

〔論 文〕

『金融経済研究』第30号, 2010年4月

どのような企業が買収防衛策を導入するのか*

滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫

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) 経営保身体質、(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1に、ROA やトービンの Q などでも測った企業パフォーマンスと防衛策導入には有意な関係がない。第2に、社齢が長い企業、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。

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。¹⁾ 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1つであろう。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

* 本稿を作成するに当たっては、江口高顕氏 (パークレイズ・グローバル・インベスターズ株式会社)、岡崎哲二氏 (東京大学)、宍戸善一氏 (成蹊大学)、三苫裕氏 (長島・大野・常松法律事務所)、カーティス・ミルハウプト氏 (コロンビア大学)、RIETI のセミナー出席者および2名の匿名のレフリーから有益なコメントをいただき、感謝したい。無論、本稿にありうるべき誤りは筆者達に帰されるべきものである。

1) 特に、2005年5月、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。

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。したがって、企業買収の「脅威」は経営者に規律を与えると考えられる (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にすることで現経営陣の身分と自由度を確保することを可能にする。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) の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。

特に、敵対的買収の中でも、株価をつり上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2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、経営が非効率で買収のターゲットになりやすい企業や、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と防衛策導入との関連はなく、むしろ効率的で企業価値が高い企業ほど防衛策を導入する傾向が見られるだろう。

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、以下の2つの点において、この分野において重要な貢献をしている。第1に、敵対的買収とその防衛策が世界的に広がる中で、敵対的買収防衛策導入の分析を日本に適用し、これまでの分析の中心であったアメリカ以外に広げた点である。第2に、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点である。内生性の問題というのは、例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見られた場合、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、2005年度に買収防衛策を導入するかどうかの意思決定に影響を及ぼした企業の属性として、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。2005年度以降に買収防衛策を導入しやすくするために、企業が2004年度の時点で社外取締役の割合などの変数を調整した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買収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年度の防衛策導入の有無については、2005年度の企業属性データを用いるため、潜在的な内生性の問題は残るものの、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する。

買収防衛策導入の動機や効果を調べる手法としては、導入発表時の株価の反応（累積異常収益率など）を調べるイベント・スタディーの手法も広く用いられてきた。この手法は、株主価値への影響を直接観測するという点で長所があるものの、防衛策導入とあわせて同時に発表される様々な企業情報の影響を受けること、短期的な株価の反応しか観測できないなどの短所もある。実際、アメリカにおけるこれまでの研究では、防衛策導入が株式価値に及ぼす影響について、必ずしも整合的な結果は得られていない（Coates IV (2000)）。買収防衛策導入企業の特徴を調べるという我々のアプローチは、イベント・スタディーと補完的な役割を担うものである。

以下、第2節では、既存研究を踏まえつつ、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3節では、データ、推計方法などの分析手法を示す。第4節では分析結果を示し、第5節では結論と政策的インプリケーションを述べる。

2 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？

どのような企業が敵対的買収防衛策を導入しやすいのか、導入の動機は何であろうか。本論文では、特に、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見て外生的な要因（現時点での経営努力を越えた要因）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。先に見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が悪く、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が高くなる。これに対して、経営陣が自らの保身のために防衛策を導入する場合には、経営パフォーマンスが悪い企業ほど防衛策を導入しやすいという結果になる。

A 企業パフォーマンスの不振（経営保身目的その1）

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最強の防御は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。一方、経営パフォーマンスが良い企業ほど防衛策を導入しているならば、その企業は買収による企業価値毀損から企業を守ることを意図しているといえる。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

非効率的な経営によって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

パフォーマンスが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見ると、Malatesta and Walkling (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。具体的には株式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))。

日本では、西山(2006)が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(株価純資産比率)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ラー・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狙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、トービンの 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見ると、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 (1992))、ポイズンピル導入への効果は有意ではないとする分析例が多い(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、逆に買収されやすくなった。したがって、以下の仮説を検証する。

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やすく、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。

胥(2007)は、日本企業を対象にした実証分析において、流動性資産比率が高い企業の中でも、特に企業価値が低い企業(具体的には、トービンの Q が1以下の企業)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おり、我々は、こうした企業ほど買収防衛策を導入しやすい

かどうかについても検証することとする。

B 経営保身体質（経営保身目的その2）

次に、経営者の経営保身をより直接的に検討するため、経営保身をそもそも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し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をしがちであり、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見ると、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）買収を受けやす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。

