

論 壇

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
— M&A のもうひとつの役割 —蜂谷豊彦¹
山本 修²

<論壇要旨>

我が国では近年、「行動する株主」の活動が目立つようになり、多くの企業がこれに対抗して買収防衛策を導入している。買収防衛策の導入が株式価値あるいは企業価値に与える影響に関しては、交渉力向上仮説という肯定的な見方と、経営者保身仮説という否定的な相対立する見方が存在する。我々は、2005年4月から2006年7月までに買収防衛策の導入を公表した166社を対象にイベント・スタディを行い、経営者の持つ内部情報が伝達されることを通じて発生する情報効果を測定した。その結果、1)市場は平均的には反応を示さないものの、2)市場は株主意思の事前確認がある買収防衛策をより高く評価すること、3)買収防衛策を巡って企業と市場には「建設的な対話」が成立していることを明らかにした。

<キーワード>

買収防衛策, アクティビズム, コーポレート・ガバナンス, イベント・スタディ

Takeover Defenses and Corporate Governance in Japan

Toyohiko Hachiya*
Osamu Yamamoto†

Abstract

Shareholder activism has established its citizenship in the Japanese market. In response to this, an increasing number of Japanese firms have adopted poison pills. There are two conflicting theoretical hypotheses about the effect of poison pills on shareholder value. The managerial entrenchment hypothesis predicts that adopting a poison pill will destroy shareholder value by allowing (incapable) incumbent management to self-defend. The bargaining power hypothesis predicts that adopting a poison pill will enhance shareholder value by strengthening management's bargaining power. We analyze the information effects of poison pills using a sample of 166 adopting firms from April 2005 to July 2006. There are three key findings: i) the value effect is, on average, negligible, ii) the market values poison pills with prior shareholder consent higher than those without, iii) there exists a "learning effect" both for the market and for the adopting Japanese firms.

Key Words

Takeover defense, Shareholder activism, Corporate governance, Event study

2008年2月4日 受理

1 東京工業大学大学院社会理工学研究科
2 ユニゾン・キャピタル株式会社

Accepted 4 February 2008

Graduate School of Decision Science and Technology
Unison Capital, Inc

はじめに

我が国の合併・買収(M&A)の件数は、1990年代末から急激に増加しており、ここ3年は2500件を超える水準で推移している。この増加を支えているのは、国内市場の成熟化やグローバル化に対応するための業界再編、より効率的なグループ経営を目指すためのグループ内の企業再編である。これは、M&Aが企業目標を達成するための戦略遂行手段として、本格的に利用されるようになってきていることを示している。

90年代末以降におけるM&Aのもうひとつの特徴は、敵対的買収の増加である。経営陣に対する敵対的な行動としては、従来、特殊な株主による株式の買い占めというケースが多かったが、この期間には「行動する株主(アクティビスト)」や一般事業会社による経営権の獲得を目指すケースが目立つようになった。この根本原因は、メインバンク・システムの弱体化や株式持ち合いの解消などに求められる。この敵対的買収の増加は、標的企業だけでなく、多くの企業がコーポレート・ガバナンスへの関心を高める契機となっただけでなく、買収の脅威への対抗策を講じる必要があるという危機感を生じさせた。

我が国における最初の買収防衛策の事例は2005年3月に株式会社ニレコが導入を発表した「セキュリティプラン」である。このプランに対しては同社の株主から新株予約権の発行差し止めを求める仮処分申請がなされ、東京地方裁判所は発行差し止めを認める仮処分決定を行った。このように先行導入事例とそれを巡る混乱が発生するなかで2005年5月27日に経済産業省・法務省は「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(本稿ではガイドラインと呼ぶ)」を発表した。そして、これ以降、多くの企業が、このガイドラインに沿った形で買収防衛策を策定し導入するようになったのである。

本稿では、M&Aがもっている2つの基本的な役割—戦略遂行手段とガバナンス・メカニズム—のうち後者に焦点を当て、その意義を概説するとともに、その機能を減殺する買収防衛策の導入に対する市場の反応を実証的に検証する。

1. ガバナンス・メカニズムとしてのM&A

企業を取り巻く利害関係者の間には情報の非対称性が存在するため、利害関係者がそれぞれ固有の利害を追求すると、企業の効率的な運営が阻害される可能性がある。このとき、利害関係者は、法規制や規則の下で認められた権利を行使することによって、より望ましい企業経営を達成しようとする。これを可能にするメカニズムがコーポレート・ガバナンスである。特に、資金提供者である株主や債権者が、企業経営に対して大きな裁量権を持つ経営者を規律づけることを指すことが多い。

このガバナンス・メカニズムは、内部コントロールメカニズムと外部コントロールメカニズムに大別される。内部コントロールメカニズムには、取締役会や監査役会などの制度的機構による規律づけ、経営者報酬制度によるインセンティブの向上、資本構成などを使った間接的コントロールなどが含まれる。これに対し、外部コントロールメカニズムとしては、製品市場における圧力とともに、大口株主や大口債権者などによる経営への介入や買収の脅威が挙げられる。

このうち、株主によるガバナンスは、株主を3つの類型に分けるとわかりやすい。

第1の類型は、株式を少量しか保有していない小口株主である。小口株主は、経営に介入することによって得られるベネフィットが、そのためのコストに遠く及ばないため、自ら積極的に経営者を監視し

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
 - M&A のもうひとつの役割 -

ようとはしない。また小口株主が連携して協調的組織的な行動をとるには膨大なコストがかかるため、これも事実上難しい。したがって、小口株主は、大口株主の行動にただ乗りするか、株式を売却することで意見を表明するしか、選択の余地はない。

第2の類型は、株式を大量(通常は20%未満)かつ長期に保有することによって、経営者に影響力を行使しようとする大口株主である。大規模な年金基金に代表される機関投資家は、大量の株式を保有しているが故に、その売却は市場に大きなインパクトを与えるため、株主総会における株主提案、経営者側の議案に対する反対投票、あるいは直接交渉などを通して、経営者に圧力をかける。「行動する株主」は、これらの行動をより積極的に展開する株主といえるだろう。

第3の類型は、持分法適用となる20%以上、株主総会における特別決議を否決できる3分の1以上、あるいは過半数の株式を取得することによって、経営権を獲得しようとする株主であり、その主な担い手は一般事業会社やバイアウトファンドである。

我が国では、メインバンク・システムや株式持ち合いなどにより、従来ほとんど機能を喪失していた「株主によるガバナンス」が、株式の流動化が進むことで敵対的買収の脅威が増大するなか、急速にその機能を果たすようになったのである。これに対し、経営者は、株主による規律づけを緩和するため、特に現経営陣にとって敵対的な行動を回避するため、さまざまな買収防衛手段を講じている。

