

< 論 文 >

## 買収防衛策導入のインセンティブ

横浜国立大学大学院生 千島 昭宏  
投資工学研究所 兼 社会システム研究所 中嶋 幹  
社会システム研究所 佐々木 隆文

### 要 約

本稿は、近年敵対的買収の増加とともに導入されつつある買収防衛策の導入要因について実証研究を行う。敵対的買収の脅威はエージェンシー問題の緩和に繋がることが期待される一方、企業の人的資本の毀損に繋がるという可能性もあり、買収防衛策にも双方の効果が考えられる。買収防衛策の一つであるライツプラン（ポイズンピル）を導入した日本企業の特徴とそのインセンティブについて、ロジット分析<sup>1</sup>を行った結果、日本企業の買収防衛策導入は人的資本の保護よりもエージェンシー問題の温存に繋がる可能性が示唆された。

### 目 次

1. はじめに
2. 先行研究のサーベイ
3. 分析方法とサンプル
4. 導入企業の特徴
5. 回帰結果
6. まとめ

---

<sup>1</sup> 従属変数（被説明変数）が、2つの離散値をとる場合に適用される回帰分析方法。ある行動を採る、採らないが焦点となる場合に用いられる。

## 1. はじめに

本稿は、2005年度より導入が開始された買収防衛策であるライツプラン（通称ポイズンピル）の導入要因について実証研究を行う。買収防衛策は2005年、経済産業省の企業価値研究会により防衛策の指針である企業価値報告書が公表され導入に至った。指針によれば、防衛策それ自体はその性質上、導入に際して慎重な取り組みが必要とされる方策である。防衛策は企業価値を低めるものではなく、企業価値を高めるものとして詳細な制度設計がなされるべきものである。つまり企業価値を損ねるような買収や公正性を欠いた買収を防ぐという目的のためである。一方で、導入に際しては様々な問題点が指摘される。企業価値をどのように定義し、防衛策の発動の適正さをどのように判断するのかという点や、防衛策の導入が経営者の経営改革努力を妨げ経営者の保身に使われる可能性があるという点である。

実際、過去の先行研究においても買収防衛策、或いは敵対的買収がもたらす効果については賛否両論がある。敵対的買収はエージェンシー問題の緩和から企業価値を高める可能性があるが（Scharfstein, 1988）その一方で企業特殊的な経営者や従業員の努力を抑制する可能性もあることも論じられている（Hann and Riyanto, 2006、Kahn and Huberman, 1988）。実証研究においても、買収防衛策の効果については見方が分かれている。例えば、米国企業を対象にイベントスタディを行った Malatesta and Walking(1988)、Ryngaert(1988) Comment and Schwert(1995)では、買収防衛策が企業価値を低下させることが示されている。また、わが国企業を対象にした千島(2006)においても同様の傾向を確認している。他方、Shleifer and Summers(1988)は敵対的買収は従業員から買収者への富の移転をもたらすことを示している。更には、Franks and Mayer (1996)は敵対的買収のターゲットとなった企業では必ずしも事前的な企業パフォーマンスが悪くない一方で、買収後は経営者の更迭が行われる傾向があることを示している。これらの結果は、敵対的買収の脅威が経営者や従業員の企業特殊的努力に悪影響を及ぼしうることを示唆している。

以上のように、先行研究からは敵対的防衛策の導入はエージェンシー問題というコストと人的資本の保護というベネフィットの双方が示唆される。本稿では、買収防衛策の導入要因を分析することにより、わが国における買収防衛策に関しどちらの効果が大きいかを検討する。2005年、2006年にライツプランを導入した企業を対象とした分析の結果、役員持ち株比率が低く、エージェンシー問題が深刻と考えられる企業で買収防衛策が積極的に導入されていることが分かった。その一方、研究開発費や退職給付と買収防衛策導入との関連は見出せず、買収防衛策の導入が知的資産や人的資本の毀損を防ぐことを目的とすることを示すような結果は得られなかった。結論として、防衛策を導入した企業には特に企業の特殊性を防衛するというインセンティブは見られず、エージェンシー問題を起因とする経営者の保身が導入の動機となっていることが考えられる。

本稿は以下のように構成される。2節では、関連する先行研究のサーベイを行い、本稿の研究課題を述べる。3節で分析方法を述べた後、4節で記述統計分析、5節で回帰分析結果をそれぞれ報告する。最後に6節で本稿のまとめと残された研究課題について

て述べる。

## 2. 先行研究のサーベイ

所有と経営が分離した現代の大企業では、非対称情報による経営の非効率が生じうる。通常、経営者は私的利権を欲する傾向があるため、株主価値最大化とは異なる企業行動を選択する可能性がある。合理的な投資家は、そのようなモラルハザードの可能性を考慮して企業評価を行うため、結果としてエージェンシー問題がある企業の株価は低くなることになる (Jensen and Meckling, 1976)。エージェンシー問題の解決には、モニタリングにより非対称情報を緩和することが有効であるが、通常、分散化された株主は、フリーライダー問題により、経営者をモニタリングするインセンティブを持ちにくい。そうした中、情報優位にある敵対的買収者が存在すれば、経営者報酬をより企業価値に関連する情報にリンクさせることによりエージェンシー問題を緩和することができる (Scharfstein, 1988)。仮にこのような規律づけ効果が存在するならば、ライツプランの導入はエージェンシー問題を温存させ、企業価値の低下に繋がると考えられる。

