

学位申請論文

日本における敵対的買収の研究

～3層構造モデルによる発生要因の分析～

佐藤伊里  
K00S304

(早稲田大学大学院アジア太平洋研究科博士後期課程)

Characteristics of Hostile Takeovers in Japan

～A 3 Tier Model for Defining Takeover Cause～

## 目次

	<頁>
<b>第1章</b>	<b>序論</b> 7
	第1節 研究課題の提起 7
	第2節 研究の目的と背景 11
	第3節 研究方法 14
<b>第2章</b>	<b>敵対的買収の背景</b> 22
	第1節 敵対的買収の定義及び位置づけ 22
	第2節 敵対的買収の分類 24
	第3節 敵対的買収のプロセス 26
	第4節 敵対的買収の成功の定義 27
	第5節 敵対的買収が日本で敬遠される理由 30
<b>第3章</b>	<b>敵対的買収に関する理論</b> 34
	第1節 先行研究の概説 34
	第2節 敵対的買収に関する論説 37
	第3節 敵対的買収の発生要因を割り出す3層構造の提案 41
<b>第4章</b>	<b>敵対的買収の環境分析：3層構造の第1層（Ⅰ）</b> 44
	～各国の歴史から形成される敵対的買収の発生の特徴～
	第1節 米国における敵対的買収 44
	第2節 ヨーロッパにおける敵対的買収 50
	第3節 アジアにおける敵対的買収 57
	第4節 日本の敵対的買収の歴史及び現状 60
	第5節 歴史的観点から見た各国の特徴 71
<b>第5章</b>	<b>敵対的買収の環境分析：3層構造の第1層（Ⅱ）</b> 75
	～経済環境と敵対的買収の発生との関係～
	第1節 金利、株式市場と敵対的買収の発生との相関性 75
<b>第6章</b>	<b>敵対的買収の発生と株式保有構造の関係：3層構造の第2層</b> 91
	～企業株式保有構造分析～
	第1節 敵対的買収の発生と株式保有構造の関係 92
	第2節 米国における敵対的買収と株式保有構造の関係 95
	第3節 日本における株式保有構造 105
	第4節 敵対的買収と銀行の役割の関係 112
	第5節 なぜ、日本で敵対的買収は増加しているか 117
	第6節 敵対的買収と株式保有構造の関係モデル 124
<b>第7章</b>	<b>敵対的買収と発生要因：3層構造の第3層</b>

	～企業レベルの特徴～	130
	第1節 研究方法	131
	第2節 被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の特徴	143
	第3節 被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴	154
	第4節 敵対的買収におけるミクロ要因とマクロ要因の 相関関係	184
<b>第8章</b>	<b>敵対的買収の事例研究</b>	211
	第1節 事例1：Out-Inの失敗例（1985年） 「Trafalgar & Glen Internationalのミネベアに対する 敵対的買収 ～ダブル・スタンダード～」	212
	第2節 事例2：Out-Inの成功例 「ベーリンガーによるエスエス製薬の敵対的買収： シナジー効果と地域社会への還元が敵対的買収を 友好的に変える」	215
	第3節 事例3：Out-Inの成功例 「C&WによるIDCの敵対的買収：株主間基本協定の 存在と株主価値拡大の原理が成功を導く」	218
	第4節 事例4：IBMによるLotusの敵対的買収	221
	第5節 事例5：Out-Outの成功例 「VodafoneによるMannesmannの敵対的買収： 歴史上最大の敵対的買収」	224
	第6節 事例6：In-Inの失敗例 「M&Aコンサルティングによる昭栄の敵対的買収： 株主保有形態が言わせた『企業は株主のものでは ない』」	227
	第7節 事例研究から分かる成功要因	230
<b>第9章</b>	<b>研究結果</b>	232
<b>第10章</b>	<b>結びに代えて ～今後の課題と展望～</b>	245

## 図表目次

図表 2-1	合併・買収の体系図.....	23
図表 2-2	敵対的買収の仕組み.....	25
図表 2-3	敵対的買収の成功プロセス.....	28
図表 2-4	敵対的買収による株主価値と社会的影響度の関係.....	31
図表 3-1	敵対的買収に関する論説.....	35
図表 3-2	敵対的買収発生に関する 3 層構造 .....	42
図表 4-1	米国における敵対的買収の推移.....	44
図表 4-2	米国における敵対的買収の発生件数及び成功率.....	45
図表 4-3	米国における敵対的買収（業種別） < 1980 年代 ~ 2000 年代 > .....	46
図表 4-4	ヨーロッパにおける敵対的買収の推移.....	50
図表 4-5	英国の敵対的買収（業種別） < 1980 年代 ~ 2000 年代 > .....	53
図表 4-6	敵対的買収後 2 年間に行われた資産売却とリストラ （1985 年 ~ 1986 年） .....	54
図表 4-7	アジアにおける敵対的買収の推移.....	57
図表 4-8	日本における敵対的買収の推移.....	60
図表 4-9	合併の目的（1984 ~ 1990 年） .....	64
図表 4-10	契約別合併（1984 ~ 1990 年） .....	65
図表 4-11	仕手筋に買い占められた企業 .....	66
図表 4-12	合併の目的.....	67
図表 5-1	敵対的買収とマクロ要因の相関係数.....	77
図表 5-2	敵対的買収とマクロ要因の関係（時期別） .....	78
図表 5-3	米国における敵対的買収の件数と基準金利及びダウ平均の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	80
図表 5-4	英国における敵対的買収の件数と基準金利及び FT100 指数の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	81
図表 5-5	フランスにおける敵対的買収の件数と基準金利及び CAC40 指数の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	83
図表 5-6	ドイツにおける敵対的買収の件数と基準金利及び DAX 指数の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	84
図表 5-7	香港における敵対的買収の件数と基準金利及びハンセン指数の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	86
図表 5-8	シンガポールにおける敵対的買収の件数と基準金利及び ST 指数の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	86
図表 5-9	韓国における敵対的買収の件数と基準金利及び韓国総合株価指数の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	87
図表 5-10	日本における敵対的買収の件数と公定歩合及び日経平均株価の推移 （1980 年 ~ 2002 年） .....	88
図表 6-1(A)	各国の株式保有構造.....	93
図表 6-1(B)	株式保有構造と敵対的買収の発生関係.....	94
図表 6-2	米国における所有者別株式保有構造の推移（1960 年 ~ 2000 年） .....	96
図表 6-3	米国における敵対的買収の成功率.....	98
図表 6-4A	米国で敵対的買収が成功した企業の株式保有構造（1980 年 ~ 2002 年） .....	99
図表 6-4B	米国で敵対的買収が成功した企業の株式保有構造（1980 年 ~ 1989 年） .....	99
図表 6-4C	米国で敵対的買収が成功した企業の株式保有構造（1990 年 ~ 2002 年） .....	99

図表 6-5	米国における敵対的買収における市場価格超過分（成功例）の構成比 （1980年～2002年）	100
図表 6-6	米国における敵対的買収における市場価値超過分（失敗例）の構成比 （1980年～2002年）	101
図表 6-7	機関投資家による株主提案権の行使件数の推移 日米比較	102
図表 6-8	米国における主要機関投資家の株式売買回転率（1996年）	145
図表 6-9	日本における所有者別持株比率の推移	106
図表 6-10A	日本における1960年代の株式持合比率	108
図表 6-10B	日本における1970年代の株式持合比率	109
図表 6-11	敵対的買収に関するアンケートの調査結果	116
図表 6-12	日本における投資主体別株式保有利率（市場価格ベース）の推移 （1997年～2001年）	118
図表 6-13	日本における投資主体別株式売買構成比（東証第一部及び総合証券会社、 1978年～2002年）	119
図表 6-14	銀行株式と事業会社株式の安定保有比率の比較	121
図表 6-15	株式保有比率と敵対的買収の発生の関係	125
図表 7-1	第1スクリーニング 敵対的買収 動機の特定	132
図表 7-2	第2スクリーニング 発生要因の分野及び個別の特徴	134
図表 7-3	日本における被敵対的買収と被友好的買収の特徴のまとめ	143
図表 7-4	日本における被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴	165
図表 7-5	株価の推移（3ヶ月）～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的 買収企業の相関係数	168
図表 7-6	株価の推移（1年前）～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的 買収企業の相関係数	169
図表 7-7	株価の推移（3年前）～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的 買収企業の相関係数	170
図表 7-8	株価収益率～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収企業 の相関係数	171
図表 7-9	企業価値～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収企業 の相関係数	172
図表 7-10	株価純資産倍率～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収 企業の相関係数	173
図表 7-11	株主資本利益率～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収 企業の相関係数	174
図表 7-12	配当性向～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収企業 の相関係数	175
図表 7-13	売上高成長率～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収企 業の相関係数	176
図表 7-14	売上高経常利益率～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買 収企業の相関係数	177
図表 7-15	レバレッジ・レシオ～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的 買収企業の相関係数	178
図表 7-16	流動比率～被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収企業 の相関係数	179

図表 7-17	フリー・キャッシュフローレシオ ~ 被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~ .....	180
図表 7-18	設備投資対減価償却比率 ~ 被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友 好的買収企業の相関係数 ~ .....	181
図表 7-19	売上高研究開発比率 ~ 被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的 買収企業の相関係数 ~ .....	182
図表 7-20	設立からの期間 ~ 被敵対的買収企業 対 敵対的買収企業 被友好的買収 企業の相関係数 ~ .....	183
図表 7-21	各ミクロ要因と金利との相関関係.....	184
図表 7-22	各ミクロ要因と株式市場の動向との相関関係.....	187
図表 7-23	株価の推移 (3ヶ月) ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	191
図表 7-24	株価の推移 (1年前) ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	192
図表 7-25	株価の推移 (3年前) ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	193
図表 7-26	株価収益率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	194
図表 7-27	企業価値 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	195
図表 7-28	株価純資産倍率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	196
図表 7-29	株主資本利益率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	197
図表 7-30	配当性向 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	198
図表 7-31	売上高成長率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	199
図表 7-32	売上高経常利益率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	200
図表 7-33	レバレッジ・レシオ ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	201
図表 7-34	流動比率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	202
図表 7-35	フリー・キャッシュフローレシオ ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ ..	203
図表 7-36	設備投資対減価償却比率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	204
図表 7-37	売上高研究開発比率 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	205
図表 7-38	設立からの期間 ~ 対 金利及び株価指数の相関係数 ~ .....	206
図表 7-39	各相関係数ランキング (ミクロ要因) .....	208
図表 7-40	各相関係数ランキング (マクロ要因) .....	209
図表 8-1	事例研究の概説.....	211

# 第1章 序論

## 第1節 研究課題の提起

### 1. はじめに

日経平均株価が最高値をつけた1989年12月のバブル経済ピークから現在までの14年に亘る長期景気低迷により、今後の日本経済及び企業経営に対して疑問が持たれるようになってきている。バブル崩壊後、経済面では構造改革が進みつつあるが、景気は一向に良くなっていない。一方、企業経営面でもグローバリゼーションが競争を激化させており、企業の体力が低下していると思われる。また、企業経営面では株式市場の二極化やコーポレート・ガバナンスなどで指摘されている通り、欧米スタイルとも思われる株主資本主義に基づく企業経営への関心が高まっている。日本的経営の強化もしくは再生は欧米スタイルの真似では無理との意見も強まっているが、外国資本の流入が戦後最大を記録する昨今において、グローバルスタンダードを背景に「負け組」と「勝ち組」が鮮明に分かれつつあるのが実状である。つまり、日本企業の経営者に対しても企業価値を高めるべき様々な手段の導入が求められているのである。

このような背景の中、外国投資家は企業買収（バイアウト）という形で1998年頃から日本企業を対象に投資活動を始めた。このバイアウトは企業活性化を促す一つの投資手法として欧米で利用されており、米国投資ファンドのリップルウッド社による旧日本長期信用銀行のバイアウトを皮切りに、様々な国内外投資家がファンドを立ち上げ、日本企業の買収に資金を投入している。これら対日投資ファンドの残高は2002年12月末時点で約5000億円とも言われ、その目的は様々であると思われる。しかし、とりわけ体力が弱まっている日本企業を買収し、株主価値拡大を目指すのが一般的な目的であると考えられる。

このようにバイアウトが活性化する中、敵対的買収の動向が興味深い展開を表している。まず、1988年を最後に日本において記録されていなかった敵対的買収が、2000年には2社に対して仕掛けられている。そして、驚くべき事に、そこでは外国企業による日本企業の敵対的買収が成功しており、日本の投資ファンドによる敵対的買収が失敗しているのである。これは、何を意味するのであろうか。日本企業は戦後からのメインバンクシステムに基づく株式持合制度により敵対的買収から守られているとして外国企業から「閉鎖的」として非難されてきた。日本企業が外国企業から敵対的買収を仕掛けられたのは1980年代に数件あった。しかし、成功した事実は初めてであり、今後の日本企業に対して警鐘を鳴らしたと言える。

本稿の趣旨は敵対的買収への関心を高めるということに始まる。現在、日本でも敵対的買収が一般的に注目を集めているが、その背景は経営学の面からは明らかにされていない。企業買収・合併の劇的な増加、企業金融にとっての重要性、そして金融関係のメディアにおける関心の高まりにもかかわらず、ベンチャーキャピタル(以後、VC)とは対照的に日本ではバイアウトに関する学術文献や研究は全般にごくわずかしかない。つまり、日本における敵対的買収に関する研究はほとんど行われていないと言っても過言ではないと考えられる。その理由として考えられるのは、バイアウトそのものの性質である。敵対的買収などのバイアウトを行う際に取り引される証券は、「公開募集を行わない」取引で発行される場合が多く、証券取引委員会(米国)や証券取引所(日本)への登録を免除されている。そのため、取引に関する情報が多く

の場合限定され、市場での動向分析が困難である。

では、なぜ敵対的買収が話題を集めつつあるのだろうか。その背景には日本の経済要因が最初に挙げられる。すなわち、10年以上続いた景気低迷の深刻化によるデフレ傾向、GDPに占める国債比率の急上昇、倒産の増加、史上最悪の失業率、企業間持株比率の急低下、そして日経平均株価の下落などである。そして、これらは、1) 政府及びメインバンクによる企業救済の終結、2) 経営陣に対する経営責任追及の本格化(株主代表訴訟、商法違反の摘発等)、3) 株主尊重、コーポレート・ガバナンス重視の動き、4) 上場企業に対する買収の増加、そして5) 「会社」に対する帰属意識の希薄化、など産業及び社会に変革をもたらしたのである。

このような流れの結果、株価低迷を嫌う株主グループなどが株価を重視しない「非効率的」経営を行っている経営陣を市場で強く批判し始めている。2001年に投資ファンドであるM&Aコンサルティング(以下、M&A社)は資産の効率的運用を経営陣が怠っていると訴え、不動産事業を中核とする上場企業である昭栄の公開買付を行ったが、経営陣の同意が得られなかったためM&A社の公開買付は市場で敵対的買収と見なされた。同社は2002年に同じく大手アパレルメーカーの東京スタイルに対して経営陣の経営方針に関する株主提案を株主総会で提起し敗れているが、彼らの動向は今後の日本企業の経営のあり方を問い質した衝撃的な出来事であったといっても過言ではない。次いで3つ目の例として、友好的な敵対的買収を挙げてみる。ドイツのVodafoneによる日本テレコムの子会社取得及びドイツのBoehringer-Ingelheimによるエスエス製薬株式33.4%以上の取得は表面ではそれぞれ「友好的」と見なされるが、実際は取得される側は拒めなかった理由があったと見られている。この様な表面的に友好的な敵対的買収は、競争力を失いつつある企業を対象に今後も増加するであろう。

それでは、今後も日本企業を対象とした敵対的買収は続くのであろうか。欧米の歴史を分析すると、市場(経済)の変革期(transition period)、特に長年に亘って低迷した株式市場の最終局面に、敵対的買収の増加が記録されている。昨今の日本でも、M&A社などの株主資本主義グループによる株主アクティビズムの活動が急増しているのはその現われかもしれない。また、過去3年間、3件のうち2件が敵対的買収に成功している。戦後から今日まで、「系列」間の株式持合が敵対的買収を防衛する最大の武器となっていたものの、金融危機の到来による持合制度の崩壊と共に、日本の上場企業は戦後初めて「敵対的買収」が成功しやすい環境にさらされつつあると考えられる。この環境をもたらしているのが、現在の日本企業の敵対的買収に対する認識の薄さである。2000年~2001年に成功した外国企業による敵対的買収では、日本企業は敵対的買収を防衛する対策をほとんど導入していないことがうかがえる。その理由は、欧米のように1980年から盛んに敵対的買収が行われ、常に防衛策を企業戦略の一環として考えている経営者と、日本の経営者とでは経営方針が異なるからであろう。また、日本の商法上、敵対的買収に関する法律が整備されていない現状があるとも考えられる。

本論文は、国内外の敵対的買収の歴史及び実態を検討すると共に、今後日本でも増加すると考えられる敵対的買収を研究の課題とした。その目的のために、各国の敵対的買収の発生要因を研究するにあたり、次の2つの仮説を提示する。

**今後、日本でも「株主価値拡大主義」が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加すると推測される。その理由は、企業に対する認識が「コーポレート・ガバナンス」や「株主価値拡大主義」の上陸により変化しつつあり、敵対的買収を誘発すると考えられるからである。**



敵対的買収を誘発する発生要因はおおむね 3 層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築されると考えられる。

これら 2 つの仮説から、本稿では、「敵対的買収は経済・歴史的要因、企業保有構造に基づく要因、企業の財務的特徴のいずれか、もしくはこれらの要因が交じり合った時に発生する」ことを検証する。そして、これらを検証するにあたり、

「日本においてはどのような企業が敵対的買収を受ける可能性があるか、その特徴を特定する」ことも研究目的とする。

本稿の研究結果から敵対的買収の発生要因を理解するにあたり、日本では「乗っ取り」と誤解されがちな敵対的買収に対する正しい理解を促し、敵対的買収が日本経済の活性化に役立つ一つの投資手法であることを正式な学説として主張する。そして、敵対的買収の発生要因を理解する事により、日本企業に対して敵対的買収を防ぐ企業経営を訴えかける事を目的とする。

第 2 章以降の各章の詳細は「第 3 節 研究の方法」の箇所で述べるとして、ここでは、それに先立つ本章の概要を説明する。序論は 3 つの節に分かれている。「第 1 節 研究課題の提起」では、筆者が研究テーマを決定するに至った経緯を明らかにし、本研究の意義を述べる。「第 2 節 研究の目的と背景」では、国内外で存在する敵対的買収に関する論説を説明し、現在に至るまで議論がどの程度進んでいるかを検討する。続いて、「第 3 節 研究の方法」では、第 2 章以下の研究の手順を概説する。

また、本稿では、他国の敵対的買収の経緯を説明するにあたり、多数の図表を利用するが、これらの図表は各節の登場箇所に掲載することにする。引用文献はその都度脚注で表示し、その他の参考文献を含めて各章の末尾にまとめて掲載する。

## 2 . 研究課題の提起

ここでは、筆者が本稿において、「日本における敵対的買収の研究～敵対的買収の 3 層構造の立案」というテーマに辿りつくまでの経緯について説明する。筆者にとって、テーマ設定は本稿の最大の難関でもあった上、今後の研究活動を継続するにあたり大変重要であると思われるからである。

筆者は、6 歳の時に渡米して以来、米国の大学・大学院を卒業するまでは日本を主に海外（外国人）の視点から眺めていた。この海外からの視点が本テーマの選考に大きく影響している。外国では、米国の現地校に加え日本人学校にも通ってはいたが、米国の学校を数学年飛び級したため、16 歳で大学に進学する事になり、日本の教育は中学で中断を余儀なくされた。日本の大学への進学も検討はしたものの、当時は日本の大学を受験するにあたって、受験資格の年齢に達していなかったために、米国の大学に進学する選択しかなかった。筆者が海外から「日本社会のシステム」の壁にぶつかったのは、この大学受験の時である。

大学に在学中の 1987 年～1990 年代初頭は米国経済がブラックマンデーを目前に失速していた時期である。他方、日本はバブル経済の真っ只中であつた。国際関係の授業では、日本経済の脅威を議論するにあたり、日本企業はメインバンク制度と企業間の持合制度が作り出す「日本システム」の賜物として規定された。そして、外国企業を寄せ付けない「Japan, Inc」とは裏腹に、バブル経済の豊富な資金力を活用した日本企業が外国企業・資産を購入する際にはそれを許す米国政府に対する批判が高まり、「ジャパン・バッシング」が指摘された時期でもある。日本企業が外国企業に敵対的

買収を仕掛けられた上、それが成功するとは脳裏を掠めることすらも無かったのである。それほど、当時の日本経済及び日本企業の脅威は永遠と感じられた。

就職活動の時も、日本企業では採用条件の最低年齢制限に満たなかった事から、日本企業での就職は断念し、医学部の経歴を生かし外資系投資銀行で製薬企業担当の企業アナリストとしての仕事を選んだ。米国はブラックマンデーから立ち直りつつあったものの、1990年代初頭は S&L クライシス<sup>1</sup>で見られたように金融システムが麻痺状態だった上、株式市場も低空飛行を続けており、消費も急回復の動向がうかがえなかった。この環境の下、企業は競争激化にさらされ、独自で生き残る道の選択を迫られたのである。この時期、米国の企業が取った一つの戦略は規模や効率を求めた合併・買収を展開する事であり、筆者は企業アナリストとして数多くの合併・買収の分析を手掛けた。この中には合併・買収が合意に至らず、敵対的買収に踏み切った企業も少なくなかった。筆者は敵対的買収の支援をする投資銀行とその行為を正当化する米国の企業文化に株主価値拡大の原理を学んだ。言うまでもなく、米国では敵対的買収が企業戦略の一環として認識されていたのである。

1992年に日本企業を対象とした投資業務を任されたのが、筆者が日本に帰国するきっかけである。しかしながら、バブル経済の崩壊後とはいえ、仕手筋などの投資が未だに活発で、米国において主流となっていた企業のファンダメンタルズを中心とした分析・投資方法が日本では投資に適用される環境ではなかった。しかし、いずれバブル経済の負の遺産が構造改革を進行させ、この流れからメリットを受ける企業が相次ぎ、それが株価に反映されると考えた外国投資家は当時多かった。筆者もその例外ではなく、数百社以上の企業を訪問しては経営戦略や財務状況を詳しく聞きだし、収益が株価に寄与する企業のみを選択して投資決定を行った。外国資本が急増した 1994年頃から、株式市場は二極化を始め、外国投資家の持ち株比率が高い企業はその株価が上昇し、国際優良企業と位置付けられた。したがって、1990年代は企業アナリストが株価評価を大きく左右した時期でもあり、現在では日本の株価評価も欧米のようにアナリストの評価次第で大きく左右されるようになった。

1999年、筆者は日本でプライベート・エクイティ業務の部署を立ち上げるという現勤務先（外資系銀行）に誘われると同時に銀行自己資金を原資にバイアウトを含む直接投資業務を始めた。バイアウト投資は直接投資の中でも高リスク、高リターン投資として位置付けられている。海外では銀行の収益を大きく左右する高度な投資分野であり、また 50年以上の歴史がある。欧米のように投資リスクを軽減する環境が揃っていない日本では、バイアウト投資は極めて困難であるとされたが、外資資本を受け入れ始めた日本の環境は整いつつあると判断した筆者の勤務先は、多額の資金を用意した。更に、株式の持合解消が相次ぎ、株式市場が低迷する中、外資系銀行の観点からは、日本企業は資産・資源が多い割には割安と考えられた。したがって、投資リスクを背負ってもそれ以上の株主価値拡大が見込まれ、日本に対する魅力が高まってきたのである。

筆者は企業買収を中心に投資活動を行っていたが、投資環境は極めて厳しく、同業の外国投資家の中では日本投資の撤退や投資視点を変える傾向がうかがえた。この視点の変更には敵対的買収が含まれるようになっていた。これは、まず第一に、日本経済の不振が続いていることから、転換と再生の展望に悲観的な見方が再び生じ、日本企業が回復する兆候が見られにくいことが挙げられる。更に、企業再編スピードの目安となる M&A のペースが 2000 年以降 1999 年の水準を下回っており、企業のリス

---

<sup>1</sup> Savings and Loans Crisis の略語で日本では信用金庫の形態に近い。米国では 1989～1991 年に不動産担保の過剰融資から多数の S & L が破綻し、地域経済に大きな影響を与えた。

トラや改善が遅れている事が挙げられる。その結果、銀行の不良債権の増加と共に再生型の案件が中心となって市場に売りに出された。それと同時に、投資家は再生型以外の優良な投資案件が豊富に出ない環境に当初の期待を裏切られた。このような環境の下、敵対的買収は 2000 年から相次いで 3 件行われ、このうち 2 件が成功した。これらはいずれも外国企業による敵対的買収である。この時点から敵対的買収は日本で成功しないとの考えが過去のものとなった。そして、これら敵対的買収の成功を背景に、株価指数が 20 年来の安値を更新し始めた 2002 年の末には、上場企業で株価純資産倍率（PBR）が 1 倍を割っている企業は約 7 割にも上っていた。その中には財務体質が健全な企業も少なくなく、企業買収を担当している投資家なら、これら「割安」と見られる企業は宝の山とも思えるのである。資産は豊富でありながら、経営効率が悪いと考えられる企業は資産の有効活用を図ることによって株式価値拡大を望めるからである。

博士課程において、当初、筆者はバイアウトがもたらす企業活性化をテーマとして検討していた。しかし、敵対的買収が日本でも発生するようになり、日本における敵対的買収の研究の重要性を痛感したことがきっかけとなって、敵対的買収へとテーマを変更した。被買収企業の経営陣の同意が必要なバイアウトは実際には交渉段階で長い時間を必要とし、非同意の下で実行される敵対的買収は企業及び経済の活性化にバイアウトより早いペースで結びつくのではないかと感じられた。更に、実際に米国企業のアナリストをしていた 1990 年代初頭には米国企業での敵対的買収を数多く見てきたので、現在の日本経済の特徴（特に金融機関の相次ぐ破綻）が当時の米国企業と大変似ているために、今後は日本も米国のように敵対的買収が増えるのではないのかと興味を抱くようになった。これらの動機から敵対的買収に関する国内外の先行研究などを収集した結果、敵対的買収に関する事例及び研究は敵対的買収が活性化した米国では 1980 年代を中心に行われていたが、日本ではまだ研究が充分に行われていない分野である事が分かった。

上記のような経過を辿り、筆者は「日本における敵対的買収の研究」というテーマを選択するに至った。また、日本でも敵対的買収は今後、増加するとの予測から敵対的買収の研究の中でも「発生要因」を中心課題とした。欧米各国の特徴から敵対的買収の発生の特徴を見出すことにより、現在の日本企業の位置付けを行った上で、敵対的買収に関する認識を正す事を目的としている。この研究テーマを見つけ、研究課題をライフワークとして追究していくことができたのも、修士課程以来、一貫して指導して下さった松田教授、柏木教授、柳教授のご指導のお陰であり、大変感謝している。

## 第 2 節 研究の目的と背景

本節では、敵対的買収が今後日本において増加するという仮定に基づき、まず敵対的買収を巡る議論を概観し、日本における敵対的買収の発生要因を割り出す事的重要性を明らかにしたい。

### 1 . 敵対的買収の日本的経営に対する重要性

#### ( 1 ) 投資方法としての敵対的買収

敵対的買収は、企業の発行済株式総数の過半数以上の株式取得もしくはプロクシーライツ（proxy rights）と呼ばれる委任状取得が成功の鍵となる。したがって、その

投資手法に最も注意が払われる。一般的に戦略型敵対的買収と規律型敵対的買収とはそれぞれ投資目的が異なることから、投資手法も異なる。しかし、敵対的買収は買収側が様々な友好的な手段を検討した上でやむなく最終的に取る手段であると考えられる。特に、戦略型買収の場合にはこの傾向が強いであろうと推測される。敵対的買収は社会的なリスクや失敗に伴うコスト負担などがある。したがって、このような投資リスクを負ってまで実行するメリットが存在しなければ敵対的買収を選ぶ理由はないと考えられる。そのため、一般的には敵対的買収を実行する前に友好的買収の道が選択され、話し合いが破談した時に敵対的買収が発生すると考えられる。

事前の話し合いが持たれないまま、敵対的買収が仕掛けられるのはごくわずかである。そして、規律型の敵対的買収の多くはこの形態である。ただし、規律型の敵対的買収では経営陣は株主の同情を集められる傾向が強く、よほどの経済効果もしくは経営陣に対する批判が存在しなければ、敵対的買収の成功は極めて困難である。手法は様々であるが、欧米では毎年、敵対的買収は発生している。各国で発生した敵対的買収を研究することにより、今後日本でも増加すると考えられる敵対的買収は、戦略型もしくは規律型のどちらの形態で普及するのかを考えることは、敵対的買収を検討するに当たり効果的である。

## (2) 経営学視点からの敵対的買収

敵対的買収は一般には「経営学・経営戦略」の視点から、捉えられることが多い。これに対し、敵対的買収が多い米国や英国では敵対的買収は主に企業戦略の一環として捉えられている傾向が強い。これは商法で敵対的買収に対する規制が無いことからくる結果とも考えられる。日本では敵対的買収の増加が疑問視されているが、その背景には日本企業の経営のあり方がその背景にあると考えられる。

企業経営のボーダーレス化が必要視される中、日本企業は欧米などと比較すると戦後から守られてきた日本特有の「会社に対する認識の相違」がバブル崩壊後と共に崩れてきており、そこに敵対的買収の発生要因があると考えられる。日本では欧米、特に米国に比べて株主に対する認識に大きなギャップがあると思われる。このギャップから株主価値拡大主義が生まれ、国内外投資家・企業から日本企業に対して敵対的買収を仕掛ける動機になる可能性が高まると考えられる。

現在、敵対的買収が多い米国と英国を日本と比較すると、会社に対する認識の「ギャップ」は次のように集約されると思われる。少なくとも、米国では会社とは明確に株主のものであると想定されている。米国の会社法上、取締役は株主に対して忠実義務を負っており、その全ての行動規範が株主の利益にかなうものかどうかで判断されるといっても過言ではない。この認識を端的にあらわしているのが、株主総会にかける時間と、取締役、特に会長や社長が自らの言葉で株主に語りかけるという株主重視の姿勢である。しかし、日本ではえてして、株主総会の準備にのみ莫大な時間を費やし、いかに簡単に終了するかが、株主総会の運営担当者の評価に繋がっていると思われる。これは、総会屋の大部分が株主総会から排除されつつある昨今でさえ、変わっていない事実であろうと思われる。

確かに米国においても、株主が全てにおいて最も重要な存在と認識されているわけではなく、そのために株主代表訴訟がおきている。現に、近頃の米国などでは、エンロンを始め過去数年に急成長し転落した企業の経営陣が、刑事訴訟及び株主訴訟を起こされている。しかしながら、日本と比較すると株主に対しての認識の差は大きく、日本においては、「会社は従業員のものであり、取締役は従業員の代表であり、株主の代表ではない」との発言や議論が日本企業のトップの共通認識とされているケースが多い。そして株主代表訴訟なども件数ベースで見た場合、破綻した「日本長期信

用銀行」や「そごう」など倒産した企業の元経営陣に対する訴訟が圧倒的に多く、現役の経営者に対する訴訟は滅多に無い。

したがって、この会社に対する認識の「ギャップ」こそが、筆者は敵対的買収が今後日本でも発生すると思われるファクターであると考えている。それを裏付けるのが、数年前から米国型の株主の権利を日本でも正当に主張する株主グループが登場していることである。これら投資家の狙いは、「会社は株主のものである」との主張から日本におけるコーポレート・ガバナンスの活性化を目的とすることにある。筆者は必ずしも、欧米型のコーポレート・ガバナンスが日本で適用されるべきだとは思わない。しかし、日本でも欧米型のコーポレート・ガバナンスを念頭とした敵対的買収行動は、経営陣に規律をもたらし、企業の活性化に結びつく、と考えている者もいるのである。

### (3) 社会的影響度の視点からの敵対的買収

上記の「株主価値拡大」の視点とは異なり、敵対的買収が学問的に取り上げられていない領域として敵対的買収の社会的影響度が考えられる。筆者は、日本では特に社会的な観点から敵対的買収を捉える必要があると考えている。我が国では敵対的買収と言えば、1980年代に発生した数少ない事例から、「乗っ取り」というイメージが浮かぶ。それとは対照的に、敵対的買収が多い欧米では敵対的買収は経営戦略の一環として見られる場合が多い。日本企業を表すのに良く「終身雇用」や「従業員を重視する日本的な企業文化」などという表現が使われている。即ち、日本企業は体質からしても外国企業と違っていると良く言われるが、このような理解が敵対的買収は雇用不安をもたらし、最終的には社会的にもマイナスに働くという認識を生むと考えられる。とはいえ、実際にはどうであろうか。欧米の様に敵対的買収の目的が株主価値拡大であるのに対し、日本の場合、敵対的買収の目的が社会的還元になれば敵対的買収に対する認識が変わる可能性があると考えられる。

以上では、投資方法、経営学、及び、社会的影響度の各視点から敵対的買収が企業経営に与える影響を述べた。これらの視点を元に、本稿は「研究課題の提起」で概説した通り、日本での今後の敵対的買収の増加の可能性に対して疑問を投げかける。また、敵対的買収の攻撃を受ける企業には企業内部に敵対的買収を誘い出す「発生要因」が存在しているという仮説のもとに、日本における敵対的買収の特徴を割り出すことを目的とする。さらに、これらの発生要因を理解する事により株主と会社が一心同体となって共に魅力的な会社作りを推進する事を呼びかける事になり、敵対的買収は企業の活性化及び経済の活性化に結びつく投資手法になりえると主張する。なぜなら、敵対的買収の対象になる企業とは、一般的には株主義から見た場合、株価が低い事や、経営資源の活用が最大限に活用されていないなど、敵対的買収の的になりやすいマイナスな特徴がある場合が多いと想定されるからである。

そして、最終的には敵対的買収を社会的影響度の視点から見る必要性を訴える事により、「乗っ取り」と誤解されがちな敵対的買収の認識を正し、敵対的買収を通じて株主価値及び経済の活性化を訴えたい。つまり、敵対的買収の発生要因を理解することにより、敵対的買収の防衛を図れるのに加え、いざ発生したとき、敵対的買収は経済に利益の還元をもたらすということに、より重点を置くべきなのである。

## 第3節 研究方法

本節では、第2章以下の各論に入る前に、本稿で試みる研究の手順を概説する。

### 1. 第2章の概要

第2章では「敵対的買収の背景」を明らかにすることを目的とする。以下がその概要である。

第1節では「敵対的買収の定義及び位置付け」を説明する。上記の通り、各国及び各視点から敵対的買収に対する認識が異なっており、根本的な定義づけが必要であると考えられる。更に、敵対的買収が学問的にどのように位置づけられているのかを明確にする。

第2節では、「敵対的買収の分類」を説明する。敵対的買収を買い手（買収側）の目的により、大きく戦略型と規律型とに分類し、各特徴を説明する。

第3節では、「敵対的買収のプロセス」を説明する。敵対的買収とは上場企業を対象としており、各国の証券取引所により方法が規制されている。一般的に敵対的買収の手段は 委任状取得の要請、及び 公開買付を通じた株式の取得、の大きく2通りにわかれる。

第4節では、「敵対的買収が日本で敬遠される理由」を考察する。米国や英国における敵対的買収は、企業経営・経営戦略の一環として行われ、また、買収側の株主が株主価値拡大を実現できる傾向が強く、株主から歓迎される場合が多い。しかしながら、日本では未だに「乗っ取り」との認識が強く、「株主価値拡大」理論は定着していない。日本ではどのような理由で敵対的買収が敬遠されるのかを理解する必要がある。

### 2. 第3章の概要

続く第3章において現在では定説になっている「敵対的買収に関する理論」を説明する。敵対的買収は主に米国、そしてヨーロッパでは英国を中心に1980年代に最も活性化し、話題を集めた。敵対的買収の歴史は米国では1960代に遡るが、1980年代に敵対的買収に関する研究や議論が行われた。その大きな要因は、敵対的買収は社会的不安をもたらす傾向が指摘されたことであった。

続いて、1990年代の敵対的買収は大型M&Aが開始する時期であったことから、M&Aの周辺分野で敵対的買収が取り上げられるようになり、敵対的買収を主題とした研究は見られなくなった。また、敵対的買収の研究者はもともとM&A分野を中心としている場合がほとんどであり、敵対的買収を中心に研究している学者は存在していないと言ってもよい。

このような背景のもと、敵対的買収に関する先行研究は、図表4-1で見られる4つの分野に分けられる。この章では、第1節で「敵対的買収に関する理論」を概説した後、第2節では「敵対的買収が企業に与える効果」、第3節では「フリー・キャッシュフロー理論」、第4節では「敵対的買収と株主価値拡大メカニズム」など主な論説を更に考察し、第5節で筆者が本稿の発生要因の研究に用いる理論として「敵対的買収の3層構造」をどのような根拠のもとに構築したかを説明する。

## 現在定説の論理

## 本研究

### 敵対的買収に関する理論

被敵対的買収企業の特徴	1983、84年 米国の研究のみ (Rosengren & Browne)
敵対的買収が企業に与える効果	会社支配権市場論 (Market for Corporate Control Theory) G.H. Manue 1987年 フリーキャッシュフロー理論 Michael Jensen 1992年
敵対的買収が株主に与える効果	Dodd・Ruback, Donaldsen, Jensen 1984 ~ 1987 / 1994 / (1998, 1993)
敵対的買収とコーポレートガバナンス	Jensen 1992年 Kaplan 1995年

米国、英国、フランス、ドイツ、日本、香港、シンガポール、韓国に対象国を拡大し、1980～2002年の特徴を割り出すことにより日本の現状の敵対的買収の位置づけを理解する。

### M&Aから発足した敵対的買収に関する理論

シナジー理論 (Synergistic Theory)
株価値拡大理論 (Shareholder Theory)
信用の侵害 (Breach of Trust)
買収効果 { 会社支配権市場論 フリーキャッシュフロー理論

## 3. 第4章の概要

筆者が第3章で提案した「敵対的買収の3層構造」の第1層であるマクロ要因を概説する。ここでは、各国の歴史から形成される敵対的買収の発生の特徴を明らかにすることを目的とする。歴史を理解することは、敵対的買収を阻止する法律や株式取得規制などの存在を明らかにできる点で重要である。したがって、歴史を振り返ってみると、これらの規制が存在していた場合、敵対的買収がそもそもこの第1レベルで発生し難いと推測できる。

## 4. 第5章の概要

第5章では第1層のマクロ要因の歴史的要因に続いて**経済的要因**がどのように敵対的買収の発生に関係しているかを考察する。ここで採用する経済的要因とは**金利や株式市場の動向**の事を意味しており、これらが敵対的買収の発生とどのように連動し、影響しているかを推測する。この結果から、経済的環境による影響が敵対的買収の発生を促進、もしくは阻害するのかを理解できると考えられる。

この章では、敵対的買収が発生している国をヨーロッパ、米国、及びアジアの地域に分けた上で各地域から分析の対象国を選択し、敵対的買収数が多い順、即ち米国、英国、フランス、ドイツ、日本、香港、シンガポール及び韓国の順に環境分析を行う。敵対的買収が少ないアジアでは、必ずしも敵対的買収に関するデータ及び実例が豊富ではない。したがって、日本を除いたアジア諸国では正確な結果を得るにはデータや資料が不十分である。そのために日本との比較を行う参考程度の分析結果に終わっていることに理解を頂きたい。

## 5. 第6章の概要

第4章及び第5章のマクロ分析に続き、第6章では「3層構造」の第2層である企業の保有構造分析を行う。第2章の「敵対的買収のプロセス」で説明したように、敵対的買収とは過半数以上の株式取得もしくは委任状取得が実現した時点で成功とみなされる。したがって、歴史的要因もしくは経済的要因などが敵対的買収を防止していても、株主の構造、即ち企業の株式保有形態が敵対的買収を阻害する可能性が存在する。具体的な例として、日本では一般的に銀行・その他金融機関などが安定株主としての役割を果たしている。また、日本のオーナー系企業では経営者一族が過半数以上の株式を保有している場合が多い。これらの日本企業を対象に敵対的買収を仕掛けても、成功の確率は極めて少ないであろうと思われる。

他方、安定株主という概念が馴染んでいない米国などの国の多くの企業では、敵対的買収が仕掛けられる際にポイズンピルと呼ばれる敵対的買収の防衛策としての仕組みが作動するようになっている企業が多い。ポイズンピルの一つの例として、敵対的買収が仕掛けられると、経営陣や従業員がある一定の定められた有利な価格で、優先的に自社株式の買い増しを行う事を認め、買収側に対して敵対的買収のコストを高めるか、時間稼ぎをする。これにより、他株主の説得に当たる時間が設けられるなどして、敵対的買収の成功を極めて困難にすることを狙っている。

敵対的買収は株式取得から始まる事から、被敵対的買収企業の株式保有形態は敵対的買収の発生に大きな影響を与えていることが想定される。

## 6. 第7章の概要

第7章では「3層構造」の第3層である企業財務における特徴の分析を行う。敵対的買収の発生要因に関しては、様々な見方、例えば「割安」とか「体質が古い会社」とか仮定される場合が多い。しかしながら、これらの推測は質的な見方であり、定量的な分析に基づいている訳でない。本章は、実際に敵対的買収を受ける企業は買収側と比較した場合、ある一定の特徴を有しているのかを検証する。更に、敵対的買収は戦略型買収が多いために「M&Aの延長戦」と考えられる場合が多いことから、一般的な友好的買収と異なった特徴があるのかも理解する必要がある。したがって、被敵対的買収企業と被友好的買収企業を比較した場合、被敵対的買収企業はどのような異なる特徴があるのかを検証する。

**企業レベルでの発生要因の特徴を割り出すのに最も適正な方法を構築する必要がある。敵対的買収の発生には企業の特徴でも様々な要因が重なったり、優先されるケースがあると想定される。したがって、様々な角度から検討して対応できる仕組みを採用する必要があると考えられる。ただし、発生要因の特徴が推測できたとしても、これらをどのように定量化していくかが分析のポイントになる。筆者は下記の方法から敵対的買収の企業レベルの特徴を割り出し、最終的には分析が可能である定量化形態にまとめる事にする。**

### (1) 検証方法

筆者は2つのスクリーニングテストを行う事により、企業の各特徴を割り出すことを試みた。この2つのスクリーニングとは下記の通りである。



**第1スクリーニング：敵対的買収が発生する動機を規定（identify）する。**

**第2スクリーニング：第1スクリーニングで発見した特徴を定量化できる形態に絞り込む。**

第2スクリーニングが終了した段階で、14の企業要因を特定する事に成功した。そして、これら要因を財務データ短に置き換え、様々の角度から検討できるように「企業価値」、「収益力」、「成長性」と「安全性」の分野に配列する。定量化はできるが財務データに当てはまらない特徴は「企業形態分析」に置き換える。下記は5つの分野と14の企業要因をまとめたものである。

#### **分野1：企業価値分析**

株価  
株価収益率  
企業価値  
株価簿価純資産

#### **分野2：収益力分析**

資本利益率  
配当性向  
売上高成長率  
売上高経常利益率

#### **分野3：成長性分析**

売上高研究開発比率  
設備投資対減価償却率

#### **分野4：安全性分析**

レバレッジ・レシオ  
流動比率  
フリー・キャッシュフローレシオ

#### **分野5：企業形態分析**

設立からの期間

第2スクリーニングから抽出されたこれらの特徴に対して、二つの切り口から分析を行う。

- 1) 被敵対的買収企業と被友好的買収企業の各特徴の比較及び相関関係の有無。
- 2) 敵対的買収企業と被敵対的買収企業との各特徴の比較及び相関関係の有無。

被敵対的買収企業と被友好的買収企業の分析は、敵対的買収を受けた企業が友好的買収を受けた企業と比較した場合に企業レベルで異なるか（もしくは同じか）を見出すために採用した。更に各特徴において敵対的買収企業と被敵対的買収企業の比較を行う事により、被敵対的買収企業が保有する要因が、敵対的買収の発生にどのように結びついているのかを考察する。

上記の2つの切り口から下記の推測を検証する。

- 1) 敵対的買収の各発生要因は企業レベルで国別に特徴が異なるのか。これらの特徴は相関関係があるのか。

2) 敵対的買収の各発生要因は、企業レベルの各国ではマクロ要因、即ち経済的要因と相関関係があるのか。

上記の方法を利用した理由は、現在までの研究では Lynn Rosengren が行った米国における 1983-1984 年に発生した被敵対的買収企業の研究に限られており、筆者が試みる敵対的買収企業と被敵対的買収企業の比較が行われていないからである。更に、敵対的買収と友好的買収とを比較した研究は行われていない事から、敵対的買収が友好的買収と分類される一定の特徴が見られるか考察する事により、敵対的買収の特徴が見出されると考えられる。

## (2) データの抽出方法と分析方法

上記方法で分析を行う際、各項目によりデータが異なる。下記が採用したデータベースとその採用理由である。

### 企業名の特定：

各国で発生した敵対的買収の企業名を求めるにあたって、Thomson Financial のデータベースを活用したが、確認のために Mergerstat のデータベースでも同様のスクリーニングを行い、両方のデータベースで一致していない企業は除外した。次に各国で 1980 年～2002 年に発生した買収・合併案件の記録をまとめ、買収企業と被買収企業の企業名のリストを作成した。敵対的買収は米国で 1970 年代にも発生していたが、データが不在であり、1980 年を基準年とした。リストから更に各国の取引所に記録されている公開買付の記録と比較し、敵対的買収（公開買付において被買収企業側が承認していない）と認められる案件を抽出した。また、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の分析を行うのに必要であるため、同じ公開買付の記録から、友好的買収と認められる被友好的買収企業も抽出した。

抽出した企業から敵対的買収の発生要因を分析するのであるが、本論の分析に必要な各企業の対象となる財務データは項目別で出所が異なる場合があることから各項目の出所であるリソースを明記する。

## 7. 第 8 章の概要

第 4 章～第 7 章までは敵対的買収の発生要因をマクロとミクロレベルで考察し、各要因の相関関係を分析する。つづく第 8 章では、これら結果をもとに、海外及び日本における敵対的買収の成功例と失敗例の事例を考察し、更に個別での発生要因を詳しく検証する事を目的としている。また、これらの例は敵対的買収の成功プロセスを念頭に置きながら各要因がどのように敵対的買収の成功、もしくは失敗に結びついていくかに焦点を絞っている。事例研究に当たっては、国内外で発生した敵対的買収を抽出し、Out-In (2 件)、Out-Out (2 件)、In-In (1 件) の各事例で敵対的買収に失敗もしくは成功した事例を中心に検証している。

事例 1 : Out-In の成功例 : Cable & Wireless による IDC の敵対的買収

事例 2 : Out-In の失敗例 : Trafalgar & Glen International によるミネベアの敵対的買収

事例 3 : Out-Out の成功例 : IBM による Lotus の敵対的買収

事例 4 : Out-Out の成功例 : Vodafone による Mannesmann の敵対的買収

事例 5 : Out-In の成功例 : Boehringer によるエスエス製薬の敵対的買収

事例 6 : In-In の失敗例 : M&A コンサルティング (ファンド) による昭栄の敵対的買収

これらの案件を採用した主な理由は次の通りである。まず、外国企業同士の敵対的買収の事例として米国の IBM による米国 Lotus の敵対的買収と、英国の Vodafone によるドイツ Mannesmann の敵対的買収を挙げる。両社とも敵対的買収には成功しているが、結果が大きく異なることが分かる。次に外国企業による日本企業の敵対的買収では Cable&Wireless による IDC の敵対的買収と Beohringer Ingelheim によるエスエス製薬の敵対的買収を成功事例として挙げる。両社とも敵対的買収を実行する前に被敵対的買収企業の株式を保有しており、友好的買収の形態に移行している事が成功の鍵となっている。他方、外国企業による日本企業の敵対的買収の失敗例として Trafalgar&Glen International によるミネベアの敵対的買収が挙げられる。そして、最後に国内企業による国内企業に対する敵対的買収として M&A コンサルティングによる昭栄の事例を挙げる。M&A コンサルティングは事前に株主であったが、敵対的買収を仕掛けた際に筆頭株主の理解が得られなかった。このことが、結果として株式保有構造が敵対的買収の防衛の役割を果たし、失敗につながった最大の要因であったと考えられる。

これらの事例研究を通じて、第 4 章～第 7 章で検証した敵対的買収の発生要因の裏付けに加え、今後日本における敵対的買収の成功手法が本稿に続く研究で導き出せることを期待している。

## 8. 第 9 章の概要

第 9 章では主に筆者の 3 層構造の仕組みを元に検証した研究結果のまとめを概説する。続いて、第 1 章で提示した本稿の 3 つの仮説に対して、本稿の研究結果を元に答えを導き出す。

## 9. 第 10 章の概要

「第 10 章 結びに変えて：今後の課題と展望」では本稿の研究結果を元に、今後は経営学や M&A 分野など諸学問分野のかかわり合いに触れながら全体を総括する。そして、本稿の研究結果を通じて、日本における敵対的買収の今後の課題や将来を展望する。

## 1) 参考文献・参考図書 (国内)

### (企業論・M&A/バイアウト論)

LBOの実務、J. テレンス・グリーン、日本経済新聞社  
プライベート・エクイティ(急拡大する未公開株式投資の世界)越純一郎、日本経済新聞社  
レバレッジド・バイアウト(KKRと企業価値創造)G.P.ベーカー、G.Dスミス、岩村充、東洋経済新報社  
バリュエーション、森生明、日経BP出版センター  
企業価値入門、渡辺康夫、松村広志、東洋経済新報社  
不良債権処理と企業再建、日野正晴、土屋章、大橋周治、中村清、中央経済社  
SVA(戦略価値分析による企業価値評価法)、ロジャー・スミス、東洋経済新報社  
M&Aとその実践的すすめ方、山崎國秀、日本法令  
企業再生とM&A、藤原総一郎、東洋経済新報社  
ストックオプション拡充と新法による新株発行実務、あさひ法律事務所、中央経済社  
民事再生ビジネスとM&A、プライスウォ-ターハウスクーパーズ、中央経済社  
TOB・会社分割によるM&A戦略、菊池正敏、東洋経済新報社

### (証券法・税務・法務)

会社法務と税務(設立から解散までの会社実務)、中野百々造、税務研究会出版局  
法人税務法要論、中村俊夫、税務研究会出版局  
企業組織再生プランの法務・税務(平成13年度企業再編税制対応、本郷会計事務所+鳥飼総合法律事務所、清文社  
実務証券取引法、原義則、社団法人商事法務研究会  
事業再編ハンドブック、森総合法律事務所、中央経済社  
民事再生法が簡単にわかる12章、大家息生、財団法人大蔵財務協会  
M&Aと営業権(のれん)の税務、細川健、税務研究会出版局  
新財務諸表等規則、河野保、清文社  
企業再編リストラの法律・会計・税務、監査法人トーマツ、清文社  
税理士のための民法・商法、日本税理士会連合会編、中央経済社  
商法と税法の接点、田中久夫、財経詳報社  
新株式制度と会計・税務、朝日監査法人、清文社  
会社分割と企業再編、中津幸信、清文社

## 2) 参考文献 (海外)

Baker, G and Montgomery, C., 1995, "Conglomerates and LBO Associations: A comparison of Organizational Reforms," Harvard Business School.  
Bhagata, S., Shleifer, A., and Vishny, R., 1990, "Hostile takeovers in the 1980s: the Return to Corporate Specialization," Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics, pp. 1-72.  
Business Roundtable, 1997 Statement on Corporate Governance, September.  
Byrne, John, 1997, "CEOs Catch Up with Shareholder Activist," *Business Week*, September 22, p36.

- Donaldson, G., 1994, *Corporate Restructuring*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Gertner, R., and Kaplan, S., 1996, "The Value-Maximizing Board," Working Paper, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Graham, John, Michael Lemman and Jack Wolf, 2000, "Does Corporate Diversification Destroy Value?" Duke University, July.
- Hall, B., and Liebman, J., 1998, "Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?" *Quarterly Journal of Economics*, 112, No.3, pp.653-691.
- Hall, B., and Liebman, J., 2000, "The Taxation of Executive Compensation." National Bureau of Economic Research.
- 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., 1991, "Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, pp.13-33.
- Jensen, M. and Murphy, K. J., 1990, "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy* 98, pp. 225-264.
- Kaplan, S., 1989, "The Effects of Management Buyouts on Operations and Value," *Journal of Financial Economics* 24, pp. 217-254.
- Kaplan, S., 1994, "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the U.S.," *Journal of Political Economy* 102, pp. 510-546.
- Kaplan, S., 1997, "The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now," *Journal of Private Equity*.
- Karpoff, Jonathan, 1998, "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings," University of Washington.
- Matsusaka, J., 1993, "Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave," *Rand Journal of Economics* 24, pp. 357-379.
- Mitchell, M. and Mulherin, H., 1996, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics*, pp.193-229.
- Miyazaki, S., 2001, "Corporate Governance Rating," Waseda University Press.
- Murasawa, Y., 2000, "Changing Corporate Japan," *Far Eastern Economic Review*, Edited by Monitor Group, June 2002.
- Porter, Michael, 1992, "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System." *Harvard Business Review*, September-October, pp. 65-83.
- Rajan, R. and Zingales, L., 2000, "The Governance of the New Enterprise," in X. Vives ed. *Corporate Governance*, Cambridge University Press.
- Shleifer, A. and Summers, L., 1998, "Breach of Trust in Hostile Takeovers," In *Corporate Takeovers: Cause and Consequences*, Alan Auerback, ed. University of Chicago Press.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1990, "The Takeover Wave of the 1980s," *Science*, 249, August 17, pp. 745-749.

## 第2章 敵対的買収の背景

米国では、一般的に敵対的買収は企業合併・買収（Mergers and Acquisition もしくは M&A）の分野に位置づけられている。しかし、敵対的買収は日本における歴史が浅いことから正式な定義が曖昧にされている。それどころか、現在でも「乗っ取り」という言葉が敵対的買収を表すのに頻繁に使用されていることから敵対的買収はその本質が理解されず、誤解が生じているとも思われる。したがって、この章では敵対的買収の本質を理解することを目的とし、1) 金融分野における敵対的買収の位置づけ、2) 敵対的買収の定義、そして3) 敵対的買収の発生要因、即ち敵対的買収がなぜ生じ、被（敵対的）買収企業に対しどのような影響を及ぼすのかを考察する。

### 第1節 敵対的買収の定義及び位置づけ

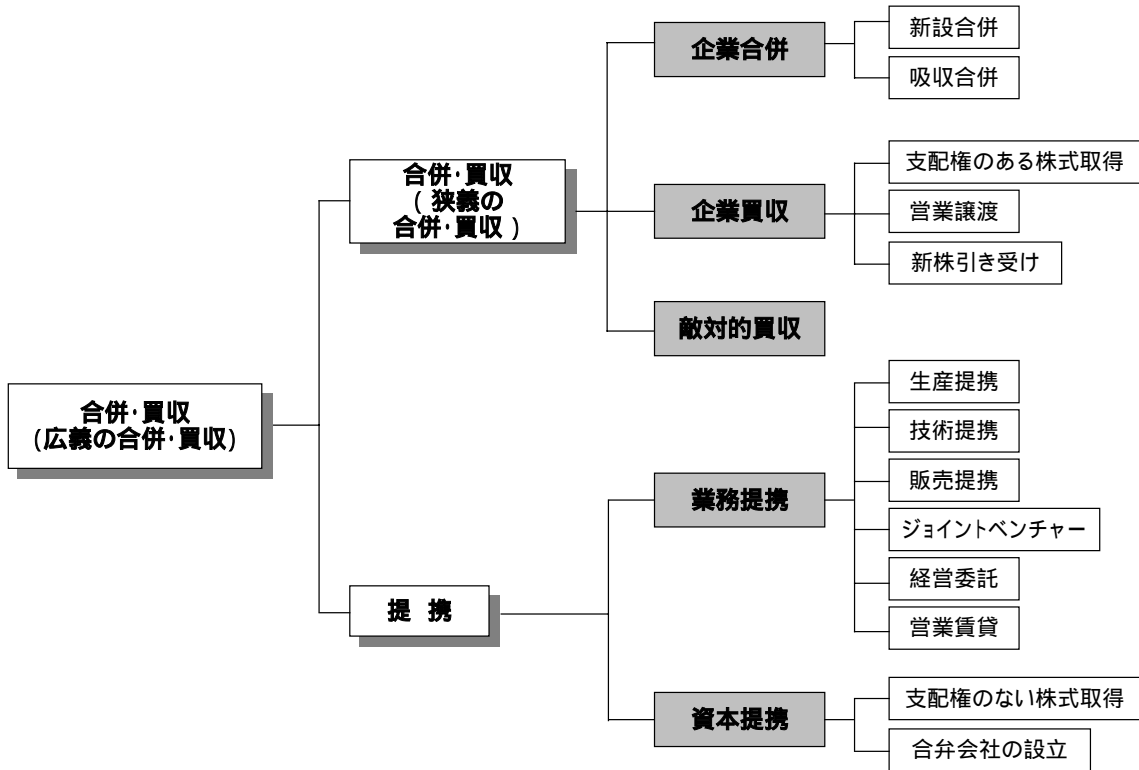
敵対的買収とは第3者もしくは戦略型企業（strategic buyer）が被買収企業（ターゲット社）の株式を市場経由で公開買付を行う際、ターゲット社の取締役会の同意を得ずに、被買収企業の経営権もしくは過半数以上の株式を取得する事である。

まず、金融分野における敵対的買収の位置づけを明確にしたい。敵対的買収の位置づけを理解するには、企業の合併・買収（M&A）の背景について述べる必要がある。その理由に、多くの敵対的買収は M&A の「延長線上」、つまり友好的買収もしくは M&A の話し合いが失敗した後に起きる事があげられる。また、米国で現在使用されている敵対的買収の意味が、現在日本で認識をされている意味と異なる。

M&A とは Merger「合併」と Acquisition「買収」の略語であり、経営資源に関する支配権の移転を特徴とする経済行為もしくは資本行為とされている。米国では合併・買収は同じ意味で使われる傾向が強く、合併・買収の区別は明確にされていないのが一般的である。その反面、日本では合併・買収は区別されて使われる。というのも、日本では合併は話し合いから生じる企業同士の融合のことを示唆し、買収とは経営支配権の譲渡もしくは乗っ取りと心理的に区別されているからである。もちろん、日本でも買収したあと、その会社を吸収合併するという事はある。しかし、米国のように合併と買収は、同じ意味で使われることはほとんどないと思われる。

図 2-1 で分かるように、合併・買収は狭義の合併・買収と広義の合併・買収に分けられる。合併・買収を狭義の合併・買収とし、これに業務提携、資本提携を含めたものを広義の合併・買収としている。

図表2-1 合併・買収の体系図



合併・買収は、企業が拡大もしくは合理化を行う際の企業価値の拡大、すなわち利益拡大を追求することから生じる、というのが一般的な理解である。企業は、一定の経営資源を有効に活用してより高い利益をあげることを目的とする。これが、企業間での合併・買収という取引が成立する根本的な理由である。そして、買収企業と被買収企業双方の利益の増加を達成するために、合併・買収の手段が選ばれるようになった。最終目的である利益の拡大を図ると同時に、合併・買収とは株主の利益を最大化する方法でもある。米国のようにコーポレートガバナンスの働きにより株主の利益を最大化する傾向が強い企業では、合併・買収は頻繁に行われている。ましてや、合併・買収を実施せず、企業が株主利益の拡大を図らない場合は、敵対的買収のターゲットになり得る可能性が高まる傾向にある。よって、合併・買収は経営陣にとって常に企業戦略の一環として扱われている。

合併・買収には様々な種類があり、大きく「業種・業態別による分類」、「積極性による分類」、「企業の国籍による分類」、そして「被買収企業経営陣の合意の有無による分類」に分けられる。さらに「業種・業態別による分類」は、「水平合併」、「垂直合併」、「コングロマリット合併」に分類される。日本における合併のタイプ別推移をみると、1970年代から1980年代にかけて、コングロマリット合併が増加している。その理由として、1960年代後半から1970年代にかけて、企業の多角化が流行した事が挙げられる。「積極性による分類」とは、合併・買収に対する姿勢を表すもので、積極的合併・買収とは、多角化などの目的に前向きな姿勢を持つ合併・買収である。他方、消極的合併・買収とは、メインバンクや企業グループなどによって、不振

企業の再編そして倒産企業の救済支援のために案件が持ち込まれる合併・買収である。日本では消極的合併・買収が多い。

「企業の国籍による分類」によると、国内企業が国内企業を合併・買収する際は「In-In 型合併・買収」、国内企業が外国企業を合併・買収する際は「In-Out 型合併・買収」、外国企業が外国企業を合併・買収する際は「Out-Out 型合併・買収」と分類される。

最後に、敵対的買収とは「被買収企業経営陣の合意の有無による分類」に位置づけられる。敵対的買収とは経営陣の合意の有無により「友好的合併・買収」と「敵対的合併・買収」に分類される。「友好的合併・買収」とは、経営陣の合意に基づき行われるものであり、日本ではこの形態が殆んどである。そして、経営の悪化した企業を救済する目的で買収する「救済型」と買い手側の経営戦略に沿い売り手側が友好的にその買収の要請に応じる「友好型」に分けられる場合もある。他方、「敵対的合併・買収」とは、経営陣の合意が得られなかったため、株式を買い集めて経営権・支配権を取得することである。敵対的合併・買収は、被買収企業の経営陣の合意を獲得しないことから、日本では「乗っ取り」と呼ばれる場合が多く、敵対的買収の結果がどうであれ、その行為自体が日本の企業風土や習慣に不適切と思われがちである。なぜなら、「乗っ取り」とは、ターゲット企業の資産と権利に関心を持ち、「買収攻勢により株価を上昇させた後売却し、株価の値上がり利益を得ることを目的とする」のが特徴として挙げられている。

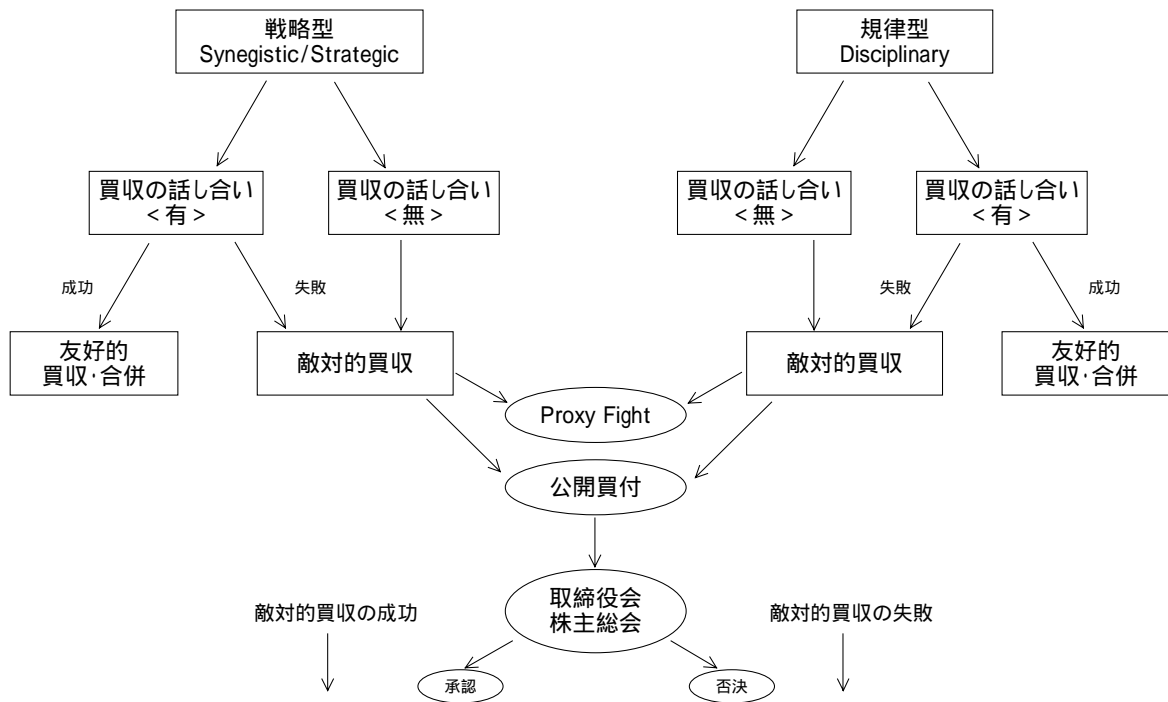
米国では、敵対的買収は非効率な経営陣を交代させる方法として活用されている場合が多く、その方法として合併、営業譲受、資産獲得及び委任状奪取がある。合併・営業譲受・資産獲得は、非買収企業の経営陣の合意が必要である。また、委任状奪取も、他の株主の協力が必要となってくる。いずれの方法をとるにしても、経営陣の合意、そして株主の協力を得るために多くの時間を費やす事になる。したがって、敵対的買収は時間及び費用を加味した場合、友好的買収に比較すると合理的な方法ではないと考えられる。

## 第2節 敵対的買収の分類

敵対的買収は買収企業側からの目的を基準にした場合、「戦略型 synergistic もしくは strategic」と「規律型 disciplinary」の二つの分類に分けられる。



図表2-2 敵対的買収の仕組み



図表2-2は敵対的買収の仕組みを表している。戦略型敵対的買収とは、事業面で同業もしくはシナジーを有している企業による非友好的な買収行為の事を言う。戦略型敵対的買収企業は主に、競合他社の買収、またはシナジー効果が買収後有利に働くことを見込んで事業拡大を目指す場合が多い。シナジー効果としては、1) 規模及びマーケットシェアの拡大、2) 合併する事による財務体質の改善、3) 研究開発費や設備投資費など重複する部門の統合による費用削減、などが挙げられる。

戦略型敵対的買収で得られる合併後の有利性とは必ずしも株主価値の増大につながるものではない。例えば、合併後の経営陣は独自の事業拡大路線に沿う戦略を展開するが、その選択が必ずしも株主価値の増大につながるのではない。つまり、買収側は合併・買収後の両社のキャッシュフローを合計して考えるのであり、規律型のように被買収企業の改善のみが目的になるのではない。

他方、規律型敵対的買収とは、同業者ではない第三者、主にファンドなどを運用する投資家による非友好的な買収行為である。彼らの目的は戦略型とは大きく異なり、経営陣に対し規律を強める事により企業価値、すなわち株主価値を高める事にある。これら「規律」とは、1) 事業拡大計画や不採算部門の見直し、2) 経営陣や従業員に対する報酬水準の見直し、3) 資産の有効活用やファイナンシャル・エンジニアリング（金融手法）を導入する事による資本効率の見直し、4) 仕入先の見直しやコスト削減、などが挙げられる。また、これらを達成するための規律型敵対的買収の最大の特徴は、経営陣の交代、もしくは戦略の変更を敏速に行い、また経営陣に義務づける事により株主価値を高める事を目的とすることである。つまり、戦略型敵対的買収と比較した場合、規律型敵対的買収は同業者の買収・合併は必要でない事が分かる。また、Jensen (1986) や Williamson (1964) によるフリー・キャッシュフローのエージェント・コスト理論で「敵対的買収の効果は株主の価値を高める事に限る」と挙げられているように、規律型敵対的買収の目的とも一致する事が分かる。

Morck, Shleifer and Vishny (1988)によると、規律型買収は敵対的で戦略型買収は友好的な場合が多い。また、彼らの見方によると、友好的買収が敵対的になる場合は、規律型敵対的買収企業の特徴に似ていると言われている。その理由は敵対的買収を仕掛ける目的が、買収形態に影響を及ぼしているからであると思われる。

では、全ての戦略型買収は友好的買収の事を指し、規律型買収は敵対的なのだろうか。このような目的別の分類は必ずしも結果が同一ではない。例えば、戦略型買収でも被買収企業の経営陣から経営権を失う場合があるため抵抗される可能性もある。同時に、合併・買収された場合には経営権を失う事を前提に被買収企業の経営陣は金銭的な保証（severance payment）の交渉をする場合が多いが、同意に至らない事もある。このような場合は、友好的買収が敵対的に移行するケースが考えられる。したがって、被買収企業の経営陣のムードは、戦略型買収と敵対的買収に分離した場合、必ずしも統一されておらず、各買収ごとに異なっている。そして、このムードの違いにより戦略型買収でも非友好的になる場合があり、規律型買収でも敵対的買収につながらない場合がある。加えて、Morck, Shleifer and Vishny (1988) は、非買収企業の経営陣に対する経済効果の他に、友好的と非友好的買収を区別する特徴があると主張する。これらは、規律型買収と戦略型買収の特徴に似通っていると思われる。

### 第3節 敵対的買収のプロセス

次に敵対的買収はどのように行われるのかを検証してみる。企業買収（もしくは敵対的買収）は、1）合併（share purchase）、2）資産獲得（asset purchase）、3）委任状奪取（proxy fight）、4）公開買付のいずれかの手順を踏んで実行される。どの方法を選択するかは、被買収企業の経営陣のムード、買収側及び被買収側の税務効果、買収までかかる時間、もしくは買収費用などそれぞれの要因により影響を受ける。友好的合併・買収は買収側と被買収側の経営陣双方の同意で決定され、被買収企業の株主総会の決議が必要となり、場合によっては両社の株主総会決議が必要となる。ただし、このように友好的な場合、両側の経営陣が同意していれば、株主は経営陣を支持するのが大半である。また、株式ではなく資産の買収においては、被買収企業の取締役会決議が必要であり、場合によっては更に被買収企業の株主総会決議が必要となる。

一般的に、敵対的買収はTOB（株式公開買付：Take Over Bid）を用いて経営権もしくは支配権を得ようとする。TOBの方法は、日本の場合、新聞2紙以上に広告を出し、買付を行う株券の種類、買付の期間（最短21日から最長60日まで）、買付予定の株式数などを公表する。また、買付の目的についても詳細に公表しなければならない。

TOBは、短時間で株式を買い集める事ができる。しかし、もし一定期間内に、一定価格で、一定株式数を集める事ができなかった場合は、TOBを取りやめることができる。そして、市場で株式を買い集めるより費用負担が少なく大量に取得できる。このようにTOBは、多くの時間を費やすこともなく、経営権、支配権を取得できる合理的な方法である。TOBは敵対的買収のみならず友好的買収にも形式的に使われている。

買収・合併を友好的に成功させるには、TOBを成功させる必要があり、経営陣は株主に対する影響力が強いと考えられるため、買収側は被買収企業の経営陣の協力をあおぐ必要が生じる。また、協力的な経営陣は買収側に対して財務諸表に明記されている以上の情報を提供するため、経営権の交代を円満に実行できるという結果を生む。仮に買収側が被買収側の経営陣を高く評価しており、買収後も継続して欲しいと望んでいるならば、なおさら、彼らの協力は買収側に重要であると考えられる。

以上を踏まえると、敵対的買収は、第 3 者が被買収企業と全く事前の話し合いを設けずに突然仕掛けるよりは、買収側と被買収側の経営陣が衝突した場合に発生する確率の方が高いと考えられる。つまり、当初は友好的買収であったはずの話し合いが敵対的買収になるのは、話し合い中に買収側が被買収企業の経営陣を評価していない、もしくは被買収企業の経営陣に抵抗された結果であることが多い。この場合、買収企業は被買収企業の経営陣ではなく株主に対し直接公開買付を行い、通常は株主の売却を促すのに必要な株価プレミアムが提示されるのである。

続いて、敵対的買収のプロセスの中で最も頻繁に見られる委任状取得（以下、proxy fight）について説明する。TOB は被買収企業の株主から被買収企業の株式を取得し株主権利を行使するのに対して、proxy fight では直接株主に対して決議を仰ぐ方法である。つまり、proxy fight は被買収企業の経営陣に対して敵対的の意思を最もよく伝える方法でもあると思われる。proxy fight による買収では株主は経営陣側に付く可能性が極めて高い（元々経営陣を評価して株式を取得したと考えられる）事から、成功率は低い。日本でもこの傾向が見られる。敵対的買収ではないが、proxy fight の例として、M&A コンサルティング（以下、M&A 社）による東京スタイルの proxy fight が事例として挙げられる。M&A 社は株主として東京スタイルの経営陣に対して、会社資産の有効活用を株主提案しており、株主総会で株主に対して配当の増加や社外取締役の導入などの株主提案を提示しているが、結果的には全面的に否決されたのである。その後、経営陣も社外取締役を 1 名増員するなどの結果に至ったが、proxy fight で M&A 社案が否定されたということは、結局、株主は M&A 社の主張に対する経営陣の反論に同意したことになる。proxy fight は米国では 1950 年代に広まったが、1980 年代からは公開買付が敵対的買収を仕掛ける一般的な手段として使用されている。

TOB は敵対的買収を仕掛けるのに不可欠であるが、全ての TOB が敵対的とは限らない。だが TOB は株主総会の決議を必要としないため、敵対的買収を仕掛けられるのに使用される。つまり、買収側にとって時間が重要な要素である場合には、買収側と被買収側企業が交渉段階でも公開買付を利用し、交渉を促進させる目的とするケースもあるのである。

しかし、TOB の全てが敵対的でないにしろ、全ての合併・買収は友好的ではない。一般的に合併・買収は株主決議を必要とするが、株主は経営陣側に付く事が多い。したがって、公開買付とは経営陣同士の交渉が不調に終わった場合、買収側が被買収側の経営陣に圧力をかけるために利用される場合がある。また、被買収企業の経営陣は買収企業から TOB を起こされていなくても敵対的買収と受けとる場合がある。合併・買収の観点から見ると経営陣の取締役会決議を経ず TOB が行われるならば敵対的買収ではないので、実際の数字も被買収側と買収側とは立場が異なってくるのである<sup>2</sup>。

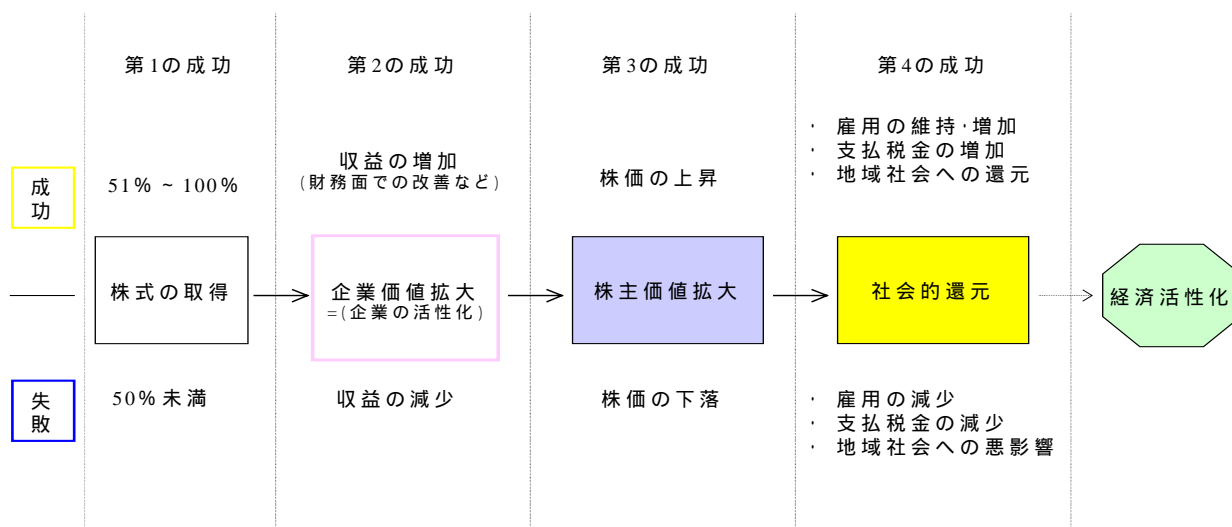
## 第 4 節 敵対的買収の成功の定義

前節では敵対的買収の定義、位置付けや分類を明らかにすることにより、敵対的買収のプロセスを説明してきた。しかしながら、これまでの説明は敵対的買収を通じて被買収企業の株式取得が終了する段階までに過ぎない。一般的には被敵対的買収企業の株式の取得が成功した時点で敵対的買収は成功であると考えられるが、株式取得以後のプロセスを理解する事により、敵対的買収の目的及び成功の法則を導き出したと思う。

<sup>2</sup> 本論文で使用する敵対的買収の統計は、実際に公開買付が行われ、被買収企業の取締役会に否決された場合のみを敵対的買収と見なしている。

筆者の考えでは敵対的買収の成功は4段階に分けられる。まず、成功の第一は、上記の公開買付を通じて、過半数以上の株式を取得した段階である。この段階で過半数以上の株式取得が実現できなければ、敵対的買収は失敗したとみなされる。この最初の成功が一般的に、「敵対的買収の成功」を位置づけるのに利用されているが、敵対的買収の目的を検討した場合、株式の取得はただの始まりにすぎないと考えられる。

図表2-3 敵対的買収の成功プロセス



では敵対的買収の目的をもとに、敵対的買収の成功の法則を考えよう。まず、規律型の敵対的買収を挙げてみる。図表2-3で説明されているように、株式取得に成功した投資家・買収側は、次の課題として被敵対的買収企業の企業価値拡大を目指す事が最大の目的となり、この目標の達成が第2の成功と考えられる。つまり、企業価値拡大が実現されないと第3の成功である株主価値拡大が実現されず、投資利回りを得る事ができない。企業価値拡大の方法はさまざまであり、経営陣の入れ替えを行い経営の効率化を図る他、経営戦略の見直しやオペレーションや財務面を改善する。時には、資産の売却や新たな買収を実行し、収益の増加を目標とすることにより企業価値を高めようとする。

敵対的買収における成功の法則は、戦略型も規律型と変わらないと考えられる。敵対的買収に成功した企業を統合し、規模の拡大及び効率化を図る方法もあれば、被敵対的買収企業のみを改善を規律型と同様の方法で試みる場合もある。更に、IBMがLotusを敵対的買収したケースでは、統合は行わず、新規の資金をLotusに投入する事により、子会社であるLotusの収益拡大が親会社のIBMの収益拡大に結びついた。戦略型敵対的買収は規律型と比較した場合、買収後に企業価値を高める方法は異なるかもしれないが、最大の目的は収益の増加であり、株主価値拡大であると考えられる。

だが、敵対的買収の形態が規律型もしくは戦略型であっても企業価値拡大が必ずしも株主価値拡大に結びつくわけではない。株式価値拡大とは株価の上昇から得られ

る株主の利回り（収益）である。一般的には企業価値拡大が実現できれば株主価値拡大に結びつくと思われるが、時には敵対的買収後にどんなに企業価値を高めたとしても、収益の増加のみでは株主価値拡大は実現されない場合もある。例えば、株式市場が全体的に低迷し株価が下落する場合もあれば、魅力的な業種として市場で評価されにくいなど、企業価値拡大が株主価値拡大に直接結びつかない要因は様々である。このような理由から、米国などでは買収側が敵対的買収の方法で公開買付を行う際、既存の株主に対して高いプレミアムを支払う場合には、多くの株主が公開買付に応募する傾向が見られる。特に、株主にとっては公開買付の時点で株主価値拡大が実現されている場合には、あえて敵対的買収後に実現されるかどうか分からない株価の上昇を待つよりは、早く売却する選択をするケースが多い。言い換えると、株主は公開買付時に付与されるプレミアム付きの現在価値と将来価値の比較を行うのである。

敵対的買収の第 3 の成功として株主価値拡大を挙げた。米国では M&A や敵対的買収は、主に株主価値を高めるとするのが最大の目的であると考えられている。この事から、M&A 及び敵対的買収は株主価値拡大という尺度で検証され、成功の基準とされがちである。例えば、Dodd and Ruback (1987) による先行研究では、被買収側（及び被敵対的買収企業）が公開買付の時点のみで、株主価値拡大を実現できると論じている。この見方は必ずしも間違っていない。というのも、第 2 の成功である企業価値拡大と第 3 の成功である株主価値拡大は定量的な分析により結果を求めることが可能であるからである。つまり、定性的な見方ではなく、株主価値拡大であれば買収後の株価が基準に、企業価値の拡大であれば企業の財務指標が基準になり、定量的な分析に基づいた結果を追求できるからである。しかしながら、定性的な見方を無視して、株主価値拡大が、本当に敵対的買収もしくは M&A での成功を図る最も友好的な尺度なのかを検討する必要性もあるだろう。

敵対的買収の研究に関しては、現在のところ株主価値拡大が実現した時点で成功の尺度が決定されている。しかしながら、筆者は、日本において敵対的買収を検証するにあたり、敵対的買収が成功と位置づけられるには社会に対する影響度を基準として検討する必要もあると考える。そして、社会的還元が実現された時点でこそ、敵対的買収が成功したと考えたい。つまり、敵対的買収が最も日本で恐れられているのは、敵対的買収から発生する社会的なマイナス要因が原因であると考えられる。マイナス要因とは、敵対的買収が一般的にもたらすと思われる雇用の減少、経営陣の交代、メインバンクの排除などである。しかし、実際には、これらはの要因は企業価値を高めることにより最終的には社会的還元につながることもあるわけである。したがって、ここで言う社会的還元とは、1) 雇用の維持及び増加、2) 収益の向上による納付税額の増加、そして 3) 地域社会への還元などが挙げられる。敵対的買収はこれら社会的還元を行うことにより、企業もしくは社会から敵対的買収に対する恐怖を排除する事ができ、一つの投資手法もしくは経営戦略の一環として評価される方法になり得ると考えられる。さらに、別の見方をしてみると、社会的観点から企業価値拡大が実現でき、社会的還元につながるのであれば、株主価値拡大が実現されなくても敵対的買収が成功したと考えられるのではないか。つまり、敵対的買収を語る際は、誰の視点（買収側、株主、従業員、社会）から見るかを把握する事が必要であり、必ずしも株主価値拡大に結びつける必要性はないとも考えられる。日本においては敵対的買収が社会的還元を実現する可能性を持っているにもかかわらず、このような議論がされないまま敵対的買収が敬遠されているのは残念でならない。

上記のように敵対的買収の成功は 4 段階に分かれているとしたうえで、社会的還元度を高める事が敵対的買収の最終的な目的であるべきという重要性述べた。社会的還元が実現されれば経済の活性化に結びつくとの狙いがあるからこそ、再生に苦しん

でいる現在の日本経済に対しても敵対的買収を理解する必要性が生じるであろう。更に、敵対的買収を通じて企業の活性化を実現し、その結果が経済の活性化に結びつくのならば、方法が敵対的であったとしても結果が友好的であると考えられるのではないかと思う。筆者は、敵対的買収を、経済の活性化を図る一つの経営手法として本論文を通して訴えて行きたいと思う。

## 第5節 敵対的買収が日本で敬遠される理由

### 1. 社会的影響度の観点の重要性

上記で筆者は敵対的買収の成功の規定は最終的には社会的利益の還元にあるべきだと述べた。この見方がなぜ日本で敵対的買収を研究するにあたり重要であるのか、更に検証してみたい。

敵対的買収が日本でなぜ発生し難いか検討するに当たり、頻繁に「社会的に敵対的買収は受け入れられない」とか「企業文化」が敵対的買収を敬遠するということがよくいわれる。まず、後者の企業文化としては日本の場合、終身雇用を重視した社会システムが思い浮かぶ。その他には「グループに所属している」など帰属意識が浮かび上がる。企業文化を数値化し、敵対的買収との関連性を立証するのは困難であるように思われるが、実際に社会的観点という見方から敵対的買収を検討する余地はあるのである。その中にこそ、敵対的買収がなぜ敬遠されるのか理解できる要素があると思われる。

これまでの先行研究によると、敵対的買収とは企業価値を高める事が前提となっている。しかし、企業価値を高めると言っても、日本のみならず、フランスやドイツなどでも敵対的買収が長年敬遠されていた。その理由として、敵対的買収は企業価値を高めるという議論の前に、敵対的買収は社会的にマイナスに働くからだという考え方があり。そもそも敵対的買収とは、企業価値の拡大が株主に還元されたとしても、社会的には批判される要因を作り出すと考えられている。このことから、敵対的買収とは株主価値を高めるには有効かもしれないが、経営陣(stakeholder)から株主へと価値が移るとの見方が通常である。裏を返すと、企業から社会へと価値は移らないと推測されている。また、敵対的買収が作り出す価値は新たな創出ではなく「価値の移行」に留まると考えられている。これらの論説は米国で色々な角度から取り上げられており、日本で敵対的買収が敬遠される要因として考えられている。

では、再び、敵対的買収が企業価値に与える影響をまとめてみよう。敵対的買収は企業再生やマネージメント・バイアウトと同様、企業価値を高めるために行われる場合が多い。戦略型敵対的買収が成功した後、合併された企業の価値が、合併前の買収及び被買収企業それぞれと比較すると高いことから、敵対的買収は一般的に企業価値を高める役割を果たすと考えられる。また、Jensen(1986)は敵対的買収時に付与される高いプレミアムは、買収後に導入される経営陣の交代やリストラから生じる効率性を数値で表しているとしている。また、合併後の株価の上昇=企業価値拡大は、合併が企業の効率性を上昇させる事を表している。

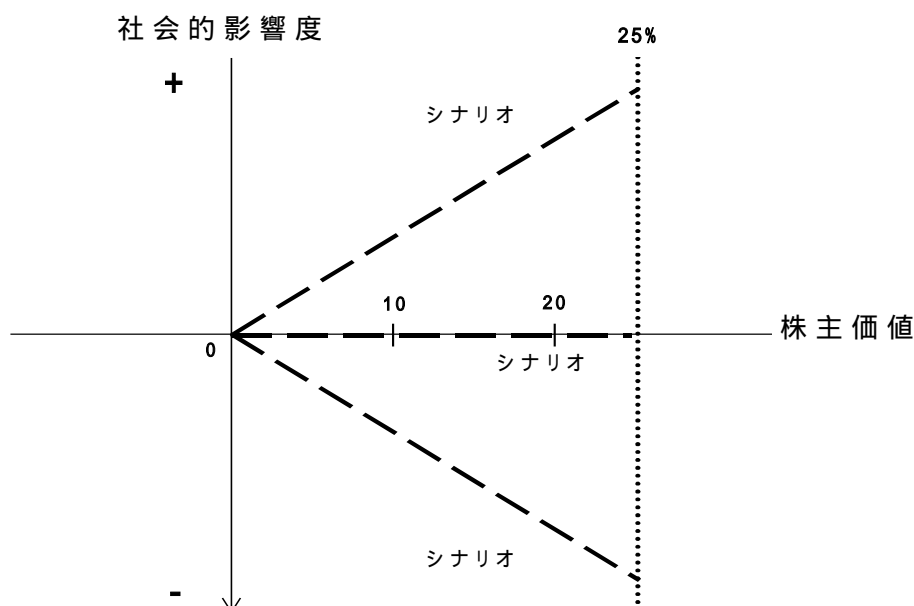
敵対的買収後の株価の上昇は、合併後の企業の収益性の拡大を示唆している。ただ、収益性を尺度にしたこの考え方が日本で定着しないのが、敵対的買収に対する批判を起こす要因であると筆者は考えている。つまり、日本における敵対的買収の見方が、Jensen などの見方から大きく乖離しているのである。例えば、彼の見方によると、

敵対的買収とは企業価値に対する影響は市場の過小評価、もしくは経営の非効率化から生じるものである。それに対し、日本では一般的には敵対的買収は買収側の営利目的が中心に取り上げられ、企業価値の拡大、もしくは社会的価値にはつながらないと考えられている。日本で敵対的買収が敬遠される理由は、株主価値を高めるのに友好的な方法を選択しないからというだけではなく、社会的な影響があるからであろう。

**では、敵対的買収はどのように社会的影響を及ぼすのか具体例を通して考察してみる。**

ここでは敵対的買収の成功の条件を考慮した上で 3 つのシナリオを検討する。これら 3 つのシナリオでは同じ水準の株主価値拡大が達成できても、社会的還元度が異なる事が分かる。図表 2 - 4 を用いて、3 つのシナリオを具体例を通じて説明する。

図表 2 - 4 敵対的買収による株主価値と社会的影響度の関係



### シナリオ

A 社が B 社の敵対的買収に成功し、即時、B 企業の従業員 1 万人を解雇するが、これら従業員は同条件で X 社から雇用される。次に B 社はこれと同時に仕入れコストが低い業者に切り替える。人員削減と仕入れコストの圧縮の結果、利益が大幅に改善し、B 社の株価が 25% 上昇した。

### シナリオ

C 社が D 社の敵対的買収に成功する。約 1 割の従業員を解雇し残った従業員の給料を 3 割削減する。解雇された従業員は、既存の給与の約 5 割でも雇用が見つからない。給与以外でのコスト削減は行わないが、株価は 25% 上昇した。

### シナリオ

E 社が F 社の敵対的買収に成功する。雇用コストの高い地域にある本社を県外に移転する事にし、本社採用の高額所得者を中心に従業員を解雇する。また、周辺の小規模

の町から主に従業員を雇用していた工場を閉鎖する。その結果、これらの町の小売店や飲食店が倒産する。しかしながら、株価は25%上昇した。

上記3つのシナリオはどれも株価の上昇が達成できたことから、株主価値は高まったことになる。しかし、社会的影響が全て異なる。シナリオ では、X社がB社の従業員を得る事になり、人的資源が、低い生産性(A社)から高い生産性(B社)に移行し、社会的には有利に働いた結果になる。シナリオ では、株主価値の増大が解雇された従業員及び給与が削減された従業員のロスを吸収し、社会的な効果はゼロである。

