



RIETI Discussion Paper Series 06-J-008

どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか

胥 鵬

経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか

胥 鵬

法政大学・RIETI

要 旨

本論文で筆者は村上ファンドとスティール・パートナーズという二つのモノ言う投資ファンドのターゲット企業と無作為に抽出した同業他社を比較することによって、モノ言う投資ファンドのターゲットになる企業の特徴を分析した。実証分析結果は、企業価値が低いかつ現預金・有価証券・投資有価証券などのキャッシュ・フロー・リッチ、負債比率が低く、株式持合比率が低い企業がターゲットにされやすいと示唆する。この結論は、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り、**1980**年代の米国における敵対的買収ターゲット企業の企業価値が低いかつキャッシュ・フローが豊富だという結論にも一致する。このことから、株式持合が完全に解消されていない日本において、村上ファンドやスティール・パートナーズのようなモノ言う株主の圧力は、**1980**年代に米国の敵対的買収が企業価値向上に貢献したように、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。

1. はじめに

80年代まで、株式持合とメインバンクシステムを特徴とする日本的コーポレート・ガバナンスは、資本市場における敵対的買収による規律付けと法的整理による企業再生の有効な代替メカニズムとして注目されていた(Berglof and Perotti, 1994; Osano, 1996)。株式持合によって経営者が長期経営に専念することができるようになり、経営不振に陥った時にメインバンクの介入で経営者のモラルハザードを未然に防ぐことができる。当時、持合比率が70%にも達していたため、日本における敵対的買収は事実上不可能であった。これと整合的に、1980年代後半に経營業績が同程度に落ち込んだ場合に、米国企業は外部買収プレッシャーで大きくダウンサイズすることと対照的に、日本企業は資産売却や人員整理などのリストラが少ないと、Kang and Shivdasani (1997)の日米比較研究で報告された。

1990年代後半の長期不況とともに、トヨタ自動車のような優良企業がある一方、多くの日本企業は資産リストラ、人員整理と債務リストラを余儀なくされてきた。資本市場における敵対的買収による規律付けと法的整理による企業再生の有効な代替メカニズムと視されてきたメインバンクシステムについては、多くの銀行が巨額の不良債権を抱え、破たん銀行も続出した。また、経営不振企業が淘汰されないどころか、銀行の追い貸しによって温存されゾンビ化していた (Peek and Rosengren, 2003; Hoshi and Kashyap, 2004)。さらに、経営不振時の銀行介入が著しく減る一方、民事再生法の適用申請などの法的整理による企業再生が急増した (Xu, 2004; 胥, 2005)。

いわゆるメインバンク機能の低下だけでなく、1990年代後半に上場企業の株式所有構造も大きく変容し、金融機関持株を中心に法人安定株主の保有比率が急速に低下した (宮島・黒木, 2003)。その結果、日本企業がモノ言う株主や敵対的買収の圧力に晒されることになった。最近、ライブドアによるニッポン放送の敵対的買収を巡る攻防をきっかけに、敵対的買収と買収防衛策が毎日のように新聞紙上に取り上げられるようになった。さらに、MAC、通称、村上ファンドの阪神電鉄株の大量取得、楽天のTBSに対する経営統合提案などから、今後も敵対的買収が一層増加すると予想される。

敵対的買収をめぐる、どのような防衛策が裁判所に認められるかといった法律実務上

の研究が非常に盛んであり、データに基づいて緻密な実証分析でどの企業が敵対的買収やモノ言う株主のターゲットになるかを解明する研究は皆無である。本稿では、筆者は村上ファンドとスティー爾・パートナーズ・ジャパンという二つのモノ言う投資ファンドのターゲットとなった会社を取り上げ、どの会社が投資ターゲットになるのかを分析する。村上ファンドとスティー爾・パートナーズに共通する点は、ターゲット企業の株式を大量取得し、増配や自社株式取得などでターゲット企業に株主への利益還元の圧力をかけることである。また、昭栄、ソトー、ユシロ化学工業などの数社に対して、村上ファンドやスティー爾・パートナーズが株式公開買い付け(TOB)をかけた。

この論文の目的は、データに基づいてこのような敵対的買収やモノ言う株主の行動が有害か有益かを分析することである。株主への利益還元の圧力が有害か有益かを見分ける基準は、企業の成長性、すなわち、高収益投資機会の多寡である。内部資金の資本コストが低い場合、豊富な高収益の投資プロジェクトに投資するためにキャッシュを蓄積することが株主利益に合致する。他方、高収益投資機会が乏しい成熟・衰退企業において、経営者がキャッシュ・フローを株主利益や企業価値よりも、経営者の「格」のために無駄遣いする危険が大きい。したがって、高収益投資機会が乏しい成熟・衰退企業に対して株主利益還元の圧力は有益であり、高収益投資機会が豊富な成長企業に利益還元を強要することは有害である。

この研究で、筆者は村上ファンドとスティー爾・パートナーズのターゲットになった企業を無作為に抽出した同業他社と比較することによって、ターゲット企業の特徴を明らかにする。とりわけ、キャッシュ・リッチかつ企業価値が低い企業がターゲットにされやすいかどうかをテストすることによって、フリー・キャッシュ・フロー仮説を検証する。結論は、フリー・キャッシュ・フロー仮説を支持するものであり、1980年代に米国で企業価値が低くかつキャッシュ・フローが豊富な企業が敵対的買収のターゲットにされやすいとの結論とも一致する。したがって、村上ファンドやスティー爾・パートナーズの役割は、1980年代の米国における敵対的買収の役割に共通する点が見られる。今後、敵対的買収やモノ言う株主の圧力によって日本経済は長年の株安から脱出することが期待される。言い換えれば、日本企業が敵対的買収やモノ言う投資ファンド圧力を招いた理由は、既存経営者が株価低迷を長期にわたって放置し、取締役会も株主総

会も機能しなかったことである。

敵対的買収やモノ言う株主の圧力は、企業経営者の早期退出を促し、その後の企業価値を向上させる可能性が大きい、と筆者の実証分析は示唆する。つまり、敵対的買収の脅威は経営者に対する脅威であり、企業価値に対する脅威ではない。仮にこのようなフリー・キャッシュ・フローの豊富な企業が株主に対する利益還元を拒んで防衛策を導入することは、企業価値の確保または向上のためではなく、経営者保身につながる危惧が大きい。最も重要なのは、敵対的買収が参入と退出という市場メカニズムとコーポレート・ガバナンスの根幹に関わるということである。米国の経験によると、敵対的買収が行われた後、不採算部門等が戦略的に整理されることが多い。近年、日本の銀行がこの10数年間本来淘汰されるべき企業を温存し、その結果新規参入が妨げられた。連続2期赤字や債務超過に陥っても退出が先送りされると、衰退・成熟産業から成長産業への資源や資本のシフトが遅れる。目下、敵対的買収は日本において早期退出を促す重要かつ唯一のメカニズムだと言っても決して過言ではない。

敵対的買収やモノ言う株主の圧力が早期退出を促すメリットが挙げられる一方、敵対的買収の弊害を懸念する声も多い。今後、メリットと弊害の異なる角度から、とりわけ、従業員の利益を害するかどうかという点から、敵対的買収やモノ言う株主の弊害の有無を解明する実証分析は不可欠である。投資ファンドが経営者に規律を与えるかどうかを分析することは、コーポレート・ガバナンスの視点から非常に重要である。また、こういった資本市場の圧力がコーポレート・ガバナンスの強化とつながるかどうかの解明は、日米コーポレート・ガバナンス比較分析の重要なテーマでもある。今後の課題として、敵対的買収やモノ言う株主の圧力が株価に及ぼす効果、投資ファンドの株式保有期間などの戦略も合わせて解明することが挙げられる。このような実証研究は、今後の敵対的買収防止策や法制度改正のあり方を考える上で不可欠である。

