

論文

買収防衛策は株主価値にどのように影響するのか？

浅井 義裕

How do Antitakeover Amendments Affect Shareholder Value?

✿ 要 旨 ✿

Japanese companies begin to adopt antitakeover amendments as Japanese companies' cross-shareholding decreases. Antitakeover amendments could decrease shareholder value by managerial entrenchment effects and could increase shareholder value by preventing value decreasing takeover attempts.

By surveying many previous studies in the U.S., the following conditions become apparent. The effects of introduction of antitakeover amendments on shareholder value are apparently mixed. However, this study finds that each antitakeover amendment has different effects on shareholder value and it makes the interpretation of previous studies difficult. Additionally, institutional investors' shareholding increases shareholder value at the adoption of antitakeover amendments.

キーワード：コーポレートガバナンス(Corporate Governance)、
買収防衛策(Antitakeover Amendments)、M&A(Merger and Acquisition)

1. はじめに

わが国の経済は、現在買収・合併（Merger and Acquisition、以下M&A）の大きな波を経験しつつある。私たちの日常生活においても、M&Aに関する記事を頻繁に目にすることも多くなり、かつては海の向こうの話だった敵対的買収も身近な出来事になりつつある。銀行によるコーポレートガバナンスの効力が低下しつつあるという認識が広がっているわが国においては、敵対的な買収が起こるかもしれないという可能性が、経営者にとって脅威となり、経営者の規律付けに効果があると期待されている¹⁾。

さらに、ディスクロージャー制度の整備が進んでいることもあり、銀行以外が投資先の規律付けを行いやすい経済環境が生じつつある。例えば、浅井（2006）は、かつてのわが国のコーポレートガバナンスにおいて重要な役割を担っていなかったと言われる生命保険

会社が、近年では投資先の規律付けを行う兆しを見せ始めていることを示しているし、Yamori, Nishigaki and Asai（2006）は、格付け機関が発行する格付けの精度が上昇するなど、かつての経済システムにおいては、コーポレートガバナンスの担い手として期待できなかった経済主体に、規律付けの役割が期待できるような状況が整いつつあると論じている²⁾。

ところが、M&A、特に敵対的な買収が株主価値を引き上げるとは限らない³⁾。例えば、Stein（1988）は、株主が十分に経営に関する情報を知らないと、一時的な低い収益に対して、本来の価値よりも低い価格でテイクオーバーが起こる可能性を指摘している。他にもShleifer and Summers（1988）の指摘するBreach of Trust（背信行為もしくは信頼の破壊、以下背信行為）が存在し、M&Aが株主価値を引き上げない可能性を紹介している。すなわち、経営者の規律付けが期待される敵対的な買収は、株主価値の引き上げとは無関係、そ

れどころか、株主価値を損なう可能性（買収者が意図的に株主価値を損なおうとしていなくても）を持ち合わせている。

また、経営権を取得し、その企業の資産を売却するなどして、短期的な利益を得ようとする買収者も現れてくるかもしれないし、企業の株式を取得し、それを高値で経営陣に買わせようとするケースも出てくるかもしれない。つまり敵対的な買収は、経営者を規律付ける方向に働くだけでなく、同時に企業経営を混乱させる方向に働く可能性も持ち合わせている。このために、経営者は長期的な利益を最大化しない買収から、「身を守る」必要が出てくる⁴⁾。これが企業買収防衛を正当化する理由である。

さらに、市場からの規律付けという「薬」が強く効き過ぎる場合、わが国特有の問題も生じてくる。戦後、財閥系企業を中心に株式の持ち合いが進められたため、わが国では、経営者が敵対的な買収の心配をすることなく長期的な展望に立ち投資を行い、労働者は企業特殊能力の習得を積極的に行い、それがわが国の戦後の経済成長に大きく貢献したと指摘される。ところが、市場規律が機能する経済環境においては、企業買収が起り、労働者が習得した企業特殊能力が有効でなくなるケースが生じてくることが予測される。そこで、わが国の経済成長の原動力であった企業特殊能力を習得するインセンティブの大幅な低下が懸念されている⁵⁾。すなわち、わが国では、ポイズンピルなどの新たなタイプの買収防衛策が株式持ち合いに代わって導入される必要があるのかもしれない。

実際に、わが国でも買収防衛策の導入が行われ始めている。しかしながら、「過剰に」防衛が行われると、経営者を規律付けることが難しくなるという別の問題が生じてくる。つまり、買収防衛策が導入されると、長期的な利益が犠牲にされる心配はしなくてもよいが、逆に経営者のエージェンシー問題が大きくなる⁶⁾ことが懸念される。敵対的買収のもたらす影響は理論的には、正と負のどちらの可能性もあり、同様にその防衛策のもたらす影響にも正と負の両方の可能性がある。必然的に、敵対的買収、買収防衛策がもたらす影響は実証的に計測される必要性が極めて高い問題である。特に買収防衛策は、ここ数年で多くの企業に導入されるようになってきており、どのような企業で導入

されていて、どのような影響をもたらしているのかを明らかにすることが急務である。

買収防衛策がいかなる効果をもたらしているのか、実証的に明らかにしようとする研究が数多く行われているが、その研究のほとんどは、敵対的買収・買収防衛策が盛んに行われている米国を中心とする欧米の事例に基づく研究である。一方わが国では、株式持ち合い以外の方法による買収防衛策の導入は始まったばかりであり、株主価値研究会「株主価値報告書—公正な企業社会のルール形成に向けた提案—」(平成17年5月)は、海外の買収防衛策の動向を調査し、わが国の買収防衛策を考える上で重要な事項を挙げているなど、買収防衛策を巡るルールの整備を進めることが、喫緊の課題になっている。

本稿の目的は、先行する研究の動向を詳しく紹介し、買収防衛策が株主価値にとって「害」になる場合、「益」になる場合を明らかにすることにある。特に、外国の事例を検証した先行する研究を概観して、わが国の制度の整備を考える際の政策的な含意を導こうと試みている。また買収防衛策には様々な方法があり、わが国ではまだ馴染みがないものが多い。そこで個々の買収防衛策が、どのような場合に導入され、如何なる目的を持っているのかも紹介しようとしている。

本稿の考察の結果を先に紹介しておくこと以下の通りである。まず買収防衛策は、理論的には、株主価値にプラスの影響もマイナスの影響も与え得ることを確認した。こうした事情を背景に、先進諸国でも買収防衛に対する姿勢、制度は多様であること、時代と共に買収防衛の手法も変わってきていることが分かった。先行する研究を概観すると、一見買収防衛策が株主価値に与える影響は一定ではないように見える。しかしながら、買収防衛の手法、企業の所有構造などに注目すると、買収防衛の手法、所有構造、取締役会の構造に応じて、買収防衛策が株主価値に与える影響が異なっていることが分かった。また、買収防衛策がテイクオーバーの確率や買収価格に影響を与えていることも明らかになった。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では、買収防衛策の理論的な根拠、歴史的な展開、国際的な潮流などを概観している。第3節では、数多くある買収防衛策の中から、代表的な手法を紹介する。第4節では、