アメリカの1988年のS&P500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), Danielson 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なり、買収防衛策を導入しやすい。

アメリカの実証分析を見ると、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。Danielson 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 Walkling (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「壟壕」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。アメリカの分析を見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出ている (Malatesta and Walkling (1988), Strong and Meyer (1990), Davis (1991), Mallette 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逆 U 字型の関係 (Morck, Shleifer and Vishny (1988)) になぞらせ、その比率が低い時は比率が上がるとポイズンピルを導入しにくくなるが、高い比率になるとむしろ比率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、他の条件が等しい場合、持合比率が高ければ、株式公開買い付け (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。

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 1 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：(時価評価で見た) 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。

アメリカの分析を見ると、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) は資産規模で見ると、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2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))。日本では、胥 (2007) が、「少数特定株主持株比率」(安定的に保有されると見られる株主の持株比率) 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示している。²⁾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に応じやすいと見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))。

アメリカの分析を見ると、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出ている (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3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1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、買収防衛策を導入しやすい。

アメリカの実証分析を見ると、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

2) 胥 (2007) は、日経 Financial Quest の「少数特定株主持株比率」を株式持合いの代理変数として用いているが、これは、我々の用いた日経 Needs-Cges の「安定保有比率」にほぼ相当するものであり、株式持合いの他、支配会社持株比率、機関投資家比率、役員持株比率、自己株式を含むものである。

すいという結果が得られている（胥（2007））。

同業他社の導入状況との関係

第4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る（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見ると、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））。

3 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ケーションが含まれている。

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³⁾）。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。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、導入企業のプレス・リリースを参照した。商事法務研究会の会員向けサービスには、買収防衛策を導入した企業名、導入日時、導入した防衛策の内容等が含まれている。我々が作成した買収防衛策導入企業のリストがどの程度包括的かをチェックするために、『月刊MARR』（レコフ社）の防衛策データと照合したところ、本論文の分析サンプルにはレコフ社の防衛策データが全て含まれていることが確認された。⁴⁾

推計するモデルは、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

3) NEEDS-Cgesは月次で更新されるデータベースであるが、本論文では8月分データを各年の分析で利用している。この8月分データには、8月末時点では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。

4) レコフ社の2005年、及び2006年上半年期防衛策データと本研究の同時期の分析サンプルを照合した。

($Poison_i=0$) とする二値選択モデルであり、これをプロビット推定により推計する。具体的には、以下の通りである。

$$Poison_i^* = const. + x'_{i,A}\beta_A + x'_{i,B}\beta_B + x'_{i,C}\beta_C + e_i$$

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

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

被説明変数 $Poison_i^*$ は、企業が敵対的買収防衛策の導入に影響する潜在変数を表し、その要因として、説明変数グループ A, B, C はそれぞれ、前節の仮説 A, B, C 群に対応するものであり、定数項 ($const.$) を含むモデルを推定する。 β はそれぞれの説明変数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。

第1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防衛策を導入するという意味で経営保身動機を見ることを目的とする。第1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号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2の説明変数グループ B は経営保身に付き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2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）、⁵⁾ 役員持株比率（役員株式保有比率）、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＋

5) 社外取締役数は、有価証券報告書によって確認された数である。これは会社法に基づくものであり、「株式会社取締役であって、当該株式会社又はその子会社の業務執行取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人となったことがないものをいう。」と定義されている（会社法2条15号）。

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当該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号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は、表1にまとめられている。表1では、各変数について、買収防衛策を導入した企業と導入していない企業との平均値とメディアンとの差の検定も行っている。これによると、ROA やトービンの Q 、PBR といったパフォーマンス指標で、平均値が導入企業と非導入企業の間で有意に異なるものはない。パフォーマンス指標のメディアンは、2006年度において防衛策導入企業の方が非導入企業よりも高くなっているが、2005年度では、導入企業と非導入企業の間で差はない。一方、導入企業の方が非導入企業と比べ、社齢が長く、経営者テニユアが短く、役員持株比率が低く、持合比率が高くなっている（ただし、持合比率の差は2006年度のみ有意）。また、支配会社持株比率が低く、機関投資家比率の高い会社が防衛策を導入しているといった傾向がある。2006年度の中央値の差の検定結果は、流動性資産比率が高く、負債比率の低い企業が防衛策を導入しているとの結果が得られている。ただし、これらは、防衛策導入企業と非導入企業との平均値やメディアンに関する単純な差の検定であり、比較している変数以外の要因をコントロールしているわけではない。様々な要因をコントロールした上での各変数の限界的な効果は、プロビット分析の結果として、次節で提示する。

