

# どのような企業が買収防衛策を導入するか 買収防衛策の定着段階における導入理由の分析

蓮見 亮\*

2009年1月19日

## Abstract

本稿は、わが国における 2007 年度以降の上場企業の買収防衛策の導入要因を分析したものである。買収防衛策導入の動機には、パフォーマンス要因、経営者属性要因などいくつか考えられるが、いずれも決定的な要因とはいいがたい。そこで、説明変数をこれらの要因の代理変数、被説明変数を買収防衛策の導入ダミーとするプロビットモデルによる回帰を行った。

その結果、製造業では、好業績（高い ROA）の企業が買収防衛策を導入する傾向にあることが判明した。一方、非製造業では、買収防衛策の導入要因として部分的に経営者保身動機が存在が示唆されるものの、パフォーマンスが悪い企業ほど買収防衛策を導入するという結果にはなっていない。

買収防衛策は、株主による経営判断の時間と判断材料の確保を可能にするためのものであり、いかなる買収も不可能にするものではない。過度な防衛策は避けるべきだが、買収防衛策が突然の買収により株主が不利益を受けないために必要であるとすれば、今後も買収防衛策導入企業は増えていくと予想される。

---

\* 慶應義塾大学大学院 / 日本経済研究センター E-mail: hasumi@jcer.or.jp

# 1 はじめに

日本における敵対的買収は、これまで、バブル期を除けばほとんど存在しなかった<sup>\*1</sup>。しかし、2005年のライブドアによるニッポン放送の敵対的買収の試みや、村上ファンドによる阪神電鉄株の大量取得等があり、ここ数年で敵対的買収という言葉が広く知られるようになってきた。これに伴い、買収防衛策を導入する企業も増えてきている。ニッポン放送の敵対的買収が話題となった2005年当時、買収防衛策は日本ではあまり一般的ではなかったが、買収防衛策導入企業数は2005年以降急速に増加しており、2008年6月末現在では563社と、上場企業のおよそ6社に1社が導入している(表1)。

買収防衛策とは、株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせず、新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。「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」買収防衛策の「導入」とは、買収防衛策としての新株又は新株予約権の発行決議を行う等買収防衛策の具体的内容を決定することをいう。

買収防衛策には、重要な事項についての拒否権を付す黄金株や、役員の退職金を高額に設定するゴールデンパラシュート等様々なものがある。米国においては、合理性の無い防衛策については次第に淘汰され、現在ではライツプランが最も合理性のある防衛策として普及している。ライツプランとは、会社が平時に新株予約権を株主に配っておき、敵対的買収者が一定の割合の株式を買い占めれば、買収者以外の株主に大量の株式を発行して買収者の持株比率を劇的に低下させる仕組みである。ライツプランは、株主が買収者の提案と現経営陣の経営方針を比較する時間と機会を確保できるようにするものであり、平時の企業価値や株価には影響が少ないなどの特徴がある。日本においても、現在買収防衛策を導入している企業のほとんどは、事前警告型ライツプランを導入しており、それ以外の買収防衛策を導入している企業は、ごく少数である<sup>\*2</sup>。

買収防衛策が増加した背景には、指針等の整備、政府による課税関係の明示がなされたことや、敵対的買収の脅威等があると考えられる。なかでも、日本企業の買収防衛策導入において大きな役割を果たしたといえるのが、「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(以下、「指針」)」である。この指針は、経済産業政策

---

<sup>\*1</sup> 日本では、1980年代後半のバブル期に敵対的な株式の買占めが増加した。当時の買収の対象会社は、株式持合や第三者割当増資で対抗した。バブル崩壊後、日本のM&A市場は低迷したが、1990年代後半からは産業再編型の友好的なM&Aが数多く行われた。

<sup>\*2</sup> 『マール』掲載の統計によると、2008年6月末時点での買収防衛策導入企業570社のうち、事前警告型ライツプランが560社、信託型ライツプランが7社、その他(拒否権付株式等)が3社である。

表 1 買収防衛策導入企業数

	2005 年度	2006 年度	2007 年度	2008 年度 (6 月末現在)
新規導入社数	39	161	237	126
年度末時点での導入社数	39	200	437	(563)

(出所)『マール』レコフデータ社

局長の私的研究会である企業価値研究会が 2005 年 5 月 27 日に公表した「企業価値報告書」を踏まえて、同日、経済産業省及び法務省が策定したものである。指針には法的拘束力はないが、この指針が関係者によって尊重されることにより、日本の企業社会の行動規範となることが期待された。なお、この指針は「指針の運用状況をレビューしながら、不断の見直しを行うことと」された\*3。また、指針が公表された翌年には、東京証券取引所等の証券取引所が上場制度の整備を行い、買収防衛策の導入等の開示が義務付けられた。

上述の通り、現在 500 社を超える企業が買収防衛策を導入しているが、買収防衛策の導入は、どのような動機で行われるのであろうか。仮説としては、以下で述べるようにパフォーマンス要因などいくつか考えられるが、いずれも決定的な要因とはいえない。そこで、本稿では、日本に買収防衛策が定着しつつあった 2007 年 4 月～2008 年 6 月末までに買収防衛策を導入した企業を対象に、実証分析を行った。

本稿の構成は以下のとおりである。次節では先行研究を敷衍するとともに、本稿の問題意識を述べる。第 3 節では実証分析の方法と結果について詳細に説明し、第 4 節ではそこから得られるインプリケーションを述べる。第 5 節は結語である。

