

日本企業のコーポレート・ガバナンスと買収防衛策

——金融機関の性格変化を踏まえた実証分析——

福 田 順

I. はじめに

2005年に生じたライブドアとフジテレビによるニッポン放送争奪戦を契機に、日本でも買収防衛策（ライツプラン）の導入が始まった。また、2007年には延期されていた三角合併が解禁された。これは外国企業が日本国内に子会社を設立し、その子会社が親会社の株式を用いて日本企業の株主から株式交換によって株式を取得し、子会社と日本企業を合併させる手法である。日本企業の株価は外国企業に比べて割安であり、日本の経済界では「外資脅威論」が台頭した。三角合併の延期はこのような経済界の要請を受けてのものであり、それもまた、買収防衛策の導入を促進した。

また、前後するが2006年には王子製紙による北越製紙に対する敵対的買収が試みられた（高橋[2007]）。結果は失敗に終わったものの、日本の歴史のある事業会社同士が敵対的買収の当事者となったということで、敵対的買収あるいは買収防衛策に関する世間の関心は一層高くなった。日本はこれまで、企業を「共同体」と捉える考え方が強いと言われてきた（Shishido [2007]）。すなわち、外国人株主や「村上ファンド」のような投資ファンド、あるいはライブドアのような新興企業であればまだしも、日本の伝統的な企業にとってこのような共同体を売買の対象とするのは抵抗があったと考えられる。そのことを踏まえると、王子製紙と北越製紙の攻防は大きな意義を持つと言えるだろう。

また、買収防衛策の導入の可否は毎年6月末に開かれることの多い株主総会の重要な議題の

1つとなった。1990年代以降の日本の企業システムの変容を指摘する研究は多いが¹⁾、買収防衛策の導入はその1つに数えることができよう。このことを反映して、日本でも買収防衛策に関する研究が盛んとなった。

しかしながらその一方で、防衛策の新規導入は2008年後半以降減少しており、現在は防衛策導入を考えていた企業は、ほとんど導入を完了した状況と考えられる。また、外国人株主の持株割合も、2008年にアメリカで生じた金融危機が背景にあるのか、その値の上昇は止まったように思える。このように事態がある程度沈静化した中で、これまで導入された防衛策について分析を行うことは重要と考えられる。特にこの論文では株主構成と買収防衛策の導入の関係について分析を行っている。

この論文の結論を端的に述べると、外国人、事業会社、役員持株割合が大きい企業は防衛策の導入が抑制される一方で、金融機関の持株割合が大きい企業は導入が促進されることが分かった。この際、留意する点は、金融機関の性格が以前と比べて変容している可能性がある、ということである。近年では信託銀行の金融機関における比重が大きくなっている。従来日本のガバナンス研究では金融機関を安定株主として捉えることが多かったが、本稿はこのような分析の枠組みから離れているものとなっている。

先行研究によると、買収防衛策は株価の低下

1) 日本企業の変容については例えばOlcott [2009]、宮島・河西 [2010] がまとめている。

をもたらしがちである、とされている。このため、外国人や事業会社は何らかの形で、企業が防衛策を導入しないように圧力をかけた可能性がある。特に外国人株主はその株式回転率から、買収防衛策が導入されると株式を売却する可能性が高い。その結果、企業は防衛策の導入に当たって、株価の急激な低下という代償を支払わなければならないとなり、導入に踏み切れなくなる。言い換えれば、株式市場を通じて外国人株主が経営者の行動を制約している可能性がある。また、それに加えて、事業会社については安定株主としての機能が期待できるので、事業会社の持株割合が大きい企業は防衛策を導入するインセンティブに乏しいということを反映している可能性もある。

また、本稿の分析では比例ハザード分析の手法を用いている。従来分析では、防衛策を早い段階で導入した企業、遅くなって導入した企業、導入しなかった企業を単一の回帰式のもとで分析することはできなかった。今回、比例ハザード分析を用いたことによって、2005年度から2009年度までに防衛策を導入した企業と、2009年度末に至るまで防衛策を導入しなかった企業をまとめて分析することができるようになった。

本稿の構成は以下のようになっている。続く第Ⅱ節では買収防衛策導入のあり方と防衛策導入が企業価値に与える効果について論じる。第Ⅲ節では日本の防衛策導入の動向についてデータを用いて論じる。第Ⅳ節では買収防衛策の導入要因について、日米の理論研究および実証研究を紹介する。続く第Ⅴ節では分析手法の紹介と分析結果についての考察を行う。最後の第Ⅵ節ではまとめを述べる。

Ⅱ. 買収防衛策について

1. 買収防衛策の導入のあり方

日本では、2005年をはじめに起きたライブドア

とフジテレビによるニッポン放送争奪戦を契機に、買収ルールや買収防衛策に関する法制度を整備する必要があるという認識が高まった²⁾。それを受けて、経済産業省内に設置された企業価値研究会によって「企業価値報告書」(以下「報告書」)が、経済産業省と法務省によって「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」)が、同じ2005年5月27日に公表された。

「報告書」には防衛策の雛形が示されている。そこでは防衛策は「ライツプラン」と称されている。そして「ライツプラン」は第一類型の「事前警告型ライツプラン」、第二類型の「信託型ライツプラン(直接型)」、第三類型の「信託型ライツプラン(SPC型)」と分岐している³⁾。

そもそも株式売買の当事者は株主と買収者であって、会社の取締役は当該取引の当事者ではない。防衛策は第三者間の取引に対する妨害という側面を有する。この意味で買収防衛策は「株式売却妨害策」と言い換えることもできる。株式の所有者は株式であるから、企業の経営者や取締役がその売買を妨害することは、極論すると財産権の侵害とも言える(藤縄[2006])。

このような防衛策を正当化する1つの要因として株主総会での賛成が挙げられる。言い換えると、株主総会における承認の存在は取締役会

2) 実際にはこれ以前から第三者割当増資が買収防衛策の機能を果たしていた(服部[2007])。

3) 具体的には、買収者が取締役の同意なしに一定以上(20%以上など)の買い付けを行う場合、買収者側に十分な情報提供(対価の算定根拠、資金的裏付け、買付後の経営・事業方針等)や時間的猶予(60~90日など)を求めるという「大量買付けルール」をあらかじめ設定しておく。そして、そのルールが遵守されない場合は、新株予約権発行などの対応措置を講ずるという形で運用される。詳細は「企業価値報告書」[参考資料②-1 ライツプランの類型について]を参照。(http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honntai-set.pdf)。2010年9月14日アクセス。