買収防衛手段は3つの類型に大別できる。第1の類型は事前における戦略的な行動である。最も極端な方法はMBOによる非公開化であるが、事業撤退や事業統合によって企業価値の破壊を改善したり、分社化によって潜在化している価値を顕在化させるなどの方策が採られる。また、これらの事業リストラと並んで、自社株取得や配当政策の変更などによる財務的な防衛手段も用いられている。さらに、取引契約やライセンス契約などにより買収を困難にすることもできる。

第2の類型は、サメよけ(シャーク・リペラメント)と総称される定款の変更である。取締役の任期をずらして経営権の移転を遅らせる期差任期付取締役条項、2段階オファーを避けるための公正価格条項、複数議決権株式を発行するなどの防衛策がある。

第3の類型は、買収コストを引き上げたり、情報の開示や時間稼ぎにより交渉を有利にしたりするような防衛策である。この種の防衛策の典型例として、買収者の持分を実質的に希薄化してしまうポイズン・ピル³や、経営者の更迭に対する見返りを求めるゴールデン・パラシュートが挙げられる。

2. 買収防衛策導入効果の分析フレームワーク

2.1 対立する見解

近年、我が国では、行動する株主による敵対的な買収が目立つようになり、これに対して、多くの企業がポイズン・ピルを導入するようになってきている。これらの行動する株主や買収防衛策の導入が企業パフォーマンスに与える影響については、それぞれ対立する見解が存在する。

行動する株主については、肯定的にとらえる「モニター仮説」と否定的にとらえる「妨害者仮説」、さらに企業パフォーマンスには何の影響も与えないという「無関係仮説」という3つの見解が併存している。肯定派によれば、大規模で分散所有されている企業において、大口株主である行動する株主は、経営者を監視するインセンティブをもち、経営者側の議案に対する反対投票や株主提案、私的交渉などを通して、営業パフォーマンスの向上に資する圧力を与えることができる。これに対し、否定派は、行動する株主による経営への干渉が企業パフォーマンスを低下させると主張する。その根拠として、行動する株主は投資家であり、企業を経営するスキルも経験も不足していること、短期的にパフォーマンスの改

³ ポイズン・ピルの定義と種類については Subramanian (2005) 参照。

善を求める傾向があることなどを挙げている。「無関係仮説」の提唱者は、そもそもガバナンスの変更は企業パフォーマンスに無視できるほどの影響しか与えられないと考えている。事実、ガバナンスの変更が、どのような経路を通して企業パフォーマンスに影響を与えるかは十分に解明されているとはいえないし、行動する株主の採用する手段が、経営者に規律を与える方法として効率的であるかどうかを検証されていない。

同様に、買収防衛策導入が企業パフォーマンスに与える影響についても賛否両論が存在する。企業パフォーマンス、特に株式価値の創造に資すると考える肯定派は、「買収防衛策は経営者が既存株主のために買収者からより多くの価値を引き出すための時間と交渉力を与える手段であり、既存株主にとっての価値を高める可能性が高い有用な存在である」と主張する。これが「交渉力 (bargaining power) 仮説」である。これに対し、株式価値を破壊すると考える否定派は、理論的には「買収防衛策は無能な経営者を排除するメカニズムを弱体化させることによって、企業価値を損なう可能性が高い危険な存在である」と主張する。これは「経営者保身 (managerial entrenchment) 仮説」と呼ばれている。

本稿では、我が国で 2005 年以降に導入されるようになったポイズン・ピルに対する市場の反応を実証的に分析することを通して、企業価値に対する効果、したがって対立する仮説の妥当性を明らかにする。これは、買収防衛策導入の効果をとらえるだけでなく、同時に行動する株主による買収の脅威がもたらす効果を解明することにもつながる。

2. 2 買収防衛策導入に関する先行研究

米国市場を対象とする買収防衛策に関する実証研究は、企業がポイズン・ピルを導入したことに対する市場の反応を分析するイベント・スタディとして立ち上がった。Jarrell and Ryngaert (1986) は 1982 年から 1986 年までの期間に導入された 245 件のポイズン・ピルを対象としたイベント・スタディを行い、全サンプルベースでは有意な株価変動を観測できなかったものの、①株価に影響を与えるイベントをコントロールした 179 件のサンプルからは -0.65% の CAR を、②敵対的買収の予測可能性と株価に影響を与えるイベントの双方をコントロールした 15 のサンプルからは -2.21% の CAR をそれぞれ観察した。実証結果が統計的にも、経済的インパクトの観点からも必ずしも有意ではなかったにもかかわらず、この分析は米国議会における公聴会で発表されるなど、経営者保身仮説をサポートするものとして大きな影響力を持った。その後 Jarrell and Poulsen (1986)、Ryngaert (1988) 等が同様のイベント・スタディを期間やサンプルサイズを変えて実施したが、統計的にも経済的インパクトの観点からも明確な結果は出ていない。

ポイズン・ピルの導入時点でのイベント・スタディが、その結果が必ずしも明瞭ではなかったにもかかわらず経営者保身仮説を支持する根拠とされたのに対し、交渉力仮説を実証的に裏付ける手法として用いられたのがピルプレミアム・スタディである。この手法は、実際に買収提案がなされた時点での買収プレミアムの大きさに注目し、ポイズン・ピル導入の有無によってプレミアムの大きさがどのように異なるのかを分析するものである。Georgeson & Company (1988) は 1986 年から 87 年にかけて成立した 1 億ドル以上の株式価値を持つすべての敵対的買収案件について、この観点からの分析を行った。その結果、ポイズン・ピルを導入していた企業は、ポイズン・ピルを導入していなかった企業より大きいプレミアムを獲得していることを明らかにしている。ポイズン・ピルを導入済企業が高い買収プレミアムを享受しているというこの発見は、その後の実証研究でも確認されている (Margotta (1989), Morgan (1995), Comment and Schwert (1995))。

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
 - M&A のもうひとつの役割 -

このように米国における実証研究はイベント・スタディとピルプレミアム・スタディという二つの方向性で蓄積されてきたのだが、実証研究の結果からは経営者保身仮説、交渉力仮説ともに必ずしも強力に支持されることはなかった。このような状況のなかで Coates[2000]はシャドー・ピルという概念を提示して、それまでの実証研究の重要な問題点を指摘している。