最後にシナリオ では、株主のみが利益を享受する結果となり、社会的な負の影響が大きいと考えられる。つまり、従業員の解雇のみならず、町の発展も妨げる事になり、間接的な影響が大きい。また、F社の同業者の従業員も転職先の候補が一つ削減される事になり、雇用の保障が減少する事から現在の雇用先に対して愛社精神が低下し、将来の雇用リスクを削減するために給与の増加を要求するであろう。また、同業者が厳しい環境に立たされると、市場の安定性が問われることから同業他社も信用リスクが低下し、仕入先から有利な条件で購入するのが困難になる。

上記の3つのシナリオの影響から分かるように、株主価値の増加は同じでも、社会的還元度は大きく異なる。シナリオ のみが株主価値の増加が社会に影響を及ぼしていた無駄もしくは損失を吸収できたと思われる。その反面、シナリオ 及び では、株主価値の増加は従業員の人的価値(資本)から移行したと思われる。したがって、株主価値の拡大は従業員の損失を犠牲にして生まれたのである。

上記3つのシナリオから次のような事が推測される。

- 1) 株主価値拡大が同じでも、敵対的買収が社会に与える影響は様々である。
- 2) 株主価値拡大がY社の10%とZ社の25%と異なっても、社会的影響度は同じでありうる場合もある。
- 3) 株主価値拡大がY社の10%とZ社25%と異なった場合、社会的影響度は株主価値拡大比率と相関関係にあるわけではない。

以上から明らかなように敵対的買収が株主価値拡大には有利に働いたとしても、必ずしも社会的貢献度は同じではないことが分かる。シナリオ の様に、社会的影響度がマイナスに働く場合もあるのである。以上のことより、敵対的買収が日本のみならず、フランスやドイツで敬遠されがちなのは、やはり敵対的買収が及ぼすマイナスの影響、即ち雇用の損失もしくはそれ以上に地域社会の活性化を妨げるような悪影響が株主価値拡大以上に大きいからと考えられる。他方、**敵対的買収がシナリオ のように株主価値拡大及び社会にプラスの影響を同時に与える事が可能であれば、日本においても敵対的買収を敬遠する姿勢が薄れてくると思われる。したがって、現在の低迷する日本経済の中、敵対的買収を実行し、株主価値拡大のみならず社会的貢献が認められれば、敵対的買収も有効な経済再生の手段として評価され得ると思われる。**

したがって、理想的な敵対的買収とは下記の方程式で表される。

$$\text{株主価値拡大} + \text{社会的還元} > \text{株主価値拡大} + \text{再雇用コスト}$$



本論文では、敵対的買収の発生要因を研究するに際し、既存の論説を念頭におき、現在の日本企業の企業価値拡大のみならず社会的還元を図りながら、日本経済を活性化させる一つの手法として、敵対的買収の特徴を第4章から考察する。

## 第3章 敵対的買収に関する理論

### 第1節 先行研究の概説

敵対的買収は米国では主に 1960 年代から始まったが、米国、そしてヨーロッパでは英国を中心に 1980 年代に最も活発化し、話題を呼んだ<sup>3</sup>。そして、1980 年代に初めて敵対的買収に関する研究や議論が行われたのであるが、これらは米国のみを中心に展開された。1980 年代の敵対的買収は米国で社会的不安をもたらしたことから、敵対的買収の防衛方法や雇用保障の拡大など、法的な議論が中心に捕らえられる傾向が強かった。つまり、当時は敵対的買収は投資戦略や経営戦略の一環として研究され、敵対的買収が企業に与える研究や発生要因は深く追究されなかった。

敵対的買収が話題を集めた 1980 年代と比較した場合、1990 年代にも敵対的買収は継続して米国と英国では多数発生した。しかし、件数が減少すると同時に、研究材料として多くは取り上げられなくなった。当時の敵対的買収の研究は M&A の周辺分野として敵対的買収が取り上げられており、主題としての研究は株主価値拡大やシナジー理論の一部に限定されていた。また、敵対的買収の研究者はもともと M&A 分野に重点を置いている場合が多く、敵対的買収を中心に研究している学者の存在が少ないのが特色である。

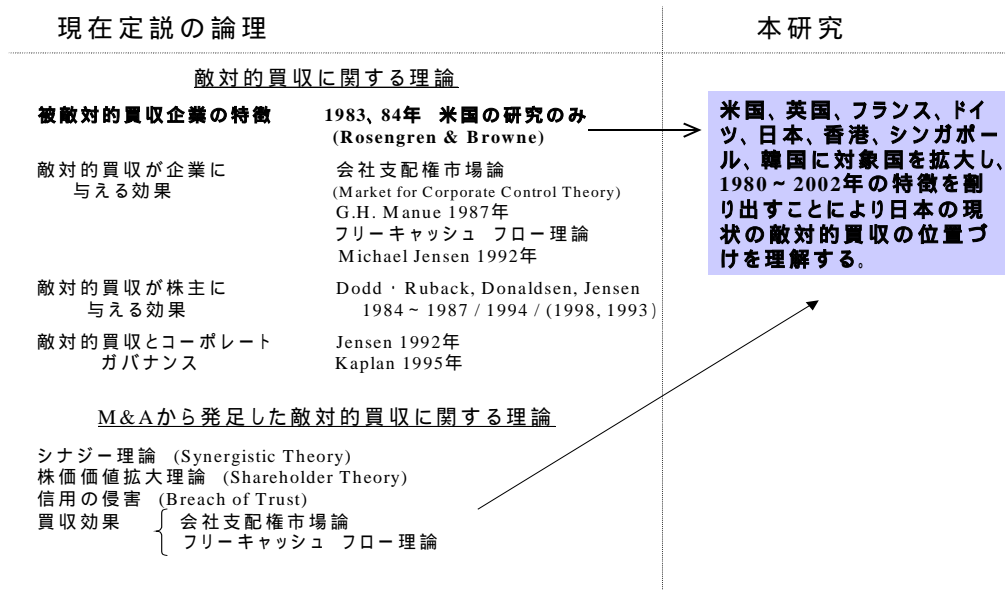
他方、1990 年からは敵対的買収がヨーロッパの中でも「閉鎖的」と思われたフランスやドイツでも発生するようになった。しかし、これらの国では敵対的買収を個別の事例研究として取り上げる場合が多く、そもそも外国企業による敵対的買収が最も多いヨーロッパでは、労働問題が敵対的買収の焦点となっており、敵対的買収による影響が歴史や経済環境から十分に分析されていない。

敵対的買収の歴史が比較的浅いアジア諸国、主に香港、韓国、シンガポールそして日本においては、米国や英国と比較すると発生件数が非常に少ない。また、これらの国々では敵対的買収とは外国企業による行動であるとの意識が強く、外国人投資家を排除する法的な仕組みや、労働の課題を中心に敵対的買収が個々に取り上げられている場合が多い。更に、株式持合や M&A の周辺分野として敵対的買収が取り上げられている。

したがって、現在までに存在する敵対的買収の先行研究は、主に米国と英国を中心に限られており、1980 年代に集中している。また、これら先行研究の特徴は大きく 4 つの分野に分けられる（図表 3 - 1 を参照）。

<sup>3</sup> 詳しい歴史は「第 4 章 敵対的買収の環境分析」を参照

図表3-1 敵対的買収に関する論説



第1の分野の研究としては「被敵対的買収企業の特徴」に関する研究が挙げられる。「被敵対的買収企業の特徴」に関しては、発生要因の一つとして企業の財務分析から見た場合の特徴が米国で挙げられているが、1992年以降の実証研究がない。また、発生要因に関しては一般的に敵対的買収後の買収企業及び被買収企業に対する影響力を中心に検証されており、敵対的買収前、即ちそもそも敵対的買収はなぜ発生するのか、その要因に関する研究は無いに等しい。またこれら先行研究は1980年代の米国企業が中心であり、他国のものがほとんど存在しない。

第2には「敵対的買収が企業に与える効果」に関する研究がある。米国や英国で敵対的買収が活性化した1980年代には、当時の敵対的買収が社会にインパクトを与えた事から、敵対的買収が成功した後の買収企業及び被買収企業に対する影響が主な研究テーマになっている。この研究には大きく分けて「会社支配権市場論」と「フリー・キャッシュフロー理論」があげられる。会社支配権市場論とは企業の経営効率と株価は相関関係にあるということが基調になっており、1965年のManneの研究テーマであった敵対的買収の効果から始まり、F. H. EasterbrookとD. R. Fishelが更にエージェンシー・コストを含めた観点から研究を拡大して行った。Jensenのフリー・キャッシュフロー理論では、敵対的買収は経営陣に対し規律を求めることにより資産の有効活用を促進させる影響があると主張している。現在、Jensenの理論と敵対的買収は暗黙的契約“implicit contract”により株主へ利益を移す役割を果たすと主張している反対派の意見とがぶつかり合っている。

上記の敵対的買収が企業及び株主に与える効果の分野では、米国で1980年代に検証されたものが多いが、個別研究テーマとして1990年以降も継続されており、定説になっている場合が多い。

第3の研究分野は「敵対的買収が株主に与える効果」である。敵対的買収が株主に与える効果では、Rodd & Rubackが1984～1987年に発生した敵対的買収の企業を対象に行った株主価値測定の研究がある。この研究によると、対象企業は敵対的買収を通じて株主価値拡大の実現を行う可能性が高く、その最大の理由として公開買付時に付与されるプレミアム率であるとしている。この理論は、1988年～1993年を対象としたJensenが行った研究から再度確認され、1994年にはDonaldsonの実証研究に裏付けられ、現在では定説とみなされている。

第 4 の研究分野として、「敵対的買収とコーポレート・ガバナンスの関係」が挙げられる。Jensen はコーポレート・ガバナンスを敵対的買収と結び付けており、会社支配権市場論に類似している場合が多いと主張している。コーポレート・ガバナンスが欠けている企業は敵対的買収の対象になりやすいと推測されている。つまり、会社支配権市場論と主張が似ており、コーポレート・ガバナンスを導入する事により経営陣に対し規律を求めることが可能になり、資産の有効活用を促進させる影響があると主張している。しかし、この研究の定量的な分析による裏づけはなされていない。

次に M&A の角度から見た敵対的買収の研究を挙げてみると、主に 4 つの分野に分けられる。

- 1) シナジー理論 (synergistic theory)
- 2) 株主価値拡大理論 (shareholder theory)
- 3) 信用の侵害 (breach of trust)
- 4) 買収効果 (market corporate theory & free cashflow theory)

第 1 分野のシナジー理論では、シナジー効果が最大に発揮できる買収・合併形態が最も効率性が高く理想であるとされている。シナジー理論が敵対的買収に利用される時とは、友好的買収・合併が実現できなかった時に敵対的買収に移行する時であり、シナジー効果が友好的買収と比較した場合に最大化できるかが研究のポイントになっている。米国ではシナジー効果が望める企業同士でも、買収後の統合などで様々な課題が発生する事が指摘されているが、敵対的買収も例外ではなく、より統合が困難になると推測されている。

第 2 分野の株主価値拡大理論では、M&A の最大の目的は最終的には株主価値拡大であるとされている。しかしながら、米国での実証研究では M&A 後の株主価値拡大は、必ずしも実現されているわけではなく、実際に株主価値拡大を実現できるのは被買収側の株主に限定されていると実証されている。

第 3 の分野は、企業買収・合併が行なわれる事により、信用の侵害が生じる事から、買収・合併は非効率であると主張している。つまり、買収・合併が突然に招く経営陣の交代や従業員の士気やモラルの低下などが、信用を喪失する。そして、長期的な雇用の不安を生じさせる事から企業の生産性を低下させ、結果としてはマイナスに働く場合が多いと主張している。敵対的買収は友好的買収に比較すると、更にこの傾向が高まる事が指摘されている。

最後に買収効果であるが、この分野は会社支配権市場論、経営支配理論そしてフリー・キャッシュフロー理論を中心に検証されている。これら 3 つの共通点は (敵対的) 買収は経営陣に対し規律を求める事により資産の有効活用を促進させる影響がある、と主張していることである。敵対的買収に関しては、従来の規律論を発展させたもので、敵対的買収は経営者による使者拡大機能を可能にし、企業経営を独占状態にする傾向があるとしている。

上記敵対的買収の 4 つの分野での先行研究と M&A 分野で敵対的買収に関係している理論をまとめると、次の特徴が浮き彫りになってくる。

- 1) 先行研究の多くは米国、それも 1980 年代に検証されたものであり、短期間を中心に行われている。これらの個別研究テーマは、1990 年以降は継続されていないことから継続性に欠けている。
- 2) 一般的に、敵対的買収に関する研究は敵対的買収後の買収企業及び被買収企業に対する影響を中心に検証されている。しかし、敵対的買収前、即ち、そもそも敵対的買収はなぜ発生するのか、その要因に関する研究は定説としては存在しない。

- 3) 先行研究は米国企業が中心であり、他国のものはほとんど存在しないといっている。
- 4) 発生要因の一つとして、企業の財務分析から見た場合の特徴が米国で挙げられているが、1992年以降の実証研究は存在しない。
- 5) 経済的、歴史的背景から敵対的買収が検証されているケースが少ない。
- 6) M&Aの切り口から敵対的買収を分析する理論が数多く見られ、敵対的買収を独立した学問として捕らえていない。

第2節では、上記の主な学説に対して考察する。

## 第2節 敵対的買収に関する論説

### 1. 被敵対的買収企業の特徴に関する学説

企業の特徴が敵対的買収の発生に影響及ぼすかどうかを問う理論は、わずか数件の学説に限定されている。この背景には、敵対的買収が最も多く発生した1980年代では敵対的買収は「なぜ、発生するのか」よりは、社会的批判を挙げたケースが多く、敵対的買収を防衛する方法が研究されたことがある。

Lynne Browne と Eric Rosengren (1982) が行った企業レベルの研究では、財務面では被敵対的買収企業は同業種もしくは友好的買収の被買収・合併企業の企業形態とほとんど変わりなく、業界内では最下位よりはどちらかというところ「普通」の特徴を有していると主張している。しかし、1990年代になり、大型 M&A が敵対的買収に発展するにあたり、コーポレート・ガバナンスが普及し、株主価値へと企業評価が移行していくと共に、株主へのプレミアム率が与えられる事から敵対的買収に対する見方が変わってきた。つまり、被敵対的買収企業は、株主価値を最大化していない、との指摘が買収側から主張されるようになったのである。Browne と Rosengren の主張は Jensen (1992) の敵対的買収とコーポレート・ガバナンスの比較研究により、1990年からは企業レベルの特徴が敵対的買収の発生に影響を及ぼす傾向に移行しつつあると、疑問視されるようになった。したがって、現在では被敵対的買収企業の特徴に関する学説は、真っ二つに分かれている。

### 2. 敵対的買収が企業に与える効果

まず、敵対的買収が企業に与える効果を検証してみる。この学説は主に会社支配権市場論 (market for corporate control) とフリー・キャッシュフロー理論 (free cashflow theory) を中心に議論されており、双方とも肯定的及び批判的な学説に分かれる。下記では両方を検討する。

#### (1) 肯定的な学説 会社支配権市場論

会社支配権市場論 (market corporate control theory) は、企業の経営効率と株価は相関関係にある事が基本理論となる。

会社支配権市場論の代表である H.G. Manne (1965) は、“Merger And The Market For Corporate Control” (会社支配権市場) において次のような事を発表している。「敵対的買収は、非効率な経営陣から効率的な経営陣に移転する事を促進する。そして、敵対的買収の脅威があるだけで、経営陣は効率的な経営を行おうとするようになる

る」。したがって、敵対的買収は、企業を監視する機能をもっている事が推測できる。Manne は、会社支配権市場の基本的な前提として、企業の経営効率と企業の株価の間に高い正の相関関係があると論じている。すなわち、既存企業の経営が非効率的と仮定した場合、株価は同業他社のものと比較すると低い。ターゲット企業の株価が低いほど、買収企業にとって魅力的である。非効率的な経営を効率的な経営へと改善する事が可能であると確信をもっている者によって、敵対的買収が行われるのである。

つまり、Manne の基本的な理論では、会社支配権市場が、経営陣の行動を監視する事で経営効率を増大させる。その結果、経営陣は株価上昇を目指す事によって株主に利益をもたらすのである。同時に、経営に影響を及ぼす事が出来ない小口株主の利益を保護する事になる。

次に、Easterbrook と Fishel は、Manne による会社支配権市場理論を更に発展させた。彼らの主張は「株価は経済情勢、利子率、企業生産物の需要そして企業経営者の能力によって決定される。しかし、最も重要な株価の決定要因は企業の経営などに関する新しい情報である」と効率的資本市場仮説が前提となって展開されている。また、彼らによると、企業の利益を、経営陣が全て獲得する事はできないので、経営陣は不正な利得を獲得しようとする。このため、エージェンシー・コストが増大するために、株価は実際の価格より低くなる。敵対的買収を仕掛けようと試みる買収企業は、潜在的な企業価値と株価に反映された現在の企業価値を比較する事で、現在の経営陣の行動を監視してしている事になる。そして、潜在的な企業価値と現在の企業価値の差が大きいほど、買収企業は効率的な経営に改善する事で大きな利益を得る事ができる。経営陣は、このような敵対的買収の脅威を背景として、効率的な経営を実現するためにもエージェンシー・コストを削減しようとする。

つまり、Easterbrook と Fishel によると、買収の際に提示される価格と市場価格の差額であるプレミアムは経営の改善によって見込まれるものであるという。敵対的買収に応じるターゲット企業の株主は、プレミアムを確実に得る事が出来る事になる。また、この説によるとターゲット企業の経営陣は、敵対的買収を阻止するような行動をしてはならない。経営陣は株主に利益になるように買収価格を引き上げるなどの行動をとるため、買収企業はターゲット企業を獲得するのにかなりの買収コストと時間を費やす事になるのである。

肯定説は、敵対的買収の脅威が存在するだけで経営陣は効率的な経営を行おうと努力するようになると強調している。肯定説によると、敵対的買収は、経営者の規律付けをする一方で、経営者の行動を監視する機能を持つと理解できる。そして、経営陣が株主の利益を保護することから逸脱せずに、効率的な経営をするかを監視する上で重要な役割を果たしている。

Manne による監視とは、現在の言葉で言うとコーポレート・ガバナンス機能とも言える。敵対的買収は、株主の利益が最も重要視され、株主が経営陣を監視するチェック機能が働くから発生するとも言えるのである。したがって、現在のコーポレート・ガバナンスの監視機能は株主に対するディスクロージャーのみでなく、外部取締役の導入などにより、更に厳格に導入されている場合が多い。

## (2) 批判的な学説

Manne の主張に対し、敵対的買収の効果というものは、むしろ弊害をもたらすものであるとの批判がある。それは大きく4つの理由から構成される。第1に、突然経営陣が変わるという事態は、breach of trust (信用の侵害)により従業員の士気やモラルを低下させる。第2に、敵対的買収の脅威にさらさることにより、短期の業績に感心

を持ってしまい、長期的な経営戦略が欠けるようになり。第3に、頻繁に敵対的買収が行われると、優秀な経営者を確保できなくなる。第4に、財務体質の悪化をもたらす傾向がある。

また、「敵対的買収の脅威は様々な歪みを企業経営にもたらす可能性があり、常に企業経営の効率性をもたらすと考えるのは、あまりにも短絡的であるとの批判もある。というのも、企業が効率的に経営され、大きな発展を成し遂げるのには、人的資本の蓄積が欠かせないからであると反論している。当該企業内で使われた時のみ有益な人的資本をバランスよく蓄積する必要があるが、敵対的買収の脅威は、これに歪みを与える可能性が強い。なぜなら、企業に固有の人的資本は企業買収の結果、一般的な人的資本に比較して失われる価値が大きいと考えられるからである。

さらに、敵対的買収の肯定的な学説の前提となっている効率的資本市場仮説も疑問視されている。そして、株価を一つの指標と見なして良いものなのかどうか批判されている。

また、敵対的買収後に資産の売却を行う asset stripper や短期保有を原則として投機を行うグリーンメーラーなど、会社の経営に関心のない者が敵対的買収を行う事もある。そのような asset stripper やグリーンメーラーの脅威によって、経営陣が短期的な収益にしか興味を持たず、長期的な利益や計画などが軽視される恐れがあり、企業価値の拡大に結びつかないとの反論がある。

### 3. フリー・キャッシュフロー理論

Michael Jensen の“フリー・キャッシュフロー理論”は、敵対的買収は経営陣に対し規律を求めることにより資産の有効活用を促進させる効果があると主張している。ここでいう規律とは、従来の規律論を発展させたもので、敵対的買収は経営者による支配拡大機会を可能にし、企業経営を独占状態にする傾向があるとされる。そしてその独占状態が Jensen のいう経営支配理論 (managerist theory) よりさらに拡大し、Baumol (1959) と Donaldson (1984) のいうように、経営陣は株主が求めるより過大な成長率を望んだり、投資を過小に行い現在の企業価値が解散価値を下回るなど、経営支配がキャッシュフロー面からみた場合の企業価値に大きな乖離が生じる。つまり、経営者は非効率な投資を行ったり、資産売却を拒んだりするなど、経営資源が非効率に使用される傾向にあると思われる。したがって、敵対的買収案件では市場価値が Replacement Cost より低い企業が狙われるケースも多い。

上記に対する批判的な学説を挙げて見る。Shleifer and Summers (1987)、Knoeber(1986)そして Coffee(1986)によると、敵対的買収は暗黙的契約 = “implicit contract”により、企業が社会へ貢献するよりは、株主へ利益を還元する役割を果たすと主張している。その理由として、敵対的買収を仕掛けられた企業の経営陣は、リスク・リターンを重視するようになり、経営陣は自らの雇用リスクを下げるために株主の利益を増やす行動に移行からであると主張している。つまり、経営陣 (stakeholder) は株主 (shareholders) と信用を基準とした ‘契約’ を交わす事により、株主の意向に沿うように働くが、これら経営陣は安定主義になる傾向が強く、株主が望む投資利回りを高める行動を実行する 경우가少ない。したがって結果としては株主が求む企業価値最大化に至らない場合がある。

上記の見方は正反対ではあるが、敵対的買収から得られる企業価値拡大の要因を説明するのに役立つと思われる。

## 4 . 敵対的買収と株主価値拡大メカニズム

上で述べられているように、敵対的買収に対する批判の多くは、敵対的買収のデメリットを強調したものである。しかし、当然メリットも無視できない。そして、プラス・マイナスの結果は、最終的には株主の株価をベンチマークとした経済効果の判断に帰することになる。つまり、敵対的買収によって株価がどのように反応するかが重要になってくる。言い換えれば、ファンダメンタルの面でデメリットであっても、株価が上昇すればそのデメリットを上回るメリットがあると判断される事になる。したがって、敵対的買収によって株価がどのような反応をするのかを調べる事で批判が説得力のあるものかどうか分かる。

実際、敵対的買収が行われた時、ターゲット企業（被買収企業）だけではなく、買収企業の株主にも利益をもたらしている。敵対的買収であれ、友好的買収であれ、様々実証研究から株主に利益を与えている事が明らかにされている。そこで Dodd と Ruback（1977）による株価の変動を成功・失敗の尺度とした敵対的買収の研究をとりあげてみる。

両者は 1958 年から 1977 年における敵対的買収に関してサンプル企業 172 社を対象に、サンプル企業の買収の発表によって株価に与える影響をについて発表日をはさんで発表前の 5 年（-60 ヶ月）と発表後の 5 年（+60 ヶ月）の推移を分析している。

まず、月々の平均余剰誤差（AR）を算出し、そのうち敵対的買収の発表によって実際に株価が反動した部分が求められている。彼らは更に累積平均余剰誤差（CAR）も算出している。Dodd と Ruback が分析した -60 ヶ月から +60 ヶ月まで算出されたものが CAR として計算されている。

結果は下記の通りである。余剰誤差（AR）については敵対的買収に成功した場合の買収企業は、-1.92% ~ +2.17% の間で変動しているが、敵対的買収の発表が行われた時には +2.83% と最高を示す数値になっている。この事から、株価の推移を成功・失敗の基準とした場合、買収が少なくとも株主にプラスに働いていると考えられる。

不成功な場合の敵対的買収企業は -2.77% ~ +5.78% の間で変動しており、敵対的買収の発表が行われた時には、+0.58% とプラスに転じているものの、成功した場合のときと比較して株価の変動が小さい事が分かる。

他方、敵対的買収が成功した場合の被敵対的買収企業の余剰誤差は、-2.75% ~ +4.65% の間を変動しているが、主に -1% ~ 0% の間を変動している。そして、企業買収が発表されると +20.89% にまで株価が変動している。この事から、被敵対的買収企業の株主にとってプラス効果として受け入れられている事を示唆する。

不成功な場合の被敵対的買収企業の余剰誤差は、-4.17% ~ +6.88% とかなり大きな変動幅を示している。この場合、敵対的企業買収が発表されると +18.96% に株価が変動している。敵対的買収が成功したと時と比較すると、株価の変動が小さいものの大きな差は生じていない。このことにより、買収が成功したにせよ、不成功に終わったにせよ、被買収企業の株主にとって大きな利益となっている事が理解できる。

つまり敵対的買収が成功もしくは不成功のいずれにしても、敵対的買収の発表が行われた月に余剰誤差が発生し、友好的買収とは逆に買収企業と被買収企業の株主利益を与えている。そして、成功した被買収企業の株主は、大きな利益を得る事ができると推測できる累積平均余剰誤差をみても、プラス効果が生じている。

企業が敵対的買収を引き起こす事によって被買収企業の株主に利益をもたらし、買収企業の株主にも利益をもたらすことが Dodd and Ruback によって実証された。し



たがって、デメリットはあるにしても、敵対的買収そのものを完全否定するものではない。また、買収企業の株主にとって利益といっても買収側の企業規模は平均して被買収企業の4倍ないし5倍である。したがって、「買収側の平均株価上昇率2.3%は、被買収企業の資産に対する割合では、おおむね9~11%の計算になる」。このことから、僅かと言っても株主が株価の上昇から得られる利益は決して小さくない。

株式市場は、確かに効率的資本市場仮説の説明と同様の動きをすることは言い難い。しかし、米国の株式市場のように、情報開示が進み、その上で、個人投資家や機関投資家が常により多くのリターンを求め、企業業績や行動をチェックしている状況の下では、株価は企業の実態を相当程度に反映していると考えられる。したがって、完全とは言えなくても、やはり、株価による判断は重要と言える。

次に、敵対的買収の脅威が企業に影響をもたらしているのかどうかについて検討する。確かに asset stripper から投資家による過剰な株式の買占め、もしくは買収がターゲット企業の経営者に短期的な視野を強制する側面がないわけではない。しかし、実際にはそのような asset stripper 投資家も含めた敵対的買収の脅威によって、ターゲット企業が事業を再構築し、新たに再出発するきっかけとなるケースが見られるのである。

そこで、敵対的買収の性質とは根本的に異なっているが、グリーンメーラーによる乗っ取りを考察する。グリーンメーラーの目的は、敵対的買収の目的とは大きく異なっている。敵対的買収は、上でも述べたが、主に非効率的な経営を効率的な経営にすること、及び株価極大化を目的としているが、グリーンメーラーは、単純に株式の買占めにより利益を得ているのである。グリーンメーラーは長期的な視野を持つ場合が少なく、株式の大量取得で株式の浮動株式比率を減少させ、株価の上昇余地を高めるのである。そして、買い占めている期間内に、経営陣に対して株主として一定の助言もしくは株主提案を訴え、警戒感を与える事により、会社の改善を市場に周知する事により、株価の上昇を狙う一つの投資手法である。株価が上昇した場合に売却をするケースが最も多い。このことからグリーンメーラーは短期投資目的及び経営の改善というよりは、株価の上昇を最も重視しているとも言える。

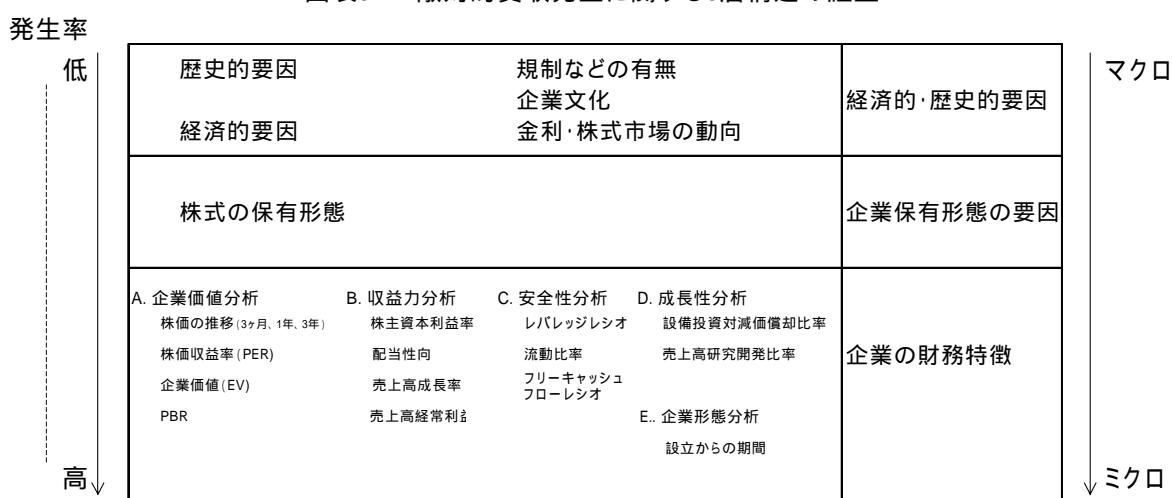
上記から、グリーンメーラーは荒稼ぎをする一方で、企業側は乗っ取りの脅威にさらされることから、「敵対的」であるイメージから避けられない傾向が強い。また、会社側は彼らの脅威に対して、リストラクチャリングを自主的に進める場合も少なくはなく、敵対的買収を受けた企業の姿勢と似ているのである。また、欧米などでは、業種内の一社が TOB を仕掛けられると、同業他社も TOB を仕掛けられるのを待たず、自主的にリストラや防衛策を取り込む行動を起こす傾向が強い。例として、1980年代に相次いだ石油会社への敵対的買収により、株主に対する配当を引き上げている石油会社が多い。一般的に10%から33%の増配が見られたが、現経営陣がエージェンシー・コストを最大限にしていると見られるのを避けるため、株主の利益を最大化しているという姿勢を示す動きであると考えられる。

### 第3節 敵対的買収の発生要因を割り出す3層構造の提案

先行論文を研究するに当たって、筆者は「敵対的買収の企業の特徴」分野に位置づけられる被敵対的買収企業の特徴が、どの様に敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかを中心に検証したい。そもそも敵対的買収の発生要因は何なのだろうか。海外の過去の研究からでは Rosengren が1983年に行った企業特徴からみた研究のみがあり、様々な角度から敵対的買収を捉えていないことことが分かる。

筆者の本稿における最終的な目的は、敵対的買収が日本でも今後は増加すると考えられている今、どのような日本企業の特徴が対象となりやすいのかを外国の敵対的買収の実例と比較しながら考察する事である。したがって、本論文では、Rosengren の論説を継続する形で、日本でも企業レベルの特徴が明らかに敵対的買収の発生要因に結び付く事を仮説とする。また新しい切り口として敵対的買収の発生要因と考えられる歴史的要因、経済的要因、株式保有構造などの各マクロ及びミクロ要因に加え、日本における敵対的買収の発生要因のメカニズムを探っていく事を目標とする。これらマクロ要因とミクロ要因を重ねた研究はいまだかつて存在しておらず、日本のみならず、対象となっている米国や英国における敵対的買収分野の研究に対しても貢献できると考えている。

図表3-2 敵対的買収発生に関する3層構造の組立



筆者は敵対的買収の発生要因を研究するにあたって、検証方法として 3 層構造を構築した。この 3 層構造を表しているのが図表 3 - 2 である。まず、第 1 層では歴史的要因及び経済的要因、第 2 層では株式保有構造、第 3 層では企業特徴、とそれぞれが個別もしくは複合した形により敵対的買収の発生にどのように影響を及ぼしているかを検討できると考えている。

第 4 章から第 7 章まで、筆者が提案している 3 層構造に基づき、敵対的買収の発生要因を、国別で検証して行く事にする。

## 参考文献

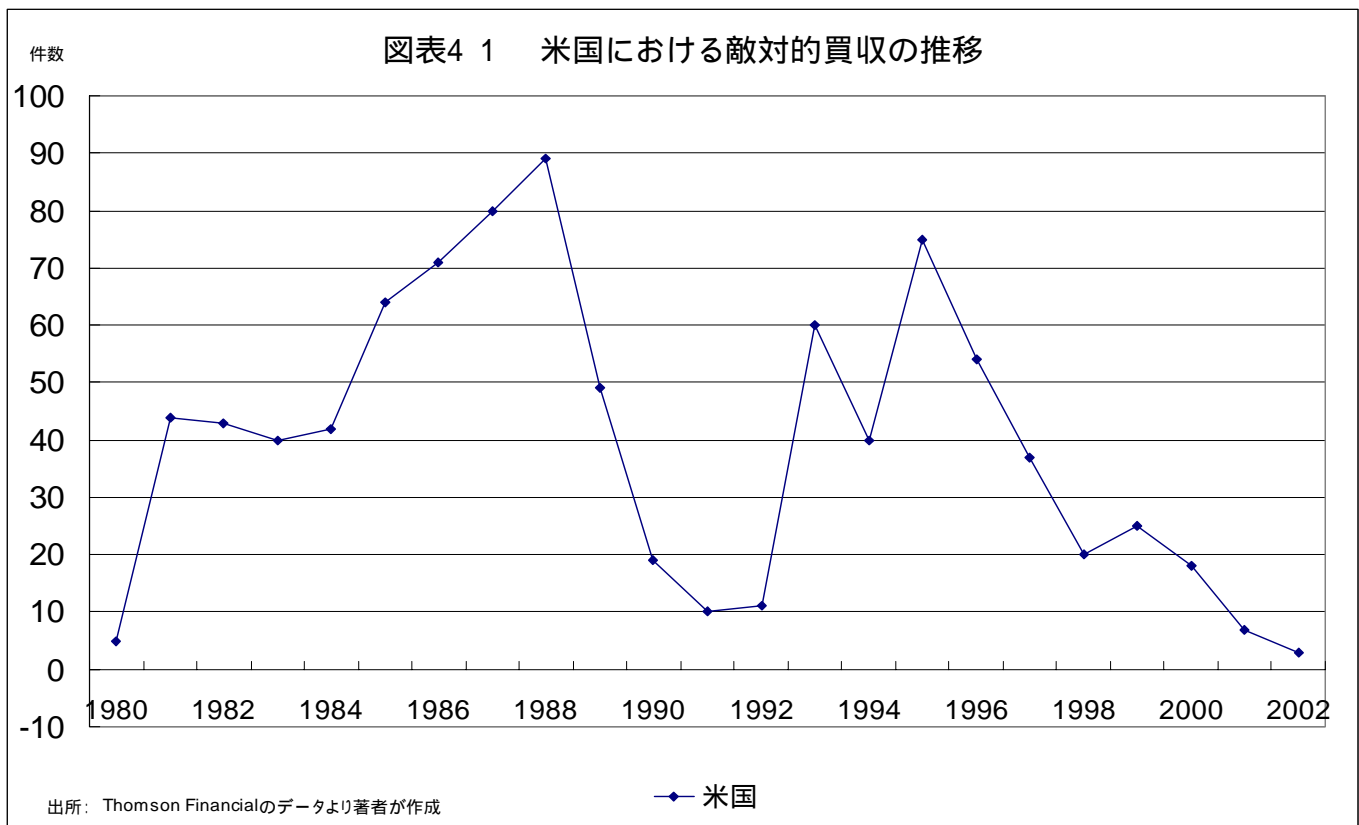
- Manston, S, Stark, A, and Thomas, H, 1994, "A cash-flow analysis of the operational gains from takeovers", *The Chartered Association of Certified Accountants*, No. 35.
- Neumark, D and Sharpe, S., 1996, "Rents and Quasi Rents in the Wage Structure: Evidence from Hostile Takeovers", *Industrial Relations*, Vol. 35, No 2, April, pp. 145-179.
- Shleifer, A. and Summers, L, 1988, "Breach of Trust in Hostile Takeovers", in Ed Auerbach, *supra cit.*
- Schnitzer, M, 1995, "'Breach of Trust' in Corporate takeovers and the optimal charter", *Journal of Industrial Economics*, Vol. 63, No. 3, pp. 229-259.

## 第4章 敵対的買収の環境分析：第3構造の第1層（I） ～ 各国の歴史から形成される敵対的買収の発生の特徴～

敵対的買収の発生率やその形態は各国で異なっている。このことから、各国の環境、即ち歴史または経済が敵対的買収の発生に影響を及ぼしており、敵対的買収の状況は、各国それぞれの時代の経済背景を反映している事が推測される。また、歴史や経済環境の違いが各国の敵対的買収に対する見方を大きく変えていると思われる。例えば、歴史的要因として、各国における規制などの有無や、企業文化などが敵対的買収の発生に影響すると考えられる。経済要因としては金利や株式市場の動向などが関係していると考えられる。この章では、主に各国のマクロ指標でもあり「敵対的買収における3層構造」の第1層である「歴史的要因および経済要因」のうち、歴史的要因に焦点を絞り、各国の歴史がどのように敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかを考える。

本章では、主に米国、欧州の中でも敵対的買収の歴史が長く、件数が多い英国、フランス、ドイツの順に焦点を絞り、アジアでは主に日本を中心に捉える。分析に採用したデータはThomson Financialから各年M&Aが行われた企業データを収集し、米国ではSEC (Securities Exchange Committee)、または各国の証券取引所に届出された公開買付(TOB)のうち、被買収企業がTOBに対して同意をしなかった場合を敵対的買収とみなした。

### 第1節 米国における敵対的買収



敵対的買収を発生件数、及び金額ベース（図表 4 - 1）で見た場合、米国がにおいて過去及び現在でも最も盛んである。しかし、敵対的買収は毎年同じペースで発生しているのではなく、件数及び業種別で見た場合、時期別で大きな波があると理解できる。

米国における敵対的買収は 1980 年代が最も盛んであり、社会に対する話題の提供も多かった。米国での敵対的買収は 1980 年の 5 件から 1988 年には年間 90 件まで急増した。その後、1990 年～1992 年の金利上昇期に大幅に減少し、1992 年では 10 件を記録している。敵対的買収の歴史の中、この 1990 年～1992 年の時期だけ英国が件数において米国を上回っている。しかし、1993 年から敵対的買収が年間 60 件に回復するなど、堅調ぶりを記録している。その後、1995 年の年間 70 件をピークに、2002 年末現在では 5 件に低下している。しかし、直近（2003 年 6 月）では米国の大手ソフトウェア会社であるオラクルの PeopleSoft に対する敵対的買収が発表されるなど、米国では常に敵対的買収が話題になっていると考えられる。

続き、図表 4 - 2 では同時期に成功した敵対的買収の件数及び成功率を考察してみる。

図表 4 2 米国における敵対的買収の発生件数及び成功率

	発生件数	成功件数	成功率
1980	5	3	60.0%
1981	44	18	40.9%
1982	43	12	27.9%
1983	40	18	45.0%
1984	42	12	28.6%
1985	64	19	29.7%
1986	71	19	26.8%
1987	80	27	33.8%
1988	89	29	32.6%
1989	49	14	28.6%
1990	19	3	15.8%
1991	10	3	30.0%
1992	11	4	36.4%
1993	60	2	3.3%
1994	40	14	35.0%
1995	75	20	26.7%
1996	54	14	25.9%
1997	37	9	24.3%
1998	20	4	20.0%
1999	25	11	44.0%
2000	18	9	50.0%
2001	7	2	28.6%
2002	3	0	0.0%
<b>Total</b>	906	266	30.2%

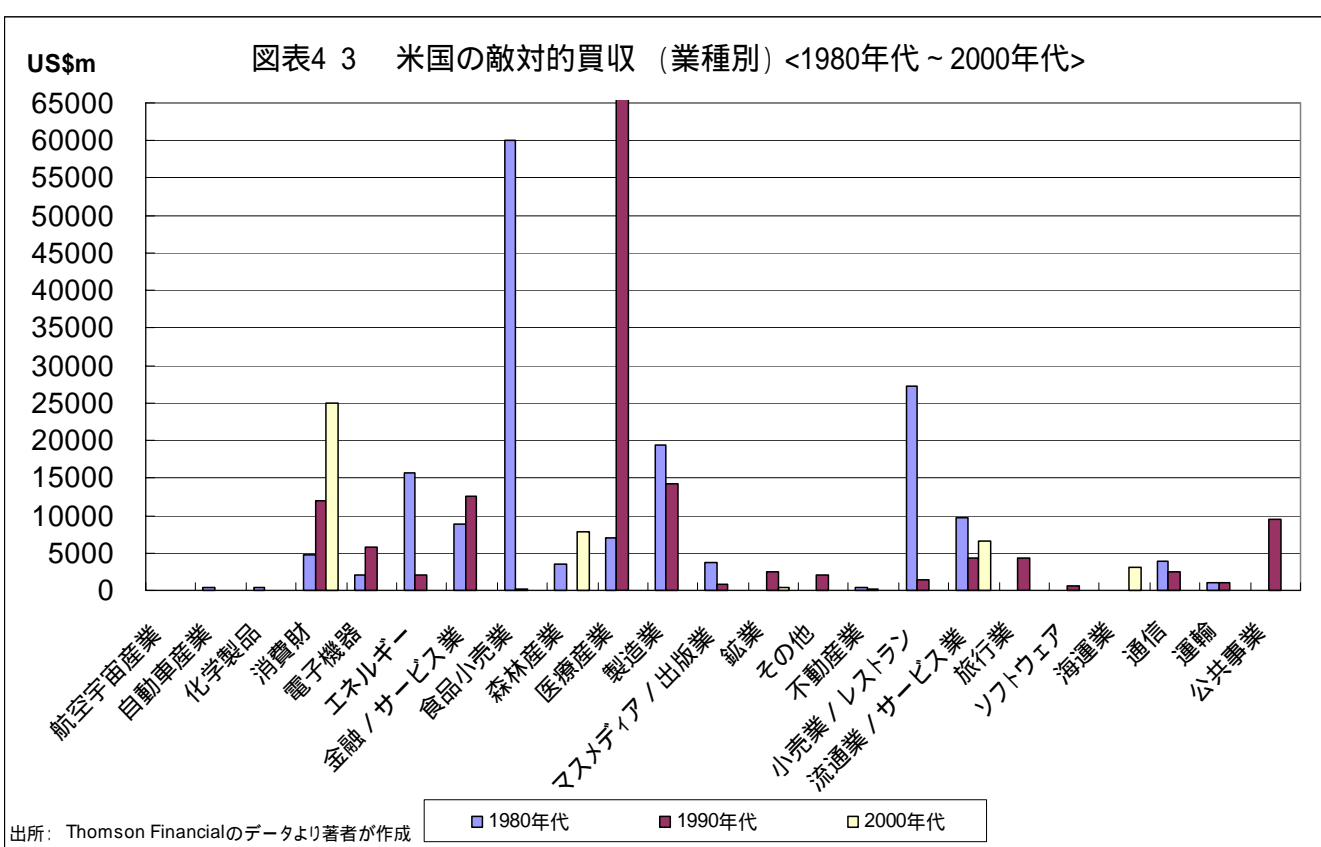
出所：Thomson Financial より筆者が作成

1980 年代における成功した敵対的買収の件数は 1980 年から 1985 年にかけて年間平均 15 件、1986～1988 年の間は年間平均 20 件から 30 件となっている。また、この時期の敵対的買収の成功率は、仕掛けられた TOB うち、約 3 割程度に達している。次いで、1990 年～1993 年は各年 5 件以内で、1994 年～1997 年が各年 10 件～20 件を記録し

ている。結果として、米国における敵対的買収の成功率は敵対的買収を仕掛けられたうち、平均約 30%である。

### 業種別

続いて、業種別の動向を見てみる。図表 4 - 3 では米国で発生した敵対的買収を業種別で見た場合、その時代の企業合併・買収（M&A）及び企業動向に連動している事が分かる。また、1980 年代、1990 年代及び 2000 年代では大きく異なる事が分かる。まず、1980 年代だが、食品小売業の敵対的買収総額が 6000 億ドルを突破し、上位を占めた。次いで、小売・外食業で 27 億ドル、製造業が 19 億ドル、そしてエネルギー（ガス、石油、電力など）の 16 億ドルである。したがって、1980 年代の特徴は食品や小売、そしてエネルギー会社が「規模」を求め大型合併が相次いだことである。同時にクロスボーダー合併も敵対的買収の総額の約 8%を占めているのが特徴である。



1990 年代になると、1980 年代に盛んだった食品・小売業が減少し、ヘルスケア分野を中心に敵対的買収が相次いだ。この背景には、薬品会社の統合の動向が見られる。ヘルスケア分野の敵対的買収額は総額で 90 億ドル、当時の日本円にして 1200 億円に上る。ヘルスケア分野以外では、製造業が 14 億ドル、金融及び金融サービス（消費関連含む）が 11 億ドルとなっている。他方、1980 年代では上位だった小売・食品が 1990 年代では 1 億ドルと極めて少なくなっている。500 万ドル以下では、電気、エネルギー、食品、不動産、ソフト関連、運輸、鉄鋼、サービスや通信など幅広い分野で敵対的買収が実行された事がうかがえる。

2000 年代に入り、テクノロジーブームに牽引される形で、各業種では大型友好的買収が相次いでいる。他方、敵対的買収件数はその結果、減少している。消費者関連

企業の敵対的買収が最も多く 25 億ドルを記録しているほか、林業、サービス及び運輸が上位を占めている。ただし、現在では敵対的買収が急激に減っており、業種別で見ただけの場合でも、際立った特徴を見出せない。

## 1. 米国の敵対的買収の歴史

敵対的買収は、米国において最も長く大きな変化を辿ってきた。現在各国で普及している敵対的買収の手法は米国で長年に渡って構築され、敵対的買収の原点は米国にあるとも思われる。したがって、まず米国での敵対的買収の推移を理解する必要がある。米国では大きく 3 つの時期に分けられる。まず第 1 期が系列の時代とも呼ばれる 1894 年～1929 年であり、第 2 期はレバレッジド・バイアウトという新しい投資手法が普及した 1950 年代～1960 年代後半、そしてコーポレート・ガバナンスが普及し始め、最も敵対的買収が活性化した 1980 年代初頭～1990 年代初頭である。これら各期を洞察する事により、米国の歴史が他国の敵対的買収の発展にいかに関与を及ぼしたかが分かる。

### (1) 米国の系列：1894 年～1929 年

1868 年に敵対的買収が米国で最初に記録されている。Jay Gould, Jim Fisk 及び Daniel Drew の 3 名は Erie Railroad の株式を保有していたが、過半数は保有しておらず、Cornelius Vanderbilt による買収攻撃を受けていた。同時に、Vanderbilt による敵対的買収を阻止するために、3 名は本拠地を移転させギャングに守らせた経緯が記録されている。また、違法ではあったが、裁判官を買収する事により新株を強制的に会社に発行させ引き受ける行動なども記録されている。これらの敵対的買収は現在の形態と異なるのも事実であるが、原点であったと思われる。

その理由としては下記の点が挙げられる。米国で、敵対的買収は 1980 年代の市場規模の「拡大」の時期が最も盛んであるが、敵対的買収が米国で発展する 1980 年代以前に、敵対的買収が発展した経緯のルーツは 1894 年頃、もしくはそれ以前にも遡ると考えられる。そして、敵対的買収の最初の大きな波は 20 世紀初頭に開始する。当時は企業合併により業界の独占 (monopoly) を保つことで、鉄鋼、電力や鉄道業界の価格上昇を目的としていた。これら代表企業として現在でも存在する General Electric, Eastman Kodak, International Harvester 及び U.S. Steel などが挙げられる。この企業群は同業者を敵対的買収する事により、市場の独占を確保する事ができた。また、19 世紀半ばから起業家 (後にコングロマリットに発展) として名をあげた Cornelius Vanderbilt, John Rockefeller や Andrew Carnegie などが元々の株主であり、公開した後にも、同族企業として経営権を取得していた場合が多い。

米国における 1894 年～1929 年の時期の特徴は銀行と企業グループとの密接な関係である。それまでは、企業グループも同族経営が主だったのが、株式公開により、同族が経営から退く場合が増加した。その結果、例えば、J.P.モルガンなどの投資銀行は、株式保有先企業の社外取締役の役割を積極的に引き受け、経営陣を監視するようになった。企業グループの成長や再建にも自ら支援の姿勢を示し、企業と密接な信用関係を築いていった。米国のこの時期のコングロマリットの形態は、日本で戦後から導入された「系列」システムに似通っている。つまり、銀行と企業グループが互いに株式持合や役員の派遣により信用関係を結び、外部からの乗っ取りを防ぐ事につながっていた。その結果、敵対的買収はこの時期には数件しか記録されていないのも事実であるが、現在の敵対的買収の原点となる行動は明らかに 1868 年に発生している。

では、何が敵対的買収を米国で発展させたのかを検討してみる。1932年に Berle And Means が発表した *The Modern Corporation and Private Property* によると、米国で 1930 年代は敵対的買収の「幕開け」と述べられており、現在の敵対的買収の原点となる行動が記録されている。彼らのコンセプトである企業のオーナーシップとコントロール論には、大企業の経営者は「監視されないため、常に株主をだましている。その背景として彼らは膨大な報酬、インサイダー取引、そしてインセンティブを受け取っている」と述べられている。更に、「アメリカの企業制度に新たなる民主主義制度が定着すれば、株主は彼ら腐敗している経営陣を追い出す事ができ」、企業のオーナーシップとコントロールの分離は可能であると述べている。「経営陣を追い出す」という考え、がかつて企業経営に無縁であったため、敵対的買収の傾向は米国では 1930 年から定着していると思われる。また、1930 年代には商法上、商業銀行業務と投資銀行業務が分離される事になり、この動向が敵対的買収を増加させる発端となっていると思われる。

## (2) 1950 年代～1960 年代後半 ～ 企業コントロールの市場

1950 年代までは敵対的買収といえども、直接株式を現金で取得していたのに対し、1960 年代からは金融商品の開発・普及で敵対的買収が行われやすくなったと思われる。この金融商品もしくは新たな投資手法として、レバレッジド・バイアウトが挙げられる。

現在、我々が一般的に馴染みのある敵対的買収ではレバレッジド・バイアウト (Leveraged Buyout “LBO”) が使われている場合が多い。LBO とは経営陣もしくは第三者が敵対的買収 (一般の合併・買収にも使用される) を行う際に現金で株式を取得するのではなく、会社の資産もしくはキャッシュフローを担保に借入れを行い、それを買収資金に充てる方法である。この LBO 手法が敵対的買収の手段として普及したのは、株主資本主義が定着し始めた 1960 年からである。商業銀行業務と投資銀行業務が規制により分離されることになり、利益相反の観点から銀行による株式保有が禁止されるようになった。そして、それまでのように監視する目的で株主保有をし、投資先に社外取締役を派遣することが不可能になった。この結果、外部からの「攻撃」が行いやすくなり、敵対的買収が行われるようになった。したがって、経営陣の監視役が 1930 年代～1950 年代は銀行であったのが、1960 年代からは市場 (株主) へと移行していったのである。

LBO の投資手法が現在では一般的に使われる事から、現代の敵対的買収方法のテクニックは 1950 年代後半から 1960 年代に完成されたと考えられる。更に LBO の投資手法と共に、1965 年に市場による企業コントロール (もしくは企業監視) 論が浸透し始め、敵対的買収の発生を促進する動きが起きるようになったと思われる。この理論によると、企業経営とは政治もしくは利益相反を反映してはならず、市場により形成され、評価され、コントロールされるべきであると言われている。つまり、現代ではコーポレート・ガバナンス、すなわち企業の経営とコントロールの分離、もしくはエージェンシー・コストの原点がこの時期に明確に支持を受け、市場により認知されるようになったのである。

したがって、1950 年代～1960 年代は敵対的買収の歴史の中でも重要であると思われる。それは、**現在の敵対的買収の手法及び動機の原点が形成された時期であったからである**。これ以前は、敵対的買収が存在していたにも関わらず、制度の整備や企業コントロールの定義が、1950 年から市場に監視機能を委ねる市場コントロール論が導入されたのと比較すると、曖昧であったと思われる。



しかし、この時期の敵対的買収は市場の判断に委ねる傾向が強く根付いた事から反省すべき点も多い。例えば、この時期に見られる仕手筋の増加である。これら投資家は敵対的買収を仕掛ける際に株主に対し、通常 40%以上のプレミアムをつけるなどして株式を大量に集め、経営陣を脅かす行動が頻繁に見られた。これら短期的な投資目的の投資家は、通常の企業経営に悪い影響を与えた上、市場の規律を乱す結果が見られ、件数が増加するに当たり政府が介入するに至った。そして、1968年に外部投資家が容易に株式を買い占めるのを防ぐために Williams Act が上院で議決された。Williams Act では買い占めの際、一定比率を超えると、届出を義務づける他、TOBの際にディスクロージャーを必要とするなど、さまざまな基準が含まれた。これにより、敵対的買収を行う投資家による公開義務が設けられ、コスト的にも高くなったことから、容易に敵対的買収を仕掛ける投資家は急激に減ったのである。

### (3) 1980年代 ~ 活性化する敵対的買収

米国において敵対的買収件数が最多の時期は 1980年代である。その結果、敵対的買収は 1980年に一般的に普及したと思われがちだが、実は企業合・買収併数に対する敵対的買収の比率は、敵対的買収件数は急減したのである。米国における企業合併・買収は 1981年の 826億ドルから 1982年には 538億ドルに低下した。しかし、同時期の企業合併・買収の総額に占める敵対的買収の比率は 37%から 43%に上昇したことから社会的影響度は高かったと思える。

企業合併・買収件数に対する敵対的買収件数の比率が急減した理由として、敵対的買収を阻止する規制（法律）が州別で導入された事が挙げられる。その裏には、敵対的買収が成功した事例で労働者が解雇されるケースが相次いだ事がある。つまり、敵対的買収を阻止する重要な目的として労働者の雇用保護があったのである。しかし、敵対的買収を阻止する法律が可決されると同時に、以前よりも市場から企業に対する監視が弱くなったとも考えられる。

話は戻るが、1980年代にある程度の市場の監視を必要とするために導入された手法が、合併・買収の際の企業コントロールの移行である。つまり、合併時に吸収される側の経営陣を追い出し、新規役員会の形成などの方法が用いられた。また、株主価値を保護する目的で新たに経営陣にはストックオプションやコンサルタント、特別ボーナスや過大な退職プランなどのインセンティブが導入された。しかし、結果としてこれらインセンティブは株主よりも経営陣の方がコントロール・プレミアムを受けられる事になり、さまざまなスキャンダルや倒産を招いたとも思われる。

また、1980年代ではファイナンシャル・インベスター（第3者の投資家）によるレバレッジド・バイアウトが敵対的買収の全体の 50%を占めた。つまり 1980年代は、ファイナンシャル・インベスターが企業を買収し、税務効果を合理的に利用し、資産や部門の切り売りが目立った時期でもある。

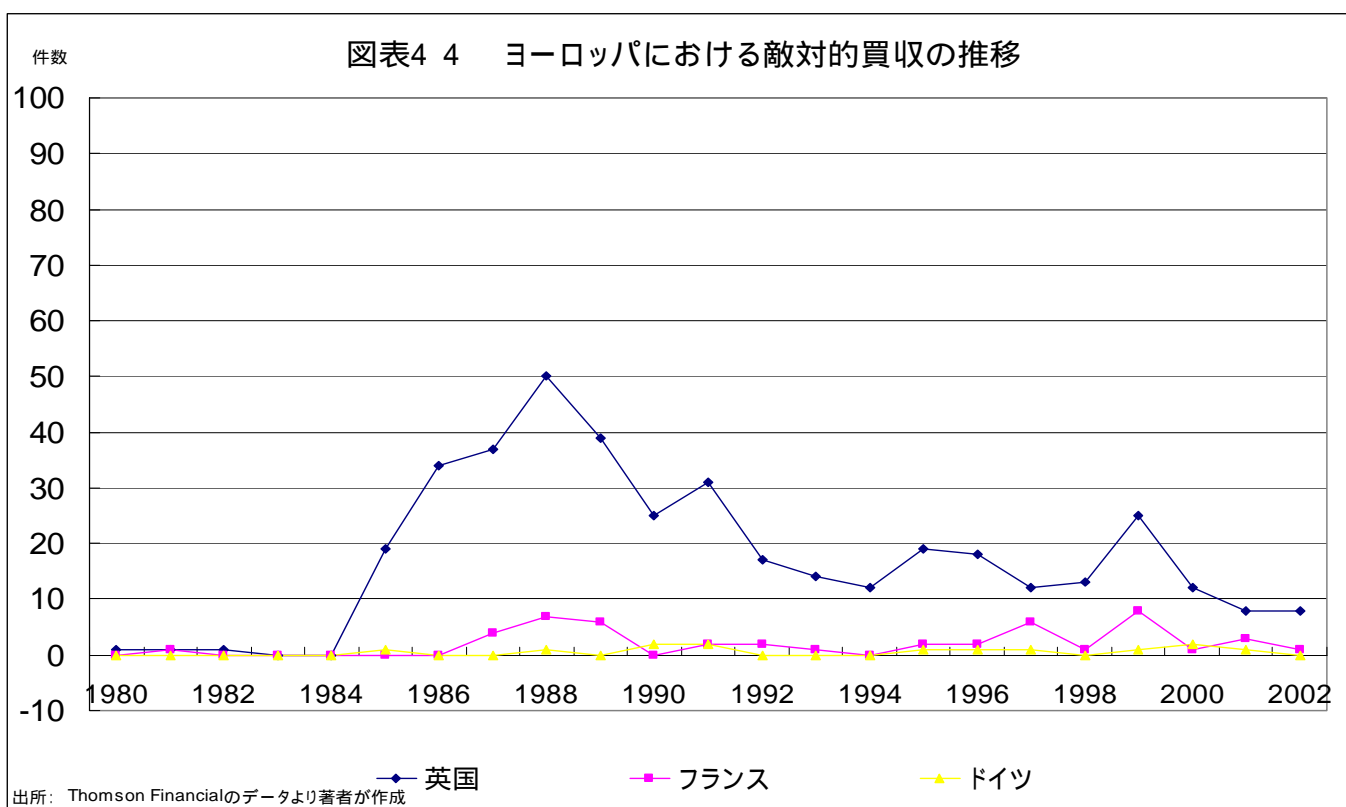
### (4) 1990年～現在

1990年代半ばから、米国における敵対的買収は形態を変えつつあると考えられる。1990年代後半は株価指数が急上昇しつつある中、企業が統合化、規模拡大を目的に相次いで大型合併を行った時期である。また、インターネットの普及に伴い、テクノロジー・ブームが普及し、企業の戦略が大きく試される時期でもあった。この環境下、敵対的買収も経営戦略の一環としてとられるようになり、戦略的な敵対的買収が増加した。全体的には 1980年代ほど件数は見られないにしても、オラクルによる PeopleSoft の敵対的買収で見られるように、金額ベースでは大型敵対的買収が中心となり、過去最高を記録している。

1980年代と比較すると、この時期の敵対的買収の特徴は、「株主価値拡大」を優先的に株主に対して訴えている事である。つまり、敵対的買収がもたらすマイナスのイメージは過去のものとなり、買収側は被敵対的買収企業の株主に対して、敵対的買収の意義、目的、及びメリットを合法的にディスクローズする事により、株主の賛同を得られるようになってきている。結果として、敵対的買収が被敵対的買収企業の株価を高める事、つまり「株主価値拡大」を優先させる戦略が、米国で敵対的買収を普及させたと言えるであろう。

## 第2節 ヨーロッパにおける敵対的買収

ヨーロッパ諸国での敵対的買収の歴史は米国と大きく異なり 1980年代から開始する。歴史が浅い上に、現在においてもヨーロッパでの敵対的買収の推移は英国を除くと、1980年代には米国ほど盛んではない(図表4-4を参照)。その背景としては、英国と主にフランスとドイツでの規制の違いが挙げられる。また、似通った規制の経緯がフランスとドイツで発生・存在しているにも関わらず、フランスの方がドイツより敵対的買収の発生率が高い事から、更に各国の間に存在する企業文化の違いが敵対的買収に影響を与えていると思われる。



まず、はじめに規制の違いを検討する。英国の場合、1970年の商法改正を軸に国営化されていた企業が民間に売却された。したがって、現在では政府(規制)と企業は完全に分離されており、政府が企業経営のあり方に介入する事はあまりない。例えば、英国の航空会社は一社たりとも国が株式を保有していないが、フランスやドイツ

などは未だに政府が保有している。また、英国企業は米国のように、1970 年以降も株式持合が解禁されておらず、支配株主比率が低い。

他方、英国を除くと、資本主義でありながらも主にフランスやドイツなどは企業合併・買収の規制に関わる独禁法が存在しており、政府の許可、もしくは介入が少なからずある。また、敵対的買収を防衛するメカニズムとして、企業の発行株式を制限する事や、企業が既にポイズンピルと呼ばれる防御策が導入されている事が挙げられる。

なぜ、フランスやドイツは敵対的買収の件数が少ないのにもかかわらず、このような防御策が既に導入されていたのだろうか。それは企業の株式の保有形態に原因があると思われる。つまり、ヨーロッパの中でも特にフランスやドイツでは、銀行や金融機関や通信などの国益に関わる大企業は第 2 次世界大戦以後、国営化された。現在でも、国がこれら企業の株式を大量に保有しており、合併・買収の際には筆頭株主である国の承諾が必要である。例として、フランスの銀行が挙げられる。2000 年にフランスの 3 大銀行である Credit Agricole, Societe Generale 及び Credit Lyonnais は他国の銀行の統合・合併が相次いだ時に、上場企業であるにも関わらず政府が合併認可を出している。つまり、上場企業でありながら、議決権株式以外にも多種の株式が発行されている場合が多く、合併決議は議決権 (voting rights) を過半数以上保有している国が決定する権利を有していたのである。

次に敵対的買収をフランスやドイツでは特に米国及び英国と比較した場合、敵対的買収を非効率的と見なす企業文化が根強く存在する事が挙げられる。歴史を振り返ってみると、第 2 次世界大戦後に他国による国内企業の買収・合併が恐れられる傾向が増大した。その理由とは 1980 年代に数件発生した国外企業による敵対的買収の結果、国内での雇用が維持されない状況が相次ぎ、社会的な影響の観点から国内経済に打撃を与えたとの見方が一般的になったからである。したがって、これらの敵対的買収が起こした社会的批判が外国企業による合併・買収、まして敵対的買収となると、規制強化を行う事によりこれを不可能にさせたのである。

しかし、1990 年代には米国発のディスクロージャーの重要性やコーポレート・ガバナンスの普及、そして株主価値拡大への移行などが、ヨーロッパ各国へ浸透し始めた。また、ユーロ通貨への統合化やキャピタルマーケットでの資金ファイナンスの普及などもあって国内企業のみならず外国企業による合併・買収が普及し始めるようになった。大型合併・買収が続く中、これらの話し合いがもつれたときに敵対的買収に移行し、敵対的買収の発生率も多少ながら上昇し始めたのである。そして、ヨーロッパ、特にフランス、ドイツそしてイタリアではこの新しい形態の「新資本主義」、つまり New Capitalism が存在を強化し、これまで敵対的買収は「乗っ取り」と思われがちだったものから、新たな「資本主義」に裏づけされた戦略の一環へと変化していったのである。つまり、企業の国際化 (globalization) が進む中、国境がなくなりつつあり、国内企業同士の合併・買収のみでは競争力が不足し、他国企業間の合併・買収が不可欠になったのである。その結果、他国企業からの買収を防衛し国益を優先するよりは、株主価値拡大へと重要性が移行した。そして敵対的買収は資本主義の合法的な手段であると徐々に認められるようになったのである。

しかし、ヨーロッパの各国では、「ボーダーレス化」の時代と言いつつも、敵対的買収が外国企業から仕掛けられると「乗っ取り」とのイメージがいまだに根強く存在していることから、規制が防御を支援する場合が多い。ただ、1980 年代半ばまで、敵対的買収が不可能であると思われていたのに対し、現在では敵対的買収は少なからず発生しているのである。1999 年の Los Angeles Times の記事によると、ヨーロッパ企業の CEO は「今後は経営陣の方針より株主価値を重視する事が必要となってくる」と

書かれている。特に閉鎖的なドイツでは、フランス大手企業の Vodafone がドイツの優良企業である Mannesmann 社の敵対的買収に成功した事が、敵対的買収の今後のあり方を示す重要な転換期であると考えられる。

次に、英国、フランス、ドイツの順で各国の敵対的買収の現状及び歴史を確認する。これにより、各国の歴史及び規制がいかに関現在の敵対的買収に大きく影響を及ぼしているかが分かるであろう。

### (1) 英国の歴史及び現状

英国で敵対的買収が最初に記録されたのは 1980 年である。それ以前は敵対的買収の記録が明確には残っていないが、「乗っ取り」という形では 1930 年代から数件記録されている程度である。しかし、これら「乗っ取り」案件も合法的に取得していないため、学問的な観点からは敵対的買収に該当しないと判断する。したがって、英国での敵対的買収の幕開けは 1980 年からと言って良い。

1980 年に最初の敵対的買収が記録されているが、実際は 1984 年まで数件しか発生していない。しかし、1985 年には 18 件に増加し、1988 年にはピークの 50 件を記録した。そして、1988 年のピークを皮切りに件数は減少し始め、1990 年代は毎年平均して 10 件～20 件の敵対的買収が発生している。

米国と比較した場合、成功率は米国より高いのが特徴である。1980 年代の敵対的買収の成功率は米国の平均が 32% に対して英国は 41% とそれを上回っている。

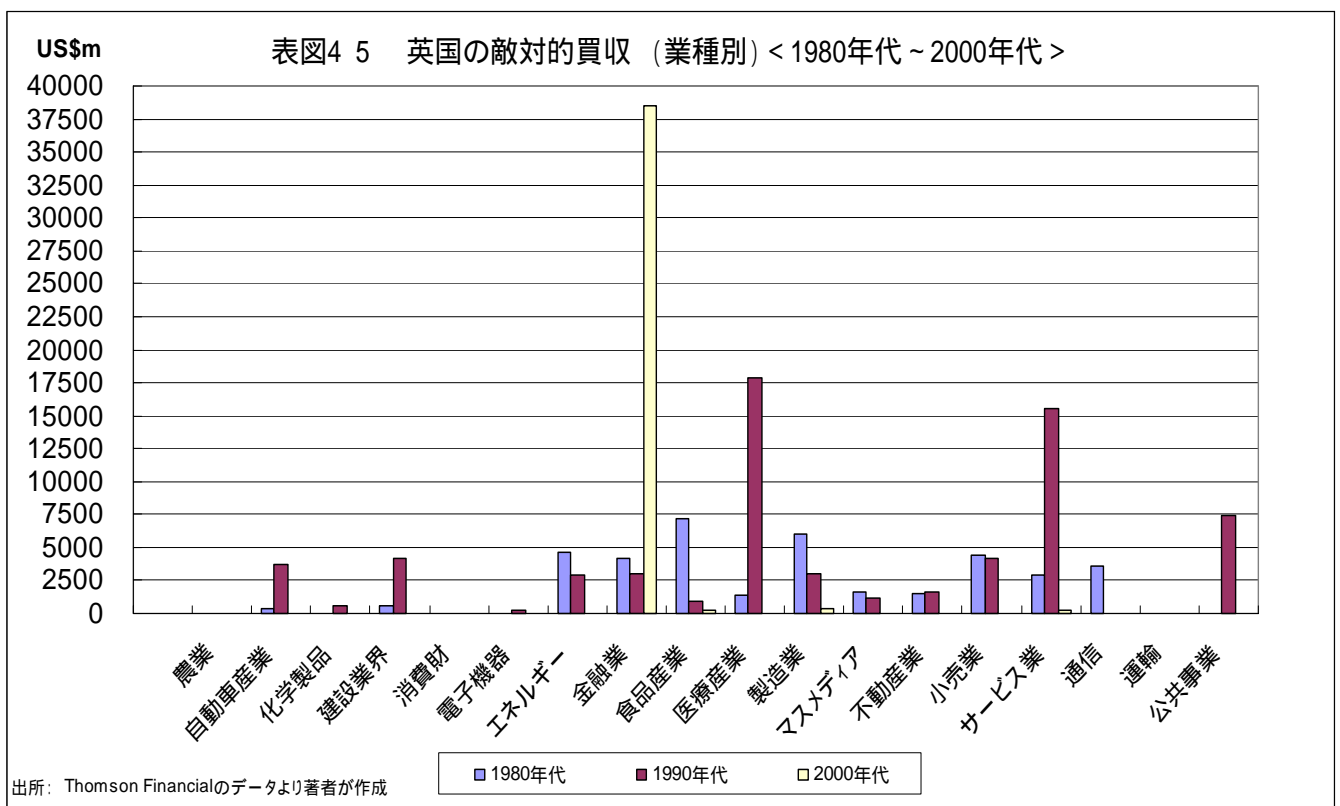
この 1984 年から 1989 年の上昇トレンドは米国と類似している。その理由としてはやはり当時の経済環境、主に合併・買収動向が挙げられる。例えば、同時期に米国で企業合併・買収が進む中、英国においても資本市場が発展し、規制がフランスやドイツほど課せられていなかったため、企業同士の合併・買収が相次ぎ、これらが敵対的買収に結びついた経緯は少なくない。また、米国と比較した場合、第 3 者が投資目的として行う合併・買収行為は、米国ほどではないものの、英国でも全体の件数の 2 割を占めていることから積極的に行われていたことが分かり、これらも敵対的買収に結びついたと思われる。しかし、1990 年以降は年間平均が 15 件に減少しており、1980 年代ほど敵対的買収が活性化していない。ただし、企業文化としては、資本主義が強いため、フランスやドイツほど敵対的買収に対して抵抗感はないと思える。その背景には、外国企業によって敵対的買収を受けた経験が高くないことが考えられる。事実、英国での敵対的買収の統計によると、国内企業による敵対的買収が全体の 95% を占めており、フランスやドイツがそれぞれ外国企業に敵対的買収を受けた比率の 50% と 70% と比較すると低い。また 4% は英国の企業が他国の企業の敵対的買収を行っている。

他方、英国で発生した敵対的買収の特徴は米国と相違している点が多い。まず、敵対的買収の形態である。筆者が行った調査によると 1980 年代の米国はファイナンス・インベスター（第 3 者の投資家）によるレバレッジド・ファイナンスが盛んであり、敵対的買収案件の約 5 割強を占めたのに対し、英国では strategic buyer による敵対的買収が約 8 割を占めた。この理由として、英国では買収側は被買収企業と事前に合併・買収の話し合いを行っている傾向が挙げられ、話し合いによる合併・買収が不成立であった事が敵対的買収に結びついたと考えられる。

また、米国の敵対的買収の手法とは異なり、英国で敵対的買収はメディアを利用した中傷合戦や法的手段がさほど生じないとも思われる。英国では企業の独立性及び自主性の主張がローマ条約で明らかにされているように、規制による介入を敬遠する傾向が見られる。したがって、英国における敵対的買収による合併・買収行為は、米国では Williams Act や独占禁止法などによって規制されているのとは対照的である事が分かる。

## 業種別

次に英国の敵対的買収の特徴を捉えるため、業種別に特徴があるかを検証する（図表 4 - 5 を参照）。英国で発生した敵対的買収を業種別で見た場合、米国における特徴と類似している事が多い。例えば、金額ベースで見た場合、1980 年代では、食品（71 億ドル）を筆頭に製造業（60 億ドル）、小売（44 億ドル）、エネルギー（46 億ドル）、金融及び金融サービス（42 億ドル）などが上位を占めている。同時期、米国では食品小売業の敵対的買収総額が 6 億ドルを突破し、上位を占めた。次いで、小売・外食業で 2.7 億ドル、製造業が 1.9 億ドル、そしてエネルギー（ガス、石油、電力など）の 1.6 億ドルである。したがって、敵対的買収を業種別で見た場合、英国と米国の上位が似通っている事が分かる。



1990 年も同じ結果である。米国では圧倒的にヘルスケア企業が上位を占めており、英国でもヘルスケア分野が 1.8 億ドルと上位となっている。その次にサービス業の 1.5 億ドル、そして自動車、建設、エネルギー、金融、製造業や小売は 20 億ドルから 40 億ドルの間で推移している。

2000 年は米国では消費者関連が上位だったものの、英国では金融業の合併金額が 3.8 億ドルに達するなど、英国における金融業界の大型統合化が大きな影響を及ぼしたと考えられる。

以上をまとめると英国では 1980 年代を中心に敵対的買収が発展していったと考えられる。そして、英国における敵対的買収に関する分析結果（図表 4 - 6）では、敵対的買収が成功した場合は、大規模資産の売却の割合が 53%、大掛かりな合理化が 63% を占めている。敵対的買収が成功する事によって、積極的な売却とリストラが展開さ

れている。他方、敵対的買収が不成功だった場合でも、大規模資産の売却が 32%、大掛かりな合理化が 87%となっている。すなわち、敵対的買収が不成功だった場合の大掛かりな合理化が、敵対的買収が成功した場合を上回っている。このことは、敵対的買収が不成功であったものの、敵対的買収の脅威が存在するため、合理化する事で経営陣が効率的な経営をしようと努力するようになっている事が見出される。したがって、英国での資本市場は、この時点で既に株主価値拡大主義であった事が推測される。

**図表4 6 敵対的買収後2年間に行われた資産売却と合理化リストラ(1985年～1986年)**

	敵対的買収が成功した場合	敵対的買収が不成功だった場合
大規模資産売却の割合	53%	32%
大掛かりな合理化の割合	63%	87%

原資料： J. Franks & C. Mayer, Takeovers and Correction of Management Failure, London Business School Working Paper, 1991.

(出所) T. Jenkinson & C. Mayer, "Hostile Takeovers", p. 11. 村松司叙・宮本順二郎(1999)『企業リストラクチャリングとM&A』同文館、227頁

以上の考察から、英国では米国が同時期に敵対的買収が増加した要因として挙げられる、「企業コントロール」と同様の原理が特徴として見られる。つまり、敵対的買収の脅威を経営陣に与える事により、経営陣が効率的な経営及び株主の利益を最大化しようと努力するようになった事が明らかになったのである。非効率な経営をしているならば、株式市場で割安という評判が下され、敵対的買収の引き金となるかもしれない。この事から、市場を通した経営陣の規律付けが成功しているといえよう。そこで、本稿では、敵対的買収の防御方法の重要な機能を果たしていると考えられる、敵対的買収による市場規律機能（コーポレート・ガバナンス）を第 6 章で取り上げている。

## (2) フランスにおける敵対的買収

ヨーロッパでは、英国に続きフランスが敵対的買収の件数で第 2 位である。しかしながら、英国や米国と比較した場合、敵対的買収の分野では未発達な市場であると考えられる。まず、取引件数で見た場合、敵対的買収の発生件数が 1 年に 10 件を超えた年は未だかつてないのである。1981 年に 1 件発生して以来、1986 年までは敵対的買収は実行されていない。その後 1988 年には 7 件、1999 年には 8 件と極めて少ない。しかしながら、フランスでの敵対的買収の統計を金額ベースで見た場合、敵対的買収が発生していた 1981 年から 1996 年までは、年間 50 億ドル以下の取引しかなかったが、1999 年に 650 億ドルという巨額な金額を記録している。このことから件数は少ないにも関わらず、フランスで発生した 1 社当たりの敵対的買収額は日本円にして約 3000～4000 億円と大企業を中心に行われている事が分かる。この理由として、以下の事が推測される。まず、1) フランス企業は上場企業数が米国及び英国と比較した場合極めて少ない、2) 上場企業は大企業が中心、3) 未公開の中小企業は国の約 9 割を占めている、など企業形態からして敵対的買収が発生しにくい環境であることが分かり、規模的にも大企業が中心となって合併・買収活動をしているのである。

上記に加え、英国や米国と比較すると敵対的買収の発生件数が少ないの。第 2 の理由としては国柄及び企業文化の違いがあげられる。フランス企業は現在でも、日本

の企業文化と類似している点が多い。まず、金融機関と企業で株式持合を導入している比率は 33%と高く、外国企業による買収を防ぐ役割を果たしている。また、年金も国内企業へ一定割合を投資するよう義務付けられており、安定株主としての役割を果たしている。つまり、米国とは異なり、企業の監視機能は株式持合により利害関係を有する安定株主が行っており、市場に委ねられていないことから、敵対的買収は発生しにくいと思われる。

第 3 の理由としては、フランス企業は資本主義であるにもかかわらず、1997 年に導入された株式投資に関する規制強化により、外国人投資家が敵対的買収を仕掛けにくい事が挙げられる。また、この規制は企業を敵対的買収から防衛するのに有利に働く傾向がある。例えば、1997 年の規制強化により、以前は公開買付期間が 20 日であったのが、最長 35 日まで延期された。この延長は何を示唆しているかということ、フランス企業が敵対的買収「攻撃」を受けた場合、防衛策を導入する時間が更に与えられたのである。次に挙げられるのが、主要産業の企業が発行している株式の権利である。銀行や電力会社などは第 2 次世界大戦後から国が株式を保有しているケースも少なくならず、これらの場合は外国人投資家による保有規制が設けられている。つまり、もともとフランス企業の株式保有形態及び外国人保有規制は国益を守るために導入されたのであり、敵対的買収を成功させるには極めて難しいと思われる。したがって、敵対的買収が実行される場合は買収側と被買収企業が国内企業同士の場合が多い。また、敵対的買収が仕掛けられる時点では、合併・買収の話し合いが行われている場合が多いと推測できる。

また、敵対的買収でも国外企業から仕掛けられるのと、フランス企業同士の敵対的買収とは心境が違ふと思われる。国内企業同士の敵対的買収は外国企業による「乗っ取り」より成功率が高いことから、国内企業による敵対的買収は TOB の際に株主利益が優先されるので、株主が売ってくるのに対し、外国企業に対しては慎重になることが考えられる。明確なのは、フランスは英国に次ぎヨーロッパでは敵対的買収が盛んな国であるが、国内企業を防衛するという意識が強く、外国企業からの敵対的買収は「乗っ取り」と言うイメージでとらえられており、敬遠されている事である。また、政府が企業合併・買収の際に大きな影響を与え、介入をするケースが少なくなく、英国の市場主義とは大きく異なる。

### (3) ドイツにおける敵対的買収

第 2 次世界大戦後から長年に亘り、ヨーロッパではドイツほど敵対的買収が成功しにくい国はないと経済界では思われていた。その理由には、1985 年までフランス同様、国営企業を中心に外国人持株規制が導入されていたことと、公開買付 (TOB) を通じて友好的な合併・買収は可能であったものの、敵対的買収は実行できなかったからである。その結果、実際に 1985 年まで敵対的買収が発生していないのである。しかし、2002 年にドイツ優良企業 Mannesmann の敵対的買収が英国の Vodafone により成功し、敵対的買収史上最高額を記録した事から大きな話題を呼んだ。マンネスマンの敵対的買収に続き、敵対的買収はヨーロッパで盛んになると思われたが、マンネスマン以来、発生していないのが現状であり、やはりドイツ企業の敵対的買収は困難であるとの見方が強い。

ドイツにおける敵対的買収の発生件数を見よう。まず、件数ベースでみると英国やフランスと比較した場合圧倒的に少ない事が分かる。1980 年～1989 年では 2 件、1990 年～1999 年では 8 件そして 2000 年～2002 年では 3 件発生しているにすぎない。ただ、成功率を見た場合、ドイツでは成功率がヨーロッパで一番高いのである。1980 年では 2 件とも失敗に終わったが、1990 年～1999 年では 8 件中 5 件 (63%)、2000

年～2002年では3件中3件(100%)とも成功している。成功率としては、米国の32%、84%、11%、イギリスの41%、51%、43%、フランスの44%、50%、20%と比較した場合、ドイツは高いと分かる。

敵対的買収が可能になった1985年から検証した場合、ドイツでの敵対的買収発生率は米国及びヨーロッパ他国と比較して低い。また、フランスと同じく規制により守られているにも関わらず、フランスと比較した場合でも敵対的買収は皆無に近いと思える。なぜ、このような状況なのか。その問いに答えるためにもまずはドイツ企業の株式保有面の特徴を見る必要がある。

ドイツ企業の株式保有形態は日本企業の持合のあり方と比較した場合、日本以上に分散されている場合が少なくない。つまり、少数の株主により過半数を占められているケースが多いのである。1998年以前では3社に敵対的買収が仕掛けられたが、これら全ての敵対的買収のケースは、過半数以上の株式が集められなかったことにより不成立に終わっている。この失敗の原因として株式保有の分散化が考えられる。敵対的買収とは過半数以上の株式の取得が可能となった時に成功する訳で、TOBが仕掛けられても株式が集められないとなると、失敗に終わる。

次に、ドイツ企業文化が、敵対的買収を防いできた要因として挙げられる。ドイツ企業は外国企業からの敵対的買収の恐れを感じているのか、敵対的買収を防衛するメカニズムをすでに導入している場合が多い。これら防衛メカニズムの例として、非議決権株(non-voting shares)のみを上場させるほか、種類株の発行や大量保有であっても、5%を上限とした議決権の制限をつけることなどが挙げられる。ドイツの上場企業の約96%がこれらの防衛メカニズムを導入しているとされている。

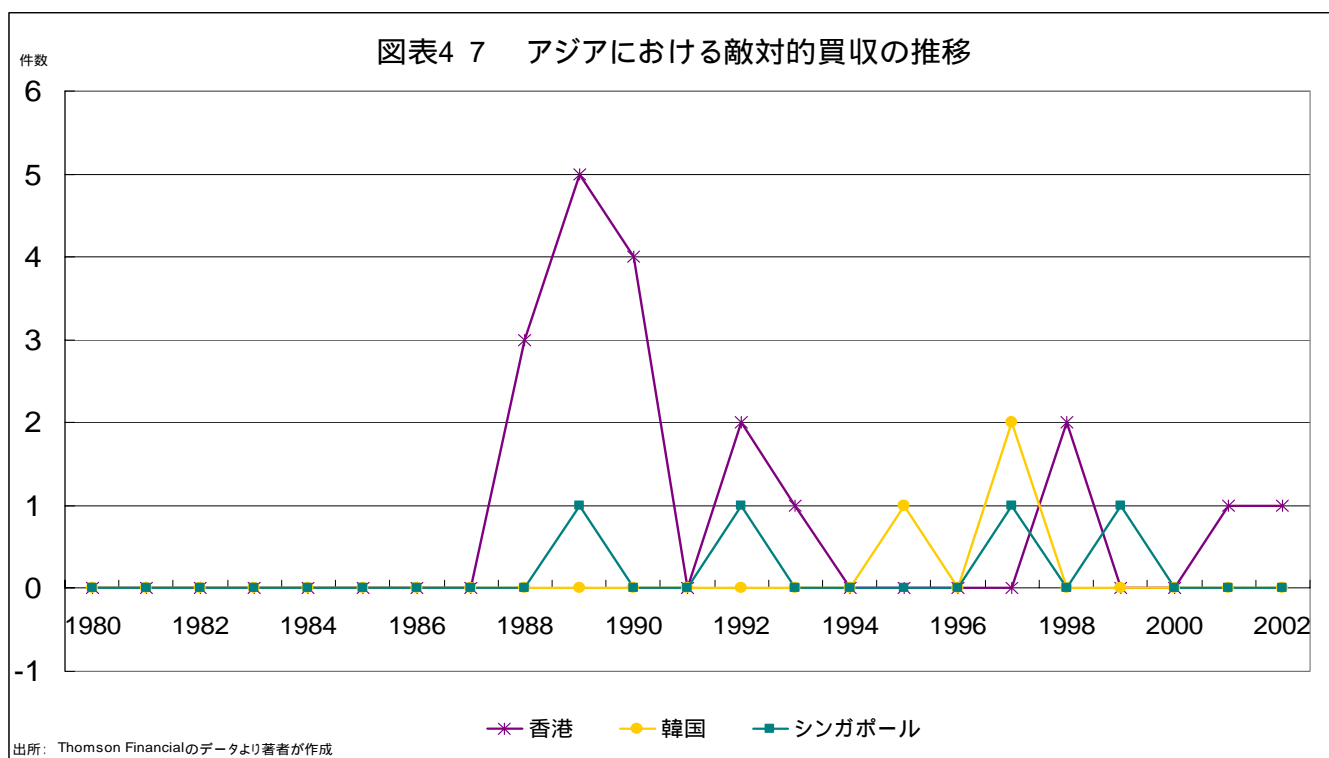
他方、ドイツには敵対的買収の可能性を高める要因もある。つまり、少数株主がまとまった株式を保有するケースが多いため、株主の交代が起きた場合は敵対的「株主」= hostile shareholdersになる場合が多い。これら投資家は影響力を及ぼす株数を武器とし、経営陣にさまざまなプレッシャーを与える場合が多い。また、ドイツの銀行は企業に対するファイナンス限度額が他国より高く、敵対的株主になるために必要な資金調達が可能であることも挙げられる。つまり、敵対的買収は悲観的に受け止められていても、敵対的株主が盛んである事は、日本の歴史と似通っているといえる。また、敵対的株主が存在する事は、敵対的買収に結びつくともいえる。この幕開けが英国のVodafoneによるマンネスマンの敵対的買収の成功と思える。この案件の最大の特徴は敵対的買収の規模としては1300億ドル(日本円にして約15兆円)過去最大であり、ドイツの代表企業が他国の企業に敵対的買収された事である。過去において、敵対的買収は持合比率が高いドイツ企業に対してほぼ成功不可能とされていた。それだけに、マンネスマンの敵対的買収の成功はドイツ企業に対して大きなショックをもたらした。

2003年6月現在、Mannesmannに続く敵対的買収はドイツにおいては発生していない。今後、ドイツは米国や英国のような完全資本市場に移行するのだろうか。ファイナンシャル・タイムズの企業買収調査によると、ドイツでオーナーシップの交代があり、敵対的株主の活動が盛んになった例は、過去17件あると記録されている。これらの例は主に第三者割当増資、市場での買い占め、そして不良債権の買い取りにより経営に対して影響力を発揮できる株主となった事が発生要因として挙げられる。これら報道によると、ドイツでも米国や英国と同様、市場が企業を監視し株主価値拡大を目指す傾向が見られるようになったことが分かる。つまり、これらの動向は明らかに敵対的買収が増加する可能性を予知していると思われる。



### 第3節 アジアにおける敵対的買収

アジアは米国及びヨーロッパと比較した場合、最も敵対的買収の発生件数が少ない地域である（図表4-7）。また、アジアでの敵対的買収の歴史は国別により異なるが、最近まで日本と香港を除いた場合、敵対的買収はなじみが無かったと考えられる。他方、韓国やシンガポールでは敵対的買収は各国の厳しい規制により近年まで不可能に近かったと言えるであろう。しかし、アジア危機が発生した1997年以降、アジア各国も外国資本を必要としたことから、経営のあり方にも欧米流の規律が導入されつつあり、これらの動向から敵対的買収が今後も発生すると思われる。



ここではアジア、主に香港、韓国及びシンガポール、そして最後に日本を中心に敵対的買収の現状、及び歴史を挙げる事にする。しかし、発生件数が少ない事から、日本を除いたアジア各国では歴史的観点から学べる敵対的買収の発生要因は明確に提示しにくい。したがって、敵対的買収が発生している日本を中心に検証したい。

アジア各国の1980年～1989年における敵対的買収の件数及び成功率を見た場合、香港で合計8件が発生したものの全件が失敗、シンガポールで1件発生したものの成功、韓国では1件も発生していない。1990年～1999年では香港で9件発生し1件が成功、韓国では3件発生し3件とも成功、そして、シンガポールでは3件が発生し2件が成功するなど、発生件数及び成功率が1980年～1989年に比較すると増加している。そして、2000年からは香港及びシンガポールでそれぞれ2件及び1件発生しており、成功はそれぞれ1件及び0件になっている。

上記から、1980年～1989年にかけて敵対的買収は香港では1～2年に1件起る程度であったが、同時期の韓国やシンガポールでは敵対的買収を仕掛けること自体が大

変難しかつたと考えられる。他方、1990年代では香港では1980年代同様、1~2年に1件発生している程度であるが、韓国とシンガポールではそれぞれ3件ずつ発生するなど、敵対的買収が多かれ少なかれ普及する傾向にあると思われる。

### (1) 香港の歴史及び現状

アジアにおいては香港の敵対的買収発生件数が最も多いことから、まずは香港での敵対的買収の特徴を考察する。香港では1980年代に発生した8件の敵対的買収のうち、5件が外国人投資家（もしくは外国企業）によって仕掛けられており、残り3件は第三者もしくは個人の「敵対的株主」から仕掛けられている。続いて1990年代に入ると敵対的買収が発生した9件のうち、5件が外国人投資家（もしくは外国企業）、2件が敵対的株主、そして、残りの2件が国内企業によるものである。したがって、香港では外国企業による敵対的買収比率は極めて高い。また、業種別で見た場合、香港で敵対的買収が行われた企業は小売、不動産及び金融に限定されている。また、香港での敵対的買収の特徴は規模的にも大きく、英国のLloyds銀行によるHSBCの買収行為は当時の日本円にして約7000億円、AseansによるRiveraの敵対的買収行為は約2600億円などアジアにおいては最も大型であると思われる。