本論文は以下のように構成されている。第2節で敵対的買収に関する文献をレビューし、第3節では村上ファンドとスティー爾・パートナーズのターゲット企業の特定や比較企業の選定方法、データおよび仮説を説明する。そして、第4節では実証分析結果に基づいてフリー・キャッシュ・フロー仮説を検証する。第5節は結論をまとめる。

2. 文献と仮説

80年代に、米国で数多くの敵対的買収が繰り返され、主要上場会社が半数以上 TOB をかけられるという経験をしていた。当初、米国でも敵対的買収は悪徳金融資本家が無実の経営者を収奪するとの否定的見方が強かった。しかしその後、緻密な実証分析により敵対的買収や LBO (Leveraged Buy-Out) は企業価値、営業利益と経営規律を高める効果があることが示され、いまやコンセンサスとなっている(Holmstrom and Kaplan ; 2001)。80年代における米国の敵対的買収ブームは、経営者が長年の株安を放置し、しかも取締役会や株主総会が有効に経営者をガバナンスすることができなかったことに対する資本市場の復讐であるという見方もあながち誤りとは言えない。また、一般的に敵対的買収のプレミアムがほとんど従業員などのステークホルダーの利益を株主に移転したものだという見方を支持する実証分析は見当たらない¹。

敵対的買収の出現の最も有力な理由として、フリー・キャッシュ・フロー仮説が挙げられる。この仮説によると、高収益の投資機会がないにもかかわらず、経営者が本来株主に還元すべきキャッシュ・フローを自分の“格”を高めるために無謀な規模拡大に費やすことこそ、敵対的買収を招いた原因である。Jensen(1986)は、オイルショックの石油価格急騰がもたらしたキャッシュ・フローを石油価格の下落後も株主に還元せずに油田開発、精製設備投資や多角化経営に投下し続けた米国の石油会社を例に、フリー・キャッシュ・フロー仮説こそ 1980 年代の敵対買収を説明することができる最も有力のものだと力説した。巨額のフリー・キャッシュ・フローがやがて石油会社をターゲットとする活発な敵対的買収を招いた。推測によると、敵対的買収やその潜在的圧力が米国の石油会社の株主にもたらした利益が 2 兆円にも達した(Jakobs、1986)。

敵対的買収は下記の三つの意味でエージェンシー・コストを削減する。まず、

¹ 米国の買収プレミアムの少なくとも 80%は従業員の利益を移転したものだという、Shleifer and Summers (1988)論文がよく引用される。しかし、著者 Shleifer 氏自身が後ほどの Bhagat と Vishny との共同研究で言及したように、これはただ一例しかない例外のケースである。その後、全体的には敵対的買収プレミアムに占める従業員からの利益移転の割合がわずかだ 5%–10%程度だという、Bhagat, Shleifer and Vishny(1990)の共同実証研究結果が、米国の 1980 年代の敵対的買収に対する評価として、広く受け入れられている。詳しいことについては、田中(2005)、小佐野(2005)を参照されたい。

LBO(leveraged buyout)が多いため、買収後負債比率が著しく増加し、フリー・キャッシュ・フローが著しく減少する。これは、株主に対する配当が、負債の利子支払いと債務の償還と異なって、経営者の自由裁量で決定できるからである。債務不履行に陥ると企業が倒産することになる。株主総会で頭を下げる程度で済む減配・無配とは話が大きいに違うのである。第二に、経営者の持株比率が大幅に上昇し、経営インセンティブが強まる。第三に、投資ファンドなどの大株主が出現し、経営に対する介入やモニタリングが厳しくなる。最近、ワールドの MBO(management buyout、経営者が銀行融資やファンドの出資を受けて株式を買い戻して非上場にするプロセス)も同様の効果が見られる。

1980 年代の米国における活発な敵対的買収を招いた直接の原因がフリー・キャッシュ・フローであった。フリー・キャッシュ・フローの背景に、経営者報酬が株主利益に十分にリンクしていない経営者インセンティブ問題、敵対的買収やモノ言う株主の圧力の欠如などが挙げられる (Jensen、1988、1993)。例えば、1980 年にストック・オプションで最高経営責任者(CEO、chief executive officer)の報酬が株主利益とリンクした企業はわずか二割程度に過ぎなかった(胥、2003)。もちろん、昨今東西を問わずに零細株主のフリー・ライダーなどの理由で株主総会は有効に経営者をモニターすることができない。取締役も株主利益の番犬よりも最高経営責任者のイエス・マンが多い。いずれにしても、フリー・キャッシュ・フローを株主に還元するように内部ガバナンスが機能しなかったのである。コーポレート・ガバナンスが有効に機能しなかったため、米国企業は、1980 年代初期までに長年にわたって不採算部門から撤退することをためらったり、高収益投資機会がないにもかかわらずフリー・キャッシュ・フローを規模拡大に費やしたりしていた。最終的に、このような事態が敵対的買収やモノ言う株主の圧力などの形で資本市場の復讐を招くことになった。

企業の資産、とりわけ、現預金・有価証券などのフリー・キャッシュ・フローと比べて株価が割安の場合に、敵対的買収や株主提案などで株主への利益還元が実現されれば、株主は利益を得る可能性が高い。これは、株式市場における株価と一株当たり資産の間のアービトラージ機会を利用したファイナンシャル・イノベーションである。アービトラージ利益を実現するために、買収者は過半数の株式を取得してから非効率な既存経営陣に取って代わる必要がある。零細株主のフリー・ライダー問題によって敵対的買収が

成功することは稀であるが、既存経営陣が増配や自社株式買いなどで敵対的買収やモノ言う株主の圧力に対応することもしばしば見られる。このように、一株一票と多数決の株主総会の意志決定ルールは、まさに企業価値と経営規律を高めるために設計された資本市場による規律付けのメカニズムであり、株式を売買すると同時に支配権を売買する支配権市場は株主総会や取締役会の機能を補うメカニズムである。米国の経験はこのことを力説している。

敵対的買収などの資本市場からの圧力に対応するために、株主に対する利益還元が増え、選択と集中による退出が進んだ。これと同時に、米国のコーポレート・ガバナンスも大きく変容してきた。まず、ストック・オプションを役員に付与することがほぼすべての企業に広がり、経営者の利益と株主利益がリンクするようになった。また、役員報酬の個別開示によって取締役会の監督機能の透明性が確保され、取締役会の監督機能が強化された。さらに、委任状争奪が簡単にできるようになり、機関投資家などのモノ言う株主の圧力が一層厳しくとなった。ストック・オプション普及の効果として、米国企業が常に株価を意識して絶えずリストラを心掛けるようになった。こういった対応の結果、1990年代に入ってからM&Aは依然として活発だが、LBOや敵対的買収が大きく減少した。なお、詳しいことについては、Holmstrom and Kaplan(2001)を参照されたい。

留意してほしいのは、高収益の投資機会に恵まれる成長企業において、潤沢なキャッシュ・フローが必要不可欠ということである。80年代初期に米国で敵対的買収が活発となった背景には、日本経済の台頭で米国経済が多くの産業で比較優位を失い、高収益の投資機会が少なくなったことが挙げられる。高収益の投資機会が少ない成熟・衰退産業の割合が増えると、内部留保などのフリー・キャッシュ・フローが株主利益よりも経営者の“格”を高めるために規模拡大や多角化経営に費やされる恐れが大きい。投資よりも退出、とりわけ、早期退出がはるかに難しいのである。一時、Jensen(1993)は80年代に日米の企業投資効率性の比較結果から、米国のコーポレート・ガバナンスと比べて、日本的コーポレート・ガバナンスが有効に機能すると期待をよせていた。しかし、高収益の投資機会を有していた日本企業におけるエージェンシー問題がそれほど深刻ではなかったと考えると、日本的コーポレート・ガバナンスに対する期待は虚しくも単なる幻に過ぎなかった。90年代後期に退出が日本経済のキー・ワードとなったときに、米