ば、株主価値にマイナスに働くこともある。株主価値にマイナスの効果がある企業買収は望ましいものではなく、何らかの手段で、これが起こらないようにする必要はある。しかしながら、企業買収が全くなってしまうと、そもそもの問題、すなわちエージェンシー問題が悪化してしまう可能性が高い。

そのために、どのような買収防衛策が株主と経営者の間のエージェンシー問題を悪化させてしまうのか知る必要がある。また、株主価値にマイナスの影響がある企業買収を防ぐ方法は、企業が独自に買収防衛策を導入するだけでなく、実は様々な方法がある。そこで、2.2節では、買収防衛策を巡る各国の対応を概観することで、望ましくない企業買収を防ぐための様々な方法を見ていく。

2.2 買収防衛策を巡る各国の対応

わが国の買収防衛策を考える上では、諸外国の対応が参考になる。以下2.2節では、株主価値研究会「株主価値報告書—公正な企業社会のルール形成に向けた提案—」(平成17年5月27日)に沿って、わが国以外の先進諸国において、買収防衛策を取り巻く制度がどのようになっているのかを概観していく。実は先進諸国の間でも、買収防衛に対する姿勢は一様ではない。例えば、米国では買収防衛策は経営者の判断で導入するが、社外取締役・機関投資家が経営陣の運用を監視している。欧州の中では、1株1議決権の原則を緩和する代わりに、企業買収を容認しているオランダのような国もある一方で、強圧的買収を入り口段階で規制して、企業レベルでの買収防衛を基本的に認めていない英国のような国もある。各国で手法こそ異なっているものの、一致しているのは、株主価値を損なう敵対的買収は排除しようという基本的な考え方である。

2.2.1 欧州各国の対応

英国では、買収者が議決権の30%を取得した場合には、全部買付義務が課せられる。TOB(株式公開買付)による支配権の取得を行うとするものは、全株式を対象としたオファーをしなければならない¹⁰⁾。また買収者は、買収の対価の資金源について、金融機関からの保証を受けた上で買収広告書を用いてそれを公開し、資金調達に関する責任は、買付申込者のフィナンシャ

買収防衛策に関する研究を紹介し、コンセンサスが得られている点、一致した見解が得られていない点を紹介する。最後に、本稿での議論を確認し、今後のわが国で実証研究を行う際の展望などを示している。

2. 企業買収・買収防衛の展開と方法

2.1 企業買収がもたらす効果

伝統的に、M&Aが株主価値にもたらす効果には2つの対立する見解がある⁹⁾。宮島(2006)は、「シナジー」、「コアコンピテンスの強化」、「コア事業への経営資源の集中」、そして「経営の規律」という効果を通じて、株主価値を高める効果があることを紹介している⁷⁾。一方で、M&Aは、長期的に株主価値を毀損する可能性もある。M&Aの可能性が存在すると、労働者、資金供給先、取引先、地域などのステークホルダーの行動が変わり、企業価値が低下する可能性がある。例えば、武井・太田・中山(2004)は、企業買収の脅威が存在すると、労働者の「企業特殊技術」を習得するインセンティブが減少し、日本企業の強みがなくなっていくことを懸念している。つまり、経営者に対する規律付けであるはずの企業買収が、労働者の意欲を減退させ、結果として、株主価値が減少する可能性がある。仮に、「経営の規律」の効果が大いのであれば、買収防衛策を導入することは望ましくない。買収防衛策を導入する経営者は、壟壕を掘って市場からの規律付けを避けようとしていると解釈できる。DeAngelo and Rice(1983)は、買収防衛策が、現在の株主の利益を犠牲にして、経営者が自分の仕事を守るために機能するものであるという見方を「Managerial Entrenchment Hypothesis」と紹介している。

企業買収で「背信行為」によるデメリットが大きい場合、または、労働者の「企業特殊技術」を習得するインセンティブが大きく低下して株主価値を減少させるのであれば、買収防衛策の導入は正当化される。また、Malatesta and Walkling(1988)は、買収防衛策が存在することで、買収者は経営陣との交渉に入り、経営陣は株主のためによりよい条件を引き出せる可能性があることを紹介している(Stockholder Hypothesis)⁸⁾。

つまり、企業買収(その可能性も含めて)は、理論的には株主価値にプラスの影響を与えることもあれ

ル・アドバイザーにも連帯して課されることになっている¹¹⁾。

ドイツでは、かつての日本と同様に、銀行や保険会社が安定株主となっていたために、敵対的買収は生じにくい状況にあった。しかし、1990年代にEU全体で企業買収指令に関する検討が始まったのを受けて、1998年には複数議決権株式や議決権制限株式などが廃止された。ところが、実際に大型の企業買収が起こると、ドイツ政府は、企業買収法を制定し、株主総会の承認があれば、買収防衛策（ただし、その効力は最大で18ヶ月）を導入できるようにした¹²⁾。

英国やドイツが、TOB規制をベースにM&Aのルールを作成している一方で、フランスなどの欧州の大陸諸国においては、黄金株や複数議決権株式など特殊株式を用いた防衛策が取られている。1株1議決権原則に従う企業は、英国やドイツではほとんど100%だが、フランスや北欧では30%程度になっていて、オランダでは20%以下である¹³⁾。

2.2.2 米国の対応

米国では、英国のように全部買付規制が導入されることはなく、また主要な取引所で新しく黄金株を発行することも規制されているために、企業レベルで企業買収防衛策を講じてきた。1980年代以降、司法や機関投資家によってチェックが行われた結果、合理性のない買収防衛策は次第に淘汰されていった。それでは、今日の制度が確立した過程を概観していこう。

米国で買収を規制するTOBルールが確立したのは、1968年ウィリアムズ法である。これによって、短い買付期間に、先着順で買い付けるといった手法が排除されると共に、買収者に対する情報開示規制（資金の出所など）とTOBに関する監督権限がSEC（米国証券取引委員会）に与えられた。その後、買収防衛策のあり方は、司法と機関投資家の判断の積み重ねによって変遷していった。1980年代には、司法の判断によって、「合理的な」買収防衛策が規定されていった。もっとも基礎になるものが、1985年の「ユノカル基準」である。ユノカル基準では、① 敵対的買収企業が対象企業の経営や効率性に対して脅威があると信じるに足る合理的な根拠があること、② 防衛策が脅威との関係で相当なものであったことを立証する義務がある、と

いうことを定めている¹⁴⁾。1988年には、買収者の委任状合戦を著しく妨害する目的で行う防衛策は、経営者の保身を助長するものとして過剰防衛と判断されることとなった（ブラシウス基準）。また同年、企業の売却価格を上げることが取締役の責務とされ、ホワイトナイトとの提携のほうを有利にするような防衛策を取締役が導入することは、過剰防衛とみなされるようになった（レブロン基準）。