## 2 既存研究と本稿の問題意識

### 2.1 既存研究

敵対的な買収が盛んに行われ、それに応じる形で早くから種々の買収防衛策の導入が進んだ米国に関する研究は、多く存在する。これに対して、日本では、買収防衛策の導入が本格化して 3 年ほどしか経過していないこともあり、買収防衛策導入に関する実証分析は、蓄積の過程にある。我が国における買収防衛策導入に関する既存研究としては、広瀬

\*3 2008 年 6 月 30 日には企業価値研究会が「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」を公表したが、本稿の実証分析は、同報告書が公表される以前に買収防衛策を導入した企業を対象としている。

他 [2007]、広瀬 [2008]、滝澤他 [2007]、Arikawa and Mitsusada [2008] がある\*4。

2005 年に買収防衛策を導入した企業を対象に、防衛策導入の影響について実証分析を行った広瀬他 [2007] では、導入企業の業績パフォーマンスが有意に悪化していることが確認された。これは、市場の評価以上の業績悪化を把握した経営者が、防衛策を導入したものと考えられる。また、株価の変化もこの業績変化と整合的であることが確認された。一方で広瀬 [2008] では有意な株価変化が確認できず、2006 年に何らかの買収防衛策を導入した企業の場合、株式市場の反応は導入に対して中立的という結果を得ている。

滝澤他 [2007] では、2005 年度、2006 年度に敵対的買収防衛策を導入した企業について、敵対的買収防衛策導入の動機を、企業パフォーマンスの不振、経営者保身目的、その他被買収確率に影響する要因の 3 つに分けて分析を行っている。その結果として、第 1 に、ROA (総資産利益率) 等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こと、第 2 に、社歴が長い企業、役員持株比率が低い企業、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いこと (経営保身や株主と経営者の利害対立が防衛策導入に影響)、第 3 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いる (株式保有が流動的で買収されやすい企業ほど導入している) ことを示した。

Arikawa and Mitsusada [2008] は、Nayak and Prabhala [2001] に倣って、イベントヒストリの手法により買収防衛策導入が発表された直後の株価が下落させるという意味で、買収防衛策導入が株主価値を有意に減少させることを示した。一段階目のプロビット回帰により、買収防衛策導入によって露呈した潜在変数を求め、これが株価に及ぼす影響を分析している。

## 2.2 問題意識

本稿の問題意識は、買収防衛策の導入に影響を与える要因を分析することにある。上記の既存文献は、いわば買収防衛策導入初期の企業群を分析の対象としたものであるが、本稿の分析の対象は、2006~07 年度という買収防衛策の定着段階 (表 1 参照) における導入企業群を分析の対象としている。方法としては、買収防衛策の導入に影響を与えうる多くの要因の中から必要十分な要素を取り出すため、モデル選択を重視した。

また、近年の我が国の場合、特に製造業の企業が敵対的 M&A の対象となり買収防衛策が問題となったケースが多い (例えば、ブルドック、サッポロ、東洋電機製造など)。そこで、本稿では、特に製造業 / 非製造業の差異に着目した。後述のように、製造業と非製造業では結果に大きな差異が出た。

---

\*4 米国における買収防衛策導入に関する実証分析の包括的なサーベイとしては、Coates IV [2000] が挙げられる。これらの結果と本稿のそれとの違いについては、本文中で適宜言及する。

買収がなされる理由として、例えば、買収によるシナジー効果をめざして行われる場合や、被買収企業の持つ潜在的価値に比べて株価が過小評価されていると考える投資家が、この企業を買収し株価を上げた上で売却することによって、値上り分だけの利益を上げようとして買収する場合がある。また、買収の脅威は、経営者に緊張感のある経営を促すことから、コーポレートガバナンス上、好ましい影響があると考えられる。買収防衛策は、グリーンメール（株式を買い占め、その株式を会社側に対して高値での買い取りを要求する行為）等の濫用的な買収を妨げるため、あるいは交渉の機会と時間を確保するために必要な場合がある。しかし、経営者が、自身の保身のために買収防衛策を導入しているならば問題であろう。

では、経営者はどのような動機で買収防衛策を導入しているのだろうか。また、企業の特徴次第で、買収防衛策の導入状況が異なるのであろうか。ここでは、導入に影響を与える要因を、パフォーマンス要因、経営者属性要因、短期的には経営者のコントロールできない要因の3つに分けて分析する。

第1のパフォーマンス要因とは、パフォーマンスの低い企業が買収防衛策を導入するという仮説に対応する。パフォーマンス要因は、経営者保身動機と密接な関係がある。企業買収を防ぐのに最も有効な手段は、企業価値の最大化である。にもかかわらず、経営の効率化や企業努力を行うことなく、買収防衛策を導入しているのであれば、それは経営者の保身が目的であるといえよう。

第2の経営者属性要因は、買収防衛策の導入に影響を与える経営者の属性自体に起因する要因を意味する。例えば、社外取締役の有無やその人数、あるいは役員持株比率がこの要因に属する。

第3の短期的には経営者のコントロールできない要因とは、文字通り、経営者の短期的な努力や能力と直接関係ないにもかかわらず敵対的買収に影響を与える要因である。このような要因が強く働く場合には、経営者保身的な目的が存在するか否かに関わらず、買収防衛策が導入されやすいと考えられる。