国の 80 年代と同様に、日本においても企業の退出が決して容易ではなかったことが明らかにされた。

1990 年代初期まで、日本のコーポレート・ガバナンスは 1980 年代初期の米国企業のコーポレート・ガバナンスと酷似する点が多い。とりわけ、株式持合によって株主総会が形骸化するだけでなく、経営者が敵対的買収の圧力に晒されたことはなかったのである。役員報酬の個別開示がいまだに行われていない点から、透明性が著しく欠ける取締役会の監督機能も期待できない(胥、2001、2003)。90 年代後半以降、株式持合が徐々に解消されていく過程で、銀行や生損保などの金融機関は株式売却という退出の戦略を取ってきた。いわゆるメインバンクも経営不振に陥った企業に対する規律付けはほとんど機能せず、株主の利益還元を求めて融資先企業の早期退出を促す役割を果たすこともなかった。

しかし、外国人株主と個人株主の持株比率が増加するにつれて、株価の長期低迷を放置してきた日本企業がようやく敵対的買収やモノ言う株主の圧力に晒されるようになった。1990 年代後期の日本経済と 1980 年代初期の米国経済との共通点が多く見られる。まず、法的整理による企業再生の有効な代替メカニズムとされていた経営不振に陥った融資先企業に対するメインバンクの介入が大幅に減少する一方、法的整理による企業再生が急増してきた。1990 年初期までに 1 年 1-2 件程度の大企業に対する債務免除や倒産が 1997 年以降 1 年 10 数件までに増加していた。これに対応するために、民事再生法導入などの倒産法制度の抜本改革が行われた。米国の倒産法の抜本改革が行われたのは 1978 年だった。また、2000 年 1 月 23 日の村上ファンドの昭栄に対する TOB は、平成の敵対的買収の幕を開けた。こういった事実は、1990 年代後半の日本経済のキー・ワードが退出だということを物語っている。

1990 年後半以降、TOB をかけて敵対的買収を試みたのは、わずか 5 件程度²だった。そのうち、村上ファンドの昭栄に対する TOB、スティーブル・パートナーズのユシロ化

² 村上ファンドが昭栄に対して TOB をかけて以来、スティーブル・パートナーズ・ジャパンがユシロ化学、ソトーに対して TOB を実施。昨年、ライブドアとニッポン放送との 70 日間敵対的買収を巡る攻防は、ライブドアの堀江社長が一躍してお茶の間に知られるようになった。また、夢真の日本技研に対する TOB の実施が挙げられる。ライブドアと本丸のフジテレビの和解以外に、敵対的買収目的の TOB はいずれも失敗に終わった。

学やソトーに対する TOB が半数以上を占めた。米国と同様、TOB がほとんど成功しなかった。昭栄への株式公開買い付け (TOB) 失敗と大口出資元であるオリックスの宮内義彦会長からの苦言を受け、村上氏は敵対的な TOB を原則やめ、自社株買いなど資本の効率化を要求する現実的な戦略に切り替えた³。保有する主要銘柄の大半の企業が自社株消却など村上氏の要求をのんだ。このように、TOB の正攻法より、大株主として経営陣に株主利益還元するように迫るモノ言う株主 (shareholder activism) の戦略といったカルパスなど海外の大手年金基金と同じ手法をとることが多い。言うまでもなく、村上ファンドは既にモノ言う株主の代名詞となっている。

村上ファンド、スティール・パートナーズは、キャッシュ・リッチかつ株安な企業を狙うことが多いとされている。例えば、東京スタイルは 2001 年 2 月期末で現預金と有価証券合わせて 1280 億円が手元にある。これは、株式市場における株価と一株当たり資産の間のアービトラージ機会を利用した裁定取引である。裁定取引の目的は、資産が活用されていない、すなわち、株主資本の簿価が株式時価総額を大幅に上回る場合に企業価値が改善される余地を利用することである。本稿の目的は、村上ファンド、スティール・パートナーズのターゲット企業を対象にフリー・キャッシュ・フロー仮説を検証することである。株式持合が一部解消されたことを踏まえて、この論文は主に以下の仮説をテストする。まず、キャッシュ・フロー・リッチかつ企業価値が低い企業ほどターゲットにされやすい。第二に、持合比率が低い企業ほどターゲットにされやすい。株式と異なって負債がフリー・キャッシュ・フローを取り上げ経営者に規律を与える点を考えると、負債比率が高い企業ほどターゲットにされる可能性が低い。次節では、村上ファンドとスティール・パートナーズの投資対象企業を無作為に抽出した同業他社と比較することによって、ターゲット企業の特徴を明らかにする。

3. サンプルと説明変数

日経テレコン 21 で「村上ファンド」、「スティール・パートナーズ」をキー・ワードとして、村上ファンドとスティール・パートナーズの投資ターゲットとなった公開会社

³ 2002 年 2 月 8 日、日経金融新聞、20 ページ。

53社を特定した。財務データと株価データが入手可能なターゲット企業が43社となった。村上ファンドは、昭栄、東京スタイル、三共などの25社を対象に株式投資を行ってきた。スティール・パートナーズはソトー、ユシロ化学、明星食品などの18の銘柄を保有していた。

各々のターゲット企業について、日経 Financial Quest の企業属性の日本標準産業分類に基づいて、日本標準産業分類(2桁)の同業種の公開会社から無作為に抽出した4社を比較企業とする。なお、同業他社が4社を下回る場合には同業他社全部を比較対象とする。最終的に財務データと株価データが利用可能な比較企業139社が分析に用いられる。財務データと株価データはターゲットとなった時点の直前年度末のものを使う。確かに、敵対的買収はワイドショーの話題にもものぼるようになったが、1980年代に米国の大手企業の半数近くがターゲットとされていたほど多くはない。全上場会社を比較対象にターゲット企業の特徴を明らかにすることが難しいか考えられる。また、企業規模などの多くの企業属性が作用するため、同規模の同業他社や業績に近い同業他社を比較対象にすることは、ターゲット企業の特徴を捉えることができない。43社のターゲット企業の特徴を正確に捉えるために、無作為に抽出した同業他社と比較することは適切だといえよう。

財務データは連結財務データを用いる。連結財務データを提出していない企業について単独財務データを使う。フリー・キャッシュ・フローの度合を捕捉するために、筆者は企業価値に応じて企業が保有する現預金・有価証券等がフリー・キャッシュ・フローに該当するか否かを判断する。まず、Cash は(現金+有価証券+投資有価証券)/資産合計、キャッシュ・リッチの程度を表す代理変数である。土地や生産設備を換金して配当や自己株式取得を行うには時間がかかるだけでなく、簿価と換金できる時価との差額も大きい。現金、有価証券などの流動性の高い資産は、すぐ換金できる上、裁定取引のターゲット選定の数値目標に適する。また、土地や生産設備は、将来のキャッシュ・フローに貢献する可能性が高いため、株主還元の対象に適していない。

企業が保有するキャッシュ・フローがフリー・キャッシュ・フローに当たるか否かは、企業価値や高収益の投資機会の多寡にも依存する。企業価値の尺度として、トービンのQはよく用いられる。企業価値の代理変数のほかに、Qは企業の高収益の投資機会を表