近年は、買収防衛策のあり方について、機関投資家が意見を表明している。神田（2005）によれば、欧米の機関投資家や運用機関は、一律に防衛策に反対している訳ではなく、TIAA-CREFやAFL-CIOなどは、経営者の解雇を制限して、委任状合戦の長期化をもたらす期差任期取締役制度には絶対反対、株主の権利を希薄化する複数議決権、黄金株などには原則反対してるが、長期的な株価向上に役立つかもしれないライツプラン、ゴールデンパラシュートには条件付賛成と、株主価値に与える影響を基準にして評価している。司法は、買収者以外の株主を平等に扱い、委任状合戦の道を残せば防衛策は適法という基本的な考えを示しているが、機関投資家は踏み込んで、具体的な防衛策の手法に対する考え方にまで言及している。

まとめると、理論的には株主価値にプラスの影響も、マイナスの影響も与える可能性のある買収防衛策について、「司法」、「機関投資家」はともに、判断を積み重ねていくことで、株主価値にマイナスの影響がある企業買収を排除することを目指している。また、富村（2007）は、上記の「司法の判断」、「機関投資家の判断」と並んで、「独立性の高い取締役会」にも、合理的な判断が期待できるとしている。つまり、買収防衛策に関しては、経営者の判断を尊重しつつも、その導入に当たって、第三者の評価が大きく反映される制度が整えられてきたと言える。この点は、3.2節で具体的に確認することとする。

3. 買収防衛策の手法

3.1 一般的な買収防衛策

それでは、Antitakeover Amendmentsと呼ばれる買収防衛策の手法を見ていこう。一口に買収防衛策といっても、実際には様々な方法がある。表1は、わが国で

も議論されることが多い、代表的な買収防衛の手法の紹介とその解説を行っている。表2では、買収防衛策を防御線型、安定株主工作型などに分類しているが、わが国で紹介されることは少ない、友好的M&A防衛策の手法についても、太田（2004）に沿いながら紹介を行っている¹⁵⁾。

表1からは、買収の防衛策にも様々な方法があることが確認できるが、経済産業省「株主価値研究会の論点公開のメッセージ—公正な企業社会のルール形成に向けた提案—」（平成17年4月）によれば、その中でも

表1 買収防衛の一般的な手法

平時の買収防衛策	Poison Pill(ライツプラン)	買収者が一定以上の株式を取得した場合(20%程度という場合が多い)、買収者以外の株主に自動的に新株が発行され、買収者の株式取得割合が低下する仕組み。
	Golden Share(黄金株)	合併や取締役の変更など、重要な変更に関する拒否権を持つ株式を友好的な第三者に付与する。
	Golden Parachute	敵対的買収の結果、対象企業の取締役が退任する際に、多額の割り増し退職慰労金を支払う仕組み。
	Blank Check(白地株式)	将来の市場動向に応じて、株式の内容を自由に決める権限を取締役に付与すること。
シャークリベラント	Fair Price Amendments	部分的に支配権を握った敵対的買収者が、2段階目で合併を企てた際に、少数株主に公正な価格を支払うことを義務付ける条項。
	Supermajority	合併や取締役解任などの株主総会での決議要件を加重し、敵対的買収者が株を買占めても合併や取締役会の支配を難しくすること。
	Staggered Board(期差任期取締役制度)	取締役の任期をずらして、取締役の過半数の交替をしにくくする仕組み。
有事の買収防衛策	White knight(白馬の騎士)	友好的な会社による合併や新株の引受による子会社化。
	バックマンディフェンス	買収者に対して、逆買収を行うこと。
	クラウンジュエル	会社の重要資産をホワイトナイトに対して営業譲渡すること。
	増配	増配で株価引き上げを図ること。

表2 買収防衛策の分類方法

		防御線型	安定株主工作型
会社防衛策	静態型	・ポイズンピル ・シャークリベラント	・「白馬の従者」への新株割当 ・友好的第三者に対する株式ないしクラウンジュエルの付与
	動態型	・自社株買い ・株式非公開化	・友好的第三者による吸収合併、「白馬の騎士」戦略 ・友好的第三者による防戦買い
友好的M & A防衛策		・Break up Fee ・No-Shop条項	・友好的買収者に対する株式ないしクラウンジュエルの付与

（出所）太田（2004）より作成。

3.2 ポイズンピルの特徴と進化

経営者側から見たポイズンピルのメリットは、取締役会だけで導入できる（黄金株、ホワイトナイトへの大幅増資は株主総会の決議が必要）、採用する企業にコストが少ない（ホワイトナイトは経営権を握られる、クラウンジュエルは株主価値が損なわれる）ことである。投資家の立場から見れば、設定した経営者以外は、消却ができないデッドハンドポイズンピルは違法とされ、さらに後述するサンセット条項などが設定され、経営者の保身のためのライツプランが導入しにくいように工夫がしやすいことが利点である。ポイズンピルも、買収防衛策としての使い勝手、司法の判断、そして機関投資家の意見を反映して変化してきた。

以下では、太田・中山（2004）に従いながら、ポイズンピルがどのように開発され、どのような機能を組み合わせられているのかを見ていこう。ポイズンピルは、1982年にリプトン弁護士によって設計され、最初に導入したのが、レノックス社（Lenox Inc.）であったと言われている¹⁷⁾。その後、フリップオーバー型ライツプランなどを経て、現在主流になっているのがフリップイン／フリップオーバー型ライツプランである¹⁸⁾。フリップイン／フリップオーバー型ライツプランは、買収者が二段階目の締め出し合併に進まない場合（フリップオーバーイベントが生じない場合）でも、株式の相当部分が買収者によって取得された時点（フリップインイベント）で、買収者以外の株主が、行使価格を上回る（通常は2倍）価値の買収対象企業の普通株式を取得することが可能になる仕組みを備えたものである¹⁹⁾。

目的である買収防衛をより強固にするために、ポイズンピルには付属する条項がつくことがある。例えば、「デッドハンド（dead hand）条項」は、ポイズンピルが採用された当時の取締役またはその同意により後継者として選任、または推薦された取締役（「継続取締役」という）以外の者はポイズンピルの消却はできないことを定めた条項である。「ノーハンド（no hand）条項」とは、デッドハンド条項の変種であり、継続取締役が対象企業の取締役会の過半数を占めなくなった場合には、残存する期間中はポイズンピルを消却できないことを定めた条項であ

る。「スローハンド（slow hand）条項」とは、上記のデッドハンド条項、ノーハンド条項に、一定期間中のみ（例えば6ヶ月間ないし180日間）、継続取締役に該当しない新任取締役などによる消却を制限する条項である。デラウェア州では、同州最高裁判決により、デッドハンド条項、スローハンド条項をポイズンピルに付すことができなくなった²⁰⁾。つまり、司法の判断によって、エージェンシー問題を悪化させると考えられるポイズンピルは排除されることになった。

そこで、本来の目的である、企業価値にマイナスの影響のある買収だけを排除するようにChewable Pillが開発された。Chewable Pillとは、発行済株式の全てに対する全額現金による買付など、ある一定の公開買付のオファーに対しては適用されない、あるいは一定期間後、自動的に消却される旨を定めた条項が付されたポイズンピルを言う²¹⁾。例えば、TIDE（Three year, Independent Director, Evaluation）は、3年（2年毎の場合もあり、この場合はIDEと呼ばれる）ごとに社外取締役がレビューし、仮に株主の最善の利益に適合しないと彼らが判断した場合には、当該プランの修正を取締役会に対して勧告できる。またサンセット条項は、2年、3年ごとに株主総会がポイズンピルを承認するか消却するかを決定することができる、もしくは株主総会での有効な承認がない限り、2年後、3年後の所定の時期に当該ポイズンピルが自動的に消滅する旨の条項が付いたものである。つまり、ポイズンピルが経営者の自己保身のために導入されていないか第三者が客観的に確認する仕組みが整いつつあると判断できる。