### 3 実証分析

以下では、買収防衛策導入ダミーを被説明変数、上記で列挙した3つの要因の代理変数を説明変数とするプロビットモデルを構築して、回帰分析を行う。

#### 3.1 データ

分析対象の企業は、わが国の約3600社の全上場企業から、2007年3月末までに買収防衛策を導入した企業と、買収防衛策を中止した企業を除いた3348社である。買収防衛策

の導入状況は、株式会社レコフデータの発行する M&A 専門誌『マール』の毎月の統計データから抽出した。ここでは、導入企業を 1、非導入企業を 0 とした買収防衛策導入ダミーを被説明変数とするプロビットモデルに回帰する<sup>\*5</sup>。

説明変数は、パフォーマンス要因、経営者属性要因、短期的には経営者のコントロールできない要因の 3 つの要因の代理変数であり、それぞれ表 2 に示す変数を選択した。データは NEEDS-Financial QUEST と NEEDS-Cges より抽出した。

パフォーマンス要因に属する変数は、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 )、流動比率 ( 流動資産 / 流動負債 × 100 )、当座比率 ( 当座資産 / 流動負債 × 100 ) である。

経営者属性要因に属する変数は、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 ) )、代表者テニユア ( 就任から 2007 年 3 月末までの経過年数 + 1 )、社齢 ( 年 ) である。

最後に、短期的には経営者のコントロールできない要因に属する変数は、時価総額の対数値 ( ln 億円 )、支配会社持ち株比率 ( 支配会社 ( 15% 超保有法人 ) の株式保有比率合計 )、機関投資家比率 ( 機関投資家の株式保有比率 )、小株主比率 ( 50 単元未満の株式保有比率 )、負債比率 ( 総負債 / 総資産 )、製造業ダミー ( 日経基準 ) である。

さらに、技術保護のためという要因として、データは特許庁の「産業財産権の現状と課題～技術経営力の強化によるイノベーションの促進～<特許行政年次報告書 2007 年版>」の特許制度利用上位企業の出願・審査関連情報から抽出し、上位企業を 1、そうでないものを 0 とするダミー変数作成した。

表 3 にこれらのデータの記述統計量を示した。

## 3.2 仮説設定

表 2 には、さらに、これらの説明変数が買収防衛策の導入に与えると予め予想される影響の方向性を「符号条件」として示した。「プラス」とは買収防衛策の導入確率を高めると変数であると想定することを意味する。「マイナス」であれば、逆である。「仮説」の欄には、そのような符号条件を想定する根拠を記載した。基本的に、買収の脅威に晒されていれば買収防衛策の導入をしやすく、あるいは、経営者がそもそも保身的・保守的であれば買収防衛策の導入をしやすいという仮定のもとで仮説を立てた。

ROA の高い企業は、資産を効率的に使い、利益を上げている企業なので、ROA が低い

---

<sup>\*5</sup> 滝澤他 [2007] では、買収防衛策の導入が始まってまもなくの 2005 年度導入企業、2006 年導入企業を分けて分析している。本稿では、買収防衛策が定着してくるとともに、買収防衛策に関する判例も出始めた 2007 年度から 2008 年 6 月末までの導入企業を分析対象としている。

表 2 三要因の代理変数と仮説

	符号条件	仮説
<b>I. パフォーマンス要因</b>		
ROA	マイナス	ROAが低いと買収の脅威に晒されやすいので、経営者が保身的であれば買収防衛策を導入しやすい。
トービンのq	マイナス	トービンのQが低いと株式市場での評価が割安で買収の脅威に晒されやすいので、経営者が保身的であれば買収防衛策を導入しやすい。
流動比率	プラス	キャッシュリッチな企業は、買収の脅威に晒されやすいので、買収防衛策を導入しやすい。
当座比率	プラス	流動比率に同じ。
<b>II. 経営者属性要因</b>		
社外取締役比率	不定	(プラス) 取締役比率の高いと経営者に対するガバナンスが適切に働くと考えられるが、社外取締役が買収防衛策の導入を奨励する場合もあり得る。 (マイナス) 経営者保身動機が存在すれば、取締役比率の低い企業ほど買収防衛策を導入しやすい。
役員持株比率	不定	(プラス) 役員持株比率が高いことが経営者保身動機を反映したものであるとすれば、同様にそれが高いほど買収防衛策を導入する傾向が強くなると考えられ (マイナス) 役員持株比率が高ければ、そもそも買収の脅威にさらされにくいので、買収防衛策を導入しようとするインセンティブが働かない。
持合比率	不定	役員持株比率に同じ。
経営者テニユア	プラス	経営者テニユアが長いほど経営者が保守的であるすれば、それに応じて買収防衛の導入傾向も強まると考えられる。
社齢	プラス	社齢が長くなるほど組織が保守的になるとすれば、それに応じて買収防衛策の導入傾向も強まると考えられ
<b>III. 短期的には経営者のコントロールできない要因</b>		
時価総額	マイナス	時価総額が小さいほど買収が容易であるため買収の脅威に晒されやすいので、買収防衛策を導入しやすい
支配会社持株比率	マイナス	支配会社持株比率が大きければ、株主構成が安定しているので買収に晒されにくく、買収防衛策を導入する必要性が少なくなる。
機関投資家比率	プラス	機関投資家比率が高いほど買収者が株式を買い集めやすいため買収に晒されやすいので、買収防衛策を導入しやすい。
小株主比率	プラス	機関投資家比率に同じ。
負債比率	マイナス	負債比率が低い企業は他の条件が同じであれば相対的に買収されやすいので買収防衛策を導入しやすい
製造業ダミー	不定	自社の技術を守るためという動機が働くならばプラス。