す変数として用いることも多い。Qは(株式時価総額+負債合計)/資産合計とし定義される。分母の資産合計は企業資産の簿価であり、株主と債権者の投資家から預かった資産額を表す。Qが1を大きく下回ることは、投資家から預かった資産が活用されずに市場評価に反映されていないことを意味する。この場合に、資産のダウンサイズなどで企業価値を高める余地が大きい。企業価値が低い、すなわち、Qが低く、キャッシュ・リッチな会社になると、株主に対する利益還元によって企業価値を向上する可能性が一層大きい。簡単にまとめると、投資機会が乏しい企業の現金保有はフリー・キャッシュ・フローになる。ここで、企業のキャッシュ・フロー保有を、 $Cash \times Q < 1$ ダミーと $Cash \times Q \geq 1$ ダミーに分ける。 $Cash \times Q < 1$ ダミーの部分をフリー・キャッシュ・フローの代理変数として使う。

頑健性をテストするために、筆者はQの代わりにQの分母と分子から同時に負債合計を除いたPBR(株式時価総額/株主資本)を企業価値や投資機会の代理変数として用いることも試みている。PBRの分母は株主資本の簿価であり、株主から預かった資産額を表す。Qの場合と同じように、PBRが1を下回ることは、株主から預かった資産が活用されずに市場評価に反映されていないことを意味する。この場合に、キャッシュ・リッチかつPBRが低い会社は、株主に対する利益還元によって企業価値を向上する可能性がとりわけ大きい。Qの場合と同様に、変数CashとPBRが1を下回るダミーとの交差項をフリー・キャッシュ・フローの代理変数として用いる。他方、 $Cash \times PBR \geq 1$ ダミーはフリー・キャッシュ・フローに当たらない。

企業のフリー・キャッシュ・フローは負債比率とも大きく関連する。株式と異なって負債がフリー・キャッシュ・フローを取り上げ経営者に規律を与える。1980年代の米国におけるM&Aの特徴の一つとして、買収後に負債比率が大幅に上昇する点が挙げられる。さらに、負債比率が高い企業は、配当や財産維持などのコベナンツ（財務制限条項）で株主利益還元が大きく制約され、裁定取引のターゲットにされる可能性が低い。負債比率Leverageは、負債合計/資産合計で定義される。

株式持合が一部解消したものの、依然として敵対的買収の防衛策として機能すると思われる。株式持合によって守られていれば、モノ言う株主や敵対的買収の圧力の効果が弱いと考えられる。つまり、株式持合比率の高い企業はターゲットにされる可能性が低

い。株式持合の代理変数として、少数特定株主持株比率、金融機関持株比率、法人持株比率、金融機関と法人株主の持株比率の合計、外国人投資家持株比率、個人持株比率、外国人投資家と個人株主の持株比率の合計などが用いられる。データソースはいずれも日経 FQ である。ファンドの資産制約で一定の割合の株式を取得するために、時価総額が小さい銘柄を保有する傾向が強いと考えられる。Morck, Shleifer and Vishny (1987)によると、1980 年代に友好的買収のターゲット企業と比べて、敵対的買収のターゲット企業は規模が小さい。ただし、アプローチが異なるため、企業規模の影響について一概には言えない。筆者は資産合計の自然対数 $\text{Log}(\text{assets})$ を用いる。

フリー・キャッシュ・フロー仮説が指示されれば、無作為に抽出した同業他社と比べて、ターゲット企業は $\text{Cash} \times \text{Q} < 1$ ダミー ($\text{Cash} \times \text{PBR} < 1$ ダミー) が有意に高い。一方、 $\text{Cash} \times \text{Q} \geq 1$ ダミー ($\text{Cash} \times \text{PBR} \geq 1$ ダミー) は、有意に作用しない。また、負債比率が高い企業は、経営陣が倒産のリスクを冒してフリー・キャッシュ・フローを不採算事業に投入することが考えられないため、フリー・キャッシュ・フローに起因するエージェンシー問題が緩和される。つまり、負債比率について、比較対象企業と比べてターゲット企業の負債比率が有意に低い。株式持合が一部解消したものの、依然として敵対的買収の防衛策として機能するため、株式持合比率の高い企業が裁定取引のターゲットとされる可能性が低い。4 節では、統計記述と実証分析に基づいて仮説を検証する。

4. 実証結果

ターゲット企業、比較企業の企業特徴に関連する変数は表 2 に示してある。表 2 からわかるように、資産合計に対してターゲット企業の現金・有価証券・投資有価証券の保有比率が平均 38.7%、メディアン 35.3%、比較企業の保有比率よりそれぞれ 16%、17% も高い。これは、キャッシュ・リッチな企業ほど村上ファンドとスティール・パートナーズのターゲットにされやすいことを示唆する。既に説明したように、重要なことはキャッシュ・フローの保有がフリー・キャッシュ・フローに当たるか否かである。これは企業価値に依存する。まず、トービンの Q で測った企業価値を見ると、ターゲット企業の平均値 0.526 は比較対象企業の平均値 0.872 を大きく下回る。ただし、メディアン

については、ターゲット企業の 0.404 は比較対象企業の 0.339 を多少上回る。PBR を企業価値の尺度とすれば、ターゲット企業は比較企業と比べると市場評価が低いことが一目瞭然である。対象企業の平均値 5.20、メディアン 0.927 はいずれもターゲット企業の平均値 1.18、メディアン 0.687 を大きく上回る。

ターゲット企業の企業価値が低いことを反映して、ターゲット企業のキャッシュ・フローはほとんどフリー・キャッシュ・フローに当たる。ターゲット企業のキャッシュ・フロー保有比率の平均 38.7%、メディアン 35.3%のうち、フリー・キャッシュ・フロー $Cash \times Q < 1$ ダミーに該当するのは、それぞれ 35.6%、32.4%である。これらの数字は、比較対象企業の平均値 16.7%、メディアン 15.0%のそれぞれ二倍強に相当する。企業価値を PBR に置き換えても、ターゲット企業のフリー・キャッシュ・フロー $Cash \times PBR < 1$ ダミーの平均値 35.8%、メディアン 33.1%は、それぞれ比較対象企業の平均値 18.0%、メディアン 16.1%のほぼ二倍である。また、ターゲット企業の負債比率は、比較企業と比べると約 20%近く低い。このように、企業価値の評価尺度を変えても、ターゲット企業のフリー・キャッシュ・フロー比率が高い結論は変わらないのである。したがって、表 2 の記述統計からターゲット企業のフリー・キャッシュ・フローに起因するエージェンシー問題が比較企業より深刻だと読み取ることができる。

株式持合によって守られていれば、モノ言う株主や敵対的買収の圧力の効果が弱いと考えられる。表 2 が示すように、ターゲット企業も比較企業も、安定株主の持株比率を表す指標の一つとして、少数特定株主持株比率がいずれも 50%を下回っているもの、ターゲット企業の特定株主持株比率で測った持合比率は平均値 42.0%、メディアン 40.4%。比較対象企業の平均値 47.7%、メディアン 46.6%と比べてそれぞれ約 6%程度低い。金融機関持株比率を見ると、比較対象企業の平均値 22.7%、メディアン 20.9%は、ターゲット企業の平均値 26.1%、メディアン 27.5%より低い一方、比較対象企業の法人株主持株比率平均値 28.7%、メディアン 23.4%はいずれもターゲット企業の平均値 24.3%、メディアン 21.0%より高い。金融機関と法人の持株比率合計を見ると、ターゲット企業の平均値 50.4%、メディアン 51.4%は、比較対象企業の平均値 51.3%、メディアン 54.5%と比べて、それぞれ 1%、3%程度低い。比較対象企業の外国人持株比率の平均値 5.6%、メディアン 1.8%に対して、ターゲット企業の平均値 12.5%、メディアン