Coates[2000]は、ポイズン・ピルが米国会社法上「新株引受権による配当」と位置づけられ、取締役会が必要と感じればいつでも導入できるものであることに注目した。したがって、買収提案がなされた時点で対象企業が実際にポイズン・ピルを導入しているかどうかは、買収防衛の観点では重要ではないということになる。なぜなら、その時点でポイズン・ピルを導入していない企業も取締役会の決定のみで即座に導入可能であるからである。すなわち、米国企業の全ての買収提案はいわばシャドー・ピルの存在のもとで行われていることになる。

シャドー・ピルの存在を前提とすると、ポイズン・ピルの導入というイベントそのものからは経営者保身仮説が想定するような「買収提案の排除効果」も、また交渉力仮説が想定するような「追加的な交渉力」も生まれにくい。ポイズン・ピルの導入が市場に対して及ぼす効果は、経営陣の持つ内部情報に関するシグナリング効果のみということになる。また、買収提案が提示された段階でのポイズン・ピル導入の有無によってサンプルを切り分け、買収プレミアムの多寡を分析するピルプレミアム・スタディについても、シャドー・ピルの存在を前提とすると、結果の解釈がきわめて困難となる。ピルプレミアム・スタディによって観察される買収プレミアムの格差は、買収提案提示時点でのポイズン・ピル導入の有無以外の理由によって生み出されているということになる。

2. 3 買収防衛策導入の価値創造効果

理論的考察や先行研究に基づいて、買収防衛策導入というイベントが企業価値に対して持ちうる効果を整理すると、次のように要約することができる⁴。

- ①買収防衛策の導入が経営者の保身を可能とすることによって失われる(と市場が期待する)価値の現在価値分(経営者の保身仮説が想定する効果)
- ②買収防衛策の導入が経営者に追加的な交渉力を与えることで生み出される(と市場が期待する)価値の現在価値分(交渉力仮説が想定する効果)
- ③買収防衛策の導入によって経営者が持つ内部情報に市場が気付くことによるシグナリング効果

我が国企業の買収防衛の状況を見ると、メインバンクや継続的な取引先などの安定株主の存在、株式持ち合い、有事における第三者割当増資のように経営者あるいは取締役会の裁量のみで採用可能な買収防衛手法が従来から採られており、これらが敵対的な買収を困難にしてきた。2005年から導入されているポイズン・ピルは、上記①、②のような実効性という点では、従来の方法に劣後しているのであり、この点は市場においても十分認識されていると想定される。すなわち、我が国においては従来からの買収防衛手法が Coates[2000]の指摘するシャドー・ピルの役割を果たしていると考えられる。したがって、「買収防衛策の導入」というイベントから市場が上記の①、②の効果を織り込んだ行動をするとは論理的には考えにくい。このため、買収防衛策導入による価値創造効果は、③のシグナリング効果のみと考えられる。

⁴ Comments and Schwert (1994)がこのフレームワークを最初に提示した。

3. 実証分析の対象

本稿では、各企業が東京証券取引所等を通じて書面にて適時開示した買収防衛策を分析の対象とする。また「導入日」とは企業が買収防衛策導入に関する発表を行った日を指す。本稿で使用するサンプルは2005年4月28日から2006年6月13日までに導入された買収防衛策のうちデータを入手できた、延べ166社の防衛策である。このうち15社については期間内に内容を改めるなど再導入という形式をとっている。レコフ社によると同期間には178社導入例があるので、本研究のサンプルは、同時期に日本で導入された買収防衛策のほとんどを網羅している。表1に買収防衛策の導入状況を時系列に示す。

表1 買収防衛策の導入状況

データ区間	2005年						2006年								
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
頻度	1	14	2	1	2	1	1	3	2	2	12	8	21	94	2

次に、導入された買収防衛策の内容を分析した結果、企業間で差が見られたのが、①株主意思の確認方法、②濫用防止のための独立委員会の設置の有無、および③導入時点では予約権を発行しない「事前警告型」か、導入時点で新株予約権を発行して信託銀行や特別目的会社に信託する「信託型」という買収防衛策の形式、の3点である。表2に全166サンプルの選択パターンを示す。

表2 防衛策選択状況の件数と割合

		○	×
株主意思 の確認	1: 株主総会で導入の決議を行う	87 (55%)	72 (45%)
	2: 総会で継続の決議を行う、あるいは廃止提案ができる	63 (47%)	72 (53%)
	3: 総会決議による意思確認の機会がある(1または2)	94 (57%)	72 (43%)
	4: 導入・継続ともに株主総会で決議を行う(1かつ2)	56 (44%)	72 (56%)
濫用防止	独立委員会を設置する	125 (75%)	41 (25%)
形式	「事前警告型」である(×は信託型)	155 (93%)	11 (7%)

4. 買収防衛策導入に対する市場の反応

本節以降では2006年6月13日までに公表された我が国における買収防衛策166件を対象とし、買収防衛策の導入に対する市場の反応を分析する。それに先立ち、ここでは市場の反応の測定方法および結果について述べる。

4. 1 市場の反応の測定

買収防衛策の導入というイベントに対する市場の反応は、累積異常リターン(CAR: Cumulative Abnormal Return, 以下CAR)を用いて表す。CARは、実際の株式リターンと期待リターンの差である異常リターン(Abnormal Return)を任意の期間について総和をとったものである。本稿では日次リターンを用い、買収防衛策が公表された日を0日として0~1日間(期間[0,1])と0~10日(期間[0,10])の2種類のCARを算出している。また異常リターンについては、TOPIXを用いた市場調整モデルに基づいて算出している。

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
- M&A のもうひとつの役割 -

4. 2 CAR の基本統計量

市場調整モデルに基づいて算出された、期間[0,1], [0,10]の両期間における CAR の分布を図1に、基本統計量を表3に示す⁵。両期間の CAR の分布とも、正規分布への適合度は良好といえる。

CAR の平均値、中央値は、両期間ともきわめて小さい負の値をとっており、また負の CAR を示すサンプルの方が多いことがわかる。CAR の平均値に対して t 検定を行ったところ、10 日間の CAR にのみ 5%水準で 0 と有意な差が見られる。しかし、両期間とも中央値の符号検定では有意な差はみられない。

CAR の分布が 0 を中心とする正規分布となり、平均値・中央値の検定においても一部を除いて有意性が認められなかったことから、買収防衛策の導入というイベントからもたらされる情報は、平均的には、無視できるほどの価値効果しか持たないといえる。しかし、買収防衛策の導入というイベントから平均的には CAR を発生させない市場も、ケースによっては正・負の反応を示していることも同時に確認できる。