反面、敵対的買収は、経営者や従業員の関係特殊的な人的資本への投資を妨げる可能性がある。Hann and Riyanto(2006)は Aghion and Tirole(1997)のモデルを援用し、敵対的買収が経営者行動に及ぼす影響を考察している。経営者は投資行動の決定などに関し様々な努力を行うがそのような努力は関係特殊的な性質を持つことが多い。そのような状況で敵対的買収が生じれば、経営者の後退や投資計画の変更により経営者が行った努力が無駄になる可能性がある。合理的な経営者はそのような可能性を予見し、留保効用が保たれない関係特殊的な努力を惜しむようになる。同様の議論は従業員の人的資本にも適用できる。Kahn and Huberman(1988)では、レイオフの可能性がある場合に従業員が企業特殊的な努力を低下させることが論じられている。以上の議論を踏まえると、ライツプランの導入は、経営者や従業員の企業特殊的な努力が無駄になる可能性を低め、企業価値を高める可能性がある。

以上のように敵対的買収、或いは買収対抗策については理論的にコストとベネフィットの双方がありうるが過去の実証研究においても、同様の傾向が見られる。ライツプランの発祥である米国の先行研究では、ライツプランを含めた防衛策の導入効果の株価への影響についての初期の研究としてイベントスタディを利用した DeAngelo and Rice (1983) がある。彼らは防衛策を導入した 100 社のサンプルを対象に 2 日毎の異常リターンによって導入の効果について検証を行った。彼らの研究では仮説の支持に弱さがあるものの防衛策の導入は株価にプラスの影響を与えるという結果が報告されている。一方で、Malatesta and Walkling(1988)、Ryngaert(1988)の研究では 1 日毎の異常リターンの分析により導入の効果についての検証を行っている。双方ともに防衛策導入の効果はマイナスの影響を示している。これらの結果から言えるのは、ライツプランをはじめとする防衛策が経営者の保身に利用され株主価値が減少するということを指摘している。また 90 年代に行われた、Datta and Iskandar-Datta(1996)等の研究においては、防衛策の導入は株価に対して中立であったが Comment and Schwert(1995)によれば

防衛策の導入では若干のマイナスの影響を示している。彼らは、買収防衛策が買い手に対してプレミアを積み増す手段という防衛効果はあるが、どうしても買収したい企業にとってはその効果も限定されることから、マイナスの反応は小さいとの推測を行っている。全体的に見てサンプルや、研究方法の差はあるが概ね防衛策の導入効果についてはマイナスの影響を示す傾向がある。わが国においても、防衛策導入による株式市場への影響について 2005 年に導入を決定した企業をサンプルに実証分析が行われている(千島、2006)。サンプル数や制度面での違いから単純な比較は難しいものの分析結果では企業の防衛策導入に対して市場の反応は否定的であることが示された。

先行研究では、買収者のインセンティブから敵対的買収の是非を探るものもある。胥(2006)は、M&A コンサルティング社、通称村上ファンドやスティーールパートナーズの 2 つのモノ言う投資ファンドのターゲットになる企業の特徴の分析を行っている。実証分析の結果は、現預金・有価証券・投資有価証券などのキャッシュフロー・リッチである点、負債比率が低く、株式持合いが低い企業がターゲットになりやすいというものであった。これはフリーキャッシュフローがエージェンシー問題を引き起こすフリーキャッシュフロー仮説を支持するものであった。また 1980 年代に米国での敵対的買収が企業価値向上に貢献したように、経営者の早期退出を促し企業価値を高める役割を果たす可能性が大きいとしている。これに関連し、深尾・権・滝澤(2005)は被買収企業のパフォーマンスを対日 M&A と国内企業間 M&A にわけ、製造業・卸売り・小売業における対日(out-in)・国内企業間(in-in)買収の効果に関する実証分析を行っている。結果として外国企業は、労働生産性、収益率が高く、研究開発や輸出を活発に行っている日本企業を買収対象に選ぶ傾向があるとの結果を報告している。買収側のインセンティブが企業の非効率性を起因とするエージェンシー問題ないし、シナジーや企業の特異性であるということが以上の先行研究からわかる。

また、先行研究の中には敵対的買収が人的資本に悪影響を及ぼすという議論もある。人的資本について深尾・森田(1997)は、敵対的買収が日本で見られないのは、表面的には株式の相互持合いなどによる株主安定化が行われているからだが、根本的には、日本企業においては経営陣と従業員、および経営陣と取引先の間、多くの「暗黙の契約」が存在していることを挙げる<sup>2</sup>。つまり、この暗黙の契約に対し、買収により外部から経営陣が乗り込んでくることで予期しない変更が行われることを嫌っているのではないかとする。このため日本の株式市場は、アメリカやイギリスのように企業の経営権の売買市場として機能していないとしている。暗黙の契約とは例えば、従業員と企業との間における長期雇用関係および年功賃金体系が存在するという企業観である。Shleifer and Summers(1988)においても指摘されているように買収された結果、株価が上昇する一方でレイオフや賃金の引き下げが行われる場合、株価の上昇によって株主が得た利益の少なくとも一部は、暗黙の契約違反によって従業員から奪われたものであると理解されることになる。また、Franks and Mayer(1996)は敵対的買収のターゲ

<sup>2</sup> 「暗黙の契約」については『今月の用語』(48 ページ)を参照。

ットとなった企業では必ずしも事前的な企業パフォーマンスが悪くない一方で、買収後は経営者のリストラが行われる傾向があることを示している。これらの結果は、敵対的買収の脅威が経営者や従業員の企業特殊的努力に悪影響を及ぼしうることを示唆している。