の権限行使の濫用性を否定する要素の1つである。以下では株主総会が買収防衛策の導入および発動にどのように関わっているのか整理する。

藤縄 [2006] は「報告書」, 「指針」, そして防衛策をめぐる裁判所決定の間で, 防衛策についての考え方, 特に株主総会の承認の必要性についての見解に違いがあることを指摘している。

「報告書」では第三者チェック型(独立社外チェック型), 客観的解除要件設定型, 株主総会授権型がそれぞれ適切な防衛策として同列に扱われている⁴⁾。しかし「指針」では株主意思の原則が強調され, 総会授権型が他の2つの類型より上位に置かれている⁵⁾。さらに「指針」公表後に出されたニレコ事件の決定では, 防衛策に何らかの総会承認を求める必要性が「指針」よりも強調されている。

次に, 総会承認の取り方について述べる。信託型ライツプランのように防衛策の設計上, 導入そのものに総会決議が必要な場合がある。この場合, 総会の承認の内容や方式は会社法の定める特定の方式によらざるをえない。それ以外の防衛策においては, 「総会承認」とは以下に述べるように幅のある概念である。

まず, 総会承認の取り方には, 多く分けて①防衛策の導入や発動そのものを直接決議の対象とする直接承認方式と, 取締役の選任議案などを通じて間接的に承認を得る方式がある。そのうち直接承認方式には, ②防衛策の導入や発動を定款上の総会決議事項とする方式と, それ以外の方式⁶⁾がある。また, ③決議の内容には特

別決議と普通決議の選択肢がある。さらに④決議のタイミングとしては有事と平時の選択肢がある⁷⁾。

株主(株主総会)の意思を尊重するという立場をとれば, ①防衛策の導入および発動そのものを, ②定款上の規定に基づく総会議案として, ③特別決議を経ることを, ④有事に行うことが最も望ましいということになると言える(藤縄 [2006])。

次に, 実際に日本企業がどのような方法で防衛策を導入あるいは発動しているのかについて述べる。藤本他 [2008a] は2008年7月までに防衛策を導入した累計570社について分析を行っている。

買収防衛策導入を株主総会の議案として上程された会社は542社(表1の(a)(b)(c)(e))であり, 全体の95.1%と買収防衛策に対する株主意思の確認を株主総会でを行う方法が圧倒的に主流となっている。

次に株主総会の付議方法について述べる。法令または会社の定款規定に基づかない事実上の決議(以下「勧告的決議」という)として上程した会社が284社(49.8%)である。一方, 定款に買収防衛策の導入を株主総会決議事項とす

6) 実務では「勧告的総会決議方式」や「アンケート方式」などと呼ばれている。

7) 一例として, 香田・鈴木・渡辺 [2005] の「株主総会判断型の買収防衛策」がある。この概要は以下の通りである。まず, 平時に取締役会で「取締役会の賛同を得ずに公開買付を行う場合は, 公開買付期間を現行証取法(引用者注: 当時)上の最長期間である60日に設定すること」「20%以上の株式取得を行う場合, または, 結果として20%以上を取得する場合には事前に取締役会の賛同を得ること」という内容のプレス・リリースを行う。そして買収者が出現し, 前述の買収ルールを遵守しない場合は原則として取締役会の判断で防衛策を発動する。一方で, 買収ルールが遵守された場合は, 臨時の株主総会を開催し, 株主の賛同が得られた場合に限り, 防衛策を発動するというものである。

4) 「企業価値報告書(要約)」(<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-houkokusho-youyaku-set.pdf>). 2010年9月13日アクセス。

5) 「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(要約)」(<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-shishinn-youyaku-set.pdf>). 2010年9月13日アクセス。

表1 買収防衛策の導入方法（2008年7月まで）

| 導入方法 | 社数 | 構成比 |
|----------------------------|------|--------|
| (a) 株主総会特別決議（新株予約権有利発行） | 7社 | 1.2% |
| (b) 株主総会特別決議（発行可能株式総数拡大） | 2社 | 0.4% |
| (c) 株主総会特別決議（定款規定設置）+ 普通決議 | 249社 | 43.7% |
| (d) 取締役選任議案に防衛策に同意している旨記載 | 13社 | 2.3% |
| (e) 株主総会決議〈勧告的決議〉 | 284社 | 49.8% |
| (f) 取締役決議のみ | 15社 | 2.6% |
| 計 | 570社 | 100.0% |

出所：藤本他 [2008a]

ることができる趣旨の規定を設けた上で、当該規定に基づき株主総会で承認決議を行った会社は249社（43.7%）である。一方で、1年前の2007年7月における勧告的決議と定款規定に基づく決議の割合はそれぞれ52.0%、32.0%である。

藤本他 [2008a] はこのように構成比が変化した背景にはブルドッグソース事件下級審における判決があると考えている。この判決では株主総会の特別決議を経た場合、差別的行使条件や取得条項の付された新株予約権無償割当ては株主平等原則に反しないとされた。このことを踏まえ、日本企業で買収防衛策の法的安定性を高める目的で定款規定の設置が進んだと藤本らは考えている。

次に買収防衛策発動時の手続きについて述べる。有事における防衛策の発動時に株主意思の確認を行う企業は160社（事前警告型28.5%、1年前の段階では8.4%）であった。2007年8月から2008年7月までの導入企業に限定すると94社（45.9%）と約半数を占めている。ブルドッグソース事件の最高裁において発動が容認される理由付けの1つとして、発動において83.4%の株主が総会で賛同したことが原因と考えられる（藤本他 [2008a]）。

このように日本では買収防衛策導入に当たってはほとんどの企業が何らかの形で株主意思の確認を行い、発動に当たっても株主意思の確認

を行う企業が増加しつつあるということが言える。

2. 買収防衛策が企業に与える影響

買収防衛策が企業にもたらす効果については、理論的には以下のようなものが考えられる。まず、防衛策導入のマイナス面としては①経営者の規律が失われる、②シナジー効果や効率化に資するM&Aが阻害される、③株主にとって（有利な価格で）売る機会が失われるという点が挙げられる。次に、プラス面としては④企業のステークホルダー（従業員、取引先等）の関係特殊的投資を促進あるいは維持する、⑤経営者が長期的視点に立った戦略を取りやすくなる、⑥買収時の値段を釣り上げるのに役立つ、といった点が挙げられる。

アメリカでは1982年に初めて買収防衛策（ライツプラン）が登場し、以降80年代後半にかけて急速に普及した。それを受けて、株価への影響に関する実証研究も活発に行われるようになった。多くの研究はイベント・スタディの手法により、防衛策の導入に関する情報開示がなされる前後における短期間の株価変化を分析している（竹村・白須・川北 [2010]）。

アメリカにおいて1986年までの導入企業を対象とした分析には以下のようなものがある。Malatesta and Walking [1988] は防衛策導入が一般的に株価にとってマイナスであることを