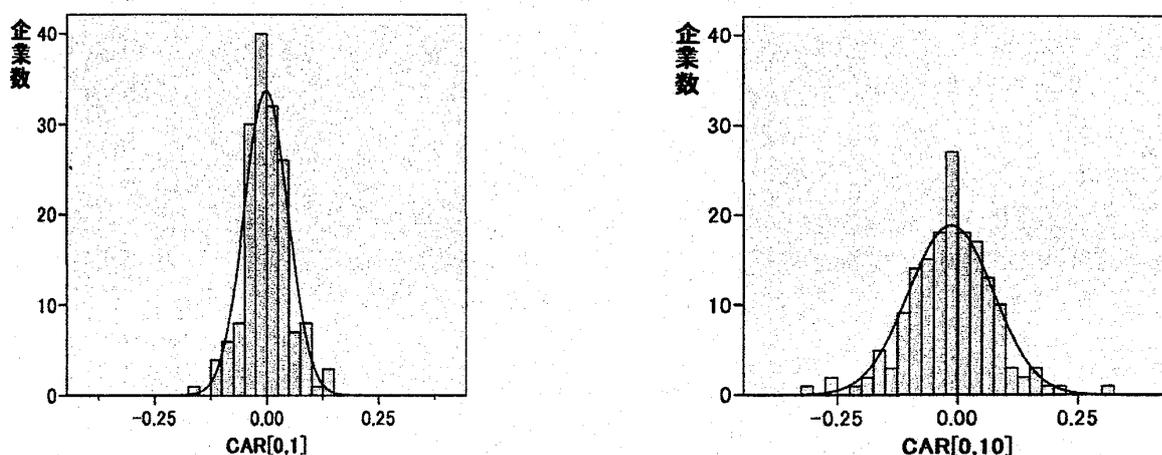


図1 期間[0, 1] (左)と[0, 10] (右)の CAR ヒストグラム

表3 CAR の基本統計量

修正前 MI	度数	正の度数	負の度数	平均値	中央値	標準偏差	最小値	最大値	Kolmogorov-Smirnov の Z	漸近有意確率 (両側)
[0,1]	166	77	89	-0.002	-0.003	0.049	-0.171	0.143	0.738	0.647
[0,10]	166	69	97	-0.014 **	-0.010	0.088	-0.319	0.316	0.638	0.810

*:10%水準で有意

**:5%水準で有意

5. 買収防衛策の内容と市場の反応

我々は、経営者のもつ内部情報に対する市場の反応を CAR でとらえているが、市場は何を判断材料にして内部情報を推定しているのだろうか。本節では、CAR にシステムティックに影響を与えると考

⁵ イベント以前の株価変化が考慮される市場モデルによる計算を行い、分析結果の頑健性を確認したが、結果は変わらなかった。これ以降は、特に注記がない限り、本稿での CAR の値は市場調整モデルで計算した値を用い、市場モデルによる CAR は分析の頑強性を検証するために使用することとする。

えられる要因のうち「買収防衛策の内容」を取り上げ、「市場の反応」との関係进行分析する⁶。

5. 1 買収防衛策の内容とCARとの関係

買収防衛策の導入が株式価値を高めることを目的としているとすれば、株主意思を尊重し濫用を防止する仕組みを整えるものと考えられる。したがって、買収防衛策について株主総会で直接意思を問う、独立委員会を設置する、という情報は「交渉力仮説」と整合的なシグナルを市場に送ることになる。逆に、買収防衛策を経営者の保身を目的に使用しようとするならば、経営者の独断で導入および発動がしやすい仕組みとするであろう。よって買収防衛策について株主総会で直接意思を問わない、独立委員会を設置しない、という情報は「経営者保身仮説」と整合的なシグナルを市場に送ることになる。そこで、買収防衛策の内容のなかで、企業間で差のみられた「株主意思の確認」と「独立委員会の設置」の2つを取り上げ、次のような仮説をたて検証する。

仮説5-1: 買収防衛策について株主が直接意思表明を行う機会を設けるならば、企業(株式)価値を高めるための導入であると期待できるため、機会がない場合より相対的に市場は正の反応を示す。

仮説5-2: 買収防衛策に合わせ独立委員会が設置されるならば、濫用防止の期待ができ、設置されない場合より相対的に市場は正の反応を示す。

5. 2 代理変数の設定

買収防衛策の内容に関する2つの仮説を検証するため、株主意思を尊重する度合いを表す代理変数として株主総会決議の有無を表すダミー変数と、導入と同時に独立委員会設置したことを表すダミー変数を用いる。買収防衛策に関する株主意思の確認には、企業は株主総会を用いるが、決議を行うタイミングには1)企業が買収防衛策を導入する際、2)設定した期間が終了して継続かそのまま廃止する際、3)その両方、の大きく分けて3パターンが存在する。本稿では買収防衛策に関する株主意思を直接確認することの意味を検証したいので、タイミングによらず株主総会での決議があるときを1、無いときを0とするダミー変数を用いることにする。表4に株主総会の意思確認の有無を軸とするサブサンプルの件数を示す。

表4 株主総会での決議とサンプル数

		継続・廃止時に株主総会決議	
		なし	あり
導入時に株主総会決議	なし	72	7
	あり	31	56

5. 3 単変量解析の結果

以上のように分類したサブサンプルについて市場反応の平均値と中央値をそれぞれ比較しその差を検定する。平均値に対してt検定を、中央値に関してはウィルクソンの順位和検定を行う。

まず、株主総会決議の有無について行った単変量分析の結果を表5に示す。CARは総会決議の有無に関して有意な差があり、総会決議において株主意思を確認する機会があることを市場は正に評価しているようである。また期間[0,1]より期間[0,10]の方がその差が顕著に現れている。

⁶ CARにシステマティックな影響を与える要因として、買収防衛策導入前のガバナンス・メカニズムに焦点を当てた分析も行っているが、本稿では紙幅の関係で割愛する。

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
 - M&A のもうひとつの役割 -

表5 株主総会決議の有無に関する単変量分析結果

総会決議による意思確認の機会がある		なし	あり	有意確率		なし	あり
[0,1]	平均値	-0.008	0.003	0.162	正の度数	27 (16%)	50 (30%)
	中央値	-0.012	0.002	0.036 **	負の度数	45 (27%)	44 (27%)
[0,10]	平均値	-0.031	-0.002	0.039 **	正の度数	23 (14%)	46 (28%)
	中央値	-0.026	-0.002	0.038 **	負の度数	49 (30%)	48 (29%)