以上のように、敵対的買収の効果について先行研究の示唆が分かれていることは、エージェンシー問題の深刻さ、企業における企業特殊的人的資本の重要性といった企業の特徴により、敵対的買収のコスト、ベネフィットが変化しうることを示唆する。このことを踏まえると、買収防衛策の導入は保護すべき人的資本が重要な企業では望ましく、エージェンシー問題が深刻な企業では望ましくないと言える。そこで、本稿ではこれら企業固有の要因に焦点を当て、防衛策を導入した企業と導入を行っていない企業との比較を試みる。この分析により、わが国における買収防衛策の導入の妥当性を検討する。

### 3. 分析方法とサンプル

#### 3.1 実証分析方法

分析は、経営効率や企業規模など敵対的買収の基本的な要因をコントロールした上で、エージェンシー問題に関連する変数、企業の人的資本に関連する変数が独立した影響を持つかどうかにより検証する。敵対的買収の基本的な要因については、Palepu (1988) や、Comment and Schwert(1995)で用いられた変数を参照する。Palepu は敵対的買収のターゲットになりやすい企業の特徴について以下の仮説を示している。(1) 経営の非効率仮説: *ARE* (異常収益率) と *ROE* (株主資本比率) の低い企業の経営者は買収によって置き換わる。(2) 成長と資源のミスマッチ仮説 (*GRDUMMY*): 低成長で、資源の豊富な企業は買収のターゲットになりやすい。また、高成長で資源が少ない企業は買収のターゲットになりやすい。(売上高成長率、流動資産比率、負債比率)(3) 規模仮説: 買収の可能性は企業の規模によって左右される。( *SIZE*: 総資産)(4) 簿価倍率仮説: 市場価値に比べ、簿価の大きい企業は買収されやすい。(5) 株価収益率仮説: 株価収益率 (*P/E*) の低い企業は買収されやすい。

本稿では、経営の効率性を表す指標として *ROE*、買収ターゲットの指標として *EV/EBIT*、トーピンの *q*、負債比率を取り上げる。これらの指標が低い企業は、買収の脅威に晒されやすいと推測され、導入へのインセンティブは高まると考えられる。

#### 株主構成

本稿では以上の変数にいくつかの変数を加えた実証研究を行った。第一に日本企業の株主構成についてである。外国人株主の比率と役員持ち株比率である。このうち、経営者持ち株比率については、その水準が一定水準となるまでは企業価値と強い正の相関関係があることが先行研究で示されている (Morck, Shleifer, and Vishny, 1988)。換言すれば、経営者持ち株比率が低い企業ではエージェンシー問題により企業価値が低くなっていることが示唆される。よって役員持株比率は、買収防衛策の導入が経営

者の保身によるものか否かを示す変数である<sup>3</sup>。他方、外国人持ち株比率については、経営者への規律付け効果も考えられるが、主に流動性への影響を通じた影響が考えられる。つまり流動性の高い（外国人株主の多い）企業は敵対的な買収者にとって、買収がしやすいが、そうでない企業は買収がしにくい。よって、外人持ち株比率は、経営者への規律付けが期待される一方で、買収の脅威を与えると考えられる変数でもある。

実際、日本企業にとっての持ち合い株式はバブルをピークとして解消が続き、持ち合い株式の解消は受け皿となる外国人株主の増加を増やした<sup>4</sup>。

### 企業の特異性

人的資本の観点からは、買収は本来、二つの企業を合体したときに生み出されるシナジー効果をインセンティブとすべきものである。しかし、実際には Shleifer and Summers(1988)によって示されたような富の移転から、買収の可能性は知的資産蓄積に対する従業員のインセンティブを弱める可能性がある。本稿の検証は、あくまでも防衛策を導入した企業に対しての検証であるためその効果を特定するのは不可能である。しかし近年、知的財産報告書や知的資産報告書などで、研究開発内容や所有する知的財産、組織知やリスク管理に至るまでの情報開示が外部に対してなされるようになった。また、岡田・長尾 [2005]、岡田 [2005] は、組織内で知的財産が、他の知的資産と複雑な結びつきの中で非線形プロセスを経て、投資価値（株式時価総額マイナス純資産）とつながっていることを実証している。

比較分析する上で、まず本稿では人的資本についての代理変数として従業員一人当たりの退職給付を取り上げた。後払い賃金としての退職給付は、従業員の企業特異的な知的資産蓄積に有効だと言われており（Hall and Lazear, 1984）、そのような企業では蓄積された人的資本をプロテクトするために買収対抗策を導入すると考えられる。また、買収側から見れば、暗黙的契約の色彩が強い退職給付は富の移転の源泉となりうるため、退職給付が充実している企業では買収対抗策の重要性が高まる可能性がある。

また、本稿では知的財産の程度（研究開発/総資産）を一つの代理変数として取り上げている。これも同様に、防衛策を導入するインセンティブとして、買収企業側にとって、被買収企業の知的財産の多寡は大きな要因となる。つまり、買収におけるインセンティブには時間をカネで買うという経営上のメリットがある。防衛側としては敵対的買収によって反故にされかねない研究開発という長期にわたる計画を防衛するといインセンティブとなりうる。

<sup>3</sup> また、役員などの持ち株比率の高い企業は自社の価値に対する自信の表れとしてのシグナルとなる可能性もある。この場合、買収側は高いプレミアムを積み増す必要があり、買収のインセンティブは低下する。また、役員の持ち株比率が高いことは流動性が低いということも考えられ、買収の可能性は低くなる可能性もある。

<sup>4</sup> 東証より発表された平成 17 年度株式分布状況の調査では、17 年度 3.0 ポイント増加し、調査開始以来最高の 26.7% となった。また、売買代金の集計値でも、前年度の買い越し額（6 兆 3563 億円）を大幅に上回る 10 兆 572 億円の買い越しとなっている。これら、しがらみがないと想定される外国人株主の増加はすなわち株式の流動性を生み出し買収のしやすさを誘発することが考えられる。