2.1節で確認したように、買収防衛策は理論的には、株主価値にプラスに働く可能性も、マイナスに働く可能性もあり、4.1.1節で確認するように、実証的にも、買収防衛策全般が株主価値にもたらす影響は明らかになってはいない。しかし、以下で確認するように、近年の研究結果から、同じ買収防衛策でも導入される経緯（取締役会の構造、買収防衛の方法など）の違いが、株主価値に異なる影響をもたらすことが分かり始めている。そして、導入する買収防衛策の影響を個々に評価することが重要になってきている。特に導入に際して、外部の第三者（機関投資

家や社外取締役）による客観的評価を経たかどうかを重視する傾向が強まっている。

4. 買収防衛策に関する先行研究の展開

買収防衛策については、米国を中心に数多くの研究が行われてきている。本節では、いくつかの観点から、先行する研究から明らかになったこと、依然としてコンセンサスが得られていない点について紹介していく。

4.1 買収防衛策と株主価値

4.1.1 買収防衛策と株価

買収防衛策の導入は、通常株主価値への影響によって判断される。2.1節で確認した通り、買収防衛策は、理論的には株主価値にプラスの効果も、マイナスの効果も与えうる。そこで、1980年代前半から1990年代前半にかけて、買収防衛策の導入が、株主価値にどのような影響をもたらすかを明らかにしようとする試みが始まった。

例えば、Linn and McConnell（1983）は、買収防衛策の導入が、株主価値にプラスの効果をもたらすと主張する一方で、DeAngelo and Rice（1983）は、株主価値に有意に影響しないと主張している。またRygaert（1988）、Malatesta and Walkling（1988）、Bhagat and Jefferis（1991）、Mahoney and Mahoney（1993）は株主価値にマイナスの効果をもたらすと主張している。先の2.1節で確認したように、買収防衛策が株主価値にもたらす効果には、理論的にもプラス、マイナスのどちらの効果もありうるが、実証的にも株主価値にプラス、マイナス、そして影響なしというあらゆるパターンの結果が得られており、買収防衛策が株主価値にもたらす影響を一意的に決められない状況にある。

このような錯綜した結果は、データ期間の違い、分析手法の違いによってもたらされることも多い。そこで、本稿ではデータ期間や分析手法の違いに注目している。表3-1は、データ期間、分析手法（イベント日、モデルの推定期間など）の違いをまとめてある。表3-1から判断する限り、こうしたデータ期間の違いや分析手法の違いだけが、錯綜する先行

研究の主な原因だとは判断し難い²²⁾。

そこで表3-2にある研究を始めとして、1980年代後半から1990年代前半にかけては、取締役会の構造、経営者の株式保有、機関投資家の株式保有といった企業の所有構造の違いが、買収防衛策導入時の株主価値に異なった影響を与えている可能性があるとして、多くの研究が行われた。Agrawal and Mandelker（1990）は、機関投資家の株式保有が多い場合には、買収防衛策の導入が株主価値にプラスに寄与することを発見している。一方でMcWilliams（1990）は、経営者による株式保有が多い場合には、買収防衛策の導入が株主価値にマイナスであることを示している。取締役会の構造の違いについて、Brickley, Coles and Terry（1994）は、Outside Directorsが過半数を占めている企業ではプラス、過半数を占めていない企業ではマイナスの効果が出ることを発見している²³⁾。

また、買収防衛の手法の違いが企業価値に与える影響について研究が進んでいる。例えば、DeAngelo, Deangelo and Rice（1984）は、Going Privateが株主価値にプラスの影響があることを示している。またLambert and Lacker（1985）は、ゴールデンパラシュートの導入は、株主価値にプラスの効果があることを発見している²⁴⁾。Jarrell and Poulsen（1987）は、Non-Fair Price Amendments（Jarrell and Poulsen 中の定義では、Supermajority, Authorization of Preferred Stock, Classified-Boardsによる買収防衛策）は、株価に負の影響をもたらす一方で、Fair Price Amendmentsは株価に影響がないことを発見している²⁵⁾。そして、Jarrell and Poulsen（1988）は、Dual-Class Stock（Dual-Class Capitalization, Disparate Voting Plan, Weighted Voting Planなどとも呼ばれる）の発行による増資は、株主価値にマイナスの効果があることを示している²⁶⁾。

表3-1 イベント・スタディ(全体)

研究者	イベント日	イベントウインド	推定期間	データ期間
Linn and McConnell (1983)	Board of Directors's meeting, Proxy Meeting, Stockholders' meeting	イベント日(0)、イベント日翌日、イベント日90日前から1日前、イベント日1日後から90日後	200日前から90日前まで	1960-1980
DeAngelo and Rice (1983)	Proxy mailing date	Cumulative daily average abnormal return 40日前から40日後	52日後から101日後、100日前から50日前、その両方	1974-1979
Bhagat(1983)	Proxy Mailing Date, Shareholder Meeting Date	Cumulative Daily Average Abnormal Return 40日前から40日後	190日前から40日前まで	1965-1981
Malatesta and Walkling(1988)	新聞の初出記事、ない場合は、ポイズンピルの採用日	40日前から2日前まで、1日前から当日、1日後から10日後まで	400日前から200日前からまで	1982-1986

表3-2 イベント・スタディ(個別)

研究者	イベント日	イベントウインド	推定期間	データ期間
DeAngelo, DeAngelo and Rice (1984)	新聞の初出記事	Cumulative daily average abnormal return 40日前から40日後	279日前から120日前まで	1973-1980
Jarrell and Poulsen(1987)	Proxy Signing Day(通常は、Proxy Statement Dayと同じ)	20日前から10日後、10日前から10日後、5日前から1日後、1日前から1日後	170日前から20日前まで	1979-1985
Agrawal and Mandelker(1990)	Proxy Mailing Date(=Proxy Statement Day)	40日前から1日後、20日前から1日前、前日と当日、1日前から1日後	100日前から100日後	1979-1985
McWilliams(1990)	Proxy Statement Dayもしくは新聞の初出記事	前日、当日と40日前から1日前まで	315日前から115日前まで	1980-1984
Brickley, Coles and Terry(1994)	新聞の初出記事	前日、当日	244日前から6日前まで	1984-1986

以上の研究をまとめると、社外取締役が多い企業など客観性の高い状況で導入される買取防衛策は、エージェンシー問題を緩和すると評価される一方で、社外取締役が少ない企業において導入される買取防衛策は、経営者のエンブレチメントであると評価され、株主価値を減少させることが分かる²⁷⁾。また、機関投資家による株式所有が多い場合、経営者による株式所有が多い場合で、買取防衛策が株主価値に異なる影響を与える。買取防衛策がそれぞれ異なる効果を持ち、一部の買取防衛策はエージェンシー問題を深刻にすると評価されていることが分かる。