なぜ、外国企業による買収が多いのか、その理由を検討してみよう。まず、敵対的買収を仕掛ける外国人投資家（外国企業）では、英国企業が全件を占めており、他国企業による敵対的買収は存在しない。その背景には香港が英国の領土であった歴史的影響が必然的に挙げられる。また、敵対的株主は1980年~1999年の期間中、合計で5社に対して仕掛けているが、成功率は外国人投資家によるものと比較すると圧倒的に低い。実際の所、敵対的株主による敵対的買収が成功した事例がない。その理由として、敵対的株主は公開買付を行った際、株主の支持を得られない場合が全件を占めているのに対し、外国人投資家はすでに以前から市場での取得もしくは持合で一定割合を取得しているか、合併・買収が行われている場合があるということが挙げられる。

規制の面からみても、なぜ英国企業が圧倒的に敵対的買収を仕掛けて成功しているかが分かる。つまり、香港では国内投資家と外国人投資家が取得できる2種類の株式が存在し、外国人が保有できる種類株を取得するだけでは、過半数以上の株式は取得できない。このことから、外国企業が敵対的買収を仕掛けたとしても成功する可能性はなく、成功させるには実質的には香港に持株会社を作り、これらを利用して、国内投資家向けの株式を取得しなければならない。つまり、香港で英国企業が長年在住し、「国内法人」の認定を受けているため、他国企業とは異なり、敵対的買収に成功しているのである。

香港では戦後から英国の影響を受けていたことから、外国人持株の規制が存在していたにもかかわらず、外部資本の影響が株主価値拡大主義を優先させ、敵対的買収を発足させたと考えられる。その意味では今後も香港では敵対的買収は増加すると思われるが、一方、中国への返還後、英国の影響を受けている資本主義市場がこのように推移するか興味深い。

### (2) シンガポールにおける敵対的買収の推移

シンガポールはドイツと同様、資本主義でありながらもアジアでは最も敵対的買収が成功しにくいといわれる。その理由としては、もともと、敵対的買収が発生していない事がある。しかし、その裏にはシンガポール政府の役割が企業経営に大きく関与する事により、敵対的買収を防御している事が推測される。

まずはシンガポールでの敵対的買収の推移を検討してみる。シンガポールで最初の敵対的買収は1989年に発生した英国MeggittによるAvimo Singaporeの敵対的買収で

あったが、公開買付時に株主から支持を得られず失敗に終わっている。それ以降、敵対的買収は警戒されながらも、発生は 1990 年代の 3 件に留まっている。ただし、過去に一度も敵対的買収が発生しなかった事を加味すると、この 3 件は重要な意味があるともいえる。敵対的買収が発生した理由として、まずは、外国人投資家がシンガポール企業の株式の直接取得が可能になった、規制緩和が挙げられる。敵対的買収がシンガポールで発生しなかった最大の理由として、一般的に非居住者である外国人投資家が、シンガポールの企業の議決権がある普通株式を直接取得するのは困難であったのである。それが、1987 年の外国人投資家の投資基準を対象とした規制緩和により、普通株式の取得が可能になったのである。したがって、シンガポールにおける敵対的買収で今日まで発生した 4 件のうち 2 件は外国人投資家もしくは外国企業により仕掛けられる結果となっている。また、2 つ目に 1990 年代に発生した 3 件はグローバル化の影響が挙げられる。シンガポールの企業にとって他国の企業と競合・競争するに当たり、国内外での企業合併・買収は必須となりつつあり、また、その反面、シンガポール企業も合併・買収もしくは敵対的買収のターゲットになりつつあるのである。その例として Meggit による Avimo Singapore の敵対的買収の攻撃がある。また、シンガポールで発生した 4 件のうち 2 件が金融機関を対象とした敵対的買収であり、当初は合併・買収の方向で話し合っていたが同意ができず、敵対的買収に移行した時点で政府の介入があり成功に終わったのである。その背景には、金融統合化がシンガポールの企業に対して競争原理をもたらし、敵対的買収の発生に影響を与えたことがあったものと思われる。

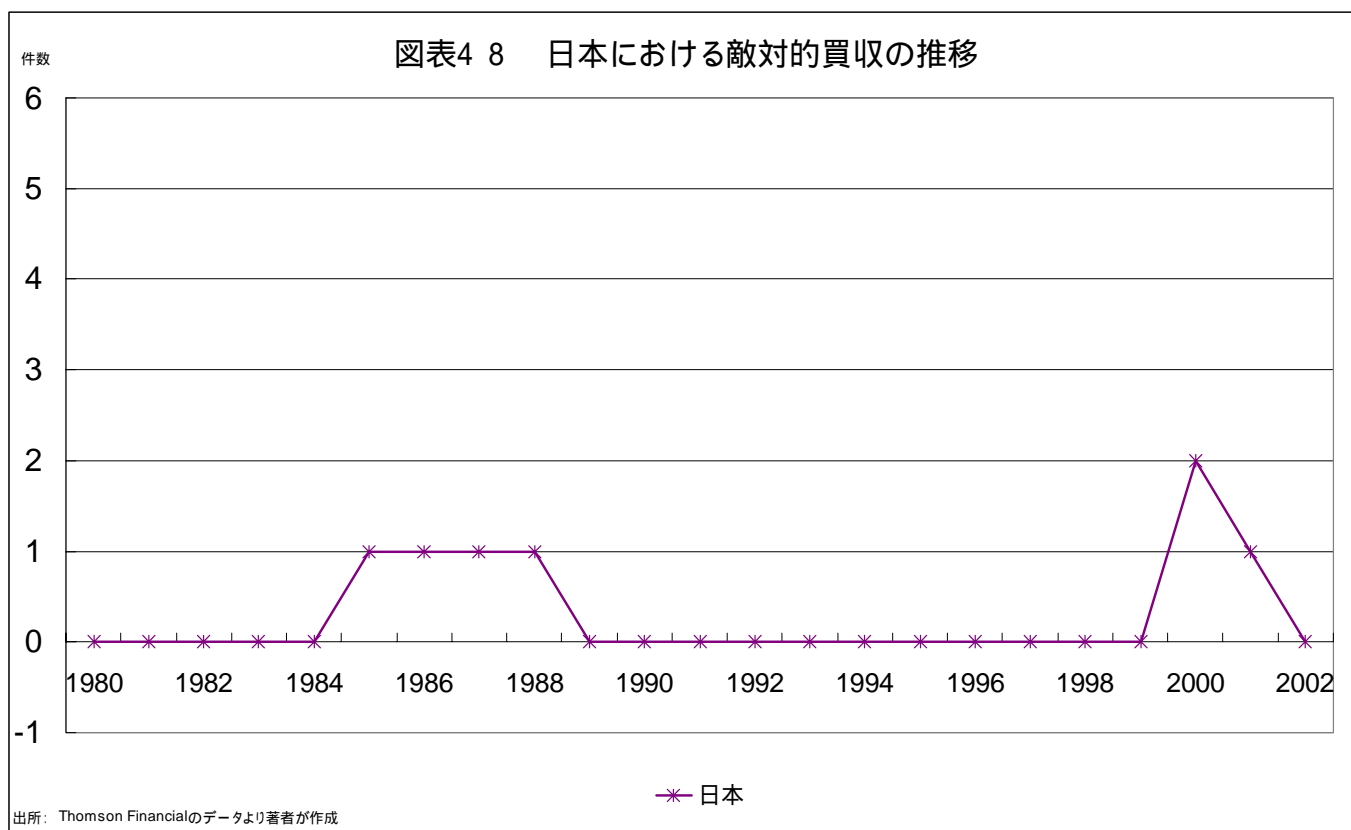
### (3) 韓国における敵対的買収

韓国での敵対的買収の歴史は 1993 年から始まり、この年に最初の敵対的買収が発生している。1993 年以前は敵対的買収が 1 件も発生していないことから、韓国では敵対的買収が最も発生しづらい環境が整っていたと考えられる。その理由として、韓国企業の形態が挙げられる。まず、韓国では戦後からの企業文化が国内投資家による敵対的買収を強く批判している。例えば、1993 年に韓国大手の Samsung が Kia Motors に敵対的買収を仕掛けた際には、政府からこれを中止するよう介入を受けた。また、日本に類似した財閥系列が韓国の上場企業の 47% (1997 年末) を占めており、このうち株式持合比率が 50% 以上の企業が 32% を占めている。したがって、上場企業の浮動株は少なく、合意を基とした M&A しか成功しない環境が出来上がっていたと思える。

韓国で敵対的買収を可能にしたのは、1997 年のアジア危機である。韓国では他国と同様に、大企業の倒産が相次ぎ、外資資本の導入を必要とした事から外国人投資家を迎え入れるための規制緩和が行われた。1997 年までは外国人投資家 (外国企業) に対して上場企業の株式取得は上限 15% に設定されており、外国人個人投資家に対しては 3% であった。しかし、1997 年の金融破綻と共に、外資資本が必要となり、外国人保有率の上限が 55% まで引き上げられ、この規制は大幅に緩和されたものの、外国人投資家による敵対的買収は禁止されていた。したがって、1997 年における 2 件の敵対的買収は国内企業によるものである。しかし、1998 年の商法改正により、外国人投資家による敵対的買収が法律で認められた。

現在、韓国で存在する外国人投資家による敵対的買収の警戒心及び規制緩和の動向はフランスやドイツでの経験と類似している。各国では国内企業の株式が外国人投資家に取得されるのを阻止する規制が存在しており、また、それぞれ株式持合を導入する事により、敵対的買収の実現を困難にする防衛策が企業レベルで強化されている。

## 第4節 日本の敵対的買収の歴史及び現状



コーポレート・ガバナンスが普及し始めている現在でも、日本で敵対的買収というと「乗っ取り」と連想されがちである。実際「乗っ取り」とは第三者による敵対的株主行為であり、日本での歴史上、ほとんど「乗っ取り」と連想される行為は第2次世界大戦後から活性化した仕手筋、即ち投機目的を主とした投資家によるものである。例えば、1976年には糸山英太郎による日本航空の株式の買占めが発生。1990年代には、卑弥呼、田村電機、TDFなどの株式買占めが話題を呼んだ。しかし、実際仕手筋の目的は企業買収ではなく、株主価値の拡大（株価の短期値上がり）が最も重視されていたから、敵対的買収の動機とは異なっている。また、これら仕手筋は過半数未満の株式の取得に留まっており、会社を実際を買収した経緯はないのである。つまり、これら仕手筋は敵対的買収を仕掛けたというよりは、「敵対的株主」として活動していたと言える。したがって、本当の意味での敵対的買収行為は、1984年に記録されて以来、1980年～1989年で4件（いなげや、忠実屋、ミネベア、サンキョウ機器）、2000年～現在まで3件（昭栄、エスエス製薬、IDC）と合計7件しか発生していない（図表4-8参照）。しかし、7件のうち4件（いなげや、サンキョウ機器、エスエス製薬、IDC）が成功していることから、成功率は米国や英国と比較した場合、高いことが分かる。そして、2000年以降に成功した敵対的買収は、主に外国企業・投資家により行われているのが特徴である。

アジア諸国、フランスやドイツなどと比較すると、日本は外国人持株比率の規制がほとんどの民間企業（間接的には金融機関は規制されていたと言える）では存在し

ていなかったため、他国と比較すると敵対的買収の発生率は高くてもよいはずなのだが、実際は発生率からすると、最下位にある事が分かる。そこで、日本においてなぜ敵対的買収が発生し難かったのかを歴史を通じて検証する。

日本の敵対的買収の歴史を理解するには、日本における合併・買収の歴史を振り返る必要がある。合併・買収の推移を理解することにより、なぜ敵対的買収が発生したのか（もしくは発生しなかったのが）明確になるであろう。日本の合併・買収の動向は1965年～1970年が第1次合併・買収ブーム、1980年代前期から1990年の大型統合期が第2次合併・買収ブームと分けられる。第1次、第2次合併・買収ブームは、経営者同士の話し合いによって合併・買収が行われていたため、いわゆる友好的合併・買収である。以下では各期を概観してみることにする。

## 1. 第1次合併・買収ブーム

日本の企業合併・買収の歴史の中で敵対的買収に影響を及ぼしているのは銀行の合併動向である。銀行の合併・買収は明治時代から行われていた。しかし、大型合併として展開されるようになったのは、第2次世界大戦後の事である。

そこでまず、第1次合併・買収ブームを歴史的に概観しよう。1960年代に入り経済復興を成し遂げた日本は、高度成長期を迎えており、1964年に資本自由化から製造業が中心となって合併が展開された。1964年には新三菱重工業・三菱日本重工業・三菱造船、1966年の日産自動車とプリンス自動車工業、1968年の日商と岩井産業（現：日商岩井）等の大型合併が行われた。1970年には八幡製鉄と富士製鉄（現：新日本製鉄）、1971年には勧業銀行と第一銀行（第一勧業銀行、現みずほ銀行）、1972年の山陽パルプと国策パルプ（山陽国策パルプ）、1973年の神戸銀行と太陽銀行（太陽神戸銀行、現三井住友に吸収合併）などの大型合併が行われた。

上記の様に資本自由化が進展する中で、これらの大型合併・買収はどのような目的で行われたのであろうか。上記に挙げられている大型合併をよくみると、規模拡大による国際競争力の強化がうかがえる。つまり、1960年～1970年では、貿易・投資自由化の流れの中で、当時の日本企業においては国際競争力の急速な強化が至上命令とされていた事から、合併の目的を理解する事ができる。さらに、これらの合併は設備投資の効率化、技術開発力の強化、物流の効率化の面でスケールメリットを追求し、国際競争力の強化を図ったということから、結果として規模拡大につながったと考える。その結果、当時に大型合併を成し遂げた企業は1980年以降に「国際優良企業」として位置づけられるようになる。

これら合併・買収の特徴はほとんどの場合、経営者同士の合意のもとで行われている。「合意」に含まれる項目は、合併が成立するための条件（合併・買収比率、合併・買収株価）や、合併・買収後の条件（各役員役割、従業員配備）などを含んでいる。また、これら日本における合併・買収では、新日鉄のケースで見られるように取引銀行や通産省などへ事前相談するものの、ほとんどの場合最終的には両者のトップ経営者の一存で決められている。金融機関や関連企業を除く株主は合併が決まった後、新聞発表等により初めて知られる場合が圧倒的多数である。その結果、企業の一定の経営資源を有効に活用してより高い利益を上げ、国際競争力を強化していくような企業成長のみに焦点が当てられている様に思われても仕方がなく、株主の利益を無視するような経営者による話し合いによる合併が主流となっているのである。

以上の事から、第1次合併・買収ブームは、国際競争に対抗できるような大企業を作り上げる事にあり、水平型合併や市場拡大型コングロマリット合併などに見られるように市場支配力を高め、経営資源の節減により利益を上げてきた事になる。また、

経営者の話し合いによって合併が決断された事から、企業の成長を重視していたと考えられる。同様に、米国でも企業拡大目的の合併・買収がおこなわれた。しかし、その目的は全株主を重視した経営方針のもと、株価を最大化することにあった。このように市場の拡大を狙う点は同じであるが、根本的な目的が異なっていたのである。

当時、日本においても米国のように株主価値拡大もしくは株価を重視した投資家は存在していたのだろうか。これらが現在の敵対的買収＝「乗っ取り」とのイメージとして誤解される仕手筋である。彼らは、企業を「乗っ取る」というよりは、実際は短期投資で株価を最大化する事が唯一の目的であり、企業の経営に関しては無縁であった。したがって、当時を振り返って見た場合、米国では株主価値最大化の原理の元で頻繁に合併・買収は行われていたが、これらの目的は米国と異なっていた。しかし、当時では株主価値拡大を目的とした仕手筋や短期投資（投機）目的の投資家が株式を買占め、投資先企業に対する外部的な圧力（中には総会屋と位置づけられる活動もあった）をかけていたため、「敵対的」株主として見なされたのである。したがって、現在日本で使用されている「敵対的」の定義はこれら仕手筋による活動が原点となっており、米国や英国で行われていた敵対的買収とは大きなギャップがある事が分かる。

## 2. 第2次合併・買収ブーム前半期

1980年代の第2次合併・買収ブームは第1次合併・買収ブームと大きく異なる。以下、第2次合併・買収ブームを前半と後半に分け考察する。

1980年代に入り、日本企業はすでに世界第2位の経済大国に成熟していた。第2次合併・買収ブームの前半期は欧米における「第4次合併の波」とほぼ一致しており、世界的な過剰流動性と規制緩和の時期であった。日本では更に円高が進行し、貿易摩擦という外的要因と、急成長を続ける国内主要産業の内的要因が同時に加わり、円高で内需主導に転じ始める。バブル期の前兆ともいえるこの時期は国内経済の急成長とともに、国内大企業による海外企業の買収や米国ロックフェラーセンターやペブルビーチ・ゴルフコースなど海外不動産の買収や資本参加と言う形での海外直接投資もまた一段と増加した。この中で、日本企業は外国企業の資本を排除する傾向が強まり、「閉鎖的」と外国から批判を受けながらも、実際に外資資本の導入を免れた時期でもある。

しかし、1980年代後期に入り、特に1985年のプラザ合意以降、急激な円高の進行、および海外進出によって、経営の多角化が企業内で盛んになり始めた。また、注目すべき点として、合併・買収取引金額も大型化していったことが挙げられる。なぜなら、外国人投資家が経済発展している日本に注目する傾向が強まり、対日投資も増加し始めた事から金融・資本市場の自由化と国際化が不可欠になってきたからである。その結果、株価上昇を背景に、資金調達が増大し、外国人投資家の流出が増加していったのである。特にバブル期とも言われる1985年から1991年は転換社債とワラント債が資金調達の主流となり、1989年には7兆6000億円強を調達している。この増加の背景には5つの理由が考えられる。1) 国内の低金利により、発行コストが海外発行と同水準になってきた、2) 海外の転換社債市場は流通市場が無いに等しいことから、転換の行使が早く、財務的に急激な配当負担を伴うため、国内発行にシフトする傾向になった、3) 転換社債の「無担保化」が日本でも進展したため、手続き面では海外における無担保、無保証のものと変わらなくなってきた、4) 転換によって新株が大量発行されるようになると、結果的に株主構成を不安定にするが、国内発行では安定株主化を図ることができる、そして、5) 海外発行はディスクロージャー等の条件が厳しい

のに対し、国内発行は国内投資家を対象としているため、書類作成などの手間などが省けた、ことなどが挙げられる。

他方、海外ではワラント債が主流であり、同じく東京証券取引所の記録によると、1989年には約8兆3000億円を発行・調達している。上資料によると、現在とは異なり市場からの資金調達が容易に行えた事が考えられる。また、この時期は株価上昇が急速であったため、仕手筋の存在が目立たなかった。しかしながら、バブル期により資金調達に余裕があったためか、同業もしくは事業系企業から他業種に対しての敵対的買収行為が国内外で行われるようになった。例として、1980年代には、ミネベアが三協精機に行った敵対的買収行為と不動産会社であった秀和のスーパーのいなげやに対する敵対的買収行為などが挙げられる。

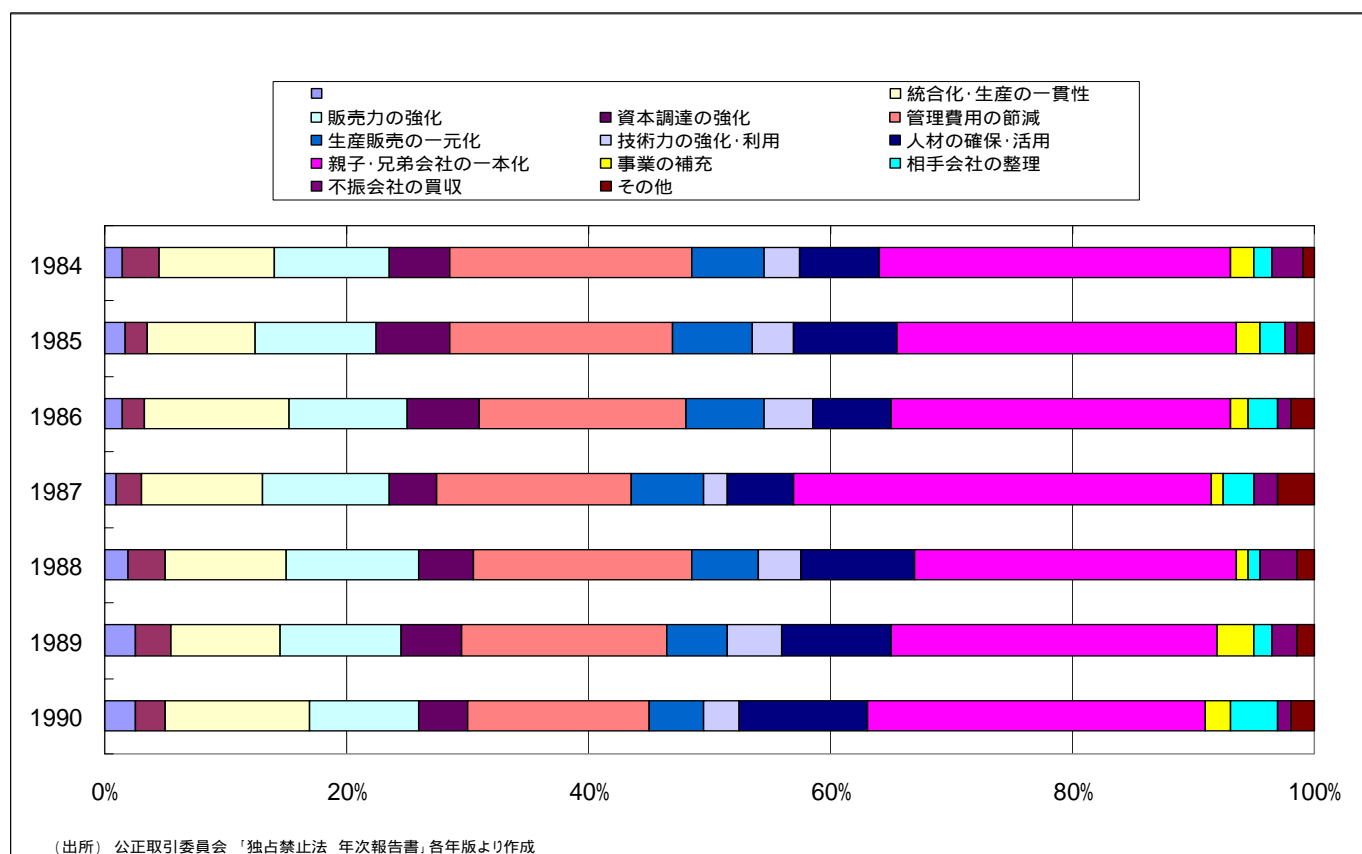
したがって、この時期は資金過剰が資金調達を容易とし、敵対的買収を行わせたとと思われる。買収資金として現金を入手する手段としては1)銀行借入、2)社債発行、3)株式発行、4)留保資金、5)これら手段のいくつかのコンビネーションなどが挙げられる。一般的には銀行借入により買収資金を調達するケースが多いが、本田技研工業、ソニーやブリヂストンなど優良企業は社債発行を選択するケースが多かった。その理由は信用力の高い企業は市場からの調達の方がコスト的に低いからである。また、銀行借入方式の即効性は確かに社債発行より有利であるが、巨額な借入れの場合、審査などに多くの時間を費やす事になる。そのため、社債による資金調達の方が短時間で資金を調達できるので都合が良い。

米国では資金調達コストが低い1970年代にLBO手法を用いて、敵対的買収が実行されたケースが多い。ではなぜ、日本ではこの時期、資金調達が容易であったにしても、敵対的買収は活性化しなかったのだろうか。背景として、合併・買収を盛んに行ったブリヂストンのキャッシュフローの推移を検証してみると、企業買収を開始する1988年からの投資活動がキャッシュフローの減少に大幅に影響していることが分かる。これはまさに、Jensenが論じている、企業買収自体がフリーキャッシュフローの浪費をもたらすとの見解に一致する。つまり、**日本企業の当時の合併・買収はキャッシュフローの浪費を招いただけで、米国における当時の合併・買収（手段としては敵対的買収）を行う事の目的が合併後の効率化を図ることであったのに対して、日本企業の当時の合併・買収は明らかに目的が異なっていたと思われる。**この米国と日本の当時の行動の違いはまさしく、日本における企業文化が影響を及ぼしているとも思われる。つまり、米国での敵対的買収は効率化を図る目的のもと、合併・買収後には経営陣もしくは従業員の削減を行って収益性を高めていることが分かる。しかし、日本の場合は経営陣の交代、もしくは従業員の削減は極力避けている方針が強く、友好的な合併・買収であっても人員削減は行われない傾向があった。これらの方針は現在では大きく変わりつつあるが、しかしながら、雇用を重視する文化は今でも根強く残っている事は確かであり、敵対的買収の発生に壁になっているとも考えられる。

また、国内企業が敵対的買収の対象にならなかった点についても述べる必要がある。まず、1985年以降1992年のバブル崩壊まで、日本企業による海外企業の買収、即ちIn-Out型合併・買収が盛んとなった。国内企業は株価上昇の中、時価総額も高騰した。そのため、外国企業及び国内企業が合併・買収を行うにはコスト面での魅力が薄れたと考えられる。勿論、敵対的買収は友好的な合併・買収よりコストがかかるので、敬遠されたとも思われる。したがって、当時のバブル後期は買収資金の調達方法が多様化すると同時に、1985年以降、In-Out型合併・買収の件数が大幅に増加している。更に、1987年にはIn-Out型合併・買収が、In-In型合併・買収件数を上回るようになる。海外企業同士の合併は欧米では盛んであったが、海外企業が日本企業に対しては馴染みが薄いこの時期、日本企業は外国企業に対しては高値で買収する事で一方的に展開

していった。この傾向はバブル期後半まで急激に伸びる。さらに、日本企業の買収はソニーによるパラマウントの買収など海外の有力企業に留まらず、ロックフェラーセンターやペブルビーチなどの不動産や美術品にまで展開していった。純粋な意味では、これら外国企業や資産の合併・買収は友好的であるが、実は弱体化して行った外国企業を相手取り、豊富な資金力を元手に買収に踏み切ったものと言える。日本企業が外国企業の敵対的買収に至らなかったのは、合併・買収の話し合いの合意ができなかった時点では引き下がった日本企業の文化が大きく関係していると思われる。

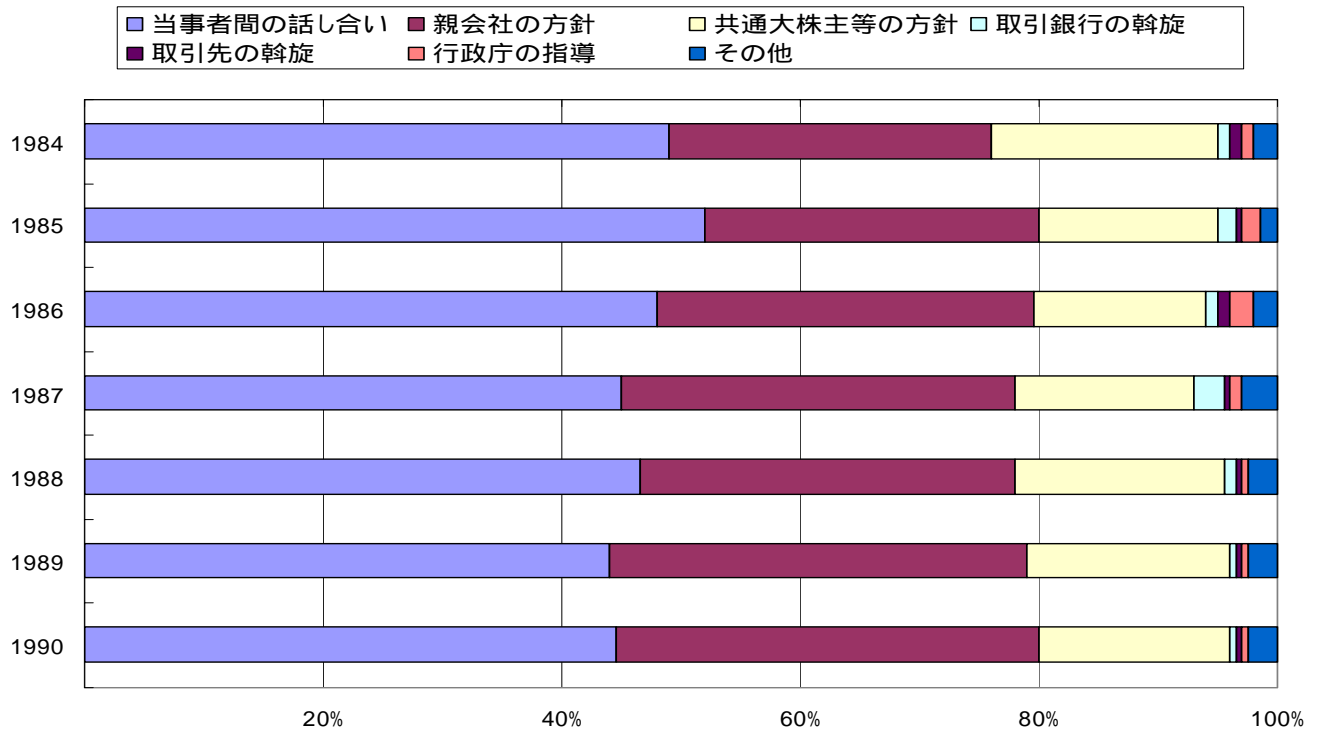
続いて、国内企業による国内企業の合併・買収（In-In 型合併・買収）を見ると、第 1 次合併・買収ブームの時のような大型合併は行われていない。日本では親会社による子会社の吸収合併、もしくは子会社同士の合併が主流であった。「上場企業の合併に関する調査」でも、約半数がこのタイプの合併である事が明らかになっている。また、公正取引委員会が発表している「独占禁止法・年次報告」で 1984 年～1990 年度までの合併の目的を見ると、親子・兄弟会社の一体化が多く、続いて管理費用の節減が高い数値を占めている事が図表 4 - 9 から理解できる。



この時期は財閥系内での合併・買収が主であり、特にコングロマリット型合併が主流であった事がわかる。その結果、合併の契機を見ると（図表 4 - 10 参照）、当事者間の話し合いが 50%を占めており、親会社の方針によるものが約 30%を占めている。つまり、このような親会社が子会社もしくは兄弟会社の株を持有などにより保持しており、子会社の経営権を実質保有しているのは子会社の経営陣ではなく、親会社である事がわかる。そして、経営陣と株主は同一であり、米国のようにコーポレート・ガバナンスが導入され、株主と経営陣の分離が行われていない事がわかる。



図表4 10 契約別合併 1984～1990年



(出所) 正取引委員会「独占禁止法 年次報告書」各年版より作成

では実際に行われた敵対的行為を検証してみよう。1980年代後半における上記で挙げたようなコングロマリット型合併・買収では、基本的に株主と経営陣の分離が行われていなかったため、敵対的買収はごくわずかしか存在していない。しかし、この環境下、逆に経営と株主の分離が行われている企業、もしくは筆頭株主が不在な企業などは、仕手筋ともいえる「敵対的」な行動に脅かされていた。この時期、市場では、仕手筋による投機的な株の買い占め行動が数多く見られた。図表4-11は、買い占めの一例である。仕手筋は株を買い占める事によって、筆頭株主もしくは大株主の地位についている。

図表 4 11 仕手筋に買い占められた企業(単位:1000株、%、円)

社名	株主名	持株数	同比率	株主順位	1986年以降株価	
					高値	安値
小田急建設	オートライフ	340	1.5	7	4,950	271
合同酒精	ビデオセラー	1,947	4.1	6	1,760	588
多木化学	コスモポリタン	1,831	9.5	1	1,820	450
大トー	アサヒ企画	783	7.8	3	4,100	565
コニカ	日本土地	77,082	21.9	1	1,830	559
タクマ	コスモポリタン	21,684	26.9	1	2,220	290
アマノ	光進	533	0.7	14	1,760	830
蛇の目	光進	31,000	20.3	1	4,250	383
	ナナトミ	7,500	4.9	4		
三井埠頭	ケンジコーポレーション	4,439	28.4	1	7,300	370
谷藤機械	黒沢商事	5,000	34.0	1	1,640	365
	黒沢楽器店	372	2.5	3		
長崎屋	タイトル	3,000	2.0	12	3,850	506
	港西地所	3,000	2.0	13		
	江園不動産	2,999	2.0	14		
	イシクラ商事	2,500	1.7	19		
	ストック・ホルダー	2,500	1.7	20		

(出所)『週刊東洋経済』1988.7.16、16項から以上の企業を抜粋

仕手筋は市場での買い占めにより、株価を急騰させている事が図表 4 - 11 から理解できる。「買い占め白書」によると、当時の株価高騰は急速であり、2~4倍は58銘柄(45%)、4~6倍が32銘柄(25%)、10倍以上も9銘柄(7%)記録されている。当時、仕手筋の行動は敵対的買収ではなかったものの「敵対的」行動に該当するケースが多い。というのも、仕手筋によって株式の買い占めにあっている企業の経営者は、本来資金調達が必要な目的とされる新株の発行について、発行権限を利用することによって、買い占め者以外の対象会社と友好的な関係にある第三者に対して新株を割当てて発行する(第三者割当増資)。そうして買い占め者の持株比率を低下させる事により、結果的に敵対的企業買収を失敗させてしまう事例が見られる。例えば、宮入バルブ、タクマ、忠実屋、いなげやなどは、仕手筋により株が買い占められた時、第三者割当増資によって買い占めに対抗する防御措置をはかり、その行為の是非が問題となり第三者割当増資が裁判上問題となった。企業側は第三者割当増資を防御策としてではなく、資金調達を主目的としてあげた。そして、裁判の結果から、「主として会社の資金需要の有無という要素のみを考慮することにより、通常対象会社側が勝訴するという、いわば一刀両断的な判断傾向にあると指摘する事ができる」と判決された。この判決によると、第三者割当増資は、本来ならば資金調達のために使われるが、株の買い占めにより、敵対的買収もしくは乗っ取りを防御するために利用されたと解釈することもできる。結果的に、乗っ取りが成功した事例は見当たらない。また、この様に第三者割当増資が防御策に利用されている事に対する批判もあった。しかし、この時期は明らかに敵対的買収にも有効な防衛策を取っており、一般的に企業は株式を買い占められないためにも敵対的買収を意識していたことが分かる。

### 3. 第2次合併・買収ブーム後半期

1980年代後半は国際化の下、日本企業は資金調達が容易であった上、国内投資へのコストが株価上昇とともに高まったため、In-Out型合併・買収が急増したが、その傾向も1991年に入ると減少し始めた。バブル崩壊と共に、日本企業は外国企業の合併・買収ではなく提携関係を結ぶことにより、リスクの高いIn-Out型合併・買収を避けるようになったと考えられる。だが1994年以降、In-Out投資の増加傾向が再び見られるようになる。この背景には、急激な円高があるとされる事が多い。また、In-In型

合併・買収も増加した。このような合併・買収ブームの背景には、米国企業の主導で「グローバル化」が加速し、国際競争が激化する中、いかにして企業が生き抜くかの内なる必要から合併運動が盛んになり、米欧の外圧を阻止する行動があるとも思われる。しかしながら、バブル崩壊で企業倒産が続出し、金融機関などは行政指導により合併相手を見つけ、救済されるケースが増加した。勿論、この時期には、日本長期信用銀行などで見られるように、最後の手段として外国企業が挙げられた。

そこで、この時期の企業合併の目的を図表4-12で表す。

図表4 12 合併の目的

新会社	合併会社	主たる合併目的	合併後のシェア
秩父小野田セメント (1994)	小野田セメント 秩父セメント	・企業体系の強化と経営の安定化を図り、さらに、国際的な企業として一層発展。	出荷数量シェアが23.9%かつ1位。
三菱化学 (1994)	三菱化成 三菱油化	・事業環境の変化への対応。 ・国際的競争力の確保。	石油化学製品の生産能力シェアが1位。
東京三菱銀行 (1996)	東京銀行 三菱銀行	・国内外の拠点網の充実を通じた国際競争力の強化。	預金・貸出のシェア第2位。
王子製紙 (1996)	新王子製紙 本州製紙	・経営効率を通じた国際競争力の強化。	紙全体において第1位になる。品種別においても生産シェアが1位となる。
日本板紙 (1997)	日本紙業 十条板紙	・厳しい経営環境に対処し、企業基盤の一層の強化。	外装用ライナー(ジュート)と黄板紙チップボールの生産数量シェアが1位。
三井化学 (1997)	三井石油化学 三井東圧化学	・海外展開におけるキャッシュフローの確保。 ・研究開発の強化等。 ・競争力強化。	ほとんどの製品の販売数量が第1位。
太平洋セメント (1998)	秩父小野田 日本セメント	・徹底的な効率化。 ・コストダウンにより、国内と海外市場での競争力を強化	国内販売シェアは、全国で約40%、北海道地区、関東地区でいずれも約50%で第1位。
商船三井 (1999)	大阪商船三井船舶 ナビックスライン	・国際競争力を高めていくために経営基盤の強化。 ・経営資源の効率的な活用を図ること等。	不定期船による鉄鋼石及びチップの輸送量シェアはそれぞれ約35%かつ第1位である。
日石三菱 (1999)	日本石油 三菱石油	・経営資源を結集し、一層の効率化を図る。	石油製品全体の販売シェアは、合併後約25%かつ第1位。

(出所)「公正取引委員会年次報告」各年版より作成

この時期は、環境の変化に対応し、業界で勝ち抜くために企業体質を強化する必要性から水平統合を目指した合併・買収が主流となった。業界でも上位の企業同士が合併・買収する事によって、他社と差をつけるようなシェアを占める事が最大の目的となった。そして、第1次合併・買収ブーム同様、結果として再び大型合併が成立するようになったと考えられる。特に、パルプ業界では合併による再編を目指し、王子製紙、日本製紙の2大メーカー体制が固まりつつあるなか、大王製紙が、突然、大昭

和製紙の大株主になるなど業界を揺るがす事もあった。また、合併という手段をとらず、不採算事業を売却する事によって、コアを強化するようなリストラクチャリングを狙う企業も増加した。1980年代に証券市場が活性化した結果、日本企業は膨大な買収資金を調達し外国企業を買収したが、経営が悪化したため売却する事になった企業も少なくない。その売却先は日本とは異なり景気が好調な外国企業に向けられたため、Out-In型合併・買収が増大した。また、リストラクチャリングを目的として、外国にある資産を売却するケースもある。その一例として、ロックフェラー・センターの売却などが挙げられる。しかし、日本企業による資産の売却、もしくは日本企業同士の合併・買収にも金融システムが崩壊する中、限界が見られてくるようになった。つまり、業績が悪化している企業が増えつつある中、優良な企業も体力を失いつつあったのである。そして、救済が必要な企業が増加する中、彼らを買収する企業数が急激に減少していったのである。また、銀行の体力が弱まったことから、資金調達も容易でなくなってきた。その結果として再度の外国資本導入があり、今まで見られなかったOut-In型合併・買収の増加が見られた。再び外国資本を意識するようになったという事は、日本企業が敵対的買収を意識し始めた時期であるとも言える。

以上から第2次合併・買収ブームに関して、明らかに言える事は以下の通りである。まず第1に、第2次合併・買収ブーム前半期は、新規事業の進出などのために、海外企業を買収する事によって外部成長を促進した。そこで、エクイティ・ファイナンス（資金調達を新株発行などで調達）を行う事によって資金調達が容易となり、膨大な合併・買収金額にも応じることが可能であったことから、投機を目的とする合併・買収につながったと考えられる。そして、特に、In-Out型合併・買収が主流であった。そして第2に、第2次合併・買収ブーム後半期においては、経営体質の改善そして不採算事業売却による、コア強化のためのリストラクチャリング手段として合併・買収を利用している。また、業界で生き残り、国際競争に勝ち残っていくための手段として、系列を超えた企業同士が合併・買収しているのである。つまり、業績の悪化が深刻化した段階で合併・買収が実行された結果、できるだけ費用をかけずリスクを回避しながら、コアを強化できるような合併・買収をしていると考えられる。そして、In-In型、In-Out型、Out-In型合併・買収という全ての活動が展開され、日本でも近い将来、合併・買収がより一層増大していく事を示唆していると考えられる。

それぞれのブームにおける目的・手段は異なっているが、経営者間で合併・買収が進められているという共通点を持っている。そして、合併の目的をみると、企業の成長手段のために合併・買収を利用していることが明らかになった。しかし、これらは効率性を図る合併・買収とは言いがたく、規模を拡大することにより市場シェアの拡大もしくは敵対的買収の防衛手段であったとも考えられる。同時に当時の合併・買収は経営者の合意に基づく友好的合併・買収が主であったため、株主の利益を向上するような敵対的買収は発生しなかったのである。しかしながら、第1次及び第2次ブームは常に「敵対的」株主を意識した時期でもあり、企業が安定株主の構築や防衛策を模索し始めたことから、常に敵対的買収を意識していた時期だと考えられる。

#### 4．第3次合併・買収ブーム

21世紀を迎えるにつれ、日本企業間で大きな変化が起きるようになった。まず、外国人投資家の増加に伴い、コーポレート・ガバナンスが日本企業に対しても強く要求されるようになった。また、インターネットの発展により、情報も前世紀に比較すると数倍豊富で敏速になり、国際市場の壁がなくなりつつある。そして、欧米では経済が繁栄する中、日本は2003年6月時点で株式市場の低迷が14年目を迎えている状

況にある。この環境下、2001年から現在に至るまで第3次の合併・買収ブームとなっている。これらは主に In-In 型及び Out-In 型合併・買収が主流になっている。In-In 型合併・買収は第2次合併・買収ブームのときと同様、同業者同士による合併・買収に留まっているが、傾向としては救済型合併・買収が流通業や金融業の間で盛んであることが言える。

Out-In 型合併・買収の最大の特徴は、第1次及び第2次ブームでは実現が難しかった形態、即ち救済型もしくは吸収型合併・買収が、外資系により積極的に展開されつつある事である。Ripplewood Holdings による日本長期信用銀行やシーガイアリゾートの買収などがその例である。この時点までは、外国資本による日本の銀行を買収することなどは考えられなかったと思われる。しかし、同時期の Ripplewood のみならず様々な外国系資本によるプライベートエクイティ・ファンド（PEF）が、日本企業の買収や不動産の取得などを巻き起こし話題となっている。彼らの目的は日本の銀行が弱体し、メインバンクシステムが崩壊する中、大企業、もしくは銀行から「売り」に出される企業を買収し、経営陣の交代や人員削減、販路の拡大などオペレーション上における様々な改善策を買収後導入する事で、企業価値即ち株主価値を高める事にある。この投資手法は、すでに外国で成功を収めており、また、企業再生を図るための有効な手法としても米国や英国では頻繁に普及しているのである。したがって、これら投資家の目的は日本の市場、即ち日本企業を買収する事にあると言える。

彼らがこれまで閉鎖的だった日本に参入しつつあるのも、銀行が弱体化しているため、メインバンク傘下の企業に対して資金の流入が絞られるようになり、その結果、日本企業が「売り」に出されているからである。現在の日本企業も外国資本を必要としている時期に直面しており、外国企業による日本企業の買収は今後も体力が無い企業の順から増えるであろう。2003年の時点で実際に外資のプライベートエクイティ・ファンドの対日投資向け残高が6000億円にも上っており、今後も増加するとも言われている。そして、これらの外国株主は日本企業に対して「物言う株主」であることは明らかである。彼らは日本企業文化に敬意を払いながらも、明らかに株主価値拡大を目的とした投資を行っているのである。つまり、経営陣の派遣、人員削減やオペレーションの改善は当然であるかのように行っている。

では、この様に外国資本が流入する中、敵対的買収に関してはどうだろうか。もちろん外国資本が増加する中、敵対的買収も発生する様になったのである。

## 5．日本における友好的合併・買収の問題点

第2次合併・買収ブームまでの日本の合併・買収の性格をみると経営者同士の話し合いによる友好的合併・買収が主流であった。では、日本の友好的合併・買収の成果はどのようなものであったのか？これについては多数の実証研究がある。そこで、合併会社の財務内容の成果を評価した研究から見ていく事にする。

第1次合併・買収ブーム以前の分析を見てみる。首藤恵のデータによると1957年～1974年に合併した78社を対象とした分析の結果、利潤効果、リスク効果、成長効果の指標を使い、合併会社、被合併会社、比較会社の各グループについて指標の差があるかどうか検討した。分析の結果、利潤効果、リスク効果、成長効果のいずれをとってもマイナスの影響が生じた。このことから、「合併が合併会社の利潤率、リスク水準あるいは、成長率に影響を与えるという仮説はすべて棄却された」と主張している。

しかし、首藤の更なる分析によると、大規模合併（三菱重工業、日商岩井、ユニチカ、新日本製鉄、第一勧業銀行、山陽国策パルプ、太陽神戸銀行）の7社中5社は、

効率性の改善、利潤率の上昇、成長率の上昇そして安定化といった何らかの望ましい成果が得られ、大規模合併の事例については目的は実現したと言える」と主張している。

続いて、村松司叙は、1966年～1979年に合併した43社を対象に分析した。そして、7つの比率（流動比率、総資産利益率、総資産回転率、一般管理費・販売費/売上高、従業員一人当たり売上高、売上高成長率、固定資産成長率）を分析単位として、合併前後5年から1年までの対応する年の業績を比較し、改善効果があったかどうか分析している。その分析結果は、相対的に合併がマイナス影響を与えというものであった。村松は池田勝彦と土井教之が1964年～1975年に行った調査結果と異なった分析結果であった事を主張する。両者の調査結果は合併企業の成果は合併後5年で改善されているというものであったが、村松の分析結果は、時間経過とともに合併効果が稀薄になることを示している。首藤と村松の研究結果は、合併しても効率的な財務結果とならなかった事を示している。

次に、合併会社、被合併会社、比較会社の各グループの株価変動を通じて株主の利益にどのように変化をもたらすのか分析した研究がある。首藤は、上記のサンプルを利用し、長期的な株価の動きを考察した結果、合併前には、プラスもしくはマイナスを示すような変化は見られないということを示した。合併後に関してみると、比較会社は全体的に横ばいになっているが、合併会社は合併後の10～28ヶ月に超過収益が発生し、29～46ヶ月間に累積的な損失の発生によって打ち消されているという結果であった。したがって、首藤は株主の利益に対する合併・買収効果は認知されないとしている。さらに、首藤は合併の短期的な情報効果を考察し、合併は企業価値にマイナスの影響を与え、そして合併会社の累積残差は合併後5ヶ月以内に減少し、その後横ばいとなっていることを示した。分析結果から、首藤は「多くのケースで合併目的として公表されている企業効率化や利潤増加といった株主にとって望ましい効果は認められなかった。これは、当初の利潤動機による合併が実際には十分に効果を上げずに不成功に終わったか、あるいは、ほかの合併目的の存在を消極的に示唆するものであった」と指摘している。

続いて、米国の分析と比較するにあたって、伊藤邦夫は1971年～1987年までに日本で行われた合併・買収で、買収企業・被買収企業ともに上場会社であり、公表日が特定できた29件をサンプルとして分析した。米国では、買収による株主の利益への影響を株式投資による超過収益によって測定するのが一般的である。伊藤は、超過収益及び累積超過収益を測定し、米国の研究と比較している。

伊藤は、被買収企業の株主の利益に与える影響を比較した。伊藤の研究結果によれば、発表日における異常収益を比較してみると、アメリカでは13%から14.6%の収益が生じているのに対し、日本ではわずか1.3%という。伊藤によると、この結果は、米国では合併による企業価値創造効果が強く期待され、合併情報がプラスとして受け止められているのに対し、日本ではそうした効果がほとんど期待されていない事を示唆している。

以上の伊藤の分析結果から明らかのように、**日本における合併・買収は株主の利益を目的とするようなものではなく、経営者の目的を達成するための手段に過ぎない事が分かる。**そして、株主への利益に対する影響に関して米国と比較すると、米国では合併・買収がプラス要因として認識されるのに対して、日本では同様には受け止められていないことが分かる。

したがって、これまで行われてきた研究結果により、日本で望ましいと思われていた友好的合併・買収が必ずしも効率的な経営に結びつかない場合があることが示されている。合併により、規模やシェアの拡大などの目的を果たす事ができたが、財務的な観点から考えると必ずしも効率的な経営に結びついていない。更に、友好的合

併・買収が、株主に利益をもたらすものではない、という事も分析から明らかになっている。日本の合併は、経営者の目的を重視し株主の利益を軽視するものと主張できる。

今後明らかにして行くが、敵対的買収とは戦略型買収の場合、友好的合併・買収が不成立に至った場合に発生する可能性が高まると思われる。それは、敵対的買収・合併でも効率性を目的とし株主価値拡大を目指すためである。米国や英国では当たり前の習慣であるが、日本の企業は友好的買収にこだわる傾向が強い。しかし、日本企業は現在、長年の不況から売上高のみならず利益率も急低下しているうえ、1株当たり純資産額が1倍を下回っている企業が上場企業の約7割近くを占めるという、過去に見られない事態が発生しており、株価を重視した効率的な経営が、外国株主のみならず、国内株主からも求められていると推測できる。その最大の理由は、金融機関の弱体化から持合株式の売却が加速するようになり、今後は企業も持合システムに頼れなくなってきたことが挙げられる。そうすると、やはり市場原理が働き、株主価値を重視する経営に移行する圧力が発生してくる。つまり、経営主体から株主価値主義へと移行している現在の転換期こそ、敵対的買収が活性化する可能性が高まると考えられる。

## 第5節 歴史的観点から見た各国の特徴

上記では各国の敵対的買収の歴史的背景を考察した。その結果、敵対的買収が最も盛んである米国、ヨーロッパでは英国、フランス及びドイツ、アジアでは香港、シンガポール、韓国、そして日本では、歴史的要因により敵対的買収の推移が異なることが理解できた。特徴をまとめてみると、敵対的買収の発生要因として歴史的観点から、1)株式の取得規制、2)株主価値拡大の導入、3)独占禁止法の適用、そして4)敵対的買収に関する社会的反応が挙げられる。各特徴を下にまとめる。

### 1) 株式の取得規制

敵対的買収の防衛は、まず敵対的株主の株式取得を防ぐ事から始まる。香港とシンガポールで導入されている株式取得規制は、国内投資家及び外国人投資家それぞれが取得可能な種類株を発行することにより、投資家層に株式取得の制限を設けているところにある。また、フランスやドイツなどでは、議決権がある株式と議決権が無い株式を発行することにより、外国企業のみならず国内企業に対しても株式の取得に制限を設けている。フランスやドイツなど企業買収に対する株式取得規制が商法上により制限 (statutory) されている国々では、1992年の商法改正により国が保有する企業の株式は全て種類株とみなされ、一般株主が取得できるのは普通株のみである。その反面、米国と英国ではそもそも企業買収には商法上の規制が導入されておらず、自主規制(non-statutory)を主体としているために、投資家に対する取得規制が緩く、敵対的買収を実行するには有利な環境である。韓国及び日本でも、1994年の証券取引法の改正以来、外国株主に対する取得制限は規制されていないが、5%ルール(5%以上を取得する場合は、届出が必要)の導入により、株式の取得を開示する規制が設けられている。しかしながら、議決権の有無による種類株の発行は、総発行済株式数の50%未満に制限されているために、敵対的買収には適した環境であると考えられる。

これら各国における規制はそれぞれ違いがあるが、In-In合併・買収型の敵対的買収を防ぐというよりは、明らかにOut-In合併・買収型の敵対的買収を警戒している点では共通しており、外国人投資家を制限する目的であると思われる。そして、歴史的観点から見た場合にも、この傾向は見られる。まずヨーロッパから考察して見てみる

と、フランスやドイツなどは英国と比較すると戦争中に他国に支配された経験が有り（勿論他国の支配もしているが）、国内企業が外国企業に支配される事を、最も戦後から恐れていたと推測される。もちろん、国内企業を外国企業からの買収から守るという事は、国民の雇用を安定化させるという各国での政策もあつての事である。即ち、社会的な意味からも、ヨーロッパ各国では国境が隣接しているため、侵略が起こりやすく（tight border）、他国からの進入を最も恐れていたと思われる。

アジアでも、香港、シンガポールや韓国は他アジア諸国と国境が密接に隣接しているために、国境を死守する必要があり、外国人を規制する種類株が導入されたと思われる。まず、香港は英国の領土であったことから資本主義経済を導入しているが、外国人投資家の投資を規制する種類株を発行している。したがって、英国企業を除いた他国からの敵対的買収は存在しないのである。シンガポールは戦後から国营企業が多く、また種類株の発行を導入する事で国内のみならず外国企業からも敵対的買収は最も成功しにくいと考えられている。更に、韓国では 1997 年までは外国人が韓国企業の株式を取得する事さえ不可能で、敵対的買収の発生は国内企業にのみ限定されていた。そして、日本だけが、戦後から国内投資家と外国人投資家を分類する種類株、もしくは議決権が無い種類株が導入されていない。しかし、敵対的買収の発生率が低いのである。その背景には第 6 章でも述べるが、日本における株式の保有形態が大きく影響していると思われる。

## 2) 株主価値拡大の観点

敵対的買収は、株主価値拡大の原理に基づいている国でこそ仕掛けられやすいと考えられる。つまり、米国や英国、そしてフランスのように企業合併・買収の目的が経営の効率化であり、株主価値拡大につなげるのが目標である場合に発生しやすいと考えられる。その反面、日本を始め過去の研究結果で分かるように、企業合併・買収の目的が規模の拡大に限定されており、統合後も効率性を重視せず、株主価値拡大を尊重していない経営姿勢となると、敵対的買収は起きにくいと推測される。また、ドイツなど資本主義でありながらも、国益を重視した傾向が強いと、敵対的買収に対する抵抗力が強まり、発生しづらい。ドイツとフランスは国益を守る観点など類似しているのに対し、なぜフランスの方が敵対的買収の発生率が高いのかは、やはりフランスの方が株主価値拡大を重視しているからであると理解できる。

アジアにおいては、韓国、シンガポールなどでは株主価値拡大より国益の方が歴史的にも強いと判断でき、敵対的買収が少ないのが理解できる。その反面、香港は歴史的に英国の影響を強く受けているので、市場原理が働き敵対的買収も比較的理解度が高いが、外国人投資家を規制する種類株の発行などによって防衛して来たと推測できる。最後に日本だが、敵対的買収の最も効果的な防衛策として株式持合が存在しているため、敵対的買収が仕掛けられにくい。つまり、敵対的買収は株主価値拡大を主張する国々の方に多く見られるのが分かる。

## 3) 独占禁止法の適用

独占禁止法は国内外企業による市場の規律を乱すような合併・買収を阻止し、国益を守ると同時に、国内外企業の競争力の公平性を保つために、プラザ合意後、各国で導入された。しかしながらその適用は各国で大きく異なる。米国や英国、そしてフランスなど大型合併・買収が発生している国では、独占禁止法の導入後、100 件以上の案件で適用された。しかし、ドイツを始めアジアでは、日本を含めて独占禁止法が適用されたケースはあまり存在しない。日本では独占禁止法は存在しているものの、



日本製紙と大昭和製紙の合併（2000年）の際に適用されたのみで、敵対的買収を阻止したことはない。

独占禁止法は敵対的買収にも適用される。敵対的買収が仕掛けられた時点で、独占禁止法が適用され、不成功に終わるケースもある。歴史的観点からみると、大型敵対的買収案件ほど独占禁止法が導入される可能性が高い。したがって、米国や英国のように歴史的に敵対的買収が頻繁に行われる国々では、独占禁止法がブレーキをかける役割を果たしていると思われる。

#### 4) 敵対的買収に関する社会的反応

歴史的観点から見ると、フランス、ドイツ、シンガポール、香港、韓国そして日本では敵対的買収とは、主に海外企業から「乗っ取り」を防衛するのが中心とされている。これらの国では国内企業から受ける敵対的買収はさほど話題を呼ばないのが現実であり、成功率もかなり低い。他方、米国や英国は国内企業のみでなく、外国企業の敵対的買収を積極的に行う場合もある。外国企業を買収した場合でも、彼らは合理化・効率性を重視するため、敵対的買収に成功すると経営陣の入れ替えや人員削減を実行し、被買収企業の国の社会的批判を浴びる場合が多い。仮に他国の企業風土、もしくは文化が終身雇用にも属しているのならば、敵対的買収に対する社会的批判は大きいと思われる。特に米国流の敵対的買収は批判を受けやすい。1980年代に国内で実行された敵対的買収の特徴として、買収後、町の雇用を支配した工場の閉鎖を行う行動が頻繁に見られ、労働組合との衝突や町の周辺に小売店やレストランの閉鎖を招いたのが実例として挙げられる。したがって、敵対的買収は海外企業から仕掛けられた場合、最も社会的批判を受けるとと思われる。

日本でも、敵対的買収に対する抵抗は依然として根強いと思われる。1980年代から現在までは、国内企業による敵対的買収行為はあったものの、一般社会に対する影響はほとんど無かったと言える。しかし、2000年以後、外国企業による敵対的買収が2件（C&WによるIDCの買収、及びBoehringerによるエスエス製薬の買収）成立している事から、敵対的買収に対する緊張感が高まっている。今後も外国資本による敵対的買収は増加すると考えられるだろう。

本章を通じて各国の歴史と、敵対的買収の発生との関係を考察してきた結果、大きな共通点が見られる事が分かる。まず、フランスやドイツ、シンガポールなど比較的敵対的買収に対して保守的な国では、法的な規制（株式取得の制限など）の存在が敵対的買収を阻止する最大の役割を果たしている。それとは対照的に、米国や英国のように敵対的買収が頻繁に発生している国では、資本主義に基づいた「株主価値拡大主義」が敵対的買収を促進する役割を果たしている。ただ、資本主義であったとしても、日本やドイツのように株主の形態（ownership control）及び彼らの役割が、米国や英国と異なることにより、敵対的買収に対する発生率及び見方も国別で異なっている事がある。つまり、歴史的要因から敵対的買収の発生に影響を及ぼしているのは、規制などによる法的な面と、企業の株式保有形態が生み出す株主による価値観や、企業に対する規律であると言える。

株式保有形態の影響に関しては、更に第6章で挙げることにする。第5章では引き続き、対照的な存在である日本及び米国の株式保有構造を更に検証する事により、経済環境が敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかどうかを明らかにする。

## 参考文献

- Baker, G. and Montgomery, C., 1995, "Conglomerates and LBO Associations: A Comparison of Organizational Forms", Working Paper, Harvard Business School.
- Baums, T., 1992, "Corporate Governance in Germany: The Role of the Banks," *The American \ Journal of Comparative Law*, Vol. 40, 503-523.
- Berger, D.J., 1992, "A Comparative Analysis of Takeover Regulation in the European Community," *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, 53-75.
- Bhagat, S., Shleifer, A., and Vishny, R., 1990, "Hostile Takeovers in the 1980s: the Return Corporate Specialization", *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, pp. 1-72.
- Kaplan, S., 1994, "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States," *Journal of Political Economy*, 102, 510-46.
- Karpoff, Jonathan, 1998, "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings", Working Paper, University of Washington.
- Kester, C.W., 1991, "*Japanese Takeovers*," Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Liebeskind, J. and Opler, T., 1994, "The Causes of Corporate Refocusing: Evidence from the 1980s", Working Paper, UCLA.
- Rau, P.R. and Vermaelen T., 2002, Regulation, taxes, and share repurchases in the U.K., *Journal of Business*, 75, 2 forthcoming.
- Romano, Roberta, 1992, "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation", *Yale Journal on Regulation*.
- Scharfstein, D., 1988, "The Disciplinary Role of Takeovers," *Review of Economic Studies*, 55, 185-99.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1990, "The Takeover Wave of the 1980s", *Science*, 249, August 17, pp. 745-749.

## 第5章 敵対的買収の環境分析：3層構造の第1層（II）

### ～ 経済環境と敵対的買収の発生の関係 ～

第4章では、ファンダメンタルな分析に基づき、歴史的観点から見た各国の敵対的買収の特徴を検討した。続いて、マクロ分析によって経済環境と敵対的買収の発生の関係を検証する。

経済要因の採用に当たり、敵対的買収の件数と各国の当時の金利推移及び株式市場の動向を比較した。Beckenstein (1979), Melicher, Ledolter, and D'Antonia (1983); Geroski (1984), Beckett (1986), Golbe and White (1988)などは、企業買収（以下、M&A）は主に二つの指数、即ち低金利及び高株価がその発生を促進することを実証している。多くの戦略型敵対的買収が M&A の延長であると考えた場合、金利と株価の推移が敵対的買収の発生を検証するための経済要因となるのではないかと推測できる。つまり、M&A の分野では、これら要因は経済における需要と供給を反映しており、企業の資本コストを表している。他方、これら要因は企業の将来のインプットを予測する指標でもある。したがって、M&A とは買収コストが下がる一方、需要の増加が予想されるとともに、発生が増加すると考えられている。Beckett (1986)はこの見方に加えて、企業内の稼働率が低く国内総生産（GDP）が上昇している時には、企業買収を行う事により、市場の需要を低コストで取り込むことができるために、M&A は増加すると述べている。逆に、経済の成長性が鈍り、需要が低下した場合には、企業は内部効率性を高める事を優先し、M&A は減少すると述べている。

したがって、敵対的買収の発生要因の検証にあたり、金利及び株式市場の動向を考察する必要がある。しかしながら、時系列で比較した場合、経済要因だけでは敵対的買収の発生を説明するのは困難である事が分かる。最大の理由として、金利と株式市場の動向は必ずしも一致しておらず、ずれが生じていることから、時系列で検証した場合には明確な結果がでないのである。例えば、米国の標準金利は1970年代後半から最高値をつけた1981年にかけて上昇していたが、株式市場が1976年の高値を上回ったのは1983年である。そして、敵対的買収の件数が1985年にピークに達している。したがって、この章での検証方法として、敵対的買収の各発生要因を時系列で比較するのに加え、各要因の相関関係を調べることにより、各要因がどのような環境で強まるか、弱まるかを時期別に特定する事が可能であると考えられる。

### 第1節 金利、株式市場と敵対的買収の発生の相関性

米国の経験を踏まえると、1930年代以前、1960年代そして1980年代から現在では、敵対的買収の方法はさまざまである。しかし、敵対的買収がなぜ1980年代に最も活性化し、それ以来発生率が減少したのかについて、各期の経済環境を振り返る必要がある。まず、米国の1980年から現在までの金利、株式市場と敵対的買収の発生率の関係を見てみる。米国では1980年～1982年までの間に敵対的買収の発生が5件から43件に伸びている。また、当時のFFターゲット金利は13%から8.5%までとわずか2年の間に4.5%も低下しており、この2年間の急激な経済環境の変化がうかがえる。また、同時期のNYダウ工業指数は963から1046と安定に推移している。この時期、米国はオイルショック後の急速な経済成長期に入りつつあった。その中で、企業は規

模の拡大を求め、統合合併・買収が盛んになりつつあった。株式市場は 1980 年を皮切りに 1980 年代は緩やかな成長過程に入ったのである。したがって、金利が低下するなか、買収側も資金調達コストが下がり、同業者からの友好的な合併・買収の話合いが不成功に終わった場合、投資が目的である第三者からしてみれば、敵対的買収を行やすい環境が整いつつあったのである。

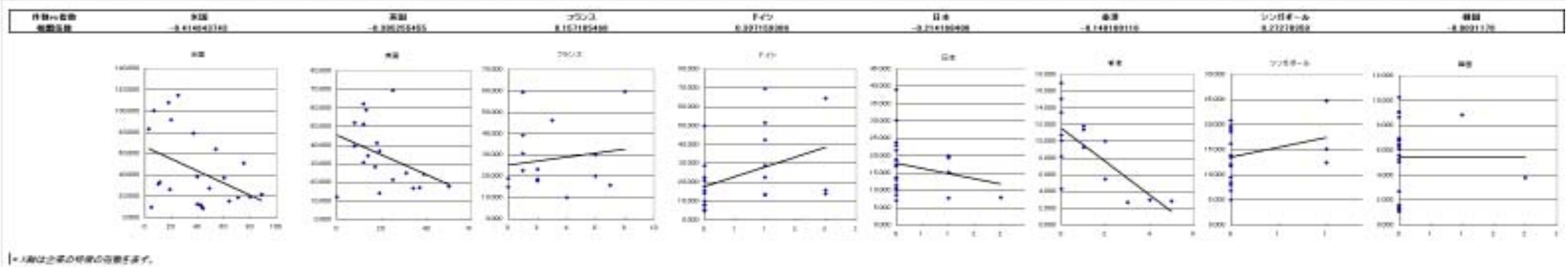
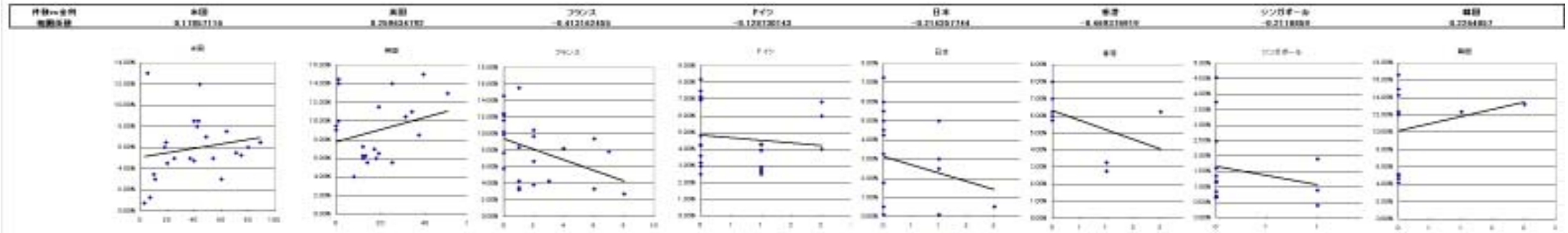
つまり、米国の特徴を把握してみると、1980 年代の敵対的買収の増加は下記の 3 つの要因が影響していると考えられる。

- 1) 金利 (FF レート) の推移
- 2) 株式市場の推移
- 3) 敵対的買収の件数

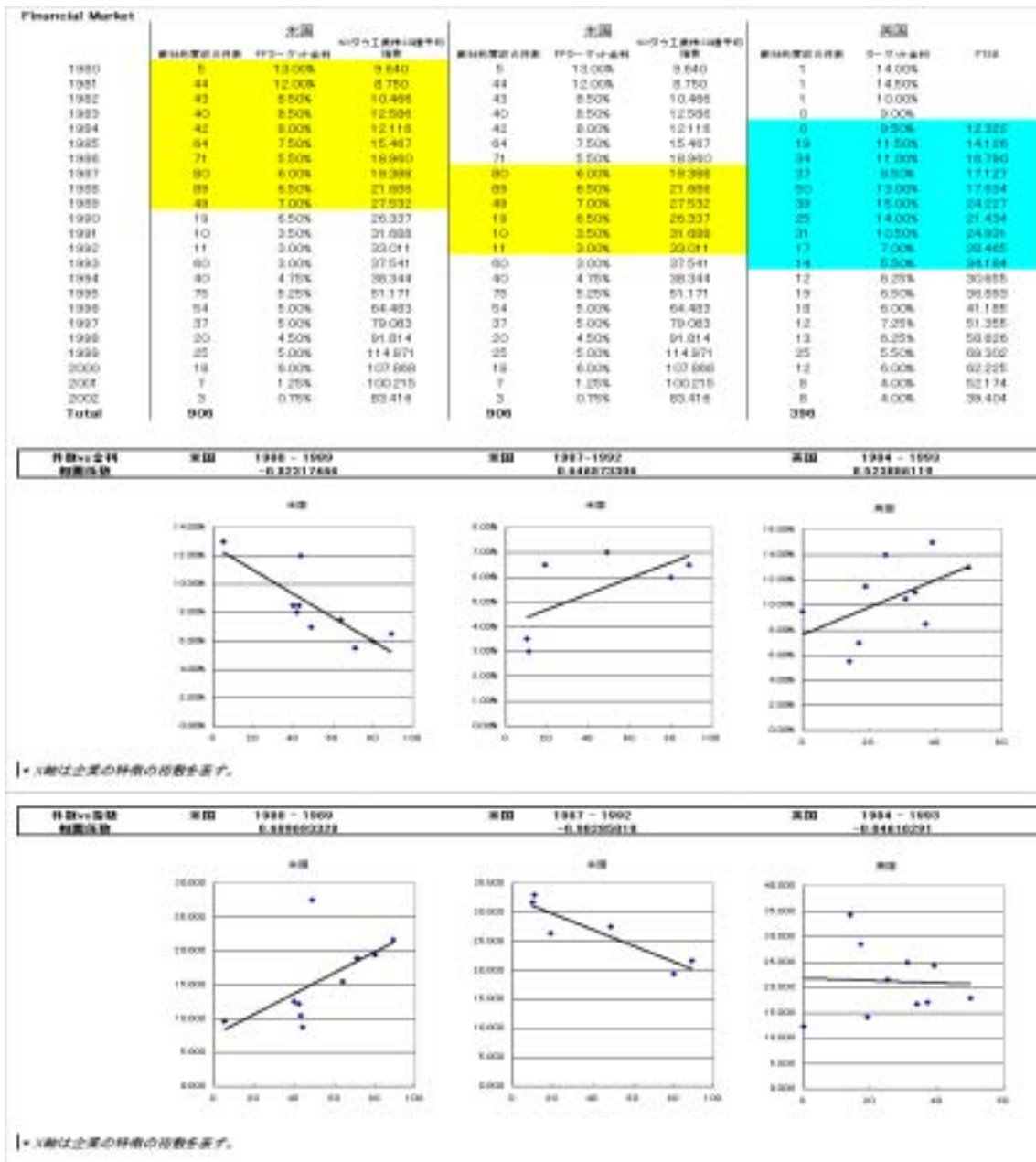
個別の国での各要因の相関関係は後ほど詳しく検証するとして、ここでは 3 つの要因の相関関係が、1980~2002 年の期間で見た場合にどのような連動性があるかを考察した。図表 5 - 1 で分かるように、敵対的買収の件数を軸に、金利及び株価指数との相関関係を別々に分けた形で分析した。

図表 5-1 敵対的買収とマクロ要因の相関係数

Financial Market	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国			
	敵対的買収の件数	コーポレート金利	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	コーポレート金利	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	コーポレート金利	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	コーポレート金利	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	対GDPのGDP成長率	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	対GDPのGDP成長率	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	対GDPのGDP成長率	対GDPのGDP成長率	敵対的買収の件数	対GDPのGDP成長率	対GDPのGDP成長率	
1980	5	13.00%	8.64%	1	14.00%		0	12.21%		0	7.17%	4.80%	0	7.25%	8.57%	1.47%		0			0			1.08%	
1981	44	12.00%	8.75%	1	14.00%		1	15.37%		0	7.50%	4.90%	0	5.50%	10.54%	0	1.40%	0			0			1.31%	
1982	43	8.50%	10.46%	1	10.00%		0	14.50%		0	7.50%	5.82%	0	5.50%	13.70%	0	0.78%	0			0			1.28%	
1983	40	8.50%	12.50%	0	9.00%		0	12.44%		0	4.21%	7.74%	0	5.00%	18.92%	0	0.07%	0			0			1.21%	
1984	42	8.00%	12.11%	0	9.00%	12.32%	0	11.64%		0	4.25%	6.20%	0	5.00%	13.84%	0	1.20%	0			0			1.42%	
1985	64	7.50%	15.40%	18	11.50%	14.12%	0	9.95%		1	4.31%	13.66%	1	5.00%	15.20%	0	1.75%	0	4.08%	4.08%	0			1.63%	
1986	71	8.50%	10.95%	24	11.00%	16.79%	0	7.73%		0	3.50%	14.32%	1	3.00%	19.30%	0	2.60%	0	3.75%	3.75%	0			2.12%	
1987	80	8.00%	19.38%	37	8.50%	17.12%	4	8.22%	10.00%	0	2.89%	10.00%	1	2.5%	19.80%	0	3.00%	0	4.55%	4.55%	0			5.23%	
1988	68	8.50%	21.85%	50	13.00%	17.99%	7	7.82%	15.73%	1	2.82%	15.73%	1	2.5%	19.72%	3	2.68%	0	3.75%	3.75%	0			9.07%	
1989	49	7.00%	27.52%	39	15.00%	24.22%	6	9.36%	20.01%	0	4.31%	17.90%	0	4.25%	17.41%	5	2.87%	0	4.55%	4.55%	0			9.07%	
1990	19	8.50%	26.32%	25	14.00%	21.40%	0	10.24%	15.01%	2	6.00%	13.96%	0	8.00%	16.32%	4	3.02%	0	1.80%	1.80%	0			5.91%	
1991	10	3.50%	31.80%	34	10.50%	24.92%	2	8.70%	17.65%	2	6.54%	15.79%	0	4.5%	22.84%	0	4.27%	0	1.20%	1.20%	0			10.62%	
1992	11	3.00%	35.01%	17	7.00%	28.46%	2	10.40%	15.57%	0	6.19%	15.45%	0	3.25%	23.84%	2	5.41%	1	0.90%	0.90%	0			14.28%	
1993	60	3.00%	37.54%	14	5.50%	34.16%	1	8.36%	22.68%	0	6.36%	22.68%	0	1.75%	30.91%	1	11.06%	0	1.35%	1.35%	0			11.58%	
1994	40	4.75%	30.54%	12	6.25%	30.65%	0	5.91%	18.81%	0	4.82%	21.06%	0	1.75%	30.15%	0	5.76%	8.19%	0	0.85%	0.85%	0			12.23%
1995	75	5.25%	31.17%	19	6.50%	36.68%	2	6.66%	19.12%	1	2.82%	22.53%	0	6.5%	21.84%	0	6.25%	10.07%	0	0.71%	0.71%	1			8.82%
1996	54	5.00%	34.45%	18	6.00%	41.16%	2	3.66%	23.15%	1	2.82%	28.08%	0	6.5%	19.70%	0	6.00%	13.46%	0	1.15%	1.15%	0			12.35%
1997	37	5.00%	29.00%	12	1.25%	51.35%	6	3.37%	29.98%	1	2.50%	42.49%	0	6.5%	13.11%	0	7.00%	10.72%	1	1.90%	1.90%	2			13.15%
1998	20	4.50%	31.81%	13	6.25%	38.02%	1	3.46%	39.42%	0	2.50%	50.02%	0	6.5%	11.84%	2	6.25%	10.04%	0	1.15%	1.15%	0			14.98%
1999	25	8.00%	11.87%	25	5.50%	68.30%	6	2.71%	59.58%	0	2.71%	69.58%	0	6.5%	8.84%	0	7.00%	16.92%	1	0.40%	0.40%	0			4.80%
2000	19	8.00%	107.88%	12	6.00%	62.22%	1	4.2%	89.25%	2	4.00%	64.20%	2	6.00%	8.01%	0	8.00%	15.06%	0	2.40%	2.40%	0			5.17%
2001	7	1.25%	100.21%	0	4.00%	52.17%	3	4.26%	48.24%	1	4.25%	51.60%	1	6.10%	7.66%	1	3.25%	11.29%	0	0.85%	0.85%	0			4.80%
2002	3	0.75%	83.41%	0	4.00%	38.40%	1	3.2%	30.63%	0	3.21%	28.02%	0	6.10%	7.19%	1	2.75%	9.32%	0	0.67%	0.67%	0			4.10%
Total	396			396			47			13			7			19			9			3			



図表 5-2 敵対的買収とマクロ要因の関係(時期別)



まず、敵対的買収の発生件数と金利の相関係数を 1980 年～2002 年で見てみると、米国の 0.17、英国の 0.25、フランスの-0.41、ドイツの-0.12、日本の-0.21 となっており、相関関係は各国とも強くなく同じでない。しかしながら、時期別で見た場合には明らかに相関関係があるのが分かる（図表 5-2 参照）。例として、米国においては 1980 年～1989 年に-0.82 で、この時期には金利が低下するにつれ、敵対的買収の件数が増加したのである。また、米国では 1987 年～1992 年に 0.64 と金利が低下するにつれ、敵対的買収の件数は減少し、相関関係が強い。1980 年～1989 年と 1987 年～1992 年では同じく金利が低下したのにも関わらず、なぜ、敵対的買収の件数が 1980 年～1989 年では増加し、1987 年～1992 年は減少したのだろうか。ここで、敵対的買収と株式市場の

指数と比較した場合、米国では1980年～1989年に0.60、1987～1992年に-0.902と反対の相関関係が見られた。つまり、米国では1980年～1989年には株式市場が活況したのと同時に発生件数も上昇しているのに対し、1987年～1992年には株式市場が活況しているのに対し敵対的買収の件数は減少している。金利が低下しているのにこの対照的な結果は、やはり金利の低下と株価指数の上昇の関係が主な要因であると考えられる。つまり、1980年～1989年は金利が急低下したのに対し、株価指数の上昇は1980年中旬まで緩やかであり、買収金額及び調達コストも低かったと想定できる。しかし、1987年～1992年の時期では株価指数は急上昇したのに対し、金利は上昇した後緩やかな低下になる。つまり、買収金額及び調達コストが高まった事が、敵対的買収の減少につながったと考えられる。

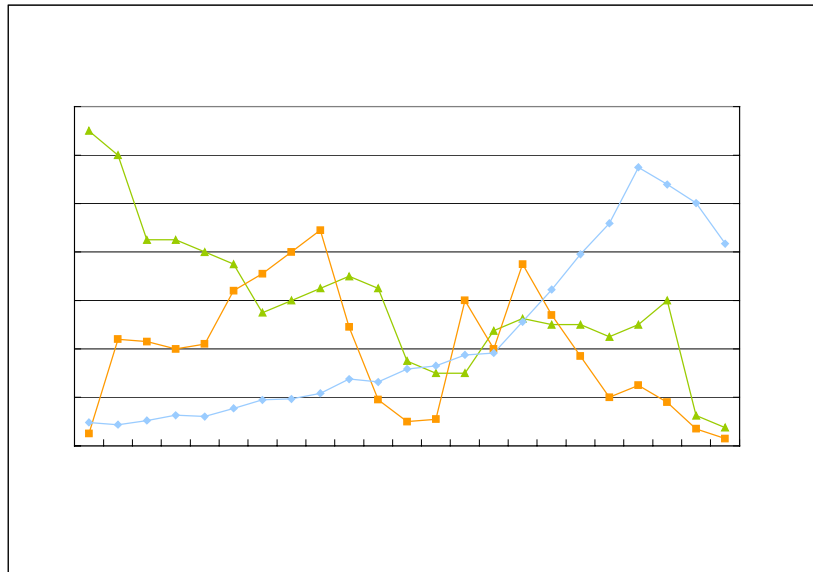
英国における敵対的買収の発生件数を、米国と同じように金利及び株式市場の動向と比較した場合、対金利では1984年～1993年の期間に0.52、対株価指数では-0.04と対金利では、正の相関関係が見られる。しかし、この時期の英国における金利の動向は米国と異なり、1984年の9.5%から1989年の15%まで上昇したあと、1992年の5.5%まで急低下している。米国では金利が急低下した時に敵対的買収の件数は増加しているが、英国では金利が上昇する時期に敵対的買収は増加していることになる。したがって、資本コストが上昇しているにもかかわらず、敵対的買収は増加しているわけであり、米国と反対の結果である。つまり、英国の場合は金利の動向と敵対的買収の発生件数は相関関係にあるが、株価指数との相関関係が米国ほど顕著ではない事が米国と英国の相関関係から理解できる。

米国や英国の相関関係の結果で見られるように、各国では時期別に敵対的買収の発生件数と金利及び株式市場の相関関係はあるものの、それは絶対ではなく、国によっては各要因の条件が同じでも、逆の相関関係になる場合もある。つまり、敵対的買収の発生は国別で比較した場合、金利及び株式市場の一定した動向で起きるとは特定しにくく、各国の当時の経済状況や歴史的要因にも影響されていると判断できる。したがって、次の節では各国の敵対的買収の発生件数を、対金利と対株式市場の動向を更に経済背景と比較することにより、マクロ要因の観点から敵対的買収の発生要因の特徴を見出したい。

## 1. 米国における経済環境

米国は敵対的買収が現在でも最も活発な国であり、マクロ要因がどのように敵対的買収の発生に影響を及ぼしているか注意深く考察したい。1980年代は図表5-3で分かるように、金利が1980年の13%から1986年の5.5%まで低下し、1987年から1989年までは毎年金利が0.5%上昇しているが、大きな流れとしては、金利が低下した時期である。他方、株価指数は金利と逆の動きをしており、1980年の963から、1985年には1546、1988年には2168、そして1989年の2753まで毎年右肩上がりである。敵対的買収が発生した件数は1980年の5件から1985年には64件、1988年の89件のピークから1989年には49件を記録している。1989年には敵対的買収の件数が前年と比較すると40件に減少したのも、株価指数が前年比約30%上昇し、金利が1年で1.5%引き上げられたのが大きな影響を及ぼしていると推測できる。そして、株価が全体的に上昇した事から、敵対的買収を仕掛けるのにも、株主価値拡大や統合後の効率化を目的とした合併・買収では、コストが高まり買収効果が見出せない、もしくは採算が合わなくなったと推測できる。

年	敵対的買収の件数	FFターゲット金利	NYダウ工業株30種平均指数
1980	5	13.00%	9,639.8
1981	44	12.00%	8,75
1982	43	8.50%	10,465.5
1983	40	8.50%	12,586.4
1984	42	8.00%	12,115.6
1985	64	7.50%	15,466.7
1986	71	5.50%	18,959.5
1987	80	6.00%	19,388
1988	89	6.50%	21,686
1989	49	7.00%	27,532
1990	19	6.50%	26,336.6
1991	10	3.50%	31,688.3
1992	11	3.00%	33,011.1
1993	60	3.00%	37,540.9
1994	40	4.75%	38,344.4
1995	75	5.25%	51,171.2
1996	54	5.00%	64,482.7
1997	37	5.00%	79,082.5
1998	20	4.50%	91,814.3
1999	25	5.00%	114,971
2000	18	6.00%	107,868
2001	7	1.25%	100,215
2002	3	0.75%	83,416.3



上記の見方を後押しするのが、1990年の推移である。株価指数が1990年代は1990年の2753を皮切りに1994年には3834、1999年には9181と大幅なピッチで上昇している。1990年前半、米国では1989年から1990年の銀行不況を乗り越え、景気が急速に回復していった時期である。1990年後半はインターネットの普及を中心にテクノロジーブームが発生し、景気が急激なスピードで拡大していった。したがって、米国経済が過熱する中、FF金利は1990年の6.5%から1992年には一挙に3.0%まで低下し、その後、株式市場の高騰を抑える目的で上昇していったが、金利は1999年の5%で20世紀を終えている。したがって、FF金利の上昇があったにもかかわらず、株価指数の上昇が遥かに米国経済に大きな影響を及ぼしたのである。そして、1990年代に発生した敵対的買収の件数の推移を見た場合、1990年の19件から1995年の75件をピークに1999年には年間25件まで減少している。そして、1990年代に過熱した米国経済も21世紀に入るとテクノロジーバブルが2000年9月頃にはじけてからは、株価指数は1999年の11497をピークに2002年末では8341で終え、2003年6月現在では約9000であることから、早急な回復は見受けられないのが現状である。また、株式市場に連動するように、敵対的買収の発生件数は2000年の18件から2002年には3件に留まっている。この水準、は敵対的買収の波が開始する直前であった1980年の5件の規模より、市場の大きさを比較した場合、低いと判断できる。そして、金利動向に注目すると、2000年の6%から2002年末では0.75%と、2年間で5.25%も減少している。過去に2年間でこの減少幅を記録したのは前例にないものの、1980年の13%から1982年の8.5%への低下幅に匹敵すると思われる。したがって、現在の米国の状況は、仮に景気が回復し、これ以上の金利の低下が無くても、株式市場が1980年代のように回復基調になるのならば、1980年代のような敵対的買収ブームが到来しても不思議ではない。

しかし、今後の敵対的買収は1980年代の特徴とは異なるであろう。1980年代は経済の様々な面で新しい事業が立ち上がり、old economyとも呼ばれる既存の企業群と共存が可能であった。そして、1990年代にはベンチャーなど新しい形態の事業が景気拡大を引き起こしたと思われる。しかし、現在は1990年代に普及した事業は競争激化にさらされ、バブル崩壊で勝ち組と負け組が明確に分かれている状態である。また、ボーダーレスな社会が進む中、品質及び価格競争が電子技術の発展により急激なスピー

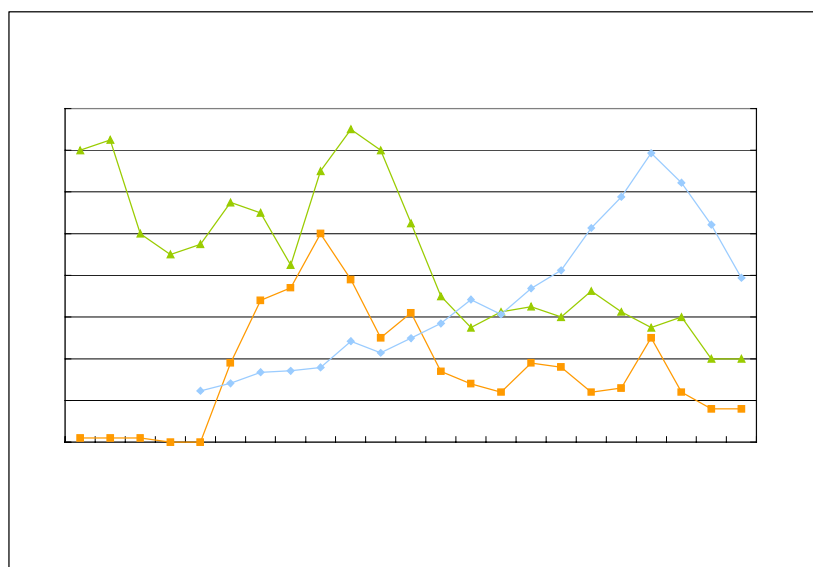


ドで展開されている。したがって、伝統があり、すでにグローバル化している大手優良企業でさえ国内のシェアを維持するのに必死である。この環境下、米国でもエンロンなどの大型倒産が相次ぐ反面、勝ち組は競争相手を合併・買収することでシェアの拡大、もしくは独占市場を狙っていると思われる。2003年6月12日には米国第2位のソフト会社であるオラクルが同業である PeopleSoft の敵対的買収を発表した。PeopleSoft はすでに他同業社と友好的合併・買収の話し合いをしていた矢先であった。オラクルの目的は明らかに、競争相手を買収することで、競争の排除及び株主価値の拡大することにあると考えられる。これらの動向を把握すると、競争に勝つには今後は勝ち組の大企業による敵対的買収が増加する可能性が高まってきていると考えられる。そして、1980年と比較すると、2002年末の株式市場は当時より約10倍に上昇していることから、比較論からすると企業価値が高くなっており、資金力が豊富な企業しか敵対的買収を仕掛けられないとも思われる。優良な企業が現在の低金利を利用し、敵対的買収を行い、更に企業価値拡大及び競争相手の排除が行える時代に突入していると考えられる。

## 2. 英国における経済環境

続いて、敵対的買収の件数が歴史的に2番目に多い英国の経済環境と敵対的買収の関係を検証してみる。米国と同じく、1) 金利 (FF レート) の推移 (図表 5-4)、2) 株式市場の推移 (図表 5-4)、そして 3) 敵対的買収の件数の相関関係 (図表 5-1) を比較してみる。

敵対的買収の件数	ターゲット金利	FTSE
1980	14.00%	
1981	14.50%	
1982	10.00%	
1983	9.00%	
1984	9.50%	12,322
1985	11.50%	14,126
1986	11.00%	16,799
1987	8.50%	17,127
1988	13.00%	17,934
1989	15.00%	24,227
1990	14.00%	21,434
1991	10.50%	24,931
1992	7.00%	28,465
1993	5.50%	34,184
1994	6.25%	30,655
1995	6.50%	36,893
1996	6.00%	41,185
1997	7.25%	51,355
1998	6.25%	58,826
1999	5.50%	69,302
2000	6.00%	62,225
2001	4.00%	52,174
2002	4.00%	39,404



金利や株価指数の動向を米国と比較した場合、英国では米国と非常に似た傾向が見られる。まず、1980年代前半の敵対的買収の件数を見ると、1980年から1982年までは毎年1件ずつ、1983年と1984年には発生していないが、1985年には突然19件に増加している。他方、金利は、1980年が14%、1981年が14.5%であったのに対し、1982年は10%に急低下している。この時点で米国は既に金利が英国と同じ水準にあったにも関わらず、敵対的買収が年間40件を超えていたことから、経済環境だけで見た場合、敵対的買収が容易な環境ではなかった事がうかがえる。他方、1980年代後半では、1985年に19件を記録してから、1987年では37件、1988年にピークの50件に増加す