### 3.2 サンプル

サンプルについては、2006年度導入企業については2006年1月～6月の期間で東証の適時情報開示検索システム(EDINET)の検索ツールにより買収防衛策(ライツプラン)導入企業を抽出した。また2005年度においてはEOL社のデータベースから検索した買収防衛策(ライツプラン)導入企業を抽出した。財務データは日経NEEDSのデータを加工し、2005年導入企業については、2003年度と2004年度の財務データを、また2006年導入企業についても2003年度と2004年度の財務データを使用している。これは、買収防衛策導入企業のサンプル全てについて、非導入企業と比較を行うためである。比較する変数の一部はtime-invariantであると考えられるため、2003年度と2004年度に分けて分析を行っている。分析対象は、東証一部上場の事業会社としている。なお、変則決算企業は12ヶ月換算を行っているほか、3月以外の決算企業についても、当該事業年度に含めて分析を行っている。

表1は、2003年度と2004年度に於ける各変数の基本統計量をみたものである。買収防衛策導入の有無によるサンプルの区別は行っていない一方、ROE、負債比率、EBITDA倍率(以下、EV/EBIT)、トービンの $q$ (以下、 $q$ )は、各年度で平均 $\pm 3$ を超えるサンプルは異常値として除外している。結果として、サンプル総数は2003年度で1,365社、2004年度で1,407社となり、買収防衛策導入企業は110社となっている。

基本統計量をみると、役員持株比率は、各年度とも平均5%程度であるものの、最大では60%と高い様子がみてとれる。メジアンが0.6%であることから明らかなように、右に裾野が厚い分布となっている。外人持株比率は、平均が2003年度で10%、2004年度で12%、メジアンが同6.4%、8.5%、最大値75%前後となっており、役員持株比率ほどではないものの右に裾野の厚い分布となっている。

次に、経営の効率性を表す指標としてROE、買収ターゲットの指標としてEV/EBIT、 $q$ 、負債比率を取り上げる。これらの指標が低い企業は、買収の脅威に晒されやすいと考えられることから、買収防衛策の導入インセンティブが高いと思われる。ROEについてみると、平均値が6.1%、7.4%、メジアンが5.8%、6.8%、標準偏差が約10%となっており、赤字企業が相当数存在する様子が見てとれる。また、EV/EBITの平均値は15.3倍、14.8倍、メジアンが12.2倍、11.8倍、最大値が148.7倍、91.8倍となっており、 $q$ の平均値は1.2倍前後、メジアンが1.1倍前後、最大値が6.3倍、4.7倍となっており、ともに右に裾野の厚い分布となっている。負債比率の平均値は、ともに2.1%、メジアンが1.3%である一方、最大値が16.8%、42.0%となっており右に裾野の厚い分布となっている。

続いて、研究開発費の総資産(R&D費用/総資産)及び売上高(R&D費用/売上高)に対する比率、一人当たりの退職給付費用(退職給付費用/従業員)について取り上げる。前者2つは知的資産の代理変数であり、後者は人的資本の代理変数である。R&D費用/総資産は、平均値が各年度ともに1.6%、メジアンが0.7%である一方、最大値が16.9%、14.2%となっており右に裾野の厚い分布となっている。同様に、R&D費用/売上高も平均値が1.9%、1.8%、メジアンが0.8%、0.7%である一方、最大値

は 24.8%、23.3%であり同様の分布形状となっている。退職給付費用 / 従業員についても、平均値が 0.6 百万円、0.5 百万円、メジアンも 0.5 百万円、0.4 百万円であるものの、最大値は 5.4 百万円、4.7 百万円となっており、こちらも同様の分布形状となっている。最後に、総資産の対数値をみると、歪度が 0.7 から 0.8 程度となっており、対数処理することによりほぼ均等な分布となっている様子が見てとれる。

次に、上記変数の相関関係について検討する。表 2 は、2003 年度及び 2004 年度に於ける変数の相関行列である。左斜め下半分はピアソンの相関係数を表しており、右斜め上半分は相関がない（即ち、相関が 0）という帰無仮説の有意確率を表している。導入フラグは、各年度の何れかに買収防衛策を導入した場合を 1 として、それ以外は 0 とする変数である。従って、2004 年度に買収防衛策を導入した企業の 2003 年度に於ける導入フラグは 1 である。

先ず始めに、導入フラグとの関係についてみると、2003 年度は役員持株が-0.06、外人持株が 0.07、総資産の対数値が 0.09 となっており、2004 年度は同様に-0.07、0.08、0.09 と有意な相関関係が見てとれる。このことは、役員持株比率が低いほど、外人持株比率が高いほど、企業規模が大きいほど買収防衛策を導入する傾向があることを示唆するものと思われる<sup>5</sup>。但し、表中の値より、企業規模は役員持株比率や外人持株比率と相関する変数であることに注意が必要である。続いて、経営の効率性指標及び買収ターゲット指標についてみると、ROE は役員持株、外人持株と正の相関があり、q に対しても正の相関がある一方、EV/EBIT に対して負の相関が見られる。知的資産や人的資本の代理変数である R&D 費用や一人当たり退職給付費用に対しては明確な傾向は得られていない。負債比率の相関は、導入フラグを除く何れの変数に対しても有意であり、役員持株、外人持株に対して負の相関を示す一方、R&D 費用に対して負の相関、一人当たり退職給付費用に対しては正の相関を示している。EV/EBIT は、負債に対する相関が 2003 年度では 0.29、2004 年度では 0.30 と比較的高いことからわかるように、負債比率と同様の相関傾向を示している。これに対して q は、役員持株及び外人持株いずれも正の相関を示す一方、負債比率や EV/EBIT とは逆に R&D 費用に対して正の相関、一人当たり退職給付費用に対して負の相関を示している。相関係数の大きさに着目して、株式の所有構造を中心に整理すると、役員持株比率の高い企業は、q が高く、一人当たり退職給付費用が低く、小型企業である傾向が見られ、外人持株比率の高い企業は、q が高く、大型企業である傾向が見られるといえよう。なお、ここでは掲載していないが、表 2 のほかに順位相関について確認したものの概ね前述と同様の傾向が得られているほか、次節以降の分析で問題となる多重共線性が懸念されるような高い相関をもつ変数は見られていない。