こうした株主価値への影響と、機関投資家が示している買取防衛策への姿勢は一致している。期差任期取締役制度について、機関投資家は絶対反対の姿勢を示していることは神田(2005)からも確認できるが、実

証的な研究でも、企業価値を減少させるという結果が得られている。またゴールデンパラシュートについては、条件付で賛成という姿勢を見せているが、実証研究でも、株主価値を増加させるものと評価されている。つまり、先行する研究からは、買取防衛策の導入される状況(社外取締役の割合、所有構造など)、買取防衛の手法の違いが、株主価値への影響の違いとなって表れていることが分かる。しかしながら、こうした先行する研究のほとんどが米国の事例によるものであり、制度の異なる国ではどのような結果になるのかまでは明らかになっていない。

4.1.2 買取防衛策と企業業績

1990年代の後半からは、買取防衛策の導入が及ぼす影響を、株価への影響ではなく、企業業績への影響で

計測する研究が見られるようになっていった。すなわち、買取防衛策が長期的に企業に及ぼす影響に関心が集まっていった。例えばJohnson and Rao(1997)は、Antitakeover Amendmentsの導入が、企業収益にマイナスではないと主張している。Gompers, Ishi and Metrick(2003)は、長期のイベント・スタディをした結果、買取防衛策が多い企業は、収益が低く、売上高成長率が低いと主張している²⁸⁾。一方で、Danielson and Karpoff(2006)は、ポイズンピルの採用5年後に、Operating Performanceが改善していると主張している。買取防衛策が、長期的な企業業績に与える影響については、一致した見解が得られていない²⁹⁾。

そこで、株主価値への影響同様に、個別の買取防衛策がもたらす企業業績への影響という観点からも研究が進められている。Jiraporn(2005)は、Blank Check Preferred Stockは、収益に影響せず、Poison PillsとClassified Boards(Staggered Boards)は収益を減らす効果があり、Dual Class Stockは、収益を増やす効果があることを確認している。Bebchuk and Cohen(2005)は、Staggered Boardによる買取防衛策を導入している企業は、トービンのQで計測した企業価値を低下させることを発見している³⁰⁾³¹⁾。しかしながら、個々の買取防衛策が、企業業績にもたらす影響については研究の蓄積が十分ではなく、今後も引き続き研究が必要な分野であると言えるだろう。

4.2 買取防衛策の導入の確率と買取価格

Shleifer and Vishny(1986)は、買取防衛策が買取価格を増加させることを理論的に確認している。これを実証的に検証した研究として、Comment and Schwert(1995)、Heron and Lie(2006)がある。その結果、Comment and SchwertやHeron and Lieともに、買取防衛策が存在することで、買取価格を上昇させていることを明らかにしている。すなわち、買取防衛策がプレミアムを増加させるのかという疑問については、一致した見解が示されていると言えそうである。

買取防衛策がテイクオーバーの頻度に影響するのだろうか。例えば、Ambrose and Megginson(1992)は、数ある買取防衛策の中でもBlank-Checkだけが、テイクオーバーの確率を下げることを発見している³²⁾。Rauh(2006)は、企業が確定給付型年金で自社の株式を持

つと、実質的にTakeover Defenseになり、Takeoverの確率が減少することを示している。またHeron and Lie(2006)は、株式の買戻しが、テイクオーバーの確率を減少させることを明らかにしている。

所有構造も、買取防衛策の導入に影響を与えうる。内部所有、経営者所有が減少すると、買取防衛策が導入される確率が高まると主張しているのが、Danielson and Karpoff(1998)、Heron and Lie(2006)、Randall and Lie(2006)である。またMalatesta and Walkling(1988)、Danielson and Karpoff(1998)は、機関投資家による株式の所有が多いと、買取防衛策の導入が増加すると主張している。機関投資家による株式所有が多い場合、経営者などによる株式所有が少ない場合に買取防衛策が導入される確率が高まるという事実から、買取されるリスクが高まっているときに買取防衛策が導入されることが分かる。

まとめると、以下のことが分かった。まず、買取防衛策の導入は、企業の所有構造に左右されている可能性がある。そして導入された買取防衛策は、テイクオーバーされる確率を減少させるのに成功している。また買取防衛策は買取価格を上昇させていることを示している。買取防衛策が、テイクオーバーの頻度や買取価格に影響を与えるのであれば、どのようなタイプの買取防衛策を規制していくのかを議論することが極めて重要になってくる。

5. 結語

内閣府経済社会総合研究所「本格的展開期を迎えたわが国のM&A活動」(平成18年10月16日)は、わが国の持続的な成長にとって、M&Aが重要であるとの見解を示している。一方で、敵対的な買収は、株主価値にプラス、マイナスのいずれの影響をもたらす可能性がある。株主価値にマイナスの影響があるからこそ買取防衛が許容できるのだが、それでは、いかなる買取防衛策ならば、わが国の持続的な成長を阻害しないのか明らかにしておく必要がある。本稿はこうした問題意識に基づいて、敵対的買収が株主価値にどのような影響を与えるのか、諸外国ではどのようにして、株主価値にマイナスの影響がある企業買収を規制しようとしているのかを概観してきた。本稿で確認できたこと

は以下の通りである。

まず買収防衛策は、理論的には株主価値にプラスの影響もマイナスの影響も与えることを確認した。それゆえ、先進諸国の中でも、買収防衛に対する姿勢や買収防衛の手法は多様であること、そして買収防衛の手法も時代と共に変わっていることが分かった。買収防衛策の影響を実証的に検証した先行研究を概観すると、一見買収防衛策が株主価値に与える影響は錯綜しているように見える。しかしながら、買収防衛の手法、取締役会の構造などの違いによって株主価値に与える影響が異なって、その相違が、買収防衛策が株主価値に与える影響の理解を難しくしていたことが確認できた。また、買収防衛策がテイクオーバーの確率や買収価格に影響を与えていることも明らかになった。米国を中心に欧米で蓄積された先行研究は、如何なる買収防衛策を規制するべきなのか、そして規制する必要があるのかという問いに対して一定の答えを与えており、今後のわが国の法規制を考える際に示唆に富むものである。買収防衛策の制度の整備は、わが国の持続的な経済成長にも影響を与える可能性があり、今後買収防衛に関する法整備を進めていく際には、欧米の先行研究が示す結果を考慮する必要がある。また同時に、わが国でも、理論・実証的な研究を蓄積していく必要があるだろう。

以上が、本稿のサーベイから得られた結果である。最後に今後の研究の展望を示すことで、本稿を締めくくりたい。まず、防衛策に関する情報を開示する制度を整備する必要がある。神田（2005）は、営業報告書の開示の義務付け、証券取引所の開示ルールの見直しなどを提案している。本稿では、買収防衛策が株主価値にどのような影響をもたらすのかを中心に議論してきたが、買収防衛策に関する情報開示の整備は今後必要不可欠である。