示している。加えて、Ryngaert [1988] は買収がすでに進行中の場合や役員の持株割合が低い場合に導入すると、マイナスの影響が大きくなることを示している。一方で、1998年までの導入企業の分析では Heron and Lie [2006] が株価に対しては有意な結果は得られなかったことを示している。

一方日本においてもアメリカ同様、イベント・スタディの手法を用いた分析が行われている。短期的な超過収益率を用いた分析としては千島 [2006]、岡田・窪井 [2007]、広瀬・藤田・柳川 [2007] が挙げられる。千島 [2006] は2005年導入企業に対してマイナスの影響があったとしている一方、岡田・窪井 [2007] は2006年までの導入企業に対して有意な影響はなかったとしている。また、広瀬・藤田・柳川 [2007] は2005年導入企業に対してはマイナスの影響があったが、2006年導入企業に対しては有意な影響はなしという結果を示している。

竹村・白須・川北 [2010] はこのような議論を念頭に置いた上で買収防衛策の導入が中期的に株価収益率に与える影響を分析した。なお、使用したデータは2005年度から2007年度のデータである。分析の結果、株式市場は防衛策を導入した企業を全般的に低く評価していることが明らかになった。さらに、持ち合い比率が高く防衛策導入の必要性が低い企業が導入すると株価へのマイナスの影響の度合いが大きいことも明らかになった。

以上まとめると、日本において買収防衛策の導入には株価の低下というマイナスの要素がつきまとうと考えられる。

Ⅲ. 買収防衛策の導入動向

日本の買収防衛策の直近の状況は藤本他 [2009] に詳しい。

それによると、2009年7月までに買収防衛策の導入を開示した企業は累計で609社であり、

そのうち買収防衛策を廃止・非継続とした企業は累計で42社である。よって2009年7月時点で買収防衛策を導入している企業は567社である。

次に、買収防衛策についての時系列データを図1に示す。

新規導入数は06年7月までは154、06年8月から07年7月までは227、07年8月から08年7月までは207、08年8月から09年7月までは21と推移した。また累計数はそれぞれ、154、381、570、567と推移しており、新規導入数の減少に応じて累計数もわずかであるが、減少していることが分かる。

この理由について藤本他 [2009] は証券市場一部上場企業における買収防衛策の導入比率は約24%に達し、必要性を感じる企業の導入が一段落したことに加え、世界的な金融危機を背景に投資ファンドから企業経営者に対する働きかけが減少傾向にあったことなどを挙げている。

また2008年8月から2009年7月にかけて（以下「調査期間」と呼称）防衛策の有効期間の満了を迎えたのは167社であり、そのうち15社が防衛策を廃止した。

なお買収防衛策の類型について、調査期間中に新規導入した21社と更新した152社の計173社について見ていくと、信託型ライセンス型は1社であり残りはすべて事前警告型であった。

次に、買収防衛策導入企業を産業別により細かく見ていく。表2に2006年7月末、2007年7月末、2008年7月末時点での防衛策導入企業数および導入比率を産業別に示した。前述の通り、2008年8月以降は買収防衛策の新規導入が大きく減少したのでこれ以降のデータは省略した。なおここでは、既存の防衛策を更新した企業は重複してカウントすることはせず、1社として取り扱っている。

表2ではそれぞれの時点で導入比率が上位5位以内、および10位以内の産業のセルを塗り

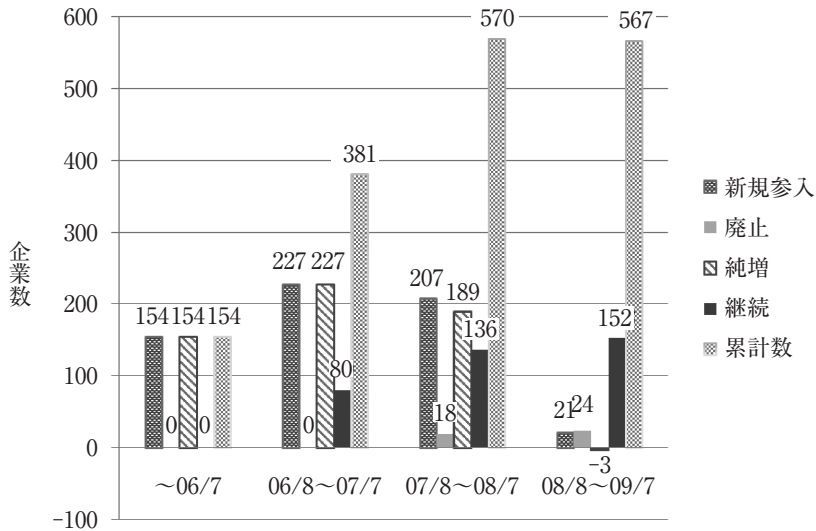


図1 買収防衛策導入社数の推移

注：「累計数」は前期の「累計数」と「純増」の和である。「純増」は「新規導入」と「廃止」の差となっている。

出所：藤本・茂木・谷野 [2006]，藤本他 [2007, 2008a, 2008b, 2009]。

つぶしている。化学、鉄鋼、精密機器、その他製品、陸運はすべての時期において導入比率で上位10位以内に入っていることが分かる。

化学が当初から防衛策導入比率が高いのは、2003年12月に起こった米投資ファンド「スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド（以下スティール）」によって、東証2部上場のユシロ化学工業に対する本格的な敵対的買収が行われたことが理由として考えられる。この事件の後、同業他社が危機感から後追的に防衛策を導入した可能性が高い。

また、陸運については村上ファンドによる阪神電鉄株の買い占め、鉄鋼についてはミタルスチールによるアルセロールの買収など、社会的に注目を浴びた買収劇を経験しているという特徴がある（藤本・茂木・谷野 [2006]，川本 [2007]）。

加えて、2006年8月から2007年7月までの間に導入比率が急激に上昇した産業も存在する。それは食品、パルプ・紙、ゴム製品である。

食品については2006年10月にスティールが明星食品に対して敵対的買収を仕掛けたこと、および2007年5月に同じくスティールがブル

ドッグソースに対して敵対的買収を仕掛けたことが大きく影響していると思われる。同じく、パルプ・紙については2006年8月に王子製紙が北越製紙に対して敵対的買収を仕掛けたことが大きく影響していると考えられる⁸⁾。