4 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2、表3にまとめられている。表2は2005年度導入企業、表3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、各変数の平均値を基準として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 A 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2、表3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）。逆に、企業価値が高い企業が買収による企業価値の毀損を恐れて防衛策を導入しているという仮説も支持されない。

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（2007）の結果と整合的である。

表1 記述統計量

平均値の差の検定 2005年度					中央値の差の検定 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 平均値	平均値の差 (導入企業- 非導入企業)		買収防衛策 導入企業 中央値	買収防衛策 非導入企業 中央値	中央値の差 (導入企業- 非導入企業)
ROA	47	3698	0.064	0.066	-0.003	ROA	0.045	0.048	-0.003
トービンの Q	47	3639	1.476	1.490	-0.014	トービンの Q	1.346	1.256	0.090
PBR	47	3626	1.937	2.243	-0.305	PBR	1.113	1.074	0.039
流動性資産比率	47	3558	0.299	0.242	0.057**	流動性資産比率	0.264	0.204	0.060
社齢	47	3714	52.468	45.609	6.860*	社齢	55.000	49.000	6.000**
経営者テニユア	47	3714	3.936	6.987	-3.051**	経営者テニユア	2.000	4.000	-2.000
社外取締役割合	47	3714	0.094	0.070	0.025	社外取締役割合	0.000	0.000	0.000
役員持株比率	47	3626	0.046	0.094	-0.047**	役員持株比率	0.014	0.022	-0.008
持合比率	47	3618	0.092	0.074	0.018	持合比率	0.092	0.050	0.042***
時価総額の対数値	47	3601	10.895	9.798	1.097***	時価総額の対数値	10.702	9.579	1.123***
支配会社持株比率	47	3714	0.044	0.146	-0.103***	支配会社持株比率	0.000	0.000	0.000***
機関投資家比率	47	3594	0.241	0.133	0.108***	機関投資家比率	0.196	0.080	0.116***
少数株主比率	46	3655	0.225	0.227	-0.002	少数株主比率	0.201	0.215	-0.015
負債比率	47	3706	0.498	0.547	-0.049	負債比率	0.500	0.554	-0.054
平均値の差の検定 2006年度					中央値の差の検定 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 平均値	平均値の差 (導入企業- 非導入企業)		買収防衛策 導入企業 中央値	買収防衛策 非導入企業 中央値	中央値の差 (導入企業- 非導入企業)
ROA	149	3643	0.073	0.070	0.002	ROA	0.064	0.053	0.010**
トービンの Q	149	3581	1.468	1.741	-0.273	トービンの Q	1.759	1.571	0.188**
PBR	149	3576	2.020	2.675	-0.656	PBR	1.307	1.199	0.108**
流動性資産比率	148	3496	0.265	0.258	0.007	流動性資産比率	0.243	0.218	0.025**
社齢	149	3636	61.101	46.086	15.015***	社齢	59.000	48.000	11.000***
経営者テニユア	149	3660	5.060	7.035	-1.975***	経営者テニユア	3.000	4.000	-1.000*
社外取締役割合	149	3660	0.091	0.081	0.010	社外取締役割合	0.000	0.000	0.000***
役員持株比率	149	3555	0.026	0.097	-0.071***	役員持株比率	0.005	0.024	-0.019***
持合比率	147	3544	0.108	0.063	0.045***	持合比率	0.099	0.039	0.061***
時価総額の対数値	147	3428	4.587	4.513	0.074	時価総額の対数値	4.517	4.367	0.151***
支配会社持株比率	149	3660	0.030	0.151	-0.120***	支配会社持株比率	0.000	0.000	0.000***
機関投資家比率	149	3554	0.276	0.147	0.129***	機関投資家比率	0.263	0.097	0.167***
少数株主比率	149	3593	0.209	0.213	-0.004	少数株主比率	0.182	0.197	-0.015
負債比率	149	3654	0.477	0.536	-0.059	負債比率	0.475	0.543	-0.068**
同一産業導入割合	149	3660	0.015	0.012	0.003***	同一産業導入割合	0.011	0.009	0.002***