買収防衛策のもたらす影響を、買収防衛の方法、企業所有の構造、取締役会の構造に応じて個々に分析する研究の方向性は先に確認したとおりである。そこで、わが国の事例を詳細に分析して、既存の研究結果とどの点で一致していて、どの点で異なっているのかを明らかにする必要があるだろう。

次に、買収防衛策の影響を実証的に計測した研究のほとんど全ての事例が米国の事例を扱っているが、わ

が国を始めとして、その他の先進諸国についても実証的な研究を行い、買収防衛策に関する普遍的な事実、そして各国の制度に依存する特殊な部分を明らかにしていく必要がある。つまり、わが国だけではなく、先進諸国の買収防衛策に関する実証的な研究を進めて、そうして得られた情報を共有していく必要がある。

またわが国では、労働者の蓄積した企業特殊能力が、戦後の経済成長の原動力になったという指摘がある。それが事実だとすれば、敵対的な買収の可能性が高まることは、労働者が企業特殊能力を蓄積する誘引を大きく減少させて、持続的な経済成長にかえてマイナスに働く可能性もある。こうしたわが国特有の事情が、買収防衛策の導入にどのように影響しているのか、具体的には企業特殊技術が重要な産業や企業、また株式の持ち合いの解消が急速に進んだ企業で、買収防衛策が積極的に導入されたのかなどを実証的に明らかにすることは、今後非常に重要な研究テーマとなるだろう。

【注】

※本稿は、城西大学平成18年度学長所管研究奨励金、財団法人石井記念証券研究振興財団からの研究助成（平成16年度）、科学研究費補助金（若手B）「わが国の市場規律によるコーポレートガバナンスー敵対的買収と買収防衛策の実証研究ー」（課題番号19730222）の成果の一部である。日本金融学会中部部会（2006年11月18日 於名城大学）では、貴重なコメントを賜った。また、匿名のレフェリーからのコメントも本稿を改善するのに役立った。記して感謝申し上げたい。

- 1) 藤原（2005）などによれば、M&Aは敵対的なもの、友好的なものに分類される。
- 2) 家森・浅井（2004）によれば、生命保険会社に対する格付けも正確になるなど、生命保険会社への規律付けも強くなってきていて、投資先の評価に積極的になる必要が出てきている。
- 3) 神田（2005）によれば、企業価値は株主価値とステークホルダーに帰属する価値の合計であり、株主価値と企業価値は同じではない。本稿では、特別に断らない限り、株主価値が減少する場合、企業価値も減少することを前提としている。
- 4) 神田（2005）によれば、英国のハーミーズ、米国労働総

同盟産別会議（AFL-CIO）、日本の厚生年金基金連合会など多くの機関投資家、そして米国法律協会が、長期的な株主価値に関心を持っている。

- 5) 敵対的買収が実際にもたらす影響と、敵対的買収の可能性がもたらす影響は異なっている。敵対的買収の可能性が大きくなるだけでも、企業特殊技術を習得するインセンティブが低下する。
- 6) わが国のM&Aに関する研究には、井上・加藤（2006）、Kang, Anli Shivdasani and Yamada（2000）、Higgins and Beckman（2006）がある。
- 7) 宮島（2006）によれば、「シナジー効果」では、価格支配力の向上、ネットワークの外部性、取引コストの引き下げ（垂直的合併の場合）、「コアコンピテンスの強化」では、ノウハウ・技術の移転、販売網の利用、「コア事業への集中」では、収益性の低い事業からの撤退という経路を通じて、株主価値を向上させる。
- 8) Berkovitch and Khanna（1990）は、株主価値にマイナスの影響がある買収からの企業防衛は、既存の株主にメリットがあることを理論的に示している。
- 9) 複数議決権、議決権制限など定款変更を要する防衛策は、株主総会の特別決議（75%以上の賛成）を得れば導入は可能だが、導入実績は少ない。
- 10) 実際には、買収者・会社関係者以外の株主の過半数の承認があった場合には、全部買付義務は免除されるために、全体的には約1割が全部買付義務に従う案件となっている。
- 11) わが国のTOB規制では、資金の裏付けに関する情報を自ら提供することが必要だが、金融機関の保証、フィナンシャル・アドバイザーの連帯責任のような厳密なものには要求されていない。
- 12) 依然として、複数議決権、議決権制限株式は禁止されている。また全部買付規制が導入された。
- 13) EUレベルの企業防衛については、神田（2005）を参照されたい。
- 14) 脅威とは、グリーンメールや二段階買収などの「構造上強圧的な買収」、代替的な提案を探す時間的な余裕がない「代替案喪失買収」、株主が情報のないままに買収提案に応じてしまう「株主誤信買収」を指す。防衛策の相当性は、株主が経営陣の提示する対抗策に応じることを強要するかどうか（防衛策の強圧性）、株主が買収者の提案を受け入れる別途の方策をも閉ざすかどうか（防衛

買収防衛策は株主価値にどのように影響するのか？

策の排除性）が重視され、強圧的でも排除的でもなければ過剰防衛ではないと判断される。

- 15) 太田（2004）によれば、友好的M&A防衛策は、合意に至った対象企業を他社にさらわれないことを目的としているので、友好的M&A完了までの一定期間に限定して利用される点でも、敵対的買収からの防衛策とは異なっている。
- 16) 白馬の従者とは、友好的な第三者に株式を保有して貰うことである（通常は15%から20%の株式を割り当てる）。Break up Feeとは、買収の対象会社の取締役会が、友好的買収者による買収を株主に対して推薦しなかった場合などに、対象企業が友好的買収者に対して一定の金額を支払うことを定めた条項である。No-Shop条項とは、友好的買収者以外との間で、競合する買収取引について交渉したりすることを禁止する条項である。
- 17) 第1世代のポイズンピルは、「転換権付優先株式配当プラン」と呼ばれ、優先株の発行企業が他企業に買収されると、例えば優先株1株が買収企業の40株などに転換される。優先株は満期が長く、発行企業が後に合併する際に大きな制約となった。
- 18) 第2世代のポイズンピルのフリップオーバーとは、買収者が取締役会の承認なく企業の結合に関わった場合に、合併後の存続企業の株式を大幅な割引価格で購入する権利をあらかじめ付与したものをいう。「合併」というイベントが生じないと無力であるどころか、「白馬の騎士」も寄せ付けなくなるという欠点を持ち合わせていた。詳しくは太田・中山（2004）、Wasserstein（1998）を参照されたい。
- 19) フリップイン／フリップオーバー型のライツプランでは、実際にはフリップインイベントが必ず先に生じるために、フリップオーバー型条項はほとんど意味をなしていない。
- 20) 過剰な防衛に対抗するために、1990年代の半ばから、株主総会の承認なく、「ポイズンピルを採用すること」、「公正なTOB価格が提示されている場合に、取締役会が株主総会の承認なくポイズンピルの消却を拒否すること」を禁じる「株主による付属定款（By-Law）の修正」が用いられるようになってきた。
- 21) 1989年には、Texaco, Inc.（テキサコ）が、同社の株式に対して開始された公開買付けが、完全な財源の裏打ちのあり（fully-financed）、現金による、全ての同社株式に対