以上のことから分かるように、買収防衛策の導入は同業他社の動向が大きな役割を果たしているものと思われる。

IV. 買収防衛策の導入要因

ここでは、買収防衛策の導入要因に関する日米の理論研究および実証研究を紹介する。まずは株主構成に関する研究を紹介し、次に財務的要因に関する研究について紹介する。

1. 株主構成と買収防衛策

「I. はじめに」で述べたように、日本の上場企業の株主構成において、外国人持株割合は上昇の一途をたどってきたが、ごく最近ではその

8) 詳しい経過は高橋 [2007] を参照。

表2 買収防衛策導入社数の推移（業種別）

| | 2006年7月末時点 | | 2007年7月末時点 | | 2008年7月末時点 | |
|------------|------------|-------|------------|-------|------------|-------|
| | 導入社数 | 導入比率 | 導入社数 | 導入比率 | 導入社数 | 導入比率 |
| 水産・農林業 | 1社 | 9.1% | 1社 | 9.1% | 1社 | 10.0% |
| 鉱業 | 0社 | 0.0% | | | 2社 | 28.6% |
| 建設業 | 2社 | 0.9% | 7社 | 3.2% | 14社 | 6.5% |
| 食品業 | 9社 | 5.7% | 26社 | 17.0% | 42社 | 28.6% |
| 繊維製品 | 5社 | 5.7% | 9社 | 11.1% | 14社 | 18.4% |
| パルプ・紙 | 1社 | 3.4% | 6社 | 22.2% | 8社 | 29.6% |
| 化学 | 14社 | 6.4% | 34社 | 15.7% | 57社 | 25.7% |
| 医薬品 | 4社 | 7.5% | 9社 | 17.3% | 11社 | 20.8% |
| 石油・石炭製品 | 1社 | 7.7% | 1社 | 7.1% | 1社 | 6.7% |
| ゴム製品 | 0社 | 0.0% | 4社 | 19.0% | 5社 | 23.8% |
| ガラス・土石製品 | 2社 | 2.7% | 8社 | 11.1% | 17社 | 24.3% |
| 鉄鋼 | 7社 | 12.5% | 16社 | 28.6% | 22社 | 38.6% |
| 非鉄製品 | 3社 | 7.1% | 8社 | 18.6% | 7社 | 17.9% |
| 金属製品 | 5社 | 5.0% | 11社 | 11.2% | 19社 | 19.0% |
| 機械 | 11社 | 4.4% | 25社 | 10.0% | 53社 | 20.9% |
| 電気機器 | 12社 | 3.9% | 31社 | 10.0% | 51社 | 16.5% |
| 輸送用機器 | 5社 | 4.7% | 9社 | 8.5% | 14社 | 13.2% |
| 精密機器 | 4社 | 7.7% | 12社 | 22.6% | 16社 | 30.8% |
| その他製品 | 10社 | 8.7% | 25社 | 21.4% | 31社 | 26.3% |
| 電気・ガス業 | 1社 | 4.0% | 1社 | 4.0% | 1社 | 4.0% |
| 陸運業 | 9社 | 13.2% | 14社 | 21.2% | 19社 | 29.2% |
| 海運業 | 2社 | 11% | 2社 | 11.1% | 4社 | 22.2% |
| 空運業 | 0社 | 0.0% | | | | |
| 倉庫・運輸関連業 | 1社 | 2.3% | 3社 | 6.8% | 5社 | 11.1% |
| 情報・通信業 | 16社 | 4.7% | 31社 | 8.6% | 35社 | 9.5% |
| 卸売業 | 8社 | 2.0% | 22社 | 5.6% | 32社 | 8.4% |
| 小売業 | 8社 | 2.1% | 26社 | 6.6% | 34社 | 8.7% |
| 銀行業 | 0社 | 0.0% | | | | |
| 証券・商品先物取引業 | 1社 | 2.4% | 4社 | 10.0% | 4社 | 9.8% |
| 保険業 | 0社 | 0.0% | | | | |
| その他金融業 | 0社 | 0.0% | 1社 | 1.8% | 1社 | 1.8% |
| 不動産業 | 1社 | 0.8% | 7社 | 5.3% | 14社 | 9.8% |
| サービス業 | 11社 | 3.2% | 28社 | 7.5% | 36社 | 9.4% |
| 計 | 154社 | 4.0% | 381社 | 9.7% | 570社 | 14.6% |

注：導入社数は区分ごとの買収防衛策導入社数、導入比率は区分ごとの全上場企業数に対する買収防衛策導入社数の比率である。区分は東証産業分類による。

出所：藤本・茂木・谷野 [2006]、藤本他 [2007, 2008a]。

上昇は止まったように思える。これは2008年にアメリカで発生した金融危機が原因として考えられる。

また、従来の日本のコーポレート・ガバナンスの研究では金融機関を「安定株主」として扱う研究が主流であった。また、買収防衛策に関する研究でも例えば川本〔2007〕は金融機関を安定株主として取り扱っている。しかしながら、本稿では、金融機関に別の性格付けを行って論を進めることにしたい。

というのも、従来安定株主としてイメージされてきた、具体的にはメインバンクとして機能しうる都銀・地銀は金融機関の中でその存在感を低下させているからである。それに代わって近年では信託銀行が存在感を増している⁹⁾。東証などが公表している「平成21年度株式分布状況調査の調査結果について」によると、日本

の上場企業全体では、時価ベースの持株割合が1999年3月の時点では「都銀・地銀等」の持株割合が13.7%、「信託銀行」の持株割合が13.5%であったのに対し、2010年の3月の時点ではそれぞれ4.3%、18.4%へと変化している¹⁰⁾。詳しい推移は図3に示す。

次にこれらの株主の性格の違いの一端を示してみたい。ここではそれぞれの株主の株式回転率（＝2009年の売買高/2009年度末の株式保有額）を比較してみる。株式回転率が低い株主は売買の頻度が小さく、安定株主であると言える。値を示すと、金融機関全体では0.41、都銀・地銀等は0.06、信託銀行は0.62であった。つまり信託銀行の株式回転率は都銀・地銀等の10倍である。少なくとも株式の売買頻度という観点からは都銀・地銀等と信託銀行を同じカテゴリで扱うのは無理があると考えられる。