るなど、1989年までは毎年増加傾向にある。株価指数は1985年の1232から1989年の2422まで毎年安定的に成長しており、その上昇幅は約2倍と米国の3倍には至らないものの、経済が好景気であったことを裏づけている。しかし金利動向は1985年の11.5%から1989年には15%に上昇するなど、米国での1986年の5.5%から1989年の7%と比較した場合、上昇基調は同じだが、水準が極めて高い事から、1990年に向けて、英国の経済は米国以上に資金過剰であったと考えられる。金利が上昇する環境下、敵対的買収が急激に発生し始めたと言う事は、調達コストが高まっていたにも関わらず、資金調達が容易であり、経済が活性化する中、合併・買収が盛んになったことを意味する。米国と比較した場合、1980年代前半は金利、株価指数及び敵対的買収件数を比較した場合、英国では米国と同じように、株式市場が上昇するなか、金利が低下し、敵対的買収件数が増加したのである。しかし、1980年代後半は逆に金利水準が米国ほど下がらなかったため、敵対的買収の発生も米国ほど増加しなかったと考えられる。

1990年代をみてみよう。金利は1990年の14%を皮切りに、1991年には10.50%、1992年には7%まで2年で半分まで急低下している。1993年の5.5%を底に1997年に7.25%まで上昇したものの、1999年には1993年の水準まで再度低下している。その反面、敵対的買収件数は金利水準が最も高かった1990年から1992年に25件、31件、17件を記録しているにすぎない。すなわち、1980年代後半に敵対的買収が急増加した時期と比較すると、件数は伸びていないのである。1990年代後半における1995年～1998年の間、すなわち金利が6.5%～7.25%の狭い間で推移していた時期には、毎年12件～19件の間で安定的に敵対的買収は発生している。しかしながら、金利が5.5%まで引き下げられた1999年には25件を記録しているにすぎない。ではなぜ、金利が1990年の14%から1999年には5.5%まで低下しているにもかかわらず、1980年代と比較すると敵対的買収の発生率は低下したのか。その原因にも米国と同様、株式市場の推移が関連していると考えられる。

つまり、当時の株価指数は1990年の2143から始まり、1993年までは緩やかに37.3%伸び3418まで上昇している。しかし、株価指数は敵対的買収が減少し始めた1994年における3065から1999年まで一挙に6930へと、1990年前半と比較した場合、100%以上の大きな伸び幅を記録している。すなわち、1990年から1993年頃までは、金利の低下の変動率（1990年の14%から1993年には5.5%）が敵対的買収の発生率に大きく影響していると思われるが、金利が安定した1994年から1999年にかけては、買収調達コストが低い水準になったにも関わらず、株式指数の高騰で、買収金額が高かついたために、敵対的買収の発生にもブレーキがかかったと考えられる。したがって、英国の1980年代と1990年代における敵対的買収の発生率は、米国と比較すると1980年代半ばまで敵対的買収があまり普及しなかったにも関わらず、動向としては一致していると考えられる。この理由はやはり、英国は米国と同様、1)株主価値拡大を主体とした資本原理が企業経営に働いている、2)社会及び企業文化が敵対的買収を認知している、3)国際化が進む中、英国企業も国内及び海外へと進出する必要性が高まるとともに、企業の規模及び効率性が求められ、友好的及び非友好的な合併・買収が相次いだ、そして、4)敵対的買収を規制する種類株などが導入がされていなかった、などが挙げられる。

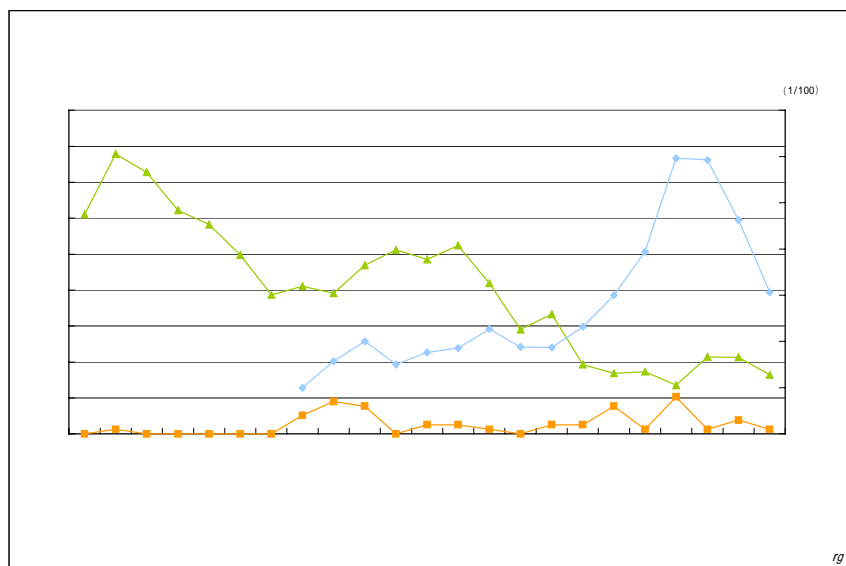
1980年代と1990年代の株式市場、金利、そして敵対的買収発生件数の関連性を見ても、以下の事が言える。つまり、金利の水準が株式市場と比較した場合に大きな率で低下すると、調達コストが安くなることから敵対的買収につながると思われる。また、その反対に金利水準が低下しても、株式市場にそれ以上の低下変動が発生すると、敵対的買収の発生率は抑えられると考えられる。この理論を当てはめると2000年

からは英国も米国と同様、株式市場が 2000 年の 6225 から 2002 年度末では 3940 へと急低下しているが、1995 年の水準にしか戻っていない。また、金利は 1990 年の 6% から 2002 年は 4% に低下しているものの、大きな変動率ではない。したがって、その結果、敵対的買収は 2000 年の 12 件から 2001 年と 2002 年には 8 件づつしか発生していないのも理解できる。つまり、株式市場が急低下し、金利がその下落変動を吸収するほど下がっていないために、敵対的買収の発生率を抑えていると考えられる。また、米国と同様、ヨーロッパも Vodafone による Mannesmann の例のように、グローバル化が続く環境下、競争も激化しており、現在は大型企業が市場の独占力、支配力を高めるために競合企業、もしくはシナジーが見られる企業を吸収する動向が見られる。つまり、小型の合併・買収よりは、大型の合併・買収が期待され、敵対的買収の件数ベースでは減少する可能性は高いものの、金額ベースでは過去最高を記録すると考えられる。

### 3 . フランスにおける経済環境

米国及び英国ではターゲット金利及び株価指数、敵対的買収の件数が関連性の高い動きを示している。では、フランスはどうであろうか。米国や英国では 1980 年代前半は金利の急低下により、敵対的買収の発生が増加した事が分かった。フランスでも米国及び英国と類似した動きが確認される。フランスでは 1980 年のターゲット金利が 12.21%、1981 年には 15.57% まで上昇し、このピークのレベルから 1986 年にかけて 7.73% まで低下した動きは米国や英国の金利動向に似ている。また、株価指数も 1980 年代前半は安定的に上昇<sup>4</sup>しており、これもまた米国及び英国と類似している。

年	敵対的買収の件数	ターゲット金利	CAC40種
1980	0	12.21%	
1981	1	15.57%	
1982	0	14.56%	
1983	0	12.44%	
1984	0	11.64%	
1985	0	9.95%	
1986	0	7.73%	
1987	4	8.22%	10
1988	7	7.82%	15.7394
1989	6	9.38%	20.0108
1990	0	10.24%	15.051
1991	2	9.70%	17.6566
1992	2	10.48%	18.5778
1993	1	8.38%	22.6822
1994	0	5.81%	18.8115
1995	2	6.66%	18.7197
1996	2	3.86%	23.1571
1997	6	3.37%	29.9891
1998	1	3.46%	39.4266
1999	8	2.71%	59.5832
2000	1	4.28%	59.2642
2001	3	4.26%	46.2458
2002	1	3.28%	30.6391



金利と株価指数の動きが米国と英国に類似していることから、米国と英国と似たような傾向が推測されるが、フランスの場合は歴史的な観点から見たように、種類株などの規制が存在したため、1987 年まで敵対的買収が 1981 年の 1 件を除いて発生していない。1987 年には 4 件の敵対的買収が発生し、1988 年は 7 件、1989 年には 6 件が記

<sup>4</sup> 指数化されたのは 1987 年であるが、全上場企業の株価は平均 1980 年～1986 年で年平均 3.6% 上昇している計算になる。

録されている。この時期の金利の水準は 1986 年の 7.73% から 1989 年の 9.38% と 1980 年代前半ほど変動していない所も、米国や英国と似ている。では、なぜ、フランスでは敵対的買収が米国や英国ほど発生しなかったのか。この答えとしては、やはり企業文化と規制が大きな発生防止の要因になっていると考えられる。

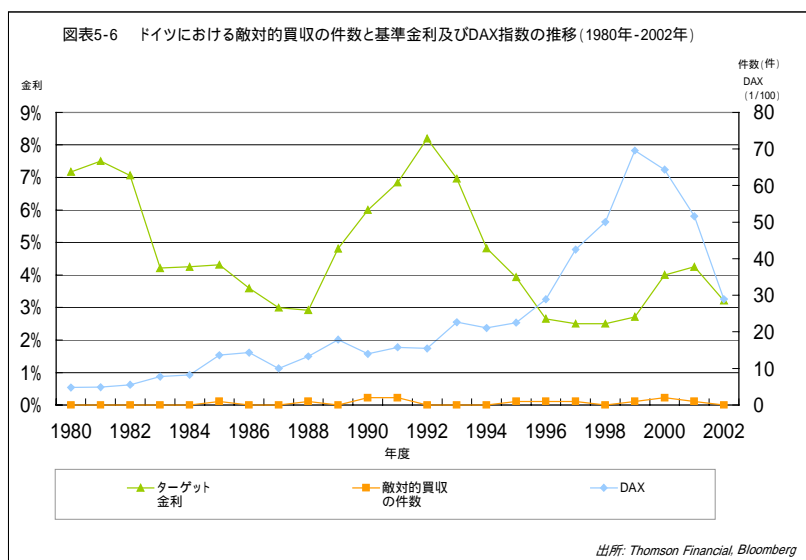
1990 年代を米国及び英国と比較して検証してみよう。まず、株価指数が 1990 年には 1500 で始まり、1999 年のピーク 5958 まで 1990 年代は急激な右肩上がりの特徴が見られ、毎年上昇していることなどから、米国と英国の株価指数の動きに連動している事がうかがえる。しかしながら、この同時期には米国と英国の敵対的買収件数は 1980 年代に比較した場合減少したものの、安定的に毎年 10 件以上を記録していた。一方、同時期で見るフランスにおける件数は、1988 年に記録した最多 7 件と比較した場合、1997 年の 6 件と 1999 年の 8 件を除けば、1990 年代は毎年 0~2 件の間に留まっている。したがって、フランスは米国や英国と市場動向は同じであっても、敵対的買収の件数に結びつける相関関係がはっきりしない。他方、もしフランス企業が米国や英国で言う意味での株主価値拡大の資本主義であり、規制があまり課されていないならば、フランスでも同じような行動が見られたのではないかと推測される。

#### 4 . ドイツにおける経済環境

**ドイツは歴史的な観点から見た場合、「規制・保有形態型」であることから敵対的買収の発生は困難であると推測できる。それを裏付けるかのようにドイツでは敵対的買収の発生件数が米国や英国で見たように金利と株式市場の動向と相関関係を持たない。また、種類株の規制が同じく導入されているフランスと比較すると、明らかに敵対的買収の発生率が低い。**

図表 5-6 はドイツにおける敵対的買収の推移を表している。まず、1980 年代の前半では、敵対的買収は発生していない。そして、1980 年代後半では 1985 年と 1988 年に 1 件ずつ発生しているのみである。1990 年代では 1990 年と 1991 年に 2 件ずつ発生しており、1995 年から 1997 年と 1999 年に各 1 件ずつしか記録されていない。他方、ターゲット金利の推移は 1980 年の 7.17% から 1988 年には 2.92% まで低下していることは米国、英国そしてフランスと同じ動きである。そして、株価指数の上昇率を見ると、株価指数 (DAX) は 1980 年の 480 から 2000 年の 6433 まで約 13.4 倍にも上

年	敵対的買収の件数	ターゲット金利	DAX
1980	0	7.17%	4.809
1981	0	7.50%	4.904
1982	0	7.06%	5.528
1983	0	4.21%	7.74
1984	0	4.25%	8.209
1985	1	4.31%	13.662
1986	0	3.59%	14.329
1987	0	2.99%	10
1988	1	2.92%	13.2787
1989	0	4.81%	17.9037
1990	2	6.00%	13.9823
1991	2	6.84%	15.7798
1992	0	8.19%	15.4505
1993	0	6.96%	22.6868
1994	0	4.82%	21.0658
1995	1	3.93%	22.5388
1996	1	2.65%	28.8869
1997	1	2.50%	42.4969
1998	0	2.50%	50.0239
1999	1	2.71%	69.5814
2000	2	4.00%	64.3361
2001	1	4.25%	51.601
2002	0	3.21%	28.9263



昇しており、同時期における米国の約 11 倍、英国の 8 倍に比較するとやや高めであるが、動向は同じである。

つまり、ドイツの場合は金利動向と株式市場の推移が米国、英国及びフランスと同様であっても、敵対的買収の発生率の少なさは下記の理由により説明ができる。

- 1) 米国及び英国と比較するとドイツは規制が機能しており、敵対的買収の発生を防御する働きをした。

ドイツもフランスと同様に規制が敵対的買収を防御する動きをし、その結果、米国及び英国よりも発生率は低いが、ドイツでは株式が持合形式で保有されているケースが多く、更に敵対的買収を防ぐ要因になった。

- 2) 持合形式が敵対的買収を阻止する企業文化を作り上げている。

金利や株式市場の推移を見ると、敵対的買収の発生率に関してもフランスとの相関関係があっても不思議は無いと思われるが、ドイツの確固たる株式保有持合システムが敵対的買収の発生そのものを防いでいると考えられる。

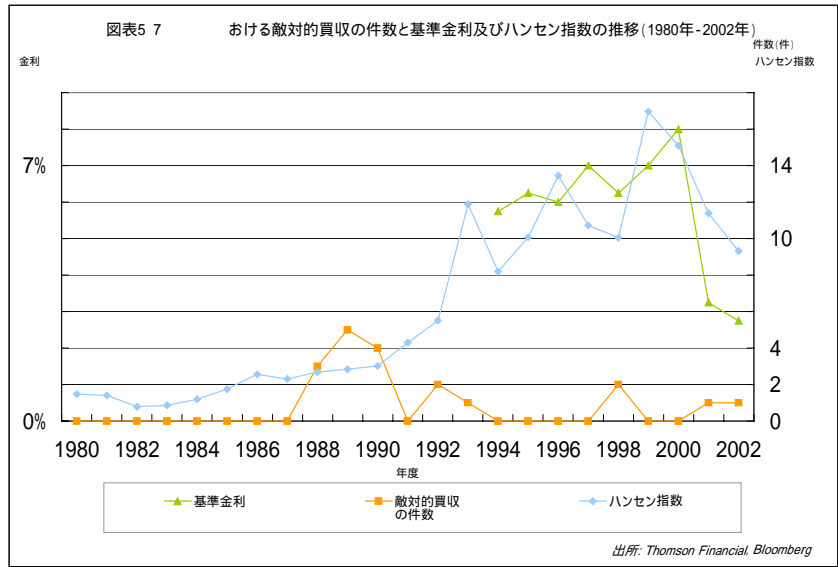
## 5 . アジアにおける経済環境

アジアについては香港、シンガポール、及び韓国の金利、株式市場及び敵対的買収の発生件数を見てみる。香港を除くと敵対的買収がほとんど発生していないが、金利と株式市場の動向が似通っているため、香港、シンガポール、及び韓国をまとめて検証する事にする。

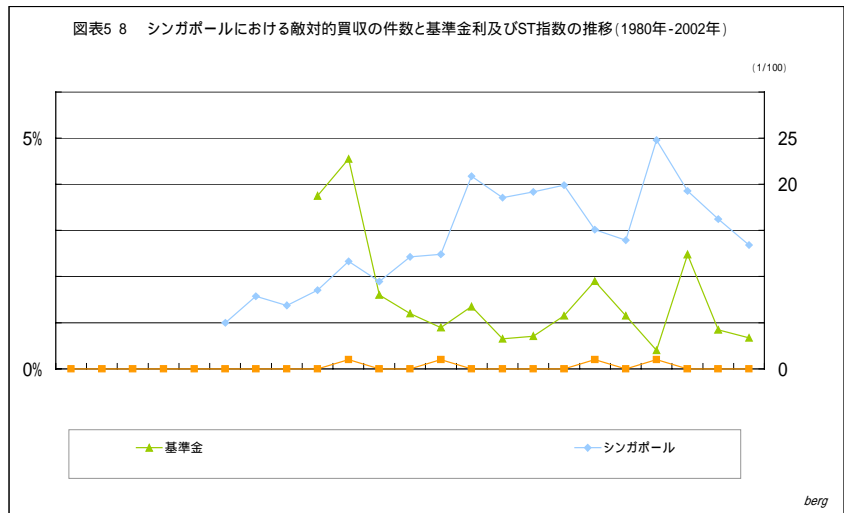
### ( 1 ) 香港、シンガポール、及び韓国の動向

1980 年～2002 年では香港 ( 図表 5 - 7 )、シンガポール ( 図表 5 - 8 )、及び韓国 ( 図表 5 - 9 ) で、それぞれ 19 件、4 件、3 件の敵対的買収が発生している。また、年代別で見た場合、1990 年代において香港では 11 件、シンガポールでは 3 件そして韓国では 3 件発生しており、アジアにおける敵対的買収は 1990 年代を中心に発生していると考えられる。国別の株式市場を見た場合、各国とも 1980 年～1985 年頃まで株価指数はハンセン指数 ( 香港 ) が 15%、韓国総合株価指数が 25% の上昇を記録しており、緩やかな経済成長がうかがえる。そして、1985 年～1994 年ごろまでエマージング・マーケット市場の到来が世界的に普及した事により、各国の株価指数は同期間にハンセン指数は 6.7 倍、シンガポール ST 指数は 4.18 倍、そして韓国総合株価指数は 6.3 倍と大きく上昇している。1997 年に発生したアジア危機では、香港及びシンガポールの株価指数は 1993 年と比較すると香港が -10.8%、シンガポールが -27% にであるのに対し、韓国は -65% と大幅な下落幅を記録している。ここまで見ると、株価指数に乖離はあるものの、アジア経済の動向は各国とも関連性が高いと考えられる。

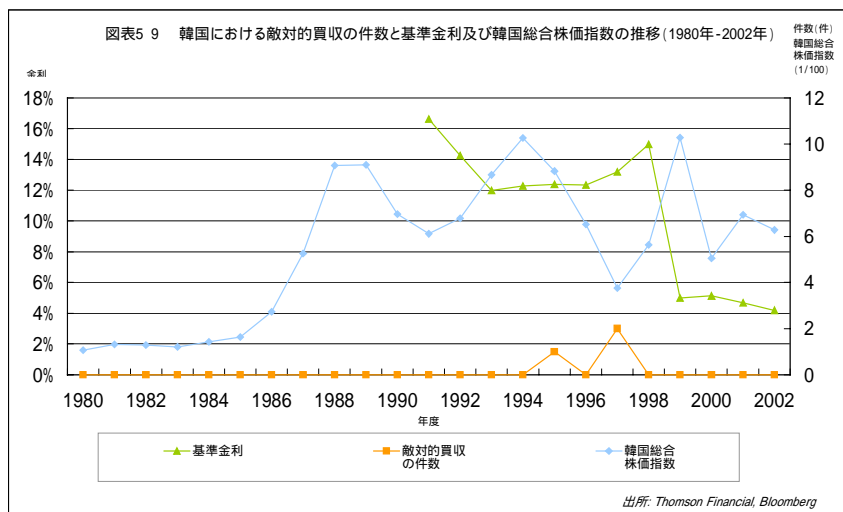
	敵対的買取 の件数	基準金利	ハンセン指数
1980	0		1.47359
1981	0		1.40562
1982	0		0.78362
1983	0		0.8749
1984	0		1.2004
1985	0		1.7524
1986	0		2.5683
1987	0		2.30275
1988	3		2.68744
1989	5		2.83657
1990	4		3.02455
1991	0		4.29733
1992	2		5.51239
1993	1		11.88839
1994	0	5.75%	8.19104
1995	0	6.25%	10.07339
1996	0	6.00%	13.45145
1997	0	7.00%	10.72276
1998	2	6.25%	10.04858
1999	0	7.00%	16.9621
2000	0	8.00%	15.09553
2001	1	3.25%	11.39721
2002	1	2.75%	9.32129



	敵対的買取 の件数	基準金利	シンガポール ST指数
1980	0		
1981	0		
1982	0		
1983	0		
1984	0		
1985	0		4.9973
1986	0		7.876
1987	0		6.8763
1988	0	3.75%	8.5365
1989	1	4.55%	11.6596
1990	0	1.60%	9.4749
1991	0	1.20%	12.1454
1992	1	0.90%	12.4034
1993	0	1.35%	20.8673
1994	0	0.65%	18.5398
1995	0	0.71%	19.1717
1996	0	1.15%	19.9168
1997	1	1.90%	15.0765
1998	0	1.15%	13.9273
1999	1	0.40%	24.7958
2000	0	2.48%	19.2683
2001	0	0.85%	16.236
2002	0	0.67%	13.4107



年	敵対的買収の件数	基準金利	韓国総合株価指数
1980	0		1,0687
1981	0		1,313
1982	0		1,2899
1983	0		1,2121
1984	0		1,4246
1985	0		1,6337
1986	0		2,7261
1987	0		5,2511
1988	0		9,072
1989	0		9,0972
1990	0		6,9611
1991	0	16.62%	6,1092
1992	0	14.26%	6,7844
1993	0	11.98%	8,6618
1994	0	12.28%	10,2737
1995	1	12.38%	8,8294
1996	0	12.35%	6,5122
1997	2	13.18%	3,7631
1998	0	14.98%	5,6246
1999	0	4.99%	10,2807
2000	0	5.13%	5,0462
2001	0	4.68%	6,937
2002	0	4.19%	6,2755

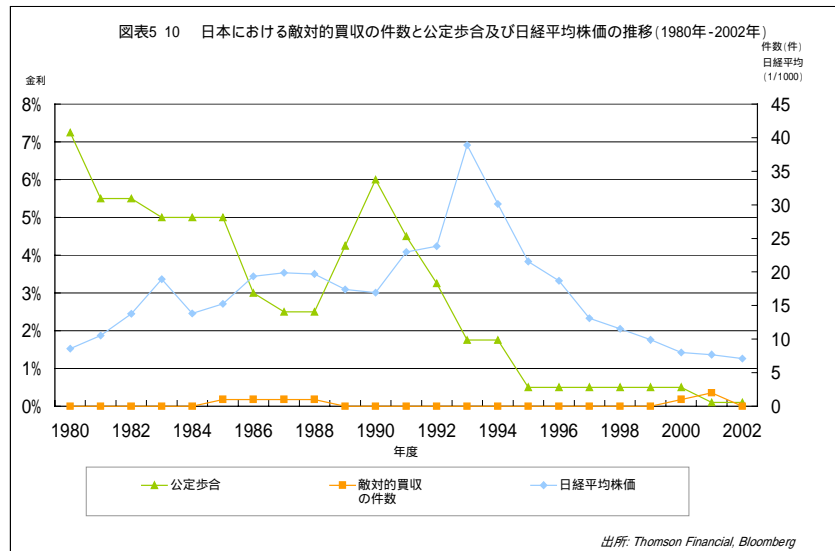


金利の動向はどうであろうか。米国、英国、フランス及びドイツは各国の金利の動向に連動性が高いことがうかがえた。しかし、アジアでは金利動向は各国で大きく異なる。これは、基準金利が各国で設定された時期が異なることに原因があるとも考えられるが、一概にそうはいえない。例えば、香港は1994年に5.75%で基準金利が設定されて以来、1997年までは5.75%~7%の間で推移していたが、2000年の8%をピークに2002年には2.75%まで下がっている。シンガポールは1988年の基準金利3.75%の設定以来、1989年の4.55%をピークに2002年末まで0.4%~1.9%の狭い幅の中で移行している。その反面、韓国は基準金利が誕生した1992年の16.62%をピークに、1998年までは12%~16%の間を推移していたが、1999年には4.99%まで急下落し、2002年には4.19%となっている。ここまでで分かるのは、各国も株式市場は同じ動向を示している、金利水準のスタート時点では、各経済とも大きく異なっているという事である。また、アジア危機で一番経済的な打撃が大きかったのは、金利及び株式市場の変動率が一番高い韓国であると推測できる。しかしながら、韓国では敵対的買収が3件しか記録されておらず、増加しているとは言えない。金利や株式市場の変動率が高かった米国や英国などでは、逆に敵対的買収が発生しやすい傾向が見られたが、アジア各国において金利や株式市場は敵対的買収の発生率に関連性がないと考えられる。

この理由は次のように考えられる。まず、歴史的観点から見た規制の存在である。つまり、外国人投資家を排除する目的の種類株が、韓国を除いて導入されている。そして、敵対的買収は香港を除いてほとんど発生していない事から、このシステムが成功していると考えられる。また、効率的な経営が果たして目標なのかどうかも、今後議論する必要がある。

## 6 . 日本における経済環境

	敵対的買収 の件数	公定歩合	日経平均株価
1980	0	7.25%	8,578.95
1981	0	5.50%	10,542.6
1982	0	5.50%	13,785.7
1983	0	5.00%	18,934.3
1984	0	5.00%	13,842.2
1985	1	5.00%	15,258.7
1986	1	3.00%	19,361.3
1987	1	2.50%	19,868.2
1988	1	2.50%	19,723.1
1989	0	4.25%	17,417.2
1990	0	6.00%	16,924.9
1991	0	4.50%	22,983.8
1992	0	3.25%	23,848.7
1993	0	1.75%	38,915.9
1994	0	1.75%	30,159
1995	0	0.50%	21,564
1996	0	0.50%	18,701
1997	0	0.50%	13,113.3
1998	0	0.50%	11,542.6
1999	0	0.50%	9,893.2
2000	1	0.50%	8,016.67
2001	2	0.10%	7,681.84
2002	0	0.10%	7,116.38



1980年代の米国の経験は、敵対的買収そのものが、企業経営及び市場に対する信頼性に大きな傷跡を残した。そして、敵対的買収は国別で見た場合、どのような状況で発生するのかに、敵対的買収の発生要因を見出すことができる。つまり、企業文化や投資家の動機はさておき、大きく分けてその時代の経済要因が歴史的要因に加わり、敵対的買収の発生に大きな影響を及ぼしていると考えられる。

ここで、経済環境を歴史的要因と重ねて、敵対的買収の発生に影響を及ぼす理由をまとめてみる。まず、米国や英国は資本自由化の下、フランス、ドイツ、香港及びシンガポールなどと比較した場合、敵対的買収を防衛する種類株の発行などによる投資家規制が存在しなかった。そのため、株主価値拡大主義に基づき敵対的買収が市場の動向に左右されながらも普及したと思われる。また、国別の分析を細分化していくとフランス及びドイツは同じく種類株の発行を行っていたにも関わらず、ドイツはフランスと比較した場合、特定少数株主が過半数以上の株式を所有している企業がDAXの約6割を占めている事から、このような株式保有形態が敵対的買収を規制に加え、更に阻止する役割を果たしている事が分かる。したがって、フランスとドイツを比較すると、フランスの方が敵対的買収が圧倒的に多いことが理解できる。よって、フランスの規制型とドイツの「規制・保有混合型」を比較した場合、ドイツの方が防御力が高いと判断できる。最後に韓国だが、韓国は種類株の規制は現在のところ存在しておらず、米国や英国のように「自由型」である。しかし、1997年まで外国人持ち株規制が存在していた事と、日本のように財閥系企業の株式持合の傾向が未だに強い事から、「株式保有型」であると思われる。

最後に日本における経済環境について述べる。図表5-10でも分かるように、日本における敵対的買収は合計で7件しか発生していない。では、他国の発生の影響力を考慮し、日本の経済環境を敵対的買収の発生率との関連性において検証してみよう。果たして、米国や英国の様に敵対的買収は金利及び株式市場と連動しているのか。それとも、ドイツやアジア諸国の様に関連性は見られないのか。まずその答えは日本における敵対的買収の件数の推移で分かる。つまり、日本における敵対的買収は1985



年から 1988 年に毎年 1 件ずつ、そして 2001 年及び 2002 年に 3 件発生している。したがって、発生率が関連性を証明するには十分なデータが無いため日本における敵対的買収の発生率と株式市場と金利動向との連動性の有無を立証するのは難しい。勿論、この時点での推測としては、ドイツのように、株式保有形態が日本における敵対的買収を防御した要因であると考えられる。

しかしながら、日本における敵対的買収の発生要因をもっと深く検証する余地はある。よって、次の章では、日本の株式保有形態が、どの様に敵対的買収を防御し、また、成功率との関係に結びつくのかを考察する。

## 参考文献

- Andrade, Gregor, and Kaplan, Steve, 1998, "How Costly Is Financial (Not Economic) Distress? Evidence fro Highly Leveraged Transactions That Became Distressed," *Journal of Finance*, October, 53, pp. 1443-1494.
- Berger, P., and Ofek, E., 1996, "Bustup Takeovers of Value-Destroying Diversified Firms," *Journal of Finance*, 51, pp. 1175-1200.
- Kang, J., and Shivdasani, A., 1995, "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38, 29-58.
- Ravenscraft D., and Scherer, F., 1987, *Mergers, Sell-Offs & Economic Efficiency*, The Brookings Institution, Washington, DC.

## 第6章 敵対的買収の発生と株式保有構造の関係： 3層構造の第2層 ～企業株式保有構造分析～

「第4章 敵対的買収の環境分析Ⅰ 歴史的要因と敵対的買収の発生との関係」及び「第5章 敵対的買収の環境分析Ⅱ 経済環境と敵対的買収の発生との関係」では、各国の歴史及び経済背景を明らかにし、敵対的買収の発生要因をマクロレベルで検証してみた。その結果、敵対的買収は各国の経済状況に影響されつつあり、その中でも金利と株式市場動向がその発生に大きな影響を及ぼしていることが分かった。即ち、各市場の金利もしくは株価の変化率が平均より変動（平均より大きく乖離）した場合に敵対的買収は発生し易い（もしくはし難い）、といった連動性があると思われる。また、敵対的買収には、各国の当時の環境、特に政治の介入が大きな影響を及ぼしているとも思われる。例えば、各国の歴史を検証すると、ドイツ・フランス・韓国などでは、外国人投資家（企業）からの敵対的買収攻撃を防止することを目的とした厳しい規制が存在し、敵対的買収が不可能・もしくは発生し難い状況を作り出していた事が分かる。

もっとも敵対的買収に影響を与えている要因として、上記のマクロ環境だけでなくその他の企業（ミクロ）レベルの要因も挙げられる。本章では、企業の構造、主に株式保有構造（ownership Structure もしくは shareholding Structure）も敵対的買収の発生（そして成功）に影響を及ぼしているとの仮説を立て、企業の保有構造と敵対的買収の発生との関係を考察する。敵対的買収は株式取得（もしくは委任状取得などから得る議決権利）から始まる事から、被敵対的買収の株式保有構造は敵対的買収の発生に大きな影響を与えていると想定できる。

第6章は次の3つを明らかにする事を目的とする。

各国で発生した敵対的買収企業の株式保有構造を分析し、それが敵対的買収の発生にどのような影響を及ぼしているかを考察する。また、**敵対的買収の成功の可能性が高ければ高い程、敵対的買収の発生率は高いと考えられることから、敵対的買収が最も多い米国の株式保有比率がどのように敵対的買収の成功に関係しているかということ**を統計分析を用いて明らかにする。

日本及び米国の株式保有構造を比較する。日本では事業会社や金融機関による持合制度が監視機能を強化し、米国よりも敵対的買収を発生しにくくしていると考えられる。

上記 と の結果を元に株式保有比率と敵対的買収の発生との関係をモデル化する。

更に、第4章及び第5章のマクロ分析に続き、第6章では「3層構造モデル」の第2層である企業保有構造が敵対的買収の発生にどのように影響を及ぼしているかを国別、特に保有形態が大きく異なる日本・米国について、明らかにする。「第2章 敵対的買収のプロセス」で説明されたように、敵対的買収は過半数以上の株式取得もしくは議決権の取得が実現した時点で成功と見なされる。したがって、歴史的要因もしくは経済的要因などが敵対的買収を妨げていなくても、株式保有構造、即ち企業の株式保有形態が敵対的買収の発生を促進もしくは阻止する可能性が存在する。日本では

一般的に事業会社・金融機関などが安定株主としての役割を果たしており、昭栄の敵対的買収の失敗は、キャノンやその他芙蓉グループである株主が敵対的買収に参加しなかった事が大きいと言える。つまり、日本において、もともと敵対的買収が少ないのは日本企業が株式保有構造を元に敵対的買収を防衛していたためと考えられる。他方、オーナー系企業では経営者一族が過半数以上の株式を保有している場合が多く、これら株主の同意が得られない企業を対象に敵対的買収を仕掛けても、成功確率は極めて低い。1986年にオーナー系企業であるいなげやが敵対的買収のターゲットになったのは、一族の持株比率が低かったためである。

## 本章の構成

第1節では各国の敵対的買収の発生と株式保有構造の関係を明らかにする。ついで、第2節では、米国における敵対的買収と株主保有の関係について検討する。特に米国での株主保有の特徴を挙げ、これらが敵対的買収の発生と成功にどのように影響を及ぼしているかを検証する。第3節では、日本における株式保有構造を中心に切り上げ、その特徴、特に持合制度がどのように敵対的買収を阻止するのに影響しているかを検証する。第4節では、日米における銀行の役割を比較し、銀行がどのように敵対的買収の成功（もしくは失敗）に影響を与えるかを考察する。そして、第5節では、日本において、株式保有構造の変化がどのように敵対的買収を増加させるのかを検証する。

## 第1節 敵対的買収の発生と株式保有構造の関係

企業の株式保有構造は、安定株主の存在や形態の点から大きく3つに分けられると考えられる。

オーナー系

事業会社・金融会社系

独立系

オーナー系とは創業一族または経営者が筆頭株主である事を示す。事業会社・金融会社系は、関連会社・グループ会社・取引先などの事業会社もしくは保険会社や銀行などの金融機関が筆頭株主であることを意味する。そして最後に独立系は、個人投資家、外国人投資家、年金機関、投資信託、ユニット信託、など第3者の投資家が主に該当する。

被敵対的買収企業が上記3分類のいずれに該当するのかが選考するにあたっては、有価証券報告書から入手可能な上位10位の株主の持株比率を対象とに、最も比率が高い株主形態を元に分類した。日本やドイツなどのように持合制度が強い国では事業会社・金融機関系が多いと考えられるが、個人株主が安定株主の役割を果たす米国や英国では独立系が多いと推測できる。

ここで、各国の株式保有構造と敵対的買収の発生の関係を見てみる。（図表6-1（A）参照）

図表 6-1(A) 各国の株式保有構造

年次	米国				英国				フランス				ドイツ			
	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系
1980	5	2	0	3	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
1981	44	3	2	39	1	0	0	1	5	0	0	1	0	0	0	0
1982	43	4	2	37	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
1983	42	6	1	35	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1984	42	7	3	32	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1985	04	11	4	49	19	3	1	11	0	0	0	0	5	1	0	0
1986	11	18	1	30	34	11	2	11	0	0	0	0	0	0	0	0
1987	50	8	2	42	37	12	3	22	4	1	2	1	0	0	0	0
1988	59	4	1	64	50	23	2	23	1	2	1	4	0	0	0	1
1989	49	8	1	42	39	22	2	15	8	2	2	2	0	0	0	0
1990	18	0	0	18	25	1	3	15	0	0	0	0	2	0	0	2
1991	18	3	0	15	21	11	1	19	2	1	0	1	2	0	0	2
1992	11	4	0	15	17	3	1	9	2	1	0	1	0	0	0	0
1993	60	3	1	64	44	4	0	48	5	0	0	0	0	0	0	0
1994	40	2	1	37	14	1	1	13	0	0	0	0	0	0	0	0
1995	13	2	1	12	19	5	0	18	2	1	1	0	0	0	0	0
1996	34	3	1	38	18	5	0	17	2	0	2	0	0	0	0	1
1997	37	2	1	38	12	5	1	18	8	1	2	3	0	1	0	0
1998	23	1	0	24	13	0	1	12	5	0	1	0	0	0	0	0
1999	25	1	0	26	26	5	1	23	8	2	2	4	0	0	0	1
2000	18	1	0	17	12	0	1	11	5	0	1	1	2	0	0	1
2001	7	1	0	8	8	0	0	8	3	2	1	0	0	0	0	0
2002	3	0	0	3	5	0	0	5	0	0	1	0	0	0	0	0
合計	806	84	22	800	396	111	28	268	47	11	17	19	12	4	3	4

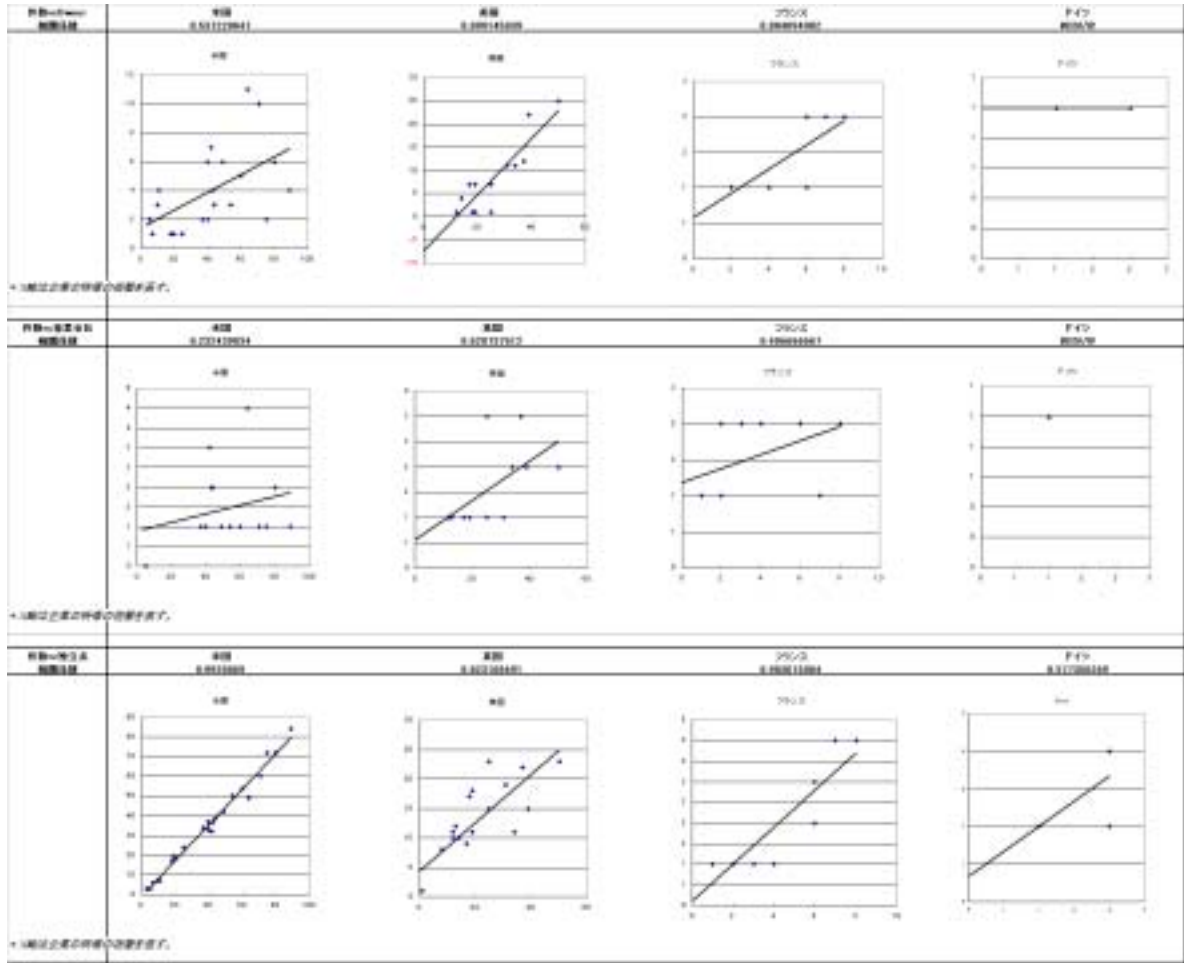
年次	日本				台湾				シンガポール				韓国			
	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系	親対的買収の件数	オーナー	事業会社	独立系
1980	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1981	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1982	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1983	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1984	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1985	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1986	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1987	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1988	1	1	0	0	3	5	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
1989	0	0	0	0	8	3	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
1990	0	0	0	0	4	2	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
1991	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1992	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
1993	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1994	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1995	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1996	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1997	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1998	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
1999	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2001	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2002	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合計	7	2	0	7	99	10	0	8	0	0	0	0	0	0	0	0

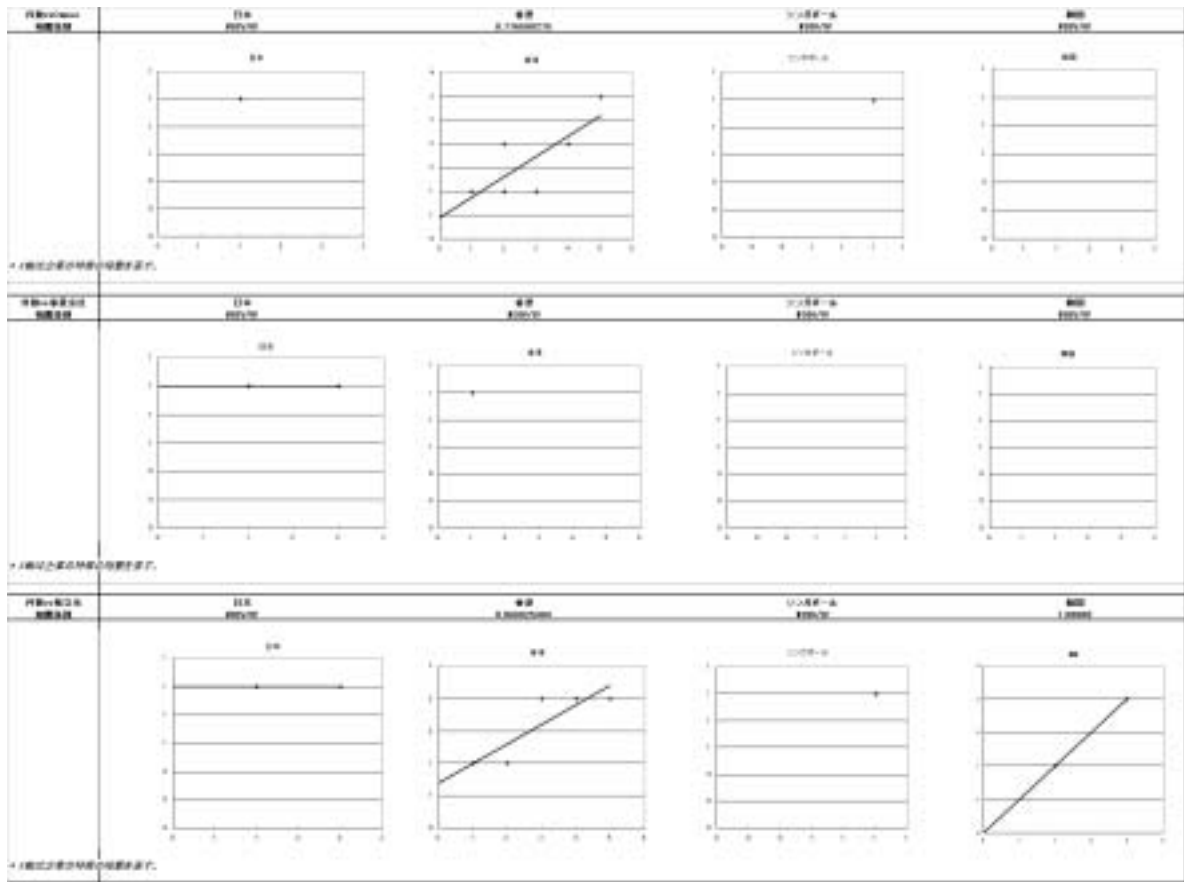
出典: Thomson FinancialのS&P192からの集約データ

1980年～2002年に各国で発生した被敵対的買収の株式保有特徴を上記の3分野に分けて見たところ、おおむね敵対的買収の発生は株式保有構造に関係している事が分かる。例えば、独立系で見た場合、米国では個人投資家と機関投資家の株式保有比率が2000年の時点でそれぞれ46.2%と31.3%（合計77.5%）であったのに対し、敵対的買収が発生した件数は906件中800件とその88%を占めている。英国では396件発生した敵対的買収の内、265件（約67%）が独立系であり、オーナー系は28%、事業会社系は5%の比率を占めている。つまり、英国では敵対的買収の対象となった企業は株式保有構造から見て独立系が圧倒的に多い。

上記の見方を補強する目的として、次に各国における敵対的買収の発生件数と株主構成の相関関係を図表6-1(B)で見てみる。まず、敵対的買収の発生件数が最も多い米国、英国及びフランスでは、株主保有が集中されていない独立系の企業と発生件数との相関関係がそれぞれ0.99, 0.82, 0.90と最も高く、独立系企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。続き、オーナー系の企業は英国やフランスでも発生件数との関係が強い。他方、興味深いのは事業会社と敵対的買収の発生件数の相関関係である。米国では銀行との関係が強い事業会社を対象とした敵対的買収が最も少ない。これは、米国では金融機関が株主の保有を行えない規制が存在していることが背景にあると考えられる。フランスや英国では、買収資金や運転資金を米国のようにエクイティを通じてではなく金融機関から借入れで調達する傾向が高く、これらの国の企業は敵対的買収の対象になりにくいと考えられる。

図表 6-1(B) 株式保有構造と敵対的買収の発生関係





では、日本では株式保有構造はどうであろうか。第6章 3節で詳しく株式保有構造と敵対的買収の発生の比較を行うが、事業会社及び金融機関が高い持株比率を占めているのに対して、敵対的買収が発生しているのは独立系が最も多い。勿論、件数が少ないので断言する事は困難であるが、米国や英国の統計を見た場合でも独立系を対象とした敵対的買収の発生が圧倒的に多いことから、安定株主が少ない独立系企業が一般的に敵対的買収のターゲットになりやすいということが、この統計から推測できる。

## 第2節 米国における敵対的買収と株式保有構造の関係

### 1. 米国の株式保有構造の特徴

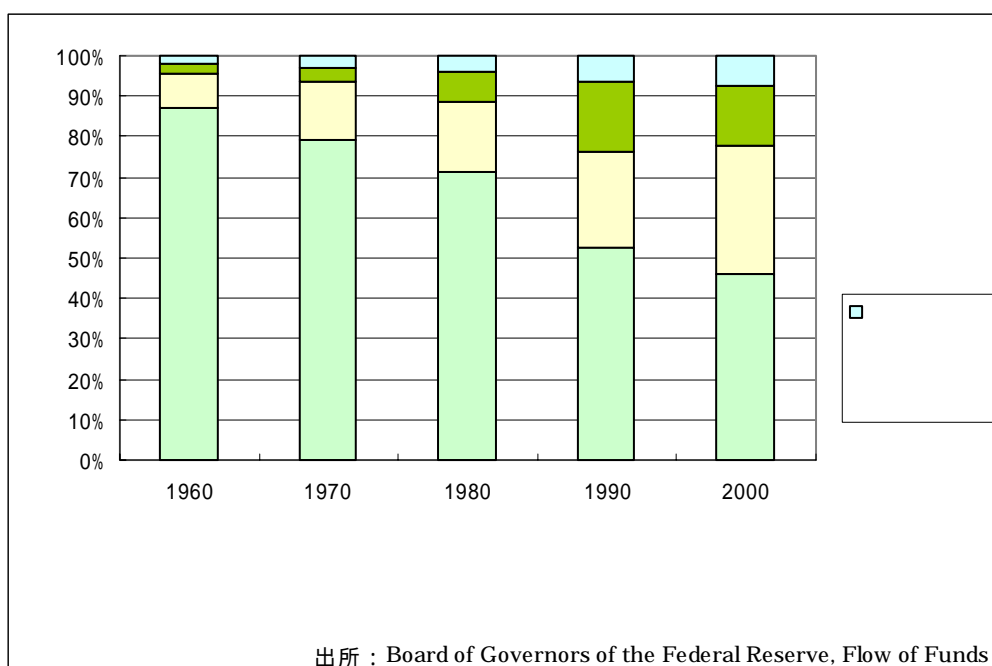
敵対的買収の成功基準として、支配権、即ち企業が発行している株式の過半数以上もしくは支配権に匹敵する株式取得が前提となる。したがって、いかなる場合でも敵対的買収を成功へ導く鍵は被買収企業の株式取得が原則となる。このことから、企業の株式保有構造を検討する必要があると考える。ここでは、日米間における株式保有構造の違いを示し、米国の株式保有構造が敵対的買収を成功させやすい事を明らかにしたい。

図表6-2は、1960年度から現在までの米国の株式保有構造の推移である。1960年度に個人投資家（家計簿）が80%以上を占めていたが、1992年度には50%を下回り、減少の一途を辿っている。他方、投資会社、州・地方政府年金基金、私的年金基

金、そして生命保険会社などの機関投資家の比率が増加傾向を示しているのが分かる。これら機関投資家が注目され始めたのは、1960年度末から1970年代にかけてである。このような現象の背景には、第1に、個人投資家の占める割合が減少し、機関投資家の占める割合が増大したこと、第2に、個人株主の多くが会社に対して直接的に投資を行うのではなく、投資会社（ファンドも含む）などを通じて所有資産を運用していることの二つの要因が働いたと考えられる。

図表 6-2 米国における所有者別株式保有構造の推移（1960年 2000年）

	家計等	機関投資家	金融機関	外国人
1960	87.2%	8.3%	2.4%	2.1%
1970	79.4%	14.4%	3.1%	3.1%
1980	70.8%	17.0%	7.7%	3.8%
1990	52.5%	24.3%	17.2%	6.5%
2000	46.2%	31.3%	15.1%	7.4%



機関投資家が増加し個人投資家が減少していると言っても、米国における株主の機関化傾向の中で、個人株主の占める割合は依然として高い。なぜなら、機関投資家は顧客の資産を預かり、株式として運用しているためである。機関投資家は米国の Fortune 誌 500 社の株式を大量に保有しており、過半数を保有する場合も多い。例えば機関投資家は GE の発行済み普通株の 55%（2003 年 4 月現在）、IBM の 51%（2003 年 4 月現在）を保有している。その他の大手企業でも機関投資家の株式保有比率は依然として高い。実際、米国の大会社 1000 社を対象とした機関投資家の株式保有比率をみると、すでに 1987 年には 46.6% を占めていたものが、1996 年には 58.8% を占めるまで上昇している。



ここで、「機関投資家」の定義と目的を明確にしたい。米国の Federal Reserve Board によると「機関投資家」とは投資会社、州・地方政府年金基金、私的年金基金、そして生命保険会社の事を指す<sup>5</sup>。彼らの役割及び目的は第3者として顧客の資産を預かり、株式で運用することにある。他方、日本の機関投資家は「投資目的もしくは利害関係が生じている投資家・企業」のいずれにも該当する。一般的に米国では「機関投資家」の株式保有は日本のように「安定株主」という概念ではないのに対して、「個人株主」が安定株主であるという。企業も個人株主を望んでいる背景には個人株主が然程売買しない傾向が強く、長期保有を目的としているからである。ただ、機関投資家と企業の考えが一致する場合は、企業は安定株主として機関投資家を大事にする必要があるというのが米国での一般的な認識である<sup>6</sup>。

機関投資家による株主活動を見ると、まず、米国の機関投資家は株式保有に関しては「投資」＝「利益の確保」という概念が強く、企業の業績が良く株価の上昇につながらなければ持株を売却するといった鉄則を持っている。即ち、彼らは長期投資よりは短期投資を重視し、顧客に対して利益を生み出すことを目的とする。

この株価上昇に対する期待こそが、敵対的買収が1960年から始まり、1970年代から1980年を中心に増加していった一つの大きな要因であると考えられる。この時期には、機関投資家である年金基金などが増大するようになった。年金基金は「年金加入者の利益を忠実に守る忠実義務」があり、産業界とはほとんど結びつきもなく忠誠心も感じない公的年金基金の理事は、短期的な業績を重視する傾向がある。したがって、この考え方には株主価値の最大化を企業に強く求めることに結びつくのである。M&Aに代わる具体的な策が当面ない場合は、合併・買収提案を受け入れるように経営陣に対して圧力を掛ける場合も多い。例として、カルフォルニア州教員年金基金（カルパーズ＝CALPERS）が挙げられる。カルパーズは米国で最大級の公的年金基金であり、世界有数の機関投資家である<sup>7</sup>。カルパーズは企業業績を判断する際に、株式所有比率を問わず最低年1回は投資先企業との会合を持つ。また、毎年、投資先で業績不振企業の上位10社が「コーポレート・ガバナンスの対象リスト」<sup>8</sup>に挙げられる。これら企業のうち、経営方針に関する疑問・問題、業績不振や特定の取締役への権限集中などで問題を有している企業を個別に選定し、直接尚且つ積極的に改善を迫る。そして、企業と交渉している事を公表した上で話し合いを更に進める手段を取っているのである。

1994年には、大手鉄鋼会社のUSXやIBMなどの大企業がカルパーズの標的リストに名が挙がることもあった。カルパーズによると、「ほとんどの企業が話し合いに応じるし、株主総会までに合意に達する例が多い」<sup>9</sup>と伝えられている。カルパーズの影響力は強く、1997年には米国のコンピューター大手であるアップル社の株価の低迷に不満を募らせ、株主の意向を受けた取締役会にCEO（最高経営責任者）の更迭を踏み切らせた事もある<sup>10</sup>。

<sup>5</sup> Federal Reserve Board, Flow of Funds, (definition of terms)

<sup>6</sup> 一方、個人投資家には、ストック・オプション（Stock Option）の付与により株式を獲得した従業員や取締役が含まれている。彼らは、自社株を取得・転換する事で自社の個人株主となり、それにより彼らが必然的に株価を上げようと努力する事に繋がる狙いがある。従業員と取締役は、自社を簡単に売り物にするような行動はしないであろう事から安定株主に近い立場と見なされる。以上のように、一般個人投資家にも少なからず安定株主が存在する事になる。

<sup>7</sup> 朝日新聞、1997年6月28日付け朝刊

<sup>8</sup> [http://www.zdnet.co.jp/news/9709/05t\\_apple.html](http://www.zdnet.co.jp/news/9709/05t_apple.html) (99/12/06)

<sup>9</sup> 朝日新聞、1994年6月21日付け朝刊

<sup>10</sup> 朝日新聞、1994年6月21日付け朝刊

同時に、コーポレート・ガバナンスの基準を達成していない企業に対する投資・株式所有は禁止されており、委託運用の場合も投資家に同様の基準を設けている。カルパーズの基準には、規律こそが企業価値拡大の要因であるとの考えが背景にある。投資家に対してディスクロージャーを行わない企業は、株主価値を尊重せず投資家をないがしろにする傾向が強くあり、このような企業への投資はリスクが高すぎると判断している<sup>11</sup>。また、ターゲット企業が株主価値を最大化できない状況である場合、短期利益が獲得できるのなら、敵対的買収に応じる姿勢があると考えられる。ちなみに、私的年金基金は積極的にコーポレート・ガバナンスに取り組む事はない。

## 2．米国での株式保有構造と敵対的買収の発生との関係

図表 6-3 米国における敵対的買収の成功率

	発生件数	成功件数	成功率
1980	5	3	60.0%
1981	44	18	40.9%
1982	43	12	27.9%
1983	40	18	45.0%
1984	42	12	28.6%
1985	64	19	29.7%
1986	71	19	26.8%
1987	80	27	33.8%
1988	89	29	32.6%
1989	49	14	28.6%
1990	19	3	15.8%
1991	10	3	30.0%
1992	11	4	36.4%
1993	60	2	3.3%
1994	40	14	35.0%
1995	75	20	26.7%
1996	54	14	25.9%
1997	37	9	24.3%
1998	20	4	20.0%
1999	25	11	44.0%
2000	18	9	50.0%
2001	7	2	28.6%
2002	3	0	0.0%
<b>Total</b>	906	266	30.2%

出所： Thomson Financial 及び Mergerstat のデータから著者が分析

米国における敵対的買収の成功件数を見てみると（図表 6-3）、1980年に3件だったのが、1988年には29件と上昇している。成功率をみると、非敵対的買収は1980年の平均が89%と高い成功率を収めているが、敵対的買収の場合、1980年では60%、最も成功件数が多かった1988年には32.6%と低い成功率である。なぜ、このような現象が起きたのだろうか。株式保有構造との関連性を検証してみる。

<sup>11</sup> 朝日新聞、1997年6月28日付け朝刊

図表 6-4A 米国で敵対的買収が成功した企業の株式保有構造 (1980 - 2002)

不特定個人投資家	機関投資家 (会社発表数字適用)								合計	%
	5% - 9.99%	10% - 19.99%	20% - 29.99%	30% - 39.99%	40% - 49.99%	50% - 59.99%	60% - 69.99%	70% - 79.99%		
5% 未満										
5% - 9.99%										
10% - 19.99%										
20% - 29.99%				1	38	27	4	1	71	26.7%
30% - 39.99%				1	45	22	5		73	27.4%
40% - 49.99%			1	16	18	4			39	14.7%
50% - 59.99%		1	2	18	7				28	10.5%
60% - 69.99%	1	3	19	4	5				32	12.0%
70% - 79.99%		8	15						23	8.6%
合計	1	12	37	40	113	53	9	1	266	
%	0.4%	4.5%	13.9%	15.0%	42.5%	19.9%	3.4%	0.4%		

出所：Thomson Financialのデータより著者が分析

図表 6-4B 米国で敵対的買収が成功した企業の株式保有構造 (1980 - 1989)

不特定個人投資家	機関投資家 (会社発表数字適用)								合計	%
	5% - 9.99%	10% - 19.99%	20% - 29.99%	30% - 39.99%	40% - 49.99%	50% - 59.99%	60% - 69.99%	70% - 79.99%		
5% 未満										
5% - 9.99%										
10% - 19.99%										
20% - 29.99%				1	14	11	1	1	28	16.1%
30% - 39.99%					25	10	2		37	21.3%
40% - 49.99%					13	12	4		29	16.7%
50% - 59.99%		1	2	17	7				27	15.5%
60% - 69.99%	1	3	17	4	5				30	17.2%
70% - 79.99%		8	15						23	13.2%
合計	1	12	34	35	63	25	3	1	174	
%	0.6%	6.9%	19.5%	20.1%	36.2%	14.4%	1.7%	0.6%		

出所：Thomson Financialのデータより著者が分析

図表 6-4C 米国で敵対的買収が成功した企業の株式保有構造 (1990 - 2002)

不特定個人投資家	機関投資家 (会社発表数字適用)								合計	%
	5% - 9.99%	10% - 19.99%	20% - 29.99%	30% - 39.99%	40% - 49.99%	50% - 59.99%	60% - 69.99%	70% - 79.99%		
5% 未満										
5% - 9.99%										
10% - 19.99%										
20% - 29.99%					24	16	3	0	43	46.7%
30% - 39.99%				1	20	12	3		36	39.1%
40% - 49.99%			1	3	6	0			10	10.9%
50% - 59.99%		0	0	1	0				1	1.1%
60% - 69.99%		0	2	0	0				2	2.2%
70% - 79.99%		0	0						0	0.0%
合計	1	0	3	5	50	28	6	0	92	
%	1.1%	0.0%	3.3%	5.4%	54.3%	30.4%	6.5%	0.0%		

出所：Thomson Financialのデータより著者が分析

米国で敵対的買収が成功した企業の株主構造の推移を分析して見る（図表 6 - 4A ~ C）。図表 6 - 4B によると、まず、1980 年～1989 年までは個人投資家の持株比率が 20%台が 16.1%、30%台が 21.3%、40%台が 16.7%、50%台が 15.5%そして、60%台が 17.2%と推移している。他方、機関投資家の持株比率は 20%台が 19.5%、30%台が 20.1%、40%台が 36.1%、50%台が 14.4%そして 60%台が 1.7%である。つまり、1980 年代では個人投資家の持株比率が増加し敵対的買収の成功率は減少する傾向が見られる。次に 1990 年～2002 年までを分析した結果（図表 6 - 4C）、個人投資家の持株比率が 20%台が 46.7%、30%台が 39.1%、40%台が 10.9%、50%台が 1.1%そして、60%台が 2.2%と 1980 年代と比較すると個人投資家が敵対的買収の成功率に与える比率が大幅に減少している。その反面、機関投資家の持株比率は 20%台が 3.3%、30%台が 5.4%、40%台が 54.3%、50%台が 30.4%そして、60%台が 0%となっており、40%~59.99%の間が 84.7%を占め最も多い。また、この結果より 1980 年~1989 年の

50.6%と比較した場合、機関投資家が敵対的買収の発生に与える影響は大幅に強まったと言える。

上記分析結果から、機関投資家の持株比率が高い程、敵対的買収の発生頻度が高い事が推測される。この敵対的買収の発生頻度の上昇は、顧客の資産を預かり株式として運用し、短期利益を重視するため、機関投資家によってもたらされたと考える事ができる。なぜなら、以前でも説明した通り、委託者の利益を尊重する米国の機関投資家は、公開買付（TOB）など利益獲得機会に応じず株式を保有したままでいて、もし株価がその後下がったならば委託者から解約されるか、職務怠慢などで法的に訴訟を起こされる恐れもあるからである。よって、投資先企業に敵対的買収が仕掛けられた場合、市場より高い価格で公開買付が提示されると、機関投資家は売却に応じるのである。即ち、利益獲得の機会が敵対的買収の仕掛けにより発生した場合、米国の機関投資家は日本とは対照的に所有株の売却を優先的に考慮する。

図表 6-5 米国における敵対的買収における市場価格超過分（成功例）の構成比（1980 - 2002）

年	発生件数	成功件数	0-20%	20.1%-40.0%	40.1%-60.0%	60.1%-80.0%	80.1%-99.9%	99.9%超
1980	5	3			1	1	1	
1981	44	18			5	9	4	
1982	43	12			4	7	1	
1983	40	18	4	4	5	4	1	
1984	42	12	3	5	3	1		
1985	64	19	3	7	8		1	
1986	71	19	4	6	8			1
1987	80	27	6	5	14	2		
1988	89	29	5	11	11		1	1
1989	49	14	1	7	6			
1990	19	3			1	1	1	
1991	10	3		1		1	1	
1992	11	4		1	2			1
1993	60	2				1	1	
1994	40	14	1	7	6			
1995	75	20	4	5	7	2	2	
1996	54	14	1	7	5	1		
1997	37	9		5	4			
1998	20	4		3	1			
1999	25	11	1	5	4		2	
2000	18	9		2	4	2		
2001	7	2		1	1			
2002	3	0						
合計	906	266	33	92	107	21	10	3
合計件数に占める%			12.41%	34.59%	40.23%	7.89%	3.76%	1.13%

出所：Thomson Financial及びMergerstatのデータから著者が分析

図表 6-6 米国における敵対的買収における市場価値超過分（失敗例）の構成比  
（1980 - 2002）

年	発生件数	失敗件数	0-20%	20.1%-40.0%	40.1%-60.0%	60.1%-80.0%	80.1%-99.9%	99.9%超
1980	5	2	2	3				
1981	44	26	9	10	6		1	
1982	43	21	6	13		1	1	
1983	40	22	11	6	3	2		
1984	42	30	18	11	1			
1985	64	45	22	20	1	2		
1986	71	52	19	27	4	1	1	
1987	80	53	17	29	3	3	1	
1988	89	60	39	19	2			
1989	49	35	19	13		2	1	
1990	19	16	12	4				
1991	10	7	3	4				
1992	11	7	4	2	1			
1993	60	58	29	20	3	4	2	
1994	40	26	12	13	1			
1995	75	55	19	34		2		
1996	54	40	10	25	1	3	1	
1997	37	28	20	8				
1998	20	16	4	10	1		1	
1999	25	14	7	7				
2000	18	9	5	3				1
2001	7	5		4	1			
2002	3	3		3				
合計	906	630	287	288	28	20	9	1
合計件数に占める%			45.56%	45.71%	4.44%	3.17%	1.43%	0.16%

出所：Thomson Financial及びMergerstatのデータから著者が分析

第 2 に米国で敵対的買収が成功しやすい要因として公開買付の時に支払われる高いプレミアム率が関係していることが推測できる。これをプレミアム・セオリーと名づける。敵対的買収では市場より高い価格が株主に提示されるが、機関投資家は委託者の利益を考慮しているため、敵対的買収時のプレミアムがどのくらいのものなのかに大きな関心を寄せている。図表 6 - 5 によると 1980 年~2002 年までの敵対的買収が成功した案件のプレミアム率の推移を分析したところ、合計件数に占める割合では 20.1%~40%と 40.1%~60%の比率が 34.59%と 40.23%で最も高い。その反面、図表 6 - 6 で失敗した場合を分析してみた結果、プレミアム率が成功した案件より低く、プレミアム率が 0%~20%と 20.1%~40%の比率がそれぞれ合計件数に占める割合の 45.56%と 45.71%である事が分かる。成功及び失敗案件の 1990 年~2002 年に支払われたプレミアム率は平均 43.1%であるので、失敗した案件はプレミアム率が平均より低い事が分かる。また、100%以上のプレミアムをつけるものが成功件数では 3 件もあったが失敗件数ではわずか 1 件である。1960 年代には、公開買付のプレミアム率が 15~20%<sup>12</sup>であったという事を考えると、敵対的買収が最も活性化した 1980 年は高いプレミアムの時期である。いずれにしても、敵対的買収は一般的な買収・合併と比較すると決して高い成功率ではないが、成功した時には高いプレミアム率を獲得することができるのは確かである。すなわち、”implicit contract” 理論により Shleifer and Summers (1987)、Knoeber(1986)が主張するように、敵対的買収は、企業が社会へ貢献するよりは、株主へ利益を移す役割を果たしているのである。そして、短期利益を重視した機関投資家の増大により敵対的買収が受け入れられ活性化していくと共に、機関投資家がプレミ

<sup>12</sup> Corporate Takeovers: Cause and Consequences, Alan Auerback, ed. University of Chicago Press.

アムに関心を持ち重要視するようになったためプレミアム率が上昇していったと考えられる。

敵対的買収を仕掛ける投資家にとって、プレミアムを高くつけてまでも採算が見合う投資が基準となるため、敵対的買収の対象は米国では株価が低く業績の悪い企業が中心となる場合が多いと考えられる。また、プレミアムが上昇する中、敵対的買収を行う企業は、主に銀行や高利回り債（一般的にハイ・イールド・ボンドもしくはジャンク債）市場などから資金を調達し買収を行う傾向が強い。時には、業績の良い企業でさえ、敵対的買収のターゲットとなった。

更に、これら株式保有構造の変化と株価に対するプレミアムが敵対的買収に成功をもたらしたかを検証してみる。まず、米国で敵対的買収が普及した要因として、資金の流入形態の重要性、即ち資金流入説、が挙げられる。例えば、1985年度から1992年度の機関投資家（企業年金基金、州・地方政府年金基金・投資会社・生保会社・その他保険会社）の株式保有は比率として見ると2倍から4倍に拡大している。この中でも特に年金基金による保有額が増大している。1960年には市場の約4%、もしくは170億ドルを占めていたのに対し、1990年には約27%にあたる9120億ドルを占めている。2000年には37,010億ドルで約24%を占めるほど保有額が上昇している。

このように、機関投資家の持株比率が上昇し株式保有額が増大する中で、彼らの投資基準を達成することが困難になりつつある。これは、年金などの機関投資家は巨額の新規資金を運用しなければならないため、投資収益率を高い水準に維持していく事が困難になってきたためである。すなわち、投資して株価を高めても一度に大量の株式を売却してしまえば直ちに株価が下がってしまうのである。一方、長期保有するのであれば、経営内容をチェックし改善する方が有益になるという見方もできるだろう。

上記に加え、年金基金は人口構成や平均年齢・死亡率といった変数を基に、長期的な歳入・歳出額が予想できる事から長期保有・投資を可能にしている。このような背景のもと、機関投資家の多くは、株式のアクティブ運用（ハンズオン型運用）により収益率を向上させる方法だけでなく、積極的に経営に影響を及ぼせる株主としての立場を選びつつある。つまり、投資収益を目的とした保有から、経営監視を強める方向に変わってきているのである。図表6-7の機関投資家による株主権の行使件数を見て分かるように、1990年から1991年にかけて行使件数がピークに達しており、機関投資家による積極的な経営関与を見出す事ができる。

図表6-7 機関投資家による株主提案権の行使件数の推移 日米の比較

	米国	日本
1986	164	NA
87	144	6
88	123	7
89	139	11
90	171	12
91	139	15
92	120	16
93	119	17
94	111	15
95	100	16
2000	NA	20
2001	NA	24

出所：米国 American Society of Corporate Secretaries, Report on Shareholder Proposals July 1

日本 日本証券取引所、日本金融新聞1998年6月4日

それに伴い、1992年には機関投資家の協調行動への規制が緩和され、機関投資家のより一層の経営監視が強化された。

米国企業では、取締役会は株主を代表してCEOを監視する役割があるが、取締役を代表する会長がCEOを兼任しては、自らが自らを監視する立場に置かれ矛盾が生じる。そこで、多くの機関投資家は会長とCEOの分離を要求している。このように、会長とCEOを分離することによって、会社内での強力な権力者が出現する事を抑えようとしている。この考えを基にして、カルパーズは、コーポレート・ガバナンスの一つとして取締役の独立性の向上を常に求め、企業側が受け入れられないと徹底的に批判するスタンスを持っているのである。

米国では、1970年代に、銀行の役員・顧問弁護士が主に取締役に就任していた。しかし、過去も現在も当該企業に関与していないものが社外取締役として求められている。社外取締役は、取締役の独立性と関係が深い。

スペンサー・スチュアート社の調査結果によると、1990年から1995年の間に「社外取締役が増加した」との回答が91%、「社外取締役が減少した」がわずかに2%となっている。機関投資家が会長とCEOの役職・役割の分離を要求し、取締役の独立性を強く求めているために、社外取締役が増加したと考えられる。他方、企業も機関投資家から名指しで批判されないようにするために、取締役の独立性を追求している。

TIAA-CREFは米国で私的年金基金としては最大規模であり、カルパーズと双璧と見られている<sup>13</sup>。TIAA-CREFは1993年にコーポレート・ガバナンスに関するガイドラインを採択し、このガイドラインに沿ってGMなどの大手企業がガイドラインを作成している。

TIAA-CREFのガイドラインは、取締役の独立性などを規定しているが、カルパーズと異なりCEOと会長の分離を要求しない。TIAA-CREFには、コーポレート・ガバナンス及び企業の社会責任を担当する委員会があり、委任状の内容及びその時々の上社会的責任（難民、人種差別、環境問題など）を検討した上で、委任状を送るようにしている。また、TIAA-CREFは、企業と交渉する時、カルパーズとは対照的に企業名を公表せず水面下で行う（quiet negotiator）場合が大半である。TIAA-CREFがその事実を公表するのは企業と話し合った後に株主総会で株主提案として扱われる場合である。1年間に15から25の株主提案を提出するが、株主総会で取り上げるといって会社は真面目に対処するので実際は少ない。したがって、企業と大きな対立を招く事はない。経営者との水面下での話し合いの結果、互いの考え方が違う事を確認した場合は、提案は株主総会にかけられる。例えば、1997年に、ウォルト・ディズニー社の取締役会の独立性で決議を提案し経営者と話し合いをした事例が挙げられる。このように、受託者として株主の権利の行使をするために、経営に積極的に関与する事により経営陣を監視しているのである。

このように、米国の機関投資家は従来のウォール・ストリート・ルール、もしくは利益主義を基本としており、業績が悪ければ即時に売却するというような投資目的で株式を運用してきたといえる。そして、様々な企業が会計スキャンダルで訴訟を起こされコーポレート・ガバナンスのあり方が問われている現在では、投資会社などは投資利益主義を基本に積極的な株主活動を活発化している。主要機関投資家の株式売買回転率を見ると（図表6-8）、マネー・マネージャーが59.2%と高く、投資会社が42.3%、民間年金が24.8%、公的年金が20.7%という結果となっている<sup>14</sup>。このように投資状況を見ると、機関投資家によってかなりの差がある事が分かる。

<sup>13</sup> 財団法人経済後方センター（1999）『前掲報告書』41頁

<sup>14</sup> Brancato (1996)pg 27

図表 6-8 米国における主要機関投資家の株式売買回転率（1996 年）

投資会社	59.20%
保険会社	46.40%
投信ファンド	42.30%
銀行	25.30%
年金基金（民間）	24.80%
年金基金（州・地方政府）	20.70%
平均	36.45%

出所：Brancato(1996) 27頁より

年金基金を中心とした株式売買回転率が低い部門では、主要機関投資家は株式を長期保有し積極的な株主の行動をすることで経営を監視し企業業績を向上させようとしている。いわば、コーポレート・ガバナンスを重視した行動をとっているように見える。しかし、1995 年に 240 の機関投資家等を対象とした「機関投資家は何を基準に投資を行っているか」という調査で、「コーポレート・ガバナンスで判断する」が 33%、「企業の成長性で判断する」が 85%、「株価等のパフォーマンスで判断する」が 90%という結果が得られている。ウォール・ストリート・ルールが困難となり、コーポレート・ガバナンスを重視するようになったといっても「株価のパフォーマンスで判断する」と考えている機関投資家が多いことから、敵対的買収が投資先企業に仕掛けられた場合、このような株価パフォーマンス重視の判断基準を持っているのであれば、敵対的買収に応じる事になると考えられる<sup>15</sup>。

敵対的買収とコーポレート・ガバナンスは必ずしも同時期に発生したのではない。米国でも、1930 年代では所有と経営が現在の大半の日本企業と同様に分離されており、株主が金融リスクを負う一方で経営者が企業を支配していた。この見方は、アドルフ・バーリーら数名の学者によって論じられている。米国ではその後、米国企業の経営者の実績と責任を大きく批判しており、1980 年代から経営者の責任をコーポレート・ガバナンス制度の導入により強化した。それと同時にストック・オプションの付与を通じた株主経営者の実績評価により株主に対する企業価値最大化を図る仕組みが一般的になった。その結果、米国の株主の在り方には、バーリーなどが論じた企業の所有権と経営権を統合しようとする姿勢が見られる。つまり、経営者が経営権を握るのではなく、機関投資家が株式を保有する事で経営陣を監視し、経営権を握っているようなものである。また、合併・買収が成立するまで株式を保有する機関投資家が増えており、合併・買収の正否を握るような重要な存在になっている。

これまで見てきたように、米国では経営に関する監視機能及びチェック機能を果たす役割は、主に年金基金によって行われている。そして、特に公的年金基金であるカルパーズが中心的な役割を果たしている。カルパーズは「我々は、反理論的、無能な経営者を更迭する義務を負う」と強調している。即ち、この義務は、敵対的買収の市場規律機能に相当するものであると考えられる。

上記によると、米国ではカルパーズのように、機関投資家が監視機能の役割を果たすようになった事から、敵対的買収の成功率は高まったと思われる。つまり、株主価値拡大を目的とする機関投資家にとって、機会利益を獲得するために所有株を売却することが敵対的買収を成功させる大きな要因となっていると思われる。

<sup>15</sup> 富士総研研究所（1998）「欧米のコーポレート・ガバナンスに学ぶ」『研究レポート』3月、53頁



## 第3節 日本における株式保有構造

### 1. 日本の株式保有構造の特徴

日本では機関投資家が安定株主という役割を果たし、米国と比較すると機関投資家が消極的であり敵対的買収が発生し難いと考えられる。例えば、日本の株式保有構造を見ると、1949年には、個人株主の株式保有が69.1%を占めていたが、その後、減少の一路を辿っている。他方、金融機関は、1950年度に12.6%を占めていたが、1988年度に過去最高の所有率42.5%、2002年末時点では40.1%を占めている。また、事業法人等は、1949年に5.5%を占めていたが、1973年には過去最高の27.5%を占め、その後も依然として20%を占めている<sup>16</sup>。以上から、日本の株式保有構造の大半は金融機関と事業法人等が占めている事が分かる。したがって、敵対的買収が成功するには、金融機関と事業法人等が保有する株式の取得が必要であると考えられる。

企業を個別に見ると、電気メーカー大手の東芝と日立製作所では事業法人と金融機関とを合わせると東芝が58%、日立が61%近くを占めている。したがって、両社の場合、事業法人と金融機関が安定株主となっており、両株主等が公開買付で売却しない限り敵対的買収の成功度は極めて低いと思われる。ただし、2000年より、両社の株主である金融機関が保有していた株が売却されつつあり、メインバンクが同意しなければ敵対的買収は更に成功が厳しいと思えた1980年代後半のバブル期に比べ保有比率が40%まで下がってきている。

もっとも依然として日本企業の株式の半数以上を保有する金融機関と事業法人等が、企業に対して大きな影響を与える存在となっている。また、日本では銀行の役割が重要である。米国と異なり、日本における機関投資家とは、生命保険会社、損害保険会社、年金基金及び投資信託であり、銀行は含まれない。生命保険会社、損害保険会社、年金基金及び投資信託は、顧客から資金を預かり運用する立場であるが、銀行は、自らの利益とリスクにおいて資金を運用するので、資金運用との関わり方に質的な違いがある<sup>17</sup>。

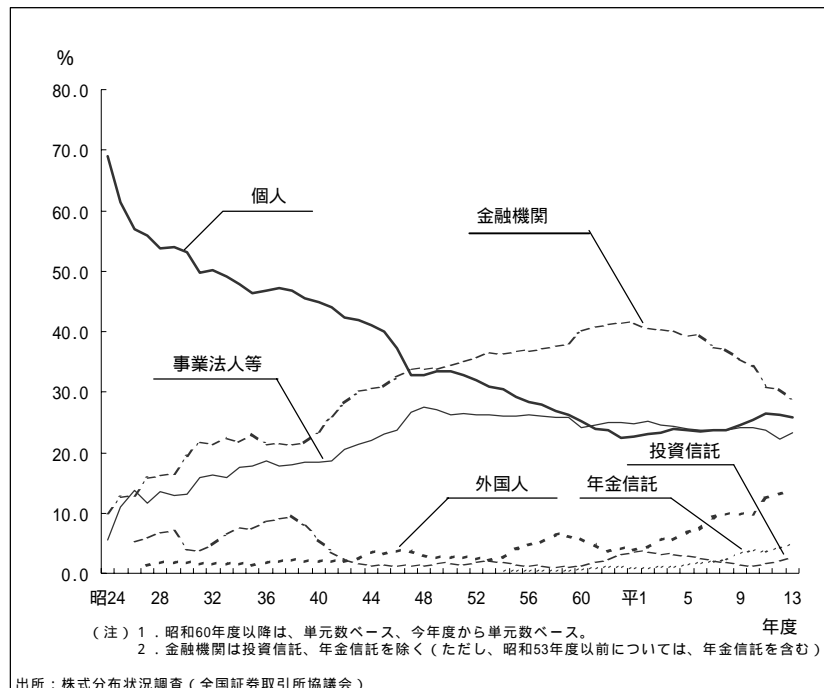
---

<sup>16</sup> 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

<sup>17</sup> 坂本恒夫（1996）「都市銀行支配とコーポレート・ガバナンス論」『同志社商学』第48巻第1号

図表 6-9 日本における所有者別持株比率の推移  
単位 (%)

	金融機関	投資信託	年金信託	事業法人等	個人	外国人
昭24	9.9			5.6	69.1	
25	12.6			11.0	61.3	
26	13.0	5.2		13.8	57.0	
27	15.8	6.0		11.7	55.8	1.2
28	16.2	6.7		13.5	53.8	1.7
29	16.6	7.0		13.0	54.0	1.7
30	19.5	4.1		13.2	53.2	1.7
31	21.8	3.8		15.8	49.8	1.5
32	21.4	4.7		16.3	50.1	1.5
33	22.4	6.6		15.8	49.1	1.4
34	21.7	7.6		17.5	47.8	1.4
35	23.1	7.5		17.8	46.3	1.3
36	21.4	8.6		18.7	46.7	1.7
37	21.5	9.2		17.7	47.1	1.8
38	21.4	9.5		17.9	46.7	2.1
39	21.6	7.9		18.4	45.6	1.9
40	23.4	5.6		18.4	44.8	1.8
41	26.1	3.7		18.6	44.1	1.8
42	28.2	2.4		20.5	42.4	1.8
43	30.3	1.7		21.4	41.9	2.3
44	30.7	1.2		22.0	41.1	3.3
45	30.9	1.4		23.1	39.9	3.2
46	32.6	1.3		23.6	37.2	3.6
47	33.8	1.3		26.6	32.7	3.5
48	33.9	1.2		27.5	32.7	3.0
49	33.9	1.6		27.1	33.4	2.5
50	34.4	1.6		26.3	33.5	2.6
51	35.1	1.4		26.5	32.9	2.6
52	35.8	2.0		26.2	32.0	2.3
53	36.6	2.2		26.3	30.8	2.1
54	36.4	1.9	0.5	26.1	30.4	2.5
55	36.9	1.5	0.4	26.0	29.2	4.0
56	36.9	1.3	0.4	26.3	28.4	4.6
57	37.3	1.2	0.4	26.0	28.0	5.1
58	37.6	1.0	0.4	25.9	26.8	6.3
59	38.0	1.1	0.5	25.9	26.3	6.1
60	40.2	1.3	0.7	24.1	25.2	5.7
61	40.8	1.8	0.9	24.5	23.9	4.7
62	41.2	2.4	1.0	24.9	23.6	3.6
63	41.5	3.1	1.0	24.9	22.4	4.0
平1	41.4	3.7	0.9	24.8	22.6	3.9
2	40.7	3.6	0.9	25.2	23.1	4.2
3	40.5	3.2	1.0	24.5	23.2	5.4
4	40.2	3.2	1.1	24.4	23.9	5.5
5	39.4	3.0	1.4	23.9	23.7	6.7
6	39.3	2.6	1.6	23.8	23.5	7.4
7	37.5	2.1	1.8	23.6	23.6	9.4
8	37.0	2.0	2.3	23.8	23.6	9.3
9	35.5	1.4	3.3	24.1	24.6	9.3
10	34.3	1.2	3.8	24.1	25.4	10.0
11	30.9	1.6	3.6	23.7	26.4	12.4
12	30.5	2.2	4.3	22.3	26.3	13.2
13	28.6	2.7	4.9	23.2	25.9	13.7



では、米国の機関投資家のように、日本の機関投資家は積極的な株主活動をしているのだろうか。まず、投資信託の動向を見ると（図表 6 - 9）、1963 年に過去最高 9.5% を占めたが、その後は 1965 年の証券恐慌で打撃を受けたために減少の一途を辿り、1980 年代半ばには約 1% に留まっている。その後、1980 年代後半には 3% 台に上昇したが、持株比率から見ると決して強力な投資部門とは言えない。しかし、1990 年代半ばからは市場の 2 極化が始まり、投資信託ブームを引き起こした結果、1999 年には 1 年間で約 20% 増え 52 兆円になった。2002 年度では株式市場の低迷が発生したにも関わらず、投資信託の時価総額は 56 兆円と大きく増加し<sup>18</sup>、今や株式市場を買い支える存在になっている。銀行預金の低金利や債券の低利回りで、最近は個人だけでなく地方の金融機関や一般企業が投資信託を大量に買い求めるようになり、徐々に投資信託が注目されつつある事が示唆されている。

続いて、生命保険会社であるが、日本の生命保険会社のほとんどは、現在のところ、相互会社であるので企業との株式持合は不可能である。したがって、利害関係のない一方的な保有がほとんどである。しかし、生命保険会社は、同じ企業集団、融資先、団体保険の契約先そして年金の受託という関係を投資先ともつことがある。生命保険会社は、これらの関係を継続するために、配当、株価にウエイトをおいた投資はしない。まして、業績が悪いからといって、株式を放出することはない。更に保険会社や年金基金は公共性が高い機関ということで資金運用にいくつかの規制がかけられていて、高い採算だけを求めた投資はできない。そのため、企業の株式を長期的に保有しているのである。

例として、日立製作所の場合、1995 年度から 2000 年度にかけて、売上高、経常利益、当期純利益のすべてが減少しているのにも関わらず、日本生命保険及び第一生命保険会社の保有株式数が増加している。他方、東芝の場合は、同時期の売上高、経常利益、当期純利益が減少し、生命保険会社の株式保有の減少傾向が見られるが、大幅な放出は見られない。同業者の中でも NEC、富士通、松下電器産業にも同じ傾向が見られる。限定的なケースであるが、生命保険会社は長期的な視野に立って投資を行う安定株主としての存在である事がうかがえる。

もっとも、機関投資家が安定株主で在り続ける事に関して、投資家が長期的な視野に立ちながら株式投資を行っているといえれば聞こえは良いが、これは決して株主として株価を重視しているということは意味しない。即ち、「持合」という発想から相互の利害関係が生じているため、コーポレート・ガバナンスが重視されつつある現在でも、株式の売却が敬遠されている。このような企業間の持合は、保有していれば株価が急上昇した高度成長期以降の残骸であり、投資家軽視、保険加入者無視に過ぎないと批判もできる。

これまで述べたように、日本では金融機関と事業法人の株式保有比率が高い。そして、米国のような積極的な株主活動をしている機関投資家は見当たらないどころか敬遠されている。**株式所有の非個人化が、米国では「機関化現象」であるのに対し、我が国では金融機関を中心とする「法人化現象」という特徴が明確になっている。その法人化現象を追求すると、企業間での株式相互持合が機関投資家の行動を妨げる一番大きな問題としてあげられる。また、この頑固とした企業間の持合こそが、敵対的買収を防ぐ最大の防御にもなっているとも言える。**

---

<sup>18</sup> 日経金融新聞（2003 年 1 月 22 日）

## 2. 機関投資家による株式相互持合の影響

次に機関投資家の行動を妨げる一番大きな問題である株式相互持合を考察する。株式相互持合は、戦後、特に二つの時期を中心に発生したと思われる<sup>19</sup>。第2次世界大戦前の財閥においては、持株会社である財閥本社が傘下の大企業の株式を保有し、これら大企業が更に傘下の多くの企業の株式を保有するという形で、ピラミッド型になっていた。そして、財閥本社の株式は財閥系列が閉鎖的に保有してきたのである。しかし、敗戦後の1945年、財閥解体<sup>20</sup>などの戦後改革が開始され、三井・住友・三菱・安田の4つの財閥がGHQの司令により解体された。そして、1947年に、独占禁止法（2000年に改正）が導入され、金融機関による株式保有が発行済株式総数の5%以下に制限される事になった（現：5%ルール）。また、この時期は証券民主化運動の下で、閉鎖的に所有されていた財閥保有株式が個人に優先的に売却されたため、1949年には個人投資家の持株比率が約70%に達した。大量の株式が放出されても消化が困難となり、そのための混乱を防ぐために証券会社名義を使った事実上の自社株保有や他人名義での株式も多くあった。しかし、その後、個人投資家は減少し、その一方で、金融機関の持株比率が増加していった。

上記の状況下、敵対的とも思われる株の買占め事件も多発した。例えば、1952年には陽和不動産（現：三菱地所）の株式が仕手筋である藤網久次郎により、発行株式の35%を買収されるという事件が起こった<sup>21</sup>。この株式は、三菱グループ11社により最終的には買い取られ、乗っ取りは防がれた。このような敵対的とも思える株式の買占めが発生した事が原因で、乗っ取りを防御する手段として、同じグループの銀行や企業に株式を所有してもらおう傾向が広まった。その結果、企業間の「持合制度」を強化されていったのである。そして、1949年と1953年の二度に渡って独占禁止法が改正され、事業法人の株式保有が大幅に緩和されていった。また、金融機関は、多くの企業株式を買い取り安定株主として存在し始めた。このように、米国とは対照的に、日本における機関投資家は、同グループ企業を敵対的買収もしくは乗っ取りから防御する目的として株式を購入しており、株主として企業価値拡大を訴える目的で投資していないことが分かる。

さらには、1964年のOECD加盟により資本自由化に拍車がかかり、外国の圧力が加わり国際競争力を強化しなければならなくなった。資本が自由化されるという事は、日本の株式を自由に市場で売買できるようになるということである。そのため、日本企業が外国企業の敵対的買収にさらされる可能性も懸念された。そこで、外国資本に対抗（また阻止）するために安定株主工作が行われるようになり、その結果、財閥系企業集団の強化と新興企業集団の形成へと発展して行った。

図表 6-10A 日本における1960年代の株式持合比率

	単位 (%)									
	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	平均
三井	9.45	8.80	9.63	10.31	10.04	10.52	11.58	12.34	13.10	10.64
三菱	17.36	17.30	17.75	17.86	17.20	16.81	16.94	17.74	19.47	17.60
住友	18.42	20.13	19.19	19.83	18.79	18.43	19.03	20.42	21.26	19.50
芙蓉	10.70	10.49	10.34	11.31	10.85	11.17	12.33	14.55	15.47	11.91
一勸	10.53	10.14	10.18	9.44	10.26	10.85	12.62	15.84	15.66	11.72
三和	7.54	7.58	9.96	10.81	9.02	9.07	9.61	10.64	10.86	9.45
									平均	13.47