(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。

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

次に、経営保身を表す変数グループBを見ると、社齢が2006年度において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年度でマイナスで有意となり、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(仮説B2は不成立)。⁶⁾

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

6) 2006年度についてはテニユアの効果は有意ではない。

表2 買取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	(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	Z 値
ROA	0.0475	0.0010	0.08						
トービンの Q				-0.0184	-0.0004	-0.36			
PBR							-0.0188	-0.0004	-0.63
流動性資産比率	1.1647	0.0243**	2.47	1.2128	0.0254**	2.49	1.2613	0.0262***	2.57
社齢	-0.0002	0.0000	-0.07	-0.0004	0.0000	-0.14	-0.0006	0.0000	-0.20
経営者テニューア	-0.0196	-0.0004*	-1.69	-0.0198	-0.0004*	-1.71	-0.0198	-0.0004*	-1.72
社外取締役割合	0.3073	0.0064	0.68	0.3178	0.0066	0.70	0.3375	0.0070	0.74
役員持株比率	-1.3526	-0.0282	-1.60	-1.2885	-0.0269	-1.53	-1.2701	-0.0264	-1.50
持合比率	-0.0817	-0.0017	-0.10	-0.1097	-0.0023	-0.13	-0.1693	-0.0035	-0.19
時価総額の対数値	0.0851	0.0018*	1.65	0.0887	0.0019*	1.69	0.0923	0.0019*	1.76
支配会社持株比率	-1.3814	-0.0288***	-2.74	-1.3568	-0.0284***	-2.70	-1.3536	-0.0281***	-2.70
機関投資家比率	0.2958	0.0062	0.54	0.2989	0.0063	0.55	0.2836	0.0059	0.52
少数株主比率	0.2109	0.0044	0.34	0.2361	0.0049	0.38	0.2371	0.0049	0.38
負債比率	0.1374	0.0029	0.38	0.1345	0.0028	0.38	0.2001	0.0042	0.54
定数項	-3.2434	***	-5.14	-3.2601	***	-5.14	-3.3179	***	-5.17
Number of obs	3427			3427			3427		
LR chi2	48.63			48.77			49.28		
Prob>chi2	0.00			0.00			0.00		
Pseudo R2	0.0997			0.0999			0.101		
Log likelihood	-219.67			-219.60			-219.35		

(注) 1) 被説明変数を買取防衛策導入企業を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。

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

3) LR chi2は尤度比検定統計量で, モデルを定数項のみで推計した場合の対数尤度と, 今回のモデルの対数尤度の差によって計算される。LR chi2が有意であれば, 定数項以外の説明変数が0であるとの帰無仮説は棄却される。(1)では, LR chi2が48.63, Prob>chi2が0と小さいことから, 帰無仮説は棄却される。

表3 買取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	(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	Z 値
ROA	0.3260	0.0143	0.49						
トービンの Q				-0.0535	-0.0023	-0.88			
PBR							-0.0165	-0.0007	-0.52
流動性資産比率	-0.3179	-0.0140	-0.87	-0.2645	-0.0115	-0.71	-0.2926	-0.0128	-0.79
社齢	0.0037	0.0002*	1.66	0.0034	0.0001	1.51	0.0036	0.0002	1.58
経営者テニューア	-0.0034	-0.0002	-0.52	-0.0038	-0.0002	-0.57	-0.0036	-0.0002	-0.54
社外取締役割合	0.2867	0.0126	0.85	0.2922	0.0127	0.87	0.2772	0.0121	0.83
役員持株比率	-3.2521	-0.1430***	-3.84	-3.1475	-0.1373***	-3.75	-3.1711	-0.1386***	-3.77
持合比率	1.7420	0.0766***	2.92	1.7106	0.0746***	2.86	1.7187	0.0751***	2.87
時価総額の対数値	0.0922	0.0041*	1.90	0.1167	0.0051**	2.37	0.1108	0.0048**	2.16
支配会社持株比率	-1.9019	-0.0837***	-4.89	-1.8831	-0.0821***	-4.83	-1.8857	-0.0824***	-4.84
機関投資家比率	1.2196	0.0536***	3.56	1.2826	0.0559***	3.78	1.2654	0.0553***	3.74
少数株主比率	0.3422	0.0151	0.78	0.3420	0.0149	0.78	0.3322	0.0145	0.76
負債比率	-0.8931	-0.0393***	1.24	-0.9355	-0.0408***	1.35	-0.8871	-0.0388***	1.33
同一産業導入割合	4.9801	0.2190	-3.19	5.4426	0.2373	-3.40	5.3515	0.2338	-3.16
定数項	-2.0345	***	-5.74	-2.0428	***	-5.82	-2.0773	***	-5.74
Number of obs	3392			3395			3395		
LR chi2	210.25			211.14			210.60		
Prob>chi2	0.00			0.00			0.00		
Pseudo R2	0.1746			0.1753			0.1749		
Log likelihood	-496.94			-496.63			-496.89		