企業が買収防衛策を導入していれば、本来の努力をせずに買収防衛策を導入しているといえ、保身動機に該当する。トービンの q は、市場での企業の評価を表している。トービンの q が小さければ、潜在的な価値と市場での評価に乖離があり、経営者の交代によって株価を上げるような経営ができると見込まれるので、一般的には買収されやすい。

表3 記述統計量

	平均	標準偏差	パーセンタイル				
			0 %	25 %	50 %	75 %	100 %
防衛策ダミー	0.11	0.31	0	0	0	0	1
ROA	5.7	7.8	-82.3	2.1	4.6	8.4	78.6
トービンのq	1.4	1.0	0.5	0.9	1.1	1.4	14.2
流動性比率	249.4	713.2	8.9	106.1	147.1	229.9	23100
当座比率	176.5	532.4	0	63.6	99.2	166.4	22800
社外取締役比率	8.7	13.8	0	0	0	14.3	85.7
役員持株比率	10.3	14.6	0	0.3	2.9	15.5	93.9
持合比率	6.7	8.1	0	0	3.9	10.4	57.1
代表者テニユア	8.1	8.7	1	2	5	10	58
社齡	46.0	23.7	1.0	28.0	48.0	60.0	126.0
時価総額対数値	23.7	1.7	19.8	22.4	23.4	24.6	30.9
支配会社持株比率	15.0	21.1	0	0	0	27.8	91.1
機関投資家比率	14.4	15.1	0	2.2	9.2	22.3	85.6
小株主比率	21.2	12.3	0.2	11.5	19.3	29.0	83.5
負債比率	49.0	21.8	0.1	32.4	49.4	66.0	133.0
製造業ダミー	0.44	0.50	0	0	0	1	1
パテントダミー	0.04	0.20	0	0	0	0	1

社外取締役比率の高低が買収防衛策の導入に与える影響は一概にはいえない。社外取締役比率が高ければ、経営者に関するガバナンス機能が適切に働くと考えられる。したがって、社外取締役比率の高い企業が買収防衛策を導入しているのであれば、それは保身目的ではなく、むしろ社外取締役が買収防衛策の導入を推奨しているといえる。一方で、社外取締役比率の低い企業が買収防衛策を導入しているのであれば、経営者保身目的である可能性が高い。役員持株比率、持合比率も、同じく買収防衛策の導入に2通りの影響を与えよう。役員持株比率、持合比率が高ければ、買収の脅威は少ないので、そもそも買収防衛策を導入しようとするインセンティブがあまり働かないはずである。にもかかわらず、さらに買収防衛策を導入しているとすれば、過剰な防衛策といえる。

経営者テニユアについては、経営者の在任期間が長くなれば、それだけ経営者の権限も増大しやすいため、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と考える\*6。また、社齡が長くなってくると組織が硬直化しやすく、変化に対して保守的になる場合があり、そういった企業では、組織防衛の視点から買収防衛策を導入しやすいと考える。時価総額が小さい企業ほど、その企業を買収するための資金調達が容易であるため、敵対的買収を受けやすく、買収防衛策を導入しやすいと考える。支配会社持株比率が大きければ、株主構成が安定しているので敵対的買収が起こりにくく、買収防衛策の導入があまり必要ない。逆に、機関投資家比率や小株主比率が高いほど、買収者が株式を買い集めやすいため敵対的買収を受けやすく、買収防衛策を導入しやすいと考える。負債比率が低い企業は、他の条件が同じであれば相対的に買収されやすいと考えられる。

\*6 宮島他 [2002] は、任期の長期化に伴って経営者に過度に権力が集中するために、周囲からの牽制が効かなくなり、万一経営者が暴走した場合に歯止めが利かなくなる可能性を指摘している。



### 3.3 回帰モデルとモデル選択の方法

この分析では、回帰モデルとしてプロビットモデルを採用した。プロビットモデルとは、0または1の値をとる各被説明変数  $y_i$  (ここでは  $Protection_i$ ) について潜在変数  $y_i^*$  の存在を仮定し(ただし、 $y_i = 1$  のとき  $y_i^* \geq 0$ 、 $y_i = 0$  のとき  $y_i^* < 0$ ) この潜在変数  $y_i^*$  が以下の回帰式 ( $\alpha$ 、 $\beta$  は回帰係数、 $x_i$  は説明変数  $\epsilon_i$  は誤差項 (正規分布を仮定))

$$y_i^* = \alpha + x_i' \beta + \epsilon_i,$$

に従うとするモデルである。説明変数の選択(モデル選択)は、上記で列挙した変数の中から AIC を基準に後進ステップワイズ法で行った。AIC はモデルの当てはまりの1つの基準であり、最も良く使われるモデル選択基準の1つである。後進ステップワイズ法とは、あるモデル選択基準(ここでは AIC)に基づいて、説明力の低い変数を1つずつ振り落としていくことにより、探索した中で最も当てはまりのよいモデルを選択する方法である。