<sup>19</sup> 伊藤邦夫（1993）『株式持合』154頁

<sup>20</sup> 坂本恒夫（1982）『前掲誌』85頁

<sup>21</sup> 奥村宏（1990）『前掲書』137-140頁

図表 6-10B 日本における 1970 年代の株式持合比率

単位 (%)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	平均
三井	14.14	14.65	16.14	17.25	17.37	17.23	17.25	17.47	18.39	18.62	16.85
三菱	20.71	22.74	24.55	26.04	26.57	26.41	26.70	26.78	26.66	26.56	25.37
住友	21.83	22.62	23.45	24.39	24.71	24.71	24.82	24.79	26.28	26.43	24.40
芙蓉	15.26	16.99	17.68	18.76	19.10	19.23	17.70	18.64	19.17	19.10	18.16
一勸	17.19	15.21	15.24	15.23	16.90	16.76	15.77	16.79	16.20	16.21	16.15
三和	11.18	11.19	11.73	12.21	13.01	13.15	12.59	11.72	11.74	11.80	12.03
										平均	18.83

出所：「系列の研究」

財閥系企業集団と新興企業集団の持株比率を見てみる。図表 6-10A と図表 6-10B によると 1960 年代の平均が 13.47%、1970 年の平均が 18.83%と、この間に株式相互持合が促進されたと考えられる。1960 年と 1970 年の旧財閥（三井・三菱・住友）の株式相互持合の平均比率が、新興財閥（芙蓉・一勸・三和）の比率を上回っている。そして、三菱・住友が株式持合を増やしている。

以上から、株式の持合は戦前の財閥傘下の企業間にも見られたが、その規模は小さいものであった。現在の株式相互持合は戦後の財閥解体により持株会社が解体され、傘下の旧財閥系企業群にとってはそれまでのいわゆる「安定株主」が消滅してしまったために、株式の買占めや乗っ取り事件が起こり、曲折を経ながら形成されたものと考えられる。また、1964 年の資本自由化幕開けは株式相互持合を進展させる原因にもなったのである。このような株式相互持合は、株式の流動性を妨げてしまうことにもなるのであるが、企業にとってどのような機能を持っているのであろうか。

株式には、売却するオプション（選択権）と株主総会での議決権を通じて企業に経営修正を行使するオプションの二つのコントロール・メカニズムがある。株主は直接、もしくは間接的に投資先企業に対し、コントロール・メカニズムを通じて圧力を加える事ができる。つまり、株式の保有は企業から見た場合、人質や武器を持っているかのごとく働きそれを通じて保有先企業の行動に対する支配力としての機能を持っているのである。したがって、株式のコントロール・メカニズムを通じて持合企業の行動が協調的となり、企業間関係が強化され長期安定保有が期待されるようになる。以上から、株式相互持合は当事者が協調的行動をとる事を保証する機能をもっていると考えられる。

一方、日本の株式の約 7 割を法人が保有している事は、法人が支配証券として株式を保有しているとも考えられる。支配証券とは、会社を支配するために株式を所有する事を指している。例えば、親会社が子会社を支配するために発行株式の 51%以上を保有する事は、支配証券に当てはまる。株式を保有する事で子会社への支配権を行使し、親会社の意思で子会社を行動させるのである。しかし、これを株式相互持合という観点で考えると、支配証券として株式を保有するのであるならば、お互いが「支配する側」と「支配される側」のどちらの立場にもなりうる。即ち、相互の行動を監視するのに近い機能であると考えられる。このような関係での株式相互持合は、利得を得るのが目的ではない。配当が低かろうと業績が悪かろうと重要ではないのである。株式相互持合は、積極的な株主行動を妨げ、経営者の意思を尊重するような「経営者支配」と静かな株主を作り上げていったのである。

株式相互持合の機能として、協調行動を強制しつつ、経営者支配を作り上げてきた事を述べてきた。これらに加えて、保有する株式価格の増減が企業財務に影響を及ぼすことは回避できず、株式保有が投資採算の観点から評価される事は免れない。しかも株式所有のこの側面は、「含み益」を源泉とする財務戦略の展開に積極的な役割を演じてきたのである。

以上をまとめると、株式相互持合は、敵対的買収を阻止するためだけでなく、企業間協調のもとで株主としての立場を互いに規制する事で、積極的な株主行動を排除しながら経営者支配を確立していった。そのため、本来の機関投資家としての機能を妨げる事になってしまった。奥村は「この分野での法律がいまいち整備されていない日本では、株主相互持合が普及したが、しかしそれは株式会社の原理に反するものであり、本来不合理なものである」と論じている。法律の未整備が浮き彫りになり、金融機関の所有株式が放出されるようになれば企業に対する経営者支配が薄れる事になり、敵対的買収を可能にする窓口が開くと考えられる。この現象はまさに現在起こっていることであり、今までは閉鎖的であった日本企業も、株式持合制度の効果が低下するに当たり、敵対的買収の可能性にさらされる事になりつつある。

そもそも、株式には二つのコントロール・メカニズムが在る事を述べた。その二つのメカニズムの規制は、もはや株式は流動化する事がなく市場での浮動株も少ない事を意味する。そのため、外部圧力を排除する事が可能になる。このような株式の相互持合は、取引への自由な参入を阻害する非常に日本的な「なれあい」構造であり、これは閉鎖的な経済社会である日本の姿を端的に表している構造であるとの批判も外国人研究者により多数ある。その閉鎖的な日本の姿を証明したのが、ブーン・ピケンズによる小糸製作所の株の買占め事件である。同氏は積極的な筆頭株主として行動したが、最終的には経営権獲得を断念した。この件は「米国の投資家がトヨタの下請けである小糸製作所の株式を 26%保有しながらも役員の椅子に座れなかった事は、この種の国際批判を巻き起こすきっかけとなっている」と批判された。日本では持合制度が根強く、敵対的買収は国内外投資家を問わず、日本の文化に反すると見られる向きもある。米国コーネル大学教授ジェローム・ハスは「過去に大日本インキ化学工業がライチホールド・ケミカルを敵対的買収で取得したり、日本の銀行が米国で合併・買収を手がけたりしているが「文化」という障壁が日本の中だけに都合良く収まっていることに世界は納得するのか」と批判している<sup>22</sup>。

以上から明らかなことは、株式相互持合は、裏切ることのない互いの契約行動を保証するような機能を持つ事から、機関投資家の株主としての行動を制約し、経営者に対する監視機能を果たす事を妨げている。株主相互持合の中心的な機能によって、株式の流動性や、個人投資家と機関投資家の投資拡大が妨げられているのである。

また、日本企業は海外で積極的に合併・買収を 1980 年代後半から 1990 年代半ばまで行っているのに対し、海外企業（外人投資家）からの合併・買収は整備されていない法律及び「文化」との障壁に守られて困難となっている。日本特有の安定株主及び株式相互持合は、非効率的に経営されている企業の経営者を更迭するのに必要な株式を自らが放出しない限り、外部投資家が行動を起こすのを困難にしている。このことから、敵対的買収を容認できない日本の犠牲になっているのは、少数株を保有している個人投資家なのである。

ここまでの株式保有構造をまとめて見る。まず、1970 年代までの株式保有構造の日米比較をしてみると次のような特徴が見られる。

- 1) 銀行の持株比率は日本が米国より高い。
- 2) 事業法人の持株比率は日本が米国より高い。
- 3) 保険会社の持株比率は日本が米国より高い。
- 4) 大株主（支配株主）の持株比率は日本が米国より高い。
- 5) 年金（公的、私的）の持株比率は米国が日本より高い。
- 6) 投資信託の持株比率は米国が日本より高い。

<sup>22</sup> 日本経済新聞社、1989年10月16日付、朝刊

7) 個人の持株比率は米国が日本より高い。

上記によると、日本では株式持合を目的とした投資行動が支配的であり、米国では投資収益を目的とした投資行動が支配的であることが分かる。1970年代までの日米比較をすると株主構成は異なるものの、機関投資家の株式保有比率には大きな相違は見られない。米国の機関投資家の比率が18%で、日本の機関投資家の比率は16.5%である。

続いて、最近の米国と日本の株主構成比率を比較してみる。2002年の米国における機関投資家（金融機関含む）の持株比率は46.4%であるのに対して、日本の機関投資家の持株比率は19%である。そして、機関投資家である年金基金を見ると、日本では2%と低いが、米国は22%と高い。また、投資信託は、日本で2%、米国では14%である。これら数値は1970年と比較すると、日本では年金基金による持株は上昇していないのに対し、米国では急激に上昇している。

また、1970年度の株主構成と1996年とを比較すると、日本および米国における個人の保有比率が大幅に減少している。そして、米国では年金基金が上昇し、日本では金融機関が上昇している。しかし、1970年代までの日米の株式保有構造の特徴は、米国の機関投資家の比率が日本と比較すると大幅に増加したのを除き全く変化していない。つまり**株式所有の非個人化が米国では「機関化現象」であるのに対し、日本では金融機関を中心とする「法人化現象」を引き起こしている。この株式保有の法人化が日本での株式取得による企業買収、乗っ取りもしくは敵対的買収を起こせなくしている**のである。同じような株式保有の集中化が1960年代から米国でも日本でも起こっているのだが、米国の集中化、即ち機関化は企業買収を盛んにさせ、日本の集中化、即ち法人化はそれを起こせなくするという対照的な現象を生んだのである。

米国の機関投資家は、ウォール・ストリート・ルールを基本として株式を保有していたが、現在、積極的な株主行動として企業の業績を重視し監視するような機能へと長期投資を行い経営に介入していく傾向が見られる。したがって、今後は益々、投資先企業に対する監視が強まっていく事になるであろう。他方、日本では安定株主、または協調行動を強いられている株主が大半を占める場合が多く、市場を介して経営者を監視するような機関投資家は、多数存在するとは言い難い。

以上の比較から、米国の機関投資家と日本の機関投資家では株式保有目的が根本的に異なっていることが分かる。この目的の違いにより、米国では敵対的買収が盛んであると同時に経営者に対して規律を求めたりする事ができる。また、カルパーズのような活動的機関投資家が出現するが、**日本では株式相互持合を通じて協調行動をとっているため、市場を通じて経営者を規律付けることを困難にさせている。**

また、米国の機関投資家は、顧客の利益を忠実に反映した行動を取らなければならない、機関投資家の資金運用の開示（ディスクロージャー）が積極的に求められている。しかし、日本の機関投資家の場合、資金運用のディスクロージャーが不十分であり、資金運用に対する評価もそれほど厳しくない。そのため、顧客の利益を忠実に反映した行動は見られない。このように、米国と比較することにより、日本の機関投資家の曖昧性が十分に理解できる。

しかしながら、戦後から続いた日本企業の株式保有の有り様も2000年からの財閥系の大型合併や金融機関同士の競争激化による生き残りに拍車がかかり、持合が解消傾向に向かっている。したがって、持合制度が乗っ取りや敵対的買収を防御する目的で活用されたのであれば、2000年から生じている持合制度の「崩壊」が、敵対的買収を促進させる触媒になるとも考えられる。そして、この考えを支えるのが1993年から急上昇している外国人投資家の動向である。彼らはコーポレート・ガバナンスを導入している企業に積極的に投資を行っており、1993年以降からは市場の二極化現象が起

こっている。つまり、日本の機関投資家とは逆に、外国人投資家は積極的に株主価値拡大を目的とした投資活動を明らかにし、日本企業には株価を重視した経営を求める傾向が見られる。

## 第4節 敵対的買収と銀行の役割の関係

### 1. 米国の銀行の役割

米国で商業銀行業務と投資銀行業務が分離されたのは、1933年のグラス・スティーガル法（銀行法）による。この法律の狙いは、1）銀行預金者を保護する、2）商業銀行業務と証券業務の利益相反問題を、両者を完全分離するという制度的方式により回避する、3）銀行の株式保有による経済集中力を排除する<sup>23</sup>、などである。これにより、米国の銀行は株式保有を禁止される事になった。

グラス・スティーガル法は、銀行の株式保有を直接禁止する法律ではなかった。つまり、銀行法が「解釈上」その行為を禁止していたのである。株式の自己売買に関するこれらの解釈上の問題を避けるために、商業銀行は子会社を通じて間接的に証券業務を行ってきた。1930年までは、新規発行額の約半分はこれらの子会社によるものである。グラス・スティーガル法が制定される以前は、証券子会社の破綻は、銀行に打撃を与え銀行の破綻を招く状況が続いていたのである<sup>24</sup>。そこで、これらの状況を回避するために子会社で証券を販売する銀行は利益相反であり、その利益相反は証券子会社と銀行を分離することにより取り除かれうると思われていた<sup>25</sup>。実際に、1933年のグラス・スティーガル法により銀行による株式保有が禁止された結果、証券子会社の破綻により銀行が打撃を受けることはなくなった。

以上から、米国の銀行が、企業の株式を保有する事に敬遠しがちなのは、一つに「米国の銀行が貸出先の株式を保有していると、株主としての利益と債権者としての利益が相反しているとして、銀行が他の債権者に先駆けて行った貸出回収が否認される可能性があると思われている」<sup>26</sup>からである。二つ目には、銀行が支配株主であるときには、当該銀行の貸出は実質的には株主としての出資と見なされ、その会社が倒産したときに他の債権者の貸出よりも劣後させられる恐れがあるからとも思われる<sup>27</sup>。そのため、経営が困難な企業に対して、銀行が支配的な立場を利用して、再建しようということは少ない。米国では1920年代の反省から1933年施行の銀行法により、銀行の株式投資は禁止されており<sup>28</sup>、銀行と証券は相互乗入れが禁止されている。よって、銀行持株会社の傘下で並列別会社組織として認められている証券会社（投資銀行部門）を通じて、金融機関以外の会社の議決権株式を5%までは保有することができるが、積極的に保有している姿勢は見当たらないということが、銀行による株式保有比率のデータから理解できる。

米国の銀行と企業は株式を互いに持ち合っていないため、日本の企業のように企業の中でも銀行が中心的な存在ではないことが分かる。日本の場合は、株式相互持合をしている銀行が企業を、企業が銀行を監視している事になる。では、米国の銀行は

<sup>23</sup> 菊池英博（1996）「銀行の株式保有禁止と金融持株会社」『経営論集』（文教大学）第6巻

<sup>24</sup> 北條祐雄（1996）『前掲書』119頁

<sup>25</sup> 同上書、同頁参照

<sup>26</sup> 深尾光洋、森田恭子（1997）『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社

<sup>27</sup> 同上書、同頁参照

<sup>28</sup> 菊池英博（1995）「日本に金融システム再建築への提案」『経営論集』（文京女子）



誰によって監視されているのであろうか。米国の金融当局は事前の行政指導ではなく、結果責任を厳しく追及する検査官的な立場であり、経営者の経営方針に細かく口を挟まない。米国の銀行の経営を監視しているのは、銀行株を純粋な投資目的として保有している「大口の機関投資家」であり、個人株主が頼りにしている「信用格付け会社」である。米国では、1980年代後半に起きた金融機関の経営破綻の増加から金融システムを守るために、あるいは今日の複雑な金融取引を規制当局が的確に把握する事が困難な事から、金融市場に市場規律を導入し、金融機関の監視を市場に委ねていると言われる。

では、銀行と企業の取引関係はどのようなものであろうか。まず、融資に関してみると、リスクは可能な限り排除する姿勢を保っている。米国では、リレーションシップの復活の兆しがあるが、日本ほど密接、もしくは固定的ではない。また、経営危機の際の救済に関して、流動性の提供とアドバイスはするものの、積極的にリスクを背負うことを避けるため、再建しようという試みはない。

銀行による合併・買収への対処はどのようなものなのか。仲介者と企業との信頼関係は、報酬契約という点に重点をおくと、利害関係をもたない「依頼人 代理人」といった明確な関係によって維持されている。明確な関係で取引することにより、銀行は敵対的買収に積極的に行動すると考えられる。米国で投資銀行が仲介人となる主な理由は、TOB や債券発行により資金調達を行う事が挙げられる。また、投資銀行にとっても大きな利益であり、過去の敵対的買収でも、多くの投資銀行が多額の資金を融資した事例は少なくない。したがって、米国で銀行の役割は、企業の取引において「依頼人 代理人」というビジネススタンスを守るものである。

米国において、市場が活性化し敵対的買収が盛況を成し遂げたのは、銀行と企業が利益を目的としたビジネスとしての関係を作り上げていった事が、一つの要因として挙げられる。日本のように、銀行が企業と株式を所有し合うことで協調行動を促すような関係は、米国とは異なり、敵対的買収を進める上で障害となるのである。

米国では銀行も企業と同様に市場によって監視されている。銀行は企業の株式を保有することが禁じられていることから、敵対的買収に対して積極的に行動する事ができる。保守的であった米国の大手投資銀行である J.P.モルガンやゴールドマン・サックスさえ敵対的買収が活性化した 1980 年には自ら企業側もしくは買収側のアドバイザーの役割を務めている。結局、株主の判断が重視されるのは、銀行が企業の株式保有を禁止されているからであると断言できる。

## 2 . 敵対的買収を妨げる日本の銀行と企業の関係

日本の株式保有構造を見てみると、金融機関が大きな比率を占めている。日本の銀行は現在、独占禁止法第 11 条により企業の株式を発行済株式総数の 5% (5%ルール) まで保有する事ができる。銀行の株式保有比率を見てみると、1953 年の独占禁止法の改正により 5%の上制限から 10%の上制限に緩和されたが、1977 年に独占禁止法の第 2 次改正が行われ銀行の保有比率が 5%に制限され、現在に至っている。しかし、この独占禁止法は銀行に対しての株式保有総額の上限についての規制は存在せず、数多くの会社の株式に投資する事は可能である。したがって、独占禁止法の 5%制限を除いては、独自の判断で保有総額を無視して株式保有ができる。

日本での株式保有の特徴として、日本企業の株式は、金融機関、特に銀行が中心となって保有していることが挙げられる。企業も取引銀行の株式を少なからず所有している。株式相互持合をすることにより、銀行と企業の間には協調行動が強制され、銀行は企業の経営に関して中心的な役割を果たす事になる。日本では主要取引銀行の

事を「メインバンク」と呼ぶが、それはまさに企業経営の中心的な役割を果たすからであると考えられる。また、メインバンクはメインバンクとなっている企業の株式を5%近く長期的に保有している。

メインバンクの役割を検討する事により、銀行が企業の経営に果たす役割を明らかにできる。そして日本では銀行の役割が敵対的買収を防御するメカニズムを作り上げている事が分かる。

メインバンクの役割は下記が挙げられる。

- 1) 企業と長期的・継続的・総合的な取引関係を維持している
- 2) その企業に対して最大の融資シェアを保有している
- 3) その企業の主な株主である
- 4) 役員などを派遣している場合が多い
- 5) 企業が経営困難に陥った時には、企業の再建を主導する

以上から、日本でのメインバンクと企業との関係は融資関係以上の関係であるという事がわかる。また、融資と株式の所有を同時に扱う事から、長期的かつ総合的な取引関係を築いていると言える。つまり、日本の銀行と企業との関係は、メインバンクを中心に非常に長期的で尚且つ固定的な関係である。貸出、株式持合、役員派遣など企業運営に必要な中核部分を握っている事から企業の財布を握っているとも考えられる。メインバンクが、上記であげた企業との関係のどこに力点を置いて取引しているかは、企業の規模・性格によって異なる。いずれにせよ、メインバンクはこれらの取引の中で高いシェアを占めている。

メインバンクは取引企業の経営にどのような役割を果たし、またどのような関係を築いているのだろうか。3つの機能（保険機能、情報機能、監視・支配機能）を検証してみる。

#### 保険機能

中谷巖は、企業集団を「相互保険システム」もしくは「企業間のリスクシェアリング」と論じている。「平常時には、グループ内の業績の悪い企業に対して直接・間接的に援助し、銀行との付き合いを重視するが、まさかのときには援助を仰ぐ行動なのである」<sup>29</sup>。いわゆる相互保険システムである。そして、「系列内では銀行はどちらかといえば、企業に対する保険者の立場にあり、業績が悪化すると融資条件を緩和するなどして、実質的な金利水準を引き下げる傾向が強い。これらの事実は、系列企業と銀行の関係が極めて密接であり、かつ安定的である事を示している」<sup>30</sup>。中谷は、銀行の役割が保険機能として存在している事を主張している。

同じく保険機能論を唱えているのは奥村宏である。奥村は「もっとも、メインバンクと言っても法律があるわけでもなければ、銀行と企業との間にメインバンクについての契約書が交わされている訳でもない。（中略）しかし、メインバンクは当該企業が経営危機に陥った場合、全責任をもって対処しなければならないものとされている」<sup>31</sup>。そして、同じ企業集団に属する銀行であるメインバンクが交代するような事は起こらない。奥村氏は、メインバンクが経営危機のための保険機能を果たし、なおかつメインバンクの固定性を主張している。

また、辰巳憲一は以下の様に論じる。「金融・資本市場のチェック機能は完全に果たされていないとする仮説には、株式市場が個人株主や比較的小規模な機関投資家

<sup>29</sup> 中谷巖（1983）「企業集団の経済的意味と銀行の役割」『金融ビジネス』12月、10頁

<sup>30</sup> 同上書、同頁参照

<sup>31</sup> 奥村宏（1985）「銀行の企業及び証券に対する経営戦略」『金融経済』212号

から構成されているとする暗黙の前提がある」<sup>32</sup>。この事には、「一般株主は独力で完璧な監視ができる訳でないがその能力を十分に発揮できるような監視機能を果たしており、逆に企業集団を形成する目的の内、かなり重要な要素は企業経営全般の監視機能を確立することにあるとも言えるだろう」<sup>33</sup>と述べている。

銀行が企業の保険機能を果たしている下では、敵対的買収は企業のみでなくメインバンクに対しての挑戦ともとらえられる。しかし、現在に見られる様にメインバンク制度が銀行の弱体化により徐々に崩壊しつつあるなか、銀行は自らの生存を重視するため、企業に対しての保険機能が薄れてきつつある。したがって、銀行が企業離れ、もしくは企業が銀行離れをし始めた時に敵対的買収はもっと盛んになるとも考えられる。

#### 情報機能

銀行の取引企業の経営に対する二つめの役割・機能は情報機能である。

岡崎竜子・堀内昭義によると「銀行は貸付審査などを通じて借手企業の『質』を評価すると共に、当座預金の変動を通じる資金繰りの把握や役員派遣による内部情報の入手などにより企業の行動をモニタリングし、資金供給者と借手との間の情報の非対称性を軽減する。(中略)すなわち、安定的なメインバンク関係は、企業が借入に伴って負担しなければならないエージェンシー・コストを引き下げる」<sup>34</sup>。そして、「メインバンクは取引先企業にしばしば役員を派遣しており、そうした人的な繋がりが、メインバンク関係の下で重要とされる情報収集・解析などに力を発揮しているという見方もとれる」<sup>35</sup>。岡崎・堀内は、メインバンクと企業の取引により情報収集が可能となり、当然メインバンクがすべき審査及びモニターを行う負担コストの削減に繋がる事を主張している。

#### 監視・支配機能

深尾光洋は次のように論じている。「メインバンクは通常メイン先企業の業績悪化を一般の市場関係者より早く知る事が可能である。しかしインサイダー取引規制により、銀行は保有する株式を売却する事は困難である。このため、銀行が保有するメイン先企業の株式は、その企業の経営が悪化した場合には、貸出に劣後する上、企業の業績の悪化した場合でも売却する事はなかなかできず、非常に固定的な与信であると言える」<sup>36</sup>。つまり、メインバンクは、企業が経営危機に陥った場合においても、最後まで支援する姿勢がある事を主張している。

### 3. 銀行機能と敵対的買収の関係

メインバンクのモニタリングとして3つの機能(保険機能、情報機能、監視支配機能)を述べてきた。しかし、三輪芳郎氏が検証した結果、メインバンクが果たしてきた企業危機の救済者としての役割は必ずしも顕著には発揮されなかったという否定的見解が出されている<sup>37</sup>。

<sup>32</sup> 辰巳憲一(1983)「企業集団と銀行」『金融経済』202頁

<sup>33</sup> 同上書参照

<sup>34</sup> 岡崎竜子、堀内昭義(1992)「金融研究」日本銀行金融研究所、第11巻

<sup>35</sup> 同上書参照

<sup>36</sup> 深尾光洋、森田恭子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社

<sup>37</sup> 三輪芳郎(1985)「メインバンク機能とその機能」東京大学出版会、180頁

そこで、メインバンクの機能を考慮しながら、敵対的買収に対するメインバンクの行動について検討する。1980年代後半に株式の買占め事件が数件、発生した。が、そのような株式の買占めのターゲットとなる企業は少なからず経営が悪化している企業であった。藤原賢哉により1996年に行われた調査では「買収企業（仕手集団）が、大株主として登場する直前の決算時点におけるターゲット企業の財務指標（業界平均からの乖離の平均）を計算したものがあがるが、業界平均よりも各種の利益率が低いケースが多く、経常利益が赤字である企業も6社程度存在していた」という結果が出ている。

即ち、ここで問題となるのは、株式相互持合を通じて密接な関係を築き、そして企業をモニタリングするのに必要な企業情報を得る事ができるにも関わらず、取引銀行はなぜ、経営の悪化に関してシグナルを送らなかったのかという事である。結局、取引銀行の中心的機能とは、敵対的買収を仕掛けられる前の企業の業績指導というより、敵対的買収を仕掛けられた後、敵対的買収阻止もしくは反対の立場を取り徹底的に企業防衛する事であるという事になる。

そして、藤原賢哉が行ったアンケート調査から買収企業、被買収企業のメインバンクは敵対的買収に消極的であることがより明らかとなっている（図表6-11）。

図表6-11 敵対的買収に関するアンケート調査の結果

被買収側メインバンクの場合		買収側メインバンクの場合	
防戦買い資金の融資	15.9%	積極的に援助	4.7%
第3者割当の引受	19.2%	慎重に対処	32.6%
安定株主としての行動	13.5%	中立的立場	25.6%
買収企業の説得	7.7%	買収をやめるよう説得	23.3%
株主買戻しの受け皿・融資	11.5%	その他	13.8%
ホワイトナイトの斡旋	1.9%		
その他	30.8%		

出所：藤原賢哉(1996)「M&Aからみたメインバンク機能について」『東京大学経済学論集』第62巻3号、10月、53頁

というのも、敵対的買収を仕掛けた買収側のメインバンクでさえ「積極的に援助」するのが4.7%と非常に少ないからである。他方、「慎重に対処」「中立的立場」という賛成なのか反対なのか、はっきりとしない回答が大半を占めている。また、「買収をやめるよう説得」も高い数値である。被買収企業のメインバンクの場合は、安定株主として防衛策を見出すことしか見られない。そして、第3者割当増資を資金調達手段としてではなく、敵対的買収から取引先企業を守るために利用している。

1980年代後半に、秀和によって、いなげやと忠実屋の株式が買い占められた際、銀行は市場から株式を買い取る事により敵対的買収を防御しようとした実例がある。結局、この敵対的買収は失敗に終わり、一見するとターゲット企業を救済したかの様に見えるが、それ以前に銀行の機能は果たされて来たのだろうかかと疑念を抱かざるをえない。

ここまでは銀行の機能と役割を検討した訳だが、メインバンクの傘の下で敵対的買収が起こる要因として次の二通りの可能性が考えられる。

- 1) メインバンクの経営監視機能が不十分であり、かつ、問題のある経営者をメインバンクが事後的に更迭できない
- 2) メインバンク自身に何らかの問題が存在する

そして藤原によると、「あくまで、可能性の域を出るものではないが、敵対的買収をめぐっては、様々な事件が報じられる事が多く、何らかのメインバンク制の不備や失敗が敵対的買収の発生要因になっている可能性がある」<sup>38</sup>。

敵対的買収の発生は日本ではこれまでわずかであり、発生要因があるにも関わらず成功は難しく、米国のように本格的な敵対的買収の行動には至っていないのが現状である。つまり、メインバンクはターゲット企業の監視能力に不備があるにも関わらず、敵対的合併・買収が仕掛けられると、その防衛としてメインバンクの機能を果たしている振りをしているのである。これは、ターゲット企業に代わる敵対的合併・買収の防衛、すなわち救済機能に相当するものであるが、ある意味で、監視機能不備という責任を回避するためと考えられる。単に日本では合併・買収の仲介人がメインバンクであるから、敵対的買収が阻害されるのである。

企業と銀行の関係は株式相互持合が解消されない限り、協調行動を促すような利害関係が続くものと見られる。そして、その関係が崩壊されない限り、メインバンクによる有効性の懐疑的なモニタリング機能が働きつづけると考えられる。

ここまで述べた銀行の役割を日米でまとめてみる事にする。まず、米国では銀行と企業の関係は日本とは異なり、ビジネス上の関係のみに留まっている。その理由は、銀行が、取引先企業の株式を保有していないことによって株式が流動する事にある。したがって、機関投資家が積極的に行動する事から市場規律システムが整い経営者の規律付けに結びつくと思われる。

他方、日本では、銀行もしくは生命保険会社など長期保有目的とする金融機関による株式保有が認められているため、金融機関は取引企業と株式相互持合をし、協調行動をとることにより密接な関係を作り上げている。そして、日本では安定株主が多く存在している事により、利益相反が発生し市場規律メカニズムが欠如する傾向がある。しかし、市場規律メカニズムの麻痺により、銀行が企業をモニタリングし、同時に敵対的買収を起こさせなくしているのである。

## 第5節 なぜ、日本で敵対的買収は増加しているのか

### 1. 株式保有構造の変化がもたらす影響 外国人投資家の投資拡大

1980年代後半のバブル期は、外国人投資家の投資意欲は強かったものの、投資する際の企業の選別には力を然程入れていなかったと考えられる。その理由は、企業の業績（ファンダメンタルズ）に関わらず、企業の株価は全般的に上昇していたからである。

しかし、バブル崩壊後の1990年代に入り外国人投資家の株式保有比率が上昇し、約10%を占めるようになるに当たると、外国人投資家の投資方針は業績を中心とした銘柄の選別になってくる。したがって、1990年代前半から株式市場の二極化現象が明確になってきた。即ち、外国人投資家は業績が良く、透明度が高いという事業戦略が明確である企業を中心に投資を行うようになったのである。その理由は、株式市場が低迷する中、個別に業績が良い企業は、下降相場でありながら株価が維持されるので投資効率を高めることができると考えたからである。その結果、市場では二極化現象が今日まで続いているのである。

ここで、このような外国人投資家の動向が日本企業に対してどのように影響したか検討してみる。従来、日本企業の主要株主は、取引銀行、取引会社が中心になって

<sup>38</sup> 藤原賢哉(1996)「M&Aからみたメインバンク機能について」『東京大学経済学論集』第62巻3号、10月、53頁

いたが、外国人投資家の投資が拡大するにつれて企業の株式保有構造は変化していると考えられる。すなわち、筆頭株主が今までの系列企業・銀行に変わって外国人投資家が浮上するようになった。例えば、ソニーでは、2002年3月時点の筆頭株主上位10名の内、外国人投資家が過半数以上を占めている。

図表 6-12 日本における投資主体別株式保有比率（市場価格ベース）の推移  
（1997 - 2001）

（単位：％）

年度	個人	外国人	保険	銀行	投資信託	事業法人	その他
1977	31.3	3.0	15.3	17.5	2.8	25.9	4.2
1978	30.7	2.7	15.5	17.6	2.8	26.5	4.2
1979	29.5	3.0	15.1	17.9	2.3	26.6	5.6
1980	27.9	5.8	16.1	18.0	1.9	26.2	4.1
1981	26.9	6.4	16.4	17.9	1.6	26.6	4.2
1982	26.3	7.6	16.4	18.4	1.6	25.4	4.3
1983	24.2	8.8	15.9	17.7	1.5	27.6	4.3
1984	23.0	7.4	16.2	17.9	1.5	29.5	4.5
1985	22.3	7.0	16.4	19.2	1.7	28.8	4.6
1986	20.1	5.3	16.8	19.3	1.9	30.1	6.5
1987	20.4	4.1	16.4	19.8	2.6	30.3	6.4
1988	19.9	4.3	16.7	21.4	3.1	29.0	5.6
1989	20.5	4.2	15.7	21.3	3.7	29.5	5.1
1990	20.4	4.7	15.9	20.9	3.7	30.1	4.3
1991	20.3	6.0	16.1	20.9	3.4	29.0	4.3
1992	20.7	6.3	16.2	21.1	3.2	28.5	4.0
1993	20.0	7.7	15.8	21.1	2.9	28.3	4.2
1994	19.9	8.1	15.7	21.8	2.6	27.7	4.2
1995	19.5	10.5	14.7	21.4	2.2	27.2	4.5
1996	19.4	11.9	14.7	21.9	2.0	25.6	4.5
1997	19.0	13.4	14.1	21.8	1.6	24.6	5.5
1998	18.9	14.1	13.1	21.1	1.4	25.2	6.2
1999	18.0	18.6	10.7	17.7	2.2	26.0	6.8
2000	19.4	18.8	10.9	19.2	2.8	21.8	7.1
2001	19.7	18.3	10.2	19.3	3.3	21.8	7.4

出所：株式分布状況調査（全国証券取引所協議会）

このような現象は、長期化する不況の中で、保険会社、銀行を中心としたグループ各社が株式を保有し続ける余力がなくなっているため、互いに保有株式を売却することが要因となっている。図表 6-12 を見ると、持株比率の減少が明らかになっている。しかし、それとは逆に保有株式数を増加している企業もある。

ゴールドマン・サックスの市場調査部のレポート（2003年4月）によると、日本の銀行や企業が保有している株式持合解消残高は約4兆円にのぼるであろうと推測されている。この背景には取引企業や金融機関との持合株を売却する事により、事業への再投資、そして有利子負債の返済に充て、資産効率を高める事を狙いとしている事がある。このように企業が長年に渡り持合をして来た株式を売却するため、今までは流動性がなく市場からの購入が困難だった株式でも、外国人投資家が買えるようになったと思われる。また、バブル崩壊で日本企業の株式の割安感が増したこともあって、より一層に買いが膨らみ外資系投信や外資系銀行などが大株主となってきている。

図表 6-13 日本における投資主体別株式売買構成比  
(東証第一部、総合証券会社) 1978 - 2002

(単位 = %)

	総合証券会社売買高(億円)	自己	個人	外国人	保険	銀行	投資信託	事業法人	その他
1978	429,134	20.4	48.7	5.1	1.4	2.4	10.5	7.2	4.4
1979	472,088	22.3	48.0	4.1	1.2	3.7	8.1	7.7	5.1
1980	493,998	26.1	43.7	7.4	1.1	3.5	6.2	7.3	4.9
1981	714,964	27.0	42.2	10.9	0.8	2.9	5.0	7.0	4.3
1982	514,061	29.0	41.0	11.3	1.1	2.8	4.5	5.9	4.5
1983	744,751	23.7	43.1	14.8	0.9	2.9	4.4	6.3	4.1
1984	942,772	20.4	42.8	15.2	0.9	4.6	4.8	7.7	3.9
1985	1,159,297	22.8	38.0	13.4	0.8	8.2	4.9	7.5	4.5
1986	2,577,041	24.3	30.7	11.4	0.8	13.1	5.4	10.1	4.5
1987	4,060,101	23.3	27.7	10.4	0.7	17.0	5.9	10.7	4.4
1988	4,713,064	25.3	25.2	7.5	0.7	18.2	6.7	12.4	4.3
1989	5,671,518	22.4	24.5	8.8	0.8	19.3	9.0	11.1	4.4
1990	3,068,246	24.3	23.6	10.7	1.6	16.0	10.0	9.4	4.6
1991	1,890,400	23.8	23.7	15.1	1.9	12.7	11.3	7.5	4.2
1992	1,040,200	26.2	20.9	20.3	2.3	10.7	10.1	5.5	4.3
1993	1,502,107	28.4	20.1	18.1	1.4	13.7	9.1	5.4	4.0
1994	1,485,711	30.7	16.2	22.3	1.8	14.6	6.9	4.4	3.4
1995	1,388,462	32.4	17.5	22.8	2.0	13.4	4.5	4.3	3.2
1996	1,721,190	32.7	15.7	24.6	1.3	15.0	4.6	3.4	2.9
1997	1,890,868	32.5	11.6	29.1	1.2	17.3	3.0	2.9	2.5
1998	1,684,311	31.8	10.5	30.9	1.4	18.6	1.7	3.1	2.3
1999	3,107,390	27.6	21.1	30.0	1.4	12.7	1.7	3.2	2.4
2000	4,222,296	30.0	16.0	32.5	1.4	13.0	2.2	2.2	2.8
2001	3,491,357	32.6	12.1	36.9	1.3	11.6	2.0	1.8	2.0
2002	3,345,092	35.9	14.1	33.1	1.0	10.6	1.5	2.0	2.0

出所：証券統計年報（東京証券取引所）

市場での株式売買構成の推移(図表 6-13)を見ると外国人投資家の売買比率が 1978 年度の 5.1%から 2002 年には 33.1%に大幅に増加している。このことから、外国人投資家が市場の株価決定に大きな影響力を持っていると考えられる。同時に、株式市場が低迷する中、日本の個人及び機関投資家が消極的であるのに対し、外国人投資家が先頭を切るかのように株式市場で積極的に活動を展開していることが分かる。

次に、外国人投資家の株式保有比率及び売買構成比の上昇が、日本企業にどのような影響を与えているのか考えてみる。なぜなら、そこに今後、敵対的買収が増える可能性が見出せるからである。というのは、外国人投資家はカルパーズの様に「物言う株主」としての特徴を投資先に伝えてきた事にある。例えば、朝日新聞の調査によると 1996 年に「3 月決算企業の株主総会を前に、日本企業の株式を保有している米国などの外国人投資家が、国内企業 48 社に対し、役員報酬などに関する総会の議案に反対する議決権行使書を送っていたこと」が明らかになっている。一方、「反対が多かったのは、役員の退職慰労金など役員を優遇」する提案である。その理由として、「支払われる金額が取締役会に一任されて決まるため、基準などが不透明」であり、さくら銀行（現：三井住友銀行）には 4 機関、三和銀行（現：UFJ 銀行）には 3 機関が反対している記録がある。新王子製紙との合併が発表された本州製紙の役員報酬の引き上げに関する議案にも、5 機関の外国人機関投資家が反対している」。つまり、外国人投資家はこの頃から日本企業に対し、積極的に「物言う株主」としての存在を主張している。

米国の機関投資家が積極的な行動をする中、特にカルパーズはより厳しく日本企業を監視する姿勢を示すようになった。1998 年 3 月にカルパーズは、日本企業を対象に株主本位の経営に取り組むようにするための「企業統治（コーポレート・ガバナンス）原則」を求めた。「原則」は企業に投資する際の選別の尺度となり、すでに米国

内や英・仏企業を対象とした原則が策定されている。カルパーズの原則では、以下の事を経営陣に要求している。

- 1) 社外から取締役を任命する。
- 2) 取締役の数を減らし取締役会の議論を活性化させる。
- 3) 監査役を社外から起用する。
- 4) 退職慰労金などの情報を細かく開示し、株主総会での投票は正確に記録する。
- 5) ストック・オプションを導入する

などを求めている。米国では、ストック・オプション制度が原動力となり従業員の株主化も急速に進んでいる。日本でも最近になって従業員の株主化もしくは従業員持株会が進んでいる兆候が見られる。また、カルパーズは 2003 年 4 月に米国の投資家であるウィルバー・ロスが運営する日本企業を対象とした「コーポレート・ガバナンスファンド」に 200 億出資すると発表した。今後は日本企業に対しても積極的に「物言う株主」の姿勢を保つ事が予想される。このように、カルパーズを始めとした外国人投資家の比率が高まると、日本企業に対しての監視が強まると推測できる。

日本の株主は、戦後から維持された銀行との持合制度などによる株式保有構造が原因で物言わぬ株主が大半であったが、カルパーズのような機関投資家が現れるにつれ、株主主導による日本企業への監視が強くなっていくものと考えられる。日本企業側も、機関投資家からの影響を受けて次のように行動をするようになっている。外国人投資家が約 48% を占めているソニーでは、2002 年 3 月の株主総会を前に「米国の調査会社を雇用し、株主を調べ議決権行使を求める書状を送った。何もしなければ、総会が定足数に足りずに開けなくなる恐れもあったためである」<sup>39</sup>と発表している。他方、日立製作所では、外国人投資家の割合が上昇し、1999 年 3 月 31 日時点で 27%、2003 年 3 月 31 日時点で 29.5% を占めるようになった<sup>40</sup>。そのため、「・・・日本の法律では総会成立要件として 2 分の 1 の定足数が必要であるので、外国人株主からの委任状獲得にいつも苦労している」<sup>41</sup>という。裏を返すと、外国人投資家がまだ大きな比率を占めていない時期には、日本の投資家から容易に委任状を集める事ができたと推測できる。大株主からの「白紙委任」が常態化している日本の株主とは異なり、米国企業は年に一度の株主総会を「自社をアピールする機会であると同時に、経営の大枠を決める討議の場」として位置づけている。即ち、日本のように議論が株主から持ち出されず、30 分で形式的に終わる株主総会などめったにないのである。ソニーなどは外国人投資家が増加するにつれ、株主総会の定足数確保に大きな影響を受けることになるであろう。また、株主総会が「自社をアピールする機会であると同時に、経営の大枠を決める討議の場」として変化していく公算も大きくなるものと考えられる。

以上から、外国人投資家が長期的な保有を心掛けるとしても、経営が非効率的であるうえ株主利益を重視しないような企業は、株式市場では低い評価 (= 低い株価) を受ける事になるであろう。例えば、その企業の株価が低迷していれば、買収企業にとっては魅力的な対象となり、合併・買収のターゲットになるはずである。その場合は、**外国企業による敵対的買収の可能性が生じるとともに、キャピタル・ゲインを重視した株価などのパフォーマンスで判断するような外国人投資家によって、敵対的買収の発生と成功へとつながるものと推測できる**。同時に株式保有の目的も、従来の取引関係維持から投資利回り獲得へと重点が移っていく事が予想される。

<sup>39</sup> 日本経済新聞 1999 年 6 月 10 日朝刊

<sup>40</sup> 2000 年における外国人の上場株式持株比率の平均は 18.8% である。

<sup>41</sup> 朝日新聞 1999 年 6 月 4 日朝刊



上記の動向によると、日本において外国人投資家が活発な行動を展開している事が分かる。日本の機関投資家もメインバンク制度が弱体化していくにつれ、少しずつであるが「物言う株主」へと移行しつつある。この傾向は早くも 1998 年あたりから見られる。例えば、1998 年 6 月 24 日付の日本経済新聞によると、三井信託銀行が企業から預かっている企業年金の投資先企業のうち、証券不祥事や総会屋への利益供与事件を起こした企業を対象に、6 月の株主総会で議決権を行使し、退任役員への退職金議案に対して事実上反対する方針を固めた事が明らかにされた。このように、活動的な機関投資家が増大するにつれて、取引関係を維持する安定株主として株式を保有している機関投資家に対して、投資先企業の経営に積極的に介入できるような国際的な機関投資家への脱皮が求められていくものと考えられる。

## 2 . 銀行の弱体化による株式相互持合関係の崩壊

戦後から 50 年以上も閉鎖的であると外国人投資家から非難されていた日本企業にも、外国人投資家の主張がコーポレート・ガバナンスという形で受け入れられるようになったのは、日本の銀行の弱体化による株式相互持合関係の崩壊に大きな原因があると考えられる。特に株式市場における日経平均株価が 1 万円代を割り込み始めた 2000 年頃から、企業と銀行の株式相互持合関係の崩壊が加速しつつあり、バブル崩壊以降、株式相互持合の比率が毎年低下している事が分かる。図表 6-14 における 1987 年から 2001 年の株式持合の推移をみると、1987 年に 55.9%を占めていたのが、2001 年には 40.4%まで低下している<sup>42</sup>。この減少傾向は 2003 年 5 月現在でも続いていると推測される。

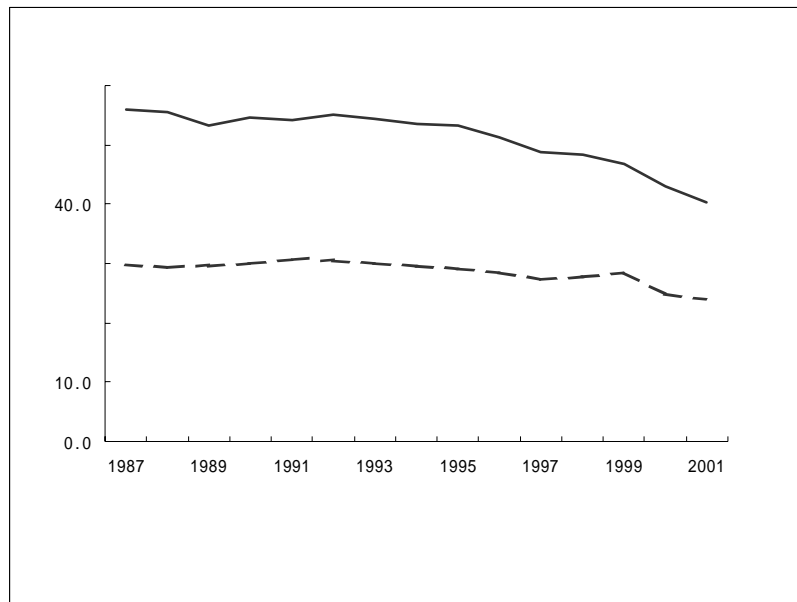
図表 6-14 銀行株式と事業会社株式の安定保有比率の比較

単位 (%)

	銀行株式の安定保有比率	事業会社株式の安定保有比率
1987	55.9	29.8
1988	55.6	29.4
1989	53.2	29.5
1990	54.7	30.1
1991	54.1	30.7
1992	55.0	30.4
1993	54.5	29.9
1994	53.6	29.5
1995	53.2	29.1
1996	51.3	28.4
1997	48.7	27.4
1998	48.3	27.7
1999	46.7	28.4
2000	42.9	24.9
2001	40.4	24.0

出所： 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査 - 平成 14 年度版」

<sup>42</sup> 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査 - 平成 14 年度版」



株式相互持合により機動的な株式売却を困難にしてきた従来からの株式保有の慣行が、投資信託や年金基金が生命保険会社や信託銀行経由で保有する株式についても影響を及ぼし、投資収益中心のドライな投資戦略を困難にしてきた。しかし、バブル崩壊以降、企業と銀行の株式売り越し額が毎年上昇している。全国証券取引所協議会の統計をみると、2001年には、企業（法人）の9兆円と銀行の9兆円の合計18兆円が売り越されている事が分かる。また、2003年4月のゴールドマン・サックスの市場調査レポートによると、銀行の相互持合株式の今後の放出残高は約4兆円を超えると発表されている。したがって、今後仮に株式市場が回復基調を辿るとしても、銀行と企業による大幅な持合株式の売り越しが予想される。

企業と銀行の株式相互持合の状況を把握してみると、銀行が企業の株式を放出、また企業が銀行の株式を放出するというように、株式相互持合を解消しつつある事が分かる。このような現象は、有利子負債返済への行動、もしくは「銀行離れ」、即ち「メインバンク制度の崩壊」を示す動向であると思われる。このような株式相互持合の崩壊傾向は、企業が敵対的買収を防衛するのに最大の武器であった主要株主である安定株主比率の低下に繋がる。

松村勝弘は、「1993年から1998年度にかけて都市銀行8行が大株主となっている株式を買い増しているか売却しているか、持株比率を上昇させているかどうかを調べた」<sup>43</sup>。その結果、「都市銀行でも、最近では必ずしも横並びではなく、おそらくその戦略や体力に応じて、持株を増減させていた事が分かる」と主張している。そして、銀行側は不良債権処理の原資を確保するため、含み益のある保有株式を売却する行動が見られるようになった。その背景には、弱体化した銀行が不良債権の増加により持合を耐え切れなくなっており、その収益基盤を弱めているかに見える。それでも銀行は、持合解消をする際も出来るだけ収益基盤を壊さないようにとつとめていていると思われる。いずれにしろ、銀行と企業が互いに持ち合っていた株式を売却する事によって、日本独自のシステムは変わりつつある。

<sup>43</sup> 松村勝弘（1998）日本企業における株式相互持合の戦略的意義 『立命館経営学』第37巻4号

メインバンクは、企業との取引関係、株式相互持合等を通してモニタリング機能を果たし、企業の経営に対して中心的な役割を担ってきた。しかし、現在、銀行自体がバブル崩壊で不良債権を抱え破綻する場合も多くなり危機に直面している。1995年の兵庫銀行の破綻を始めとして、1996年の阪和銀行、1997年の北海道拓殖銀行、1998年には日本長期信用銀行（現・新生銀行）及び日本債券信用銀行（現・あおぞら銀行）と続いた。さらに、1999年には国民銀行、幸福銀行（現・関西さわやか銀行）、東京相和銀行（現・東京スター銀行）、新潟中央銀行と、都銀を含む大手銀行の破綻が相次ぎ金融システムの不安が高まるようになった。また、新生銀行、東京スター銀行、関西さわやか銀行は破綻前には不可能と思われた外国人投資家に売却された。さらに2003年5月には、あおぞら銀行は外国人投資家グループのサーベラスへの買収が決定した。このように1998年からは銀行の保有も外国人に委ねられるようになり、以後次々と日本の銀行が外国人投資家の保有になっている。そしてこれら銀行の経営は以前の銀行経営とは異なり株主価値を重視した経営に変貌するようになってきている。一方残りの銀行は株式市場がさらに低迷し企業の相次ぐ不良債権の拡大から持株の含み損が拡大するようになった。この環境下、各銀行は生き残り経営基盤の強化を図る目的のもと、2000年からは都銀の大型合併（もしくは吸収合併）が相次ぐ事になる。その結果、合併後の持合が5%以上に該当する企業の株式は、売却を迫られるようになる。

銀行の破綻は、取引先企業にも大きな影響を及ぼしている。ここに、破綻した兵庫銀行とメインバンク関係を持っていた企業の株価を分析し、メインバンクの経営破綻が企業経営に与える影響を分析した調査がある。分析結果によると、取引先企業は破綻により明確なマイナス影響を受けている。また、2002年に公的資金による救済を求めたダイエーのメインバンクであるUFJグループは、株価が他都銀の株価推移の平均を下回っている。このように、2002年以降からは不良債権を多額に抱える企業のメインバンクの責任が特に指摘されるようになり、銀行そのものの健全性が怪しまれるようになってきている。この背景には、日本の銀行と企業の関係が、欧米の「ビジネスの関係」の取引形態とは異なり一心同体である事がある。

銀行は、企業が資金調達上の困難に直面した場合には、その困難が一時的な「流動性危機」なのか、根本的な経営破綻、すなわち「破綻危機」なのかを見極める立場にいる。しかし、銀行の体力の喪失とともに株式持合が崩壊へと向かい、企業と銀行の関係が希薄化している中で、銀行は企業に対する監視機能を今も果たす事ができるのであろうかという疑問が生じる。

敵対的買収の理論によると、実際に買収が起これなくても敵対的買収の脅威にさらされているだけで、経営陣は効率的な経営を心がける。日本では、敵対的買収の危機が従来少ないと思われがちだが、製品市場における競争や、メインバンクによる監督が、経営陣にとっての十分な刺激になっているという反論も可能だと思われる。勿論、敵対的買収に代わる役割をメインバンクが行ってきたという実証研究はあるものの、バブル崩壊後のメインバンクの機能に対する懐疑論も存在する。藤原は「企業倒産とメインバンク制」の論文で「メインバンクの保険機能について否定的な解釈を行ってきたが、最近の不良債権の増大という事実や東洋信金事件で見られたような銀行間での責任のなすり合いは、メインバンクが、企業のモラルハザードを抑制する事が出来なかった上に、情報生産者としても、その機能を果たしていなかったのではないか」としてメインバンクの機能についての疑念を主張している。

**日本では企業文化や従業員の解雇を伴う敵対的買収はありえないと考えられてきた。また、敵対的買収を防御するための株式保有構造が導入されており、主に銀行を**

中心に株式相互持合が行われてきた。そのため、主な機関投資家と企業間で利害関係が生じる結果となり、市場でのモニタリングが欠如した事から銀行がモニタリングの機能を持つ事になった。しかし、現在、銀行と企業の株式相互持合が崩壊しつつある。その結果、これまでの日本型経営システムの優位が壊滅し、株式保有構造が変化するにつれ敵対的買収が米国の様に発生する可能性が高まると考えられる。

本章 2 節において、プレミアム率を一つの敵対的買収の要因として検証した。その結果、株式保有構造の変化がプレミアム率を要求する株主を増加させ、高いプレミアム率は敵対的買収の発生頻度及び成功率を高める事が米国における分析で分かった。この理論を日本に当てはめた場合、敵対的買収に支払われる株式プレミアム率は、日本の銀行が株式保有に伴うリスクの負担に耐えられなくなってきたとも思える現在が最も高いと思える。過去はさておき現在では株式持合は金融システムの大きな欠陥を作り上げている。これが表面化しなかったのは、高度成長下で常に株価が右上がりの状況にあったからである。しかし、現在、バブル崩壊から 13 年目を迎えても株価が下がり含み益を期待できなくなった。そして、従来、銀行に加え長期保有を目的としている企業年金基金や生命保険会社等の機関投資家は、企業や家計部門から確定利付きに近い資金を受け入れ、株式などの価格変動リスクの高い資産に運用してきたが、その際、株式保有のリスクは主に金融機関が負担してきたといえる。しかし、こうした金融機関は、バブルの崩壊により含み益を失った結果、リスクを負担する能力が大きく低下している。また、株価が長年低下していくに当たり、個人投資家のみならず銀行や機関投資家からも株価上昇の期待が求められ、敵対的買収が株主に与えるプレミアム効果は敵対的買収を見直すきっかけになると考えられる。敵対的買収におけるプレミアム率の構成比の研究で明らかにしたように、プレミアム率が高いと敵対的買収の成功率は高まる傾向が米国で見られる。したがって、日本でも、機関投資家の持合離れが続き、敵対的買収において高いプレミアムが支払われるようになった場合、敵対的買収の発生及び成功件数が増加する事が予想できる。

米国では 1980 年代に敵対的買収が急増した事が機関投資家の株主活動を活性化させ企業業績を大きく改善させたと思われる。つまり、市場に委ねるモニタリングは経営者の規律付けの成功に繋がることを意味する。日本でも、銀行が弱体化し、企業も低成長時代となっている現在、株式相互持合を解消するか、銀行による株式保有を厳しく制限するか、もしくは米国のように銀行による株式保有を禁止する方向へと進めるべきである。銀行が株式を放出する事により、株式が流動化され、経営規律を市場に委ねるシステムが優先され、敵対的買収の脅威が生じ経営者を規律付けることになると推測される。株価の低迷、外国人投資家による投資の拡大及び選別、株式相互持合の解消、そしてメインバンクの弱体化を、一つの資本市場の変化のチャンスと捉え日本の経営システムを見直すべきである。

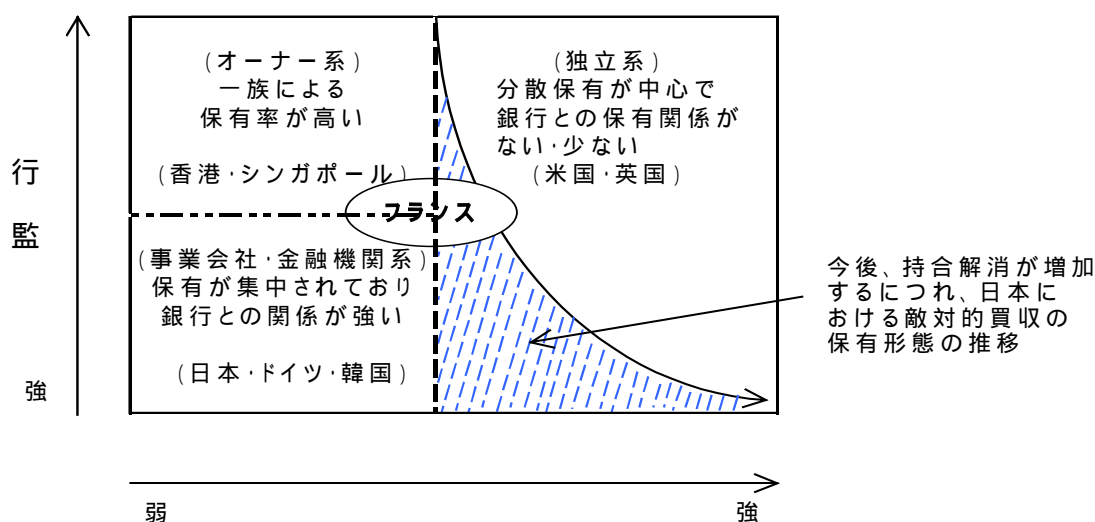
## 第 6 節 敵対的買収と株式保有構造の関係モデル

この章では株式保有構造が敵対的買収の発生及び成功にどのような影響を及ぼしたかを考察した。1 節では株主保有をオーナー系、事業会社・金融機関系と独立系の 3 分野に分け、敵対的買収は独立系で最も発生率が多いことを確認した。その理由を探るに当たり、第 2 節と第 3 節では株式保有形態が対照的と思われる米国と日本を更に比較し、日本の「持合制度」によって、安定保有比率が日本の方が高く、敵対的買収が発生・成功しにくくなっていることを確かめた。そして、第 4 節では米国と日本におけるそれぞれの銀行の監視機能を検証し、この違いがいかに敵対的買収の発生・成功に影響を及ぼしているかを明らかにした。つまり、銀行との持合関係がない米国では

銀行の監視が小さいと想定され、敵対的買収も起きやすい反面、日本のメインバンクは企業に対して株式持合や融資などを通じて監視機能を働かせているため、敵対的買収は起こりにくいと判断できる。第5節では外国人投資家の増加に伴い、キャピタル・ゲインを重視し株価などのパフォーマンスで判断するような傾向が日本市場に対して影響を及ぼし、これが敵対的買収の発生と成功へとつながるものと推測した。同時に株式保有の目的も、外国人投資家が増えるにつれ日本での従来の取引関係維持から株式の投資利回りへと重点が移っていく事が予想されることから、敵対的買収の発生は外国人投資家を通じて増加するものと考えられる。

本章の第1節～第5節から得た理解を背景に、株式保有構造と敵対的買収の発生の関係をモデル化してみると図表6-15のようになる。まず、敵対的買収の発生率をX軸に、銀行の監視力をY軸に置き、各3つの株式保有形態がどのように関係しているかを調べた。その結果、日本やドイツは株主のように保有が事業会社・金融機関に集中している企業形態は敵対的買収の発生率が低いのに対し、米国や英国など銀行との持合関係がなく株式保有が分散されている独立型では銀行の監視力が弱まり敵対的買収の発生率が高くなる。また、オーナー系の企業では一般的に株式が集中保有されている上、銀行の監視力が弱いことから敵対的買収は銀行との関係が強い企業よりは発生率はやや高まるものと推測できる。

図表6-15 株式保有比率と敵対的買収の発生の関係



この図において、日本でも今後は株式持合が解消されるにつれ、敵対的買収の発生が増加すると考えられる部分をハイライトしている。まず、日本では持合制度が弱体化するにつれ、事業会社・金融機関による持株が放出される傾向が強まり、株式保有が以前と比較すると分散されてくると考えられる。この傾向は米国や英国の独立型に近づいてきているとも示唆でき、今後は日本の企業の中でも株式保有形態が分散化されてきている企業は敵対的買収にさらされる可能性が高いと言える。また、オーナー系企業に関しては、もともと敵対的買収は起こりにくいと推測できるが、オーナーの持株比率が低い企業、もしくはオーナーの株式が放出され株主も分散されてくると、敵対的買収の可能性は高まってくると思われる。株式保有構造が分散されている日本

企業は、米国や英国の経験にちなんで、現在でも敵対的買収を受ける可能性は高いと考えられる。

## 参考文献

### 単行本

水口雅夫(1993)「アメリカにおける機関株主と会社支配 州・地方政府年金基金とコーポレート・ガバナンス」『商経論集』(九州産業大学)第33巻、77-79ページ参照。

水口雅夫(1994)「『経営者支配』」仮説とコーポレート・ガバナンス」『商経論集』(九州産業大学)第34巻、170-171頁

奥村宏(1999)『国際メガメディア資本』文眞堂

奥村宏(1998)『株主総会』岩波書店

奥村宏(1990)『企業買収 M&Aの時代』岩波新書

奥村宏(1986)『日本の株式会社』

奥村宏(1990)『企業買収 M&Aの時代』岩波新書

経済企画庁調整局対日投資対策室編(1996)『対日 M&Aの活性化を目指して』大蔵省印刷局

後藤光男(1997)『「小糸」・「ブーン・ピケンス」事件』産能大学出版

坂本恒夫・佐久間信夫編 企業集団研究著(1998)『企業集団支配とコーポレート・ガバナンス』

塩見治人・堀一郎編(1998)『日米関係経営史』名古屋大学出版

深尾光洋・森田恭子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社

松村司叙(1987)『合併・買収と企業評価』同文館

松村司叙(1989)『企業合併・買収』東洋経済新報社

山本哲三(1997)『M&Aの経済理論』中央経済社

Bruce Wasserstein “Big Deal” Forbes

Mark Sirower “The Synergy Trap: How companies Lose the Acquisition Game.” McGraw Hill

Paul Sheard(1997)『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社

### 雑誌等掲載論文

池尾和人(1993)「メインバンク制の変容は企業への監視機能低下を招く」『エコノミスト』6月8日

伊藤邦夫(1989)「会社テークオーバーによる企業価値創造効果の日米比較」『一ツ橋論集』第101巻第5号

伊藤邦夫(1989)「M&Aと株式持合の本質」『金融ジャーナル』12月

奥村宏(1981)「会社と株主関係」『証券経済』138号、12月

奥村宏(1989)「企業系列と企業集団」『証券経済』184号

奥村宏(1996)「好ましいメインバンク制度の崩壊」『経済評論』6月

柏木敏(1998)「テークオーバー市場雄の経営規律機能」『証券経済研究』第16号、11月

池尾英博(1996)「銀行の株式保有禁止と金融持ち株会社」『経営論集』(文京女子大学)第5巻第1号

坂本恒夫(1994)「メインバンクシステムの研究(1)」『経営論集』(明治大学)第41巻第1号

- 白坂亭 (1997) 「コーポレート・ガバナンスとメインバンクシステム」 『大東文化大学経済論集』 第 69 巻第 1 号
- 首藤恵 (1981) 「株主に与える合併効果」 『計測室テクニカル・ペーパー』 2 月号
- 高野真 (1995) 「株主期持合の解消と今後の株式保有構造」 『大和投資資料』 9 月号
- 高野真 (1996) 「金融セクターを中心に進行する株式持合の解消」 『大和投資資料』 12 月
- 藤原賢哉 (1994) 「メインバンクと株式保有」 『広島大学経済論集』 18 巻
- 北條祐雄 (1996) 「アメリカ企業部門による株式保有比率の測定 株式保有構造の日米比較の基礎資料」 『証券経済』 194 号
- 堀内昭義・福田慎一 (要確認のこと!) (1987) 「日本のメインバンクはどのような役割を果たしたか?」 『金融研究』 第 6 巻、日本銀行金融研究所
- ポール・シェアード(1993) 「日本の株式持合と企業支配」 『ファイナンシャル・レビュー』 大蔵省財政金融研究所、6 月
- 松村勝弘 (1998) 日本企業における株式相互持合いの戦略的意義」 『立命館経営学』 第 37 巻 4 号
- 水口雅夫 (1993) 「米国における景観株主と会社支配」 『商経論集』 吸収産業大学商経学会、第 33 巻
- Baker, G. and Montgomery, C., 1995, "Conglomerates and LBO Associations: A comparison of Organizational Reforms," Harvard Business School.
- Bebchuk, L., 1998, "A Theory of the Choice Between Concentrated and Dispersed Ownership of Corporate Shares," Working Paper, Harvard University.
- Bhagata, S., Shleifer, A., and Vishny, R., 1990, "Hostile takeovers in the 1980s: the Return to Corporate Specialization," *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, pp.1-72.
- Brickley, J., and James, C., 1987, "The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking," *The Journal of Law and Economics* (April), 161-181.
- Business Roundtable, 1997, Statement on Corporate Governance, September
- Byrne, John, 1997, "CEOs Catch Up with Shareholder Activist," *Business Week*, September 22, p. 36.
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L., 2000, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics* 58, 81-112.
- Demsetz, H., and Lehn, K., 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-77.
- Donaldson, G., 1994, *Corporate Restructuring*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Gertner, R., and Kaplan, S., 1996, "The Value-Maximizing Board," Working Paper, University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Graham, John, Michael Lemman and Jack Wolf, 2000, "Does Corporate Diversification Destroy Value?" Duke University, July.
- Hansmann, H., 1996, "The Ownership of Enterprise," The Belknap Press, Cambridge, MA.
- 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., 1991, "Corporate Control and the Politics of Finance," *Journal of Applied Corporate Finance*, pp. 13-33.
- Jensen, M., and Meckling, W., 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-60.



- Jensen, M. and Murphy, K.J., 1990. "Performance Pay and Top Management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-264.
- Kaplan, S., 1997, "The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now," *Journal of Private Equity*.
- Karpoff, Jonathan, 1998, "The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings," University of Washington.
- Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., and Schleifer, A., 1999, Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Matsusaka, J., 1993, "Takeover Motives During the Conglomerate Merger Wave," *Rand Journal of Economics*, 24, pp. 357-379.
- Mitchell, M. and Mulherin, H., 1996, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics*, pp. 193-229.
- Miyazaki, S., 2001, "Corporate Governance Rating," Waseda University Press.
- Morck, Randall, and Masao Nakamura, 1999, Banks and corporate control in Japan, *Journal of Finance*, 54, 319-339.
- Murasawa, Y., 2000, "Changing Corporate Japan," *Far Eastern Economic Review*, Edited by Monitor Group, June 2002.
- Porter, Michael, 1992, "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System," *Harvard Business Review*, September-October, pp. 65-83.
- Prowse, S., 1990, "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan," *Journal of Financial Economics*, 27, 43-66.
- Rajan, R. and Zingales, L., 2000, "The Governance of the New Enterprise," in X. Vives ed. *Corporate Governance*, Cambridge University Press.
- Shivdasani, A., 1993, Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers," *Journal of Accounting and Economics*, 16, 167-98.
- Shleifer, A. and Summers, L., 1998, "Breach of Trust in Hostile Takeovers," in *Corporate Takeovers: Cause and Consequences*, Alan Auerback, ed. University of Chicago Press.
- Shleifer, A. and Vishny, R., 1990, "The Takeover Wave of the 1980s," *Science*, 249, August 17, pp.745-749.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W., 1986, Large shareholders and corporate control, *Journal of Political Economy*, 95, 461-488.

## 第7章 敵対的買収と発生要因：3層構造の第3層 ～企業レベルの特徴～

第4章と第5章では、各国のマクロ要因、即ち歴史的要因と経済的要因が敵対的買収の発生にどのように影響しているかを考察した。第6章では企業における株式保有形態（ownership structure）が敵対的買収の発生率に対し、どのように影響を及ぼしているかを考察した。確かに、これらのマクロ要因と株式保有形態が敵対的買収の発生に大きく影響しているのは明らかであるが、これら要因だけでは企業レベルの特徴を十分に捉えられないことから、敵対的買収の発生を特定する事は難しいと考えられる。

第7章では、「3層構造論」の第3層にあたる企業の特徴（主に財務特徴）を考察し、被敵対的買収企業を買収企業及び被友好的買収企業と比較する事により、ミクロ要因が敵対的買収の発生にどのように影響を及ぼすかを検証してみる。

なぜ、敵対的買収の発生を研究するにあたり、企業レベルの特徴を理解するのが重要なのであろうか。まず、日本では敵対的買収が増加しつつあり、その背景として実際に2000年にBoehringer Ingelheimによるエスエス製薬の敵対的買収、及び、Cable&WirelessによるIDCの敵対的買収が成功していることが挙げられる。また、別の理由としてM&Aコンサルティングによる昭栄の敵対的買収は失敗こそしたものの、コーポレート・ガバナンス（企業統治）を盾に株価が長年低迷している企業や資産の有効活用を行わず株主資本が有効的に使用されていない企業などを対象に株主価値拡大を求める傾向が強まっていることが挙げられる。これらの流れは、日本企業の経営に敵対的買収を意識させているとも思われ、企業レベルの特徴が今後も重要視される事が予想される。

**では、どのような特徴を保有している企業が日本において敵対的買収の対象になりやすいのか。それとも、敵対的買収と発生要因には一定の関係もないのか。この問いに答えるにあたり、過去から現在までに各国で敵対的買収を仕掛けられた企業の特徴を分析し、これまで日本で敵対的買収を仕掛けられた企業の特徴と比較することにする。この工程で、外国での過去と現在の敵対的買収の特徴を分析し、その結果を日本にあてはめるだけでは、日本での敵対的買収の発生要因の特徴として位置づけるには未熟であるかもしれない。しかし日本の特徴が外国の一定の時期や特徴に一致するのであれば、今後の日本企業の発生要因を推測できると思われる。**

さらに現在の日本企業の特徴を検証することには別の意味も含まれる。特徴を明らかにすることで、今後、日本における敵対的買収が発生する可能性が推測できると考えられる。そして、今後の課題として日本の企業経営に対して敵対的買収が起きにくい体質作りが提案できると思われる。

発生要因の研究は友好的買収・合併の分野では考察されているが、敵対的買収の分野では検証がまだ浅く、現在の所、二つの見解に分かれている。最初はLynne Browne & Eric Rosengren（1982）が行った企業レベルの研究で、被敵対的買収企業は同業種で発生した被友好的買収企業とほとんど変わりなく、業界内では最下位よりはどちらかという「普通」の特徴を有していると主張している。しかし、この理論は

Michael Jensen (1992) の敵対的買収とコーポレート・ガバナンスの比較研究により、1990 年からは企業レベルの特徴が明らかに敵対的買収に影響を及ぼす傾向に移行しつつあると、疑問視されるようになったのである。

本章では、日本でもコーポレート・ガバナンスが企業経営に大きな変革を促している事から Jensen のキャッシュフロー分析にも重点に置き、日本における敵対的買収の発生要因がキャッシュフローなどを含むマイクロレベルで特徴化できるか否かを検証することを試みる。さらに、Rosengren や Jensen の研究は米国の一定の短い期間を中心に限定されており、最近の分析が行われていないことから、初めての試みとして、筆者は日本のみならず各国の比較を 1980 年～2002 年の長い期間を対象に分析する。

## 第 1 節 研究方法

分析にあたっては企業レベルの発生要因の特徴を割り出すのに最も適正な方法を構築する必要がある。まず、敵対的買収の発生には企業の特徴でも様々な要因が重なったり、一つの特徴が優先されるケースがあると想定し、多方面から検討しても対応できる仕組みを選択する必要があると考えられる。ただし、発生要因の特徴が推測できたとしても、これらをどのように定量化していくかが分析のポイントになる。筆者は下記の方法から敵対的買収の企業レベルの特徴を割り出し、最終的には分析が可能である定量化形態にまとめる事にする。

### (1) 企業の特徴の特定

企業の特徴を特定する目的として、敵対的買収が発生すると思われる「動機」を基準にした 2 つのスクリーニングテストを実行する。この 2 つのスクリーニングの概説と求める結果を下記で述べる。

第 1 スクリーニング	敵対的買収が発生する <b>動機</b> を特定する
第 2 スクリーニング	上記 (1) で発見した特徴を定量化できるものに絞り込む
<b>結果</b>	第 2 スクリーニングが終了した段階で、財務データや損益計算書の視点から比較できるように「 <b>企業価値</b> 」、「 <b>収益力</b> 」、「 <b>成長性</b> 」及び「 <b>安全性</b> 」の分野に分類する。「 <b>設立からの年数</b> 」など定量化はできるが財務データに当てはまらない特徴は「 <b>企業形態分析</b> 」に置き換える。

### 第 1 スクリーニング：動機の特定

敵対的買収における企業レベルの特徴を見出すのに、どのような切り口で特徴を割り出していくのか。筆者の考えでは、敵対的買収がなぜ発生するのかを個別で考察するには、まず、敵対的買収が仕掛けられる**動機**を元に要因を割り出す方法が有効であると考えられる。一般的に企業買収・合併では友好的な手段が最も良い結果を生むといえる。これは、友好的買収であれば買収・合併前に事前に話し合いを行い、デュー・ディリジェンスを行う事により、買収・合併後の戦略が立てられやすいからである。一方、あえて失敗のリスクが高い上にプロクシーファイトなどを通じて敵対的買収を実行する場合、デュー・ディリジェンスを行えないリスクに加え、コスト面も友

好的買収よりは高くなりがちである。これらのリスクを理解した上で敵対的買収を仕掛けるには友好的買収以上に行動を取らせる動機が存在していると考えられる。

引き続き、敵対的買収が発生する場合の「動機」について考察する。買収企業は「動機」があるからこそ敵対的買収を仕掛けるわけであり、その動機を理解することができれば、発生要因を更に明確に割り出すことが可能かと思われる。これまでの敵対的買収の研究では、経済的もしくは財務的な理由のみで敵対的買収が発生するものと推測され、それらはインフレ、失業率、貿易摩擦などがなぜ発生するのかを割り出すのと同じ理論のもと行われてきた。しかしながら、敵対的買収においては企業がなぜ敵対的買収を実行するのかというその「動機」まで深く及んでいない。

過去に発生した敵対的買収を考察するに当たり、なぜ企業が敵対的買収を実行するのかというその「動機」に関して一定の特徴があると考えられる。これらは大きく1) 経営陣、2) 市場の特性、そして3) 個別企業の特徴に分けられると考えられる。(図表 7-1)

まず経営陣が敵対的買収に与える影響を考えてみる。第 6 章では敵対的買収と株式保有構造の関係がどのように敵対的買収の発生・成功に影響を及ぼしているかを検討した。その結果、株主保有の特徴と持合制度のあり方がどのように経営陣と株主の関係を作り上げ敵対的買収を発生もしくは阻止しているのかが考えられた。実際、会社の経営判断を行うのは経営陣であり、これら経営陣が株主価値を拡大する義務を負っていることから経営陣の存在は大きいと考えられる。

図表 7-1 第 1 スクリーニング 敵対的買収～ 動機の特定～

動機の種類	特徴
経営陣	1) 非効率的な経営陣の入れ替え、リーダーシップの欠如 2) 雇用契約の変更・解約や企業資産の移転 3) 傲慢な姿勢
対象企業が属している市場の特性	4) 市場独占(モノポリー)、「帝国」の構築 5) 企業間のシナジー及び企業規模拡大 6) 税務効果 7) 経済の突然な異変による事業への影響 8) 事業の分散化によるリスクの低減、安定した収益、もしくはその他のポートフォリオ運営による影響 9) 業界地位の向上 10) 同業者と合併・買収を行うことによる設備投資や研究開発の統合化及び効率化の実現 11) 配当性向が低く、現預金などが高いことによる将来分配余力への期待
個別の企業の特徴	12) 割安感の高い資産 13) 低迷する株価 14) 低い株価収益率 15) 低い株主資本利益率

	16) 企業形態 設立から期間が長い 17) 低い企業価値
--	----------------------------------

これらの動機は友好的買収・合併の際に検討される動機と似通っていると思われる。その理由には、Steiner (1975) が述べているように敵対的買収とは「動機の基準やレベルにより、買収・合併のあり方が変化しかねない」からであり、敵対的買収は友好的買収・合併の延長線上に発生するケースが多いからである。友好的買収・合併が敵対的買収になる動機の背景には、友好的買収では発生しにくい行動の発生が考えられる。即ち資産分配を目的としたスペキュレーション、経営陣の強制的交代、非効率経営による株主価値拡大の限界など、企業が「正常値」もしくは株主権利に基づきながらも経営陣の同意を求める協調的な行動から乖離した行動が発生した時に、敵対的買収の発生要因が拡大すると考えられる。その理由には、敵対的買収は友好的買収より失敗リスクが高い上に、株主価値拡大に対する意識が高いからであると考えられる。

続いて、2 つ目の動機として「市場の特性」が挙げられるが、具体的には税務効果、シナジー効果や市場独占などが敵対的買収を仕掛ける要因になり得ると考えられる。そして、3 つ目の動機が「個別企業の特徴」である。規律型の投資家などが、資産の割安感が高いことや、株価が低迷していることなど、これら企業の特徴から非効率的要因を改善し、企業価値を高める目的として敵対的買収を実行する場合が考えられる。

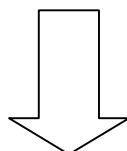
敵対的買収が発生すると思われる動機を上記の 3 つの分野に分け、個別に 17 の特徴を明らかにした訳だが、次のステップとして、これら動機のうち計量化できる特徴のみを抽出し本稿の研究では絞っていく事にする。

## 第 2 スクリーニング：企業の特徴の特定

計量化を目的とした第 2 スクリーニングでは、これら特徴が数値形態で表される必要性があるために最低 1 カ国で基準値が 50%以上該当する数値を元に決定する事にした。その結果、下記の 5 つの分野とその下の 14 の特徴に絞られ、企業レベルでの発生要因の特徴が更に詳しく割り出された（図表 7-2）。

図表 7-2 第 2 スクリーニング 発生要因の分野及び個別の特徴

	米国	イギリス	フランス	ドイツ	日本
株価が低迷、3年前より30%以上下落	720 / 906 79%	140 / 396 35%	19 / 47 40%	6 / 13 46%	5 / 7 71%
PERが30倍以下	694 / 906 77%	171 / 396 43%	31 / 47 66%	7 / 13 54%	6 / 7 86%
レバレッジ・レシオ	400 / 906 44%	181 / 396 46%	20 / 47 43%	6 / 13 46%	7 / 7 100%
キャッシュフロー比率	840 / 906 93%	301 / 396 76%	41 / 47 87%	10 / 13 77%	6 / 7 86%
創業からの期間が長い、50年以上	347 / 906 38%	321 / 396 81%	21 / 47 45%	10 / 13 77%	6 / 7 86%
売上高成長率が5%以下(前年同月比)	620 / 906 68%	190 / 396 48%	24 / 47 51%	NA / 13 NA	5 / 7 71%
利益伸び5%以下	780 / 906 86%	371 / 396 94%	21 / 47 45%	4 / 13 31%	5 / 7 71%
配当性向	620 / 906 68%	187 / 396 47%	28 / 47 60%	5 / 13 38%	4 / 7 57%
売上高研究開発費(3%以下)	712 / 906 79%	252 / 396 64%	32 / 47 68%	7 / 13 54%	7 / 7 100%
設備投資減価償却比率(3%以下)	801 / 906 88%	311 / 396 79%	38 / 47 81%	4 / 13 31%	3 / 7 43%
ROE(5%以下)	201 / 906 22%	58 / 396 15%	20 / 47 43%	8 / 13 62%	6 / 7 86%
企業価値が市場価値より大幅に低下。(PBR < 1)	349 / 906 39%	42 / 396 11%	15 / 47 32%	13 / 13 100%	4 / 7 57%
流動資産比率が低い(150%以下)	117 / 906 13%	70 / 396 18%	16 / 47 34%	6 / 13 46%	4 / 7 57%



A.企業価値分析	B.収益力分析	C.安全性分析	D.成長性分析	E.企業形態分析
株価	株主資本利益率	レバレッジ・レシオ	設備投資対減価償却比率	設立からの期間
株価収益率( PER )	配当性向	流動比率	売上高研究開発費比率	
企業価値( EV )	売上高成長率	フリー・キャッシュフローレシオ		
株価純資産倍率( PBR )	売上高経常利益率			

## ( 2 ) 分析の対象

第 2 スクリーニングから抽出された特徴を二つの切り口から分析を行う。

- 3 ) 被敵対的買収企業と被友好的買収企業の各特徴の比較及び相関関係の有無
- 4 ) 敵対的買収企業と被敵対的買収企業の各特徴の比較及び相関関係の有無

被敵対的買収企業と被友好的買収企業の分析は、敵対的買収と友好的買収の特徴が企業レベルで異なるか(もしくは同じか)を見出すために行う。更に各特徴において敵

対的買収企業と被敵対的買収企業の比較を行う事により、被敵対的買収企業が保有する要因が敵対的買収の発生に結びついているかを調べる。

上記の2つの切り口から下記の問いに答える事にする。

- 3) 敵対的買収の各発生要因は企業レベルでは国別で特徴が異なるのか。相関関係から見た結果は何を示唆するのか。
- 4) 敵対的買収の各発生要因は企業レベルでは各国ではマクロ要因、即ち経済的要因と相関関係があるのか(歴史的要因は数値化が可能ではなく、対象外としている)。

従来のM&A及び敵対的買収での企業レベルの特徴の分析では、被敵対的買収企業のみが分析対象とされている。しかしながら、敵対的買収の発生要因を特定するには、被敵対的買収企業を敵対的買収企業及び被友好的買収企業と比較した場合、異なる特徴が存在するのを理解する必要がある。

### (3) データの抽出方法と分析方法

#### 1) 企業名の特定

各国で発生した敵対的買収の企業名を探すにあたって、Thomson Financial のデータベースを活用したが、確認のために Mergerstat のデータベースでも同様のスクリーニングを行い、両方のデータベースで一致していない企業に関しては除外した。次に各国で発生した買収・合併案件の記録を1980年～2002年にまとめ買収企業と被買収企業の企業名のリストを作成した。敵対的買収は米国で1970年代も発生していたが、データの入手が困難であり、1980年を基準年とした。リストを更に各国の取引所に記録されている公開買付の記録と比較し敵対的買収(公開買付において被買収企業側が承認していない)と認められる案件を抽出した。また、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の分析に必要な事から、同じ公開買付の記録から、友好的買収と認められる被友好的買収企業も抽出した。

#### 2) 企業の特徴の特定

抽出した企業から敵対的買収の発生要因を分析するわけだが、本稿の分析に必要な各企業の対象となる財務データは項目別で出所が異なる場合があることから、それぞれの出所を下記に明記する。

### A. 企業価値分析

**株価** 企業を特定した上で、Datastream のデータベースをプログラムし、敵対的買収日から3ヶ月、1年及び3年に遡るデータを各国で抽出した。1年に遡ると、月末のデータしか残っていないために3年前の統計では発生年月日から遡った3年前の月末の数字を利用した。Datastream は各国の取引所の記録を利用しているわけだが、敵対的買収後、上場廃止や統合されている企業に関しては取引所が記録を残す傾向が無いために、これら企業は対象から除外した。

**株価収益率(PER)** Datastream が記録している PER の数字を入手した。ただし、PER に関しては毎年度の記録しか残っていないために、敵対的買収の発生日の年度末にあたる数字を利用。

**企業価値 (EV)** 企業価値は各取引所の記録から入手が可能。企業価値を試算するには時価総額に加え借入金及び現金残高数値の入手が必要であり、時価総額は各取引所に研究の目的を説明した結果、各企業の該当する年度の有価証券報告書を各国の取引所のデータベースから入手する事に成功した。各取引所のデータベース使用は会員でないと許可がおりず、会員の方の紹介を通じて入手。

**株価純資産倍率 (PBR)** 敵対的買収が発生した年月もしくは年度末の数字を Datastream から入手したものを採用。

## B. 収益力分析

**株主資本利益率 (ROE)** ROE に関しては企業価値の分析で入手した有価証券報告書に記載されている株主資本及び当期利益の数字を採用。

**配当性向** 株価数値は入手しているため、有価証券報告書に記載されている配当金額を採用。

**売上高成長率** 各企業の有価証券報告書に記載されている前年度との売上高成長率の数字を採用。

**売上高経常利益率** 各企業の有価証券報告書に記載されている売上高及び経常利益金額を採用。

## C. 安全性分析

**レバレッジ・レシオ** 各企業の有価証券報告書から長期借入金額及び総資産金額を採用。

**流動比率** 各企業の有価証券報告書に記載されている流動資産及び流動負債の合計額を採用。

**フリー・キャッシュフローレシオ** 上記の企業価値を採用。更に、各企業の有価証券報告書に記載されている営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの金額を採用。

## D. 成長性分析

**設備投資対減価償却比率** 各企業の有価証券報告書に記載されている設備投資額及び減価償却費を採用。

**売上高研究開発費比率** 各企業の有価証券報告書に記載されている研究開発額及び売上高を採用。

## E. 企業形態分析

**設立からの期間** 各企業の有価証券報告書に記載されている設立年度を採用。



### 3) 採用した各特徴（発生要因）の説明

#### A. 企業価値分析

##### 株価

敵対的買収の成功の尺度として、株価が一般的に使用されている。勿論、株価だけでは、社会的影響度などを反映しないが、企業価値拡大が敵対的買収により達成されたかを判断するには有効な指標であると考えられる。また、株価が敵対的買収の発生要因として影響を及ぼしているかを探るにも株価を基準とした分析は効率的であると思われる。本稿において、株価を利用した分析では敵対的買収を受けた日を1とし、被敵対的買収企業の3ヶ月、1年前、3年前の株価推移を変動率（%）とする。その結果、敵対的買収を受ける企業の株価推移は果たして一定の特徴を示すのかを考察する事が可能である。

##### 株価収益率（PER）

株価収益率は企業の現在の企業価値を表すには留まらず、企業の将来価値を反映している。例えば、現在の収益力が同じ2社の場合、将来の収益性が高い会社の方が一般的には現在の株価が高いと推測され、即ち現在の株価収益率（PER）が高いことがうかがえる。さらに、PERは1株当たりの利益が大きくなれば、株価が上昇すると想定される。このように、1株当たりの利益の大きさが、株価の水準を左右する。資本主義市場では、経営陣の責任は将来の株主価値拡大を実現することであり、経営陣の質が株価に織り込まれていると判断される。

株価及び株価収益率は投資家に対して企業の現在価値及び将来価値を推測するツールに使用されるが、経営陣の質のみが企業の将来を決定するわけではない。つまり、経済や社会は経営陣の予測をはるかに超えた動きをする事もあれば、地震などによる被害は企業によっては不可抗力的な形で明暗を分ける場合がある。したがって、株価収益率を基準とした判断はそもそも「通常」の範囲内で推移しているからこそ効果的であると思われる。したがって、本稿での分析にはPERの推移を検証する事により、敵対的買収の対象となる企業は「通常」であるのか、それとも通常値から乖離しているかという特徴を求める。本稿における分析では、敵対的買収の発生日から1年前のPERの変動率を注目する。一時的な特別損失を計上した場合、株価収益率は一時期には高く（もしくはネガティブPER）なり、他方、特別利益などでは一時的に低くなる。このような変動は、敵対的買収を発生させる要因につながる場合もあることから、これら特別損益から発生するPERの大きな変動幅は分析を行うに当たり考慮することにする。

##### 企業価値（EV）

株価の推移に加え、企業の規模（企業価値）が敵対的買収に影響を及ぼしているのかを検証してみる必要がある。合併・買収では「規模」を求め市場でのシェア拡大を実現する傾向がある事から、被買収企業の企業価値は重要であると考えられる。したがって、ここでは被敵対的買収企業の企業価値（時価総額 - 現金 + 借入金）の平均値を敵対的買収企業及び被友好的買収企業と比較する。

##### 株価純資産倍率（PBR）

企業の株価純資産倍率（PBR）は、株価が企業の1株当たり簿価純資産額を表すため、株価評価や企業間同士の株価の比較に利用される場合が多い。即ち、PBRを比較するという事は、株主資本利益率（ROE）を比較するとも考えられる。つまり、

各企業が10%のROEを実現したなら、これら企業はPER及びPBRも同じ比率で推移していると考えられる。PBRが高い企業はROEが効率的であるか、会社の資産の価値が高く評価されていると考えられる。一方低いPBRは現在の利益率が低く、将来も低い可能性を示唆している。PBRが1倍を下回っている時は、実際に1株に値する企業の解散価値より現在の株価が低いと考えられる。企業は増資などを通じて新株を行う際、既存の株主の株式価値を薄めて(Dilution)しまう。したがって、企業は拡大傾向の選択を避け、このような企業の株価利回りは将来的に低いと考えられるのである。PBRが低い企業を対象に敵対的買収を仕掛ける投資家は、資産を売り払う事により純資産価額と時価との差額を利益化することを目的とする。

本稿では、敵対的買収日の発生年度のPBRを前年度末のPBRと比較し、PBRの特徴が敵対的買収の発生と関係しているかを考察する。

株価収益率、株価純資産倍率、企業価値は株価を基準としており、低い株価は経営陣が株主価値拡大を重視した経営判断を実行していないため、市場により将来性を期待されていないと判断できる。しかし、株価のみを評価基準にするのは疑問が生じる。つまり、市場とは戦争や災害など突然な出来事により左右されることもあるし、噂により株価の変動が大きく見られる事がある。また、株価が低い事はこの企業が「旬」ではなく、魅力的な話題を市場に提供していないことにも原因があると見られる。