(注) 1) 被説明変数を買取防衛策導入企業を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。

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

3) LR chi2については, 表2の注3)を参照されたい。

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締役を増やした可能性も考えられる。しかし、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。

従業員の持株比率については、それが低い企業ほど、買収防衛策を導入しやすい（2006年度有意）。⁷⁾ これは仮説 B4やアメリカの多くの実証分析例と整合的である。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（2007）は持合比率が低い企業ほど敵対的買収に狙われやすいことを示した。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）。

最後に、被買収確率に影響を及ぼす変数グループ Cを見ると、企業の規模については、仮説とは逆に、時価総額で見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だろう。

株式保有比率を見ると、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に基づく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やすいという胥（2007）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見ると、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

本節では、以上の結果の頑健性を確認し、より明快な解釈を導けるよう、いくつかの代替的な定式化に基づく推計を行う。なお、以下ではパフォーマンス指標として、ROAを用いた推計結果の

7) 持合比率の前年差も説明変数に加えたが、いずれの年も有意ではなかった。

表4 ロバストネス・チェックA：社外取締役の内生性の検証
(2006年度導入/説明変数に2期ラグ)

説明変数	係数	限界効果	Z 値
ROA	0.4253	0.0199	0.69
流動性資産比率	-0.1633	-0.0076	-0.43
社齢	0.0011	0.0001	0.50
経営者テニューア	-0.0016	-0.0001	-0.26
社外取締役割合	-0.0302	-0.0014	-0.08
役員持株比率	-2.3985	-0.1122***	-3.16
持合比率	1.0913	0.0511**	1.89
時価総額の対数値	0.1733	0.0081***	4.30
支配会社持株比率	-1.9447	-0.0910***	-4.75
機関投資家比率	0.5539	0.0259	1.34
少数株主比率	0.9697	0.0454**	2.17
負債比率	-0.6512	-0.0305**	-2.45
定数項	-3.3134	***	-6.82
Number of obs	3293		
LR chi2	210.07		
Prob>chi2	0.00		
Pseudo R2	0.1758		
Log likelihood	-492.61		

(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。

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

3) LR chi2については、表2の注3)を参照されたい。

みを表に示しているが、トービンのQ、PBRを用いても、同様の結果が得られている。⁸⁾

A 社外取締役の内生性

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（2期ラグ）を説明変数として使った結果が表4である。表3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が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った内生性の問題が発生していた可能性があり、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（有意ではない）はロバストではないことが示された。

B フリー・キャッシュフロー仮説

胥(2007)は、流動性資産比率が高い企業の中でも、特に企業価値が低い企業が敵対的買収のターゲットになりやすいことを示している。この結果を踏まえれば、そうした企業ほど経営保身のた

8) トービンのQ、PBRを用いた推計結果については、筆者への要請があれば提供可能である。

めに防衛策を導入する可能性が考えられる。そこで、トービンの Q がミディアン（2005年度1.075、2006年度1.203）未満のダミー変数（低 Q ダミー）を作成し、キャッシュフロー比率にこのダミー変数を乗じた交差項を説明変数に加えた推計を行った。胥（2007）の分析結果に従えば、キャッシュフローと低 Q ダミーの乗数の係数がプラスに有意となるはずである。推計の結果、2005年度、2006年度ともに、交差項の係数は有意ではなかった（表は省略⁹⁾）。したがって、投資機会が乏しく、かつ流動性資産を多く保蔵している企業ほど買収防衛策をするという傾向は見られなかった。