有意水準 *:10%水準 **:5%水準 ***:1%水準

次に濫用防止が期待できる独立委員会の設置に関する単変量分析の結果を表6に示す。独立委員会を設置した企業(75%)と、設置していない企業(35%)を比較すると、CAR については平均値、中央値共に有意な差はみられない。買収防衛策を導入した企業のうち独立委員会を設置しない企業が少ないにも関わらず、市場は強い負の反応を示していないことがわかる。濫用防止に関する独立委員会の機能が市場からは懐疑的に見られているのかもしれない⁷。

表6 独立委員会設置の有無に関する単変量分析結果

独立委員会		なし	あり	有意確率		なし	あり
[0,1]	平均値	-0.003	-0.001	0.791	正の度数	17 (10%)	60 (36%)
	中央値	-0.009	-0.002	0.682	負の度数	24 (14%)	65 (39%)
[0,10]	平均値	-0.026	-0.011	0.388	正の度数	30 (18%)	50 (30%)
	中央値	-0.010	-0.010	0.726	負の度数	11 (7%)	75 (45%)

有意水準 *:10%水準 **:5%水準 ***:1%水準

最後に2つの防衛策内容の組み合わせについて確認する。一方の設定をありにした場合は他方の設定もありとする傾向にあり、 χ^2 検定では有意水準1%以下で差が確認できた。企業が防衛策を作成するにあたり、企業価値を高めるために中立的になる条件を認識している経営者と、保身のしやすい防衛策を導入した経営者に二極化しているとも読み取れる。

表7 株意思確認と濫用防止に関する防衛策の条件設定件数

度数(割合)	委員会なし	委員会あり	合計
総会で決議なし	31 (19%)	41 (25%)	72 (43%)
総会で決議あり	10 (6%)	84 (51%)	94 (57%)
合計	41 (25%)	125 (75%)	166 (100%)

$$\chi^2=23.04^{***} \quad p=0.000$$

5. 4 多変量解析の結果

市場が、買収防衛策内容に基づいて経営者のもつ内部情報を判断しているかどうかについて、買収可能性をコントロールして重回帰分析を行う。表8では、すべての変数を加えたモデルと、変数減少法のもとでもっとも説明力が高いモデルを示している。

⁷ 「事前警告型」と「信託型」に対する市場反応についても分析を行っている。CARの数値は事前警告型のほうがすべて高いが有意な差はみられない。

表8 買収防衛策の内容に関する重回帰分析

CARの期間	[0,1]		[0,1]		[0,10]		[0,10]	
	非標準化係数	t値	非標準化係数	t値	非標準化係数	t値	非標準化係数	t値
(定数)	0.021	0.518	0.012	0.541	-0.081	-1.214	-0.066	-1.363
株主総会決議ありDummy	0.013	1.615	0.012	1.712 *	0.027	2.042 **	0.023	1.952 *
事前警告型Dummy	0.019	1.201	0.018	1.181	0.027	1.011		
独立委員会ありDummy	-0.001	-0.096			-0.002	-0.115		
ln時価	0.000	0.021			0.007	1.594	0.007	1.896 *
ROA	-0.163	-2.024 **	-0.149	-2.037 **	-0.212	-1.564	-0.221	-1.686 *
tobin's Q	0.000	-0.090			-0.008	-0.944	-0.009	-1.357
簿価レバレッジ	-0.014	-0.682			-0.041	-1.223	-0.042	-1.348
安定株主割合	-0.058	-1.827 *	-0.060	-1.998 **	0.005	0.092		
業種別被買収割合	-0.038	-0.283			0.011	0.050		
日次リターン標準偏差	-0.045	-0.099			-0.399	-0.524		
調整済み R2 乗	0.014		0.048		0.011		0.035	
F値による有意確率	0.284		0.020		0.313		0.062	
サンプル数N	158		158		158		158	

買収に直面する可能性をコントロールしても、単変量分析の結果と同様に、株主意思確認の機会があることを市場は正に評価している一方、独立委員会の設置に対しては有意な反応が見られないという結果となっている。少なくとも、取締役会決議のみで導入・改廃される場合より、株主総会において株主意思が確認される場合に、「株主の意向を反映させる姿勢をもっている」と判断し、システムティックに高い評価を下しているといえる。

CAR[0,1]とCAR[0,10]の分析結果を比較すると、CAR[0,10]においてROAや安定株主比率といった買収可能性の代理変数⁸に対する反応が弱まり、株主総会決議の有無に対する反応が強くなっている。これは市場が防衛策の内容を解釈して反応するまでに時間を要することを示唆する。次節では、この点について詳細に分析を行う。

6. 市場と企業の学習効果

前節までの分析を踏まえて、本節では買収防衛策に関する「企業」と「市場」の学習効果を分析する。本節の分析から①「買収防衛策の内容」を検証・評価する市場の能力は時間の経過と共に高まっていること、②企業側も市場の能力に気付き、導入する買収防衛策の内容に市場からのフィードバックを取り込むようになってきていること、の2点が明らかとなる。

6.1 学習効果仮説

前節の分析を通じて我が国の株式市場は、企業が導入する買収防衛策に関してその内容を吟味し、「株主の意向を反映させる姿勢」に対してシステムティックに高い評価を下していることが明らかとなった。一方で、今回サンプリングした買収防衛策166件は、最初の導入から1年半を経過していないうちに導入されたものであり、市場が評価を定めるまでにはリードタイムが存在したと考えるのが妥当であろう。また、時間の経過と共に企業側も他社の買収防衛策に対する市場の反応を観察し、導入にあたってはより市場に評価される買収防衛策を設計するようになったと考えられる。以上を踏まえて仮説を示す。

⁸ 買収可能性の代理変数として本稿では企業の財務指標、株主構成、M&A案件数を用いる。代理変数の選択にはM&Aに対するイベント・スタディの際に薄井(2001)ら先行研究で使われた指標を参考にした。

仮説6-1:企業の学習効果

買収防衛策導入の累積件数が増加するに従い、企業は市場から正の評価を受ける買収防衛策を導入するようになる。

仮説6-2:市場の累積学習効果

買収防衛策導入の累積件数が増加するに従い、市場は買収防衛策を評価できるようになり、防衛策の内容に対する反応がより明確になる。

仮説6-3:市場のスピード効果

買収防衛策導入の累積件数が増加するに従い、市場は買収防衛策を評価できるようになり、短時間で反応するようになる。

6. 2 分析方法

企業も市場も、時間の経過に伴って自動的に学習できるわけではなく、1つ1つの買収防衛策の導入を通して学習していくものと考えられる。そこで、サンプルを時期別に分類するのではなく、導入日順にサンプルを同数ずつ3つに分け、順に前期、中期、後期とすることで、累積件数の増加が反映されるように設計する。3分位した結果、前期は2005/4/28～2006/4/24、中期は2006/4/26～2006/5/16、後期は2006/5/17～2006/6/13の期間となり、時間経過からみるとアンバランスな区分となっている。