<sup>5</sup> 順位相関についても確認したが、この傾向は変わらなかった。

表1 基本統計量

2003年度(n=1365)

	ROE	負債比率	役員持株	外人持株	EV/EBIT <sub>0</sub>	q <sub>0</sub>	R&D費用 / 総資産	R&D費用 / 売上高	退職給付費用 / 従業員	ln(総資産)
平均	0.061	2.060	0.050	0.100	15.27	1.203	0.016	0.019	0.586	11.607
メジアン	0.058	1.308	0.006	0.064	12.21	1.058	0.007	0.008	0.480	11.380
標準偏差	0.103	2.320	0.098	0.106	12.22	0.557	0.022	0.028	0.545	1.388
最大値	1.088	16.812	0.606	0.745	148.70	6.328	0.169	0.248	5.433	16.908
最小値	-0.964	-4.849	0.000	0.001	-2.00	0.511	0.000	0.000	-1.448	7.446
歪度	-2.153	2.735	2.877	1.797	4.73	4.103	1.990	2.952	2.990	0.733

2004年度(n=1407)

	ROE	負債比率	役員持株	外人持株	EV/EBIT <sub>0</sub>	q <sub>0</sub>	R&D費用 / 総資産	R&D費用 / 売上高	退職給付費用 / 従業員	ln(総資産)
平均	0.074	2.098	0.044	0.119	14.84	1.235	0.016	0.018	0.481	11.666
メジアン	0.068	1.274	0.006	0.085	11.79	1.097	0.007	0.007	0.394	11.429
標準偏差	0.100	2.973	0.087	0.111	10.75	0.482	0.022	0.027	0.427	1.371
最大値	1.101	41.965	0.595	0.756	91.76	4.701	0.142	0.233	4.667	17.007
最小値	-0.724	-3.436	0.000	0.001	3.44	0.624	0.000	0.000	-1.461	8.005
歪度	-0.476	5.815	2.866	1.546	3.51	3.187	1.909	2.829	2.854	0.765

表2 相関マトリックス

2003年度(n=1365)

	導入フラグ (導入企業=)	ROE	負債比率	役員持株	外人持株	EV/EBIT	q	R&D費用 / 総資産	R&D費用 / 売上高	退職給付費用 / 従業員	ln(総資産)
導入フラグ(導入企業=1)	1.00	0.67	0.18	0.02	0.01	0.07	0.78	0.52	0.81	0.22	0.00
ROE	0.01	1.00	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75	0.19	0.00	0.33
負債比率	-0.04	-0.04	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
役員持株	-0.06	0.14	-0.14	1.00	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外人持株	0.07	0.12	-0.13	-0.06	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.75
EV/EBIT	-0.05	-0.24	0.33	-0.08	-0.08	1.00	0.53	0.00	0.00	0.00	0.36
q	-0.01	0.29	-0.09	0.34	0.30	0.02	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R&D費用 / 総資産	0.02	0.01	-0.20	-0.12	0.23	-0.15	0.14	1.00	0.00	0.12	0.01
R&D費用 / 売上高	0.01	-0.04	-0.22	-0.09	0.25	-0.13	0.13	0.90	1.00	0.01	0.01
退職給付費用 / 従業員	0.03	-0.12	0.14	-0.30	-0.01	0.14	-0.14	0.04	0.07	1.00	0.00
ln(総資産)	0.09	-0.03	0.27	-0.36	0.45	0.02	-0.11	0.07	0.07	0.28	1.00

注: 右上半分はp値、左下半分はPearsonの相関係数

2004年度(n=1407)

	導入フラグ (導入企業=)	ROE	負債比率	役員持株	外人持株	EV/EBIT	q	R&D費用 / 総資産	R&D費用 / 売上高	退職給付費用 / 従業員	ln(総資産)
導入フラグ(導入企業=1)	1.00	1.00	0.08	0.01	0.00	0.13	0.66	0.24	0.25	0.43	0.00
ROE	0.00	1.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.16	0.76	0.69	0.30
負債比率	-0.05	0.08	1.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
役員持株	-0.07	0.07	-0.11	1.00	0.01	0.78	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外人持株	0.08	0.14	-0.13	-0.07	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.43	0.00
EV/EBIT	-0.04	-0.18	0.24	-0.01	-0.17	1.00	0.98	0.00	0.00	0.00	0.48
q	-0.01	0.30	-0.07	0.35	0.22	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
R&D費用 / 総資産	0.03	0.04	-0.18	-0.13	0.22	-0.22	0.10	1.00	0.00	0.07	0.00
R&D費用 / 売上高	0.03	0.01	-0.19	-0.10	0.22	-0.19	0.09	0.91	1.00	0.00	0.01
退職給付費用 / 従業員	-0.02	-0.01	0.12	-0.30	-0.02	0.08	-0.16	0.05	0.09	1.00	0.00
ln(総資産)	0.09	0.03	0.23	-0.33	0.49	-0.02	-0.15	0.08	0.07	0.19	1.00