- する買付けであって、一般投資家に対して45日間以上オープンであった場合には発動されなくなるタイプのライツプランを導入することを発表した。
- 22) 浅井 (2002) では、株主提案に関するイベント・スタディをサーベイして、その研究分野分析手法がほとんど異なることを指摘しているが、DeAngelo and Rice (1983)、Bhagat (1983) が長いイベントウインドを用いているなどの特徴があり、分析手法の違いが結果に与える影響も否定できない。
- 23) Loh (1994) は、過半数を占める社外取締役が、買収防衛策を導入する確率に影響を与えている訳ではないことを発見している。またSundaramurthy, Mahoney and Mahoney (1997) は、CEOからの独立性の高い取締役会が導入した買収防衛策は、株主価値へのマイナスの影響が小さくなることを明らかにしている。
- 24) ゴールデンパラシュートなどに関する理論的な研究には、Knoeber (1986) がある。
- 25) Bebchuk and Cohen (2005) は、期差任期取締役制度の導入が、トービンのQで計測した企業価値にマイナスの影響を与えていることを発見している。Classified Boardsは、Staggered Borads (表1を参照) とも呼ばれる。Authorization of Preferred Stockは、取締役会に優先株を発行する権利を与えるものであり、ポイズンピルであると考えられる。詳しくはBhagat and Jeffrerris (1991) を参照されたい。
- 26) Partch (1987) は、議決権行使が制限される株式の発行は、株主価値にプラスの場合と、株主価値にマイナスの場合(データ期間は1962年から1984年) があると主張している。米国の各州会社法では、一株一議決権が原則とされつつも、定款でそれを修正して発行を可能にしている。1994年以降は、米国の主な取引所に上場していて、複数議決権株式を発行していなかった企業では、新たに複数議決権株式を発行できなくなった。
- 27) Bhagat and Brickely (1984) は、Cumulative Votingを制限すると、株主価値が減少することを示している。つまり、少数の株主の意見を反映できることも、株主価値には重要である。
- 28) 正確には、Gompers, Ishi and Metrick (2003) は、株主の権利と経営者の権利のバランスが、特に、強い経営者の権利が、企業収益にどのように影響するのかに関心がある。Core, Wayne and Rusticus (2006) は、Gompers, Ishi and Metrickの結果について懐疑的である。
- 29) Bhagat and Jefferris (1994) は、グリーンメールに応じた企業業績が、同業他社に比べて必ずしも悪くないと主張している。
- 30) 買収防衛策の導入と企業の財務構造への影響を見た研究には、Garvey and Hanka (1999) がある。Datta and Iskandar-Datta (1996) は、買収防衛策の導入は、株主には影響を与えないが、債権者にはマイナスの影響を与えることを明らかにしている。
- 31) Staggered Boardとは、それぞれ取締役の改選時期をずらすことで、買収者が即時に企業経営に介入できないようにしている。Blanck Check Preferred Stockとは、定款に具体的な条件を定めずに発行できる優先株式である。詳しくは、Bebchuk, Coates and Subramanian (2002) を参照されたい。
- 32) Ambrose and Megginson (1992) は、takeover bidを受ける確率が、有形資産と正の関係、企業規模、機関投資家所有の増加と負の関係があることを発見している。Bizjak and Marquette (1998) は、ポイズンピルの廃止は、導入時点の株価へのマイナスの影響が大きいほど起こりやすいことを発見している。Bagwell (1991) は、通常はShare repurchaseが、配当や何もしない時に比べてTakeover Deterrenceとして有効であることを理論的に示している。

【参考文献】

(英文文献)

Agrawal Anup and Gershon Mandelker,(1990), 'Large Shareholders and the monitoring of managers: The case of Antitakeover Charter Amendments' *Journal of Financial Quantitative Analysis* (25) pp.143-161.

Ambrose, Brent W. and William L. Megginson, (1992), 'The Role of Asset Structure, and Takeover Defenses in Determining Acquisition Likelihood' *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol.27 (4) pp.575-589.

Bagwell, Laurie Simon (1991) 'Share Repurchase and takeover Deterrence' *RAND Journal of Economics* 22 (1), pp.72-88.

Bebchuk, Lucian (2003) 'Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements' NBER Working Paper Series, Working Paper 10190.

Bebchuk, Lucian A. and Alma Cohen (2005), 'The costs of

entrenched boards' *Journal of Financial Economics* 78(2) pp.409-433.

Bebchuk, Lucian, John C. Coates IV and Guhan Subramanian(2002) 'The powerful Antitakeover of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy' NBER Working Paper Series, Working Paper 8974.

Berkovitch, Elazar and Naveen Khanna (1990) 'How Target Shareholders Benefit from Value-Reducing Defensive Strategies in Takeovers' *Journal of Finance* 45 (1), pp.137-156

Bhagat, Sanjai (1983) 'The Effect of Pre-Emptive Right Amendments on Shareholder Wealth' *Journal of Financial Economics* 12 pp.289-310.

Bhagat, Sanjai and James A. Brickley (1984) 'Cumulative Voting: The Value of Minority Shareholder Voting Rights' *Journal of Law and Economics* (27), pp.339-365.

Bhagat, Sanjai and James and Richard H. Jefferis (1991) 'Voting Power in the Proxy Process: The Effects of Antitakeover amendments' *Journal of Finance* 30 pp.193-225.

Bhagat, Sanjai and Richard H. Jefferis, Jr. (1994) 'The Causes and Consequences of Takeover Defense: Evidence from Greenmail', *Journal of Corporate Finance*, 1(2), pp.201-231.

Bizjak, John M. and Christopher J. Marquette (1998) 'Are Shareholder Proposals All Bark and No Bite? Evidence from Shareholder Resolutions to Rescind Poison Pills' *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4) pp. 499-521.

Brickley, James A. Jeffrey L. Coles and Rory L. Terry (1994), 'Outside directors and the adoption of poison pills' *Journal of Financial Economics*, 35(3), pp.371-390.

Brickley, James A., Rinald C.Lease, and Clifford W. Smith, (1988), Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments, *Journal of Financial Economics* 32, pp.195-221.

Comment, Robert and G. William Shwert (1995), 'Poison or Placebo? Evidence on the Deterrent and Wealth Effects of Modern Antitakeover Amendments' *Journal of Financial Economics* 35(1) pp.3-43.

Core, John E., Wayne R. Guay, T and Jomme O. Rusticus, (2006) 'Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations', *Journal of Finance*, 61(2), pp.655-688.

Daines, Robert and Michael Klaesner (2001) 'Do IPO Charters Mazimize Firm value? Antitakeover Protection in IPOs'

Journal of Law, Economics and Organization 17 pp.83-120.

Danielson, Morris G. and Jonathan M. Karpoff (1998), 'On the uses of corporate governance provisions' *Journal of Corporate Finance*, 4(4), pp.347-371

Danielson, Morris G. and Jonathan M. Karpoff (2006), 'Do pills poison operating performance' *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp.536-559

Datta, Sudip and Mai Iskandar-Datta (1996), 'Takeover defenses and wealth effects on securityholders: The case of poison pill adoptions' *Journal of Banking and Finance*, pp.1231-1250

DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Edward M. Rice 'Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth', *Journal of Law and Economics*, 27(2), pp. 367-401.