10. 9%である。このことは、比較対象企業と比べてターゲット企業が外国人投資家にとって魅力的だと示唆する。外国人投資家持株比率と逆に、ターゲット企業の個人株主持株比率は平均値 35.3%、メディアン 34.3%、比較対象企業の平均値 41.2%、メディアン 39.5%よりそれぞれ 5%–6%低い。個人と外国人持株比率の合計を取ると、比較対象企業の平均値 46.8%がターゲット企業の平均値 47.8%より 1%低く、比較対象企業のメディアン 43.5%がターゲット企業のメディアン 47.0%より 3%低い。どの指標を株式持合の尺度として用いるべきかは難しい問題だが、ターゲット企業の少数特定株主持株比率と金融機関と法人持株比率の合計は、いずれも比較対象企業と比べて低い。逆に、個人と外国人株主持株比率の合計について、ターゲット企業の数値は、比較対象企業の数値と比べて高い。このことから、ターゲット企業は比較対象企業と比べて安定株主の持株比率が若干低く市場から株式を取得することが多少容易だと考えられる。

負債比率 **Leverage** について、ターゲット企業の平均値 34.4%、メディアン 30.2%はいずれも比較対象企業の平均値 55.6%、メディアン 55.8%より大幅に低い。この事実は、上述した以下の仮説と整合的である。まず、株式と異なって負債がフリー・キャッシュ・フローを取り上げ経営者に規律を与える。また、負債比率が高い企業は、配当や財産維持などのコバナンツ（財務制限条項）で株主利益還元が大きく制約され、裁定取引のターゲットにされる可能性が低い。企業規模については、無作為に抽出された同業他社の平均と比べるとターゲット企業はやや大きいことがわかる。

ターゲット企業と比較対象企業をプールして、筆者はロジット回帰分析でサンプル企業が敵対的買収のターゲットにされる可能性を推定した。被説明変数のターゲットダミーは、村上ファンドとスティール・パートナーズにターゲットとされた場合には 1、以外の場合には 0。統計記述と整合的に、Q が 1 を下回る場合にのみ現金・有価証券・投資有価証券の資産合計に対する比率が敵対的買収のターゲットにされる可能性を 1%のレベルで有意に高めることが表 3 に示した推定結果からわかる。これと対照的に、Q が 1 を上回る場合に現金・有価証券・投資有価証券の資産合計に対する比率は 10%レベルで有意ではない。表 4 に示したように、Q の代わりに企業価値の代理変数として **PBR** を用いた結果はほぼ同じである。したがって、フリー・キャッシュ・フロー・リッチな企業が敵対的買収のターゲットにされやすい結果は非常に頑健である。

友好的買収と比べて Q が低い企業が敵対的買収のターゲットにされやすいと、Morck, Shleifer and Vishny (1987)の実証分析結果が示唆する。比較するために、筆者は Q または PBR も説明変数に入れて推定を試みた。表 3、表 4 の結果からわかるように、Q と PBR の効果はそれぞれ 10%のレベルで検出されなかった。村上ファンドとスティール・パートナーズのターゲットとされた企業は、企業価値の評価が低だけでなく、キャッシュ・リッチだという点も非常に重要である。このことから、村上ファンドとスティール・パートナーズの目的は企業価値が低かつキャッシュ・リッチな企業から株主利益還元を引き出すということだとわかる。企業価値が低い成熟・衰退企業におけるキャッシュ・フローが株主利益や企業価値よりも、経営者の「格」のために無駄遣いされ、フリー・キャッシュ・フローになる危惧が大きい。この点から、村上ファンドとスティール・パートナーズの敵対的買収やモノ言う株主の行動は、企業価値を高める可能性が高く、企業価値を毀損する恐れが少ないと思われる。

統計記述と整合的に、少数特定株主の持株比率の係数は 5%または 10%の水準で有意に負である。これは、安定株主によって守られる企業がターゲットにされる可能性が低いと解釈することができる。少数特定株主の代わりに、金融機関持株比率、法人持株比率、金融機関と法人持株比率の合計、個人持株比率、外国人持株比率、個人と外国人持株比率の合計をそれぞれ説明変数に含めて推定を試みた。いずれも推定された係数は 10%レベルで統計的に有意ではない。これらの結果はいずれも省略する。理論上どの変数を株式持合の代理変数として用いるべきかに関して必ずしも定説はないが、少数特定株主持株比率が 5%または 10%の水準で有意に敵対的買収のターゲットとされる可能性を低める実証結果は、少数特定株主持株比率が株式持合や安定株主持株比率の目安になると一つの実証的な答えを与えることになる。

負債比率 Leverage は、表 3 と表 4 のどの推定式でも 1%または 5%レベルで敵対的買収のターゲットとされる可能性を高める。このことは、負債比率が高い企業は、配当や財産維持などのコベナンツ（財務制限条項）で株主利益還元が大きく制約され、裁定取引のターゲットにされる可能性が低い仮説と整合する。また、負債がフリー・キャッシュ・フローを取り上げ経営者に規律を与えることも挙げられる。企業規模については、無作為に抽出された同業他社の平均と比べるとターゲット企業はやや大きいことがわ

かる。したがって、無作為に対象企業を抽出すると、ターゲット企業は決して規模が小さくない。この点については、Morck, Shleifer and Vishny (1987)の敵対的買収ターゲット企業の規模が小さいという結果と異なる。

資産合計の自然対数の代わりに、株式時価総額と負債の合計の自然対数や株式時価総額の自然対数を用いた結果はほぼ同じである。企業年齢を説明変数に入れて推定を試みたが、係数は有意ではなかった。したがって、古い企業がモノ言う投資ファンドのターゲットになりやすいことは確認できなかった。これらの結果はいずれも省略する。

村上ファンドとスティール・パートナーズのモノ言う投資ファンドの敵対的買収のターゲット企業と無作為に抽出した同業他社をサンプルとして、モノ言う投資ファンドのターゲットになる要因を分析した。実証分析結果は、現預金・有価証券・投資有価証券の資産合計に占める割合とトービン(Tobin)のQ(時価簿価比率)やPBRが1を下回るダミーとの交差項、すなわち、フリー・キャッシュ・フローが高く、負債比率が低く、株式持合比率が低い企業がターゲットにされやすいと示唆する。筆者の結論は、フリー・キャッシュ・フローこそエージェンシー問題を引き起こす原因だというフリー・キャッシュ・フロー仮説を支持するものであり、1980年代の米国における敵対的買収のターゲット企業は企業価値が低いかつキャッシュ・フローが豊富だとの結論にも一致する。したがって、村上ファンドやスティール・パートナーズのようなモノ言う株主の圧力は、1980年代に米国の敵対的買収が企業価値向上に貢献したように、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。

5. 結び

本稿では、筆者はMAC、通称、村上ファンドとスティール・パートナーズ・ジャパンという二つのモノ言う投資ファンドのターゲットとなった会社を取り上げ、どの会社が投資ターゲットになるのかを分析した。最近、ライブドアによるニッポン放送の敵対的買収を巡る攻防をきっかけに、敵対的買収と買収防衛策が毎日のように新聞紙上に取り上げられるようになった。敵対的買収をめぐる、どのような防衛策が裁判所に認められるかといった法律実務上の研究が非常に盛んであり、筆者が知っている限り、本論