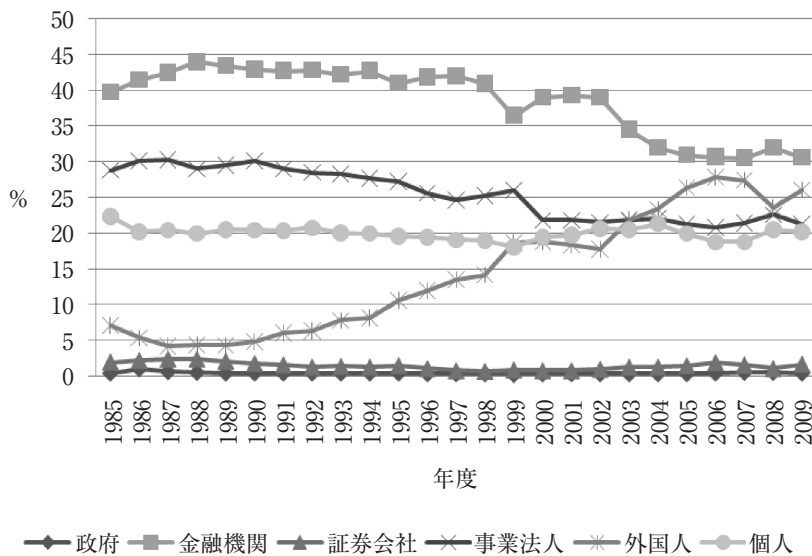


図2 日本企業の株主構成

注：値は金額ベース。

出所：東証他「平成21年度株式分布状況調査の調査結果について」

9) 金融機関は都銀・地銀等、信託銀行、投資信託、年金信託、生命保険会社、損害保険会社、その他の金融機関で構成されている。なお、投資信託と年金信託の値は信託銀行に含まれている。

10) <http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/b7gie6000000508d-att/bunpu2009.pdf>. 2010年9月15日アクセス。

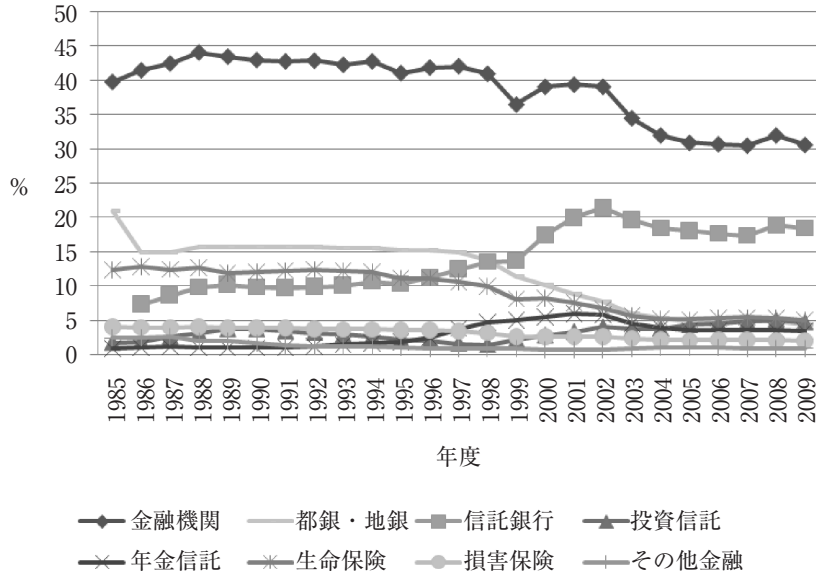


図3 金融機関持株割合とその内部構成の推移

注：投資信託および年金信託の値は都銀・地銀等もしくは信託銀行に含まれている。
信託銀行の値は1986年度から集計されている。なお、値は金額ベースである。

出所：図2に同じ。

なお、他の株主の株式回転率について述べると、投資信託は1.02、事業会社が0.11、外国人が3.00、個人が2.13であった¹¹⁾。外国人の株式回転率は信託銀行に比べてさらに高い。以上のことから金融機関は、事業会社や都銀・地銀と外国人や投資信託との間に位置する存在であると言える。

このように機関投資家は株式回転率が高く、その分敵対的買収に応じやすいと考えられる。そこで、機関投資家の持株割合が大きい企業は防衛策を導入しやすいという仮説が成り立つ (Mallette and Fowler [1992], Davis and Stout [1992])。しかしながら一方で、機関投資家は

買収防衛策の導入に否定的な態度をとるので、逆に防衛策は導入しにくいという仮説も成り立つ (Sundaramurthy [1996])。

アメリカの実証分析では機関投資家持株割合の高い企業ほど防衛策を導入しやすいという結果が多い (Strong and Meyer [1990], Davis [1991], Mallette and Fowler [1992], Davis and Greve [1997], Danielson and Karpoff [1998])。しかしその一方で、Sundaramurthy [1996] では機関投資家持株割合は防衛策導入に有意な影響を与えなかった。

日本の実証研究では川本 [2007]、滝澤・鶴・細野 [2007] が機関投資家持株割合の高い企業ほど防衛策を導入しやすいことを明らかにした¹²⁾。また、Arikawa and Mitsusada [2008] は

11) データは東京証券取引所のサイトから採取した。売買高は東証・大証・名証の第1部および第2部の値である。また所有株式価格は全社ベースの値である (<http://www.tse.or.jp/market/data/sector/index.html> および <http://www.tse.or.jp/market/data/examination/distribute/index.html>)。ともに2010年9月13日アクセス。

12) 川本 [2007] における機関投資家は外国人・投資信託・年金信託の合計値であり、滝澤・鶴・細野 [2007] における機関投資家は外国人・信託・生保の合計値である。

外国人持株割合が全サンプルの中央値より高く、なおかつ33%より小さい企業は買収防衛策を導入しやすいことを明らかにした¹³⁾。その一方で、広瀬 [2008] は外国人持株割合と防衛策導入の間に有意な関係を見出さなかった。

まとめると、機関投資家、すなわち外国人や投資信託は防衛策の導入を促進するものと考えられる。

一方、先に示した株式回転率から、事業会社と都銀・地銀は安定株主としての性格を備えていると言ってよい。実際には都銀・地銀そのもののデータを採取することはできないので、本稿における安定株主は事業会社のみになる。

安定株主もしくは持ち合い株主の持株割合が大きい企業は、すでに敵対的買収のリスクが小さい。よって買収防衛策導入に魅力を感じないかもしれない。加えて、時価会計が導入された現在、安定株主も保有株式の価格動向に敏感になり、機関投資家ほどではないにせよ、防衛策の導入に否定的な態度をとる可能性もある。以上のことを踏まえると、安定株主は防衛策を抑制すると考えられる。しかしながら、持ち合いに積極的な企業は敵対的買収に敏感であり、同時並行的に防衛策の導入を図るという見方でもできる¹⁴⁾。

日本の実証研究では川本 [2007]、滝澤・鶴・細野 [2007] が安定株主の持株割合が高い企業

ほど、防衛策を導入しやすいことを示した¹⁵⁾。しかしながら一方で、広瀬 [2008] は安定株主の持株割合が高い企業ほど防衛策を導入しにくいこと、および金融機関の持株割合が高い企業ほど防衛策を導入しやすいことを示した¹⁶⁾。

以上まとめると安定株主の効果は一概には言えない。また、先行研究では安定株主の定義が事業会社に限定されているわけではないことも注意を要する。また、信託銀行の持株割合の増加を考慮すると、金融機関の性格は機関投資家に近くなっていると考えられる。