DeAngelo, Harry and Edward Rice, (1983) 'Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth' *Journal of Financial Economics* 32, pp.329-360.

Garvey, Gerald T. and Gordon Hanka (1999) 'Capital Structure and Corporate Control: The Effects of Antitakeover Statues on Firm Leverage' *Journal of Finance* 54(2) pp.519-546.

Gompers, Paul, Joy Ishi and Andrew Metrick (2003) 'Corporate Governance and Equity Prices' *Quarterly Journal of Economics* 118(1) pp.107-155.

Heron, Randall A., and Erik Lie (2006), 'On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets', *Journal of Business* pp.1783-1807.

Higgins, Huong N, and Judy Beckman (2006) 'Abnormal Returns of Japanese Acquisition Bidders-Impact of pro-M&A Legislation in the 1990s' *Pacific-Basin Finance Journal* 14 pp.250-268.

Jarrell, Gregg A. and Annette Poulsen, (1987), 'Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover amendments since 1980s' *Journal of Financial Economics* 19 pp.127-168.

Jarrell, Gregg A. and Annette B. Poulsen (1988) 'Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence' *Journal of Financial Economics*, 20, pp.129-152

Jiraporn, Pornsit (2005) 'An Empirical Analysis of Corporate Takeover Defenses and Earnings Management: Evidence from the U.S.' *Applied Financial Economics* 15(5) pp.293-303

Johnson, Mark S., and Ramesh P. Rao (1997) 'The of impact Antitakeover Amendments on Corporate Financial Performance', *Financial Review* 32(3)10pp.659-689.

- Knoeber, Charles R., (1986), 'Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile tender Offers' *American Economic Review* 76(1), pp.155-167.
- Lambert, Richard A. and David F. Larcker (1985) 'Golden Parachutes, Executives Decision-Making, and Shareholder Wealth' *Journal of Accounting and Economics*. 7(1-3) pp.179-203.
- Linn, Scott C. and John J. McConnell, (1983) 'An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices,' *Journal of Financial Economics* 11 pp.361-399.
- Loh, Charman, (1994) 'The Influence of Outside Directors on the Adoption of Poison Pills' *Quarterly Journal of Business and Economics* 33 pp.3-11.
- Mahoney, James M., and Joseph T. Mahoney, (1993) 'An Empirical Investigation of the Effect of Corporate Charter Antitakeover Amendments on Shareholder Wealth' *Strategic Management Journal* 14(1), pp.17-31.
- Malatesta, Paul H. and Ralph A. Walkling, (1988), 'Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure' *Journal of Financial Economics* (20) pp.347-376.
- Mallete, Paul and Karen L. Fowler, (1992) 'Effects of Board Composition and Stock Ownership on the adoption of Poison Pills,' *Academy of Management Journal* (35) pp.1010-1035.
- McWilliams, Victoria B., (1990) 'Managerial Share Ownership and the Stock Price Effect of Antitakeover Amendment Proposals,' *Journal of Finance* 45 pp.1627-1640.
- Parch, M. Megan (1987), 'The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth' *Journal of Financial Economics* 18(2), pp.313-339.
- Pound, John (1987) 'The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity: Some Direct Evidence' *Journal of Law and Economics* 30 pp.353-367.
- Randall A. Heron and Erik Lie, (2006) 'On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets' *Journal of Business* 79(4), pp.1783-1807.
- Rauh, Joshua D., (2006) 'Own company stock in defined contribution pension plans: A takeover defense?' *Journal of Financial Economics*, 81(2), August 2006, Pages 379-410
- Ryngaert, Michael, (1988) 'The Effects of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth' *Journal of Financial Economics* 20, pp.377-417.
- Shleifer, Andrei and Lawrence Summers (1998) 'Breach of Trust in Hostile Takeovers' in Alan J. Auerbach, (ed.) "*Corporate Takeovers: Causes and Consequences*" Chicago: University of Chicago Press.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny (1986) 'Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest' *The RAND Journal of Economics*, 17(3) pp. 293-309.
- Stein, Jeremy C., (1988) 'Takeover Threats and Managerial Myopia' *Journal of Political Economy* 96(1) pp.61-80.
- Sundaramurthy, Chamu, James M. Mahoney and Joseph T. Mahoney (1997), 'Board Structure, Antitakeover Provisions and Stockholder Wealth', *Strategic Management Journal* 18(3), pp.231-245.
- Wasserstein, Bruce (1998) "*Big Deal: The Battle for Control of America's Leading Corporations*", Warner Books Inc. (山岡 洋一訳 (1999) 『ビッグディールーアメリカM&Aバイブル』〈上〉・〈下〉 日経BP社。)
- Yamori, Nobuyoshi, Narunto Nishigaki, and Yoshihiro Asai (2006) 'Credit Ratings in the Japanese Bond Market' in Jonathan A. Batten, Thomas A. Fetherston and Peter G. Szilagyi (eds.) "*Japanese Fixed Income Markets: Money, Bond and Interest Rate Derivatives*" the Elsevier-North Holland.

(邦文文献)

- 浅井義裕 (2002) 「企業統治における機関投資家の役割－機関投資家はコーポレートガバナンスの担い手になるのか」『証券アナリストジャーナル』第40巻9号 pp.108-124。
- 浅井義裕 (2006) 「生命保険会社によるコーポレートガバナンス－貸付先に対する規律付けの評価－」『生命保険論集』第156号 pp.129-148。
- 蟻川靖浩・宮島英昭 (2006) 「M&Aの経済分析：M&Aはなぜ増加したのか」 経済産業研究所ディスカッションペーパー (06-J-034)。
- 太田洋 (2004) 「米国におけるポイズンピル以外の企業買取防衛戦略と日本への示唆」 武井一浩・太田洋・中山龍太郎 『企業買取防衛戦略』 商事法務所収。
- 太田洋 (2004) 「米国におけるポイズンピルの「進化」とその最新実務」 武井一浩・太田洋・中山龍太郎 『企業

買取防衛戦略』 商事法務所収。

- 神田秀樹 (2006) 『敵対的買取防衛策－企業社会における公正なルール形成を目指して－』 財団法人 経済産業調査会。
- 武井一浩・太田洋・中山龍太郎 (2004) 『企業買取防衛戦略』 商事法務。
- 鶴光太郎 (2006) 『日本の経済システム改革－「失われた15年」を越えて－』 日本経済新聞社。
- 富村圭 (2007) 「社外取締役による企業統治の展望－監督者としての社外取締役の独立性を中心に－」 『証券アナリストジャーナル』 第45巻1号。
- 宮島英昭 (2006) 「急増するM&Aをいかに理解するか：その歴史的展開と経済的役割」 経済産業研究所ディスカッションペーパー (06-J-044)。
- 藤原総一郎 (2005) 『M&A 活用と防衛戦略』 東洋経済新報社。
- 家森信善・浅井義裕 (2004) 「ディスクロージャーの強化で生命保険会社の評価は容易になったか？ 生保ディスクロージャーと格付け」『生命保険論集』 第146号 pp.33-64。