### 3.4 実証分析 1 (全業種計)

まず、全上場企業のうち 2007 年 3 月以前に買収防衛策を導入したものを除く 3348 社を対象として、回帰を行った。ここで、初期モデルの説明変数を ROA、トービンの q、流動比率、当座比率、社外取締役比率、役員持株比率、持合比率、代表者テニユア、社齡、時価総額の対数値、支配会社持ち株比率、機関投資家比率、小株主比率、負債比率、製造業ダミーとし、AIC を基準にしたステップワイズ法で振り落とす形で最適なモデルを求めた\*7。

推計結果は、表 4 左側のとおりである。まず、ROA はプラスで有意となった。つまり ROA の高い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向がある。これは、パフォーマンスの低い企業が買収防衛策を導入するという経営者保身仮説とは逆の結果である。また、有意な結果が出なかった(符号はマイナス)滝澤他 [2007] と異なる結果といえる。トービンの q は、採択されなかった。つまり、企業の市場での評価は、必ずしも買収防衛策導入とは結びつかない。流動比率と当座比率は有意な結果が出なかった。つまり、投資の消極性や、非効率な投資の可能性は、必ずしも買収防衛策導入の原因にはならないといえる。

役員持株比率は、マイナスで有意となった。これは、役員持株比率が 50% 以上の企業 106 社のうち、買収防衛策を導入している企業 1 社であるのに対し、50% 未満の 3512 社

---

\*7 PBR を初期モデルの説明変数に加えることもできるが、有効サンプル数が 3197 に減少するので、予め省いて分析した。なお、PBR を初期モデルの説明変数に加えても、ステップワイズ法では採択されないため、本文中の推計結果は PBR を初期モデルの説明変数に加えた場合とほぼ同じと考えてよい。

のうち、買収防衛策を導入しているのが 354 社と、買収防衛策を導入しなくても支配されないほど多くの株式を持っている企業は買収防衛策を導入しておらず、そのことがこの結果につながっていると考えられる。持合比率はプラスで有意となっており、過剰な防衛の存在が示唆される。代表者のテニユアは、プラスかつ 10% 水準ながら有意で、仮説どおりの結果となった。つまり、代表者が長く勤めている企業であるほど、買収防衛策を導入する傾向にある。社齡は採択されなかった。

時価総額はプラスで有意となった。つまり規模の大きい企業ほど買収防衛策を導入する傾向がある。これは仮説とは逆の結果だが、滝澤他 [2007] においてもプラスで有意となっており、彼らは買収防衛策導入にかかる固定コスト（弁護士費用等）は企業規模にあまり影響を受けないため、大きい企業のほうが固定費用を負担しやすく、買収防衛策を導入しやすい点を指摘している。支配会社持株比率はマイナスで有意となり、仮説通りの結果となった。役員持株比率がマイナスで有意になった理由と同様の理由によると考えられる。機関投資家比率、小株主比率は、説明変数として採択されなかった。製造業ダミーはプラスで有意となった。つまり、製造業は非製造業よりも買収防衛策を導入する傾向がある。

ここで、ROA がプラスになった理由について、詳しく分析することにしよう。企業のパフォーマンスがよければ、経営者の経営がうまくいっているということになり、買収の脅威はそれほどないと考えられるが、ROA が高い企業ほど買収防衛策を導入している理由は何であろうか。ここで、ROA が高い企業と低い企業に、防衛策導入にあたっての傾向の違いがある可能性を考えてみたい。まず、ROA の低い企業は、リターンを十分に上げられておらず、買収防衛策を導入する資金的な余裕がないとも考えられる。逆に、ROA が十分に高い企業は、経営者が買収の脅威を感じにくく、買収防衛策を導入しないのではないだろうか。時価総額についても、同様の議論が成り立つ。

そこで、ROA の 2 乗項と企業価値の自然対数の 2 乗項を加えて分析を行った（表 4 の右側の表）。結果は、ROA の 2 乗項と企業価値の自然対数の 2 乗項はマイナスで有意になった<sup>\*8</sup>。つまり、ROA と時価総額が高すぎても低すぎても、企業は買収防衛策を導入しない傾向にあり、逆に ROA と時価総額が中程度の企業が、買収防衛策を導入していることが確認できた。時価総額についても、同様である。

### 3.5 実証分析 2（製造業、非製造業）

実証分析 1 の結果では、製造業ダミーがプラスで有意となった。そこで、次に、業種ごとの違いを見るため、製造業と非製造業に分けて分析する。

製造業に関する回帰の結果を表 5 に、非製造業に関する回帰の結果を表 6 に示す。全

---

<sup>\*8</sup> これらの 2 変数を追加したことで、AIC は大きく低下した。すなわち、この 2 変数により、モデルの当てはまりが大幅に改善した。

表 4 実証分析結果（全業種計）

説明変数	回帰係数	標準誤差	限界効果	回帰係数	標準誤差	限界効果
ROA	0.0119	0.0055	**	0.0319	0.0124	***
ROA の 2 乗				-0.0013	0.0005	**
当座比率	-0.00025	0.00019		-0.00026	0.00020	
役員持株比率	-0.0242	0.0042	***	-0.0231	0.0043	***
持合比率	0.0153	0.0039	***	0.0107	0.0041	***
代表者テニユア	0.0078	0.0041	*	0.0066	0.0042	
時価総額の対数値	0.1128	0.0209	***	4.2058	0.5509	***
時価総額の対数値の 2 乗				-0.0826	0.0111	***
支配会社持株比率	-0.0286	0.0029	***	-0.0307	0.0030	***
製造業ダミー	0.3315	0.0681	***	0.3240	0.0700	***
定数項	-3.9259	0.5243	***	-54.326	6.8064	***
サンプルサイズ		3348			3348	
擬似決定係数		0.1941			0.2297	
対数尤度		-907.1			-867.1	
AIC		1832.3			1756.2	