しかしながら、株価は一般的には経営陣の経営効率性を判断するバロメーターとして活用できると考えられる。株価とは企業の現在の価値を計るものであり、買収・合併対象を検討するにあたって重要な基準になると考えられる。低い株価、PERやPBRは市場が企業の将来性を悲観的に判断していることを意味し、敵対的買収に対して市場は受け入れやすいと推測される。最後に、株価が低いということは企業が「割安」であるため、友好的買収・合併や敵対的買収の対象になりやすいと言えるだろう。

## **B. 収益力分析**

企業の分析にあたり、企業の収益性を図るには、ROE、売上高経常利益率、配当性向など様々な財務比率が用いられる場合が多い。これら財務比率は被買収企業の効率性や財務のパフォーマンスを評価するのに導入される。また、過去の経営陣の経営判断を評価するのにも適している。しかしながら、これら財務指標は現在もしくは過去の一定の期間における企業のパフォーマンスを測定するには効率的だが、企業の将来性を予測するために採用するのは適切ではないと思われる。なぜなら、現在のパフォーマンスが低くても、将来的には高くなると思われる企業があるからである。例として、スタートアップ企業などはこの形態である。この場合、これらの財務指標はあまり効率的なバロメーターではないと思われる。

しかしながら、財務指標から分かるのは企業におけるファンダメンタルの部分であり、経営判断の効率性である。したがって、敵対的買収の発生要因を考察するにあたり、過去及び現在の財務指標は将来の可能性を推測するのに重要な基準になると考えられる。以下では、ROE、レバレッジ・レシオ、キャッシュフロー、などを中心に検討する。

### **株主資本利益率 (ROE)**

ROEは企業のファンダメンタルの部分の評価にあたって一般的に使用されている。ROEとは当期純利益を前期及び当期の株主資本の平均値で除したものである。株主が直接払い込んだ資金と、本来株主に帰属する利益を再投資している内部留保の

合算である株主資本を「元手」として、1年間でどれだけの利益をあげたかを見る、企業の経営効率を判定する指標である。株主資本は株主等の出資者の持分であるから、出資者に帰属する株主資本の収益性をあらわすとの意味で、出資者にとって意味のある利益指標である。一般的に ROE が高ければ高いほうが企業の収益性は高いと判断され、株主資本が効率的に使用されていると考えられる。日本での全産業と製造業における平均は 1988 年ではそれぞれ 7.82% と 8.22% であったのに対し、1998 年にはそれぞれ 0.89% と 1.01% まで大きく減少している。他方、米国では株主価値拡大が重要視されていることから、平均 ROE はどの業種でも日本より高い。特に一番日本と乖離がある業種は銀行であり、2002 年度の日米それぞれの ROE は日本の平均 0.17% に対し米国は 19.7% であった。

ROE と敵対的買収はどのように関係しているのか。まず、友好的な企業買収・合併の場合においては、ROE が低く、流動資産比率が高い企業は資本を効率的に活用していないと見なされ買収・合併対象とされやすいとの見方が Dodd and Ruback により検証されている。敵対的買収が友好的買収・合併の延長線として発生しやすいと想定した場合、敵対的買収においても同じ傾向があると考えられる。したがって、敵対的買収の発生要因を検証するに当たり、企業の ROE の水準を見る必要がある。本稿では、ROE の毎年の変動率を使用するのではなく、有価証券報告書に記載されている数字を使用することとする。

#### 配当性向 ( Dividend Ratio )

配当性向は、当期利益に対する配当金の割合を示す指標であり、好況期には一般に低く、不況期には高くなる。これは、不況期には利益の落ち込みが激しいにもかかわらず、一定の配当水準を維持しようとするれば、当然この比率が上昇することになるからである。端的には 1974 年・1975 年のオイルショック期と 1992 年のバブル崩壊時期において見られるところである。

配当性向の低い会社の特徴としては、資本金が比較的小さい、市場占有率が高く、収益性が高いことが挙げられる。配当性向が低いということは、内部留保率が高いことを意味し、将来の配当の潜在性を示すものとして注目しなければならない。

敵対的買収の発生要因を考察するに当たり、配当性向は今後注目されると思われる。従来、日本の上場企業はおおむね年 15 円配当 (3 割配当) を上限として、業績がいかにも伸びてもこれ以上の配当を行わないという企業が大半を占めていた。したがって、平均配当率を 11%、上限配当率を 30% とする配当幅が上場企業のパターンとされてきた。

しかし、企業収益が急速に回復基調を示した 1976 年上半期において、優良企業の中から、従来の安定配当の殻を破るような政策が打ち出された。パイオニアが 1976 年 9 月期決算で、年 9 円の大幅増配により、年 24 円配当 (配当率 48%)、ソニーが同 10 月決算で、年 5 円増配して、年 20 円配当 (配当率 40%) とすることとした。

この傾向は、日本では一般化していた安定配当という考え方の殻を破り、各期の利益の増減を基準に配当額を増減させようとするものであるとして評価された。米国では、このような傾向は 1950 年代から導入されており、配当の持つ本来の性質からみて、当然の認識であると思われる。しかしながら、現在の日本企業は引き上げた配当率のままで据え置きにする傾向が未だ強く、利益の多寡に応じて配当率を動かす傾向が弱いと思われる。

**現在、金利水準は低く株価も低迷しているせいか、配当率 (性向) を求める投資家層が増加している。特に外国人投資家は配当率が高い企業を中心に投**

資しているとも考えられる。このような投資家の傾向から、企業の配当性向が低い程、敵対的買収企業からすると魅力的であると考えられる。

上記の理由により、各国で発生した被敵対的買収企業の配当性向を求め、敵対的買収の発生要因に特徴が見られるか考察することにする。

## 売上高成長率

### 売上高経常利益率

買収・合併側の企業にとって買収後の重要な関心事の一つは、企業の収益力であろう。この中でも、売上高成長率が最もポピュラーな収益力を表す指標である。一般に、売上高が前期より増加した場合には増収、減少すれば減収という。通常で使用されている増収率というのは、実は売上高成長率のことを意味している。

買収・合併は収益の成長性を最重要視していると思われる。つまり、企業買収には、買収企業の既存の事業を被買収企業の事業と合併・統合させることにより既存の事業を更に成長させたいとの願いがある。したがって、合併後の成長に関与しない部門が被買収企業にあれば、これらは切り離され第三者に売却される傾向が米国では多く見られる。敵対的買収の場合でも成長性を重視するのは最も大切であると考えられ、これら収益指標を売上成長性及び利益成長性とに分けて見ることにより、被買収企業の特徴が把握できることであろう。

ここでは、各国における被敵対的買収企業を対象に、敵対的買収が発生した年を基準として 1 年前との平均増減比率を分析する事にする。採用した計算方法は下記の通りである。

売上高成長率 (%) = (当期売上高 ÷ 前期売上高) X 100

売上高経常利益率 (%) = (経常利益 ÷ 売上高) X 100

## C. 安全性分析

企業が資金繰りの観点から債務返済能力を持っているかどうか、調達した資金がその用途との関連で適正に運用されているか、あるいは、資金調達の形式が資本構造全体の観点から適切であるかどうかと言う事は、企業の収益性の判断と合わせて重要性を持っている。

上述の債務返済能力や資本構造の健全性は、ともに企業の安全性に関連するものである。特に前者（債務返済）を流動性、後者（資本構造）を財務健全性と名づけるならば、安全性分析は流動性分析と財務健全性分析とから成り立つこととなる。

敵対的買収の発生要因を考察するに当たり、対象企業の安全性分析は買収企業にとって重要であると考えられる。安全性分析では、レバレッジ・レシオを財務健全性分析、流動比率を流動性分析に分けて考察する。また、資金の用途能力を示すフリー・キャッシュフローレシオも分析対象とする。

### レバレッジ・レシオ：

レバレッジ・レシオとは長期借入金を総資産で割ったものであり、企業の返済能力からみた財務健全性を表している。数字が低ければ低いほど、借り入れ余力があると判断される。友好的買収・合併及び敵対的買収などにおいて、買収企業は現金で買収する場合を除き、被買収企業の資産を担保に借り入れを行い買収資金の調達を行う

場合が多いことから被買収企業のレバレッジ・レシオは重要な要因であると考えられる。この場合、借入れが少ない企業の方が買収企業としては魅力的なターゲットとして考えられる。

逆のケースも考えられる。つまり、場合によっては買収企業が被買収企業の敵対的買収に成功し合併が実行されるまで借入れを保証するので、買収企業の既存の借入と買収に伴う借入が合算されることになる。また、借入金の多い企業が借入金の少ないもしくは無借金の企業を買収することにより、自社の財務体質を強化する目的もあり得ると思われる。

したがって、敵対的買収においては買収企業と被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオが注目されるべきであると考えられる。分析にあたっては主に被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオを分析することにする。

### 流動比率

流動比率とは流動資産に対する流動負債の比率である。流動比率は、企業の流動性の良否を判定する必要上、古くから一般に広く利用されている比率である。流動負債（おおむね1年以内に覆行期の到来する債務）を返済するための財源として、流動資産（現金を始めとして、おおむね1年以内に現金化するような諸資産）を考えようとするもので、通常200%以上あることが望ましいとされ、「2対1の原則」（Two To One Rule）ともいわれている。また、この比率はその当初、日本の銀行業者が企業に対し貸付を行う際に重視していた比率であることから、銀行家比率と呼ばれることもある。

三菱総研の調べによると、日本の場合、1998年では全産業の流動比率が121.7%であるのに対し製造業の流動比率が143.2%である。この比率は日本で大きく変動しておらず、日本では流動比率が200%以上を示している企業はごくわずかであり、逆に電力業の流動比率は同年で18.5%と極めて低いと一般的には安全な会社と考えられている。このように、米国や英国で常識化されている200%という基準値は判断指標としては不適當であることが分かるであろう。しかしながら、米国や英国では流動比率は友好的買収・合併の研究において有力な指標として見られる傾向がある。その理由としては、流動比率が高い企業は買収されやすいと検証されているからである。一般に、買収企業は安全性が高い企業を買収対象とする傾向があると考えられる。したがって、敵対的買収においても、被買収企業は流動比率が高いと考えられるのではないだろうか。

本稿では、敵対的買収が多い国の企業は敵対的買収が少ない国の企業より流動比率が果たして高いかどうかを考察したい。

### フリー・キャッシュフローレシオ

フリー・キャッシュフロー（純現金収支）は配当など株主への利益配分や有利子負債削減の実際原資となるため、企業の価値を会計上の利益より正確に把握するための指標として利用されている。なぜなら、会計上の利益ベースは好調でも、キャッシュフローベースでは収支が悪化する事があるからである。その良い例として、2001年における半導体商社は、東京証券取引所上場の大手9社全社が前の期に比較し増収・営業増益であるにもかかわらず、フリー・キャッシュフローは7社で悪化していたことが挙げられる。

フリー・キャッシュフローの定義はいくつかあるが、本稿で利用する定義はその中でも最も一般的である営業キャッシュフローに投資キャッシュフローを加えたもの

である。ただ、土地や有価証券の売却によって投資キャッシュフローが大幅なプラスになる事があり、大幅なぶれを防ぐために設備投資関連数値のみを足すことにする。

Michael Jensen のフリー・キャッシュフロー理論によると、企業が生み出すキャッシュフローが株主配当などの形で株主に還元されずに企業内に滞留したり、投資効率が低い事業に資金が利用された場合に、敵対的買収は発生しやすい。これは、買収企業が企業を買収した際には、投資効率が低い事業へと資金を割り当てる他、株主に対して増配・分配を行うなどして株主価値拡大を求める事が可能であるからと思われる。つまり、キャッシュフローが改善しても、新規投資や有利子負債の削減などに活用しなければ意味がないと考えられている。余分な現金を持っていれば、資産効率が改善しないばかりか、企業買収の標的になる可能性が高まるのである。

フリー・キャッシュフローの推移は、これらの理由により敵対的買収の発生要因に結びつく可能性がある。そこで今回の分析では企業価値に対するフリー・キャッシュフローレシオを求める事により、被敵対的買収企業と敵対的買収企業で差があるのか、そして被敵対的買収と被友好的買収企業では差があるのか、これらの特徴を見出す事を目標とする。

## D. 成長性分析

### 設備投資対減価償却比率

#### 売上高研究開発費比率

上記 2 項目は敵対的買収の研究を進めるに伴い、米国で 1986 年に Lynne Browne 及び Eric Rosengren が研究開発費と敵対的買収の関係を研究発表で挙げていたのを切り口として採用している。彼らは被敵対的買収企業が敵対的買収を拒否する理由の一つは、敵対的買収は企業を短期収益に焦点を置くように仕向け、長期的な視野で企業経営を行わなくなる傾向があるからだ述べている。したがって、被敵対的買収の企業の特徴として、短期収益よりは長期収益を目的とした企業が対象とされやすいと推測される。当時の彼らの研究ではこれらの特徴を立証する結果には結びついてはいないものの、その後の米国では半導体やインターネットなど技術分野の発展により設備投資や研究開発費が大幅に伸びていることから再度検証してみる必要性はあると考えられる。データが入手可能である限り、各国で発生した敵対的買収企業を対象に設備投資対減価償却比率と売上高研究開発費比率が敵対的買収の発生する特徴として見られるか考察してみたい。

## E. 企業形態分析

### 設立からの期間

経済が急速なペースで進化する中、買収・合併は経済の動向に対応するために実行される場合が多く、その形態は様々である。例として、安定性は高いが成長性が伸び悩んでいる優良企業が成長性の高い企業を買収するケースに加え、その逆の例として成長性の高い企業が優良企業の基盤を必要としているために買収・合併する場合もある。後者の例では AOL による老舗の Time Warner の買収・合併が挙げられる。設立 10 年にもならないインターネットブームの勝ち組と思われる AOL が設立 100 年以上の歴史を持つ老舗の Time Warner を買収した時には誰もが驚いたのではなからうか。

友好的買収・合併及び敵対的買収では、一般的に設立からの期間が長い企業は保守的であり資本の有効活用がされていないと思われる傾向がある。その理由には、設

立からの期間が長い企業は固定資産（含み資産）が多いことが推測される。したがって、敵対的買収の発生要因を企業レベルで考察するにあたり、設立からの期間が発生に影響しているかを検証する必要性があると思われる。ここでは、各国で発生した被敵対的買収企業の設立からの年数の平均を分析する。

## 第2節 被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の特徴

各国の統計により定性的な見方に加え、相関関係による定量的な分析を行った。相関係数としては以下のピアソン方程式を採用している。

$$r = \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{\sqrt{[n\sum X^2 - (\sum X)^2][n\sum Y^2 - (\sum Y)^2]}}$$

X、Yは相関関係を調べるに当たっての各要因（マクロ、ミクロ）

r = 相関係数

被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の特徴を比較した場合に、下記の結果が得られた。また、その詳細は続く各企業の特徴で概説している。

図表 7-3 日本での被敵対的買収と被友好的買収の特徴のまとめ

	特徴
株価	3ヶ月、1年、3年前では大きな特徴は見られない。日本で発生した敵対的買収では他国と比較した場合に株価は発生前とさほど変動していない。
株価収益率 (PER)	日本を他国と比較した場合、被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より株価収益率が平均的に高い。業界平均より株価収益率が高い企業が敵対的買収対象になっている特徴が見られる。
企業価値 (EV)	日本及び各国でも大きく異なっている。被友好的買収企業より被敵対的買収企業の方が大きい。
株価純資産倍率 (PBR)	被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より PBR が高いことから、被敵対的買収企業の方が割高感がある。
株主資本利益率 (ROE)	日本において、被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の ROE が他国よりも圧倒的に低い。米国の様に、敵対的買収とは ROE が低下するにつれ増加するのであれば、日本でも今後敵対的買収が増加しても不思議ではないと考えられる。

配当性向	2000年～2001年に発生した外国企業による敵対的買収では、被敵対的買収企業の配当性向が被友好的買収企業より低い。また、外国企業は自社より配当性向の極めて低い企業をターゲットにしている。
売上高成長率	敵対的買収及び友好的買収の差に特徴は見られない。しかし、日本は米国、英国、フランス及びドイツより売上高成長率が高い企業が敵対的買収のターゲットになっていると推測できる。
売上高経常利益率	日本及び各国とも被敵対的買収企業より被友好的買収企業の方が高い数値を示していることから、収益体質が弱い企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。
レバレッジ・レシオ	日本はドイツと並んで、被敵対的買収企業が被友好的買収企業より数値が低い。日本で2000年～2001年に発生した敵対的買収は米国の1980年代に類似している。
流動比率	日本では被敵対的買収企業より被友好的買収企業の流動比率の方が高い。つまり、財務面で改善の余地が高い企業の方が友好的買収の対象となっている傾向が見られる。他国では被敵対的買収企業と友好的買収企業の差があまり見られない。
フリー・キャッシュフロー・レシオ	1980年代の日本では被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業と比較した場合、平均的に高い。しかし、2000年～2001年の被敵対的買収企業は被友好的買収企業及び他国と比較した場合でも水準が低い。
設備投資対減価償却率	日本（主に2000年～2001年）及び各国では被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より数値が低い。景気が回復し、設備投資も増加する傾向になれば、日本においても敵対的買収が増加する可能性が高まると考えられる。
売上高研究開発費比率	日本及び各国では一般的には被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業よりも数値が低い、大きな特徴は見出せない。
設立からの期間	日本では被敵対的買収企業が最も長く、被友好的買収企業の設立年月が最も短い（差幅が最も大きい）。設立年月の長い企業の方が敵対的買収のターゲットになりやすいと考えられる。

## A. 企業価値分析

### 株価の推移（図表 7-5、7-6、7-7）

被敵対的買収企業の株価の推移が敵対的買収の発生に影響を与えているか考察する。ここでは、敵対的買収を受けた日（公開買付の届出が提出された日）から3ヶ月、1年そして3年遡って株価がどのように推移しているかを基準に検証する。

国別で見た場合、3ヶ月遡った株価は韓国の-5.1%を除けば各国とも0.2%（日本）～3.0%（フランス）の狭い幅で推移しており、大きな特徴は見られない。しかし、年代



別でみた場合、米国、英国及びフランスでは 1992 年~1993 年頃からの株式市場の活況に伴い、上昇率が高い。他方、敵対的買収が件数ベースで最も多かった 1980 年代は株価変動率が低い。これらの分析結果から、株価の短期的な急変動が敵対的買収を発生させる要因とみるのは難しい。

しかしながら、期間を 1 年に遡ると国別での変動幅が大きくなっているのが分かる。変動率は日本の 1980 年~2002 年の平均 0.8% からシンガポールの同時期平均 23.9% と差が 3 ヶ月と比較した場合、大きくなっている。(韓国の-22% は件数が 1 つしか無いため、除外している) また、国別では米国(平均 2.5%) や英国(平均 4.9%)、フランス(11.9%) とドイツ(14.8%) など敵対的買収の件数の多い国から少ない順へと、株価の変動率が対照的に高くなっている傾向が見られる。これら特徴は主に、各国での株式市場が上昇した 1993 年~1999 年を中心に見られることから、買収規模が比較的大きい米国などは浮動株が多いために被買収企業の株価の変動幅が少ないと考えられる。

3 年遡った分析結果では、株価の推移の変動幅は国別に鮮明に分かれる。まず、1980 年~2002 年における米国の株価変動率が平均 6.8% であるに対して、英国は 26.6%、フランスは 59.4%、ドイツは 64.3% と、1 年の変動率と比較すると、国別の差が大きい事が分かる。また、欧米のみで見た場合、変動率は敵対的買収の件数が多い国ほど小さい。

日本はどうだろうか。まず、3 ヶ月の期間の場合、変動率は-5.5%~+7.1% と変動幅は狭いが、1 年では-20%~+33%、3 年では-37%~+11.7% と期間が長くなればなるほど変動幅は大きい。しかしながら、変動幅の平均を分析した場合、3 ヶ月、1 年及び 3 年では大きな差がないことが分かる。つまり、日本で発生した敵対的買収では、他国と比較して株価は発生前に対し変動していないという特徴が見られる。

更に、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の相関関係を見た場合、まず 3 ヶ月前では米国、英国、フランスなど敵対的買収が多い国は相関係数がそれぞれ 0.96, 0.86, 0.68 と高い事が分かり、敵対的買収の件数が少ない国になるにつれ、相関係数が低くなっている。各国の 1 年前の結果も 3 ヶ月前の相関関係とほとんど変わりなく強い事が挙げられるが、日本のみが-0.186 で相関関係がみられない。しかしながら、3 年前に遡ってみると、日本も相関係数が 0.97 と高いことから敵対的買収の発生前に被敵対的買収企業の株価が 1 年前から大きな変動をしていた事が分かる。

被敵対的買収企業と被友好的買収企業の株価の相関関係がそれぞれ高いというこの分析から、被敵対的買収企業と被友好的買収企業との間では株価の推移は敵対的買収の発生要因に大きな影響を及ぼしていないと判断できる。

### 株価収益率 (PER) (図表 7-8)

敵対的買収の発生要因と株価収益率の関係を分析してみる。株価収益率は国によって異なっており、敵対的買収及び友好的買収を比較した場合、シンガポールが 26.6% 及び 27.9% と低い。他方、韓国がそれぞれ 40% と 40.9% で最も高く、日本も 39.3% と 35.6% と高い方に挙げられる。また、敵対的買収と友好的買収の株価収益率を比較した場合、日本を除いた各国では友好的買収の方が敵対的買収より PER が高く、相関関係は日本及びシンガポールを除いた各国では 0.9 以上の相関係数が得られた事から、敵対的買収とは一般的に友好的買収より株価収益率が低い企業が対象となりやすいと推測できる。この特徴は株価が上昇した米国の 1991 年~1994 年にはっきりと確認できる。他方、株式市場が過熱した 1995 年~1998 年にはその立場が逆転しており、友好的買収より敵対的買収の方が株価収益率の高い企業が買収されている。この結果

は株式市場が好調の時、株価が必然的に高くなるため株価が高い企業よりむしろ利益率が低い企業が敵対的買収の対象になりやすいためと推測できる。

日本は他国と比較した場合、唯一、被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より株価収益率が平均的に高い。2001年に発生した、エスエス製薬の当時の株価収益率が高いことが大きくこの結果に影響を与えているものの、他ケースを含めても、業界平均より株価収益率が高い企業が敵対的買収対象になっている特徴が見られ、これらは同業者の中でも比較的利益率が低い企業であると推測される。日本で見られるこの特徴は米国及び英国の1999年～2002年の特徴に類似している。つまり、景気が低迷するにつれ競争が激化し、体力のない企業は収益性が低下し、株価収益率が高くなる。これらの企業は敵対的買収の対象となりやすいと考えられる。

### 企業価値（EV）（図表7-9）

被敵対的買収企業の企業価値の特徴を考察してみる。まず、他国と比較した場合、米国における被敵対的買収の企業価値が、平均で1社あたり2782百万ドル（約3000億円）を記録しており常に大きいのが明らかな特徴である。また、米国と英国においては1980年～1989年の間で被敵対的買収の対象となった企業の平均企業価値が上昇しているのに対し、1990年～1991年では大幅に減少していることが分かる。フランスは1994年から急激に被敵対的買収規模が大きくなっているのに対し、ドイツでは2000年に発生したマンネスマン（Mannesmann）の敵対的買収が史上最大を記録しているが、その他の案件は平均して小さい。一方、日本においては、1985年～1988年に発生した敵対的買収の規模は平均250億円程度であり、同時期の英国の平均である70億円に比較すると中級以上の企業が敵対的買収のターゲットにされていたことが分かる。そして2000年に発生したIDCの敵対的買収は3000億円規模であり、かなり大型案件に集中している。

**企業価値に関しての一番大きな特徴とは被敵対的買収企業と被友好的買収企業の企業価値が大きく異なっている事である。** 国別で見た場合でも当てはまることだが、敵対的買収の対象となる企業の平均企業価値は小さい。また、相関係数で見ても敵対的買収が多い米国、英国及びフランスではそれぞれ0.99、0.97、0.96と数値が高いために、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の規模の違いは明らかに「規模」が敵対的買収の発生に影響を及ぼしていると考えられる。

**なぜ、このように規模の違いが存在するのか。一つの要因として、敵対的買収を仕掛けられる企業は一般的に友好的買収・合併より小さい企業が選ばれるという傾向があると考えられる。** 二つ目に、買収を行う際の資金調達能力は敵対的買収より友好的買収の方が有利であり、金額的には友好的買収の方が規模が大きくなると考えられる。もし、資金調達が敵対的買収において頻繁に行われるようであれば、大型の敵対的買収が発生する可能性は高いと思われる。

日本でこれまで敵対的買収を仕掛けられた企業の規模は平均199億円であるが、そのレンジが1.74億ドル（約20億円<sup>44</sup>）から30億ドル（約3.6兆円<sup>45</sup>）と幅広い。つまり、企業規模で言うと中堅から大型企業が対象になっている事が分かる。

<sup>44</sup> 為替レート1ドル=120円で計算

<sup>45</sup> 同上

### 株価純資産倍率（PBR）（図表 7-10）

敵対的買収は買収後に部門や資産を分配し売却する傾向がある。その理由として、LeBaran and Speindell は企業の部門を別々に分配し売却した場合の総合価値が企業全体の価値より高い場合が多いからだと説明している。この場合、投資家は会社の解散価値を算定するために PBR を重視する投資方法が用いられる。PBR が 1 倍を下回っている時は、実際に 1 株に値する企業の解散価値より現在の 1 株価値が低いと考えられる。

今回の分析では敵対的買収の発生と PBR の関係として次の特徴が見られた。第 1 に、敵対的買収が比較的多い米国や英国では被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業よりも PBR が低い。他方、両国と比較すると敵対的買収が少ない国、例えばドイツやフランス、日本、韓国では被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業よりも PBR が高い。これは何を意味するのか。被敵対的買収企業と被友好的買収企業との PBR の差がフランス及びドイツでは 1998 年~1999 年に最も拡大していることから、この時期において両国では安定性が高い企業が成長性の高い企業、もしくは資産価値に対する収益率が弱い企業を中心に敵対的買収が仕掛けられたと考えられる。

買収して資産などを分配した投資方法は最近には見られないが、敵対的買収が増加し始めた 1980 年前半では米国と英国の PBR は 1.0 倍で推移しており、被敵対的買収企業の割安感が敵対的買収の発生要因に結びついていたと考えられる。ただし、被敵対的買収企業と被友好的買収企業との相関係数は米国の 0.43、英国の 0.577、フランスの 0.92 と日本の 0.64 であるように、各国ではそれなりに強い相関関係が見られることから、必ずしも PBR が敵対的買収の発生を決定する要因とは言い難い。

日本はどうであろうか。事例が少ないのにも関わらず、被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より PBR が一般的には高い。つまり、資産分配型の目的で敵対的買収が発生していないのである。これは、被敵対的買収企業は被友好的買収企業より割高であるから、もしくは経営陣が株価を維持する努力をしており買収企業に魅力的に感じられているからと推測できる。

## B. 収益力分析

### 株主資本利益率（ROE）（図表 7-11）

株主資本利益率に関する分析結果は敵対的買収の発生要因を検討するに当たり興味深い。一般的に株主資本利益率が高ければ高いほど企業の収益性は高いと判断され、株主資本が効率的に使用されているとの高い評価に結びついている。敵対的買収に関する理論の中には経営陣の非効率経営が敵対的買収に結びつくと考えられているが、この場合、効率性は ROE を基準としている場合が多い。

ここでは ROE に対して二通りの分析を行った。まず最初の分析方法は被敵対的買収企業と被友好的買収企業の ROE の比較であるのに対し、二つ目の分析は各国ベースで被買収企業と買収企業の ROE の比較である。まず、前者では被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業よりも ROE は各国において低いとの結果が見られ、約 1-2% の差が生じている。特に、敵対的買収が盛んであった米国の 1980 年代と株式市場が急成長した 1996 年以降に、この差が拡大している事が分かる。米国及び英国ではバブルのピークを迎えた 1999 年に、それぞれ 3.4% と 2.3% の差が発生しており、優良な企業が資金調達能力を活用し資本効率の低い企業を対象に敵対的買収を仕掛けたと考えられる。日本でも同じく、被友好的買収企業の方が被敵対的買収企業よりも ROE が高い特徴が見られる。米国や日本のみならず他国でこの特徴が一般的であることから、敵対的買収の発生に ROE は大きな影響を与えていると言える。

上記に加え、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の比較を行った場合に、米国では 0.80、英国では 0.83、フランスでは 0.60 そして日本では 0.99 と強い相関関係が確認できる。つまり、被友好的買収企業の方が被敵対的買収企業より ROE が常に高く、低い ROE は敵対的買収のターゲットになりやすいと推測できる。

ROE が低ければ敵対的買収が発生しやすいというのが第 1 に見られる分析結果である。しかし、結果の中で赤字企業が被敵対的買収企業及び被友好的買収企業として存在していないのも重要な特徴である。ROE の水準とは別に赤字転落している企業は敵対的買収の対象とされないのである。という事は、敵対的買収は友好的買収と同じく収益面でもある程度魅力的に思われる企業を中心に発生すると考えられる。

件数ベースと ROE の推移の関係も興味深い。米国などでは 1980 年代後半が最も敵対的買収が増加した時期であり、同時に ROE が低下した時期でもある。また、1990 年代には ROE が急上昇している反面、敵対的買収の件数は減少している。この米国の結果から、**ROE が低下した時期に敵対的買収が発生しやすい**と考えられる。

日本は被敵対的買収企業と被友好的買収企業の ROE がそれぞれ 5.0% と 5.8% と韓国を除けば他国よりも圧倒的に低く、米国の水準のほぼ半分（もしくはそれ以下）に位置づけられる。米国の様に敵対的買収が ROE の低下につれ増加するのであれば、日本でも今後敵対的買収が増加しても不思議ではないと考えられる。

#### 配当性向（図表 7-12）

配当性向が敵対的買収の発生要因としてどのような影響を及ぼしているか分析したところ、下記の特徴が明らかとなった。被敵対的買収企業は被友好的買収企業より配当性向が各国において総じて低い。また、敵対的買収が最も多く発生した米国の 1980 年代にその特徴が強く見られる。1980 年~2002 年の平均値では被敵対的買収企業と被友好的買収企業との差は各国とも大きな差がないが、フランス、ドイツ、日本、香港など比較的敵対的買収が米国や英国より少ない国では変動幅が大きい。これから学べるのは、敵対的買収が少ない国の方が被敵対的買収企業の配当性向は高い事である。また、株式市場が米国と英国でピークをつけた 1999 年には、明らかに友好的買収より敵対的買収を受けた企業の配当性向が低いことから、株式市場が高くなっている中で配当性向が低い企業ほど、敵対的買収の対象になりやすいと推測できる。配当性向が低いということは、内部留保率が高いことを意味し、将来の配当の潜在性を示すものとして注目しなければならない。

被敵対的買収企業と被友好的買収企業の相関関係を 1980 年~2002 年で調べた結果、米国の 0.05 を除けば、英国の 0.71、フランスの 0.78、ドイツの 0.58、日本の 0.61 と相関関係は高い事が分かる。もっとも、米国では 1980 年~1989 年の相関関係が 0.58 である事から時期的に相関関係が発生している事が分かる。以上より、米国の特徴として、上記でも明らかにした通り、友好的買収より敵対的買収を受けた企業の配当性向の方が低く、株価の上昇局面で配当性向が低い企業ほど、敵対的買収の対象になりやすいと推測できる。つまり、敵対的買収企業は株主価値拡大を重視している事が理解でき、配当性向が低い企業は敵対的買収の対象になり易いと判断できる。

日本では 1980 年代よりも 2000 年~2001 年に発生した敵対的買収の方が、被敵対的買収企業の配当性向は被友好的買収企業の配当性向よりもさらに低い。つまり、この特徴から、最近になって発生した敵対的買収は友好的買収より配当性向が低い企業を中心であることが分かる。更に、M&A コンサルティングが株主提案として東京スタイルに増配を求めたのも、東京スタイルの低い配当率を示唆していた結果である。これら特徴は何を意味しているのか。我が国の上場企業はおおむね年 3 割配当（配当率 30%）を上限としている場合が多いが、2000 年及び 2001 年に発生した IDC 及びエスエ

ス製薬の敵対的買収は両社より配当性向が高い外国企業によるものであった。したがって、外国企業は自分より配当性向の低い日本企業を中心に買収していく事が考えられる。米国や英国の外国企業は一般的に日本企業のような安定配当という意識は低く、各期の利益の増減を基礎に配当額を増減させようとする傾向が強い。このことから、日本企業がこれら外国企業より敵対的買収を仕掛けられた場合、従来の安定配当という考え方からの転換が必要となると思われる。

### 売上高成長率（図表 7-13）

企業買収・合併は 1990 年代に入り規模の拡大を目的とする傾向が強まった。この流れから、敵対的買収も規模の拡大を目的としたケースが多いと想定できる。したがって、売上高成長率がどのように敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかを各国で被敵対的買収企業と被友好的買収企業の両側面から分析する。ここでは敵対的買収が発生した企業の売上高成長率前年比の平均値を用いた。

分析の結果、年代別でみた場合、一番特徴が明らかなのは米国である。敵対的買収が活性化した 1980 年度では売上高成長率の被敵対的買収企業と被友好的買収企業の平均がそれぞれ 3.5%と 3.6%程度と各国の平均と比較しても数値としては最も低い。他方、件数は減少したが、買収・合併の企業価値が増加した米国の 1997 年~2000 年では、売上高成長率が敵対的買収の歴史上、もっとも高い事が分かる。被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の動向において、英国は米国に次ぐ強い連動性がうかがえるが、株式市場が米国や英国のように同時期好調だったフランス、ドイツなどは 1990 年代の数値が然程高くない。他方、日本では発生件数が少ないが、経済の好調期だった 1980 年代半ばに発生した敵対的買収では、被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の数値が米国、英国、フランスそしてドイツより高く、平均して 6.1%及び 5.9%である。アジア諸国では被友好的買収企業の方が被敵対的買収企業より数値が高いが、発生件数が少ないために特徴を断言するのは困難であると思われる。

上記の国別の比較に加え、さらに被敵対的買収企業と被友好的買収企業の数値を見てみる。まず、米国では 1980 年代から 1990 年代半ばまでは被敵対的買収企業の数値が被友好的買収企業より高かったのに対し、1995 年からは被敵対的買収企業の数値の方が高くなった。この動向から、株式市場が急上昇した 1995 年以降は、成長性の高い新興企業が多角化を求めた、成長率の低い安定成長型の企業に買収された背景が想定される。しかしながら、この傾向は英国やフランスなどでも見られるものの、ドイツや日本では見られない。

では、売上高成長率は敵対的買収の発生要因に影響を及ぼしているのだろうか。被友好的買収企業と被敵対的買収企業との相関関係を見た場合、国別によって異なるが、米国の 0.87、英国の 0.59、フランスの 0.81 と日本の 0.91 で見られるように相関関係が高い事が分かる。つまり、各国の時期的な変動を考慮しても一般的には被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業よりも売上高成功率が低い事が明らかであると思う。したがって、敵対的買収とは買収企業の動機にもよるが、一般的には買収企業より成長性が低い企業を中心に行われてきた事が分かる。

### 売上高経常利益率（図表 7-14）

企業の売上高に対する経常利益率が敵対的買収の発生にどのように影響を及ぼしているかということ、被友好的買収企業及び被敵対的買収企業を国別で比較し結果を考察する。ここで最終利益ではなく経常利益を用いたのは、最終利益の場合には業務から生まれる本来の利益（経常利益）に特別損益などが加算されるからである。

まず、国別での被敵対的買収企業と被友好的買収企業とを比較する。1980 年では売上高成長率の結果と同様、各国とも被敵対的買収企業より被友好的買収企業の数値の方が高いことから、収益率が低い企業の方が敵対的買収の対象になりやすいと判断できる。また、相関関係で見た場合、米国の 0.91、英国の 0.75、フランスの 0.55、ドイツの 0.71 及び日本の 0.97 で見られるように被敵対的買収企業と被友好的買収企業の相関関係は極めて高く、さらに被敵対的買収企業の数値が常に被友好的買収企業の数値よりも低いことから、一般的には**売上高経常利益率の低い企業の方が敵対的買収の標的になりやすい**と考えられ、発生要因の一つの特徴として解釈できる。

### C. 安全性分析

#### レバレッジ・レシオ（図表 7-15）

長期借入額の総資産に対する比率をレバレッジ・レシオと呼ぶ。レバレッジ・レシオが低いということは、企業の現在の借入（負債）額が低く、借入余力が十分にあることを示唆する。1970 年代からレバレッジド・バイアウト（LBO）が増加したが、この手法は被買収企業に買収の際の借入れを起こさせ、業務が生み出すキャッシュフローを借入れの返済に充当する方法である。LBO を行う事により、借り入れを起こしてその資金を買収に充てるため、効率が良い投資手法として現在でも広く行われている。しかしながら、被買収企業に十分な資産もしくはキャッシュフローが無くてはならず、業績が悪い企業などには LBO が適していないので、通常は被買収企業の資産が借入れの担保になるか、十分なキャッシュフローが維持可能な企業に限定される。

敵対的買収は割安感のある企業を対象に行われるだけでなく資産の分配や配当により株主価値拡大を目指す場合も多い。このような企業の狙いは正に、買収の際に被買収企業の資産を担保に買収資金を調達することにある。この場合、外部資本を買収資金に充てることにより、投資利回りを高める事が目標になる。

ここでは友好的買収と敵対的買収が成功した場合の企業の特徴を国別・年代別に比較する。まず、国別では各国とも平均数値が 18%~22%の間で推移しており大きな違いが無い。年代別で見た場合、1990 年代の米国と 1980 年代の日本が被敵対的買収企業の数値が同水準であるため、経済好調期には借り入れも行いやすくレバレッジ・レシオも高いことが分かる。他方、2000 年と 2001 年の日本及び 1980 年代の米国、英国、フランスとが一致しており、経済の成長率が低い時期はレバレッジ・レシオが低い事が分かる。また、1980 年台から米国の敵対的買収が増加するにつれ、レバレッジ・レシオが徐々に上昇している。

上記の特徴に加え、被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の相関関係を調べてみる。米国と日本はそれぞれ 0.33 と 0.37 なのに対し、英国の 0.82、フランスの 0.96、ドイツの 0.92 と相関関係は国毎に異なる。日本では発生件数が少ないが故に特徴を見出すのは困難であるが、米国では株式市場が上昇し 1995 年から被敵対的買収企業と被友好的買収企業の差が拡大した事が原因と考えられる。英国、フランス及びドイツでは相関関係が高く、またその数値も同水準である事が多く、レバレッジ・レシオから敵対的買収の発生要因の特徴を見出すのは困難であると考えられる。

続き、日本に注目してみる。日本はドイツと同様に被敵対的買収企業が被友好的買収企業より数値が低い。ドイツと日本は件数が少ないためにこの特徴から一定の結論を見出すのは困難である。しかしながら、1980 年代の米国のように敵対的買収が増加した時期の被敵対的買収企業はレバレッジ・レシオが低く、その数値は 2000 年と 2001 年に敵対的買収が仕掛けられた企業の水準と一致している事から、日本でも今後は米国の 1980 年代の様に敵対的買収が増加しても不思議ではないと考えられる。

### 流動比率（図表 7-16）

流動比率は、企業の流動性の良否を判定する必要上、古くから一般に広く利用されている比率である。流動比率からは、企業の流動資産と流動負債のバランスが分かる事から、被敵対的買収企業の財務の健全性もしくは借入能力の特徴を把握できると考えられる。つまり、この分析により被敵対的買収企業は、借入金が少なく健全な企業であるか、もしくは借入能力が低い企業でも敵対的買収の対象となるのかが主に明らかになる。

分析の結果、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の差が各国であまり無いことが分かるが、米国、英国、フランスといった株主価値拡大を重視する国では友好的買収より敵対的買収の流動比率が高い。その反面、敵対的買収が比較的発生し難いドイツ、日本、香港、シンガポール、韓国では被敵対的買収企業より被友好的買収企業の流動比率が高いのである。この特徴から、株主価値拡大を主としている米国、英国、フランスでは借入能力が高い企業を一般的に敵対的買収対象として好み、ドイツを初めとした後者の国では、結果として友好的買収よりも敵対的買収において流動比率が低い企業が対象になっている事が推測できる。しかし、この見方には誤解が生じる可能性がある。各国で発生した敵対的買収を各国での全業種の流動比率の平均と比較した場合、敵対的買収の対象となっている企業は平均より高い特徴が見られる。つまり、敵対的買収及び友好的買収の対象となっている企業は平均より一般的に財務が比較的健全な企業であると理解できる。

相関係数では米国の 0.4、英国の 0.6、フランスの 0.57、ドイツの 0.9、日本の 0.6 で見られるように被敵対的買収企業と被友好的買収企業の相関はあるにしてもドイツを除けば高くなく、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の差は明確でないことが分かる。

時代によっても敵対的買収と友好的買収の違いが生じている。例えば米国では、1997 年～1999 年の経済好調期において、友好的買収と比較して敵対的買収の方が流動比率は高く、その差は敵対的買収が最も盛んだった 1980 年代後半よりも上回る。経済が好調になるにつれ、買収に必要な資金調達余力が強まることから、自社より一層魅力的な企業の買収が増加したものと考えられる。

日本では ROE と同様、他国より流動比率が圧倒的に低い企業同士による敵対的買収が 1980 年代を占めている。しかし、1999 年と 2000 年の二つの外国企業による敵対的買収では流動比率が高い企業が自国より流動比率が低い日本の企業を対象としている傾向がうかがえる。したがって、財務面で救済が必要な企業は敵対的買収の対象から外れるが、外国企業は向上能力がある企業を対象に敵対的買収を仕掛けてくると考えられる。

### フリー・キャッシュフローレシオ（図表 7-17）

Michael Jensen のフリー・キャッシュフロー理論によると、経営陣がフリー・キャッシュフローを非効率的に運営している場合、買収の対象になりやすい。これはキャッシュフローから生まれた余剰資金が、内部留保され将来の収益を生み出さない状況に至っているか、配当として株主に分配されていないからである。Jensen の主張は日本で 2000 年に M&A コンサルティングが昭栄に対して敵対的買収を行ったときの主張と一致している。また、M&A コンサルティングが東京スタイルの株主総会で株主提案を行った際の主張とも一致している。即ち、買収に成功した企業は滞留している余剰資金を収益性の高いプロジェクトなどに有効活用するか、株主に配当などの方法で分配することで株価を高める事ができるということである。これらフリー・キャッシュフローを非効率的に運営している企業は買収後、そのフリー・キャッシュフローを有

効活用することで株主価値拡大の実現が容易であり、敵対的買収が発生しやすいと考えられる。

分析に当たって各国で発生した敵対的買収と友好的買収を比較した。その結果、敵対的買収が最も多かった米国、1980年代の英国では敵対的買収の方が友好的買収よりフリー・キャッシュフローの数値が高い。これは Jensen の理論に一致する。米国では不況であった 1991 年から 1993 年までこの差が拡大している。しかしながら、1993 年から 1996 年の米国、英国、フランスではこの差が拡大しており、友好的買収と敵対的買収では数値の差が大きくなっている。そして、好況期の 1996 年から 1999 年まででは差が縮小している。この事から、経済が成長期に入る時に最も Jensen の主張が当てはまり、景気が成長するにつれフリー・キャッシュフローの影響が薄れてくると考えられる。

しかしながら、被敵対的買収と被友好的買収の相関関係を見た場合、相関係数が米国の 0.09、英国の 0.33、フランスの 0.63、ドイツの 0.75、日本の 0.21 と、売上高成長率や ROE でみられたような高い相関関係はない。この事から、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の数値は常に連動しているわけではないこと、上記で挙げた経済要因などが時期的に差を作り敵対的買収の発生に影響を及ぼしている事が分かる。

では、日本ではどうであろうか。日本で 1980 年代に発生し成功した敵対的買収は友好的買収と比較した場合に多少ながらキャッシュフローが高いことが分かり、Jensen の理論が当てはまる。しかし、経済が停滞する中で 2000 年と 2001 年に発生した敵対的買収におけるキャッシュフローの水準は、日本で成功した友好的買収の数値や、他国、主に欧米諸国で成功した敵対的買収の数値と比較した場合には極めて低い。特に、前者の友好的買収に比較するとその差は 4%と高く、米国の 1991 年~1993 年に匹敵していることが分かる。成功件数は 2 件しかないために正確性は欠けているが、米国の 1993 年~1996 年の特徴と似ていることから、このキャッシュフローレシオの低さが最近の日本で敵対的買収の発生・成功を減少させていると考えられる。

## D. 成長性分析

### **設備投資対減価償却比率（図表 7-18）**

敵対的買収を仕掛けられた企業が買収に同意しない理由の一つは、買収企業は株主価値拡大を唯一の目的とするため、経営の視点が短期的になり企業の長期的な戦略が欠けてしまうことが挙げられる。したがって、敵対的買収の対象となる企業は、短期的な視野が欠けており、長期的な経営方針を掲げていると考えられる。設備投資対減価償却比率は経営の長期的なスタンスを示しており、数値が高ければ短期的であり、数値が低ければ長期的な視野であると考えられる。

分析の結果、国別における設備投資対減価償却比率は経済好調期には数値が高く、景気不振期には数値が低くなるという特徴が見られた。例えば、米国では 1980 年代で経済が好転するにつれ数値が高くなっているが、1988 年~1990 年、即ち経済が失速した時に急低下している。日本でも 1985 年~1988 年に成功した 4 件の敵対的買収はバブル経済の真っ只中に発生しており、数値が欧米諸国と比較した場合、多少ながら高い。そして、2000 年と 2001 年に発生した日本での敵対的買収は欧米諸国の好調な経済とは対照的に長年の不況下にある事から数値が低い。

被敵対的買収企業と被友好的買収企業とを比較してみる。香港を除いたすべての国でわずかながらであるが、被敵対的買収企業の方の数値が低い。この事から、敵対的買収の発生要因の一つとして、被友好的買収企業より経営方針の視点が長期に向けられていることがあると考えられる。



被敵対的買収企業と被友好的買収企業の相関関係分析では米国の 0.71、英国の 0.81、フランスの 0.08、ドイツの 0.66、日本の 0.86 とフランスを除いた各国では相関関係が高い事が分かる。つまり、敵対的買収の発生要因として考えた場合、被敵対的買収企業の設備投資対減価償却率は被友好的買収企業よりも若干ながら低い傾向が確認できる。

日本はどうであろうか。2000 年と 2001 年に発生した敵対的買収における被敵対的買収企業の数値は低い。仮に景気が回復し、設備投資も増加する傾向が強まれば、日本においても敵対的買収が増加する要因に結びつくかもしれない。また、反対の視点から見た場合、敵対的買収は短期的に設備投資を促進させるともいえる。したがって、敵対的買収が発生することで、経営の長期的な視野が短期化し、それが景気回復につながることも考えられないだろうか。

### 売上高研究開発費比率（図表 7-19）

売上高に対する研究開発費比率を考察することで、企業が長期的もしくは短期的な視野で経営戦略を立てているかが理解できる。通常、株価を重視している経営では短期的な傾向の場合が多いと考えられている。他方、敵対的買収を仕掛けられる企業の特徴として、経営陣が株主価値拡大を重視するよりは長期的な経営スタンスを取っている場合が多いとされ、売上高に対する研究開発費比率も高いと思われる。ここでは、各国の被敵対的買収企業と被友好的買収企業の比較を行った。

分析の結果、ほとんどの数値が同水準であるが被敵対的買収企業の方が数値は若干低いことが分かった。

しかしながら、時代別で見た場合、敵対的買収が最も多かった米国や 1980 年代の英国は売上高研究開発費比率が低下している事が分かる。他方、敵対的買収の件数が減少した 1990 年代では売上高研究開発費比率が被敵対的買収企業及び被友好的買収企業で上昇している。この事から、研究開発費の増加は余剰資金を滞留させない傾向をもたらすため、敵対的買収の発生を防ぐ要因となっていると考えられる。

被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の相関関係を分析した結果、米国の 0.85 と英国の 0.97、フランスの 0.24、ドイツの 0.92 及び日本の 0.98 とフランスを除いた各国では相関関係が極めて高く、被敵対的買収企業及び被友好的買収企業それぞれは数値の推移の連動性が高い事が分かる。つまり、上で述べた通り、被敵対的買収企業と被友好的買収の数値は同水準である傾向が強い事から、**売上高研究開発費比率を敵対的買収の発生要因として特定するのは困難**であると考えられる。

日本の場合、1980 年代に発生した敵対的買収及び友好的買収における被買収企業の売上高研究開発費比率は米国や英国の数値より高い。この特徴は日本の経済が高成長期であったことにより、設備投資や研究開発が進んだ事が原因として挙げられる。一方、2000 年及び 2001 年に発生した敵対的買収では、米国と英国を除いた他国より売上高研究開発費率が高い企業が敵対的買収を仕掛けられている。これは何を意味するのか。一つの可能性として、外国企業は買収対象として技術力や開発力が優れている企業をターゲットとする傾向があるからと考えられるのではなかろうか。

## E. 企業形態分析

### 設立からの期間（図表 7-20）

被敵対的買収企業と被友好的買収企業の設立からの期間がどのように敵対的買収の発生に結びついているかを考察してみる。まず、国別で見た場合、被敵対的買収企業の設立年数が長いのが日本の 50 年である。日本に続き、長い順では韓国の 42.7 年、

ドイツの 41.3 年であり、一番短い国は米国の 24.2 年と英国の 27.5 年である。米国及び英国では、敵対的買収件数が最も多いことから、友好的買収より設立年数が長い企業を対象に敵対的買収を仕掛けている傾向がうかがえる。

被友好的買収企業の特徴を見ていると、香港の 33.4 年が最も長く、ドイツの 31.8 年、フランスの 31.5 年、そしてシンガポールの 30.8 年と続いている。他方、日本は 23.7 年と最も短いのが明らかである。これらの結果を元に、被敵対的買収企業と被友好的買収企業との設立年数の差を比較して見た場合、国別では日本が 27.3 年と最も長く、米国及び英国の 0.6 年に大きな差をつけている。つまり、日本での敵対的買収は米国や英国の様な同年設立の企業同士による買収とは対照的に、設立年数が長い企業を対象に比較的若い企業・投資家が仕掛けている事が分かる。

被敵対的買収企業と被友好的買収企業との相関関係分析では、米国の 0.78、英国の 0.62、フランスの 0.62、ドイツの 0.13、日本の 0.91 で見られるように、ドイツの 0.13 を除くと各国では強い相関関係が確認できる。したがって、被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業よりも設立年数が長い事が相関関係の分析を通じても確認できる。

なおドイツも日本に続き、被敵対的買収企業と被友好的買収企業の設立年数の差が 9.5 年と、米国などに比較すると大きい。これらの特徴は、株主保有形態や保守的な企業文化が買収を阻止している傾向があることが背景にあると推測できる。同じアジアでも香港やシンガポールでは設立年数の差が日本ほど大きくないことから、新興企業が拡大するに当たり外国企業からしてみれば、設立期間が長く資産などが豊富なことは日本において敵対的買収を発生させる一つの要因となっていると考えられる。

### 第 3 節 被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴

敵対的買収と友好的買収の特徴がどの様に異なっているか、もしくは似通っているかを分析した。次に各財務指標の特徴を被敵対的買収企業と敵対的買収企業で比較した場合、どのように発生要因に結びついているかを分析する。ここでは、敵対的買収企業がどのような企業に対して敵対的買収を仕掛けるのか、その特徴を把握する事を目的とする。

#### A. 企業価値分析

##### 株価（図表 7-5、7-6、7-7）

株価の推移が被敵対的買収企業と敵対的買収企業との間で特徴が見られるのかを国別に考察する。検証方法として、被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の公開買付日（X）から遡って 3ヶ月前（X-90日）、1年前（X-365日）、そして 3年前（X-1095日）の株価の推移を分析した。その結果、下記の特徴が確認された。

- 1) 被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の株価の推移を 3ヶ月前で分析した結果、両社で大きな差が発生していない事が分かる。しかし、各国とも、数%の範囲内で敵対的買収企業の方の上昇率が高いか下落率が小さい傾向が明確に見られる。その差は敵対的買収の件数が少ない年に高く、敵対的買収が多い年に縮小しており、発生件数による偏差指数の変動幅が影響を及ぼしていると考えられる。この見方は敵対的買収が多い米国や英国が最も差が小さい事からも指摘できよう。
- 2) 被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の株価の推移を 1年前で調べた結果、3ヶ月前と比較した場合には両社の差の推移に国別に特徴が見られる。まず、米国や

英国では敵対的買収が最も多かった 1980 年代では両社の差が小さいにもかかわらず、3 ヶ月前よりは差が大きくなりつつある傾向が見られ、敵対的買収企業の方が上昇時には高く、下落時には小さいのも 3 ヶ月前の推移の特徴と一致している。また、両国とも株価の上昇率が高まった 1990 年代半ばから後半にかけて、被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の差が大きくなってきている。この傾向から、株式市場が上昇局面に入った 1990 年代の米国や英国で大型統合合併や吸収合併が相次いだ背景には、買収企業の方が被買収企業より株主価値拡大を実現していたことが指摘できる。つまり、株価の推移を企業評価と連動させた場合、株主から高い評価を得ている企業が自社より弱い企業を買収している形である。この見方に拍車をかけるのが、3 年前の推移であり、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の株価の推移が 1980 年代では 1 年前よりも差が広がり、更に 1990 年代ではいっそう差が広がって、敵対的買収が多い 1980 年代で差が小さいのは偏差指数の影響があると上で述べたが、1990 年代では件数は減少したものの、金額ベースでは 1980 年代を遥かに上回っている事から、発生件数から生じる偏差指数に加えて企業の特徴も影響を与えたと考えられる。

企業の特徴によって、株価はどのような結果につながるのか。まず、個別企業をみると、次の 3 通りの類型が考えられる。1990 年代の敵対的買収の特徴は、1) IBM による Lotus の買収で見られる様に株価の変動が鈍い大型企業による株価の変動が高い成長企業の買収か、2) 小売、重工や金融などのように同業でありながら明らかに株主価値拡大が実現できている優位のある企業による自社より株価では評価されていない企業の吸収合併型買収か、最後に 3) 新興企業である AOL による老舗の Time Warner の買収で見られるように、株価が短期間で急上昇している企業による買収に分けられると考えられる。その中でも、1990 年代半ばから後半は第 2 と第 3 の理由が主であると考えられる。その理由として、買収企業は自社の株価の強さを利用して敵対的買収を仕掛ける傾向があると推測され、特に買収に必要な調達コストを自社株式で補っている傾向が強まったからであると考えられる。つまり、1990 年代に相次いだ敵対的買収や株式交換による合併・買収では、株価推移を見た場合、買収企業の方が、株価の推移が被買収企業よりも株主価値拡大を実現していたことをレバレッジとして活用し、買収を行いやすくしていた傾向が大型合併の例に顕著に見られる。

他国ではどうであろうか。3 ヶ月前と 1 年前では大きな特徴が見出せない国でも 3 年前までに遡ってみると、株価の推移に特徴が見られるようになる。つまり、英国や米国の被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の株価の推移と比較した場合、敵対的買収が少ない国、特にフランスやドイツでは両社の変動率が高まっている特徴が見られる。そして、両国では敵対的買収の件数とは余り関係なく、3 年前では敵対的買収企業の方が主に 1990 年代を中心に被敵対的買収企業より株主価値拡大を実現している事が分かる。日本でも株価の上昇率が高かった 1980 年代では、1 年前では見られなかった差が 3 年前に遡ると明確に見られるようになり、敵対的買収企業の株価上昇が被敵対的買収企業より遥かに上回っている事が分かる。株価とは企業価値を表す指数であることから、敵対的買収企業は自社より株価が低いもしくは株式市場で何らかの理由で評価を受けていない割安とも言える企業を敵対的買収のターゲットにしている傾向がうかがえる。

敵対的買収企業と被敵対的買収企業の 3 ヶ月前株価の相関係数は米国の 0.93、英国の 0.91、フランスの 0.8、ドイツの 0.92 に対し、日本は 0.63 と低い事から、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の株価は連動して動いていることが確認できる。同様の

特徴が 1 年前と 3 年前にも見られることから、敵対的買収企業は自社より株価が低い企業を中心に敵対的買収を行っているということが結論できる。

### 株価収益率（PER）（図表 7-7）

経営陣が非効率的な経営をしている場合に、PER は高いと想定されるが、経営が効率的でありながらも株式市場での人気度が低いために、PER が低い場合もある。また、個別の業績とは関係なく業種が魅力的でないこともあるし、経済環境の変動により株価も大きく変動することもある。このことから経営陣の効率性を図るのに PER を基準とするのは難しいが、PER は株価が基準となるために経営陣が株主価値拡大を図るために PER を重視して経営している。被敵対的買収企業は一般的に非効率な経営をしているほど、株価は割安で敵対的買収の対象となりやすいと推測される。被敵対的買収企業と敵対的買収企業を比較した場合に果たして、このような特徴が見られるかを考察してみた。

最初に国別での分析結果を見てみると、1980 年代に欧米諸国や日本で発生した敵対的買収では、被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より PER が低く、被友好的買収企業の平均よりも低い場合が多い。他方、香港、シンガポールそして韓国では、敵対的買収企業の方の数値が高い。これらの国では主に経済の成長期であった 1980 年代後半を中心に敵対的買収が発生しており、個別でみると規模的にも企業価値が約 300 億円程度の優良企業を買収対象となっている。

日本もバブル経済の絶頂期である同時期には、いくつもの敵対的買収が発生している。被敵対的買収対象となったミネベアやいなげやも中堅でありながらも優良企業であったと推測され、当時の同業他社と比較した場合には PER の水準が割安であった。このことから、敵対的買収企業よりも被敵対的買収企業の PER 数値の方が数値が低いという結果になったと推測される。

しかしながら、日本やアジアでは敵対的買収の件数が少ない。そこで敵対的買収が最も多く米国と英国で発生した 1980 年代から現在までを考察した。その結果、下記の特徴が得られた。

- 1) 株式市場が安定成長（米国、英国の 1980 年代前半）している時期は、被敵対的買収企業の方が買収企業より PER が低い、その差は 1 - 2% 未満程度である。
- 2) 株式市場が鈍化している時期（米国、英国の 1980 年代後半～1990 年代前半まで）には敵対的買収数は減少した。被敵対的買収企業の方の PER が低い、その差は平均 3% 近くまで拡大する。
- 3) 株式市場が急成長している時期（米国、英国の 1990 年代後半）には、敵対的買収の 1 件当たり規模は増加するが件数は減少し、PER が被敵対的買収企業の方が大きくなる傾向が強い。

これらの傾向を日本に当てはめてみた場合、仮に今後株式市場が回復するのであれば、PER が低下するにあたり米国の 1980 年代と同様、敵対的買収は増加する可能性は高いと推測される。また、買収企業は自社より PER が低い企業を中心に敵対的買収を仕掛けてくると考えられる。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係を比較した場合に、米国の 0.96、英国の 0.93、フランスの 0.94、ドイツの 0.96、日本の 0.88 と高い相関関係が確認できる。つまり、敵対的買収企業は自社より PER が低い企業を中心に、敵対的買収を仕掛ける傾向があると結論できる。

### 企業価値（図表 7-9）

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の間における企業価値の特徴が株価の推移で見られた特徴に一致するかを考察してみる。

まず第 1 に、各国とも敵対的買収企業の方が被敵対的買収企業より平均して約 30%（米国）から 100%（日本）企業価値が高い事が明確である。また、年代別で見ただけの場合、各国では 1990 年代の方が 1980 年代よりも差が広がっている。米国、英国、フランス及びドイツでは 1999 年と 2000 年にピークをつけた後は企業価値は減少しているが、その差は拡大している。敵対的買収企業及び被敵対的買収企業の規模では米国が 1 社当たりの平均が常に最も高く、（ドイツは 2000 年の Vodafone による Mannesmann の買収が平均を高めているが、この案件を除くと、フランスより毎年の規模が小さい）敵対的買収が多い国の方が被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の平均企業価値が高いと推測できる。

更に被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係の比較を行ったところ、米国の 0.9、英国の 0.98、フランスの 0.96、ドイツの 0.999 及び日本の 0.87 と極めて相関関係が高い事が確認できる。この関係から、敵対的買収の発生要因の一つとして、**買収企業は自社よりある程度、企業価値が低い企業を中心に敵対的買収を仕掛けている事が確認できる。**これらの結果は被友好的買収企業と被敵対的買収企業との相関関係との差がない事から、**買収企業は敵対的買収に限らず、規模が自社より小さい企業を買収対象としている事が指摘される。**

しかしながら、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の 1 社あたり企業価値の平均を被友好的買収企業の平均と比較した場合、各国で被友好的買収企業の方が敵対的買収企業より更に企業価値の平均が高いとの結果がみられた。その差は被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴で見られたのと同様、1980 年代よりも 1990 年代の方が大きい。この特徴は何を意味するのか。まず第 1 に、敵対的買収を実行する企業は自社より企業価値が低い、即ち自社の観点からは割安な企業を選別していると考えられる。つまり、敵対的買収における動機とは割安感であることが分かる。第 2 に、敵対的買収とは反対に、友好的買収では被買収企業とは合意の上で合併を検討しているために事業のシナジーを中心に話し合っている場合が多く、買収企業の割安感よりは事業の健全性を最優先にしている事が挙げられる。最後の理由として、友好的買収ではデュー・ディリジェンスを行い、買収企業は投資リスクを測定するが、敵対的買収ではデュー・ディリジェンスを行う機会が設けられないのが一般的で、投資リスクを軽減するためにも割安な企業を対象とすることが不可欠である。また、買収企業にとって、敵対的買収が失敗するリスクを加味してでも敵対的買収を行うためには経済的に有利に働く理由がなくてはならないと考えられる。そのため買収企業は割安さを重要視していると理解できる。

更に、被敵対的買収企業と敵対的買収企業との企業価値の比較をした場合、被敵対的買収企業の方が規模的に小さい。このことからやはり買収企業の方が有利な立場に置かれており、買収企業が被買収企業を吸収する形態になる事から被買収企業が買収を懸念し敵対的買収に至ると推測できる。また、企業買収には買収する資金の余力が必要であり、必然的に財務的に有利、即ち買収に必要な資金調達を行えるか、現金が豊富に存在する方が買収を仕掛ける結果となるからだと考えられる。

### 株価純資産倍率（PBR）（図表 7-10）

敵対的買収には、買収後に部門や資産を分配し売却する傾向がある。したがって、PBR が 1 倍を下回った時には企業価値より会社の解散価値が高いことから、第 3 者の投資家からすると、豊富な資産を対象に敵対的買収を仕掛ける投資機会が発生する。

米国では 1970 年代から 1980 年代にかけて、これら Asset Stripper 型の投資が盛んになり、社会的問題に発展した。

しかしながら、敵対的買収にはシナジー効果を目的とした買収・合併型も含まれているために、必ずしも解散価値を基準に敵対的買収が仕掛けられるわけではない。ただし、友好的な買収・合併目的でも、統合後にはシナジーが欠けている部門を分離する機会が多いので、PBR は買収時の判断に影響を与えていると想定できる。この事から、買収企業は必然的に自社より PBR が低い企業を対象に買収・敵対的買収行為を仕掛けやすいと推測することができる。

上記の見方を前提に、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の PBR を比較し、PBR がどのように敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかの分析を行った。その結果、各国で被敵対的買収企業の PBR 数値が敵対的買収企業より一般的に低く、その差は大きい場合 6 ポイント以上（米国、1994 年）にもなることが分かった。また、時代的に見た場合でも特徴がみられる。まず、米国で見た場合 1980 年代は各国で 1.2 倍が平均的であるが、株式市場が低迷した 1990 年代初頭は 1.0 倍～1.1 倍に低下し、株価市場が最も上昇した 1990 年代後半では 2000 年の 1.6 倍まで上昇している。この特徴から敵対的買収数が増加した 1980 年代において買収企業は PBR が低く、割安感の高い企業を中心に買収対象としていた事が分かる。米国と似た動向をしているのは英国、フランス及びドイツである。被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関係数を見ると 1980 年～2002 年で見た場合、米国の 0.33、英国の 0.8、フランスの 0.886、ドイツの -0.2、日本の 0.6 との結果が得られ、国ごとには一貫性がない事が特徴と言える。この背景には上でも述べたように各国の株式市場の動向が影響している事が推測できる。

日本では 1995 年～1998 年に（もしくは 1985 年～1988 年、要確認）発生した敵対的買収が最も被敵対的買収企業で見た場合に数値が高く、米国の 1990 年代半ばの水準にある。一方、2000 年及び 2001 年に発生した 2 件の敵対的買収では、買収企業（外国企業）及び被敵対的買収企業とも PBR が同水準である。現在の日本企業の PBR は株式市場と同様に二極化しており、解散価値よりも安い 1 倍を割っている割安組と 1.5 倍以上の割高組とに分かれている。この 2 つの敵対的買収はそれぞれ 1.35 倍と 1.4 倍の数値であることから、市場からしてみれば若干割高とみられる企業が買収対象となっている上、敵対的買収も成功している事が分かる。

今後はどうであろうか。経済要因や株式保有構造を考慮せず PBR のみを米国と比較した場合、日本で敵対的買収が成功したこれら 2 件の水準は 1.3 倍～1.4 倍であり、この水準は米国の 1990 年代に匹敵する。そして米国の 1990 年代では、敵対的買収の 1 件当たりの規模は大きくなったものの、件数は減少しているのである。したがって、企業の PBR がこの水準であった場合は、敵対的買収の増加は期待出来ないことになる。これとは反対に、1 倍を割っている企業は 1980 年代の水準と匹敵している事から、今後は割安感が感じられ敵対的買収を仕掛けられる傾向にあるのではないかと考えられる。

## B. 収益力分析

### 株主資本利益率（ROE）（図表 7-11）

これまでは被敵対的買収企業と被友好的買収企業の ROE を比較したが、ここでは被敵対的買収企業と敵対的買収企業を比較し、敵対的買収の発生に ROE がどのように影響を与えているかを考察する。

まず、ROE は各国の経済動向によって大きく影響を受けているが、国別でも大きな違いがあることを留意する必要がある。米国の場合は、基本的に株主価値拡大主義

である事から、国別で見た場合に ROE が一番高く、経済が好調だった年の 1999 年に最高の 15.7% を記録している。他方、日本では 1985 年~1988 年はバブル期であったにも関わらず、被敵対的買収企業の ROE は 5%~8% の水準であり、日本のバブル期と匹敵する米国の経済好況期の半分以下である。

次に各国におきる被敵対的買収企業と敵対的買収企業の ROE 数値を比較した。その結果、各国とも買収企業の ROE 数値の方が被買収企業より平均して約 1 - 2% 高いことが分かる。この事から、敵対的買収の対象となる企業は、買収企業よりも資本効率性が低いと見られる。また、国別では、ドイツ及び日本を始めとしたアジア諸国の ROE の水準が米国及び英国と比較した場合、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の ROE 数値がともに 3 割から 4 割低い。この差は米国や英国が資本主義に基づき株主価値拡大を重視した経営を常に求めている結果から生じているものと思われる。ここで興味深いのがドイツと日本の数値がそれぞれ平均値で被敵対的買収企業が 6.1% と 5.0%、敵対的買収企業が 7.5% と 6.7% と似通った水準であることである。敵対的買収の発生件数が少ないことから推測に留まってしまいが、株主保有形態が似通っている両国の数値が他国と比較した場合に最も近いことから、ROE と株式保有形態の関係が敵対的買収の発生にどのように影響を及ぼしているか今後検証する必要があると。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係を検証した場合、1980 年~2002 年では米国の 0.75、英国の 0.86、フランスの 0.69、ドイツの 0.51、日本の 0.19 と国によって異なっている事が分かる。相関が高い国は、被敵対的買収企業の ROE が敵対的買収企業より低い水準である事が特徴であり、**低い ROE は敵対的買収の対象となりやすく、発生要因につながっているといえよう。**しかし、敵対的買収の件数が低い日本では相関が少ない事から、ROE が低い事が必ずしも敵対的買収に結びついているとはこの時点では言いがたい。

日本での ROE の特徴を、被敵対的買収企業と敵対的買収企業で見た場合、1980 年代に発生した 4 件の敵対的買収と外国企業に敵対的買収を仕掛けられた 2 社に大きな相違点が見られる。まず、1980 年代に発生した敵対的買収は被買収企業と買収企業の ROE の数値差が 1% 程度で被買収企業と買収企業との間に大きな違いはない。しかしながら、2000 年と 2001 に発生した IDC とエスエス製薬の敵対的買収は同社の ROE が買収年度に 2.0% と 1.9% だったのに対し、敵対的買収企業の Vodafone と Boehringer は ROE が 5.1% と 7.1% であった。被敵対的買収企業と敵対的買収企業の差が 3% 以上開いているのは各国で合計しても 4 件しかなく、その 2 件が日本で発生したことになる。また、Vodafone (英国) と Boehringer (ドイツ) はそれぞれの本国では同業他社平均より ROE が低い。英国での 2000 年の ROE の平均は被買収企業で 14.1%、ドイツでは 7.9% である。敵対的買収企業は自らの ROE より低い企業を対象とする傾向がある事から、自国で買収対象が存在しないか割高であった場合、**必然的に外国企業は自社より ROE が低い国での企業を対象に敵対的買収を仕掛ける傾向が強いと考えられる。**日本は ROE の水準が韓国と並び最も低い国であることから、今後外国企業における敵対的買収が増加しても不思議ではないと考えられる。

ROE の水準は国及び経済環境で異なるが、敵対的買収企業と被敵対的買収企業を比較した場合に明らかなのが、各国で被敵対的買収企業の ROE の方が常に低いということである。この事から、買収企業はほとんどの場合に資本効率が自社より低い (悪い) 企業を買収対象としている事が判断できる。被敵対的買収企業と敵対的買収企業の ROE 数値の差幅は株主価値拡大主義が強く浸透していないドイツ、日本や韓国で最も拡大しており、日本やドイツなどでは買収企業は外国企業が中心である。

### 配当性向（図表 7-12）

配当性向が被敵対的買収企業と敵対的買収企業によって異なるかどうかを検証することにより、敵対的買収の発生要因を考察する。ここでは、国別に敵対的買収企業と被敵対的買収企業に分けて分析を行い、各年の平均値を割り出した。

国別の配当性向は各国において被敵対的買収企業及び敵対的買収企業とも 25%~30%程度の範囲で推移している。被敵対的買収企業の平均値では米国及び香港が他国より 3 - 4%高い水準である。また、敵対的買収が急増した 1980 年代における米国や英国では、被敵対的買収企業の配当性向の方が敵対的買収企業よりわずかながら高い。しかし、敵対的買収の件数が減少し始めた 1990 年代では、買収企業と被買収企業の差が縮小している。この事から、大型合併・買収が相次いだ 1990 年代では配当性向は敵対的買収の発生要因に 1980 年代ほど影響を与えていない事が分かる。

相関関係を見た場合、被敵対的買収企業及び敵対的買収企業では米国の 0.39、英国の 0.96、フランスの 0.87、ドイツの 0.85、日本の 0.82 と米国を除いて相関が高い事が分かる。即ち、米国を除く各国における配当性向は被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より低い、両社が連動した動向をしている事が確認できる。したがって、この段階では相関が高い国では敵対的買収企業は配当性向が自社より低い企業を対象している事が分かる。

日本では、3 割配当（配当率 30%）が一般的に普及しているが、その中でも業績への連動が株式市場の 2 極化が始まった 1990 年代半ばから見られる。その理由は、配当性向が低いということは、内部留保率が高いことを意味し資金の有効活用がなされていないと考えられるようになったからである。日本では 1980 年代よりも 2000 年~2001 年に発生した被敵対的買収企業の配当性向の方が敵対的買収企業より低い、水準は 30%近辺と高い。つまり、この特徴から分かるのは、最近になって発生した敵対的買収における被敵対的買収企業は敵対的買収企業よりも配当率が低い企業が中心であり、この配当性向の水準及び動向は、米国や英国で敵対的買収が急増した 1980 年代の特徴に類似しているのである。仮に、日本の経済が 1980 年代の米国や英国のように安定成長期に入るようであれば、配当性向が高まっている現在の日本企業も敵対的買収の対象にされても不思議ではないと考えられる。

最後にフランスとドイツを見てみる。1980 年代の米国や英国で見られるように配当性向が高いほど敵対的買収が発生しやすいと仮定した場合、ドイツとフランスで敵対的買収が 1980 年代に発生しなかったのは、敵対的買収の対象となる企業の配当性向の水準が敵対的買収企業より低かったからと推測できる。勿論、両国では経済環境や規制が敵対的買収を防いでいたと考えられるが、敵対的買収の対象となる企業の配当性向が敵対的買収企業より配当率が高く、投資効率が高い企業にあえて敵対的買収を行っても公開買付けで株式が集まらないために、これら企業を対象に敵対的買収を実行しなかったとも考えられる。更に、配当性向が高い方が敵対的買収の発生を招く傾向があると推定した場合、アジア諸国では香港、シンガポールや韓国なども被敵対的買収企業の配当性向が低いために、敵対的買収が発生しにくいと想定される。これらの国では今後、配当性向が敵対的買収の発生に関係してくるのか、その連動性を研究する必要がある。

### 売上高成長率（図表 7-13）

売上高成長率は敵対的買収企業と被敵対的買収企業で特徴があるだろうか。米国では 1980 年~1994 年、英国では 1982 年~1997 年まで毎年、敵対的買収企業より被敵対的買収企業の数値が低いのに、1997 年~2002 年では被敵対的買収企業の数値の方が高い。これは、1990 年代前半から始まったテクノロジー・ブームで成長率が高い新



興企業が相次いで買収された事が要因とされる。例として成長率が鈍化していた IBM によるソフト開発大手で成長率の高い Lotus の敵対的買収が挙げられる。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係を 1980 年~2002 年の期間で比較した場合、米国の 0.84、英国の 0.54、フランスの 0.63、ドイツの 0.16、日本の-0.31 と国によって異なることが分かる。米国では株価上昇時を除いた 1997 年~2002 年までの期間においては一般的には敵対的買収企業より売上高成長率が低い企業が敵対的買収の対象となっている。敵対的買収が比較的多い英国やフランスでも同様の特徴が見られる。しかし、敵対的買収の少ないドイツと日本では相関が低いために、売上高成長率が敵対的買収の発生要因になっているかはこの段階では確認できない。

日本の特徴はどうであろうか。1980 年代に成功した 4 件は被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より売上高成長率の数値が高いのとは対照的に、2000 年及び 2001 年に成功した IDC とエスエス製薬は買収企業の方が高い。相関関係が-0.31 で見られるように、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の推移が米国や英国のように時代により異なる性格が見られる。更に、米国と日本の分析結果から、1980 年代の日本 1990 年代の米国では特徴が似ているのが分かる。つまり、景気が好調の時は買収企業より高い成長率の企業が買収対象にされ、経済成長率が低い日本の 2000 年~2001 年では、成長率が低い企業が敵対的買収の対象となりやすいと考えられる。現在のデフレ経済が日本企業の売上高が成長しにくい要因となっていることから、日本に進出したい外国企業は IDC やエスエス製薬のように同業社に比較して売上高成長率が低い企業を対象に敵対的買収を仕掛けてくる可能性が高まっていると推測できる。また、国内でも M&A コンサルティングのように、コーポレート・ガバナンスを盾に、資源が豊富にありながら成長率が鈍く経営に非効率を感じさせる企業に対しての敵対的買収行為は十分に考えられる他、国内同業他社による買収行為が増加しても不思議ではない環境が整いつつあるのである。

#### 売上高経常利益率（図表 7-14）

企業の利益率が敵対的買収の発生にどのように影響を及ぼしているかを考察する。被敵対的買収企業と敵対的買収企業を分けて売上高経常利益率を分析した結果、米国を除いた各国では被敵対的買収企業よりわずかながら敵対的買収企業の数値の方が高いという特徴が見られる。この結果から、敵対的買収では自社より経営の効率性が低い企業を対象にしている事が分かる。他方、米国では流動比率で見られたように、自社より利益率が優れた企業を買収対象にする傾向が売上高経常利益率の特徴にも反映されていると考えられる。2000 年の業種平均と比較した場合、各国において業種平均の方が被敵対的買収企業よりも高い売上高経常利益率を記録している事から、敵対的買収では何らかの理由で収益性が低い企業が対象とされている場合が多いといえる。

他国ではどうだろうか。まず、数値が低い日本及び韓国を除くと、各国の平均の間に大きな差は見られないが、経済が好調で株式市場が急成長した 1990 年代半ばからの米国や英国では、被敵対的買収企業の数値が高い。一方、日本のように不況であった 2000 年と 2001 年に発生した事例では、1980 年に比較すると敵対的買収企業の数値が高い。この事から、経済の安定期には自社より低い売上高経常利益率の会社を買収する傾向があり（米国や英国の 1980 年代）、株式市場が急成長し、大型合併が企業の統合化や規模最大化の目的により積極的に行われる時代（米国や英国の 1990 年代後半）では収益性が高い企業を買収する傾向があると推論できる。1980 年代よりは 1990 年代に発生した敵対的買収の方が買収企業の売上高経常利益率が高い事が分かる。この背景には、1990 年代に発生した敵対的買収は売上高経常利益率の数値が高い外国企業によるものであることがある。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係を 1980 年~2002 年の期間で分析した場合、米国の 0.85、英国の 0.84、フランスの 0.88、ドイツの 0.96、日本の -0.28 で見られるように、日本を除けば相関が高い事が確認できる。したがって、敵対的買収の発生要因の特徴として、敵対的買収の標的にされる企業は買収企業より売上高経常利益率が若干であるが低いと判断できる。

### C. 安全性分析

#### レバレッジ・レシオ (図表 7-15)

長期借入額の総資産に対する比率をレバレッジ・レシオと言う。低い数値は企業の現在の借入額(負債)が低く、借入余力が十分であることを示唆する。買収に当たって、買収企業はレバレッジド・バイアウト(LBO)、即ち被買収企業の資産もしくはキャッシュフローを担保に買収資金の一部を調達し、投資利回りを高める手法を導入する場合がある。

被敵対的買収企業及び敵対的買収企業と比較し、敵対的買収の発生要因となる特徴が見られるか考察した。その結果、各国とも 1980 年代では被敵対的買収企業の数値が敵対的買収企業より約 2%程度高いのに対し、1999 年~2000 年は一時的に敵対的買収企業の数値の方が高い。相関関係で比較した場合には米国の 0.04、英国の 0.78、フランスの 0.96、ドイツの 0.93、日本の 0.51 と、米国を除けば相関が高い事が確認できる。したがって、敵対的買収の特徴として、買収企業は自社より高いレバレッジ・レシオの企業を結果的に敵対的買収している。

日本においては、1980 年代の数値は米国の 1997 年~1999 年に匹敵している。被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオが敵対的買収企業より低いという傾向から、株式市場が急成長しており、敵対的買収の発生件数が減少している時期であると考えられる。最後に、各国で被敵対的買収企業と敵対的買収企業の間を比較した場合、レバレッジ・レシオが高い時期(もしくは企業)は、それぞれの国で敵対的買収の件数が減少している傾向が見られる。

#### 流動比率 (図表 7-16)

流動比率において被敵対的買収企業と敵対的買収企業との違いを検討してみる。

上記の被敵対的買収企業と被友好的買収企業の比較では各国での差があまり無いことが分かった。米国、英国、フランスなどではドイツ、日本などと比較した場合、被友好的買収企業より敵対的買収企業の流動比率が高い事が指摘できる。この特徴から、株主価値拡大を主としている米国、英国、フランスでは友好的買収の借入能力が高い企業を一般的に買収対象として好み、ドイツ、日本を始めとした国では結果として友好的買収より敵対的買収の方が流動比率の低い企業が対象になっている事が推測できる。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業を比較したらどうであろうか。敵対的買収の件数が一番多い米国と英国では敵対的買収企業より被敵対的買収企業の方の流動比率が高い事が特徴としてあげられる。他方、日本では、被敵対的買収企業の方が低い。このことから、やはり日本において敵対的買収とは「強者」が「弱者」を買収するという構図であることが浮かび上がる。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係を比較した場合、米国の 0.41、英国の 0.87、フランスの 0.57、ドイツの 0.92、日本の 0.17 と、日本を除いた各国では相

関関係が確認される。この事から敵対的買収の発生の特徴として、流動比率が買収企業より高い企業が敵対的買収のターゲットにされていると考えられる。

#### フリー・キャッシュフローレシオ（図表 7-17）

被敵対的買収企業と敵対的買収企業がフリー・キャッシュフローレシオでどのように違うか考察してみる。友好的買収と敵対的買収の比較で見たとおり、フリー・キャッシュフローレシオの高い方が敵対的買収のターゲットになりやすい。被敵対的買収企業と敵対的買収企業で比較し国別で見た場合、敵対的買収企業の推移は友好的買収企業の数値と比較的近い水準である事が分かる。このことは、Jensen の理論に一致する。米国では敵対的買収企業と被敵対的買収企業の数値の差が不況であった 1991 年から 1993 年までに拡大している。しかしながら、1993 年から 1996 年の米国、英国、フランスではこの差が拡大しており、敵対的買収企業と被敵対的買収企業では数値の差が大きくなっている。そして、好況期の 1996 年から 1999 年まででは差が縮小している。この事から、経済が成長期に入る時に最も Jensen の主張が当てはまり、景気が成長するにつれフリー・キャッシュフローの影響が薄れてくると推論できる。被敵対的買収と敵対的買収企業の相関関係を 1980 年~2002 年の期間で比較した場合に米国の 0.009、英国の 0.42、フランスの 0.63、ドイツの 0.113、日本の 0.69 と国別で大きく異なることが分かる。したがって、被敵対的買収企業と敵対的買収企業とを比較した場合にもフリー・キャッシュフローレシオの高い方が敵対的買収のターゲットになりやすいと統計分析から推測できるが、経済背景などの影響によりその影響力は変化する事が相関関係の結果から理解できる。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関が最も高いのは日本である。日本では、1980 年代に発生し成功を遂げた敵対的買収は被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より多少ながらフリー・キャッシュフローレシオが高いことが分かる。即ち、Jensen の理論が適用される。しかし、2000 年と 2001 年に発生した敵対的買収では、不況の影響で、フリー・キャッシュフローレシオの水準が日本で成功した友好的買収の数値と、他国、主に欧米諸国で発生・成功した敵対的買収と比較して極めて低い。特に、前者の友好的買収と比較するとその差は 4% と高く、米国の 1991 年~1993 年に匹敵していることが分かる。2 件しか成功していないためにこの特徴から断言することは難しいが、**米国の 1993 年~1996 年の特徴と似ていることから、このキャッシュフローレシオの低さが最近の日本で敵対的買収の発生・成功を減少させていると考えられる。**

#### D. 成長性分析

##### 設備投資対減価償却比率（図表 7-18）

設備投資対減価償却比率を被敵対的買収企業と敵対的買収企業とで比較した。その結果、被敵対的買収企業の国別での水準は約 13%~18% と幅は狭いながら、その数値は敵対的買収企業より各国において低い事が分かった。この特徴についてさらに詳しく見てみると、敵対的買収が増加した米国や英国の 1980 年代初頭から半ばにかけて一番数値の差が大きく、1990 年以降では各国とも被敵対的買収企業と敵対的買収企業ではあまり大きな差が見られない。

被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関関係を 1980 年~2002 年の期間で調べてみたところ、米国の 0.79、英国の 0.90、フランスの 0.40、ドイツの 0.51、日本の 0.69 と、各国で水準は異なるにしても相関関係は多少ながら確認できる。したがって、設備投資対減価償却比率においては、買収企業より若干低い企業が敵対的買収の対象と

なっている事が分かる。しかしながら、その差は大きくないために、買収の発生に大きな影響を及ぼしているとは考えにくい。

日本においても 1980 年代は発生件数が少ない上、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の差が小さいために特徴を見出すのは困難である。しかし、2000 年と 2001 年に成功した敵対的買収を見てみると、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の差がそれぞれ、2.3%、2.6%と開いており、この差は米国や英国の 1980 年代に似ている。日本では現在、設備投資額が低水準であり景気の回復と共に設備投資比率が上昇するのであれば、米国の 1980 年代初頭の様に、敵対的買収が増加する傾向が強まると考えられる。

#### 売上高研究開発費比率（図表 7-19）

被友好的買収企業と被敵対的買収企業の売上高研究開発費比率を比較したところ、被友好的買収企業の数値の方が被敵対的買収企業より高いという特徴が得られた。では、被敵対的買収企業と敵対的買収企業を比較した場合はどうであろうか。まず、米国であるが、被友好的買収企業ほど数値が高くないが、敵対的買収企業の数値は被敵対的買収企業より高いのが特徴である。英国では米国と似通った結果であるが、被友好的買収企業の平均値より敵対的買収企業の数値が高いのが特徴である。他国では、件数も少ない上、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の数値差が 1%未滿と大きな差が発生していないために、敵対的買収企業の特徴を見出すのは困難であると考えられる。しかしながら、相関関係で被敵対的買収企業と敵対的買収企業を 1980 年~2002 の期間で比較した場合、米国の 0.85、英国の 0.98、フランスの 0.53、ドイツの 0.95、日本の 0.99 と極めて高い相関関係が各国で確認できる。したがって、このことから、結果として買収企業は自社より低い売上高研究開発費比率の企業を対象に敵対的買収をしている事が分かる。

相関係数は日本が最も高い。日本では、逆に被敵対的買収企業より敵対的買収企業の数値の方が圧倒的に高いのである。特に 2000 年と 2001 年に発生した敵対的買収では、業種が通信と薬品分野であったために研究開発費が高いのは当然だが、同業者の間で 4%近い差があったのである。研究開発費とは企業の将来の収益を反映する事から、買収企業は同業者でも研究開発力が弱い企業か、研究開発の効率性が低い企業を対象とする傾向があると考えられる。

#### E. 企業形態分析

##### 設立からの期間（図表 7-20）

企業の設立年数が敵対的買収の発生に影響しているかを考察するに当たって、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の設立年数を分析した。その結果、下記の特徴が見られた。

##### 1) 被敵対的買収企業は敵対的買収企業より設立年数が長い。

被敵対的買収企業の設立年数平均が最も平均が長いのが日本での 50 年であり、短いのが米国の 24.2 年である。国別では敵対的買収が少ない国の方が買収対象企業の設立から経過した年数が長い。他方、買収企業で見た場合、日本が 19.6 年で最も設立から短く、香港の 32.2 年が最も長い。これらの特徴から分かることは、**買収企業はあえて自社より設立から年数が立っている企業を結果的に敵対的買収している事である。**この背景には設立から長い企業の方が保守的な経営を行っているという見方が有効である。つまり、保守的であることから、設備投資などを積極的に行い将来の価値を生み出しているというより、資金を内部滞留させる傾向が高いと考えられる。また、設

立が長い企業ほど伝統や社内文化を維持する事を重視していると考えられるので、収益の安定性を好む傾向があると推測できる。

2) 敵対的買収企業と被敵対的買収企業との差幅で考察した場合、最も長いのが日本の 30.4 年、最も短いのが米国の 0.8 年であり、フランスと英国がそれぞれ 2 年、2.2 年と続いている。これらの特徴から、日本では新興企業が敵対的買収を仕掛けている傾向がうかがえるが、米国など敵対的買収が頻繁に行われている国では、敵対的買収企業と被敵対的買収が設立年数では特に差が見られない事から、敵対的買収の大きな発生要因になっていないと考えられる。

3) 時代別で考察すると、米国、英国、フランスでは被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の差がほとんど見られないのに対し、1990 年代後半にかけて差は広がってきている。米国ではその差は 2001 年に 5.3 年までに広がり、英国では 1998 年に 7.5 年までに拡大した。フランスでも 1995 年以降は約 5 年に拡大している。これらの特徴が発生している時期は株価が大幅に上昇した時期と一致しており、この事から大型合併が相次いだ 1990 年代後半にかけて、買収・合併の動向に変化が見られたと考えられる。この変化は、買収企業が（敵対的）買収の対象として自社より設立からの年月が長い企業を何らかの理由で選ぶ結果になったからと考えられる。

上記の結果を相関関係で更に分析してみた結果、1980 年~2002 年の被敵対的買収企業と敵対的買収企業の相関係数は米国の 0.73、英国の 0.77、フランスの 0.74、ドイツの 0.149、日本の 0.72 と、ドイツを除けば相関係数が類似している事が分かる。したがって、上記のように、敵対的買収は買収企業より設立からの期間が長い企業が対象とする場合が一般的であり、設立からの期間は敵対的買収の特徴として挙げられる。

上記で見られた被敵対的買収企業及び敵対的買収企業の特徴を下記にまとめた。

図表 7-4 日本における被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴

ミクロ要因	特徴
株価	日本及び各国では発生日から 3 ヶ月前及び 1 年前では特徴が無いが、3 年前までに遡ると敵対的買収企業の方が株主価値拡大を実現している。
株価収益率	被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より低く割安感がある。
企業価値	日本及び他国でも明らかに被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より小さく、その差は時代により大きく変動する。
株価純資産倍率	被敵対的買収企業の方が各国で低い場合が多い。日本ではバブル期に発生した敵対的買収における被敵対的買収企業の数値が最も低く、米国の 1990 年半ばの水準である。
株主資本利益率	国によって大きく異なる。日本では他国と比較した場合、最も低い。
配当性向	日本では 1980 年代より 2000 年~2001 年に発生した被敵対的買収企業の配当性向が敵対的買収企業より低く、敵対的買収の発