仮説6-1「企業の学習効果」では、累積件数の増加に伴って、買収防衛策における「株主意思の確認」「独立委員会の設置」の比率が変化したかどうかを検証する。仮説6-2「市場の累積学習効果」では、累積件数の増加に伴って、買収防衛策の内容に対して市場がどのように判断するかという基準が次第に明確になり、反応が鮮明になってくると考えられる。この反応の違いをとらえるため、買収防衛策の内容ごとにCARを求めることになる。そうしないと、反応自体の変化と防衛策の内容の変化によって生じる効果を区別することができないからである。

仮説6-3「スピード効果」では、市場が買収防衛策について学習した結果、導入に対する市場の反応速度が変化したかどうかを検証する。仮説6-2では学習に伴って反応の「大きさ」が変化することに焦点を当てているのに対し、この仮説では反応の「スピード」が変化することに焦点を当てる。買収防衛策が導入されて間もない時には、その内容に対する評価基準が定まっていないため、他の投資家の様子を伺いながら、経営者の内部情報を解釈して反応する。この結果、市場はゆっくりと時間をかけて反応すると考えられる。これに対し、評価基準が固まってくると、市場は迅速に内部情報を解釈できるようになり、すぐに反応するようになると考えられる。具体的には、CARの計測期間について前半6日間と後半6日間、前半5日間と後半5日間、前半4日間と後半4日間の3パターンについて前半と後半のCARを計算し差を検定することで、反応速度をとらえる。これを図示したのが図2である。

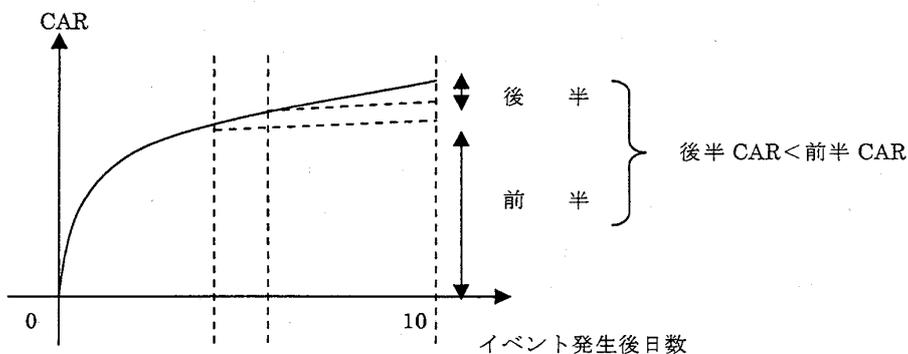


図2 市場反応のスピード

6. 3 二変量解析の結果

まず、企業の学習効果を検証する。買収防衛策の内容について「株主総会決議の有無」「独立委員会の設置の有無」ごとに、期間別の件数を求め、前期と後期の間に差があるかどうかを検定する。この結果を示したのが表9である。

表9 時期別防衛策の件数

時期	前期	中期	後期	
株主総会決議なし	32	26	14	$\chi^2 = 10.5^{***}$
株主総会決議あり	24	31	39	
独立委員会なし	17	14	10	$\chi^2 = 1.93$
独立委員会あり	39	43	43	

有意水準 *:10%水準 **:5%水準 ***:1%水準

株主総会における株主意思の確認に関しては、累積件数の増加に伴って決議を行うケースが増えており、 χ^2 検定を行った結果前期と後期との間には1%水準で有意な差がみられる。この分析ではちょうど後期のサンプルが株主総会直前に当たるという事情もあるが、導入初期には株主総会で決議を行う防衛策はやや少ないが、後期になると増えている。一方、独立委員会の設置に関しては、有意な差は見られなかったものの、前期から設置する傾向が強く、累積件数に伴って微増している。買収防衛策を導入する際に独立委員会を設置するよりも株主総会で決議を行うことの方が人的・金銭的コストがかかるほか、否決される可能性もあることから導入企業が決議を行う動機は「他の条件が一定であれば低い」と考えられる。そのため初期に導入された買収防衛策では株主総会決議を行うケースが少なかったが、累積件数の増加に伴って、企業は株主意思を直接問う意義を学習したと考えられる。

次に、市場の累積学習効果を検証する。期間[0,1][0,10]それぞれについて、株主総会決議の有無をコントロールして、時期別にCARを求め、前期と後期との間に差があるか、また時期別に決議の有無の間の差に変化があるかどうかを検定する。それらの結果を示したのが表10である。

表10 導入時期と株主意思の確認状況による二変量分析

期間		前期	中期	後期	有意確率
[0,1]	総会決議なし	-0.010 (-0.017)	-0.001 (-0.003)	-0.015 (-0.019)	0.742 (0.650)
	総会決議あり	-0.013 (-0.007)	0.007 (0.019)	0.010 (0.003)	0.063* (0.104)
	有意確率	0.803 (0.830)	0.553 (0.269)	0.110 (0.090*)	
[0,10]	総会決議なし	-0.022 (-0.024)	-0.019 (-0.017)	-0.071 (-0.060)	0.139 (0.145)
	総会決議あり	-0.038 (-0.017)	0.006 (0.018)	0.014 (0.014)	0.018** (0.016**)
	有意確率	0.509 (0.703)	0.204 (0.184)	0.022** (0.018**)	

有意水準 *:10%水準 **:5%水準 ***:1%水準

時期ごとの推移を見ると、累積件数の増加に伴って、株主総会決議を行わない買収防衛策が「負」に、決議を行う買収防衛策が「正」に評価される傾向が強まり、株主総会決議の有無による市場反応の差が次第に明確となっていることがわかる。また、株主総会決議の有無によって生じるCARの格差は、累積件数の増加に伴って拡大しており、市場の反応がより鮮明になっていることがわかる。

株主総会決議を行わない買収防衛策は導入時期による変化がなく負の評価を受けていること、決議を行う防衛策では負から正に転じていることなどを考え合わせると、最初は、買収防衛策に対する評価基準が定まっていないため、市場は買収防衛策に対して懐疑的な姿勢をとっており「交渉力」の期待よ

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
 - M&Aのもうひとつの役割 -

りも「保身」への不安が強かったことを示唆する。累積件数の増加に伴って、漠然とした不安は解消され、買収防衛策の内容に基づいて内部情報を解釈するようになっていったと考えられる。

最後に、市場学習のスピード効果を分析する。上述したように、株主総会決議の有無をコントロールして、前半5日間と後半5日間、前半4日間と後半6日間、前半3日間と後半7日間の3パターンについて前半と後半のCARの差を計算し検定することで、反応速度に変化が生じているかどうかを検証する。