注: 右上半分はp値、左下半分はPearsonの相関係数

#### 4. 導入企業の特徴

本節以降では、前述した買収防衛策導入の背景にある仮説について、我が国企業の分析結果をもとに検討していく。本節では予備的考察として、記述統計分析の結果を報告する。最初に、前節で取り上げた変数に関し、買収防衛策導入企業と非導入企業の特徴を概観する。表3は、買収防衛策導入企業と非導入企業について、各変数の平均の差

の検定を行ったものである。先行研究で提示された仮説と分析結果について順次見ていこう。

まず始めに、ROEについてみると、2003年度の買収防衛策導入企業の平均値は6.5%（2004年度は7.4%）、非導入企業の平均値は6.1%（同7.4%）となっており、殆ど差が見られない。経営の非効率が買収防衛策導入のインセンティブとなるような傾向は見受けられないと考えられる。買収ターゲット指標についてみると、導入企業の負債比率、EV/EBIT、 $q$ の特徴は、非導入企業に比べて負債比率が低く、EV/EBITが低く、 $q$ が低い傾向が窺える。即ち、買収に係るコストが割安と考えられる企業ほど、防衛策導入インセンティブが高い傾向が見てとれる。但し、変数の有意性をみると、2003年度についてはEV/EBITのみ有意であり、買収防衛策導入が本格化した2004年度については負債比率が有意となる一方でEV/EBITの有意性は低下しており、明確な傾向は得られていない。

次に、株式所有構造について見てみよう。役員持株比率は、持株比率が高まるに連れて、エントレンチメント効果の影響が強まると考えられることから、買収防衛策導入インセンティブは低下すると考えられる。分析結果をみると、2003年度の導入企業の役員持株比率は2.9%である一方、非導入企業の持株比率は5.2%と有意に高い傾向を示しており、2004年度についても、それぞれ2.2%と4.6%と同様の傾向を示している。一方、外人持株比率は、ガバナンスの規律付け効果が期待されるため、企業価値を毀損するような買収防衛策導入インセンティブを低下させると考えられるが、長期的な株式保有が前提とされない場合は、寧ろ買収の脅威に晒されやすいと考えられることから、導入インセンティブを高めるとも考えられる変数である。とりわけ、企業価値の低迷している企業は、後者の影響が強いと考えられる。導入企業の外人持株比率をみると、2003年度が12.6%、2004年度が15.2%と非導入企業に比べて有意に高い値となっていることから、後者が示唆されるものと考えられる。

続いて、知的資産の代理変数である総資産及び売上高に対するR&D費用の割合、人的資本の代理変数である一人当たり退職給付費用についてみると、何れの変数も有意な格差は見受けられない。この傾向は、2003年度及び2004年度とも変わらない。対数ベースの総資産についてみると、買収防衛策導入企業は、非導入企業に比べて有意に正であることがわかる。大企業を中心に、買収防衛策の導入が進んでいる様子が見てとれる。以上の結果を踏まえると、買収防衛策導入企業は、負債比率、EV/EBITが低く企業規模が大きいという特徴があり、株式所有者構造については、役員持株比率が低く、外人持株比率が高い傾向があると考えられる。但し、負債比率は2004年度のみ有意であり、EV/EBITは2003年度のみ有意であったことから、買収ターゲット指標については明確な格差があるとはいえないと思われる。

## 5. 回帰結果

前節では、買収防衛策導入企業について非導入企業と比較することにより、買収防衛策導入の仮説について検討した。その結果、主に株式所有構造や企業規模に関して違い

が見受けられた。本節では、前節でみてきた変数についてロジット分析を行うことにより、この点についてやや掘り下げる。また、前節で取り上げられなかったミスマッチ仮説について、業種ダミーを導入することにより若干の検討を行う。

表4は、年度毎にロジット分析を行った結果を示したものである。先ず始めに、負債比率をみると、殆どのケースで有意に負となっており、2004年度に於いては全てのケースで5%有意水準で負となっている。所有者構造についてみると、役員持株比率は2003年度に於いては殆どのケースで10%の有意水準で負となっており、2004年度に於いては全てのケースで5%の有意水準で負となっている。一方、外人持株比率についてみると、係数は有意ではなくプラスの符号を示すに止まっている。外人持株比率と正の相関をもつ企業規模の対数値が全てのケースで有意に正となっていることから、外人持株比率の違いの一部は企業規模の違いとして説明されるものと思われる。次に、買収ターゲット指標についてみると、EV/EBITの係数の符号は負であるものの有意な水準ではなく、qについては殆ど0となっている。同様に、知的資産、人的資本についても、R&D費用/総資産、R&D費用/売上高の係数は負の傾向が見られるものの有意な水準ではなく、退職給付費用/従業員は2003年度は殆ど0であるのに対して2004年度ではややマイナス傾向となっている。

以上を纏めると、買収防衛策を導入する企業の特徴として、負債比率が低く、役員持株比率が低く、企業規模が大きい様子が見てとれる。負債比率の低下は買収の脅威に晒されやすいこと、役員持株比率の低下はエンtrenchメント効果とのトレードオフの関係にあることが考えられるほか、企業規模の大きさは買収を可能にするための流動性を表していると解釈される。一方、本稿で想定したような、買収防衛策の導入が知的資産や人的資本の毀損を防ぐことを目的とすることを示すような結果は得られなかった。従って、我が国企業の買収防衛策の導入は、企業価値の毀損を防ぐというよりも寧ろ、経営者の保身を背景としたものである可能性が高いと思われる。

