孝 [2002], 「日本企業における自律的ガバナンスの可能性: 経営者選任の分析」『日本企業 変革期の選択』(伊藤編), 東洋経済新報社, 71-106頁。
- 宮島英昭・原村健二・稲垣健一 [2003], 「進展するコーポレート・ガバナンス改革をいかに理解するか: CGS (コーポレート・ガバナンス・スコア) による分析」『フィナンシャル・レビュー』68号, 156-193頁。
- 吉川満・金本悠希 [2006], 「平成18年株主総会シーズンまでに導入されたポインズンピルの動向」『企業会計』58巻10号, 27-39頁。
- Ambrose, B. W. and W. L. Megginson [1992], "The Role of Asset Structure, Ownership Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.27, pp.575-589.
- Bebchuk, L. A. and A. Cohen [2005], "The Cost of Entrenched Boards", *Journal of Financial Economics*, Vol.78, pp.409-433.
- Denis, D. J., D. K. Denis and A. Sarin [1997], "Ownership Structure and Top Executive Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol.45, pp.193-221.
- Kabir, R., D. Cantrijn and A. Jeunink [1997], "Takeover Defenses, Ownership Structure and Stock Returns in the Netherlands: An Empirical Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol.18, pp.97-109.
- Mallette, P. and K. L. Fowler [1992], "Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of "poison Pills"", *Academy of Management Journal*, Vol.35, pp.1010-1035.
- Manne, H. G. [1965], "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol.73, pp.110-120.
- Martin, K. J. and J. J. McConnell [1991], "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance*, Vol.46, pp.671-687.
- Morck, R. A., A. Shleifer and R. W. Vishney [1988], "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers", in A. Auerbach ed., *Corporate Takeovers: Cause and Consequences*, University of Chicago Press, pp. 101-129.
- Shleifer, A. and L. Summers [1988], "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in A. Auerbach ed., *Corporate Takeovers: Cause and Con-*

sequences, University of Chicago Press, pp. 33-56.

Shleifer, A. and R. W. Vishny [1986], "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp.461-488.

White, H. [1980], "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity", *Econometrica*, Vol.48, pp.817-838.

(京都大学大学院博士後期課程)

付表1 基本統計量

パネルA 全体

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.
SQ	218	1.333	0.709
PBR	218	2.345	1.679
ROE	218	0.053	0.338
キャッシュ比率	218	0.341	0.167
負債比率	218	0.473	0.202
10大株主集中度	218	0.430	0.136
経営者持株比率	218	0.028	0.081
機関投資家持株比率	218	0.218	0.141
安定株主持株比率	218	0.511	0.137
従業員持株会持株比率	218	0.011	0.009
自社株持株比率	218	0.020	0.031
無形資産比率	218	0.021	0.033
労働分配率	218	0.550	0.247
従業員平均勤続年数	218	15.695	5.028
総資産 (百万円)	218	294,059	476,527

パネルB: 買収防衛策導入の有無

買収防衛策導入企業

ペア企業

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Obs	Mean	Std.Dev.
SQ	109	1.366	0.627	109	1.300	0.784
PBR	109	2.345	1.361	109	2.345	1.952
ROE	109	0.034	0.288	109	0.072	0.381
キャッシュ比率	109	0.345	0.165	109	0.337	0.170
負債比率	109	0.461	0.199	109	0.485	0.206
10大株主集中度	109	0.405	0.093	109	0.454	0.165
経営者持株比率	109	0.021	0.043	109	0.034	0.106
機関投資家持株比率	109	0.230	0.124	109	0.206	0.156
安定株主持株比率	109	0.509	0.117	109	0.512	0.156
従業員持株会持株比率	109	0.012	0.011	109	0.009	0.007
自社株持株比率	109	0.024	0.040	109	0.015	0.019
無形資産比率	109	0.022	0.039	109	0.019	0.026
労働分配率	109	0.552	0.266	109	0.549	0.228
従業員平均勤続年数	109	15.680	4.329	109	15.710	5.663
総資産 (百万円)	109	317,627	532,427	109	270,490	414,318

パネルC: 買収防衛策の導入機関

株主総会決定型

取締役会決定型

Variable	Obs	Mean	Std.Dev.	Obs	Mean	Std.Dev.
SQ	58	1.312	0.526	46	1.464	0.749
PBR	58	2.278	1.058	46	2.499	1.713
ROE	58	0.060	0.088	46	0.000	0.433
キャッシュ比率	58	0.349	0.162	46	0.347	0.175
負債比率	58	0.471	0.196	46	0.449	0.210
10大株主集中度	58	0.400	0.084	46	0.412	0.105
経営者持株比率	58	0.012	0.025	46	0.026	0.046
機関投資家持株比率	58	0.230	0.123	46	0.237	0.129
安定株主持株比率	58	0.528	0.108	46	0.493	0.123
従業員持株会持株比率	58	0.012	0.013	46	0.012	0.008
自社株持株比率	58	0.019	0.027	46	0.027	0.051
無形資産比率	58	0.018	0.020	46	0.025	0.054
労働分配率	58	0.573	0.311	46	0.509	0.205
従業員平均勤続年数	58	16.674	3.728	46	14.804	4.619
総資産 (百万円)	58	288,436	438,414	46	378,906	652,565

付表2 相関係数行列

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) TD	1.000														
(2) SQ	0.046	1.000													
(3) PBR	0.000	0.641	1.000												
(4) ROE	-0.056	0.073	-0.192	1.000											
(5) キャッシュ比率	0.024	0.197	-0.002	-0.020	1.000										
(6) 負債比率	-0.060	-0.204	0.292	-0.071	-0.466	1.000									
(7) 10大株主集中度	-0.182	0.273	0.113	0.015	0.013	-0.150	1.000								
(8) 経営者持株比率	-0.082	0.064	-0.055	0.006	0.140	-0.241	0.311	1.000							
(9) 機関投資家持株比率	0.085	0.416	0.153	0.097	0.188	-0.276	0.196	-0.081	1.000						
(10) 安定株主持株比率	-0.010	-0.176	-0.079	0.054	-0.122	0.187	0.290	-0.242	-0.098	1.000					
(11) 従業員持株会持株比率	0.169	-0.083	-0.122	-0.075	-0.073	0.006	-0.114	0.030	-0.214	-0.043	1.000				
(12) 自社株持株比率	0.153	-0.121	-0.185	-0.004	0.052	-0.215	-0.129	0.022	-0.081	-0.156	0.168	1.000			
(13) 無形資産比率	0.046	0.018	-0.027	0.012	-0.012	-0.093	-0.047	0.087	0.036	-0.018	0.087	0.161	1.000		
(14) 労働分配率	0.006	-0.300	-0.196	0.006	-0.155	0.077	0.087	0.027	-0.251	0.078	0.329	0.086	0.178	1.000	
(15) 従業員平均勤続年数	-0.003	-0.178	-0.016	0.044	-0.165	0.302	-0.376	-0.464	-0.016	0.228	-0.022	-0.057	-0.010	-0.034	1.000

〔注〕産業ダミーに関しては省略した。