C 「暗黙の契約」保持によるバイアス

これまででは、経営者が保身目的で買収防衛策を導入しているならば、企業業績の低下が買収防衛策の導入を促すと考え、前年度の ROA などのパフォーマンス指標を説明変数に加えていた。しかし、経営陣と従業員との「暗黙の契約関係」を保持する観点から、一時的に業績が悪化した場合に買収防衛策を導入することも考えられる。その場合には、パフォーマンス指標の係数に下方バイアスがかかることになる。そこで、より長期的な業績指標を用いることにより、保身仮説の検証を行った。具体的には、1期前から3期前までの3年平均のパフォーマンス指標を説明変数に採用した。推計結果を、前年のパフォーマンス指標を採用したベースライン推計（表2と表3）と比較すると、社齢の有意水準が落ちる以外は、ほぼ同じ結果であり（表は省略）、ベースライン推計でパフォーマンス指標が有意でなかったのは、「暗黙の契約関係」保持のための下方バイアスがかかっていたからだとはいえない。

D 企業価値保持仮説の検証

第1節でも述べたように、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、効率的で企業価値が高い企業ほど防衛策を導入する傾向が見られるはずだが、実証結果によれば、企業パフォーマンス指標と買収防衛策導入との関連は見られなかった。本節では、企業価値の毀損を憂慮して買収防衛策を導入しているかどうかを、別の指標を用いることによってさらに検証する。具体的には、企業の長期的な投資指標として研究開発費（対売上高比率）を用いることとする。仮に企業価値保持仮説が妥当であれば、研究開発費（対売上高比率）が高い企業ほど、敵対的買収によって経営視野が短期的になり研究開発費が削減されることや、あるいは、知的財産を別の企業に委譲されること（焦土経営）を防ぐために、買収防衛策を導入する傾向が強くなるはずである。

研究開発費のデータは、政策投資銀行（DBJ）の「企業財務データバンク」を利用し、NEEDS-Cges データとマッチングを行った。この結果、サンプル企業数は2005年度2784社、2006年度3037社とわずかにベースライン推計を下回っている。¹⁰⁾

表5の推計結果を見ると、研究開発費（対売上高比率）の係数は2005年度、2006年度ともに有意ではないが、マイナスとなっており、企業価値を保持するために買収防衛策を導入しているという仮説は支持されない。

9) フリー・キャッシュフロー仮説の推計結果と、「暗黙の契約」保持仮説の推計結果は、著者への要望により提供可能である。

10) NEEDS-Cges に含まれており、DBJ データベースには含まれていない企業が400社程度存在する。この多くは、金融・保険業に属する企業、マザーズ、ヘラクレス、及びジャスダックに登録、上場している企業である。DBJ データベースには金融・保険業に属する企業は収録されていないため、データが存在しない。また、金融・保険業に属する企業以外でデータが存在しない企業に関しては、以下の理由が考えられる。本研究では、推計の際の説明変数に、買収防衛策導入の前年度の変数（つまり、例えば、2005年4月から2006年3月までの防衛策導入に関しては、2004年度（2005年3月期）の決算期の数値）を利用している。上場して間もない企業の過去の財務データがDBJ データベースには整備されていないために、研究開発費に関するマッチングができず、サンプル数が減少している可能性が考えられる。

表5 ロバストネス・チェックD：企業価値保持仮説の検証

説明変数	2005年度導入			2006年度導入		
	係数	限界効果	Z 値	係数	限界効果	Z 値
研究開発費（対売上高比率）	-0.3858	-0.0089	-0.35	-1.9341	-0.1008	-1.06
ROA	-0.6218	-0.0143	-0.74	0.5228	0.0272	0.70
流動性資産比率	0.8558	0.0197	1.57	-0.2632	-0.0137	-0.69
社齢	-0.0003	0.0000	-0.10	0.0042	0.0002*	1.84
経営者テニューア	-0.0239	-0.0006*	-1.85	-0.0021	-0.0001	-0.32
社外取締役割合	0.1459	0.0034	0.28	0.4219	0.0220	1.22
役員持株比率	-0.9191	-0.0212	-1.01	-3.1549	-0.1644***	-3.64
持合比率	-0.2422	-0.0056	-0.27	1.6752	0.0873***	2.77
時価総額の対数値	0.1100	0.0025**	2.00	0.0920	0.0048*	1.90
支配会社持株比率	-1.7744	-0.0004***	-2.88	-1.8843	-0.0010***	-4.79
機関投資家比率	0.0429	0.0010	0.07	1.1327	0.0590***	3.20
少数株主比率	-0.1079	-0.0025	-0.16	0.2032	0.0106	0.45
負債比率	-0.0252	-0.0006	-0.06	-0.8494	-0.0443***	-2.87
同一産業導入割合				6.6155		1.58
定数項	-3.1047	***	-4.65	-2.0613	***	-5.72
Number of obs	2784			3037		
LR chi2	42.21			186.82		
Prob>chi2	0.0001			0.00		
Pseudo R2	0.0969			0.162		
Log likelihood	-196.72			-483.15		