次に、経営者の持株比率が低い場合、その他の株主との利害対立が大きくなり、防衛策を導入しやすくなるという考え方がある (Malatesta and Walkling [1988], Davis [1991], Mallette and Fowler [1992])。しかしながら、一方で所有する株式が多い経営者は保身欲求が強く、むしろそのような経営者こそ防衛策の導入を望むとも考えられる (Demsetz [1983], Fama and Jensen [1983])。

アメリカでは多くの実証研究で経営者の持株割合が低いほど防衛策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])¹⁷⁾。ま

13) 株式の3分の1を取得している株主は株主総会の特別決議の際に拒否権を行使することができ、そのため経営に深く関与していると考えられる。Arikawa and Mitsusada [2008] は持株割合が33%を超えることで外国人株主の行動が変化すると考えたので、このような処理を行っている。

14) たとえば、国際的な業界再編圧力に直面していた新日本製鉄・住友金属工業・神戸製鋼所の鉄鋼3社は2006年3月に株式持ち合いの強化、買収発生時の相互協力の構想を発表して注目を集めた。しかしながら一方で、事前警告型の買収防衛策の導入も行っている (川本[2007])。

15) 川本 [2007] における安定株主は事業会社・金融機関の合計値であり、滝澤・鶴・細野 [2007] における安定株主は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) である。

16) 広瀬 [2008] の安定株主の定義は野村証券のRussel/Nomuraに基づく。

17) 一方で、Sundaramurthy [1996] は、経営者の持株割合と買収防衛策導入の関係を、経営者の持株割合と企業価値のU字型の関係 (Morck, Shleifer and Vishny [1988]) になぞらえ、その割合が低い時は割合が大きくなると防衛策が導入されにくくなるものの、経営者の持株割合が一定の高い水準に達すると、その割合が高くなるほど、防衛策が導入されやすくなることを示した。

た日本でも、滝澤・鶴・細野 [2007], Arikawa and Mitsusada [2008] は経営者の持株割合が低いほど防衛策を導入しやすいことを明らかにしており、アメリカでの実証研究と整合的である。

2. 財務的要因と買収防衛策

アメリカでは Malatesta and Walkling [1988] によって、80年代半ばに防衛策を導入した企業の1年前の収益率は、産業平均に比べて有意に低いことが示されている。このことから、ROAなどの収益性が低い企業は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に買収されやすく、買収防衛策を導入しやすいと考えられる¹⁸⁾。日本の実証研究でも、川本 [2007] がROEの低い企業ほど取締役会の判断で防衛策を導入しやすいことを示しており、Malatesta and Walkling [1988] と整合的である。

また、流動資産比率が高い企業は Jensen [1986] が指摘するように、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、経営者による非効率的な投資の原因となりうる。このような企業は経営者の交代による経営の改善が見込まれるので買収の対象となりやすく、買収防衛策を導入しやすいと考えられる。実際、日本企業については滝澤・鶴・細野 [2007] が流動性資産比率の高い企業は防衛策を導入しやすいことを示している。

また、Jensen [1989] によると、アメリカでの敵対的買収の主な目的の1つは、自己資本比率の高い企業に対し、自己資本比率を引き下げさせ、フリー・キャッシュフローを再配分させることである。つまり、自己資本比率の高い企業は敵対的買収の標的にされやすいことを意味

している。このことは、アメリカでは Davis and Stout [1992], 日本では胥 [2007], 滝澤・鶴・細野 [2007] などが実証している。自己資本比率が高い企業は買収防衛策を導入するインセンティブが高いと言える。

また、買収防衛策を導入する際のコストは企業の規模に関わらずほぼ一定と考えられるので、相対的にコストが割安な大企業は防衛策を導入しやすいと言える。実際 Comment and Schwert [1995] は資産規模が大きな企業が防衛策を導入する傾向にあることを指摘している。

また、人的資産の蓄積が大きい企業、もしくは人的資産への依存が強い企業は敵対的買収に警戒的であると考えられる。川本 [2007] は労働分配率と防衛策導入の関係を分析した。その結果、労働分配率と防衛策の間には有意な関連を見出せなかった。

V. 実証分析

本稿の実証分析で用いるデータは東証分類で銀行、証券、保険、その他金融に属する企業を除く、2010年3月31日の時点でジャスダックを除くいずれかの株式市場に上場していた企業である。独立変数には2005年3月期決算時のものを用いる。なおデータの収集に当たっては、買収防衛策についてはレコフ社が発行している雑誌『MARR』に掲載されているデータを用いた。他のデータは日経 NEEDS Financial の企業財務データの単独決算のデータを用いた。

分析には比例ハザード分析を用いる。この手法は、ある事象が起こった群と起こらない群の2群に対して、多変量による複数の変数の影響を時間的な要素を考慮して解析することができる。比例ハザード分析を実行すると、ハザード比 (hazard ratio) という指標を得ることができる。これは、独立変数が1単位増加するときの

18) ただし、Mallette and Fowler [1992] は80年代末においては、ROEと防衛策に有意な関係を見出さなかった。

事象発生（この分析では防衛策導入の発表）までの時間が何倍変化するかを表す。つまり、ハザード比が1より大きければ、その独立変数の値が大きくなることによって事象がより早く発生しやすくなることを意味する¹⁹⁾。

この分析では防衛策導入発表までの期間設定を行う必要がある。そこで2006年3月までに防衛策を導入した場合は1年、そこから2007年3月までに導入した場合は2年を要したとみなすことにした。よって、2009年4月から2010年3月までに導入を発表した場合は導入に5年要したことになる。また、一度導入を発表した企業は、仮に防衛策を廃止しても再び未導入企業に戻すことなく分析を行った。なお分析に当たってはSPSS18.0を用いた。

比例ハザード分析の手法を用いて分析を行う意義は以下のようなものである。既存の防衛策に関する研究で複数年に渡って分析を行ったものとしては滝澤・鶴・細野 [2007]、広瀬 [2008]、Arikawa and Mitsusada [2008] がある。例えば広瀬 [2008] は2005年導入企業と2006年導入企業でデータを分割し、防衛策を導入しなかった企業とそうでない企業の違いを明らかにするというスタイルを採用している²⁰⁾。そして2006年導入企業の分析では、2005年度にすでに防衛策を導入している企業がサンプルから除いている。この結果2006年の分析で用いたサンプルにはバイアスが発生しているものと思われる。比例ハザード分析のメリットは、初期に防衛策を導入した企業、後になって防衛策を導入した企業、防衛策を最後まで導入しなかった