表11 10日間のCARの期間内変化の分析

	株主総会決議	前期	中期	後期	有意確率
CAR[7,10]-CAR[0,3]	なし	0.006 (0.025)	0.007 (0.008)	0.062 (0.021)	0.306 (0.867)
	あり	0.053 (0.045)	-0.040 (-0.046)	-0.029 (-0.040)	0.011 ** (0.006 ***)
CAR[6,10]-CAR[0,4]	なし	-0.001 (0.015)	0.001 (-0.011)	0.007 (-0.024)	0.880 (0.633)
	あり	0.039 (0.034)	-0.041 (-0.049)	-0.036 (-0.038)	0.038 ** (0.024 **)
CAR[5,10]-CAR[0,5]	なし	-0.007 (0.000)	-0.001 (-0.012)	0.001 (-0.024)	0.833 (0.720)
	あり	0.025 (0.018)	-0.023 (-0.027)	-0.016 (-0.015)	0.043 ** (0.048 **)

平均値(中央値) 有意水準 *:10%水準 **:5%水準 ***:1%水準

表11より導入時期が中、後期になり累積件数が増加するに伴って、CARの差は仮説通りに、前半での反応が大きくなり、後半での反応が小さくなっていることを示している。株主総会決議を行う防衛策の評価については前期と後期で反応は平均値、中央値共に5%水準で有意な差となっている。この結果は、「時間の経過と共に買収防衛策の評価が定まり市場は速やかに反応するようになる」とする「スピード効果」仮説を支持するものといえる。

以上から、市場は買収防衛策の導入が日本で本格化してから累積件数の増加に伴って、買収防衛策の内容、特に株主総会決議の有無がもつ意味を解釈する評価基準をもつようになったと考えられる。この効果は、買収防衛策に関する「累積学習効果」と「スピード効果」の両面に表れている。これと同時に、企業も、市場からより高い評価を受ける買収防衛策を導入するようになっていることから、買収防衛策について学習しているといえる。

6. 4 多変量解析の結果

市場の累積学習効果が、株主意思の確認の有無と買収可能性をコントロールしても観察できるかどうかを重回帰分析によって検証する。分析では次に示すように株主総会決議を行うダミー変数(決議ダミー)と導入時期を表すダミー変数(時期ダミー)の積を用いる。既に表9でみたように、企業が導入する買収防衛策の内容が「株主総会決議の有無」について時期によって大きく異なっているため、時期を表すダミー変数のみではそれが「時期」による効果なのか、「株主総会決議の有無」による効果なのかを判定することが困難になるためである。また、結果の頑健性を確認するために、株主総会決議を行わない場合についても別にダミー変数を作成し検証を行う。同一モデルに組み込むことはできないが、学習効果が頑強であるならば、どちらの場合にも累積件数の増加に伴って、市場反応への影響が強くなることが考えられる。

$$\sum_{i=1}^3 D_i K \quad \text{ただし } D_1 = \begin{cases} 1: \text{前期} \\ 0: \text{他} \end{cases} \quad D_2 = \begin{cases} 1: \text{中期} \\ 0: \text{他} \end{cases} \quad D_3 = \begin{cases} 1: \text{後期} \\ 0: \text{他} \end{cases} \quad K = \begin{cases} 1: \text{決議あり} \\ 0: \text{決議なし} \end{cases}$$

表12 導入時期ダミーを加えた回帰分析

CARの期間	[0,1]		[0,1]		[0,10]		[0,10]	
	非標準化係数	t値	非標準化係数	t値	非標準化係数	t値	非標準化係数	t値
(定数)	0.015	0.378	0.011	0.472	-0.096	-1.417	-0.094	-1.761 *
事前警告型Dummy	0.021	1.242	0.020	1.238	0.036	1.227	0.030	1.121
独立委員会ありDummy	-0.002	-0.239			-0.004	-0.241		
日次リターン標準偏差	-0.023	-0.050			-0.360	-0.471		
簿価レバレッジ	-0.012	-0.584			-0.039	-1.173	-0.042	-1.328
業界別被買収割合	-0.021	-0.158			0.040	0.177		
tobin's Q	0.000	-0.006			-0.007	-0.860	-0.008	-1.202
ln時価	0.000	0.017			0.007	1.612	0.007	1.844 *
ROA	-0.161	-1.999 **	-0.148	-2.026 **	-0.209	-1.544	-0.212	-1.626
安定株主割合	-0.056	-1.744 *	-0.058	-1.954 *	0.010	0.185		
決議ありD×前期D	0.004	0.326			0.012	0.611		
決議ありD×中期D	0.018	1.751 *	0.017	1.871 *	0.033	1.899 *	0.029	1.829 *
決議ありD×後期D	0.015	1.488	0.013	1.488	0.034	2.056 **	0.029	2.024 **
F値による有意確率	0.296		0.017		0.299		0.058	
調整済み R2 乗	0.014		0.056		0.014		0.043	
サンプル数N	158		158		158		158	

有意水準 *:10%水準 **:5%水準 ***:1%水準

表12には、CAR[0,1]とCAR[0,10]をそれぞれ目的変数とし、すべての説明変数を加えたモデルと、変数減少法を用いてもっとも説明力の高いモデルの結果が示されている。決議ダミーと時期ダミーの積は、前期には有意な値をとっていないが、中期・後期には有意な値をとっていることがわかる。また、CAR[0,10]のモデルでは累積件数の増加に伴って、有意性が高まることが観察される。後期に総会決議を行う買収防衛策が最も高い評価となり、係数は5%水準で有意となっている。この結果は、累積件数の増加に伴って、買収防衛策の評価基準ができるようになるという累積学習効果仮説を支持するものである⁹。

以上から、①「買収防衛策の内容」を検証・評価する市場の能力は累積件数の増加に伴って高まっていること、②企業側も市場の能力に気づき、導入する買収防衛策の内容に市場からのフィードバックを取り込むようになってきていること、の2点が明らかとなった。買収防衛策を巡っては「企業と市場の建設的な対話」が成立していると考えられる。

おわりに

メインバンク・システムの弱体化や株式持ち合いの解消などにより株式の流動化が大きく進行したことに伴って、90年代後半以降我が国においても敵対的買収や行動する株主による敵対的行動が観察されるようになってきた。2005年3月に我が国企業に初めて導入された買収防衛策は、その後かなりの速度で受け入れられ今日に至っている。本稿の目的は「買収防衛策は企業(株式)価値の観点から価値創造的か否か」という問いに答えることにある。