(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。

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

3) LR chi2に関しては、表2の注3)を参照されたい。

なお、他の説明変数を見ると、ベースラインの結果とほぼ同様である。また、研究開発費を、対売上高比率ではなく対総資産比率で基準化した変数を用いたが、2005年度、2006年度ともに有意ではなかった。

E パネル推計

最後に、2005年度と2006年度のデータをプールしたパネル推計を行う。仮に、買収防衛策導入に関して、2005年度と2006年度に構造変化はなく、かつ、時間を通じて変化しない各企業固有のランダム・ショックがあるとすれば、ランダム効果プロビットモデルが適切な推計モデルとなる。そこで、被説明変数に、買収防衛策を当該年度末までに導入したかどうかを示すダミー変数（2005年度に導入した企業は2005年度、2006年度に1、2006年度に導入した企業は2006年度のみ1、2006年度末までに導入していない企業は、いずれの年度も0）を用いたランダム効果プロビット推計を行った。説明変数は、基本推計の説明変数に2006年度ダミーを加えている（ただし、2006年度の基本推計に用いた同一産業導入割合は除いている）。推計結果は表6に示す。まず、ランダム効果モデルの妥当性を確認すると、ROA、トービンのQ、PBRいずれのパフォーマンス指標を用いた場合も、全体の分散に比したパネルレベルの分散の値（ ρ ）が十分大きく、プーリングプロビット推計よりもランダム効果モデルが妥当であることがわかる。説明変数の係数を見ると、ベースライン推計と同様、流動性資産比率がプラス（ただし、ROAを用いた場合のみ有意ではない）、役員持株比率がマイナスで有意、持合比率がプラスで有意となっており、経営保身を示唆する結果となっている。なお、社齢は有意ではないが、この変数はどの企業も時系列方向にはほぼ一様に変化することによるものと考えられる。また、経営者テニューアは、ベースラインの2005年度同様、マイナスで有意と

表6 ロバストネス・チェックE：パネル推計

ランダム効果プロビット推計		
説明変数	係数	Z 値
ROA	0.0870	0.90
流動性資産比率	0.6155	0.12
社齢	0.0013	0.61
経営者テニユア	-0.0130*	0.10
社外取締役割合	0.5808	0.12
役員持株比率	-2.7405***	0.00
持合比率	1.5018**	0.03
時価総額の対数値	0.2245***	0.00
支配会社持株比率	-2.2726***	0.00
機関投資家比率	0.4399	0.33
少数株主比率	0.6249	0.22
負債比率	-0.6395**	0.04
2006年度ダミー	0.9512***	0.00
定数項	-5.4273***	0.00
Number of obs	6932	
Number of groups	3634	
Wald chi2	273.11	
Log likelihood	-773.713	
Likelihood-ratio test of $\rho=0$	145.38	
Prob>=chibar2	0.00	

(注) 1) 被説明変数を当該年度末までに買収防衛策を導入した企業を1, 導入していない企業を0とするプロビットモデルを推定している(2005年度に導入した企業は2006年度も1として扱っている)。
 2) ***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%の水準で有意であることを示す。
 3) ここでは全体の分散に対する企業の固有效果の分散の比が0であること($\rho=0$)を帰無仮説とした対数尤度比検定が行われ、ランダム効果プロビットモデルとプーリングプロビットモデルのどちらで推計すべきかを検証している。上の推計結果を見ると、Likelihood-ratio test of $\rho=0$ が145.38、Prob>=chibar2が0であることから、帰無仮説が棄却され、ランダム効果プロビットモデルが採択される。

なっている。

5 結 論

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)経営保身体質、(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。

- (1) ROA やトービンの Q など で測った企業パフォーマンスと買収防衛策の導入には有意な関係がない。
- (2) 社齢が長い企業、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。
- (3) 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。また、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。