なおここでは掲載していないが、企業規模の代わりに、東証33業種をもとに11業種に纏めた産業ダミーを導入することによりミスマッチ仮説の検討を行った。ミスマッチ仮説によれば、低成長で資源の豊富な企業、若しくは高成長で資源の少ない企業は買収のターゲットになりやすい。このような企業の特徴は、業種の特徴にも依存すると考えられる。しかしながら、分析結果については負債比率を除き、ガバナンス変数、人的資本に関する変数とともに表4とほぼ同様の傾向が見られた。また、各年度ともダミー変数に有意な傾向は見受けられなかった。

表3 平均の差の検定

2003年度					2004年度				
		導入	非導入	t		導入	非導入	t	
ROE	平均	0.065	0.061	0.61	ROE	平均	0.074	0.074	-0.01
	観測数	110	1,255			観測数	110	1,297	
負債比率	平均	1.77	2.09	-1.58	負債比率	平均	1.61	2.14	-2.80
	観測数					観測数			
役員持株比率	平均	0.029	0.052	-3.97	役員持株比率	平均	0.022	0.046	-4.78
	観測数					観測数			
外人持株比率	平均	0.126	0.098	3.05	外人持株比率	平均	0.152	0.117	3.62
	観測数					観測数			
EV/EBIT	平均	13.24	15.45	-2.45	EV/EBIT	平均	13.36	14.96	-1.57
	観測数					観測数			
q	平均	1.188	1.204	-0.35	q	平均	1.215	1.237	-0.57
	観測数					観測数			
R&D費用 /総資産	平均	0.018	0.016	0.66	R&D費用 /総資産	平均	0.018	0.016	1.13
	観測数					観測数			
R&D費用 /売上高	平均	0.020	0.019	0.28	R&D費用 /売上高	平均	0.021	0.018	0.99
	観測数					観測数			
退職給付費用 /従業員	平均	0.647	0.581	1.04	退職給付費用 /従業員	平均	0.450	0.483	-0.81
	観測数					観測数			
ln(総資産)	平均	12.04	11.57	3.41	ln(総資産)	平均	12.07	11.63	3.18
	観測数					観測数			

注:各年度でROE、負債比率、EV/EBIT、qが平均±3 を超えるデータは異常値として除外

注:各年度でROE、負債比率、EV/EBIT、qが平均±3 を超えるデータは異常値として除外

表4 回帰分析

2003年度											
intercept	ROE	負債比率	役員持株 比率	外人持株 比率	EV/EBIT	q	R&D費用 /総資産	R&D費用 /売上高	退職給付費 用/従業員	ln(総資 産)	決定係数
-4.32	0.17	-0.10	-2.96	0.63	-0.02		-3.81			0.21	0.031
-4.20***	0.14	-1.65*	-1.79*	0.60	-1.39		-0.78			2.33**	
-4.30	0.10	-0.11	-2.99	0.74	-0.02			-4.57		0.21	0.032
-4.19***	0.09	-1.71*	-1.81*	0.71	-1.41			-1.12		2.33**	
-4.37	0.19	-0.10	-2.74	0.49	-0.02				0.04	0.20	0.030
-4.22***	0.16	-1.56	-1.66*	0.48	-1.33				0.20	2.19**	
-4.70	0.56	-0.13	-2.84	0.55		-0.01	-2.82			0.22	0.028
-4.43***	0.47	-2.18**	-1.69*	0.49		-0.04	-0.59			2.43**	
-4.70	0.49	-0.14	-2.90	0.65		0.00		-3.92		0.22	0.029
-4.43***	0.41	-2.25**	-1.73*	0.58		0.01		-0.97		2.44**	
-4.70	0.59	-0.13	-2.66	0.48		-0.03			0.02	0.22	0.028
-4.40***	0.50	-2.11**	-1.59	0.42		-0.12			0.11	2.31**	

注1:上段はパラメータの推定値、下段はパラメータのt値  
注2:\*, \*\*, \*\*\*の順に、10%, 5%, 1%の有意水準  
注3:決定係数は、1-[lnL/(lnL0)]で計算

2004年度											
intercept	ROE	負債比率	役員持株 比率	外人持株 比率	EV/EBIT	q	R&D費用 /総資産	R&D費用 /売上高	退職給付費 用/従業員	ln(総資 産)	決定係数
-4.04	-0.30	-0.15	-4.68	0.96	-0.01		-2.04			0.17	0.035
-3.89***	-0.26	-2.13**	-2.27**	0.95	-0.69		-0.44			1.88*	
-4.05	-0.32	-0.15	-4.65	0.97	-0.01			-1.64		0.17	0.035
-3.90***	-0.27	-2.13**	-2.26**	0.96	-0.68			-0.43		1.88*	
-4.10	-0.24	-0.13	-5.24	0.74	-0.01				-0.45	0.19	0.039
-4.43***	-0.21	-2.02**	-1.69**	0.73	-0.59				-1.60	2.06**	
-4.27	-0.23	-0.16	-4.70	0.94		0.04	-1.58			0.18	0.035
-3.85***	-0.19	-2.34**	-2.24**	0.88		0.14	-0.34			1.91*	
-4.28	-0.25	-0.16	-4.69	0.94		0.04		-1.38		0.18	0.035
-3.86***	-0.21	-2.34**	-2.24**	0.89		0.15		-0.37		1.91*	
-4.26	-0.15	-0.14	-5.26	0.76		0.02			-0.45	0.20	0.038
-3.80***	-0.12	-2.21**	-2.44**	0.71		0.06			-1.61	2.06**	