文はデータに基づいて緻密な実証分析でどの企業が敵対的買収やモノ言う株主のターゲットになるかを解明しようと試みた最初の研究の一つである。

本稿の実証結果は、村上ファンドとスティール・パートナーズの目的は企業価値が低いかつキャッシュ・リッチな企業から株主利益還元を引き出すことだと示唆する。企業価値が低い成熟・衰退企業におけるキャッシュ・フローが株主利益や企業価値よりも、経営者の「格」のために無駄遣いされ、フリー・キャッシュ・フローになる危惧が大きい。この点から、村上ファンドとスティール・パートナーズの敵対的買収やモノ言う株主の圧力は、企業価値を高める可能性が高く、企業価値を毀損する恐れが少ないと思われる。換言すれば、敵対的買収の脅威は経営者に対する脅威であり、企業価値に対する脅威ではない。このような企業価値が低いかつフリー・キャッシュ・フローが豊富である企業は経営者保身につながる危惧が大きい防衛策を導入すべきではない。また、配当、自己株式取得などの株主利益還元こそ有効な防衛策である。この意味で、本研究は、今後の敵対的買収防止策や法制度改正のあり方を探るために意義が深いといえよう。

敵対的買収が早期退出を促すメリットが挙げられる一方、敵対的買収の弊害も多く指摘されている。今後、メリットと弊害の異なる角度から、とりわけ、従業員の利益を害するかどうかという点から、敵対的買収やモノ言う株主の弊害の有無を解明する実証分析は不可欠である。投資ファンドが経営者に規律を与えるかどうかを分析することは、コーポレート・ガバナンスの視点から非常に重要である。ただし、1980年代に米国の大手企業の半分近くが敵対的買収のターゲットとされることを経験したことと比べて、TOBによる敵対的買収はほんの数件に過ぎない。また、モノ言う株主から圧力を受けてから日がまだ浅いため敵対的買収やモノ言う株主の圧力の効果を確認するには時期尚早である。今後の課題として、敵対的買収やモノ言う株主の圧力が株価、利益率に及ぼす効果、投資ファンドの株式保有期間などの戦略も合わせて解明することが挙げられる。

日本における敵対的買収やモノ言う株主に関する研究は、日米コーポレート・ガバナンス比較分析の重要なテーマでもある。1980年代のコーポレート・ガバナンス国際比較では、当時の日本におけるフリー・キャッシュ・フローに起因するエージェンシー問題が米国ほど深刻ではない点が考慮されていなかった。1990年代後半からいわゆる失

われた十年間の経験は、米国と同様企業の退出が難しいことを証明した。とりわけ、企業の早期退出がキー・ワードとなったときに、1980年代に国際的に注目されていた株式持合やメインバンクといった日本的コーポレート・ガバナンス・スタイルは、米国の80年代初期のコーポレート・ガバナンスと同様にまったく無力だった。代わりに、敵対的買収やモノ言う株主の圧力が出現した。また、米国の80年代のコーポレート・ガバナンスが変容したと同様に、ストック・オプションや自己株式取得が広がりつつある。時代を固定して日米のコーポレート・ガバナンスを比較すると、常に大きな相違が見出される。退出という共通のキー・ワードで注意深く経済を取り巻く環境を考えると、80年代の米国コーポレート・ガバナンスの変遷と90年代後半からの日本のコーポレート・ガバナンスの変遷に意外と共通点が多い。米国の80年代の経験は日本経済にとって示唆に富むものである。

当初、米国でも敵対的買収は悪徳金融資本家が無実の経営者を収奪すると否定的見方が強かった。しかしその後、緻密な実証分析により敵対的買収やLBO（Leveraged Buy-Out）は企業価値を毀損したものやステークホルダーの利益を株主に移転したものが例外であり、概ね企業価値、営業利益と経営規律を高める効果があることがいまやコンセンサスとなっている。80年代における米国の敵対的買収ブームは、経営者が長年の株安を放置し、しかも取締役会や株主総会が有効に経営者をガバナンスすることができなかったことに対する資本市場の復讐であるという見方は、今日の日本経済に重要な参考になる。

謝 辞：本稿の作成にあたって、2005年日本法と経済学会の討論者法政大学法学部教授神谷保および出席者、都市再構築研究会セミナーで国際基督教大学八田達夫教授、政策研究大学院大学福井秀夫教授および出席者、RIETI研究会の出席者、RIETIDP検討会で及川耕造理事長、吉富 勝所長、田辺靖雄副所長、細谷祐二研究調整ディレクターから貴重なコメントをいただいた。また、松田琢磨氏、袁 媛氏、高橋欣氏にデータ収集加工などでお世話となった。この論文の一部は日本証券奨学財団の研究調査助成の成果である。なお、文責はすべて著者にある。

参考資料（日経テレコン 21、データソースは主に日経 4 紙）

1. MAC（村上ファンド）による昭栄への TOB の経緯

2000 年 1 月 23 日：村上氏が昭栄の大株主に経営改革の必要性を説いたが実行してもらえなかったため、東証 2 部に上場していた昭栄の株式を発行済みの全株式 1400 万株 1 月 24 日～2 月 14 日まで 1 月 21 日の株価 880 円を 13%強上回る 1000 円で公開買付け（TOB）で買い付けると発表。

2000 年 1 月 25 日：昭栄は取締役会を開き、TOB への反対や赤字の電子事業の合理化策を明らかに。昭栄株に買いが殺到、株価高騰 1080 円に（TOB 価格を上回る）

2000 年 1 月 26 日：東証で、昭栄株の売買が村上氏による TOB 表明後初めて成立ストップ高の 1280 円。成立した売買は 69,000 株で、買い注文を約 84 万株残す

2000 年 2 月 14 日：MAC（村上氏側）は、応募のあった昭栄株、912,862 株を買い付けることを発表（全株式の約 6.5%）。村上氏が元々個人的に保有する株式と合わせても約 6.52%。応募が少なかった理由大は、株主が買付けに応じなかったことと、TOB 表明後株価が急上昇し買付け価格 1000 円を上回ってしまったこと。

2000 年 2 月 15 日：買付け終了後、一時は 1480 円まで上昇した昭栄の株価は 950 円まで下落。日本初の敵対的 TOB は失敗に終わる

2000 年 3 月 14 日：昭栄の第 4 位の大株主となった村上氏は、昭栄の 1999 年 12 月期の配当について、予定の 8 円から 20 円を求める考えを明らかに。昭栄の定時株主総会で修正動議を提出

2000 年 3 月 28 日：株主総会で村上氏を社外取締役に選任する議案を反対多数で否決。修正動議も反対多数で否決。

2002 年 8 月：東証 2 部から 1 部への鞍替え上場に伴い、自己株公開買付け（1 株 1288 円）を実施。村上ファンドもそれに応じて全株式を売却

2. ミスティール・パートナーズによるソトーへの TOB の経緯

2002 年 8 月：ミスティール・パートナーズがソトーの株式の約 9%を取得

2003年4月：この時点でソトーはスティー爾から提案された MBO を拒否

2003年12月19日：ソトーに対し、スティー爾・パートナーズが TOB を実施すると発表、ソトー株を319万7000株（発行済み株式数の21%）を一株当たり1150円で買い付ける。予定通りに株式を取得した場合、ソトー株の33.35%を保有。

2004年1月15日：ソトーと大和証券グループのベンチャーキャピタル、エヌ・アイ・エフベンチャーズ(NIF)は NIF の子会社を通じて友好的 TOB をかけると発表。買い付け価格は1250円でソトー株の100%取得を目指し、NIF の TOB が成立した場合、ソトーを上場廃止とする予定。

2004年1月26日：スティー爾・パートナーズは TOB での買い付け価格を1400円に引き上げ。買い付け目標もソトーの全株式に拡大し、買い付け期間も2月16日まで21日延長。

2004年2月5日：NIF 側が TOB での買い付け価格を1470円に引き上げる方針を発表。この時点でスティー爾・パートナーズは発行済み株式のうち12.36%を既に保有。

2004年2月12日：スティー爾・パートナーズが TOB での買い付け価格を1550円に引き上げる方針を発表。買い付け期間も2月23日まで延長。

2004年2月16日：ソトー、2004年3月期の配当を前期の13円から200円に増やすことと、NIF による TOB への賛同を撤回することを発表。さらに2006年3月期末までに一株あたり合計500円相当の利益配分を行うことも表明。