第1の結果は、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ことを示唆しており、「企業パフォーマンス不振」仮説は支持されない。また、パフォーマンスが良い企業ほど買収防衛策を導入しているわけでもないので、買収による企業価値毀損から企業を守るため買収防衛策が導入されているとも結論付けられない。

他方、第2の結果は、経営保身や外部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おり、「保身体質」仮説と整合的な結果となっている。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、他の条件が等しければ、持合比率の高い企業は買収されにくいはずであり、その効果だけであれば、買収防衛策を導入する確率は低下するはずである。実際、我々の推計でも、持合以外の安定的な株主（支配株主など）による持株比率が高い企業は買収防衛策を導入する確率は低くなっている。それにもかかわらず、持合比率の高い企業ほど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見られるからである。持合比率などの結果は、単に、敵対的買収のターゲットになりやすい企業が防衛策を導入しているわけではないことを示唆している。

敵対的買収の現実化の中で企業同士の株式持合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ことは、資本市場の健全なメカニズムを阻害しかねないと危惧される。

(東洋大学・経済産業研究所・学習院大学)

投稿受付2008年2月13日、最終稿受理2009年3月31日

[参考文献]

- 胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」 宮島英昭編著『日本のM&A』pp.197-221, 東洋経済新報社。
- 西山賢吾 (2006) 「議決権行使と買収防衛策」『財界観測』69巻, 2号, pp.94-121, 野村證券金融研究所。
- Coates IV, J. (2000) “Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence,” *Texas Law Review*, Vol.79, No.2, pp.271-382.
- 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*, Vol.39, No.1, pp.3-43.
- Danielson, M. and J. Karpoff (1998) “On the Uses of Corporate Governance Provisions,” *Journal of Corporate Governance*, Vol.4, No.4, pp.347-371.
- Davis, G. (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. and H. Greve (1997) “Corporate Elite Networks and Governance Changes in the 1980s,” *The American Journal of Sociology*, Vol.103, No.1, pp.1-37.
- 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*, Vol.37, No.4, pp.605-633.
- Demsetz, H. (1983) “The Structure of Ownership: Theory and Consequences,” *Journal of Political Economy*, Vol.93, pp.1155-1177.
- Fama, E. (1980) “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy*, Vol.88, pp.288-307.

- Fama, E. and M. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-343.
- Jensen, M. (1986) "The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329.
- Jensen, M. (1989) "The Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, Vol.67, pp.61-74.
- Malatesta, P. and R. Walkling (1988) "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.347-376.
- Mallette, P. and K. Fowler (1992) "Effects of Board Composition and Stock Ownership on the Adoption of Poison Pill," *The Academy of Management Journal*, Vol.35, No.5, pp.1010-1035.
- Manne, H. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol.73, No.2, pp.110-126.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988) "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.293-315.
- 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.
- Strong, J. and J. Meyer (1990) "An Analysis of Shareholder Rights Plans," *Management and Decision Economics*, Vol.11, No.2, pp.73-86.
- Sundaramurthy, C. (1996) "Corporate Governance within the Context of Antitakeover Provisions," *Strategic Management Journal*, Vol.17, No.5, pp.377-394.

《SUMMARY》

WHAT TYPE OF FIRMS ADOPT
TAKEOVER DEFENSE MEASURES?

By MIHO TAKIZAWA, KOTARO TSURU and KAORU HOSONO

In this paper we analyze the characteristics of firms that introduced hostile takeover defense measures in fiscal years 2005 and 2006. We analyze the motivation for adopting these measures after categorizing it as either (1) depressed corporate performance, (2) self-protection for corporate managers, or (3) other factors affecting the probability of being the target of a takeover, and we obtain the following findings. First, companies do not tend to adopt takeover defense measures even when their performance has deteriorated, as measured by ROA and Tobin's q . Second, companies that are older, have lower proportions of shares held by their directors, or higher cross-shareholding ratios are more likely to adopt takeover defense measures, which suggests that the adoption of such measures is motivated by self-protection on the part of corporate managers and influenced by the conflicts of interest between managers and shareholders. Third, companies with low ratios of controlling shareholders or high ratios of holdings by institutional investors are more inclined to adopt takeover defense measures, suggesting that companies are likely to adopt such measures if their shares are liquid and easy to acquire.

(Toyo University, Research Institute of Economy, Trade & Industry and
Gakushuin University)