企業のすべてを同じ回帰式の中で分析できるところにある。

独立変数は、株主構成としては事業会社、金融機関、外国人、役員、投資信託の持株割合である。なお、日経 NEED Financial のデータにおいては、投資信託の持株数は金融機関に含まれている。そこで、実際の分析では金融機関の持株割合は投資信託の持株割合の値を除いた引いたものを用いている²¹⁾。また、財務要因としては企業規模（資産合計の対数値）、流動資産比率、ROA（営業利益÷資産合計）、1人当たり賃金（対数値）、自己資本比率である。他に産業ダミーも独立変数に加える。

分析に当たっての仮説をもう一度確認しておく。機関投資家はこれまでの実証分析の結果から、防衛策導入を促進するものと思われる。機関投資家には外国人、投資信託が含まれる。また金融機関も防衛策導入を促進すると思われる。一方役員は防衛策導入を抑制するものと思われる。また、安定株主は先行研究からは防衛策導入を促進するとも抑制するとも一概に言えない。本稿では事業会社を安定株主として扱う。

分析の結果は表3に示した。その結果を端的に述べると金融機関が企業の買収防衛策の導入を促進する一方で、役員、事業会社、外国人は企業の防衛策導入を抑制することが分かった。一方で、投資信託は防衛策の導入に有意な影響は確認できなかった。また、株主構成以外の財務的要因は防衛策の導入について有意な影響は確認できなかった。

なお表3では省略したが、陸運業をベースとした場合、医薬品、卸売、建設、繊維、倉庫・輸送、電気・ガス、電気機器、輸送用機器で防衛策導入が10%以下の有意水準で遅れていた。

19) 「統計解析道工具箱」(<http://c4s.blog72.fc2.com/blog-entry-61.html>)。2010年9月7日アクセス。

20) 滝澤・鶴・細野 [2007] および Arikawa and Mitsusada [2008] はこの点についてどのように処理しているのか明らかではない。また、広瀬 [2008] は2005年については買収防衛策として機能しうる定款変更を行った企業も導入企業として扱っている。

21) もっとも、投資信託の持株割合を金融機関の持株割合から除かずに分析を行った場合でも、分析結果にはほとんど違いは生じなかった。

表3 買収防衛策の導入要因（比例ハザード分析の結果）

| | 偏回帰係数 | 有意確率(p) | ハザード比 | 95%の信頼区間 | |
|----------------|--------|---------|--------|----------|--------|
| | | | | 下限 | 上限 |
| 企業規模 | 0.047 | 0.380 | 1.048 | 0.943 | 1.165 |
| 流動資産比率 | -0.086 | 0.806 | 0.918 | 0.462 | 1.821 |
| ROA | 1.050 | 0.349 | 2.856 | 0.318 | 25.634 |
| 1人当たり賃金 | 0.120 | 0.122 | 1.127 | 0.968 | 1.312 |
| 自己資本比率 | 0.004 | 0.178 | 1.004 | 0.998 | 1.009 |
| 投資信託持株割合 | 1.735 | 0.149 | 5.670 | 0.538 | 59.758 |
| 役員持株割合 | -3.961 | 0.000 | 0.019 | 0.003 | 0.116 |
| 金融機関持株割合 | 2.983 | 0.000 | 19.753 | 7.043 | 55.397 |
| 事業会社持株割合 | -2.965 | 0.000 | 0.052 | 0.022 | 0.124 |
| 外国人持株割合 | -1.293 | 0.056 | 0.274 | 0.073 | 1.032 |
| 産業ダミー | Yes | | | | |
| 企業数 | 1752 | | | | |
| 導入数 | 422 | | | | |
| -2対数尤度 | 5882.0 | | | | |
| χ^2 二乗統計量 | 333.2 | | | | |
| P値 | 0.000 | | | | |

出所：筆者作成。

表2で示した通り、これらの産業は防衛策導入に熱心ではない産業である。よって表3で示された結果は表2とかなりの程度整合的と言える。このことから防衛策の導入の時期は企業の財務的な要因よりも、株主との関係のあり方や同業他社の動向によって決定されると考えられる。

以下それぞれの株主の効果について詳述する。

金融機関については防衛策導入を促進するという結果が得られた。これは同じく金融機関と買収防衛策の関係を分析した広瀬 [2008] の分析結果と整合的である。

また役員についてはアメリカでの実証研究や滝澤・鶴・細野 [2007]、Arikawa and Mitsusada [2008] が示唆するところと同じく、防衛策導入を遅くするという結果が得られた。今回

の分析では東証マザーズなどに上場している新興企業も含まれる。このような企業は株主と経営者の利害が一致しており、敵対的買収のリスクも小さいので、防衛策を導入するインセンティブが少ないと考えられる。

一方事業会社については防衛策導入を遅くするという結果が得られた。これは川本 [2007]、滝澤・鶴・細野 [2007] の結果とは異なる一方、広瀬 [2008] の結果とは整合的である。

さらに外国人については川本 [2007]、滝澤・鶴・細野 [2007] の実証分析の結果とは異なり、防衛策導入を遅らせていた。これは Sundaramurthy [1996] の仮説と整合的である。

本稿ではこれまでの金融機関と事業会社を安定株主とみなす従来の枠組みから距離をとる一方で、金融機関は機関投資家にある程度似た性格を持つとみなして分析を行った。しかし、結

果としては事業会社と外国人が防衛策の導入を遅らせる一方で、金融機関は防衛策の導入を早めていた。このことは以下のように解釈することができる。

まず、安定株主として機能することが期待できる事業会社の持株割合が大きい企業にとっては、株価にマイナスになりがちな買収防衛策をあえて導入する必要性に乏しい。むしろ、防衛策導入による保有株式の株価下落を嫌いさえするかもしれない。また、外国人の持株割合が大きい企業は買収防衛策を導入しようとした場合、Sundaramurthy [1996] が指摘したように株主からの強い反発、さらには株式の売却による株価の急落が予想されるので導入は難しい。つまり、株式市場を通じて、外国人株主が経営者の行動を制約している可能性がある。

一方、金融機関の持株割合が大きい企業が買収防衛策を導入するメリットは、安定株主として期待できる事業会社の持株割合が大きい企業に比べると、大きいと考えられる。その一方で、株式回転率の違いから想像できるように、金融機関の持株割合が大きい企業が防衛策を導入するに当たっての困難は、外国人の持株割合が大きい企業に比べると小さいと考えられる。結果として事業会社と外国人が、理由は異なる可能性があるものの買収防衛策導入を抑制し、金融機関が防衛策導入を促進するという結論が得られたと考えられる。