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

業種計、製造業、非製造業に共通して結果が変わらなかったのは、時価総額の対数値、時価総額の対数値の 2 乗、役員持株比率、支配会社持株比率である。これらの変数は、製造業、非製造業に関わらず、買収防衛策の導入に、同じような影響を与えているといえる。

全業種計でステップワイズ法により採択された変数のうち、製造業のみで採択された変数は、ROA、ROA の 2 乗、代表者テニユアで、全て同じ符号になった。製造業においては ROA の高い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向がある一方で、非製造業では ROA が必ずしも買収防衛策の導入に影響を与えないといえる。経営者テニユアは、全体でも 10% 有意で、製造業では採択されたものの有意ではなく、非製造業では採択されていないことから、経営者テニユアが買収防衛策導入に与える影響をはっきりとは観察することができない。すなわち、経営者としての期間が長いほど、その地位を守るために買収防衛策を導入しているとは断定できない。

全業種計では採択されなかったが、製造業で採択された変数は、流動比率、社齢である。流動比率が採択されたのは製造業のみだが、全業種計においては、流動比率と類似する当座比率が、有意ではないが同じ符号になっている。流動比率が低いほど買収防衛策を導入する傾向にあり、仮説とは逆の結果になった。胥 [2007] 等は流動性が高い企業は買収のターゲットにしやすいことを指摘しているが、そのことが買収防衛策の導入には影響していないことが分かる。また、社齢が長いほど買収防衛策を導入する傾向にあり、仮説どおりの結果となった。

また、企業が自社の知的財産を守るために買収防衛策を導入しているという仮説を検定するため、パテントダミーを加えた場合について回帰を行った結果が表 5 の右側である。これによると、有意ではないにせよ、特許出願を積極的に行っている企業ほど買収防衛策

表 5 実証分析結果（製造業）

説明変数	回帰係数	標準誤差	限界効果	回帰係数	標準誤差	限界効果
ROA	0.0562	0.0199	***	0.0567	0.0199	***
ROA の 2 乗	-0.0023	0.0010	**	-0.0023	0.0010	**
流動比率	-0.0008	0.0004	**	-0.0008	0.0004	**
役員持株比率	-0.0264	0.0074	***	-0.0266	0.0074	***
代表者テニユア	0.0086	0.0057		0.0088	0.0057	
社齢	0.0043	0.0026	*	0.0042	0.0026	
時価総額対数値	5.1844	0.7671	***	5.3155	0.8309	***
時価総額対数値の 2 乗	-0.1027	0.0154	***	-0.1056	0.0169	***
支配会社持株比率	-0.0429	0.0048	***	-0.0429	0.0048	***
パテントダミー				0.0858	0.2009	
定数項	-65.932	9.5009	***	-67.447	10.197	***
サンプルサイズ		1477			1477	
擬似決定係数		0.2374			0.2375	
対数尤度		-496.1			-496.0	
AIC		1012.2			1014.0	

表 6 実証分析結果（非製造業）

説明変数	回帰係数	標準誤差	限界効果
社外取締役比率	0.0070	0.0034	**
役員持株比率	-0.0171	0.0048	***
持合比率	0.0153	0.0061	**
時価総額対数値	3.3970	0.7941	***
時価総額対数値の 2 乗	-0.0662	0.0161	***
支配会社持株比率	-0.0212	0.0037	***
定数項	-44.512	9.7761	***
サンプルサイズ		1871	
擬似決定係数		0.1656	
対数尤度		-360.6	
AIC		735.2	

を導入する傾向にあることが分かる。このことから、特許という知的財産を持った企業が、それを守るために買収防衛策を導入している可能性があるといえよう。

次に、全業種計で採択された変数のうち、非製造業のみで採択された変数は、持合比率で、プラスで有意な結果となった。また、全業種計・製造業で採択されず非製造業のみで採択された変数は、社外取締役比率で、プラスで有意になった。持合比率が高いほど、買収防衛策を導入しやすいという傾向は、株式の持合により、買収がされにくいにも関わらずさらに防衛策を導入しており、過剰な防衛策といえる。また、非製造業では、社外取締役の比率が高い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向にあるといえが、記述統計量を見ると、半数以上の企業が社外取締役を全く導入していないことが分かる。すなわち、いまだ社外取締役のいる企業は多くなく、このような企業はコーポレートガバナンスに関する意識が高いといえよう。「社外」の定義には議論もるが、外部からの監視があった上での買収防衛策の導入であれば、経営者が保身的な企業が導入しているとはいえない。

## 4 インプリケーション

ここでは、実証分析の結果を要約した表3に沿って、その結果が示唆する買収防衛策の動機について分析することにしよう。第2.2節で、買収防衛策の導入に影響を与える要因を、パフォーマンス要因、経営者属性要因、短期的には経営者のコントロールできない要因の3種類に分類したので、主にこの3つの観点からみていくことにする。