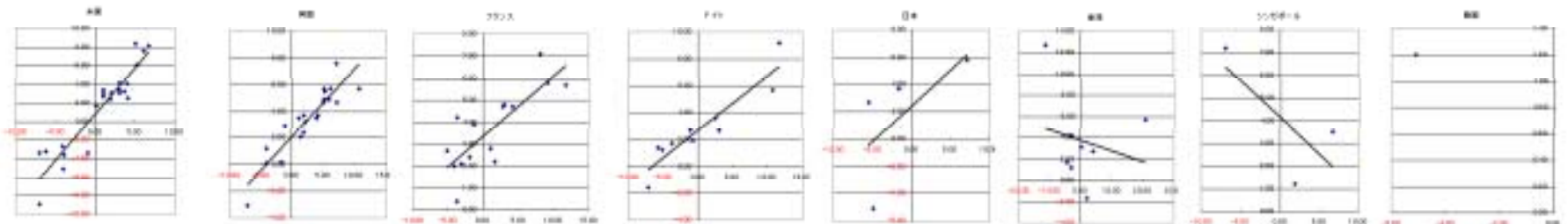
	生率が低いドイツと似ている。逆に、配当性向の水準が買収企業より高い国は、敵対的買収の数が多いことから、日本でも配当性向の高い企業は敵対的買収の対象になりやすいと推測できる。
売上高成長率	各国では時代により被敵対的買収企業と敵対的買収企業の売上高成長率が異なる。日本では 1980 年代に発生した敵対的買収において、被敵対的買収企業の数値の方が敵対的買収企業より高いのとは対照的に、2000 年~2001 年に買収が成功した IDC とエスエス製薬では買収企業の数値の方が高い。このように景気が後退している日本では成長率が高い企業が成長率の低い企業を敵対的買収のターゲットにする傾向が見られる。
売上高経常利益率	米国を除いた日本を含む各国では買収企業の方がわずかながら数値が高い。つまり、健全な企業がわずかながら自社より利益率が低い企業を買収対象にする可能性が高いと考えられる。
レバレッジ・レシオ	日本を含む各国では一般的に被敵対的買収企業の数値は敵対的買収企業より低い。借入入れが少ない企業が敵対的買収対象になっていると考えられる。
流動比率	日本では被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より低く、米国や英国の結果と対照的である。
フリー・キャッシュフローレシオ	他国の分析によるとフリー・キャッシュフロー水準が低い時は敵対的買収が発生しにくい。日本では 1980 年代に発生した国内企業同士の敵対的買収では被敵対的買収企業及び敵対的買収企業とも、極めてキャッシュフロー水準が低かった。他方、2000~2001 年で発生した敵対的買収では、買収企業が外国企業であったことから、キャッシュフローレシオは買収企業の方が高かった。
設備投資対減価償却比率	敵対的買収企業と被敵対的買収企業では差が小さいながら、被敵対的買収企業の数値の方が低い。日本においても差が小さく上、特徴を見出すのは難しい。
売上高研究開発費比率	敵対的買収が多い国では敵対的買収企業より被敵対的買収企業の数値の方が高い。他方、日本では敵対的買収企業の数値の方が数値が高い。
設立からの期間	敵対的買収が多い国では敵対的買収企業と被敵対的買収企業の差が小さい。それとは対照的に日本では被敵対的買収企業は設立年月が長く、敵対的買収企業は短い。

上記で理解できるように、日本においては、1) 株価収益率が敵対的買収企業より低く割安感があり、2) 企業価値が小さく、3) 配当性向が高く、4) 借入れが少なく、5) 設立からの期間が長い、といった特徴を持っていると推測される。

図表7.5 株価の推移(3ヶ月) ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

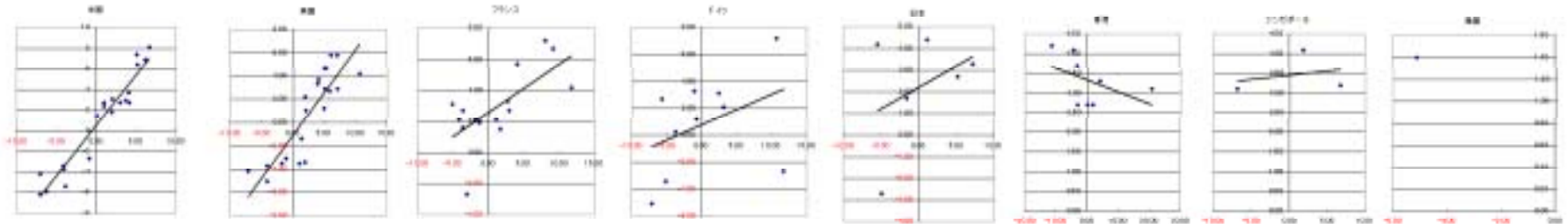
株価の推移(3ヶ月)	米国			韓国			フランス			ドイツ			日本			台湾			シンガポール			韓国			
	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業		
1980	-1.00	-2.40	-4.2	-1.70	0.00	-0.00																			
1981	6.10	7.60	6.90	1.40	2.10	-1.40	1.70	2.00	1.50																
1982	1.00	3.40	2.70	1.80	2.40	-3.40																			
1983	1.00	2.70	2.80																						
1984	1.00	3.10	2.40																						
1985	3.00	4.20	2.70	3.10	3.70	4.70				10.70	9.70	7.20			9.10		2.70								
1986	2.00	3.90	3.10	4.90	3.70	3.70									7.10	5.80	3.30								
1987	4.00	4.90	2.70	3.90	3.50	3.90	-0.30	0.40	1.60						-1.30	2.70	1.70								
1988	3.80	3.40	2.70	2.90	3.50	1.80	5.10	5.70	4.20						-5.80	2.70	4.20								
1989	-4.00	-5.10	-3.30	10.70	5.70	4.20	-0.30	0.40	1.60	2.40	3.80	3.10													
1990	-2.00	-3.80	-0.20	-4.10	1.20	-3.30	-2.70	4.70	3.30	-0.70	1.30	0.20													
1991	-0.80	-1.40	-1.30	5.00	4.70	1.20	2.70	4.70	3.30	-0.70	1.80	1.20													
1992	0.10	1.70	1.40	7.10	4.70	2.80	-1.30	2.80	1.90																
1993	3.00	3.10	2.70	8.80	4.80	2.70	2.80	4.80	2.70						1.80	-1.70	2.70								
1994	1.90	2.40	1.80	1.10	3.50	-3.50									20.70	8.70	3.10			1.90	1.20	4.70			
1995	4.10	2.50	2.70	5.30	3.80	4.70	-0.10	2.70	3.10	3.10	2.70	2.10										-0.10	1.20	1.40	
1996	5.20	6.90	6.40	7.90	7.80	5.80				1.10	2.80	2.10													
1997	6.70	8.90	9.10	8.90	5.70	5.80				9.10	7.10	3.20													
1998	9.10	8.40	7.80	9.10	4.80	2.80				9.10	5.80	8.70													
1999	5.70	3.00	2.90	1.80	3.70	2.20				4.10	4.70	5.70			15.70	9.20	-2.70								
2000	-0.80	-0.80	-0.80	-1.10	2.80	-0.70	-0.10	2.10	-0.70						1.10		4.80								
2001	-0.20	-1.20	-0.80	-1.10	-3.10	-0.20	-1.80	2.40	2.10	-7.10	-1.80	-0.10			-4.80	-5.10	-2.70								
2002	-4.10	-2.70	-3.40	-4.10	0.10	-3.10	-4.10	2.80	2.10																
年平均	0.77	1.60	1.24	2.88	3.47	0.82	1.23	2.78	2.88	0.48	2.88	0.84	0.20	1.38	2.21	0.62	3.70	-3.31	0.87	3.87	3.47	-0.18	1.20	1.40	

敵対的買収企業	米国	韓国	フランス	ドイツ	日本	台湾	シンガポール	韓国
観測年数	8,098,147,944	8,919,090,285	8,041,891,598	8,000,002,080	8,049,012,127	8,216,687,289	8,205,000,281	4,800,000



\* X軸は被敵対的買収企業のデータを表す。

買収的買収企業	米国	韓国	フランス	ドイツ	日本	台湾	シンガポール	韓国
観測年数	8,098,147,944	8,919,090,285	8,041,891,598	8,000,002,080	8,049,012,127	8,216,687,289	8,205,000,281	4,800,000

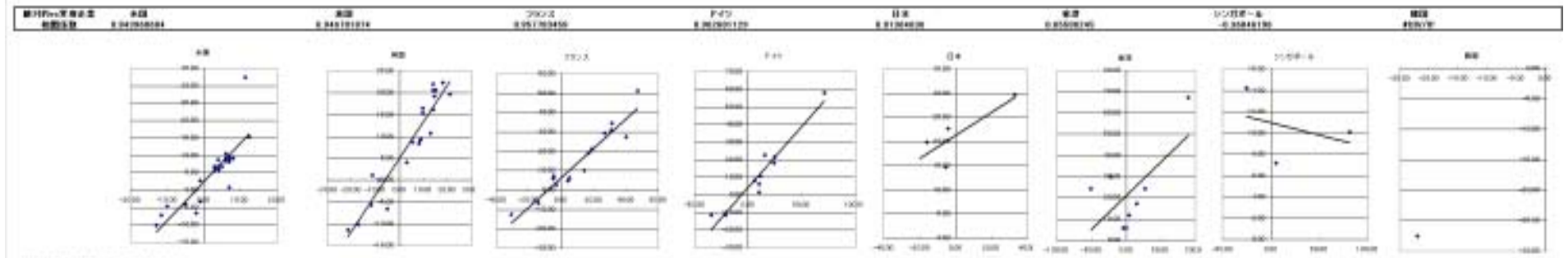


\* X軸は敵対的買収企業のデータを表す。

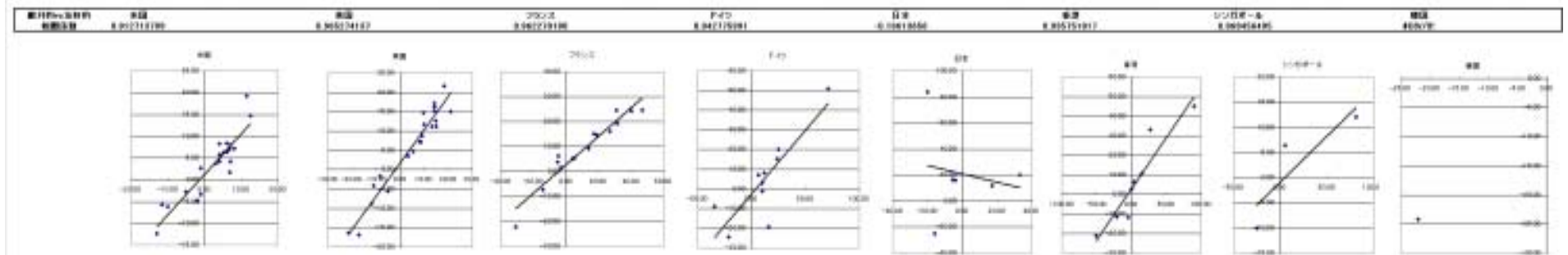


図表 7 6 株価の推移(1年前) ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業 の相関係数 ~

年	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国			
	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業対比	買収企業	被敵対的買収企業	
1990	-10.00	-4.70	-6.20	-5.10	-6.70	-5.50																			
1991	6.80	8.70	7.10	2.10	4.10	3.80	3.70	6.80	5.00																
1992	6.00	8.40	6.40	13.10	16.70	11.20																			
1993	5.00	5.90	3.80																						
1994	4.00	8.70	5.70																						
1995	7.00	8.40	6.10	8.10	8.40	7.20				11.70	10.70	8.10	17.10	11.80											
1996	6.00	8.20	8.40	8.10	9.40	6.70							20.00	20.70	20.10										
1997	4.00	8.70	8.30	8.70	9.20	7.20	4.10	4.30	3.10				-4.70	22.70	18.10										
1998	8.80	8.70	6.80	8.80	8.70	8.70	43.00	27.40	24.20	24.70	21.70	26.10	-4.80	14.70	14.80	18.00	17.20	16.70							
1999	-1.00	2.70	2.70	23.00	19.70	19.00	31.00	31.20	24.70							4.90	5.70	5.70							
2000	-13.00	-10.10	-12.40	-11.70	-5.30	-8.30				-34.20	-17.70	-8.20													
2001	-2.00	-4.70	-4.70	14.10	16.20	16.20	18.10	10.10	8.20	10.10	1.30	3.10				27.10	24.10	33.10	3.10	7.20	8.40				
2002	-1.00	-2.40	-2.40	3.70	10.40	14.70	-6.10	6.10	3.70							9.10	11.70	8.70							
2003	4.10	5.80	4.20	14.10	22.00	15.20	19.10	21.20	14.70							9.10	11.70	8.70							
2004	2.80	6.70	3.70	-8.40	11.0	-1.30										9.10	11.70	8.70							
2005	7.10	9.40	4.20	14.70	19.20	12.70	-3.10	2.70	1.70	8.10	8.20	7.10													
2006	5.10	10.50	6.70	8.80	15.40	17.70	17.10	19.20	15.20	24.00	17.90	15.20													
2007	8.10	8.20	7.20	18.10	22.40	21.70	27.10	29.20	19.20	25.00	28.70	21.20													
2008	11.40	12.40	10.20	14.10	19.70	17.20	47.10	51.20	34.70																
2009	12.40	15.40	14.70	15.10	20.70	11.20	21.30	24.70	19.20	15.00	22.70	-18.20													
2010	-5.70	-4.00	-2.70	-11.10	7.20	-4.20	-4.70	7.20	8.10	10.00	8.20	-1.20													
2011	6.80	5.70	1.70	-17.10	-14.20	-16.80	-14.20	-6.70	-7.20	-21.30	-11.70	-24.10													
2012	-11.50	-1.20	-5.70	-21.20	-11.40	-18.40	-26.70	-12.70	-22.10																
年平均	2.49	5.17	3.87	4.30	8.67	5.83	11.38	15.41	8.28	11.82	12.38	5.07	6.77	21.75	20.69	7.49	23.29	18.70	20.47	10.50	3.80				



\* X軸は被敵対的買収企業の前年増減率

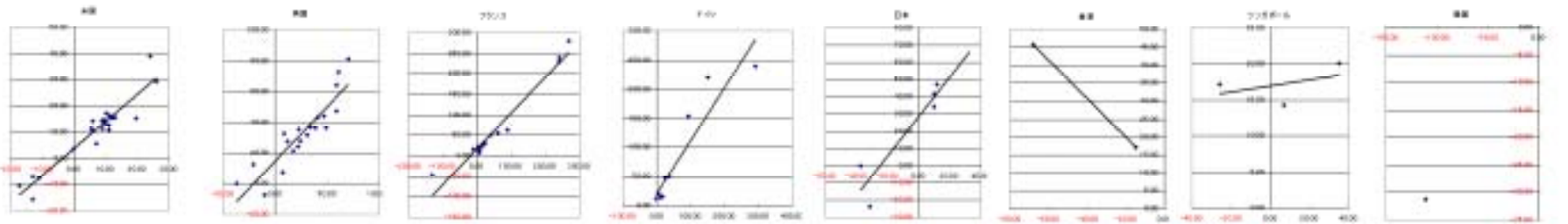


\* X軸は被敵対的買収企業の前年増減率

図表 7 7 株価の推移(3年前) ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

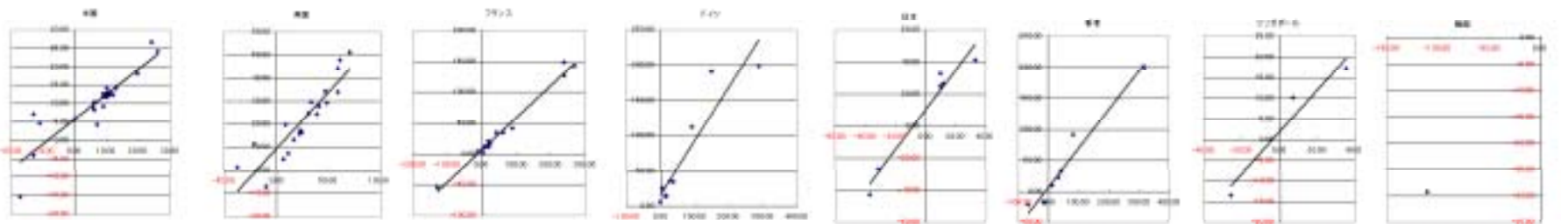
株価の推移(3年前)	中国			韓国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国				
	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場	買収対象企業の上場	買収企業の上場	被友好的買収企業の上場		
1999	-12.00	-17.00	3.00	-13.00	-17.00	-3.00																				
1999	10.00	15.00	12.00	7.00	7.00	4.00	7.10	8.20	10.20																	
1999	12.00	15.00	14.20	22.00	24.10	15.00																				
1999	8.00	14.00	11.00																							
1999	6.00	10.40	8.00																							
1999	10.00	12.30	11.00	30.00	31.40	24.00				11.00	14.20	13.00	33.00			41.20										
1999	8.00	11.40	12.00	47.00	44.20	34.20							11.00	47.20	26.00											
1999	11.00	12.00	12.40	38.00	36.10	24.20	61.00	8.58	11.40				50.10	41.00	32.10											
1999	11.00	10.00	13.10	17.00	21.40	13.20	82.00	56.20	34.80	-0.70	11.00	5.00	6.80	34.20	24.80						38.80	24.00	22.00			
1999	-0.18	3.50	5.00	58.00	47.40	34.10	89.20	62.00	41.20												11.40	20.20	9.20			
1999	-11.00	-14.40	4.00	40.00	43.80	27.80							13.10	15.80	14.20						42.00	20.00	33.20			
1999	-13.00	-15.00	-4.20	22.00	35.40	17.20	17.10	24.10	20.10				14.10	15.20	14.00											
1999	7.00	5.00	4.20	24.10	27.90	16.20	-12.00	15.90	2.90												62.00	104.20	91.20	7.00	14.20	10.20
1999	8.80	11.20	9.20	48.00	36.20	28.20	24.80	30.00	16.00												320.00	247.20	188.00			
1999	8.50	14.30	10.40	11.00	27.40	7.40																				
1999	10.10	12.20	14.20	24.10	28.10	18.00	19.10	21.20	10.00				23.10	20.40	24.20											
1999	11.20	15.40	12.00	34.00	36.00	28.00	4.10	20.40	1.20				26.10	47.40	26.20											
1999	12.10	15.40	12.40	58.10	64.20	44.20	41.20	51.40	34.40				93.00	154.10	112.10											
1999	24.10	38.20	26.00	40.20	32.80	47.80	243.00	231.80	127.00																	
1999	26.10	29.40	24.20	70.00	81.20	5.20	259.00	280.80	143.00				290.00	240.20	186.20											
2000	18.00	18.40	18.10	8.00	32.40	18.10	243.00	241.80	148.00				130.00	233.40	181.20											
2000	8.80	14.60	9.30	-21.40	12.40	11.20	8.00	15.00	11.10				5.00	21.20	24.80											
2000	-11.00	-10.40	-15.40	-11.10	0.20	1.20	-23.00	-47.20	-25.00																	
全平均	6.77	10.68	10.27	28.83	23.48	22.58	38.28	68.89	27.21				88.24	76.02	64.31											

買収対象企業 相関係数	中国 0.84599395	韓国 0.89746297	フランス 0.90917087	ドイツ 0.90205427	日本 0.99151298	香港 0.92762611	シンガポール 0.49562052	韓国 0.87978
----------------	------------------	------------------	--------------------	-------------------	------------------	------------------	----------------------	---------------



\* X軸は被敵対的買収企業のデータを示す。

買収対象企業 相関係数	中国 0.892185485	韓国 0.90818722	フランス 0.905143828	ドイツ 0.904813628	日本 0.978822811	香港 0.919121786	シンガポール 0.98125898	韓国 0.87978
----------------	-------------------	------------------	---------------------	--------------------	-------------------	-------------------	----------------------	---------------

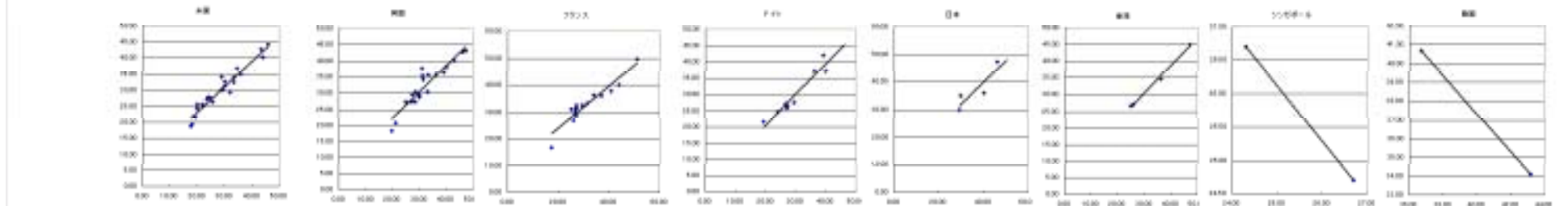


\* X軸は被敵対的買収企業のデータを示す。

図表 7 8 株価収益率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

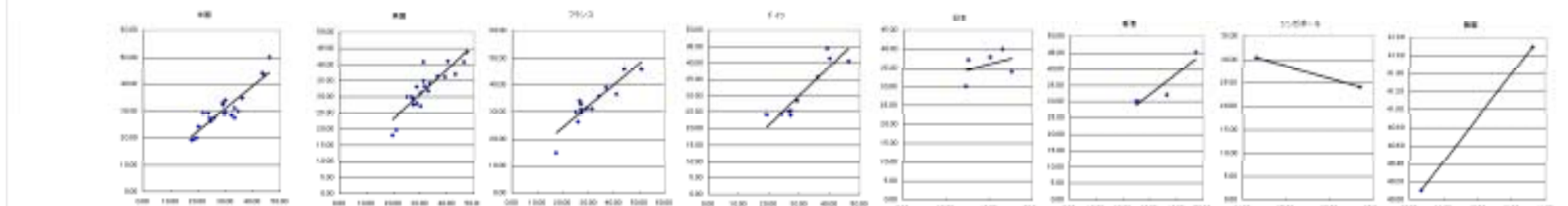
株価収益率	中国			韓国			フランス			ドイツ			日本			台湾			シンガポール			韓国		
	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業
1980	17.80	18.90	19.20	18.70	19.40	19.10																		
1981	16.20	19.50	19.40	21.10	20.70	19.70																		
1982	20.10	24.80	24.10	25.30	23.40	26.10	17.30	16.70	14.90															
1983	21.80	25.70	26.10																					
1984	16.40	21.70	20.10																					
1985	24.70	23.60	26.10	25.10	27.40	26.10				18.20	21.70	24.20	46.50	47.20	40.00									
1986	25.80	26.40	27.30	26.10	30.40	31.80							36.10	35.10	37.30									
1987	29.10	24.10	32.20	32.40	35.80	34.10	26.30	30.10	34.10				29.30	30.10	30.10									
1988	30.10	32.70	34.00	28.70	27.40	28.20	31.40	35.40	32.20	24.10	24.10	24.45	45.45	36.10	36.00	36.40	34.10	32.20						
1989	35.40	33.80	31.00	30.10	29.40	28.20	27.10	31.70	30.10															
1990	28.20	30.10	28.80	27.50	29.70	28.30				26.70	23.10	25.30												
1991	24.10	27.90	27.10	30.10	28.00	27.20	25.80	29.80	28.20	27.10	25.00	24.10												
1992	29.10	25.70	24.10	26.20	25.40	41.00	27.10	26.30	28.40															
1993	23.70	27.20	26.10	27.50	27.80	27.80	25.10	31.20	30.10															
1994	29.10	30.10	32.40	28.70	30.40	27.90																		
1995	30.10	28.40	29.40	28.20	34.10	33.40	29.40	32.30	31.40	27.30	28.40	25.60												
1996	32.10	29.40	30.40	29.30	36.40	36.20	27.10	32.70	31.10	29.40	27.60	29.80												
1997	32.40	32.40	27.40	28.30	25.70	28.40	34.10	30.20	25.80	30.10	33.10	35.80												
1998	36.10	30.00	34.70	42.10	38.10	41.20	41.00	37.80	38.30															
1999	45.90	44.20	50.10	47.30	43.20	44.00	37.00	36.10	39.10	40.80	37.10	41.40												
2000	43.40	42.70	44.10	48.10	42.30	43.80	44.10	43.10	46.80	38.10	42.10	44.50												
2001	44.10	40.20	43.40	43.00	40.10	37.10	51.00	49.30	46.00	46.10	42.10	44.70	51.40	47.10	34.10									
2002	24.70	26.70	30.00	26.00	37.80	35.00	27.00	31.10	30.80															
年平均	29.80	33.24	30.11	32.24	32.22	32.64	31.42	30.08	33.21	31.81	29.87	31.67	39.26	38.12	35.40	33.58	33.40	34.38	29.90	29.10	27.33	39.80	37.40	40.80

被敵対的買収企業 中国 韓国 フランス ドイツ 日本 台湾 シンガポール 韓国  
 観測年数 8,963(98.8%) 8,832(99.4%) 8,943(99.2%) 8,261(92.4%) 8,284(93.2%) 8,954(99.6%) 8,211(91.1%) 8,211(91.1%)



\* X軸は被敵対的買収企業のP/E値です。

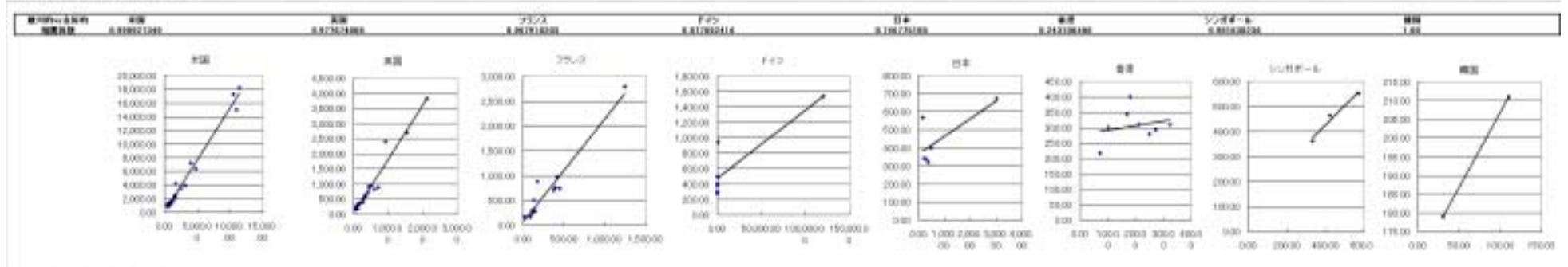
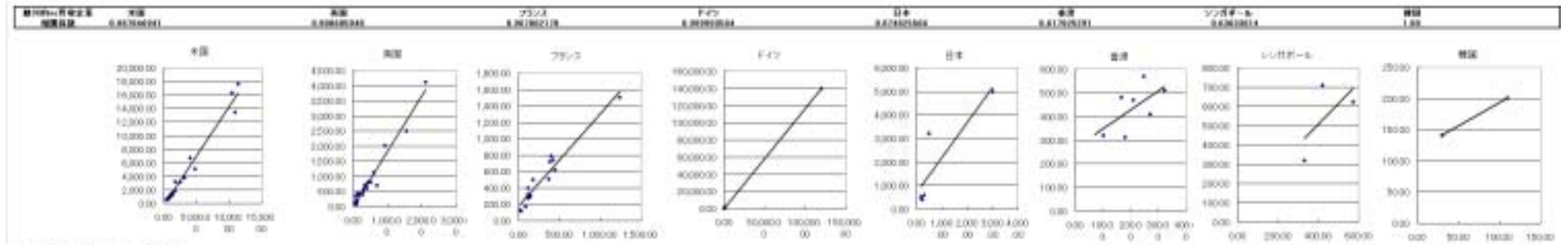
被友好的買収企業 中国 韓国 フランス ドイツ 日本 台湾 シンガポール 韓国  
 観測年数 8,214(91.9%) 8,861(99.7%) 8,984(99.6%) 8,211(92.4%) 8,211(91.1%) 8,954(99.6%) 8,211(91.1%) 8,211(91.1%)



\* X軸は被敵対的買収企業のP/E値です。

図表 7-9 企業価値 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

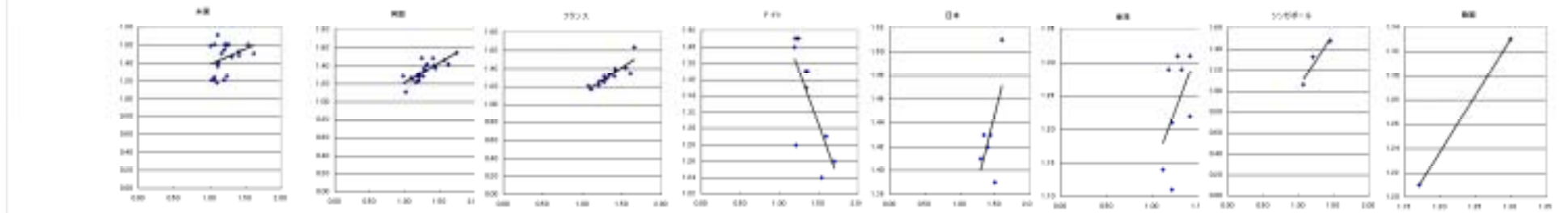
企業価値	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国					
	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業			
1991	821.00	751.00	811.00	51.00	128.00	147.00																					
1992	911.00	890.00	1,228.00	49.00	127.00	125.00	30.00	127.00	150.00																		
1993	834.00	821.00	1,317.00	111.00	132.00	145.00																					
1994	1,071.00	1,211.00	1,422.00																								
1995	1,124.00	1,281.00	1,500.00	80.00	82.00					83.00	271.00	270.00	270.00	321.00	321.00												
1996	1,096.00	1,171.00	1,814.00	49.00	112.00	180.00							270.00	411.00	340.00												
1997	1,337.00	1,200.00	1,711.00	273.00	411.00	431.00	15.00	126.00	189.00				74.00	241.00	300.00	290.00	339.00	337.00									
1998	1,746.00	1,900.00	2,501.00	204.00	500.00	524.00	88.00	171.00	174.00				174.00	311.00	308.00	174.00	311.00	308.00	224.00	311.00	311.00						
1999	1,274.00	1,111.00	2,121.00	408.00	611.00	113.00	743.00	303.00	278.00										246.00	311.00	270.00						
2000	795.00	800.00	1,316.00	317.00	607.00	627.00				360.00	311.00	446.00							270.00	311.00	294.00						
2001	917.00	811.00	1,211.00	177.00	421.00	371.00	115.00	311.00	291.00	360.00	341.00	411.00							270.00	311.00	294.00						
2002	411.00	811.00	853.00	128.00	414.00	348.00	115.00	308.00	240.00										180.00	211.00	280.00	331.00	321.00	381.00			
2003	1,145.00	1,422.00	1,811.00	80.00	248.00	287.00	113.00	271.00	303.00										71.00		271.00						
2004	1,840.00	1,111.00	2,402.00	106.00	217.00	278.00																					
2005	2,450.00	2,184.00	3,471.00	886.00	300.00	304.00	130.00	329.00	591.00	4.00			4.00														
2006	2,179.00	2,182.00	3,817.00	424.00	611.00	615.00	371.00	211.00	681.00	38.00	129.00	270.00															
2007	4,750.00	3,186.00	6,827.00	803.00	812.00	848.00	386.00	121.00	180.00	189.00	381.00	481.00															
2008	10,270.00	13,472.00	35,044.00	829.00	2,011.00	2,402.00	387.00	78.00	184.00										181.00	321.00	300.00						
2009	10,449.00	16,271.00	17,247.00	1,537.00	2,511.00	2,707.00	1,238.00	1,500.00	2,791.00	327.00	511.00	580.00															
2010	11,282.00	11,611.00	18,204.00	2,115.00	473.00	3,811.00	419.00	148.00	671.00	120,000.00	140,000.00	1,240.00	3,000.00	3,000.00	873.00												
2011	3,886.00	4,735.00	7,711.00	896.00	1,128.00	827.00	179.00	307.00	878.00	489.00	1,200.00	644.00							311.00	411.00	381.00						
2012	1,741.00	3,211.00	4,214.00	348.00	121.00	598.00	447.00	613.00	710.00										185.00	481.00	343.00						
全平均	2,791.14	2,756.14	4,294.30	441.19	600.57	682.85	278.47	483.40	645.83	12,180.70	15,989.11	569.22	381.00	1,444.80	439.67				181.00	439.57	306.75	441.00	550.00	458.67	30.00	171.00	136.00



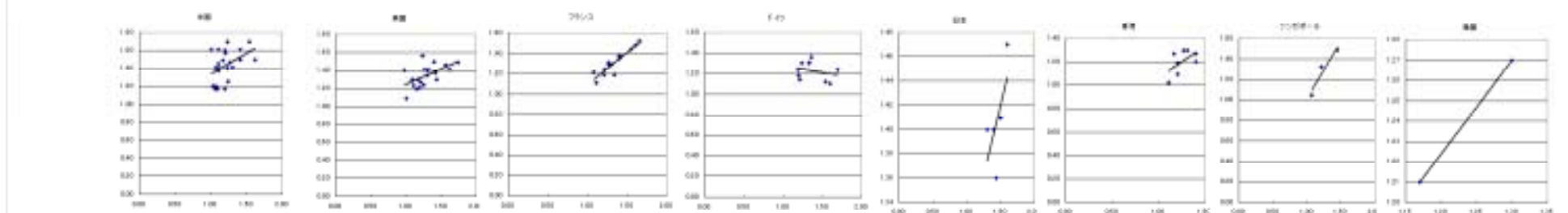
図表 7 10 株価純資産倍率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

年別	中国			韓国			フランス			ドイツ		日本			台湾			シンガポール			韓国				
	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業		
1980	1.11	1.43	1.45	1.11	1.25	1.23																			
1981	1.07	1.24	1.20	1.08	1.11	1.09	1.11	1.17	1.11																
1982	1.00	1.21	1.11	0.98	1.29	1.40																			
1983	1.11	1.27	1.80																						
1984	1.20	1.25	1.60																						
1985	1.21	1.28	1.81	1.21	1.21	1.27				1.21	1.28	1.14	1.20	1.41	1.43										
1986	1.17	1.31	1.88	1.16	1.22	1.19								1.40	1.42	1.43									
1987	1.21	1.61	1.57	1.20	1.24	1.21	1.27	1.32	1.28				1.50	1.39	1.41										
1988	1.25	1.61	1.70	1.24	1.49	1.86				1.28	1.41	1.18	1.80	1.51	1.47	1.27	1.31	1.38							
1989	1.23	1.59	1.40	1.31	1.41	1.40	1.31	1.29	1.29							1.17	1.29	1.27							
1990	1.28	1.21	1.20	1.27	1.37	1.41				1.24	1.41	1.30				1.31	1.29	1.30							
1991	1.10	1.18	1.17	1.08	1.29	1.24	1.21	1.21	1.19	1.19	1.40	1.24													
1992	1.20	1.21	1.17	1.32	1.42	1.41	1.34	1.35	1.19							1.21	1.21	1.19	1.07	1.06	1.05				
1993	1.07	1.61	1.81	1.09	1.27	1.30	1.08	1.21	1.21							1.40	1.22	1.25							
1994	1.11	1.71	1.81	1.17	1.29	1.30																			
1995	1.41	1.53	1.81	1.40	1.49	1.50	1.41	1.40	1.38	1.34	1.35	1.31											1.17	1.21	1.21
1996	1.27	1.47	1.81	1.42	1.41	1.37	1.42	1.39	1.37	1.35															
1997	1.27	1.61	1.41	1.39	1.35	1.34	1.21	1.25	1.29	1.33	1.37	1.30													
1998	1.41	1.49	1.80	1.37	1.37	1.46	1.38	1.31	1.44																
1999	1.54	1.61	1.70	1.74	1.55	1.49	1.61	1.35	1.48	1.73	1.55	1.24													
2000	1.82	1.81	1.80	1.82	1.42	1.41	1.88	1.84	1.82	1.80	1.39	1.10	1.20	1.43											
2001	1.24	1.28	1.28	1.44	1.39	1.30	1.40	1.32	1.38	1.54	1.24	1.12	1.44	1.43	1.38	1.21	1.11	1.09							
2002	1.11	1.41	1.37	1.21	1.29	1.27	1.22	1.26	1.24							1.11	1.14	1.02							
年平均	1.21	1.46	1.43	1.28	1.39	1.34	1.35	1.32	1.31	1.37	1.34	1.23	1.43	1.43	1.43	1.26	1.24	1.21	1.24	1.29	1.29	1.24	1.27	1.24	

被敵対的買収企業 数(国別)	中国 8,289(91.8%)	韓国 8,892(92.1%)	フランス 8,862(91.6%)	ドイツ 8,741(91.2%)	日本 8,614(91.3%)	台湾 8,698(91.7%)	シンガポール 8,944(93.6%)	韓国 1,08
-------------------	--------------------	--------------------	----------------------	---------------------	--------------------	--------------------	------------------------	------------

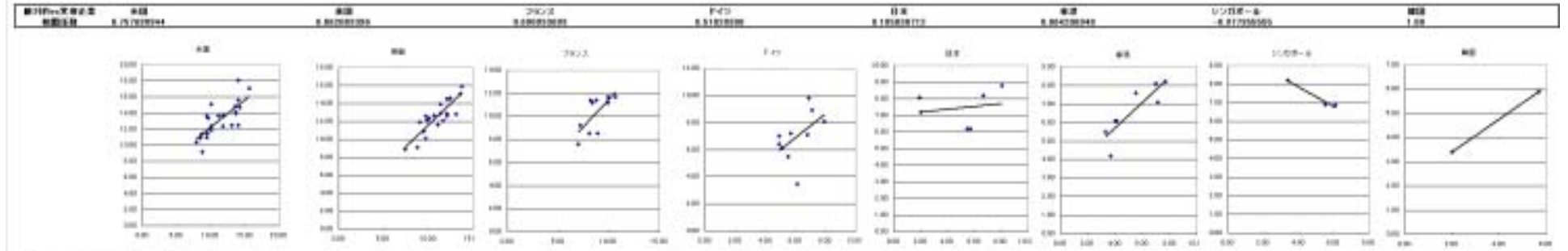


被友好的買収企業 数(国別)	中国 6,434(72.1%)	韓国 6,571(67.9%)	フランス 6,924(76.5%)	ドイツ 6,738(76.1%)	日本 6,647(76.1%)	台湾 6,568(76.6%)	シンガポール 6,863(86.7%)	韓国 1,08
-------------------	--------------------	--------------------	----------------------	---------------------	--------------------	--------------------	------------------------	------------

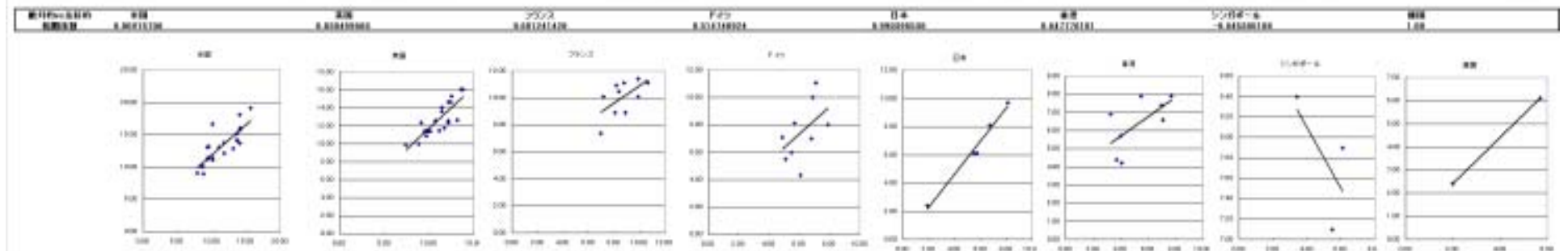


図表 7 11 株主資本利益率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業 の相関係数 ~

株主資本利益率	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国			
	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	
1980	12.70	12.40	11.40	11.10	11.80	11.20																			
1981	11.90	13.60	13.10	12.10	12.80	12.80	10.70	11.30	11.10																
1982	9.40	13.60	13.10	8.90	12.10	11.40																			
1983	8.80	13.40	13.20																						
1984	11.80	13.70	13.80																						
1985	11.80	12.40	12.10	12.10	12.80	12.40				5.10	6.10	5.80	5.70	6.20	6.10										
1986	10.10	11.80	11.10	11.70	12.10	11.80							6.80	6.20	6.10										
1987	9.50	11.50	11.40	13.10	12.80	12.70	9.90	11.20	11.40							6.70	6.20	6.10							
1988	8.80	8.20	8.80	10.70	12.50	12.80	7.20	8.20	10.10	8.70	7.20	8.10				8.10	8.80	8.70	3.90	7.80	7.80				
1989	8.70	11.40	10.10	9.70	12.40	11.40	7.80	7.80	7.40										7.10	7.10	8.00				
1990	9.50	10.90	10.10	7.40	9.80	9.90				4.90	7.00	7.10							3.30	5.50	6.00				
1991	7.80	10.40	9.10	8.80	8.10	12.00	8.70	8.80	8.90	7.10	8.80	11.70							7.00	8.10	7.40	8.10	6.90	7.80	
1992	9.40	11.00	11.20	8.50	10.80	11.40	8.90	9.50	8.90																
1993	13.70	12.50	12.80	11.40	12.80	14.10	8.80	11.70	10.10										7.70	8.20	7.80				
1994	14.70	12.90	13.70	11.40	12.90	13.80																			
1995	13.70	14.10	14.20	12.10	14.50	14.70	8.80	11.40	11.10	8.20	8.80	10.00											5.70	5.90	6.10
1996	14.20	14.70	18.10	12.40	18.80	14.70	8.20	11.40	10.80																
1997	13.80	14.80	15.10	12.50	14.80	15.30	8.40	11.20	10.90																
1998	14.10	15.60	15.70	13.60	15.70	15.10														4.00	6.10	2.10	3.40	6.20	6.40
1999	16.70	17.10	18.10	13.80	18.80	18.10	8.70	8.80	8.80																
2000	14.10	18.10	18.10	9.10	11.30	12.40				5.50	5.50	6.00	2.00	7.20											
2001	13.70	14.00	14.10	10.10	12.40	11.40	7.90	8.10	8.80				1.80	8.10	2.40				3.10	4.20	4.40				
2002	10.10	18.10	18.70	9.70	10.10	10.80													4.10	6.10	4.20				
年平均	11.44	13.22	13.22	11.69	12.58	12.71	8.71	10.24	10.64	6.09	6.98	7.42	4.88	7.45	6.48	5.90	6.65	6.30	5.00	7.33	7.00	3.85	4.65	4.25	



\* 横軸は被敵対的買収企業のみです。

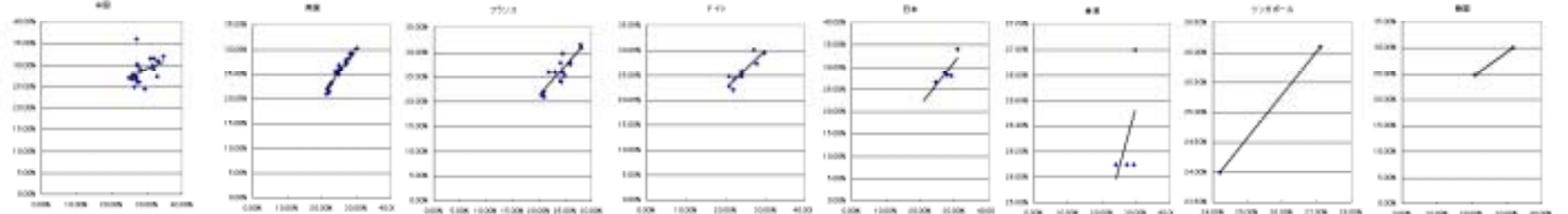


\* 横軸は被敵対的買収企業のみです。

図表 7 12 配当性向 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

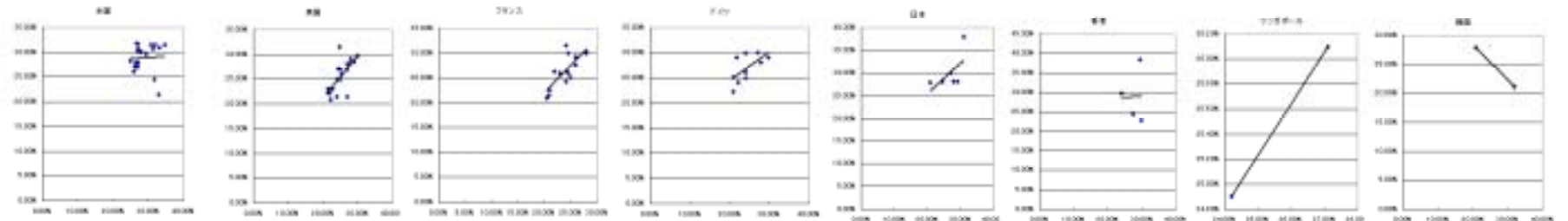
配当性向	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国				
	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業		
1980	28.50%	24.50%	29.70%	27.00%	29.00%	28.10%																				
1981	31.50%	30.00%	30.70%	30.10%	30.20%	29.70%	24.50%	29.00%	30.00%																	
1982	32.80%	27.80%	27.50%	29.00%	29.10%	28.50%																				
1984	34.70%	32.00%	31.50%																							
1985	32.10%	27.10%	30.80%	27.00%	27.10%	27.50%				29.00%	22.80%	22.20%	20.00%		27.80%											
1986	27.10%	36.00%	31.70%	24.00%	26.30%	27.10%				24.10%	28.10%	28.70%	28.10%	28.10%	29.10%											
1987	28.10%	29.10%	30.10%	25.10%	26.50%	26.00%	20.90%	20.10%	25.00%				27.10%	28.00%	29.90%											
1988	27.90%	26.10%	30.10%	28.90%	28.10%	28.80%	27.90%	31.50%	30.00%	24.00%	24.80%	24.90%	28.00%	28.40%	29.10%	27.90%	29.10%	24.90%								
1989	26.70%	27.10%	31.90%	27.10%	27.40%	27.00%	20.10%	31.90%	30.10%							29.90%	27.90%	22.90%								
1990	27.20%	29.80%	30.70%	24.00%	25.80%	27.50%				29.00%	24.90%	25.10%				24.10%	26.10%	29.90%								
1991	27.20%	30.10%	30.20%	27.40%	27.00%	23.00%	24.10%	24.40%	24.00%	24.10%	25.00%	26.10%				29.50%	26.10%	30.50%						31.90%		
1992	25.90%	26.70%	26.10%	22.50%	22.20%	23.10%	24.50%	26.10%	28.00%																30.90%	
1993	28.10%	27.90%	27.10%	24.10%	26.10%	24.80%	24.90%	26.30%	28.10%																27.90%	
1994	26.50%	24.90%	27.90%	25.00%	25.10%	24.90%																				
1995	24.90%	27.10%	29.20%	27.50%	22.00%	22.20%	20.50%	21.50%	20.00%	29.70%	29.80%	29.10%													31.90%	
1996	27.20%	26.10%	27.90%	27.00%	29.20%	28.10%	21.90%	20.00%	26.20%	22.00%	24.90%	24.10%	22.00%	24.90%	24.10%										30.90%	
1997	27.00%	27.10%	27.20%	28.10%	29.20%	29.10%	24.10%	27.90%	29.50%	27.10%	30.10%	30.10%													27.90%	
1998	28.90%	27.90%	27.20%	27.10%	27.30%	28.90%	20.90%	28.10%	28.20%																	
1999	26.00%	27.10%	27.90%	24.00%	26.90%	26.50%	25.90%	27.70%	27.50%	27.90%	27.40%	28.10%													24.90%	
2000	27.20%	30.20%	30.10%	22.20%	27.90%	20.00%	24.20%	24.10%	28.20%	27.90%	22.10%	29.00%	37.00%	34.10%	27.90%										24.90%	
2001	30.90%	31.50%	31.90%	29.00%	22.40%	22.20%	20.90%	22.90%	29.50%	24.00%	25.90%	29.00%	24.00%	24.00%	29.10%											
2002	30.00%	31.50%	31.50%	22.90%	22.40%	23.00%	21.90%	21.10%	22.50%																	
年平均	28.87%	28.89%	28.87%	25.19%	25.79%	25.57%	24.09%	26.17%	26.40%	24.27%	25.70%	26.90%	26.77%	29.22%	30.00%	27.75%	28.22%	29.95%	25.85%	25.00%	25.50%	28.40%	27.45%	24.50%		

敵対的買収企業	英国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
観測年数	0.820245143	0.84822029	0.870276898	0.882848984	0.825791819	0.840948414	1	1.82



\* X軸は敵対的買収企業のデータを示す。

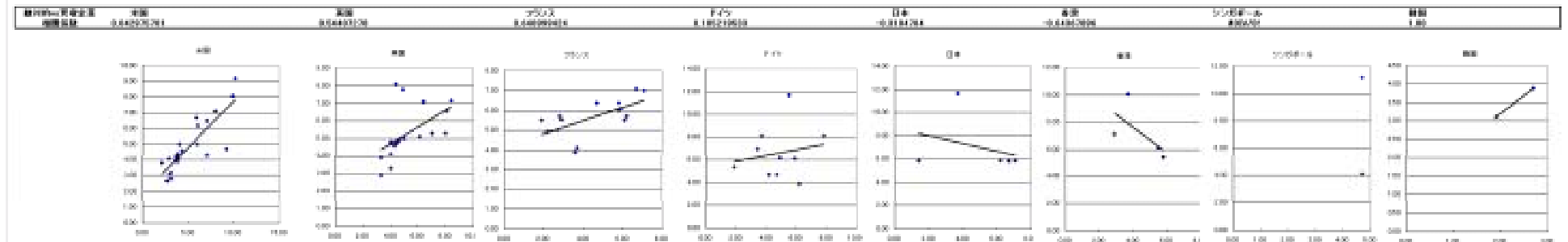
敵対的買収的	英国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
観測年数	0.820245143	0.718926481	0.78288193	0.827388187	0.811888298	0.824128888	1	-1.89



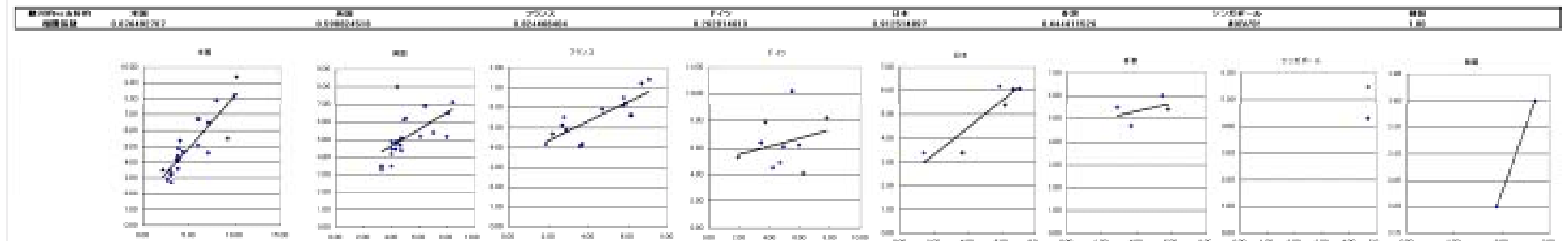
\* X軸は敵対的買収企業のデータを示す。

図表 7 13 売上高成長率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

売上高成長率	中国			韓国			アジア			EAP			日本			香港			シンガポール			韓国			
	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	
1990	3.70	4.20	4.10	3.30	2.90	3.30																			
1991	3.00	3.10	3.00	4.00	3.30	3.50	3.70	4.10	4.20																
1992	2.10	2.50	2.60	3.30	3.90	3.50																			
1993	3.10	3.80	3.70																						
1994	2.90	4.10	3.50																						
1995	2.50	3.20	3.30	4.00	4.10	4.20				4.20	4.70	4.50	5.80	5.80	6.20										
1996	3.80	4.10	4.00	4.00	4.70	4.50							6.20	5.80	5.40										
1997	4.30	4.60	4.70	4.00	4.00	4.00	3.60	3.90	4.10				6.70	5.80	6.10										
1998	2.70	3.80	3.80	4.30	4.70	4.00	7.90	5.80	4.20	4.90	9.20	9.10				3.70	10.70	4.70							
1999	3.60	3.80	3.80	4.30	4.60	4.50	2.20	4.80	4.70							5.50	6.50	6.80							
2000	3.60	4.00	4.20	4.70	5.00	4.40				4.30	4.70	4.60				2.80	7.50	5.80							
2001	3.00	4.10	4.40	4.70	5.00	5.10	2.70	5.00	5.10	1.30	5.40	5.20													
2002	3.60	4.40	4.90	4.40	4.70	4.90	2.80	5.70	5.50																
2003	4.00	5.00	5.40	4.60	4.80	4.70	3.90	5.50	5.80							5.80	5.40	5.40	4.70	4.10	4.20				
2004	4.10	6.20	5.70	5.00	5.00	6.20																			
2005	6.00	7.10	7.80	4.80	7.80	8.10	3.80	6.00	6.10	3.40	3.00	3.40										2.70	3.80	3.40	
2006	5.90	6.70	6.70	4.40	6.50	6.00	5.90	6.10	6.20	5.80	6.10	6.20													
2007	7.10	6.50	6.50	6.40	7.50	6.90	2.60	6.40	6.50	6.20	3.80	4.10										1.80	3.10	3.20	
2008	6.80	8.10	8.20	6.40	7.30	7.10	7.10	7.00	7.40																
2009	10.20	9.20	9.40	8.10	8.90	8.50	6.70	7.10	7.20	7.80	8.10	8.20										4.70	11.20	5.50	
2010	8.20	4.70	5.30	8.00	3.30	5.20	4.70	6.40	6.80	8.00	11.70	10.20	3.70	11.70	3.40										
2011	7.50	4.00	4.60	7.00	5.20	5.40	6.20	5.70	5.80	3.70	6.10	7.80	1.40	5.80	3.40										
2012	6.30	5.00	5.70	6.10	5.10	5.20	6.10	5.50	5.80																
全平均	5.10	4.80	5.00	5.14	5.24	5.18	4.94	5.88	5.88	4.87	5.68	5.28	5.17	7.04	5.14	4.48	7.14	5.40	4.70	7.68	4.80	2.20	3.80	3.30	



\* 左軸は被敵対的買収企業の子データのみです。

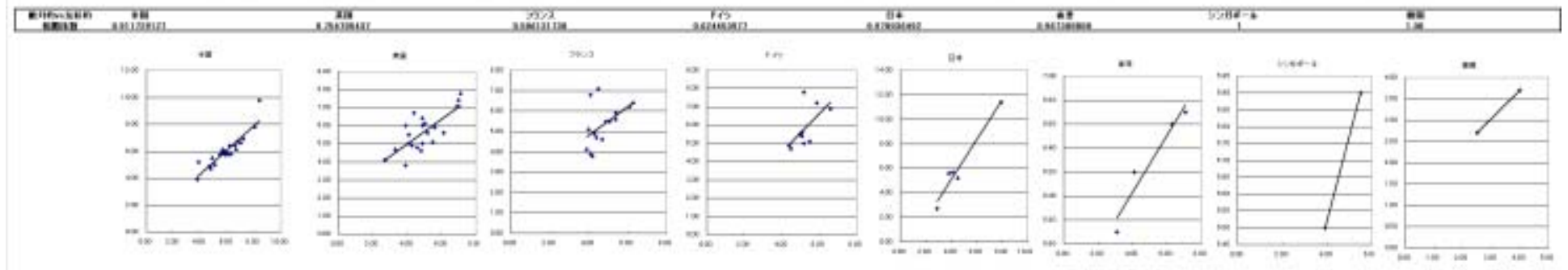
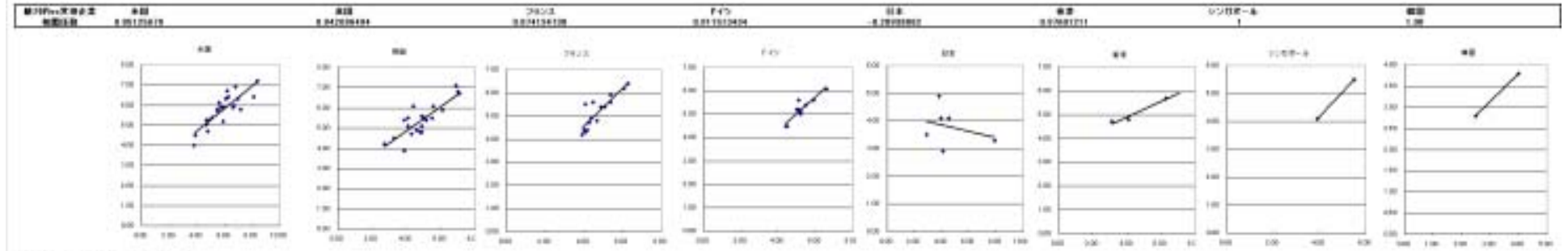


\* 左軸は被敵対的買収企業の子データのみです。



図表 7 14 売上高経常利益率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

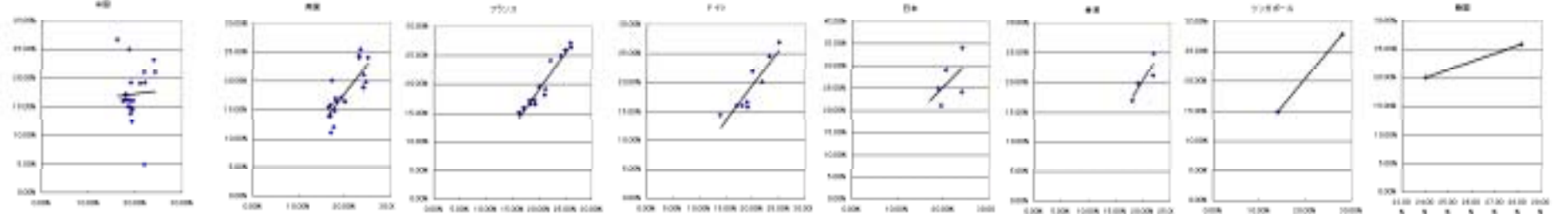
売上高経常利益率	中国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国		
	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高	買収前年度売上高	買収企業	買収後年度売上高
1980	3.25	3.12	3.12	3.05	3.01	3.12																		
1981	5.11	5.89	5.86	5.17	5.40	5.58	4.30	4.70	4.80															
1982	5.80	5.81	5.72	5.12	5.30	5.59																		
1983	4.73	5.87	6.14																					
1984	5.51	5.71	5.73																					
1985	5.48	5.76	5.71	4.38	4.70	4.80				5.00	5.20	5.50	2.81	4.10										
1986	4.81	5.26	5.33	4.68	4.80	4.80							2.90	3.80	2.71									
1987	4.70	5.25	4.94	4.96	5.10	5.00	3.90	4.20	4.50				3.90	4.96	5.81									
1988	5.10	5.40	5.08	5.58	5.80	5.70	4.70	4.80	4.60	5.10	5.80	5.80	4.30	4.10	5.19									
1989	4.80	4.70	4.70	5.06	5.40	6.00	4.40	4.90	4.70															
1990	4.70	5.00	4.94	4.18	5.50	5.50				5.50	5.40	5.10												
1991	3.80	4.01	3.80	3.78	4.20	4.10	4.10	4.30	3.80	4.80	4.50	4.70												
1992	3.80	4.50	5.23	3.36	4.80	4.70																		
1993	5.20	6.70	6.40	3.98	3.80	3.80	4.81	4.40	5.13															
1994	4.60	5.80	6.40	4.10	5.10	5.90																		
1995	5.30	5.40	5.08	4.68	5.30	6.40	4.80	5.40	5.50	4.40	4.50	4.80												
1996	4.10	5.30	5.80	4.48	4.10	4.70	4.10	5.50	4.80	5.20	5.10	5.80												
1997	5.80	6.30	6.73	5.00	6.10	5.90	4.70	5.80	7.13	5.10	5.20	5.40												
1998	7.21	5.80	6.36	6.58	7.10	7.10	6.81	6.40	6.43															
1999	4.10	4.40	7.80	7.08	4.80	7.80	4.70	4.80	4.70	5.80	5.80	7.30												
2000	6.40	7.50	8.00	7.10	6.70	7.80	5.40	5.90	5.90	5.50	5.00	7.80	7.30	3.26	11.43									
2001	7.01	6.50	6.68	4.98	4.80	6.00	5.70	5.40	5.50	6.80	4.10	6.80												
2002	5.80	6.20	6.08	4.66	4.80	4.40	4.40	3.80	5.60															
2003	5.80	5.77	5.99	4.92	5.41	5.83	4.78	5.18	5.24	5.25	5.22	3.81	4.50	3.80	8.12	5.15	5.07	4.30	4.70	4.80	5.70	3.25	3.30	3.20



図表 7 15 レバレッジ・レシオ ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

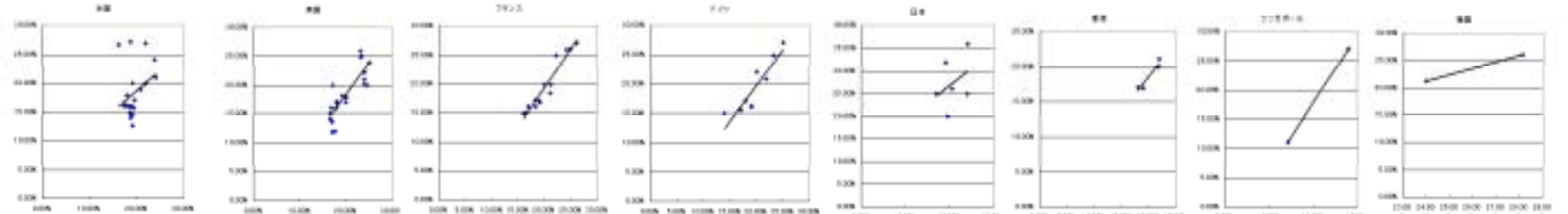
レバレッジ・レシオ	米国			英国			フランス			ドイツ		日本			香港		シンガポール			韓国				
	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	
1980	17.40%	16.10%	16.10%	16.50%	15.50%	15.10%																		
1981	18.00%	17.20%	17.90%	17.00%	14.10%	13.80%	16.40%	15.10%	16.00%															
1982	18.20%	14.80%	14.30%	17.60%	12.10%	12.30%																		
1983	18.50%	18.20%	15.90%																					
1984	18.90%	16.10%	16.30%	18.30%	15.80%	14.10%				17.10%	16.10%	15.00%			17.10%		24.80%							
1985	18.10%	19.20%	20.90%	18.00%	17.00%	17.10%									24.10%	24.00%	25.90%							
1987	16.00%	15.10%	14.90%	17.00%	11.50%	11.90%	19.10%	17.20%	17.10%						24.10%	24.10%	24.90%							
1988	18.90%	18.10%	17.90%	18.60%	14.00%	14.10%	16.10%	15.10%	14.90%						20.90%	25.70%	25.10%							
1989	18.80%	18.20%	15.90%	17.90%	14.00%	16.10%	17.00%	15.00%	16.10%						16.10%	17.90%	17.00%							
1990	17.80%	18.10%	16.10%	18.10%	16.50%	16.90%	18.10%	16.30%	16.90%	18.10%	16.30%	18.10%			21.90%	24.90%	21.10%							
1991	19.20%	12.90%	12.90%	20.00%	16.90%	17.90%	18.90%	16.60%	16.10%	18.10%	16.10%	17.10%												
1992	18.90%	13.90%	14.90%	20.10%	16.50%	13.90%	16.20%	17.70%	17.20%						21.90%	21.70%	20.00%	14.10%	14.90%	17.70%				
1993	18.40%	14.90%	16.70%	18.20%	17.50%	18.10%	18.20%	16.90%	18.90%															
1994	21.00%	19.10%	19.90%	24.60%	19.90%	20.00%																		
1995	21.90%	21.10%	20.90%	24.00%	19.00%	21.00%	20.10%	19.50%	19.90%	19.20%	15.90%	16.10%										24.00%	20.10%	21.20%
1996	22.00%	19.20%	19.90%	24.00%	18.00%	20.10%	21.10%	18.10%	19.40%	14.00%	14.90%	14.90%												
1997	24.90%	21.50%	21.90%	24.90%	21.10%	22.20%	21.20%	21.20%	19.90%	20.10%	21.90%	22.10%												
1998	23.90%	23.20%	24.10%	23.70%	24.10%	26.90%	26.10%	26.40%	27.20%															
1999	21.90%	5.00%	20.90%	23.40%	26.90%	25.10%	24.90%	26.00%	25.10%	25.00%	26.90%	27.10%												
2000	18.70%	20.10%	27.10%	23.10%	24.40%	24.90%	26.90%	27.10%	27.10%	23.20%	24.90%	24.90%			18.00%	24.90%	21.90%							
2001	17.90%	16.40%	16.20%	26.10%	24.10%	24.00%	24.10%	24.90%	26.00%	27.90%	20.10%	20.00%			18.60%	21.10%	19.90%							
2002	16.20%	20.90%	20.70%	17.20%	20.10%	20.00%				22.20%	24.10%	24.90%												
年平均	18.94%	17.22%	18.20%	20.17%	16.00%	18.00%	20.67%	18.91%	20.10%	18.74%	18.58%	18.41%	20.70%	20.64%	27.27%	20.23%	20.72%	18.80%	21.00%	21.40%	18.10%	26.00%	23.00%	23.60%

敵対的買収企業	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
観測年数	6,848(1146)	6,765(1212)	6,850(938)	6,865(1148)	6,517(848)	6,667(964)	1	1,897



\* X軸は敵対的買収企業のデータです。

買収企業の平均	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
観測年数	6,818(1085)	6,816(1207)	6,845(1274)	6,868(1094)	6,280(897)	6,550(924)	1	1,897

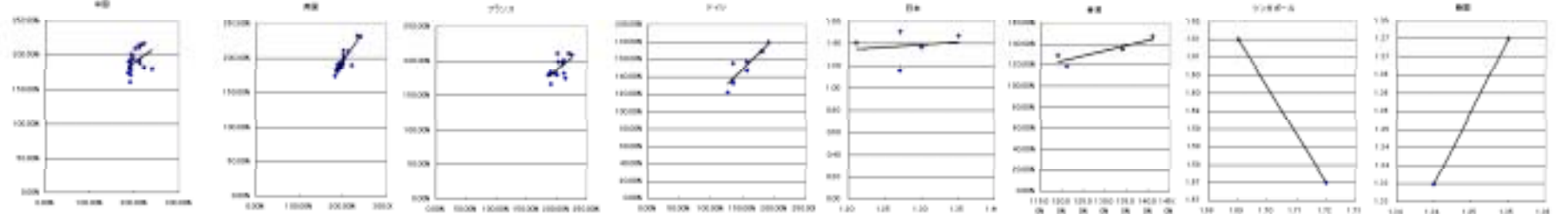


\* X軸は敵対的買収企業のデータです。

図表 7 16 流動比率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

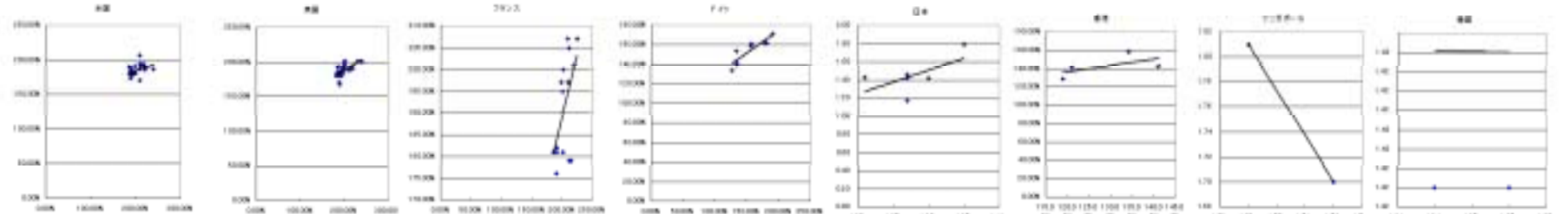
流動比率	米国			英国			フランス		ドイツ		日本		香港		シンガポール		韓国							
	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業				
1980	201.00%	210.00%	181.00%	212.00%	210.00%	191.00%																		
1981	210.00%	211.00%	207.00%	212.00%	210.00%	180.00%	210.00%	211.00%	201.00%															
1982	222.00%	217.00%	180.00%	222.00%	220.00%	202.00%																		
1983	218.00%	218.00%	184.00%																					
1984	194.00%	204.00%	184.00%																					
1985	181.00%	181.00%	181.00%	221.00%	204.00%	200.00%				108.00%	127.00%	150.00%	127.00%		140.00%									
1986	182.00%	171.00%	180.00%	180.00%	184.00%	180.00%				127.00%	181.00%	142.00%	127.00%	181.00%	142.00%									
1987	180.00%	181.00%	170.00%	181.00%	187.00%	181.00%	202.00%	180.00%	200.00%	130.00%	137.00%	142.00%	130.00%	137.00%	142.00%									
1988	284.00%	180.00%	178.00%	186.00%	188.00%	181.00%	188.00%	181.00%	787.00%	727.00%	116.00%	117.00%	727.00%	116.00%	117.00%	138.00%	135.00%	158.00%						
1989	210.00%	215.00%	171.00%	209.00%	180.00%	182.00%	204.00%	211.00%	195.00%							138.00%	141.00%	143.00%						
1990	196.00%	181.00%	174.00%	191.00%	182.00%	180.00%				134.00%	155.00%	154.00%				119.00%	120.00%	129.00%						
1991	210.00%	180.00%	184.00%	188.00%	181.00%	171.00%	229.00%	208.00%	207.00%	127.00%	120.00%	134.00%												
1992	192.00%	178.00%	180.00%	198.00%	187.00%	180.00%	181.00%	184.00%	181.00%						127.00%	119.00%	147.00%	172.00%	157.00%	170.00%				
1993	188.00%	174.00%	181.00%	182.00%	174.00%	181.00%	181.00%	187.00%	182.00%															
1994	185.00%	175.00%	181.00%	180.00%	181.00%	180.00%																		
1995	187.00%	181.00%	180.00%	181.00%	185.00%	180.00%	204.00%	180.00%	181.00%	157.00%	147.00%	181.00%							124.00%	130.00%	140.00%			
1996	194.00%	188.00%	184.00%	198.00%	180.00%	181.00%	212.00%	182.00%	179.00%	134.00%	135.00%	142.00%												
1997	212.00%	188.00%	182.00%	200.00%	185.00%	180.00%	215.00%	175.00%	178.00%	135.00%	132.00%	140.00%							135.00%	137.00%	140.00%			
1998	240.00%	180.00%	187.00%	220.00%	189.00%	181.00%	271.00%	201.00%	208.00%															
1999	222.00%	182.00%	180.00%	209.00%	211.00%	202.00%	200.00%	180.00%	207.00%	181.00%	180.00%	171.00%				168.00%	181.00%	181.00%						
2000	210.00%	181.00%	187.00%	241.00%	238.00%	201.00%	210.00%	180.00%	181.00%	178.00%	189.00%	182.00%	121.00%	141.00%	140.00%									
2001	180.00%	180.00%	181.00%	181.00%	188.00%	180.00%	180.00%	180.00%	181.00%	168.00%	189.00%	182.00%	135.00%	147.00%	170.00%									
2002	180.00%	185.00%	187.00%	180.00%	185.00%	180.00%	181.00%	181.00%	178.00%															
全平均	208.78%	190.42%	185.22%	200.29%	189.78%	188.13%	204.20%	180.22%	181.20%	154.88%	151.78%	150.88%	127.82%	128.49%	144.82%	129.75%	129.58%	142.75%	170.58%	158.88%	175.58%	134.58%	128.08%	142.08%

敵対的買収企業	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
観測年数	8,417428245	8,875512481	8,878468119	8,888878122	8,178248818	8,888885426	-1	1,882



\* 横軸は敵対的買収企業のデータを示す。

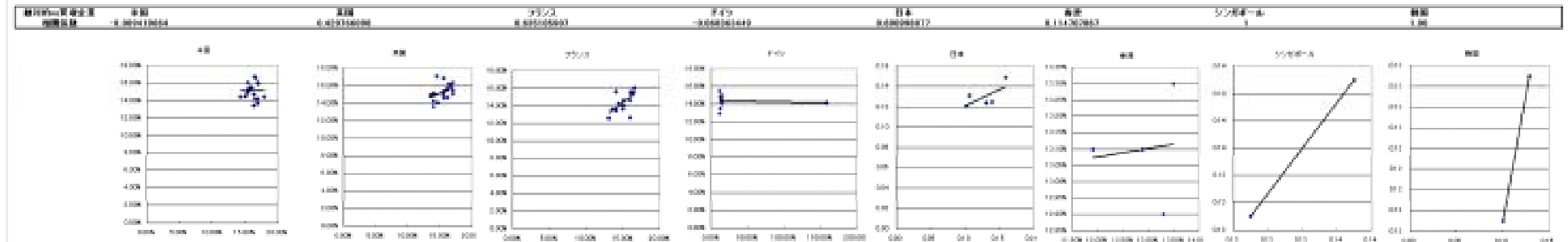
敵対的買収的	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
観測年数	8,408811812	8,818821818	8,878468288	8,888812828	8,408812488	8,888812488	-1	8,888812488



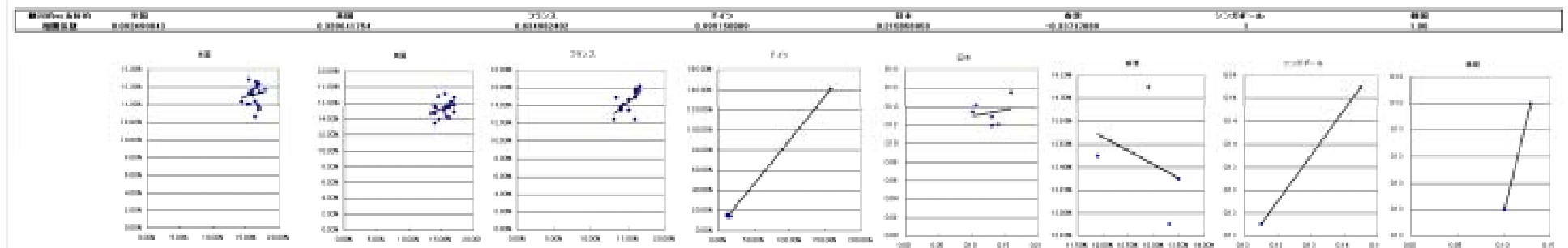
\* 横軸は敵対的買収企業のデータを示す。

図表 7 17 フリー・キャッシュフローレシオ ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

フリー・キャッシュフローレシオ	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			中国		
	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業
1990	15.80%	15.50%	15.80%	17.00%	15.70%	14.80%																		
1991	16.40%	14.70%	14.80%	14.00%	13.60%	13.50%	13.50%	13.60%	13.50%															
1992	16.80%	14.10%	14.00%	14.00%	13.60%	13.50%	13.50%	13.60%	13.50%	13.50%	13.60%	13.50%												
1993	17.00%	13.70%	13.80%	14.00%	13.60%	13.50%	13.50%	13.60%	13.50%	13.50%	13.60%	13.50%												
1994	17.80%	14.40%	15.00%																					
1995	16.60%	14.30%	15.10%	15.80%	15.40%	15.50%				12.70%	12.80%	14.10%	13.10%	13.10%	12.90%									
1996	16.70%	16.70%	16.00%	15.70%	15.40%	15.80%				12.10%	12.40%	13.00%	12.10%	12.40%	13.00%									
1997	15.10%	14.50%	14.10%	14.70%	14.10%	14.80%				14.40%	14.00%	14.20%	14.80%	14.50%	12.10%									
1998	16.80%	16.00%	16.40%	14.00%	14.20%	14.70%	14.70%	14.60%	14.50%	7.80%	7.80%	10.40%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%	10.80%
1999	15.70%	15.50%	15.50%	15.50%	15.00%	15.10%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
2000	15.80%	15.50%	15.40%	14.80%	14.80%	14.70%	14.80%	14.80%	14.70%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
2001	17.00%	14.20%	13.50%	15.30%	15.30%	14.50%	15.30%	14.80%	14.80%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%	14.70%
2002	17.10%	14.80%	14.00%	15.30%	14.80%	14.50%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
2003	17.10%	14.80%	14.00%	15.30%	14.80%	14.50%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
2004	16.50%	14.70%	14.50%	14.10%	14.00%	14.70%	14.10%	14.00%	14.70%	14.10%	14.00%	14.70%	14.10%	14.00%	14.70%	14.10%	14.00%	14.70%	14.10%	14.00%	14.70%	14.10%	14.00%	14.70%
2005	16.70%	14.50%	14.50%	14.70%	14.50%	14.70%	14.70%	14.50%	14.70%	14.70%	14.50%	14.70%	14.70%	14.50%	14.70%	14.70%	14.50%	14.70%	14.70%	14.50%	14.70%	14.70%	14.50%	14.70%
2006	16.00%	14.50%	14.10%	14.00%	14.00%	14.70%	14.00%	14.00%	14.70%	14.00%	14.00%	14.70%	14.00%	14.00%	14.70%	14.00%	14.00%	14.70%	14.00%	14.00%	14.70%	14.00%	14.00%	14.70%
2007	15.80%	14.40%	13.50%	14.00%	13.50%	13.70%	14.00%	13.50%	13.70%	14.00%	13.50%	13.70%	14.00%	13.50%	13.70%	14.00%	13.50%	13.70%	14.00%	13.50%	13.70%	14.00%	13.50%	13.70%
2008	16.40%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
2009	17.00%	14.10%	14.40%	14.50%	14.50%	14.80%	14.50%	14.50%	14.80%	14.50%	14.50%	14.80%	14.50%	14.50%	14.80%	14.50%	14.50%	14.80%	14.50%	14.50%	14.80%	14.50%	14.50%	14.80%
2010	16.10%	14.80%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%	14.20%	14.10%	14.80%
2011	15.50%	14.10%	14.10%	13.80%	13.80%	14.50%	13.80%	13.80%	14.50%	13.80%	13.80%	14.50%	13.80%	13.80%	14.50%	13.80%	13.80%	14.50%	13.80%	13.80%	14.50%	13.80%	13.80%	14.50%
2012	14.30%	14.40%	14.40%	14.20%	14.20%	14.50%	14.20%	14.20%	14.50%	14.20%	14.20%	14.50%	14.20%	14.20%	14.50%	14.20%	14.20%	14.50%	14.20%	14.20%	14.50%	14.20%	14.20%	14.50%
年平均	16.21%	14.78%	14.78%	14.50%	14.34%	14.34%	14.78%	14.34%	14.34%	14.78%	14.34%	14.34%	14.78%	14.34%	14.34%	14.78%	14.34%	14.34%	14.78%	14.34%	14.34%	14.78%	14.34%	14.34%



\* 与敵対的買収企業とのデータのみです。

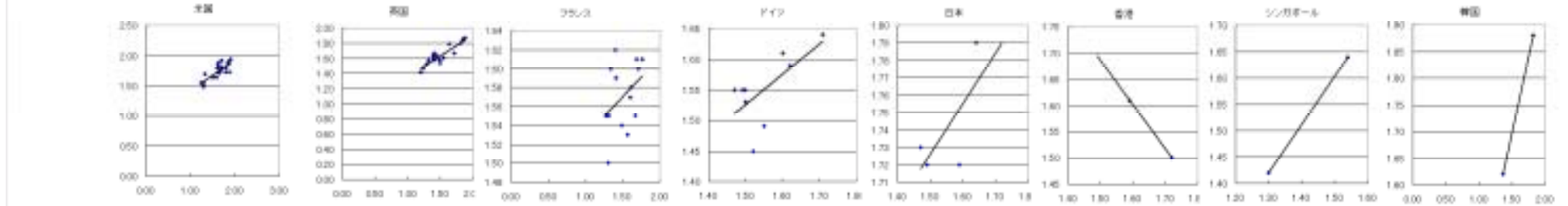


\* 与敵対的買収企業とのデータのみです。

図表 7 18 設備投資対減価償却比率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

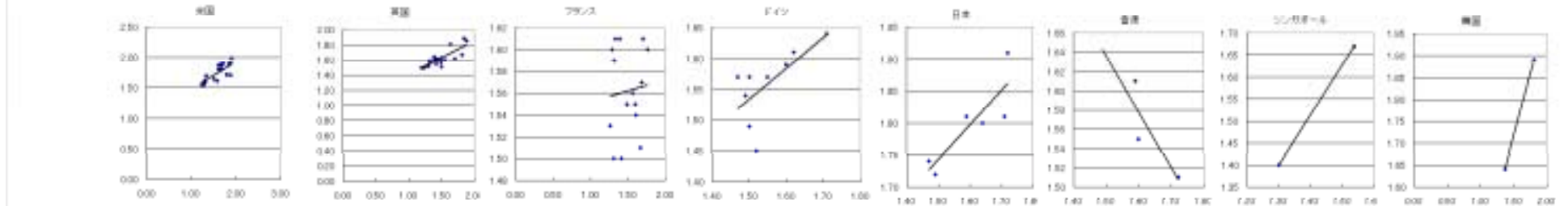
設備投資対減価償却比率	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国			
	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	被敵対的買収企業	買収企業	被友好的買収企業	
1990	1.24	1.55	1.55	1.39	1.65	1.61																			
1991	1.29	1.50	1.55	1.23	1.42	1.50	1.27	1.55	1.53																
1992	1.31	1.49	1.59	1.24	1.43	1.50																			
1993	1.31	1.50	1.62																						
1994	1.64	1.71	1.61																						
1995	1.60	1.71	1.68	1.71	1.67	1.62				1.47	1.58	1.57	1.75	1.61											
1996	1.61	1.70	1.67	1.41	1.58	1.59							1.72	1.54											
1997	1.62	1.64	1.61	1.42	1.59	1.55	1.26	1.56	1.50				1.64	1.79	1.66										
1998	1.34	1.69	1.79	1.44	1.64	1.61	1.32	1.66	1.66				1.66	1.72	1.67	1.69	1.65	1.65							
1999	1.59	1.64	1.61	1.49	1.58	1.63	1.34	1.60	1.61																
2000	1.51	1.64	1.64	1.31	1.54	1.55				1.49	1.58	1.54													
2001	1.70	1.77	1.61	1.29	1.52	1.51	1.40	1.62	1.61	1.65	1.48	1.57													
2002	1.70	1.61	1.66	1.50	1.54	1.51	1.60	1.57	1.55				1.60	1.55	1.55	1.60	1.55	1.55	1.30	1.42	1.48				
2003	1.60	1.72	1.71	1.49	1.68	1.67	1.61	1.68	1.64																
2004	1.69	1.70	1.61	1.55	1.61	1.60	1.61	1.68	1.64																
2005	1.69	1.72	1.71	1.41	1.59	1.62	1.61	1.59	1.51	1.50	1.55	1.57													
2006	1.64	1.69	1.61	1.39	1.64	1.64	1.46	1.59	1.50	1.50	1.52	1.45	1.45												
2007	1.71	1.62	1.61	1.64	1.79	1.61	1.29	1.55	1.60	1.68	1.67	1.61													
2008	1.64	1.68	1.69	1.68	1.67	1.65	1.68	1.67	1.61	1.71	1.64	1.64													
2009	1.69	1.62	1.61	1.64	1.65	1.69	1.77	1.61	1.60	1.62	1.68	1.61													
2010	1.61	1.64	1.69	1.61	1.66	1.67	1.75	1.66	1.61	1.66	1.72	1.72	1.46	1.72	1.72										
2011	1.61	1.60	1.72	1.41	1.67	1.62	1.57	1.53	1.56	1.60	1.61	1.60	1.47	1.72	1.74										
2012	1.60	1.72	1.72	1.32	1.59	1.59	1.49	1.54	1.55																
全平均	1.63	1.74	1.76	1.48	1.60	1.62	1.59	1.67	1.64	1.65	1.59	1.56	1.60	1.74	1.60	1.60	1.59	1.56	1.42	1.50	1.54	1.60	1.70	1.77	

被敵対的買収企業 相関係数	米国 0.70419963	英国 0.60996665	フランス 0.489271864	ドイツ 0.66246613	日本 0.696912165	香港 -1.094	シンガポール 1	韓国 1.69
------------------	------------------	------------------	---------------------	-------------------	-------------------	--------------	-------------	------------



\* X軸は被敵対的買収企業のデータを示す。

買収企業 相関係数	米国 0.715931681	英国 0.81199643	フランス 0.666662694	ドイツ 0.661616637	日本 0.664146694	香港 -0.66270667	シンガポール 1	韓国 1.69
--------------	-------------------	------------------	---------------------	--------------------	-------------------	-------------------	-------------	------------

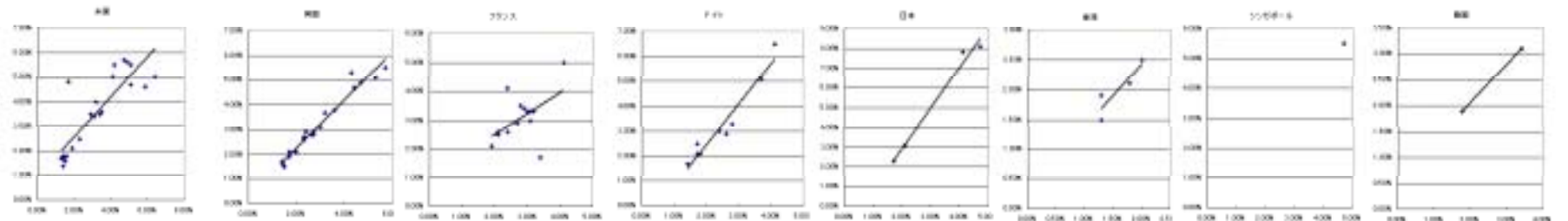


\* X軸は被敵対的買収企業のデータを示す。

図表 7 19 売上高研究開発比率 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業の相関係数 ~

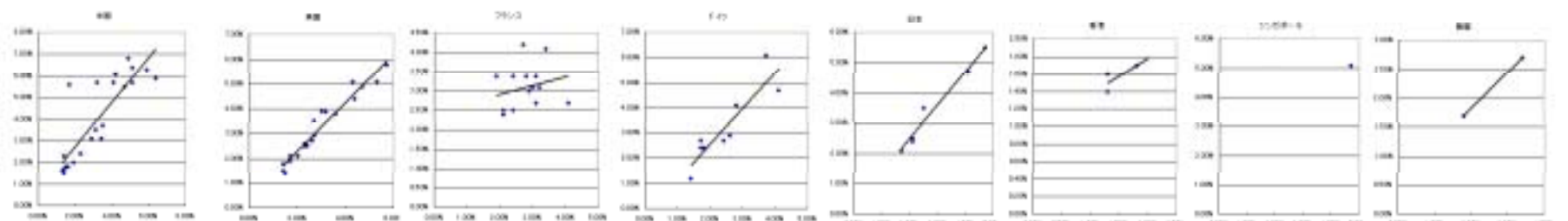
売上高研究開発比率	中国			韓国			フランス			ドイツ			日本			台湾			シンガポール			韓国				
	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後	買収前	買収後	買収前買収後				
1980	1.00%	1.80%	5.00%	1.30%	2.10%	2.10%																				
1981	1.50%	1.00%	5.00%	2.00%	2.10%	2.10%	2.10%	2.00%	2.40%																	
1982	1.40%	1.70%	5.70%	1.40%	1.80%	1.50%																				
1983	1.30%	1.70%	5.60%																							
1984	1.40%	1.70%	5.50%																							
1985	1.40%	1.80%	5.70%	1.40%	1.70%	1.80%				1.40%	1.70%	1.20%			2.00%		3.00%									
1986	1.90%	2.10%	2.00%	1.50%	1.90%	1.40%									1.70%	2.00%	2.10%									
1987	1.40%	1.40%	2.00%	1.70%	1.90%	1.90%	2.10%	2.50%	2.40%						2.10%	2.10%	2.40%									
1988	2.30%	2.60%	2.40%	2.30%	2.60%	2.90%	2.40%	2.60%	2.60%						2.50%	3.70%	2.90%	1.30%	1.50%	1.40%						
1989	3.40%	3.50%	3.10%	2.80%	2.80%	2.70%	2.10%	2.60%	2.50%								1.30%	1.90%	1.60%							
1990	3.70%	3.40%	3.00%	2.40%	2.80%	2.80%				1.80%	2.10%	2.40%					1.80%	2.10%	1.70%							
1991	2.80%	3.00%	3.10%	2.80%	2.80%	2.70%	3.00%	3.00%	3.10%	1.70%	2.50%	2.40%														
1992	3.50%	3.60%	3.70%	2.90%	2.70%	2.90%	3.10%	3.00%	2.70%								2.00%	2.50%								
1993	4.10%	5.00%	6.70%	2.70%	2.90%	2.90%	3.00%	3.00%	3.90%																	
1994	4.20%	5.50%	6.10%	2.70%	3.00%	3.50%																				
1995	1.70%	4.80%	5.60%	3.00%	3.10%	3.90%	2.40%	4.10%	3.40%	1.30%	2.10%	2.70%										1.80%	1.80%	1.70%		
1996	3.20%	4.00%	5.70%	3.90%	3.90%	3.90%	2.00%	3.90%	3.40%	2.60%	2.80%	2.90%										2.40%	3.10%	2.30%		
1997	4.70%	5.70%	5.50%	2.20%	2.70%	2.80%	2.90%	3.40%	2.90%	2.40%	3.00%	2.70%														
1998	5.70%	6.00%	6.70%	4.40%	4.70%	4.80%	4.10%	6.00%	2.70%																	
1999	4.90%	5.00%	6.00%	4.30%	5.30%	5.10%	1.90%	2.10%	3.40%	2.00%	3.90%	4.10%										4.70%	5.50%	5.10%		
2000	3.10%	4.70%	4.40%	4.70%	4.90%	4.90%	3.10%	3.00%	3.40%	3.70%	3.10%	3.10%			4.70%	3.10%	3.80%									
2001	5.90%	4.60%	6.30%	5.30%	5.10%	5.10%	3.40%	1.70%	4.90%	4.10%	6.90%	4.70%			4.10%	7.00%	4.70%									
2002	6.40%	5.00%	5.90%	5.70%	5.50%	5.90%	2.70%	2.90%	4.20%																	
年平均	3.10%	3.91%	3.91%	2.92%	3.17%	3.20%	2.70%	3.09%	3.09%	2.47%	3.24%	3.24%			2.97%	4.09%	3.49%	1.40%	2.90%	1.37%	4.70%	3.90%	3.90%	2.40%	2.90%	2.20%