各株主についての仮説と結果は表4にまとめて示した。

表4 買収防衛策に対する効果

| | | 予想 | 結論 |
|-------|------|----|----|
| 経営者 | 役員 | 抑制 | 抑制 |
| 安定株主 | 事業会社 | 不明 | 抑制 |
| 金融機関 | | 促進 | 促進 |
| 機関投資家 | 投資信託 | 促進 | 不明 |
| | 外国人 | 促進 | 抑制 |

出所：筆者作成。

VI. まとめ

まず、本稿の結果を簡潔にまとめてみる。

買収防衛策の導入に当たっては財務的要素の効果は確認されない一方で、株主構成や同業他社の動向が有意な影響を与えることが分かった。

また、事業会社と外国人は、そのプロセスは異なるものの、買収防衛策導入に対して抑制効果を持っている。一方で、その中間的な存在とも言える金融機関は買収防衛策導入を促進している。

これは以下のように解釈できる。まず、外国人は株価の下落をもたらす可能性が高い買収防衛策の導入に批判的である。また、事業会社も同じ理由で、外国人株主ほどではないにせよ防衛策の導入に批判的である可能性がある。特に、株式の株式回転率が高い外国人株主については、株式市場を通じて経営者の行動を制約している可能性がある。逆に、事業会社は安定株主としての機能が期待されているので、事業会社持株割合が高い企業はあえて防衛策を導入する必要性に乏しいとも考えられる。その一方で、信託銀行の持株割合が増えた金融機関は、安定株主としての機能は期待されない一方、外国人株主に比べると防衛策導入に批判的ではない。よってこのような結果が得られたと解釈できる。

一方で、今後の課題として以下の点を挙げておく。まず、金融機関が防衛策導入を促進しているのは、事業会社に比べると安定株主としての期待はされていない一方、外国人に比べると導入に当たっての反発は小さいから、という理由付けが本稿では採用されている。しかし、これを示す傍証は現在のところ株式回転率のみであり、特に信託銀行の性格について分析する必要がある。また、従業員持株会、取引先持株会、あるいは創業者一族が企業の大株主である場合、買収防衛策の導入に何らかの影響を与えて

いる可能性もある。この点はまだ分析されていないので今後の課題としたい。

参考文献

- 岡田克彦・窪井 悟 [2007]「日本企業の敵対的買収防衛策導入と企業価値」日本ファイナンス学会報告論文.
- 川本真哉 [2007]「日本企業における敵対的買収防衛策の導入要因」『証券経済研究』No. 59, pp. 123-141.
- 香田温子・鈴木賢一郎・渡辺奈津子 [2005]『株主総会判断型の買収防衛策—株主・対象会社・買収者にとってフェアな買収防衛策の試案—』『旬刊商事法務』No. 1752, pp. 33-43.
- 高橋文郎 [2007]「王子製紙の北越製紙に対する敵対的TOB—事実経過と残された論点」新井富雄・日本経済研究センター編『検証日本の敵対的買収』日本経済新聞社, 第2章, pp. 33-56.
- 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』07-J-033.
- 竹村 泰・白須洋子・川北秀隆 [2010]「買収防衛策導入の株価の影響について」金融庁金融研究研修センター『FSA リサーチ・レビュー』No. 6, pp. 158-173.
- 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」『横浜国際社会科学研究所』Vol. 11, No. 2, pp. 37-50.
- 対馬栄輝 [2008]『SPSS で学ぶ医療系多変量データ解析—分析内容の理解と手順解説, バランスのとれた医療統計入門』東京図書.
- 服部暢達 [2007]「買収防衛策 残された論点」新井富雄・日本経済研究センター編, 前掲書, 第3章, pp. 58-102.
- 広瀬純夫 [2008]「日本における敵対的買収導入の特徴—防衛策導入の初期の状況」『日本労働研究雑誌』No. 570, pp. 4-13.
- 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 COESOFTLAW—2007—9』.
- 藤縄憲一 [2006]「再検証・日本法下の買収防衛策論—取締役会導入型防衛策の可能性と限界—」『旬刊商事法務』No. 1755, pp. 30-36.
- 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」『旬刊商事法務』No. 1776, pp. 46-58.
- 藤本 周・茂木美樹・佐々木真吾・谷野耕司 [2007]「敵対的買収防衛策の導入状況—二〇〇七年六月総会を踏まえて—」『旬刊商事法務』No. 1809, pp. 31-46.
- 藤本 周・茂木美樹・谷野耕司・佐々木真吾 [2008a]「敵対的買収防衛策の導入状況 [上]—二〇〇八年六月総会を踏まえて—」『旬刊商事法務』No. 1843, pp. 42-53.
- 藤本 周・茂木美樹・谷野耕司・佐々木真吾 [2008b]「敵対的買収防衛策の導入状況 [下]—二〇〇八年六月総会を踏まえて—」『旬刊商事法務』No. 1844, pp. 11-17.
- 藤本 周・茂木美樹・谷野耕司・佐々木真吾 [2009]「敵対的買収防衛策の導入状況—二〇〇九年六月総会を踏まえて—」『旬刊商事法務』No. 1877, pp. 12-23.
- 宮島英昭・河西卓弥 [2008]「金融システムと企業統治—日本型企業システムの多元的進化—」橘川武郎・久保文克編『グローバル化と日本型企業システムの変容 1985~2008 (講座・日本経営史第6巻)』ミネルヴァ書房, 第4章, pp. 105-156.
- 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『日本のM&A』東洋経済新報社, 第6章, pp. 197-221.
- Arikawa, Y. and Y. Mitsusada [2008] “The Adoption of Poison Pills and Managerial Entrenchment: Evidence from Japan,” *REITI Discussion Paper Series*, 08-E006.
- 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. 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.

- I, 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 Consequence," *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-1177.
- Fama, E. and M. Jensen [1983] "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-343.
- Heron, R. A. and E. Lie [2006] "On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Target," *Journal of Business*, Vol. 79, No. 4, pp. 1783-1807.
- 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.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny [1988] "Management Ownership and Market Valuation," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Olcott, G. [2009] *Conflict and Change: Foreign Ownership and the Japanese Firm*, Cambridge University Press. (平尾光司・宮本光晴・山内麻理訳)
- [2010] 『外資が変える日本の経営—ハイブリッド経営の組織論』日本経済新聞社)
- Ryngaert, M. [1988] "The Effects of Poison Pill Securities on Shareholders Wealth," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 377-417.
- Shishido, Z. [2007] "The Turnaround of 1997," in M. Aoki, G. Jackson and H. Miyajima, ed *Corporate Governance in Japan*, Oxford University Press, Chap. 11, pp. 310-329.
- 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] "An Analysis of Shareholder Rights Plans," *Management and Decision Economics*, Vol. 11, No. 2, pp. 73-86.
- (2010年5月27日受付, 2011年1月11日受理, シニアエディタ: 渡辺純子)