まず、パフォーマンス要因に関して、全業種計のモデルではROAが高いほど買収防衛策の導入確率が高まることが判明した。この結果は、業績が悪い企業ほど買収防衛策の導入確率が高まる(Malatesta et al. [1986])あるいは有意な関係にはない(Mallette and Fowler [1992]、滝澤他 [2007])とする先行研究の結果とは明らかに異なる。さらに詳しく分析すると、ROAと買収防衛策の導入確率には非線形の関係にありROAが非常に高い企業はかえって買収防衛策を導入しなくなること、ROAが高いほど買収防衛策の導入確率が高まるのは製造業に限った現象であったことが判明した<sup>\*9</sup>。

ROAが高い企業ほど買収防衛策の導入確率が高まるのは、低ROAの企業は買収防衛策の導入に伴うコストに耐えられないこと、高ROAになるほど企業の魅力が高まり買収に晒されやすくなるという2つの理由からであろう。非線形性がみられるのは、ROAが十分に高ければ、それに応じて株価が十分に高くなり、結果として敵対的買収の対象外となるため、防衛策導入のインセンティブが働かないからであろう。

これに対して、同じパフォーマンス要因でも、トービンのq(およびPBR)あるいは流動比率・当座比率と、買収防衛策の導入との間には、安定した関係がみられなかった<sup>\*10</sup>。すなわち、株式市場での評価や、キャッシュリッチであるかどうかは、それ自体が買収防衛策の導入確率に影響を与えるものではないという結果を得た。

次に、経営者属性要因に関して、社外取締役割合は、買収防衛策の導入を抑制せず、むしろ促進している。役員持株比率が高ければ、買収防衛策の導入確率は低くなる。持合比率は、非製造業に限って買収防衛策の導入確率を高める要因となっている。一方で、社齡、代表者テニユアは、製造業に限って、買収防衛策の導入確率の押し上げ要因となっている。

さらに、短期的には経営者のコントロールできない要因として、時価総額の対数値は大きいほど買収防衛策の導入確率を高めるが、非常に大きい場合には買収防衛策の導入確

---

<sup>\*9</sup> 非製造業では資本集約的でない場合も多く、そのため利益を資本で割ってコントロールしても、ROAのばらつきが大きくなってしまったため、非製造業では有意な結果が出なかったという事情があるかもしれない。

<sup>\*10</sup> 株式市場での評価が買収防衛策の導入確率に必ずしも影響しないという先行研究の結果と整合的である(Davis [1991]、Davis and Greve [1997]、Sundaramurthy [1996]、滝澤他 [2007])。

率をかえって低くする。先行研究では、時価総額が小さい企業ほど導入するという結果 (Davis [1991]、Davis and Greve [1997]) と、時価総額が大きい企業ほど導入するという結果 (Comment and Schwert [1995]、滝澤他 [2007]) が混在しているが、このサンプルでは、逆 U 字型の関係にあることが強く示唆された。時価総額が小さすぎる企業は防衛策導入のコストを負担できず、時価総額が非常に大きい企業は、そもそも敵対的買収の脅威に晒されていないと考えれば、非常に納得のいく結果であろう。支配会社持ち株比率は、高いほど買収防衛策の導入確率の押し下げ要因となる。外国人投資家比率、小株主比率、負債比率は買収防衛策の導入確率に影響を及ぼさない。

これら 3 つの観点とは別に、「株主要因」という見方をすれば、役員持株比率や支配会社持ち株比率が高いことが、買収防衛策の導入確率を押し下げるという結果は、ある意味当然であろう<sup>\*11</sup>。役員持株比率や支配会社持ち株比率が高いことは、浮動株が少ないことを意味するのであって、特にこれらの合計が 50% を超えれば、敵対的買収の可能性がほとんどなくなる。

以上を要約すると、製造業に限っていえば、好業績 (高い ROA) の企業経営者が、安定した経営のために買収防衛策を導入するという姿がみとれる。代表者テニユアや社齡は必ずしも経営者保身動機を反映しているとはいえないことを考慮すれば、買収防衛策の導入の多くは株主利益に反するものではないと考える。

一方で、非製造業に限っていえば、買収防衛策の導入要因を企業価値と株主要因といういわば当然の要因以外では説明できない。特に、製造業と異なり持合比率が買収防衛策の導入確率を押し上げ要因となっていることから経営者保身動機が存在が示唆され、株主利益を毀損する好ましくない買収防衛策の導入事例が存在する可能性がある。ただし、パフォーマンスが悪い企業ほど買収防衛策を導入するという結果にはなっておらず、好ましくない買収防衛策の導入事例が支配的とはいえない。

## 5 おわりに

本稿では、わが国における 2007 年度以降の上場企業の買収防衛策の導入要因を実証的に分析するために、被説明変数を買収防衛策の導入ダミーとするプロビットモデルによる回帰を行った。製造業では、好業績 (高い ROA) の企業が買収防衛策を導入する傾向にある一方、非製造業では、買収防衛策の導入要因として部分的に経営者保身動機が存在が示唆されるものの、パフォーマンスが悪い企業ほど買収防衛策を導入するという結果にはなっていない。