注1:上段はパラメータの推定値、下段はパラメータのt値  
注2:\*, \*\*, \*\*\*の順に、10%, 5%, 1%の有意水準  
注3:決定係数は、1-[lnL/(lnL0)]で計算

## 6. まとめ

従来の株式相互持合いによる買収防衛策から、ライツプランを利用した買収防衛策が導入されつつあるが、企業価値向上が一般的になった今、買収に対する防衛はその意味合いが大きく変わった。防衛策を導入する企業には株主に対しての説明責任が必要となり、防衛策の導入については合理性が求められるが、本稿の分析では日本企業の防衛策導入が必ずしも合理的な理由を伴わないものである可能性が高い。

導入企業と非導入企業との差を概観すると、大企業を中心に買収防衛策の導入が進んでいる様子が見られる。また導入企業は、負債比率、EV/EBITが低いという特徴があり、株式所有者構造については、役員持株比率が低く、外人持株比率が高い傾向があると考えられる。また回帰結果によると導入企業は非導入企業に比べ負債比率が低く、役員持株比率が低く、企業規模が大きい様子が見てとれた。負債比率の低下は買収の脅威に晒されやすいことや経営者への規律づけが弱まることが影響している可能性がある。また、役員持株比率の低下はエージェンシー問題に繋がりがやすく、自己保身的な買収防衛策に繋がりがやすいと考えられる。他方、ライツプランの導入した企業が知的資産や人的資本の毀損を防ぐことを目的とすることを示すような結果は得られなかった。

以上をまとめると、わが国企業の買収防衛策の導入は企業価値の毀損を防ぐというよりも寧ろ、経営者の保身を目的としたものである可能性が高いと思われる。これは米国における先行研究においても見られたようにエージェンシー問題を温存させ経営に対する規律を失わせることに繋がる。換言すれば、敵対的買収の脅威による経営者への規律付け効果が後退する可能性を示唆する。

本稿の研究は、企業の特異性と防衛策との関連に焦点を当てたがモデル、サンプルなどについて議論の余地は多い。よってさらなるモデルの精緻化や、様々な角度からの検証が必要とされる。これらは今後の研究課題としたい。

## 参考文献

- Aghion, Philippe and Jean Tirole [1997], "Formal and Real Authority in Organizations," *Journal of Political Economy*, 105-1, pp.1-29
- 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*, 39:3-43
- Datta, Sudip, and Mai Iskandar-Datta [1996] "Takeover defense and effects on securityholders: The case of poison pill adoptions," *Journal of Banking & Finance* 20 1231-1250
- DeAngelo, Harry and Edward M.Rice [1983] "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Economics*, 11: 329-360
- Franks, Julian and Mayer, Colin [1996] "Hostile takeovers and the correction of

- managerial failure," *Journal of Financial Economics*, 1996, Volume 40, Issue 1, 163-181
- Jensen, M. [1988], "Takeovers: Their Causes and Consequences," *Journal of Economic Perspectives*, 2:21-48
- and Meckling, W. [1976] "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360
- Hall, Robert E., and Edward P. Lazear (1984), "The Excess Sensitivity of Layoffs and Quits to Demand," *Journal of Labor Economics*, Vol. 2, No. 2, Essays in Honor of Melvin W. Reder (Apr., 1984), pp. 233-257
- Haan, Marco A., and, Yohanes Riyanto, "The effects of takeover threats on shareholders and firm value," *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 59 (2006) 45-68.
- Kahn, C. and G., Huberman [1988] "Two-sided uncertainty and 'up-or-out' contracts," *Journal of Labor Economics* 6, 423-444
- Malatesta, Paul H. and Ralph A. Walking [1988] "Poison Pill Securities Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 20: 347-376
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R., [1988] "Management ownership and market valuation: an empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315
- Palepu, Krishna G. [1985] "PREDICTING TAKEOVER TARGETS: A Methodological and Empirical Analysis," *Journal of Accounting and Economics* 8 3-35
- Ryngaert, Michael [1988] "The effect of poison pill securities on shareholder wealth," *Journal of Financial Economics*, 20: 377-417
- Scharfstein, David, [1988] "The Disciplinary Role of Takeovers," *Review of Economic Studies*, Blackwell Publishing, vol. 55(2), pages 185-99, April.
- Shleifer, Andrei, and Lawrence Summers [1988] "Breach of trust in hostile takeovers," NBER Working paper series
- Sridharan, U.V., M.R. Reinganum [1995] "Determinants of the Choice of the Hostile Takeover Mechanism: An Empirical Analysis of Tender Offers and Proxy Contests," *Financial Management*, 24:57-68
- 岡田依里 [2005] 「企業評価と知的資産 再考」『JICPA ジャーナル』(2005年4月号)
- 岡田依里・長尾智晴 [2005] 「企業価値を向上させる知的財産マネジメント」『テクノロジーマネジメント』(2005年2月号)
- 経済産業省・企業価値研究会 [2005] 企業価値報告白書
- 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 Series 06-J-008

- 千島昭宏[2006]「株式市場における買収防衛策導入の影響 2005年3月決算企業の実証分析」横浜国立大学国際社会科学研究 第11巻第2号
- 東京証券取引所[2006]「平成17年度株式分布状況の調査」
- 深尾光洋・森田泰子[1997]「企業ガバナンス構造の国際比較」日本経済新聞社
- 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆[2005]「M&Aと被買収企業のパフォーマンス：対日M&Aと国内企業間M&Aの比較」RIETI Discussion Paper Series 06-J-024