本稿の分析を通じて得られる主要な結論は2点に集約できる。第一に、我が国の株式市場は、企業が導入する買収防衛策に対してその内容を検証し、「株主の意向を反映させる姿勢」に対してそのよう

⁹ 結果の頑健性の検証のため、決議がない場合を1とするダミー変数を用いたモデルでも同様の検証を行った。総会決議がある場合よりも有意水準で劣るが、期間[0,10]ではダミー変数を入れ替える前の分析結果と符号だけが逆で時間経過と有意性が高まるという、同じ結果が観察された。

買収防衛策とコーポレート・ガバナンス
 - M&A のもうひとつの役割 -

な姿勢がないケースよりもシステマティックに高い評価を下している。第二に、「買収防衛策の内容」を検証・評価する市場の能力は累積導入件数の増加に伴って高まっている。また、企業側も市場の能力に気づき、導入する買収防衛策の内容に市場からのフィードバックを取り込むようになってきている。

すなわち「買収防衛策は企業価値の観点から価値創造的か否か」については、導入される「買収防衛策の内容」に大きく依存しており、「買収防衛策導入」を株主重視のシグナルを受け取った場合には市場は「正」の価値効果を、反対に経営者の保身シグナルを受け取った場合には「負」の価値効果を生んでいるとするのが本稿の結論である。また、企業側もこのような市場の反応に呼応する形で、導入する買収防衛策の内容に市場からのフィードバックを取り込むようになってきており、買収防衛策に関して「市場と企業の建設的な対話」が成立しているように思われる。このような「市場と企業の建設的な対話」が早期に成立した背景には、買収防衛策を巡り政策立案者、学者、実務家、企業経営者が早い時期から意見交換を行い¹⁰、米国等の先進事例を理論・実証両面から研究すると共に、その研究成果を2005年5月27日に「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」として発表できたことが大きく貢献していると我々は考えている。

一方で、株式持ち合いや有事の第三者割当増資等の従来型の買収防衛手段に関しては、(狭義の)買収防衛策との比較においてガイドラインの掲げる「企業価値・株主共同の利益の確保・向上」に資するための政策的アクションがとられていない状況にある。経営者にとって買収防衛に関して実質的な「抜け道」がある状況を継続させることは我が国企業のガバナンス・クオリティの市場からの信認を引き下げる点で大きな社会的損失である。この面での政策的アクションの進展を強く期待する。

謝辞:本稿は、2007年度日本管理会計学会統一論題での報告に加筆・修正したものである。本稿作成に当たり、多くの質問者ならびに、司会の辻正雄先生、コメンテーターの浅田孝幸先生ほか多くの方々から有益なコメントをいただいた。ここに、記して感謝申し上げる次第である。

参考文献

- [1] 青木昌彦 奥野正寛 (1996) 『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会
- [2] Bebchuk, L. A., Coates, J. C. IV, Subramanian, G. (2002a) "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy" *Stanford Law Review*, Vol. 54.
- [3] Bebchuk, L. A., Coates IV, J. C., Subramanian, G. (2002b) "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium participants" *Stanford Law Review*, Vol. 55, pp. 885-917.
- [4] Choi, D., Kamma, S., and Weintrop, J. (1989) "The Delaware Courts, Poison Pills, and Shareholder Wealth", *Journal of Economics and Organization* 5, pp375
- [5] Coates IV, J. C. (2000) "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence", *Texas Law Review, Volume 79*, pp. 271-382
- [6] Comment, R. and Schwert, W. (1995) "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures" *Journal of Financial Economics* 35, pp. 3-43.
- [7] Danielson, M.G and Karpoff, J.M (2006) "Do pills poison operating performance?", *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 536-559.

¹⁰ 企業価値研究会は2004年9月に経済産業政策局長の私的研究会として21名の委員によって発足したが、その内訳は学界4名、実務家(弁護士、会計士等)6名、企業側代表11名という構成であった。

- [8] Danies, R. and Klausner, M. (2004) "Agents Protecting Agents: An Empirical Study of Takeover Defenses in Spinoffs", *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* No. 299.
- [9] DeAngelo, H and Rice, E. M. (1983) "Antitakeover Amendments and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 329-360.
- [10] Field, L. C. and Karpoff, J. M. (2002) "Takeover Defenses of IPO Firms", *Journal of Finance*, Vol. LVII, No.5, pp. 1857-1889.
- [11] 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.
- [10] Gordon, M. (2002) "Takeover Defenses Work. Is That Such a Bad Thing?", *Stanford Law Review*, Vol. 55, pp. 819-837.
- [12] Georgeson & Co. Inc., (1988) "Poison Pill Impact Study" "Poison Pill Impact StudyII".
- [13] Jarrell, G. and Ryngaert, M. (1986) "The Effects of Poison Pills on the Wealth of Target Shareholder" *Office of Chief Economist of the Securities and Exchange Commission*
- [14] Jarrell, G. and Poulson, A. B. (1986) "Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980" *Journal of Financial Economics* 19, pp.127-168.
- [15] John, K, Lang, L. H. P and Shih, F. L. L. (1992) "Antitakeover measures and Insider Trading: Theory and Evidence" *N.Y.U. Salomon Center Working Paper* No. S-93-27.
- [16] Johnson, D. J. and Meade, N.L. (1996) "Shareholder Effects of Poison Pills in the Presence of Anti-Takeover Amendments" *Journal of Applied Business Res.* 10.
- [17] J. P. Morgan & Co (1990) "Poison Pills and Acquisition Premiums"
- [18] 経済産業省・法務省(2005)『「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」の策定について』.
- [19] 松本真輔(2005)『敵対的買収と防衛策』税務経理協会.
- [20] Margotta, D. G. (1989) "Takeover Premiums: With and Without Shareholder Rights Plans" *mimeo*
- [21] Malatesta, P. H. and Walking, R. A. (1988) "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* 20, pp. 347-376/
- [22] Ryngaert, M. (1998) "The effect of poison pill securities on shareholder wealth" *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 377-417.
- [23] Strong, J. S. and Myers, J. R. (1990) "An analysis of Shareholder Rights Plans", *Journal of Managerial and Decision Economics*, 73.
- [24] Stout, L. A. (2002) "Do Antitakeover Defenses Decrease Shareholder Wealth? The Ex Post/Ex Ante Valuation Problem", *Stanford Law Review*, Vol. 55, pp. 845-861.
- [25] Subramanian, G. (2005) "Takeover Defenses and Bargaining Power" *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 17 Number 4, pp. 85-96.
- [26] 薄井彰(2001)『バリュー経営のM&A投資』中央経済社.