2004年2月23日：スティー爾・パートナーズによる TOB の期間が終了。応募された株式は11万5千株で発行済み株式の1%弱。

2004年3月18日：スティー爾・パートナーズが2月末からソトー株の売却を進め、保有比率が12.98%から8.09%まで低下したことが明らかに。ソトー株が8%超の値下がり。

2004年9月末：この時点で外国人持ち株比率が0.5%に低下。

3. 米スティー爾・パートナーズによるユシロ化学工業への TOB の経緯

2003年12月19日：ユシロ化学工業に対し、スティー爾・パートナーズが TOB を実施する

と発表、1348万9065株（発行済み株式数の89%）を一株当たり1150円で買い付け。予定通りに株式を取得した場合、スティール・パートナーズはユシロ株の100%を保有。

2004年1月15日：ユシロ化学工業は当初19円を計画していた2004年3月期の一株当たり年間配当を200円に引き上げると発表。また、2005年3月期以降も当面、役員報酬などを除き税引き利益のほぼ100%を配当に回すと表明。

2004年1月26日：TOBの期限。株主の多くは買い付けに応じず。

2004年1月27日：スティール・パートナーズは取得できた株式がゼロだったと発表。「引き続き同社の議決権の8.94%を実質的に所有する大株主としてユシロとの関係を維持したい」と表明。

2004年6月4日：スティール・パートナーズの保有比率は10.7%と初めて一割を超えた。

2004年8月：単元株式数を千株から百株に引き下げ

2004年10月1日：ユシロ化学工業はタイに進出し、日系自動車関連メーカー向けに金属工作油剤の現地生産を始めることを発表。

2004年12月末：この時点でのスティール・パートナーズのユシロ株保有比率は13.5%

2005年2月24日：ユシロ株が2110円と1991年以来の高値

4. 村上ファンドによる東京スタイルとのプロキシファイトについての経緯

2001年7月4日：M&Aコンサルティング（村上ファンド）が、ファンドの資産管理会社名義で発行済み株式数の4.20%にあたる430万7千株を取得したことが明らかに。比率は発行済み株式数の5.77%に達し、筆頭株主となる。

2001年7月10日：村上ファンドが新たに114万4千株取得。実質保有株式数は705万8千株となり、持ち株比率は発行済み株式数の6.89%に。

2002年1月31日：村上ファンドが「計画中の不動産投資を中止して一株当たり五百円配当を」「五百億円の自社株を取得すべき」と株主提案

2002年2月5日：東京スタイルが株主に12円50銭の配当を継続することなど「当社の基本政策」という文書を配布

2002年2月7日：村上ファンドが第一回の株主集会を開催

2002年2月18日：東京スタイルが一部株主に対し村上氏の提案を「常軌を逸した要求」とする内容の文書を配布

2002年2月22日：東京スタイルは1月31日からこの日までに持ち合い株式の比率を4.5%増やし47%に。

2002年3月13日：村上ファンドが社外取締役候補者2人の選任を東京スタイルに提案

2002年4月5日：東京スタイルが150万株、18億円を上限とする初めての自社株買いの決議を発表

2002年4月26日：東京スタイルが2002年2月期に年間配当20円（前期比7.5円増）、2003年2月期に17.5円配当の実施と、発行済み株式総数の10%にあたる1030万株（上限123億円）の自社株買いの提案を発表

2002年5月1日：東京スタイルが村上ファンドとは異なる社外取締役候補2名を選定

2002年5月9日：株主招集通知の発送期限、このころ村上氏が海外へ出張し海外株主への説得を行う

2002年5月15日：村上ファンドが株主集会を実施。この時点での持ち株比率は11.9%。

2002年5月23日：東京スタイルの株主総会、村上ファンドの提案は否決。

2003年3月25日：村上ファンドが発行済み株式総数の約20%にあたる2000万株（上限300億円）の自社株買いの株主提案を発表。配当については会社側提案に反対せず。

2004年4月28日：村上ファンドが2004年2月期の配当を予定していた17円50銭から30円に増額するように株主提案。

2005年4月15日：この時点で村上ファンドの持ち株比率は6,081,000株、持ち株比率は5.93%

5. 村上ファンドによる大阪証券取引所への株式提案の経緯

2004年4月：大阪証券取引所が株式を自ら運営する新興企業向け市場へラクレスに上場

2004年6月17日：村上ファンドが関係会社フィナンシャルソリューションズを通じて2004年3月時点で大阪証券取引所の発行済み株式の約1%を保有していることが判明

2005年1月：村上ファンド側の保有比率が5%を超える。また、大阪証券取引所に対して大量の資金を抱え込んでいる理由を問う質問状を送付

2005年4月6日：村上ファンドが大阪証券取引所の株5%超を買い集めたことが明らかに。

2005年4月11日：村上ファンドが大阪証券取引所の株式保有比率が3月末時点で10%を超えていると関東財務局に報告

2005年4月12日：伊藤達也金融担当相が閣議後記者会見で「(議決権比率が)15%を超える場合には、事前認可があるはずなので、もし申し出があれば、法令に基づいて可否を適切に審査したい」と話した。

2005年4月14日：大阪証券取引所の米田道生社長が『証券取引決済の事故に備えるためには400億円程度必要』と語り、配当などで大きく株主に配分することは難しいとの立場を示す、15日付の日本経済新聞朝刊が伝える

2005年4月中旬：村上氏は大証側が主張をくんだ会社提案を出せば、敵対的姿勢は取らない考えを示す。また、二十六日午後に終わる大証の取締役会で、2005年3月期や2006年3月期の大幅増配方針が示されなければ、株主提案を提出することを大証側に伝えた。

2005年4月26日：村上氏は2005年3月期に一株当たり二万円の配当を求める株主提案を大証に出したと発表

2005年5月中旬：大証の米田道生社長が周囲に相談を持ちかけたのを受け、大証幹部が村上氏に話し合いを申し入れ、両者の会合が実現。大証側は「配当をもう少し上げれば提案を取り下げてもらえるか」と打診。これに対し村上氏は受諾の意向を示す。

2005年5月17日：大証は決算取締役会が開かれた十七日午後になって増配計画を村上氏

側に伝え、両者の和解が成立。村上氏側は同日、株主提案を取り下げることが明らかに。

6. 村上ファンドによるアライドマテリアルへの株主動議についての経緯

2004年6月9日：村上ファンドは住友電気工業の完全子会社となる予定のアライドマテリアルに、25日の株主総会で動議を提出することを表明。アライドマテリアル株と住友電気工業株との交換比率を1：1.564から1：1.8に引き上げるように要求。村上ファンドはアライドマテリアルの株式を16.6%持つ第二位株主となっていた。

2004年6月25日：株主総会で、アライドマテリアル側の提案していた完全子会社化提案が76%の賛成を得て、村上ファンドの動議は否決。

7. 村上ファンドが三共の経営統合に反対したことについての経緯

2005年5月12日：村上ファンドは投資先である三共が第一製薬と計画している経営統合に、第一製薬は最適な相手ではなく、株式移転比率も三共株主に不利として反対することを表明。村上ファンドは三共の発行済み株式の2%弱を保有。

2005年5月13日：三共と第一製薬は説明会で統合効果などを示したが、村上ファンド側は「納得のいく説明がなかった」としている。

2005年5月19日：村上ファンドが、6月下旬の株主総会において統合への賛成を熟慮するよう求める文書を、1万株以上を保有する他の三共株主に送付したことを明らかに。