さて、このような分析から、我が国の上場企業の買収防衛策のあり方について指摘すべ

---

<sup>\*11</sup> 先行研究に該当する滝澤他 [2007] でも同様の結果が得られている。

きいくつかの重要な点が見えてくる。

まず第1に、製造業、非製造業を区別して分析したところ、結果が大きく異なった。製造業に属する企業群では、企業のパフォーマンスが中程度の企業が多く買収防衛策を導入するという結果が得られた。これは、買収防衛策を導入しているのがパフォーマンスという観点から特別な企業が導入しているわけではないことを示唆する一方で、パフォーマンスの高い企業は企業価値の高さから導入の必要がないことが読み取れる。やはり、企業が敵対的買収の対象にされない一番の方法は、企業価値を上げることであり、買収防衛策も必要ではあるが、経営者は企業価値の最大化を目指すことが重要であるといえよう。

これに対して、非製造業では一部経営者保身的ともいえる結果が出た。もっとも、パフォーマンスが低い企業ほど防衛策を導入するとはいえず、かつ社外取締役比率が高い企業ほど買収防衛策を導入しているなど、経営者の独断で、保身目的の買収防衛策を導入している状況ではないともいえる。このような一見複雑な結果は、買収防衛策が一般的なものになりつつある中で、買収防衛策が買収を絶対に避けるというものではなく、企業価値を守るものという本来の姿に収斂する過程にあることを示すものところでは結論づけたい。

買収防衛策は、経営者を守るためのものと考えられることもある。しかし、日本で多く導入されている事前警告型のライツプランは、株主による経営判断の時間と判断材料の確保を可能にするためのものであり、いかなる買収も不可能にするものではない。突然の買収により株主が不利益を受けないために、やはり買収防衛策は必要なものであり、今後も買収防衛策導入企業は増えていくと予想される。ただし、経営者保身的な過度の買収防衛策は抑制すべきであり、そのような過度の買収防衛策を否定するような判例が上級審で複数出るような事態となれば、何らかの規制も考慮すべきであろう。

最後に、本稿が残す課題について述べる。本稿では、製造業、非製造業を区別するとなぜこのような違いが出るのか、その理由の十分な分析を行うことができなかった。今後もこの傾向が続くかどうかの追加調査も含めて、今後の課題としたい。2008年の6月30日には、企業価値研究会から「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」が出された。この報告書は、経営陣の保身を図ることを目的として買収防衛策が利用されることは、決して許されるべきものではないとし、買収防衛策が株主の利益を守るためのものであることを明示したうえで、買収防衛策の在り方について整理し直している。本稿では、2008年の6月末までというこの報告書が出る以前の期間を対象としているため、この報告書が企業の買収防衛策に与えた影響まではフォローできなかったが、今後の動向が見られる。

本稿の問題意識は、あくまで経営者がどのような動機で買収防衛策を導入するかに範囲を限定していた。したがって、買収防衛策の導入が株主利益にかなうかどうかという問題への踏み込みが不十分である。イベントヒストリ的な手法による分析には、いくつかの先

行例がある<sup>\*12</sup>。もっとも、これらは短期的な株式市場の反応を見たものにすぎず、より長期的な視点から、買収防衛策の導入が業績やその後の配当・株価にどのような変化をもたらしたどうかを分析する必要がある。また、買収防衛策を導入した企業が敵対的買収の試みの対象となったケース、あるいは、買収防衛策が実際に発動されたケースの分析を詳細に分析する必要がある。これに一応の答えを出すことができれば、買収防衛策の導入が株主のみならず各々のステークホルダにとってどのような利害をもたらさうかという問い、さらには買収防衛策に対する規制の是非に対するより適切な回答を得ることができる。

## 参考文献

- Arikawa, Y. and Y. Mitsusada (2008) “The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan.” RIETI Discussion Paper Series.
- Coates IV, J.C. (2000) “Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence,” *Texas Law Review*, Vol. 79, p. 271.
- 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*, Vol. 39, No. 1, pp. 3–43.
- Davis, G.F. (1991) “Agents without Principles? the Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network.,” *Administrative Science Quarterly*, Vol. 36, No. 4, pp. 583–613.
- Davis, G.F. and H.R. Greve (1997) “Corporate Elite Networks and Governance Changes in the 1980s,” *American Journal of Sociology*, Vol. 103, No. 1, pp. 1–37.
- Malatesta, P.H., R.A. Walkling et al. (1986) *Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure*: Center for the Study of Banking and Financial Markets, Graduate School of Business Administration DJ-10, University of Washington.
- 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. 1010–1010.
- Nayak, S. and N. R. Prabhala (2001) “Disentangling the Dividend Information in Splits: A Decomposition Using Conditional Event-Study Methods,” *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 4, pp. 1083–1116.

---

<sup>\*12</sup> 広瀬他 [2007]、広瀬 [2008]、Arikawa and Mitsusada [2008] がこれに該当する。



- Sundaramurthy, C.S. (1996) “Corporate Governance within the Context of Anti-takeover Provisions,” *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 377–394.
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 (2007) 「買収防衛策導入の動機 経営保身仮説の検証」. RIETI Discussion Paper Series .
- 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之 (2007) 「買収防衛策導入の業績情報効果: 2005 年日本のケース」. COE ソフトロー・ディスカッション・ペーパー・シリーズ .
- 広瀬純夫 (2008) 「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴 防衛策導入の初期の状況」, 『日本労働研究雑誌』.
- 胥鵬 (2007) 「どの企業が買収のターゲットになるのか」, *RIETI Discussion Paper Series* . RIETI Discussion Paper Series .
- 宮島英昭・青木英孝・新田敬祐 (2002) 「経営者交代の効果とガバナンスの影響: 経営者のエンブレチメント・コストからの接近」. Waseda University Institute of Finance Working Paper Series .