参考文献

- Berglof, Erik and Perotti, Enrico (1994), The Governance Structure of the Japanese Financial Keiretsu, *Journal of Financial Economics* 36, pp. 259-84
- Holmstrom, B. and Kaplan, S. 2001. "Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s." *Journal of Economic Perspectives* 15, pp. 121-144.
- Hoshi, T. and A. Kashyap (2004), "Japan's Economic and Financial Crisis: An Overview", *Journal of Economic Perspectives*.
- Jakobs, E. Allen (1986), The Agency Cost of Corporate Control, MIT.
- Jensen, M. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review*. 76, pp. 323-329.
- Jensen, M. 1988. "Takeovers: Their Causes and Consequences." *Journal of Economic Perspectives*, 2, pp.21-48.
- Jensen, M. 1993. "The Modern Industrial Revolution." *Journal of Finance*. 48:3,pp. 831-80.
- Kang, Jun-Koo and Shivdasani, Anil (1997), Corporate restructuring during performance declines in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, pp. 29-65
- Kaplan, S. 1989. "The Effects of Management Buyouts on Operations and Value." *Journal of Financial Economics* 24, pp. 217-54.
- Kaplan, S. and J. Stein. 1993. "The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s." *Quarterly Journal of Economics*. 108:2, pp. 313-358.
- Morck, R., Shleifer, A. and R.W., Vishny. 1987 "Characteristics of Hostile and Friendly Takeover Targets", *NBER working paper* No. 2295
- Osano, Hitroshi (1996), Intercorporate shareholdings and corporate control in the Japanese firm, *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 1047-68
- Peek, J and E. Rosengren(2003), 'Unnatural Selection: Perverse Incentives and the misallocation of credit in Japan', NBER Working Paper 9643
- Shleifer A. and L. Summers. 1988. "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in Alan Auerbach, ed. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press.

Xu, Peng (2004), Increasing Bankruptcies and the Legal Reform in Japan, *Journal of Restructuring Finance*, Vol.1, No. 2, 417 – 434, 2004

小佐野 広(2005)、『コーポレート・ガバナンスと人的資本：雇用関係からみた企業戦略』、日本経済新聞社

黒木文明・宮島英昭 (2003)、「株式持合い解消の計量分析：Mark II」、RIETI Discussion Papers Series 03-J-014

胥 鵬(2002)あるべき姿の方向性 ・ガバナンスを強化する取締役へのインセンティブ 『Diamond ハーバード ビジネス レビュー』、2002 年 4 月号

胥 鵬(2003) 経営者の報酬制度とコーポレート・ガバナンス」、『フィナンシャル・レビュー』、第 68 号、2003 年 12 月

胥 鵬(2005)、「企業債務リストラにおける私的整理と法的整理の選択」、RIETI Discussion Paper Series

田中 亘(2005)「敵対的買収に対する防衛策についての覚書 (1)」民商法雑誌 131 号 4・5 号

表1 村上ファンドとスティーラー・パートナーズのターゲット企業 43社

村上ファンドのターゲット 25社	スティーラー・パートナーズのターゲット 18社
アールビバン	アデランス
アライドマテリアル	ソトー
クレイフィッシュ	ノーリツ
ケーユー	ハウス食品
サイバーエージェント	フクダ電子
シナネン	モスフードサービス
ジャック・ホールディングス	ユシロ化学工業
スクウェア・エニックス	ワコール
タカラ	高田機工
ダイドーリミテッド	小松精練
ニッポン放送	松風
横河ブリッジ	新コスモス電機
角川ホールディングス	中央倉庫
九電工	帝国臓器製薬
三共	天竜製鋸
住友倉庫	日本特殊塗料
昭文社	菱洋エレクトロ
西武鉄道	明星食品
中電工	
長瀬産業	
東京スタイル	
日比谷総合設備	
日本フェルト	
日本医療事務センター	
昭栄	

表 2 Statistic Descriptions of Firm Characteristics

Cash は(現金＋有価証券＋投資有価証券)/資産合計、Q は(株式時価総額＋負債合計)/資産合計。Interlock は少数特定株式持株比率。Leverage は負債合計/資産合計。Logassets は資産合計の自然対数。

	比較企業		ターゲット企業	
	Mean	Median	Mean	Median
Cash	0.225348	0.183106	0.387371	0.353372
Q	0.871679	0.339301	0.525547	0.403941
Cash×Q>1 ダミー	0.0581531	0	0.0298444	0
Cash×Q<1 ダミー	0.1671947	0.1503334	0.3575269	0.3238936
Pbr	5.204775	0.92695	1.179307	0.6856
Cash×Pbr>1 ダミー	0.0451448	0	0.0291992	0
Cash×Pbr<1 ダミー	0.1802031	0.1611573	0.3581721	0.3312539
Interlock	0.476632	0.465987	0.420094	0.4049
金融機関持株比率	0.226523	0.209016	0.261106	0.27488
法人持株比率	0.286925	0.234133	0.242565	0.209823
金融機関と法人の持株比率合計	0.513449	0.545191	0.503671	0.514209
外国人投資家持株比率	0.055898	0.018017	0.124964	0.108729
個人投資家持株比率	0.411783	0.394599	0.352886	0.342575
外国人と個人の持株比率の合計	0.467682	0.434556	0.47785	0.470218
Leverage	0.555554	0.558479	0.343802	0.302202
Log(assets)	10.78807	10.26853	11.04907	11.05009
サンプル数	139		43	

表 3 Logit Regressions of target dummies of active investment funds on firm characteristics

Cash は(現金+有価証券+投資有価証券)/資産合計、**Q** は(株式時価総額+負債合計)/資産合計。**Pbr** は株価/1株あたり株主資本。**Interlock** は特定株式持株比率。**Leverage** は負債合計/資産合計。**Log(assets)**は資産合計の自然対数。被説明変数はターゲット企業の **1**、以外は **0** の値を取る。

	Coef.		Std. Err.	Coef.		Std. Err.
Cash × Q>1 ダミー	0.544852		2.196416	4.837541		3.044162
Cash × Q<1 ダミー	6.257321	***	1.892185	6.448672	***	1.970531
Q				-1.17799		0.742413
Interlock	-2.82276	**	1.37384	-2.66665	*	1.435766
Leverage	-4.23493	***	1.496041	-4.98292	***	1.650767
Log(assets)	0.385914	**	0.161058	0.466441	***	0.173605
Constant	-3.89212		1.926331	-4.09994		1.997247
Pseudo R2	0.3093			0.3270		
Log likelihood	-68.7308			-66.972131		
Sample	182			182		

***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10%水準で有意

表 4 Logit Regressions of target dummies of active investment funds on firm characteristics

Cash は(現金+有価証券+投資有価証券)/資産合計、Q は(株式時価総額+負債合計)/資産合計。Pbr は株価/1株あたり株主資本。Interlock は特定株式持株比率。Leverage は負債合計/資産合計。Log(assets)は資産合計の自然対数。被説明変数はターゲット企業の 1、以外は 0 の値を取る。

	Coef.		Std. Err.	Coef.		Std. Err.
Cash×PBR \geq 1 ダミー	2.109893		1.97781	2.358683		2.111267
Cash×PBR<1 ダミー	6.876296	***	2.016412	6.885712	***	2.018338
PBR				-0.01985		0.082467
Interlock	-2.77955	**	1.31557	-2.73538	**	1.322472
Leverage	-3.24823	**	1.418861	-3.18749	**	1.430995
Log(assets)	0.306308	**	0.151325	0.307898	**	0.15215
Constant	-3.73213		1.890365	-3.77571		1.896778
Pseudo R2	0.2859			0.2866		
Log likelihood	-71.0525			-70.986359		
Sample	182			182		

***は 1%水準で有意、**は 5%水準で有意、*は 10%水準で有意