被敵対的買収企業 数(国別)	中国 8,064(456)	韓国 8,064(399)	フランス 8,064(399)	ドイツ 8,064(431)	日本 8,064(379)	台湾 8,064(541)	シンガポール 8,064(7)	韓国 1,000
-------------------	------------------	------------------	--------------------	-------------------	------------------	------------------	--------------------	-------------



\* X軸は被敵対的買収企業の一対一です。

被友好的買収企業 数(国別)	中国 8,064(736)	韓国 8,064(367)	フランス 8,064(399)	ドイツ 8,064(419)	日本 8,064(374)	台湾 8,064(294)	シンガポール 8,064(7)	韓国 1,000
-------------------	------------------	------------------	--------------------	-------------------	------------------	------------------	--------------------	-------------



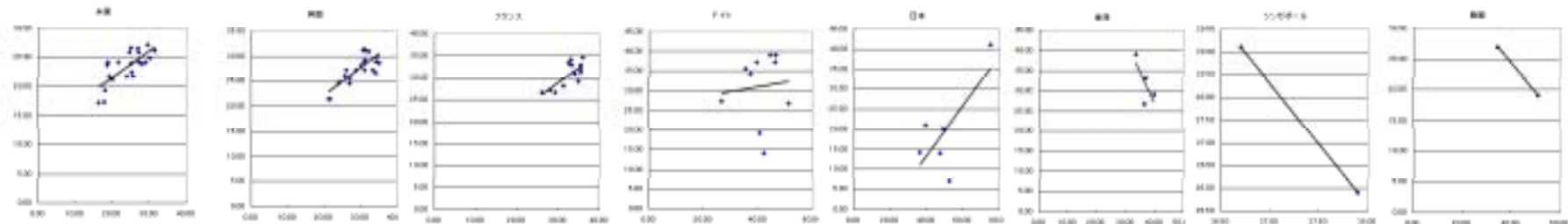
\* X軸は被友好的買収企業の一対一です。

図表 7 20 設立からの期間 ~ 被敵対的買収企業 対 買収企業 被友好的買収企業 の相関係数 ~

過去5年の動向

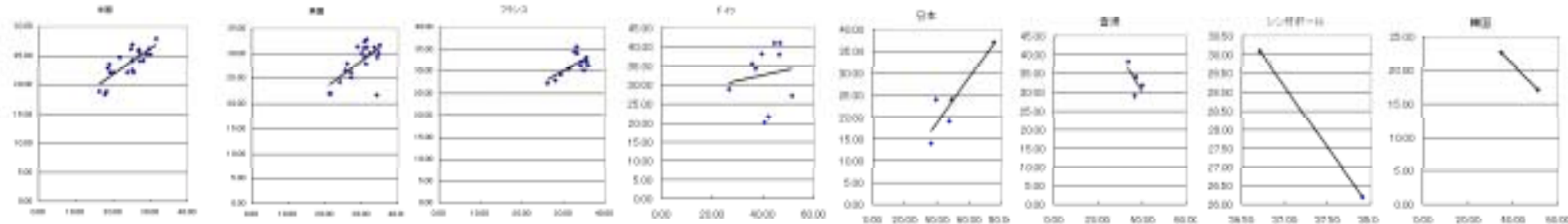
年	中国			韓国			フランス			ドイツ			日本			台湾			シンガポール			韓国			
	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)	前年増減率(%)	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)	前年増減率(%)	前年増減率(%)	増減率	前年増減率(%)		
1980	21.30	24.20	24.70	25.70	26.10	26.30																			
1981	19.20	21.70	22.10	24.20	24.70	24.20	26.10	26.70	27.20																
1982	19.90	24.20	23.40	26.10	27.20	27.90																			
1983	18.80	23.70	22.80																						
1984	20.10	21.20	22.10																						
1985	18.40	17.20	18.90	21.70	21.90	22.10				28.70	27.40	28.90	32.90	7.10											
1986	17.90	17.40	16.40	21.20	21.40	22.10							47.30	14.10	18.10										
1987	18.20	18.40	19.90	27.20	24.50	25.20							48.50	20.10	24.10										
1988	26.20	24.10	24.20	27.20	26.70	28.20	26.10	27.20	27.80	44.30	38.20	41.70	36.70	21.10	24.10	28.10	28.10	28.10	28.10						
1989	25.10	23.90	24.10	30.70	28.20	28.10	29.40	26.70	28.20	40.20	37.20	37.80	33.40	29.10	38.10	37.20	33.10	34.10							
1990	22.80	21.70	22.10	31.20	27.20	27.80				40.20	37.20	37.80	33.40	29.10	38.10	37.20	33.10	34.10							
1991	25.20	22.80	22.90	30.80	28.00	28.20	31.40	29.20	30.70	40.20	38.10	41.10													
1992	29.10	24.20	25.20	28.40	29.20	31.20	32.50	32.40	24.40	32.50	32.40	24.40													
1993	25.10	28.70	26.80	30.80	31.40	32.40	33.10	34.20	36.80				40.70	29.10	31.70	36.70	29.10	30.10							
1994	24.70	25.90	25.20	28.40	31.20	32.90																			
1995	25.80	25.70	22.10	32.40	30.90	30.10	33.20	33.00	34.10	38.40	37.20	38.10													
1996	27.10	25.90	25.90	34.70	28.00	30.10	35.40	31.20	32.10	37.10	34.20	34.20													
1997	26.90	26.50	26.10	35.10	28.70	28.70	35.40	32.90	30.10	35.40	35.00	35.80													
1998	27.20	24.20	24.10	34.20	28.70	27.70	36.80	34.70	31.10																
1999	26.10	25.90	24.20	33.40	27.20	28.20	35.40	32.10	28.90	40.40	18.20	20.10													
2000	30.10	24.90	25.20	34.20	28.80	28.20	34.90	29.10	30.10	42.10	14.20	21.70	19.00	41.00	31.00										
2001	31.90	28.20	27.90	28.00	27.20	31.40	34.10	30.90	31.20	31.40	28.00	27.20	36.10	14.20	14.00										
2002	29.70	27.20	26.20	30.10	29.10	30.10	34.10	30.90	32.10																
年平均	24.10	23.41	23.68	29.48	27.91	28.38	32.78	30.80	31.47	40.94	31.03	32.59	40.90	19.60	23.44	34.81	32.00	32.29	37.30	27.80	28.19	42.40	23.08	19.89	

前年対比増減率 前期決算	中国 0.72180295	韓国 0.7245007	フランス 0.74184001	ドイツ 0.805016006	日本 0.720249116	台湾 -0.73046485	シンガポール -	韓国 -
-----------------	------------------	-----------------	--------------------	--------------------	-------------------	-------------------	-------------	---------



\* X軸は前年の対前年増減率のデータを示す。

前年対比増減率 前期決算	中国 0.72180295	韓国 0.67368295	フランス 0.62089601	ドイツ 0.7283718	日本 0.91080184	台湾 -0.6618210	シンガポール -	韓国 -
-----------------	------------------	------------------	--------------------	------------------	------------------	------------------	-------------	---------



\* X軸は前年の対前年増減率のデータを示す。



## 第4節 敵対的買収におけるミクロ要因とマクロ要因の相関関係

上記の第2節及び3節ではそれぞれ被友好的買収企業と被敵対的買収企業及び被敵対的買収企業と敵対的買収企業のミクロ要因を個別に比較し、敵対的買収を受ける企業はどのように特徴が違ってくるかを考察した。また、これらの結果に相関関係の分析を加える事により、各国での敵対的買収の発生の特徴が一致しているかを更に検証できたと思われる。分析の結果、敵対的買収を受ける企業は国別で比較した場合でも一定の特徴を有していることを確認できた。その中でも日本の敵対的買収を受けた企業には、設立からの期間が各国で最も長く、配当性向が高く、ROEが最も低いなどの特徴が特定できた。

この節では、これらミクロ要因の結果を元に、被敵対的買収企業の各ミクロ要因が各マクロ要因（主に、第5章で検証した敵対的買収の発生件数が各国の金利の動向と株式市場の推移に関係しているか）と相関しているかを考察する。

図表 7-21 各ミクロ要因と金利との相関関係

	特徴
株価 (図表 7-23、7-24、7-25)	株価の推移(3ヶ月前)と金利の相関関係は国ごとに大きく異なり、敵対的買収の発生要因の特徴として判断しにくい。1年前の株価では日本のみが相関係数が0.76と高く、日本では株価の推移と金利動向に相関関係が見られる。また、3年前の株価を採用した場合、同じく日本のみが相関係数が0.96と高く、株価の推移及び金利が低下している時に敵対的買収が発生しやすいとの特徴が見られる。
株価収益率 (PER) (図表 7-26)	株価収益率と金利の相関関係では米国の-0.54、英国の-0.66、フランスの-0.68、ドイツの-0.26そして日本の-0.21と逆相関関係が主に米国、英国、フランスなど敵対的買収の高い国で見られる。つまり、金利が上昇すると、株価収益率は低くなり、前節の被敵対的買収企業と敵対的買収企業の分析で見たように敵対的買収のターゲットになり易くなる。日本では相関関係が米国や英国ほど顕著に見られないものの、 <b>金利が低下した時にPERが低い企業が敵対的買収の対象となる</b> 傾向は今後件数が増加するにつれ明らかになると考えられる。
企業価値 (EV) (図表 7-27)	<b>日本および各国では金利の低下とともに、企業価値は増加していく傾向が被敵対的買収企業および敵対的買収企業の逆相関関係から見られる。</b>
株価純資産倍率 (PBR) (図表 7-28)	被敵対的買収企業と金利動向の相関係数は米国の-0.21からフランスの-0.62とある程度の逆相関関係が見られる。つまり、金利が低下するにつれてPBRは上昇し、敵対的買収の発生に結びつくものと考えられる。日本では相関係数は-0.02であり、強い相関関係が見られない事から、日本における敵対的買収の発生に大きく影響しているとは言い難い。
株主資本利益率	金利と株主資本利益率の相関関係は国によって大きく異なる

<p>(ROE)</p> <p>(図表 7-29)</p>	<p>る。日本では他国と比較した場合、相関関係係数が 0.61 と高く、金利が低下するにつれ、ROE が低い企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなると考えられる。</p>
<p>配当性向</p> <p>(図表 7-30)</p>	<p>被敵対的買収企業の配当性向と金利の相関係数は国により異なる。例として、日本では-0.51、ドイツでは-0.36、英国及び米国ではそれぞれ 0.43 と 0.35 である。したがって、日本では敵対的買収は金利が下がってきた時に配当性向が高まっている企業を買収対象とされていると考えられ、米国やドイツでは金利が低下するにつれ、配当性向が低下している企業が敵対的買収の発生につながっていると考えられる。しかしながら、相関が各国ともあまり高く無いために、金利と配当性向の関係が敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかは断言しがたい。</p>
<p>売上高成長率</p> <p>(図表 7-31)</p>	<p>被敵対的買収企業の売上高成長率と金利の相関係数は、米国の-0.42、英国の-0.62、フランスの-0.74 と逆相関関係が見られる。つまり、金利が低下するにつれ被敵対的買収企業の売上高成長率は高まっていると考えられる。他方、日本では 0.73 である事から、金利が低下するにつれ、売上高成長率が低い企業が敵対的買収対象になっていると考えられる。</p>
<p>売上高経常利益率</p> <p>(図表 7-32)</p>	<p>被敵対的買収企業の売上高経常利益率と金利の相関係数は、米国の-0.06、英国の-0.22、フランスの-0.61、ドイツの-0.21、日本の-0.51 と逆相関関係が見られるが、売上高成長率ほどは相関が高くないので、敵対的買収の発生要因と特定するのは困難である。日本では、金利が低下するにつれ、売上高経常利益率が高い企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。</p>
<p>レバレッジ・レシオ</p> <p>(図表 7-33)</p>	<p>レバレッジ・レシオと金利の相関係数は米国の-0.17、英国の-0.69、フランスの-0.80、ドイツの-0.14、日本の-0.04 と、フランスと英国では逆相関関係が確認できるが、他国ではそれほど高い相関が見られない。したがって、金利が低下するに当たりフランスのように被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオが高まるケースもあれば、日本のように金利とレバレッジ・レシオの関係が敵対的買収の発生に全く影響しない場合も挙げられる。</p>
<p>流動比率</p> <p>(図表 7-34)</p>	<p>流動比率と金利の相関関係を分析した結果、各国とも相関関係が見られず、敵対的買収の特徴としては確認できない。</p>
<p>フリー・キャッシュフローレシオ</p> <p>(図表 7-35)</p>	<p>被敵対的買収企業のフリー・キャッシュフローレシオが金利の動向と相関関係があるか考察した結果、日本では、0.59 と相関関係が見られたものの、他国では相関関係がさほど見られない。この結果から金利の低下がキャッシュフロー水準に大きな影響を及ぼしているとは判断しにくく、一般的には敵</p>

	対的買収の発生要因として特定するのは困難である。
設備投資対減価償却比率 (図表 7-36)	被敵対的買収企業と金利の相関関係を分析した結果、米国では-0.76、英国では-0.35、フランスでは-0.46 と逆相関関係が発生している事が確認できる。米国などでは金利の低下につれ被敵対的買収企業の設備投資対減価償却比率は上昇していると考えられる。しかしながら、日本で発生した敵対的買収は 0.90 と強い相関関係を示し、金利が低下しているのに対し、設備投資対減価償却比率も低下している。この対照的な結果から、設備投資対減価償却比率と金利の動向は敵対的買収の発生にそれぞれ逆の動きをしている事が理解できるが、統一性がない事から敵対的買収の発生要因として特定するのは困難である。
売上高研究開発費比率 (図表 7-37)	被敵対的買収企業と金利の相関係数を計測した結果、米国の-0.71、英国の-0.71、フランスの-0.32、ドイツの-0.34、日本の-0.74 で見られるように米国、英国及び日本では逆相関関係が確認できる。したがって、金利が低下するにつれ、売上高研究開発費比率は上昇し、敵対的買収の発生に影響を及ぼしていることが理解できる。
設立からの期間 (図表 7-38)	被敵対的買収企業の設立からの期間と金利の相関係数を計測した結果、米国の-0.66、英国の-0.55、フランスの-0.88 で見られるように、敵対的買収を受けた企業は金利が低下する際に設立からの期間が長くなっている事が確認できる。しかしながら、ドイツや日本では敵対的買収の発生は金利の動向と相関関係が見られない事から、これらの国では金利の動向とは関係なく、設立からの期間が長い企業が敵対的買収の対象になっていると思われる。

以上の結果を特に日本についてまとめると以下のようになる。

株価の推移及び金利が低下している時に敵対的買収は発生している。  
金利が低下した時に PER が低い企業が敵対的買収の対象になりやすい。  
金利が低下するにつれ、ROE が低い企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなる。  
売上高成長率が低い企業が敵対的買収の対象になっている。  
金利が低下するにつれ、売上高研究開発費比率は上昇し、敵対的買収の発生につながっている。  
金利の動向とは関係なく、設立からの期間が長い企業が敵対的買収の対象になっている。

次いで、各ミクロ要因と株式市場の動向との相関関係を検証した。結果を下表にまとめた。

図表 7-22 各ミクロ要因と株式市場の動向との相関関係

	特徴
<p>株価 (図表 7-23、7-24、7-25)</p>	<p>被敵対的買収企業の株価の推移(3ヶ月前)と株式市場の動向との相関関係は国別で見られず、敵対的買収の発生要因の特徴としては挙げられない。しかし、3ヶ月(要確認!)前の株価では日本のみが相関係数が0.60と高い。この結果は株価と金利動向が相関関係を示していたのと同様である。3年前の株価を採用した場合、米国の0.38、英国の0.03と比較して、日本は相関係数が0.80と高い。すなわち、個別株価及び株式市場全体の株価が低下している時に敵対的買収が発生するという特徴が見られる。</p>
<p>株価収益率 (PER) (図表 7-26)</p>	<p>被敵対的買収企業の株価収益率と株式市場の動向との相関係数では米国の0.89、英国の0.86、フランスの0.78、ドイツの0.88そして日本の-0.82と日本を除けば相関関係が主に米国、英国、フランスなど敵対的買収の多い国で正の相関関係が見られる。つまり、株価指数が上昇すると、株価収益率は高まり、その中でも被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴でも見られたように株価収益率が低い企業が敵対的買収のターゲットになり易くなる。日本では逆相関関係が見られ、株価指数が下落した時に株価収益率が高い企業が敵対的買収の対象となる傾向がある。つまり、株価は下がっているのにも関わらず、株価収益率が高まっている企業、即ち利益率が低下している企業を買収対象となっているのである。</p>
<p>企業価値 (EV) (図表 7-27)</p>	<p>被敵対的買収企業の企業価値と株式市場の動向との相関係数は、米国の0.83、英国の0.80、フランスの0.74、ドイツの0.49及び日本の-0.66で見られるように、日本を除いた各国では正の相関関係が確認される。つまり、これら各国では株価指数が上昇するにつれ、企業価値の高い企業が敵対的買収の対象にされている。しかしながら、敵対的買収の件数は株価指数が上昇するにつれ減少している事から、企業価値が上がると敵対的買収の発生は減少すると考えられる。他方、日本では株価指数が下落すると、敵対的買収を受けた企業の企業価値は増加している事から逆相関関係の結果になった。この日本の特徴は、株価が下がる局面でも、外国企業からしてみると、割安でありながら企業価値が高く業種での優位性が見られる企業が敵対的買収の対象につながったことに起因すると思われる。</p>
<p>株価純資産倍率 (PBR) (図表 7-28)</p>	<p>被敵対的買収企業のPBRと株式市場の動向との相関関係では米国の0.74、英国の0.82とフランスの0.74、ドイツの0.94及び日本の0.46で見られるように相関が高いことが分かる。したがって、株価指数が上昇するに当たり、PBRも上昇し、その中でも比較的割安な企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなったものと想定される。日本においては、他国</p>

	<p>ほど株式市場の動向と PBR が連動していない事から日本における敵対的買収の発生に株式市場と PBR の関係が大きく影響しているとは言い難い。</p>
<p>株主資本利益率 (ROE) (図表 7-29)</p>	<p>被敵対的買収企業の株主資本利益率と株式市場の動向との相関関係は国別によって大きく異なる。日本では他国と比較した場合、相関係数が 0.94 と高く、過去において株価指数が下落(上昇)するにつれ、ROE が低い(高い)企業が敵対的買収のターゲットになっていると考えられる。日本企業は ROE の水準が低い事から、ROE が高い外国企業からの敵対的買収の対象になりやすい。米国でも相関関係が 0.69 と比較的高いが、英国やフランスなどでは相関関係が見られないなど、国によって特徴が異なっている。</p>
<p>配当性向 (図表 7-30)</p>	<p>被敵対的買収企業の配当性向と株式市場の相関関係は国により相関係数が異なる。例として、日本では 0.03、ドイツでは 0.28、英国及び米国ではそれぞれ-0.30 と 0.03 であり、金利との関係に比べれば相関関係が各国ともあまり高くないために、株式市場の動向と配当性向の関係が敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかは断言しがたい。</p>
<p>売上高成長率 (図表 7-31)</p>	<p>被敵対的買収企業の売上高成長率と株式市場の動向との相関関係は米国の 0.91、英国の 0.92、フランスの 0.61 と、強い相関関係が見られる。つまり、株価指数が上昇するにつれ被敵対的買収企業の売上高成長率は高まっていると考えられる。また、日本でも 0.93 である事から、株価指数が上昇(下落)するにつれ、売上高成長率が高い(低い)企業が敵対的買収対象になりやすくなると考えられる。したがって、株式市場の動向に連動した形で売上高成長率が推移している企業が一般的に敵対的買収の対象となる。</p>
<p>売上高経常利益率 (図表 7-32)</p>	<p>売上高成長率に続き、被敵対的買収企業の売上高経常利益率と株式市場の動向の相関関係では、米国の 0.77、英国の 0.71、フランスの 0.77、ドイツの 0.56、日本の-0.62 と逆相関関係の日本を除いた各国では正の相関関係が認められる。売上高成長率ほど相関は高くないが、株式市場の動向と連動した形で売上高経常利益率も推移している企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。つまり、敵対的買収を受ける企業はいわゆる赤字企業や急成長を成し遂げている企業ではなく、ごく「普通」の体質の企業であると想定される。日本では、金利が低下するにつれ、売上高経常利益率が低い企業が敵対的買収の対象になっていると前に述べた。株価指数が上昇(下落)するにつれ、売上高経常利益率が低い(高い)企業を中心に敵対的買収を仕掛けられていることから、外国でみられる「普通」の企業ではなく、業績面では正常値から大きく乖離している企業が中心となっていると考えられる。</p>

<p>レバレッジ・レシオ (図表 7-33)</p>	<p>被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオの動向との株式市場の相関係数は米国の 0.40、英国の 0.74、フランスの 0.87、ドイツの 0.80、日本の 0.6 と各国で相関関係が確認できる。つまり、株価指数が上昇(下落)するに当たり被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオが高まる(低下する)ケースが一般的である。したがって、敵対的買収の発生の特徴としては、株式市場が活況するにつれ、借入額も連動して増加する企業を対象に敵対的買収が仕掛けられていると考えられる。即ち、無借金企業を対象の中心とした敵対的買収は行われていないのである。</p>
<p>流動比率 (図表 7-34)</p>	<p>被敵対的買収企業の流動比率と株式市場の動向の相関関係を分析した結果、ドイツの 0.78 と英国の 0.49 を除いた各国では相関関係が見られなく、流動比率を敵対的買収の発生要因としては確認できない。</p>
<p>フリー・キャッシュフローレシオ (図表 7-35)</p>	<p>被敵対的買収企業のフリー・キャッシュフローレシオが株式市場の動向と相関関係があるか考察した結果、日本では 0.90 と相関関係が見られたものの、他国では相関関係が見られなかった。この結果から日本を除いた各国では株価指数の上昇(下落)がフリー・キャッシュフロー水準に大きな影響を及ぼしているとは判断しにくく、フリー・キャッシュフローレシオを敵対的買収の発生要因として特定するのは困難である。日本のみが例外で、株式市場が低迷するにつれ、それに連動した形でフリー・キャッシュフローレシオも減少している事から、日本で敵対的買収を受けている企業は市場連動性が高いと判断できる。</p>
<p>設備投資対減価償却比率 (図表 7-36)</p>	<p>被敵対的買収企業の設備投資対減価償却比率と株式市場の動向との相関係数を計測した結果、米国では 0.40、英国では 0.74、フランスの 0.87、ドイツの 0.80、日本の 0.60 と強い相関関係が発生している事が確認できる。最も相関が高いフランスでは、株価指数の上昇(下落)につれ被敵対的買収企業の設備投資対減価償却比率は上昇(下落)していると考えられる。つまり、設備投資対減価償却比率と株式市場の相関関係の結果からは、敵対的買収の対象とされている企業はいわゆる「普通」の企業であると推測される。</p>
<p>売上高研究開発費比率 (図表 7-37)</p>	<p>被敵対的買収企業の売上高研究開発費比率と株式市場の動向との相関関係を分析した結果、米国の 0.86、英国の 0.81、フランスの 0.21、ドイツの 0.81、日本の-0.96 と、米国、英国及びドイツでは強い正の相関関係、日本のみでは逆相関関係が確認できる。したがって、日本においては株価指数が下落(上昇)するに当たり売上高研究開発費比率が増加(減少)している企業が、敵対的買収の対象になっている事が分かる。他方、日本以外の国では株式市場の動向と売上高研究開発費比率は連動しており、敵対的買収はこれら動向に連動し</p>

	た企業を対象に敵対的買収が発生していると考えられる。これは、いわゆる「普通」の特徴を有している企業である。
設立からの期間 (図表 7-38)	被敵対的買収企業の設立からの期間と株式市場の動向との相関関係を分析した結果、米国の 0.80、英国の 0.70、フランスの 0.62 で見られるように、敵対的買収を受けた企業は株価指数が上昇(下落)するに当たり、設立からの期間が長い(短い)企業が敵対的買収の対象になりやすくなっている事が分かる。しかしながら、日本では相関係数が-0.34 である事から、株式市場の動向と設立からの期間の相関関係はないと判断できる。

各ミクロ要因と株式市場との比較では、次の特徴が日本における敵対的買収の発生要因として挙げられる。

株式市場全体の株価及び当該企業の株価が低下している時に敵対的買収が発生する特徴が見られる。

株価指数が上昇したときに株価収益率(PER)が低い企業が敵対的買収の対象になる傾向がある。

株価が下がる局面でも、割安でありながら企業価値が大きく業種での優位性が見られる企業が敵対的買収の対象になったと思われる。

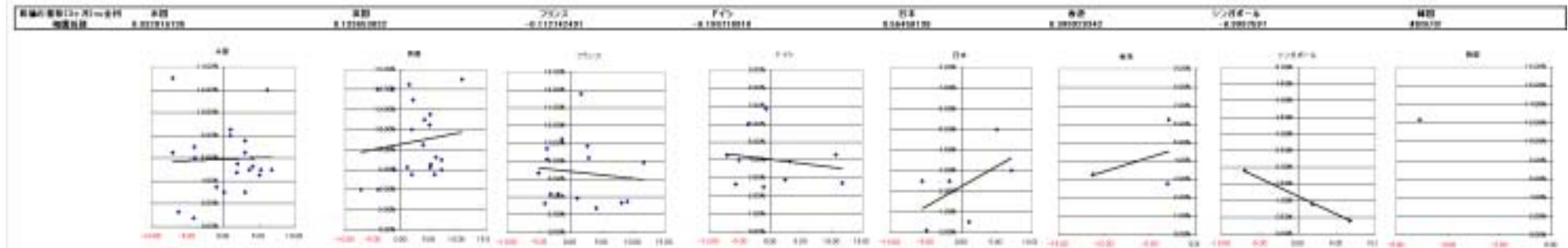
売上高成長率が株式市場と連動している企業は敵対的買収の対象になっている。

株価指数が上昇(下落)するにつれ、売上高経常利益率が低い(高い)企業を中心に敵対的買収を仕掛けられている。

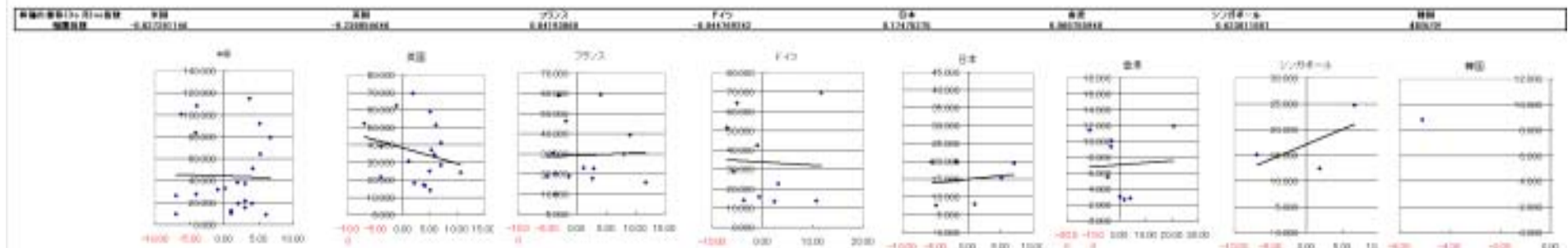
日本では株式市場の動向と企業のフリー・キャッシュフローの連動性が高く、敵対的買収を仕掛けられている企業にはこの特徴が見られる。

図表 7-23 株価の推移(3ヶ月) ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

株価の推移(3ヶ月)	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国			
	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	
1992	-1.70	12,000	0.842	-1.70	14,000		1.70	12,000		1.70	12,000														
1993	0.10	12,000	0.793	1.40	14,000																				
1994	1.00	8,500	10,400	1.90	10,000																				
1995	1.00	8,500	12,500		8,000																				
1996	1.80	8,000	12,710		8,000	12,320																			
1997	3.80	7,800	15,407	0.10	15,800	14,120																			
1998	2.80	5,500	15,800	4.10	15,000	16,790																			
1999	4.00	9,000	19,300	3.00	8,500	17,127	-0.70	8,220	10,000																
2000	3.80	8,500	27,800	2.10	13,000	17,300	11.70	7,820	15,120	2.40	2,820	13,270	-0.50	2,300	18,720										
2001	-1.00	7,500	27,320	50.70	15,000	24,227	-0.52	8,300	20,071																
2002	-1.00	8,500	28,337	-0.10	14,000	31,430																			
2003	-0.90	3,500	34,800	0.30	10,000	24,931	2.70	8.70	17,607	-0.70	8,800	13,960													
2004	0.10	3,000	30,041	1.10	7,000	30,405	-1.30	10,400	18,570																
2005	3.80	3,000	37,544	0.80	5,500	34,194	2.80	8,300	22,082																
2006	7.80	4,700	38,244	1.10	8,200	30,802																			
2007	4.10	8,300	31,171	0.90	8,500	36,880	-0.10	8,600	18,720	3.10	8,900	22,930													
2008	5.20	5,000	64,400	7.10	6,000	41,100	1.10	3,900	29,157	-0.70	2,850	28,907													
2009	5.70	5,000	79,000	0.10	3,200	31,300	0.10	2,370	29,960	-1.90	2,500	42,407													
2010	5.10	4,500	81,814	5.10	6,200	39,820	0.10	4,400	38,421																
2011	3.70	8,000	114,000	1.80	8,000	49,300	4.10	2,710	38,882	11.70	2,710	68,380													
2012	-1.80	6,000	107,680	-1.10	8,000	42,220	-1.10	4,000	39,284	-0.10	4,000	64,300	1.10	0.000	8,007										
2013	-0.20	1,200	100,210	-1.10	4,000	52,174	-1.80	4,200	44,240	-1.40	4,200	51,600	-1.40	0.100	7,602										
2014	-0.10	6,700	101,410	-0.10	4,000	30,400	-0.10	3,200	38,600																



\* X軸は左側の利率の増減を示す。

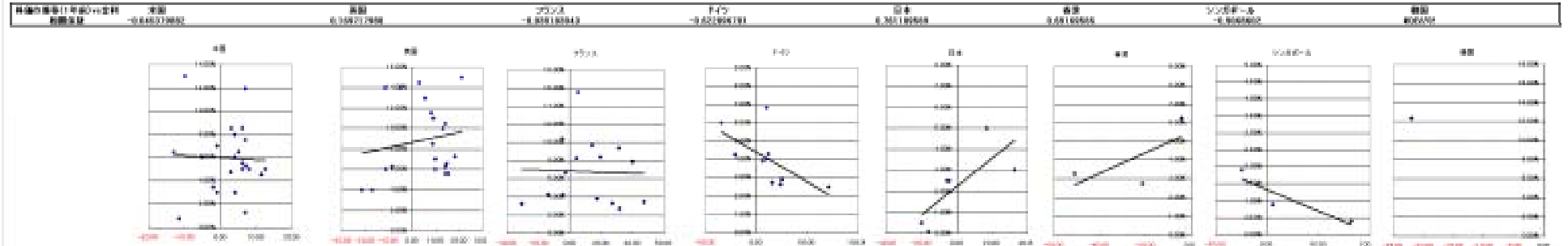


\* X軸は左側の利率の増減を示す。

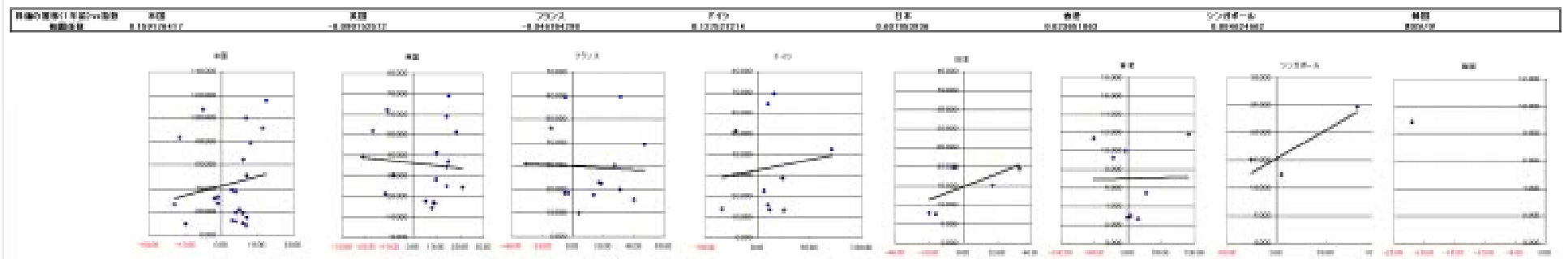


図表 7-24 株価の推移(1年前) ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

株価の推移(1年前)	米国			英国			ドイツ			日本			香港			インド			中国				
	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数	株価の推移(1年前)	対金利	対株式指数		
1980	-10.00	13.00%	0.840	-5.10	14.00%	0.760	5.10	15.00%	0.820	11.70	4.00%	0.880	3.00%	0.570	1.474	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000		
1981	8.00	12.00%	0.750	2.10	14.50%	0.750	2.10	14.50%	0.750	2.10	14.50%	0.750	2.10	14.50%	0.750	2.10	14.50%	0.750	2.10	14.50%	0.750		
1982	8.00	8.00%	1.040	13.10	10.00%	0.820	13.10	10.00%	0.820	13.10	10.00%	0.820	13.10	10.00%	0.820	13.10	10.00%	0.820	13.10	10.00%	0.820		
1983	3.00	8.00%	1.280	8.00	8.00%	1.280	8.00	8.00%	1.280	8.00	8.00%	1.280	8.00	8.00%	1.280	8.00	8.00%	1.280	8.00	8.00%	1.280		
1984	4.00	8.00%	1.210	8.00	8.00%	1.210	8.00	8.00%	1.210	8.00	8.00%	1.210	8.00	8.00%	1.210	8.00	8.00%	1.210	8.00	8.00%	1.210		
1985	7.00	7.00%	1.040	11.10	13.00%	1.120	11.10	13.00%	1.120	11.10	13.00%	1.120	11.10	13.00%	1.120	11.10	13.00%	1.120	11.10	13.00%	1.120		
1986	8.00	8.00%	1.040	8.10	13.00%	1.070	8.10	13.00%	1.070	8.10	13.00%	1.070	8.10	13.00%	1.070	8.10	13.00%	1.070	8.10	13.00%	1.070		
1987	4.00	8.00%	1.040	8.70	8.50%	1.120	8.70	8.50%	1.120	8.70	8.50%	1.120	8.70	8.50%	1.120	8.70	8.50%	1.120	8.70	8.50%	1.120		
1988	5.00	8.00%	1.040	8.40	13.00%	1.070	8.40	13.00%	1.070	8.40	13.00%	1.070	8.40	13.00%	1.070	8.40	13.00%	1.070	8.40	13.00%	1.070		
1989	-1.00	7.00%	0.730	21.00	13.00%	1.070	21.00	13.00%	1.070	21.00	13.00%	1.070	21.00	13.00%	1.070	21.00	13.00%	1.070	21.00	13.00%	1.070		
1990	-13.00	8.00%	0.930	-11.70	14.00%	0.760	-11.70	14.00%	0.760	-11.70	14.00%	0.760	-11.70	14.00%	0.760	-11.70	14.00%	0.760	-11.70	14.00%	0.760		
1991	-2.00	8.00%	0.930	14.10	10.00%	0.820	14.10	10.00%	0.820	14.10	10.00%	0.820	14.10	10.00%	0.820	14.10	10.00%	0.820	14.10	10.00%	0.820		
1992	-1.00	7.00%	0.830	19.50	7.00%	0.830	19.50	7.00%	0.830	19.50	7.00%	0.830	19.50	7.00%	0.830	19.50	7.00%	0.830	19.50	7.00%	0.830		
1993	8.10	7.00%	0.740	14.10	8.00%	0.820	14.10	8.00%	0.820	14.10	8.00%	0.820	14.10	8.00%	0.820	14.10	8.00%	0.820	14.10	8.00%	0.820		
1994	2.90	4.75%	0.844	-8.40	8.25%	0.895	-8.40	8.25%	0.895	-8.40	8.25%	0.895	-8.40	8.25%	0.895	-8.40	8.25%	0.895	-8.40	8.25%	0.895		
1995	7.50	2.25%	0.710	14.30	8.25%	0.895	-2.70	8.25%	0.895	8.10	3.00%	0.830	2.00%	0.20%	0.20%	0.70%	0.191	6.20%	10.073	0.70%	10.073		
1996	8.10	8.00%	0.840	19.80	8.00%	0.840	19.80	8.00%	0.840	19.80	8.00%	0.840	19.80	8.00%	0.840	19.80	8.00%	0.840	19.80	8.00%	0.840		
1997	8.10	5.00%	0.900	19.10	7.25%	0.910	19.10	7.25%	0.910	19.10	7.25%	0.910	19.10	7.25%	0.910	19.10	7.25%	0.910	19.10	7.25%	0.910		
1998	11.40	4.50%	0.814	14.10	8.25%	0.895	4.70	8.45%	0.943	71.80	2.50%	0.487	5.00%	0.00%	0.00%	11.540	-4.20	0.25%	10.049	0.25%	10.049		
1999	12.40	8.00%	1.140	19.10	8.00%	0.840	21.30	7.11%	0.880	19.80	7.11%	0.880	19.80	7.11%	0.880	19.80	7.11%	0.880	19.80	7.11%	0.880		
2000	-5.10	8.00%	1.070	-11.10	8.00%	0.840	-4.70	4.00%	0.840	10.80	4.00%	0.840	-20.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%		
2001	8.80	1.25%	1.000	-17.10	4.00%	0.840	-14.20	4.00%	0.840	-21.00	4.25%	0.510	-15.80	0.10%	7.60%	-15.60	0.25%	11.087	0.00%	11.230	0.00%	11.230	
2002	-15.50	0.75%	0.810	-21.30	4.00%	0.840	-20.70	3.20%	0.830	3.20%	3.20%	0.830	3.20%	3.20%	0.830	3.20%	3.20%	0.830	3.20%	3.20%	0.830	3.20%	3.20%



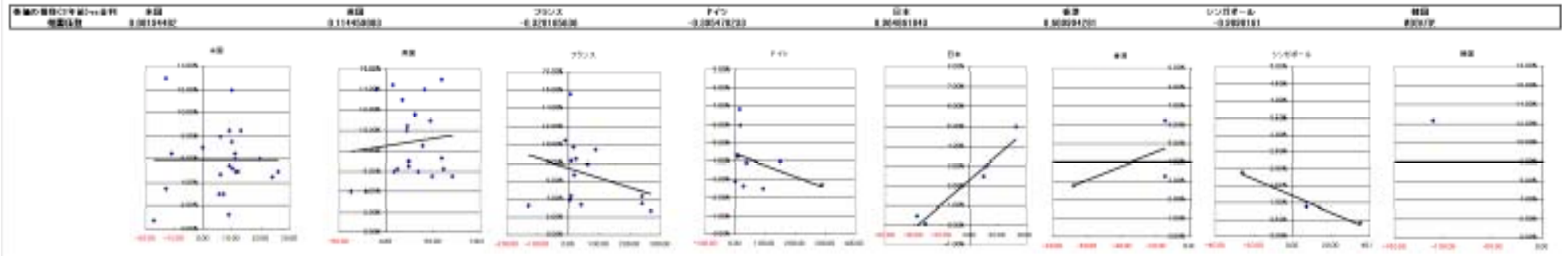
① 相関係数の分析の結果を示す。



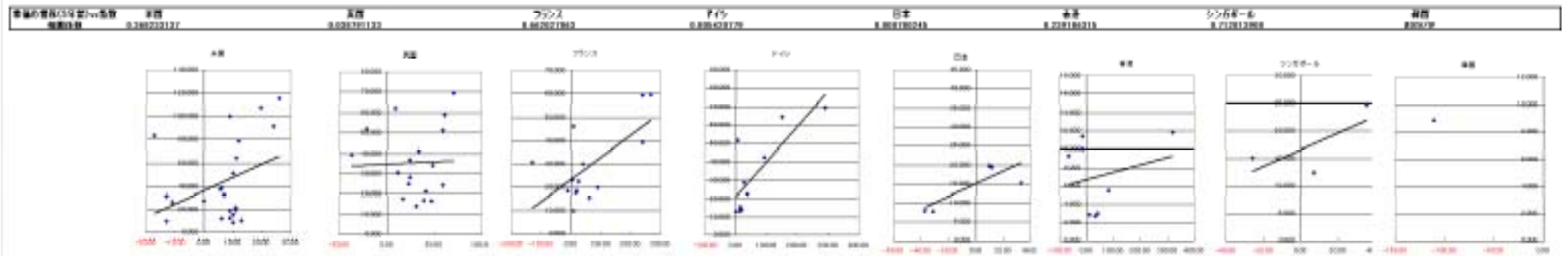
② 相関係数の分析の結果を示す。

図表 7-25 株価の推移(3年前) ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

年	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国	
	金利	株価	相関係数	金利	株価	相関係数	金利	株価	相関係数	金利	株価	相関係数	金利	株価	相関係数	金利	株価	相関係数	金利	株価	相関係数	金利	株価
1990	-13.00	10,306	0.640	-10.10	14,008																		
1991	16.00	12,308	8,750	7.20	14,508	8,750	7.10	15,578															
1992	13.00	8,508	10,485	22.00	10,008																		
1993	9.00	8,508	12,580		9.008																		
1994	6.00	8,008	12,118		9,508	12,322																	
1995	10.00	7,808	18,467	31.00	11,808	14,128																	
1996	9.00	5,508	10,950	47.00	11,008	16,790																	
1997	11.00	8,008	18,368	38.00	8,508	17,127	8.70	8,228	10,000														
1998	11.00	8,508	27,680	17.00	13,008	17,994	82.00	7,828	15,738	-0.70	2,828	13,278											
1999	-0.16	7,008	27,532	58.00	15,008	24,227	89.20	9,308	20,041														
2000	-11.00	8,508	26,337	46.00	14,008	25,434																	
2001	-12.00	8,508	27,489	22.72	10,508	24,637	17.10	9,708	17,857	14.10	8,848	15,760											
2002	7.00	3,008	33,871	24.70	7,308	28,988	-10.10	10,488	18,878														
2003	5.80	3,008	37,541	42.70	5,508	34,184	24.50	8,308	22,852														
2004	6.10	4,758	38,344	11.70	6,258	30,655																	
2005	10.10	8,258	41,177	24.70	8,208	38,883	18.10	8,808	18,720	27.10	3,808	27,538											
2006	11.20	8,008	44,483	34.00	6,008	41,188	4.10	3,808	23,157	28.10	2,808	26,887											
2007	12.10	5,008	79,883	59.70	7,258	51,355	48.20	3,378	29,889	60.00	2,508	42,467											
2008	24.10	4,508	87,874	81.20	6,258	58,828	280.00	3,408	39,427														
2009	28.10	8,008	114,871	70.70	8,808	68,332	288.00	2,718	68,683	288.00	2,718	68,683											
2010	18.70	4,008	187,888	8.70	6,008	82,225	248.00	4,258	89,254	158.00	4,908	84,878											
2011	8.80	1,258	180,215	-21.40	4,008	82,174	90.00	4,208	45,248	5.00	4,258	81,807											
2012	-11.10	0.758	82,478	-27.10	5,008	28,408	-200.00	3,208	20,628	32.10	2,828	28,828											



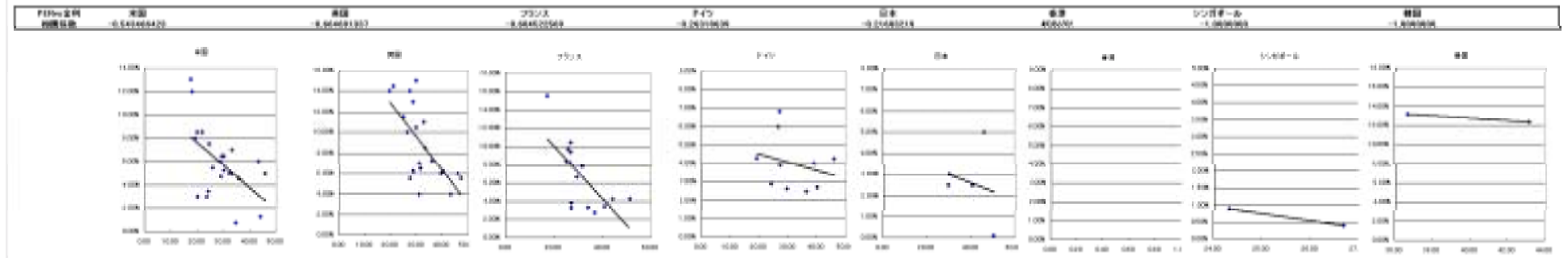
※ 1株は企業の時価総額を表す。



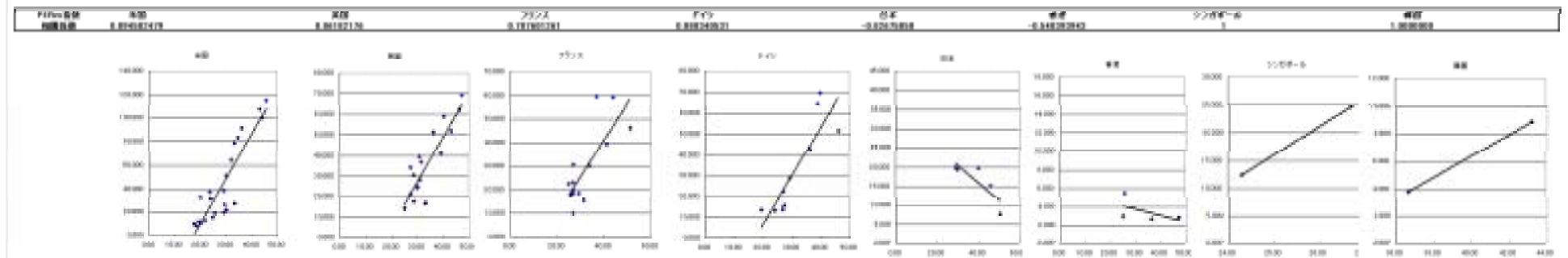
※ 1株は企業の時価総額を表す。

図表 7-26 株価収益率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

株価収益率	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			中国		
	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	株価収益率	対金利相関係数	対株式指数相関係数
1980	11.60	0.00%	0.940	19.70	14.00%		12.27%	12.27%		7.17%	4.00%		7.25%	8.50%		14.34%	14.34%		1.434					
1981	18.20	12.00%	0.790	21.70	14.50%		15.57%	15.57%		7.50%	4.90%		5.50%	10.54%		14.60%	14.60%		1.460					
1982	20.10	8.00%	1.040	28.70	10.00%		14.88%	14.88%		7.60%	8.00%		8.00%	13.78%		15.78%	15.78%		0.784					
1983	21.90	8.50%	1.2.50%				12.44%	12.44%		4.21%	7.74%		5.00%	10.93%		16.93%	16.93%		0.975					
1984	19.40	8.00%	1.2.11%				11.84%	11.84%		4.25%	8.20%		5.00%	13.04%		18.04%	18.04%		1.200					
1985	24.70	7.00%	1.9.46%	28.10	11.00%	14.12%	8.90%	8.90%	19.20	4.21%	13.86%		6.10%	8.00%	18.28%	17.52	17.52	4.897	1.752					
1986	25.80	5.50%	1.0.85%	30.10	11.00%	18.79%	7.73%	7.73%	3.99%	14.32%		30.10	3.00%	18.26%	2.868	2.868	2.868	7.878	2.868					
1987	29.10	6.00%	1.9.36%	33.40	8.50%	17.12%	26.70	6.25%	10.00%	2.89%	10.00%	29.50	2.50%	19.06%	2.931	2.931	2.931	4.874	2.931					
1988	30.10	8.50%	21.88%	28.70	13.00%	13.99%	28.40	3.92%	15.73%	24.10	3.92%	13.27%	43.40	3.50%	18.72%	35.40	2.987	3.758	8.537	3.758	8.537			
1989	30.40	7.00%	27.83%	30.10	18.00%	24.27%	27.10	8.38%	20.01%	48.1%	17.90%		4.28%	17.81%	47.10	2.937	4.893	11.890	4.893	11.890				
1990	28.50	8.50%	25.33%	27.50	14.00%	25.40%	27.50	10.24%	15.25%	28.70	8.00%	10.96%		5.00%	10.92%	24.80	3.025	1.606	9.475	1.606	9.475			
1991	24.70	3.50%	21.86%	30.10	10.50%	24.91%	25.60	8.70%	17.45%	27.67	8.49%	15.76%		4.50%	22.94%		4.297	7.237	12.140	7.237	12.140	16.62%	6.76%	
1992	30.10	3.00%	33.07%	31.20	7.00%	28.44%	27.10	10.48%	18.87%	8.19%	18.48%		3.28%	23.84%	29.30	8.812	9.80%	12.42%	9.80%	12.42%	14.28%	8.78%		
1993	23.70	3.00%	37.84%	27.50	5.50%	34.18%	25.10	8.36%	22.80%	6.95%	22.80%		1.75%	28.04%	11.35%	23.86%	1.35%	23.86%	19.540	1.35%	23.86%	12.23%	10.27%	
1994	29.10	4.75%	30.34%	28.70	6.25%	36.05%		6.80%	18.72%	28.40	6.80%	18.72%	27.30	3.83%	23.83%		8.25%	13.07%	21.71%	18.72%	23.83%	8.82%		
1995	32.10	5.00%	44.40%	28.70	8.00%	41.18%	27.10	3.96%	23.16%	29.40	2.89%	26.86%		0.90%	18.70%	4.00%	13.49%	11.8%	18.81%	43.20	12.38%	6.91%		
1997	33.40	5.00%	39.00%	26.00	7.25%	51.26%	24.10	3.37%	29.86%	35.10	2.50%	40.46%		0.50%	13.11%	7.00%	18.72%	1.90%	15.07%	26.70	13.13%	3.76%		
1998	30.10	4.50%	31.81%	40.10	8.25%	58.62%	41.00	3.46%	39.42%	2.50%	50.02%		0.50%	11.54%	6.25%	19.04%	1.15%	13.92%	14.88%	13.92%	14.88%	5.62%		
1999	48.90	8.00%	114.81%	47.50	8.00%	48.70%	37.00	2.71%	38.83%	40.00	2.71%	48.88%		0.80%	8.84%	7.00%	16.94%	28.70	0.40%	24.78%	4.84%	10.28%		
2000	43.40	8.00%	107.88%	44.10	6.00%	62.28%	44.10	4.28%	58.28%	58.10	4.00%	64.33%		0.50%	8.04%	8.00%	15.08%		2.40%	10.28%	5.13%	5.84%		
2001	44.10	1.25%	100.21%	43.00	4.00%	52.14%	51.00	4.28%	48.24%	44.10	4.25%	51.80%	50.40	0.10%	7.68%	3.25%	11.38%		0.85%	10.28%	4.68%	6.82%		
2002	34.70	0.78%	83.47%	31.00	4.00%	38.40%	27.00	3.28%	30.63%	32.1%	28.92%		0.10%	7.11%	2.78%	8.32%		0.87%	13.41%	4.78%	4.78%	4.78%	0.21%	



\* 左縦軸は株価の対数変換済み。

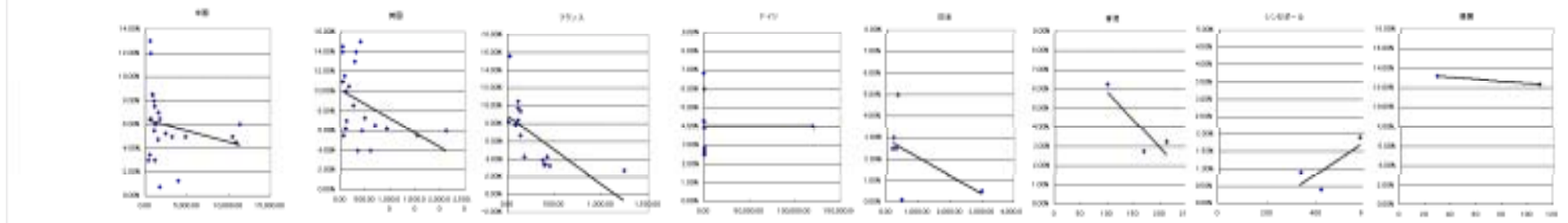


\* 左縦軸は株価の対数変換済み。

図表 7-27 企業価値 ~ 対金利及び株式指数の相関係数~

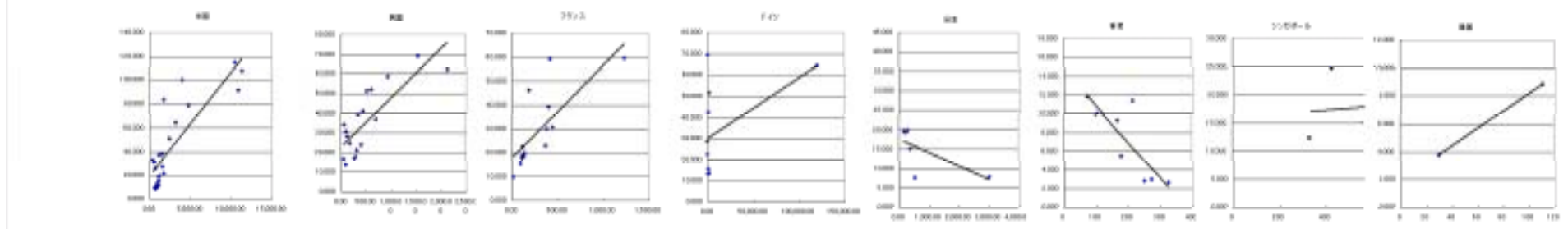
企業価値	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国		
	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価	金利相関係数	株式相関係数	平均株価
1980	0.21	0.00	843	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1981	0.20	0.00	875	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1982	0.17	0.00	1046	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1983	0.04	0.00	1289	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1984	1,072.00	0.00	1211	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1985	1,124.00	0.00	1547	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1986	1,086.00	0.00	1886	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1987	1,397.00	0.00	1938	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1988	1,748.00	0.00	2188	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1989	1,914.00	0.00	2732	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1990	1,118.00	0.00	2637	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1991	517.00	0.00	2189	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1992	411.00	0.00	2311	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1993	1,385.00	0.00	3781	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1994	1,340.00	0.00	3534	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1995	2,450.00	0.00	5117	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1996	2,178.00	0.00	4483	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1997	4,732.00	0.00	7003	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1998	1,0370.00	0.00	9181	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
1999	10,418.00	0.00	11877	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
2000	11,362.00	0.00	10988	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
2001	3,868.00	1.25%	100215	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111
2002	1,741.00	0.75%	82418	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111	0.00	0.00	111

企業価値+金利	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	韓国	シンガポール	韓国
相関係数	-0.21882616	-0.42188817	-0.64888818	-0.68188843	-0.81647382	-0.84843888	0.71888888	-1.88888888



\* X軸は企業価値の増減を示す。

企業価値+金利	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	韓国	シンガポール	韓国
相関係数	0.81788844	0.88111888	0.74788872	0.48888872	-0.84847382	-0.81843888	0.88888888	1.88888888

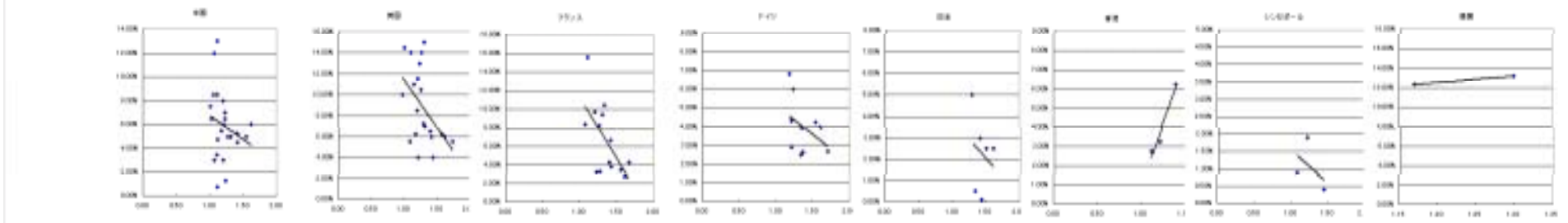


\* X軸は企業価値の増減を示す。

図表 7-28 株価純資産倍率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

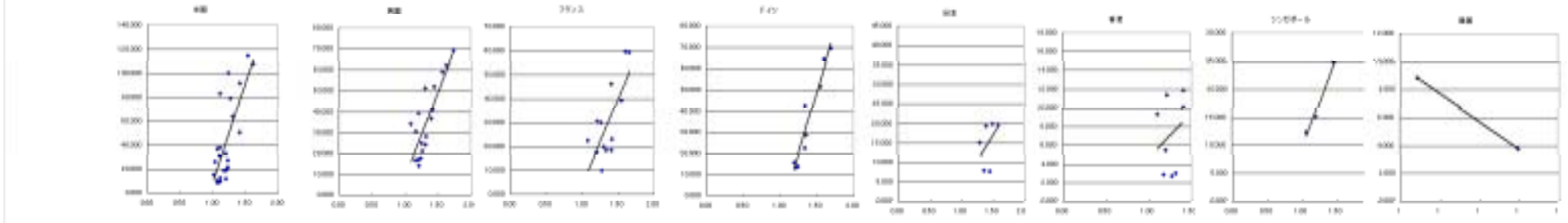
年	米国			英国		フランス		ドイツ		日本		韓国		シンガポール		韓国							
	株価純資産倍率	P/E	平均株価	株価純資産倍率	P/E	株価純資産倍率	P/E	株価純資産倍率	P/E	株価純資産倍率	P/E	株価純資産倍率	P/E	株価純資産倍率	P/E	株価純資産倍率	P/E						
1980	1.11	12.00%	8543	1.11	14.00%	7116		1.11	15.21%	4500	7.25%	8570	1.474				1.059						
1981	1.07	12.00%	8750	1.04	14.50%			1.11	15.57%	4564	5.50%	10543	1.400				1.213						
1982	1.06	8.00%	10466	0.99	10.00%				14.56%	7088	5.52%	12788	0.794				1.290						
1983	1.11	8.00%	12388		8.00%				12.84%	4214	3.74%		0.876				1.212						
1984	1.20	8.00%	12118		9.50%	12302			11.84%	8209	5.00%	13042	1.200				1.405						
1985	1.01	7.00%	15467	1.21	11.50%	14120			9.95%	13862	4.20%	15239	1.702		4.897		1.834						
1986	1.17	8.00%	18860	1.18	11.00%	16790			7.73%	14323	1.40	3.00%	18381	2.848		7.878	2.708						
1987	1.21	8.00%	19358	1.20	8.50%	17127	1.27	8.22%	10.000	2.89%	10.000	1.50	2.50%	18.683	2.931		5.281						
1988	1.23	8.50%	21.808	1.24	13.00%	17994			7.82%	15.739	1.80	2.50%	19.723	1.27	2.087	3.75%	9.872						
1989	1.23	7.00%	27332	1.21	13.00%	24227	1.21	9.38%	20.071	4.81%	17.804	4.20%	17.417	1.17	2.837	4.80%	11.860						
1990	1.03	8.50%	26337	1.27	14.00%	25.434			10.24%	18.081	1.24	8.00%	13.982	1.38	3.02%	1.80%	8.475						
1991	1.10	3.50%	21.858	1.28	10.50%	24.931	1.21	8.70%	77.857	1.79	8.48%	75.780	4.50%	22.964		4.287	8.62%	6.708					
1992	1.20	3.00%	23.011	1.32	7.00%	28.480	1.24	10.48%	18.878	8.18%	18.481	3.28%	23.848	1.21	8.812	1.07	8.90%	12.433	14.28%	8.784			
1993	1.07	3.00%	27.841	1.28	8.80%	34.184	1.08	8.38%	22.882	6.88%	22.887	1.78%	38.816	1.40	11.888	1.35%	20.887	11.88%	8.662				
1994	1.11	4.75%	35.344	1.17	8.25%	36.695			8.82%	15.812	4.82%	21.958	0.85%	6.108	5.75%	18.540	0.85%	18.540	12.20%	10.274			
1995	1.41	2.25%	31.171	1.40	8.00%	38.882	1.41	8.88%	18.720	1.24	3.88%	22.538	0.88%	22.584	8.25%	13.073	0.71%	18.772	1.17	12.28%	8.829		
1996	1.31	8.00%	44.483	1.42	8.00%	41.188	1.42	3.88%	23.187	1.36	2.88%	28.887	0.88%	13.481	4.00%	13.481	1.18%	18.817	1.18%	12.38%	8.812		
1997	1.27	5.00%	70.003	1.30	7.25%	81.285	1.27	3.71%	29.889	1.35	2.50%	42.487	0.94%	13.113	7.00%	18.723	1.21	1.80%	15.077	1.30	13.18%	3.763	
1998	1.41	4.50%	81.814	1.57	8.25%	58.005	1.55	3.48%	39.427	1.55	2.50%	50.604	0.94%	11.543	6.40	6.25%	10.040	1.15%	13.827	1.15%	14.88%	5.625	
1999	1.84	8.00%	118.875	1.78	8.80%	88.302	1.41	2.71%	58.883	1.70	2.71%	88.881	0.88%	8.884	7.00%	16.882	1.48%	6.40%	28.798	4.88%	10.28%		
2000	1.82	8.00%	107.888	1.82	8.00%	82.285	1.88	4.28%	58.284	1.80	4.00%	84.388	1.80	8.00%	8.077	8.00%	18.888	2.48%	18.888	5.18%	8.84%		
2001	1.54	1.25%	100.215	1.44	4.00%	52.174	1.40	4.28%	48.404	1.54	4.25%	51.801	1.44	0.10%	7.682	1.21	0.25%	11.387	0.85%	16.238	4.68%	6.857	
2002	1.11	0.75%	82.418	1.21	4.00%	38.404	1.22	3.28%	30.689	1.22	3.21%	20.905	0.10%	3.116	1.11	2.75%	8.021	0.67%	10.411	4.18%	6.278		

株価純資産倍率	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	韓国	シンガポール	韓国
相関係数	-0.21814377	-0.482068142	-0.622888882	-0.388888888	-0.188888888	0.288888888	-0.188888888	-0.188888888



\* X軸は企業の時価の逆数を表す。

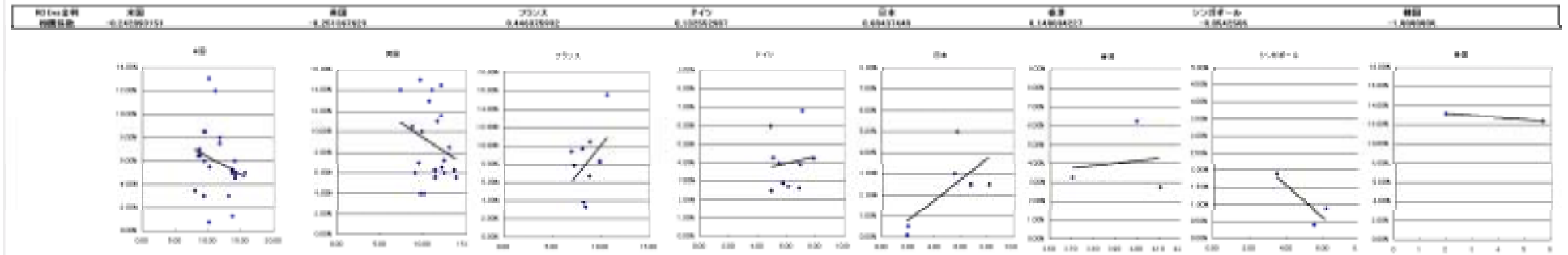
株価純資産倍率	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	韓国	シンガポール	韓国
相関係数	0.248188818	0.821818182	0.748181818	0.881818182	0.481818182	0.281818182	0.881818182	-1.881818182



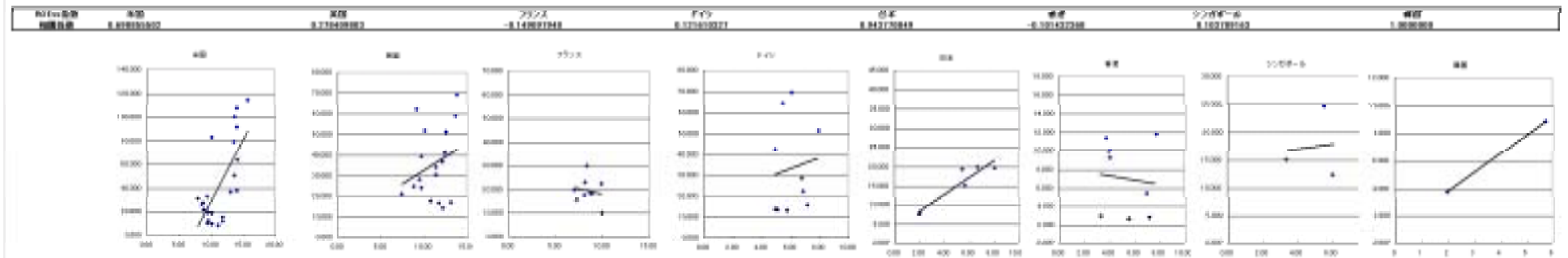
\* X軸は企業の時価の逆数を表す。

図表 7-29 株主資本利益率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

株主資本利益率	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国		
	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数
1980	10.10	10.00%	8940	11.18	14.00%			12.27%		7.17%	4.00%		7.25%	8.50%			1.43%							
1981	11.10	12.00%	8750	12.18	14.50%			15.57%		7.50%	4.00%		5.50%	10.50%			1.40%							
1982	8.40	8.00%	10,468	8.80	10.00%			14.08%		7.00%	8.00%		8.00%	13.78%			0.78%							
1983	9.50	8.50%	12,598					12.44%		4.01%	7.74%		5.00%	10.04%			0.07%							
1984	11.80	9.00%	12,118					11.84%		4.25%	8.20%		5.00%	13.04%			1.20%							
1985	11.80	7.00%	18,467	12.10	11.00%	14,126		9.80%		8.21%	13.86%		8.70	8.00%	18,288		1.70%		4.80%					
1986	10.10	5.00%	10,860	15.70	11.00%	18,730		7.73%		3.89%	14.32%		5.50	3.00%	18,261		2.88%		7.87%					
1987	9.50	6.00%	19,308	13.10	8.00%	17,127	9.80	6.24%	10,000		2.89%	10,000		4.7%	2.50%	18,060		2.93%		4.87%				
1988	8.80	8.50%	21,888	18.70	13.00%	17,904	7.20	3.02%	18,738	5.70	3.02%	13,278	8.10	3.50%	18,723	8.50	2.88%		3.75%	8.53%				
1989	8.70	7.00%	27,830	9.70	18.00%	24,227	7.00	8.28%	20,081		4.81%	17,904		4.28%	17,807		7.10		8.85%	11.86%				
1990	9.50	8.50%	25,337	7.40	14.00%	25,404		10.24%	18,281	4.80	6.00%	10,982		6.00%	10,982		3.00%		3.02%	1.60%	9.47%			
1991	7.90	3.50%	31,869	9.80	10.50%	24,921	9.10	8.70%	27,457	7.10	8.48%	25,780		4.50%	22,984		4.29%		7.20%	12.14%	16.02%	2.70%		
1992	8.80	3.00%	33,071	8.80	7.00%	28,448	8.80	10.48%	18,878	8.78%	18.48%		3.28%	23,848	7.00	8.81%		8.81%	12.40%	14.28%	8.78%			
1993	13.10	3.00%	37,841	11.40	5.00%	34,184	9.80	6.35%	22,802		6.35%	22,802		1.75%	38,096		1.35%		23.88%	11.35%	8.66%			
1994	14.10	4.75%	38,344	16.40	6.25%	36,055		5.81%	18,812		4.82%	21,058		1.75%	30,159		0.85%		18.54%	12.25%	10.27%			
1995	13.70	8.25%	31,117	12.10	8.50%	28,883	8.80	6.88%	18,726	8.80	3.88%	23,838	8.25%	8.25%	27,884		8.25%		13.07%	8.71%	18.72%	0		
1996	14.20	8.00%	44,408	12.40	8.00%	41,188	8.20	3.88%	23,837	8.80	2.88%	28,887	8.00%	8.00%	18,704		4.00%		13.41%	1.18%	18.81%			
1997	13.80	5.00%	39,008	12.50	7.25%	34,385	8.40	3.71%	29,868	4.80	2.50%	40,467	8.00%	8.00%	13,110		7.00%		18.72%	3.40	1.80%	18.07%	2	
1998	14.10	4.50%	37,874	13.00	8.25%	38,826		3.48%	39,427		2.50%	50,024	8.00%	8.25%	11,543		4.00		8.25%	18.04%	1.75%	13.82%		
1999	18.70	8.00%	51,825	13.80	8.00%	48,707		2.71%	38,883	8.10	2.71%	48,881	8.00%	8.00%	8,884		7.00%		16.86%	8.80	0.40%	24.78%		
2000	14.10	8.00%	42,888	11.0	6.00%	42,285		4.28%	58,284	8.70	4.00%	64,536	8.00	8.00%	8,087		8.00%		18.08%	2.48%	18.08%			
2001	13.70	1.25%	100,215	18.70	4.00%	52,734		4.28%	48,246	7.80	4.25%	51,881	1.80	0.10%	7,882		3.70		3.25%	11.38%	8.85%	18.28%		
2002	10.10	8.78%	83,474	8.70	4.00%	38,484		3.28%	38,828		3.21%	28,828		0.10%	7,116		4.10		2.78%	8.22%	8.87%	13.41%		



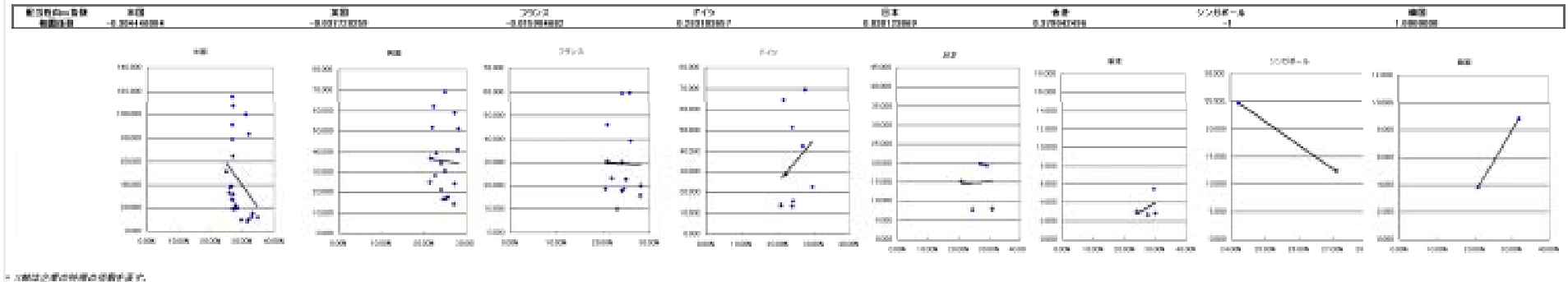
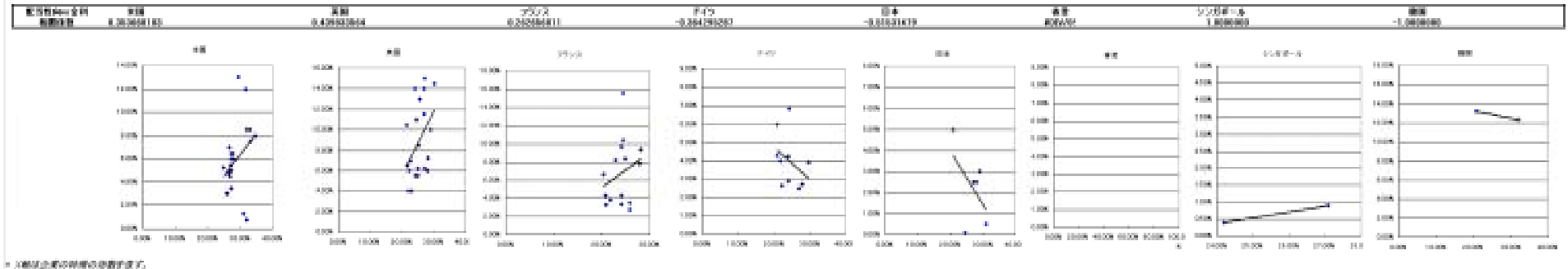
\* 2軸は企業の種類の数を変えず。



\* 2軸は企業の種類の数を変えず。

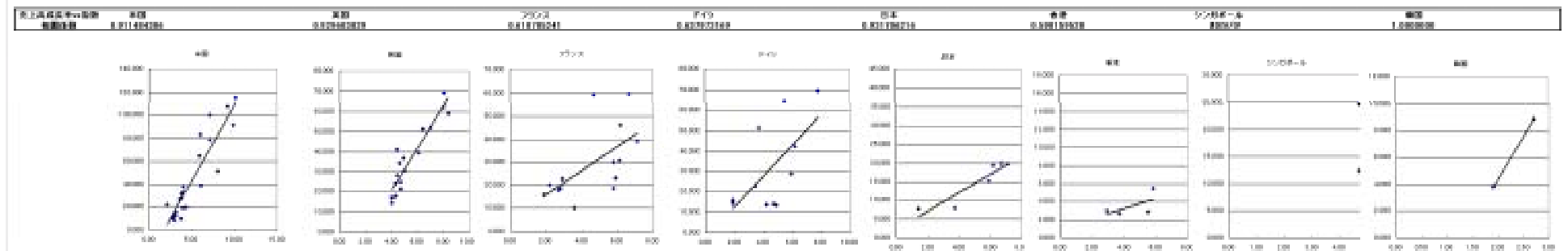
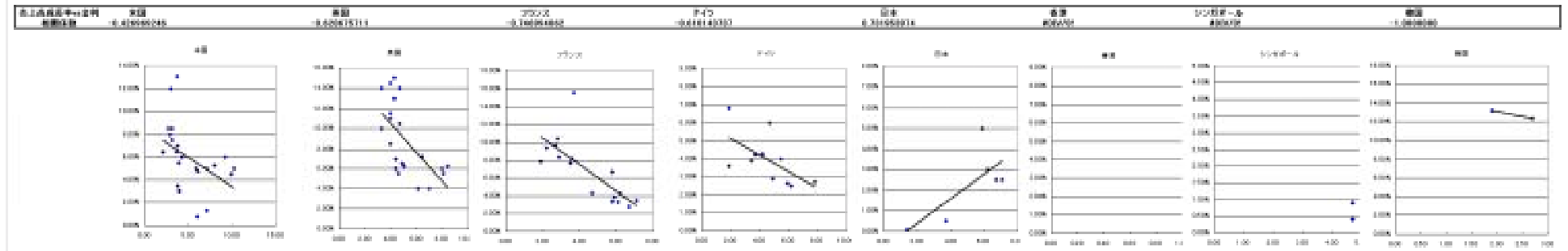
図表 7-30 配当性向 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

配当性向	米国		英国		フランス		ドイツ		日本		香港		シンガポール		韓国	
	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数	金利相関係数	株式相関係数
1980	0.450%	13.00%	0.640%	27.00%	14.00%	10.21%	3.17%	4.60%	7.25%	-6.7%		1.47%				1.00%
1981	0.450%	12.00%	0.750%	30.10%	14.50%	15.57%	3.50%	4.60%	5.50%	10.50%		1.40%				1.31%
1982	0.300%	8.00%	1.040%	28.00%	15.00%	14.50%	3.00%	3.00%	0.00%	13.70%		0.70%				1.20%
1983	0.200%	8.00%	1.200%			10.41%	4.21%	2.70%	0.00%	18.00%		0.87%				1.21%
1984	0.470%	8.00%	1.211%		9.50%	12.00%	4.05%	0.00%	5.00%	13.00%		1.00%				1.42%
1985	0.310%	7.50%	1.540%	27.00%	11.50%	14.12%	0.00%	20.00%	4.21%	13.00%	20.00%	0.00%	13.20%	4.00%		1.00%
1986	0.270%	8.00%	1.800%	24.00%	11.00%	18.70%	3.00%	14.30%	2.00%	3.00%	2.00%	2.00%	2.00%			2.50%
1987	0.340%	8.00%	1.930%	25.40%	8.50%	17.127%	25.00%	8.25%	10.00%	10.00%						3.00%
1988	0.290%	8.00%	21.00%	20.50%	13.00%	17.90%	21.00%	1.00%	15.70%	24.00%	2.00%	13.20%	27.00%	2.00%	3.70%	8.57%
1989	0.290%	7.00%	27.00%	27.10%	13.00%	24.227%	20.10%	0.00%	20.01%	4.01%	13.00%	-4.20%	13.411%	20.00%	2.00%	11.00%
1990	0.300%	8.00%	18.20%	24.00%	14.00%	27.00%	20.00%	0.00%	13.00%	20.00%	0.00%	18.00%	24.10%	0.00%	1.00%	9.47%
1991	0.270%	8.00%	21.00%	21.40%	10.50%	24.00%	24.10%	0.00%	18.70%	18.70%	4.50%	22.00%				10.00%
1992	0.280%	8.00%	20.01%	22.00%	7.00%	20.40%	24.00%	10.40%	18.70%	0.70%	18.40%	23.00%	20.00%	0.00%	27.10%	0.00%
1993	0.280%	8.00%	20.00%	24.10%	8.50%	24.18%	24.00%	0.00%	22.00%	0.00%	22.00%	11.00%				11.00%
1994	0.450%	4.75%	0.844%	25.00%	8.00%	30.00%	4.00%	1.80%	20.00%	1.70%	30.00%	5.70%	8.10%	0.00%	1.00%	12.00%
1995	0.400%	5.00%	0.171%	27.00%	8.50%	30.00%	30.00%	0.00%	18.70%	0.00%	22.00%	0.00%	10.00%	0.00%	1.00%	12.00%
1996	0.270%	8.00%	4.00%	27.00%	8.00%	4.10%	27.00%	3.00%	20.00%	0.00%	18.70%	0.00%	18.70%	1.00%	1.00%	12.00%
1997	0.270%	8.00%	7.00%	28.00%	7.00%	5.00%	24.00%	3.00%	20.00%	0.00%	13.10%	7.00%	18.70%	1.00%	1.00%	12.00%
1998	0.200%	4.50%	0.814%	27.00%	8.25%	30.00%	5.00%	1.80%	20.00%	0.00%	18.70%	5.00%	18.00%	1.00%	1.00%	12.00%
1999	0.200%	8.00%	0.14071%	24.00%	8.50%	30.00%	20.00%	2.70%	18.00%	27.00%	3.71%	18.00%	7.00%	18.00%	24.70%	4.00%
2000	0.270%	8.00%	107.00%	22.00%	8.00%	40.00%	24.00%	4.00%	18.00%	27.00%	4.00%	18.00%	18.00%	2.00%	18.00%	5.10%
2001	0.000%	1.25%	100.015%	21.00%	8.00%	32.17%	20.00%	4.25%	18.00%	24.00%	4.25%	11.00%	0.00%	18.00%	18.00%	4.00%
2002	0.000%	0.75%	100.41%	22.00%	8.00%	30.40%	21.00%	3.25%	18.00%	24.00%	4.25%	9.00%	0.00%	18.00%	18.00%	4.00%



図表 7-31 売上高成長率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

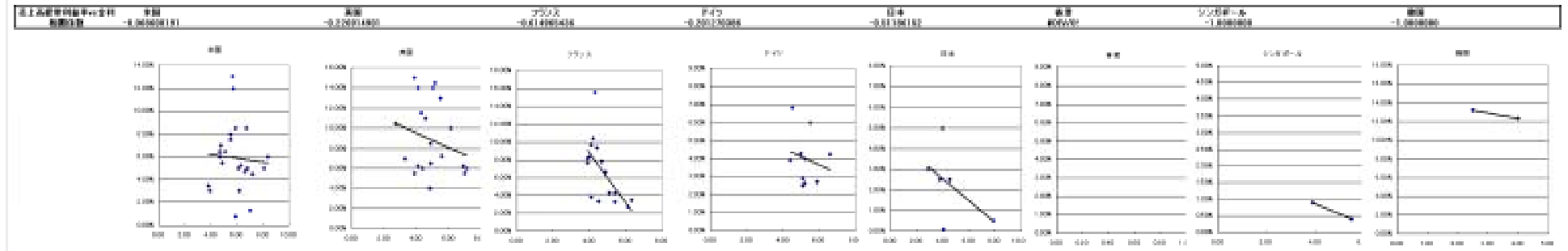
売上高成長率	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国		
	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数	前年対比増減率	対金利相関係数	対株式指数相関係数
1980	3.78	13.00%	0.640	0.90	14.00%	0.2215	0.90	14.00%	0.2215	2.17%	4.00%	7.25%	0.578	1.474	0.00%	0.00%	10.238	1.782	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1981	3.08	12.00%	0.750	4.00	14.00%	0.2215	3.70	10.51%	0.2215	3.00%	4.00%	5.00%	10.540	1.408	0.00%	0.00%	10.540	2.808	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1982	2.73	8.00%	10.468	3.00	10.00%	10.468	3.00	10.00%	10.468	3.00%	8.00%	8.00%	13.788	0.788	0.00%	0.00%	13.788	2.808	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1983	3.10	8.00%	12.508	0.00%	0.00%	12.448	4.01%	7.140	0.00%	4.01%	7.140	5.00%	10.00%	0.878	0.00%	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1984	2.60	8.00%	12.118	0.00%	0.00%	10.00%	11.84%	0.00%	0.00%	4.20	4.21%	12.88%	0.00%	1.782	0.00%	0.00%	10.238	4.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1985	2.10	7.00%	10.46%	4.00	11.00%	10.12%	0.00	7.7%	0.00	1.90	3.00%	14.00%	0.00	3.00%	0.00	3.00%	10.38%	2.808	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1986	3.80	8.00%	10.840	4.00	8.00%	13.12%	0.00	0.00%	0.00%	0.00	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	10.00%	2.808	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1987	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840	4.00	8.00%	10.840
1988	3.80	7.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840	4.00	18.00%	10.840
1989	3.60	8.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840	4.70	14.00%	10.840
1990	3.60	8.00%	10.840	4.70	10.00%	10.840	2.70	9.70%	10.840	1.90	8.90%	13.78%	4.50%	22.88%	4.20%	0.00%	0.00%	22.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
1991	3.80	3.00%	10.840	4.40	7.00%	10.840	2.80	10.40%	10.840	0.70%	10.40%	10.840	3.20%	23.88%	0.80%	0.00%	23.88%	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1992	3.80	3.00%	10.840	4.40	7.00%	10.840	2.80	10.40%	10.840	0.70%	10.40%	10.840	3.20%	23.88%	0.80%	0.00%	23.88%	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1993	4.00	3.00%	10.840	4.80	8.00%	10.840	0.90	0.00%	10.840	0.90%	0.00%	10.840	1.75%	20.84%	11.00%	0.00%	20.84%	11.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
1994	4.10	4.75%	10.840	5.00	8.25%	10.840	5.00	8.25%	10.840	5.00	8.25%	10.840	5.00	8.25%	10.840	5.00	8.25%	10.840	5.00	8.25%	10.840	5.00	8.25%	10.840
1995	8.00	3.25%	11.71%	4.80	8.50%	10.840	5.80	8.60%	10.840	3.40	3.80%	23.03%	0.00%	21.56%	0.25%	10.00%	0.71%	10.17%	1.80%	10.07%	1.90	13.18%	8.82%	
1996	8.90	5.00%	10.46%	4.40	6.00%	10.12%	5.80	3.80%	10.12%	0.80	0.80%	20.88%	0.00%	10.70%	6.80%	10.48%	1.90%	10.48%	1.90%	10.48%	1.90%	10.48%	1.90%	
1997	7.10	5.00%	10.00%	6.40	7.25%	10.00%	5.00	3.07%	10.00%	4.20	2.50%	40.48%	0.00%	10.11%	7.80%	10.72%	1.80%	10.72%	1.80%	10.72%	1.80%	10.72%	1.80%	
1998	6.80	4.25%	11.81%	6.40	6.25%	10.00%	7.10	3.45%	10.42%	2.50%	10.00%	10.42%	0.25%	10.00%	0.25%	10.00%	1.05%	10.00%	1.05%	10.00%	1.05%	10.00%	1.05%	
1999	10.20	0.00%	11.81%	8.10	8.00%	10.00%	6.70	3.70%	10.00%	7.80	3.71%	48.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2000	8.20	0.00%	10.00%	6.80	8.00%	10.22%	4.70	4.28%	10.22%	0.50	4.00%	64.00%	0.70	0.50%	0.04%	0.00%	10.00%	2.45%	10.00%	2.45%	10.00%	2.45%	10.00%	
2001	7.10	1.25%	10.00%	7.80	4.00%	12.14%	6.20	4.20%	10.00%	3.70	4.25%	59.00%	1.40	0.11%	7.60%	3.25%	11.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
2002	6.00	0.75%	10.41%	6.10	4.00%	10.40%	6.10	3.30%	10.40%	3.21%	0.00%	10.40%	0.10%	7.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	



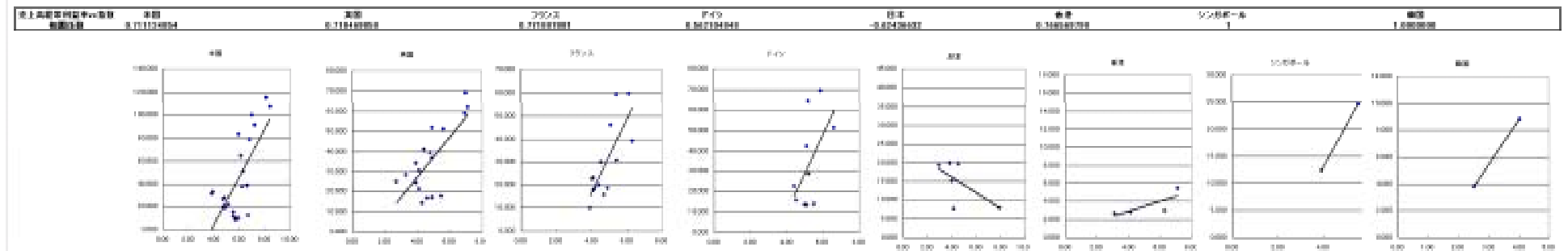


図表 7-32 売上高経常利益率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

売上高経常利益率	韓国		中国		インドネシア		タイ		日本		香港		シンガポール		韓国	
	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数	経常利益率	対金利相関係数
1980	5.85	13.00%	6.540	5.05	14.00%		12.21%	7.17%	4.80%	1.25%	0.57%		1.474			1.028
1981	5.71	12.00%	6.750	5.17	14.50%	4.00	15.57%	7.50%	4.804	5.50%	1.6540		1.408			1.313
1982	5.80	8.50%	10.40%	6.12	13.00%		14.88%	7.00%	5.57%	5.00%	1.718%		0.784			1.280
1983	6.70	8.50%	12.50%	6.90	9.00%		12.44%	4.21%	7.140	6.00%	1.8804		0.878			1.212
1984	5.51	0.00%	12.11%		9.50%	12.00%	11.94%		4.25%	6.20%	5.00%	1.6640		1.200		1.425
1985	5.48	7.50%	10.40%	4.30	11.50%	14.12%	9.90%	4.21%	12.880	3.87	0.80%	15.25%		1.752	4.887	1.624
1986	6.80	8.50%	18.840	4.80	11.00%	14.78%	3.80	3.77%	3.88%	14.32%	2.80	3.50%	19.387		2.988	2.128
1987	4.70	6.00%	19.35%	4.00	8.50%	13.127	3.00	3.22%	10.00%	2.99%	10.00%	3.80	2.50%	19.688		5.251
1988	5.10	6.50%	21.88%	5.50	13.00%	13.994	4.70	3.62%	15.73%	2.92%	13.27%	4.90	2.90%	18.123	3.750	8.331
1989	6.85	7.00%	23.33%	3.80	18.00%	24.277	4.80	6.38%	23.031	-0.81%	15.954		4.10	0.83%	11.880	9.287
1990	6.70	6.50%	26.33%	4.10	14.00%	24.434		10.14%	19.0%	6.00%	18.80%		6.70	3.02%	1.80%	9.47%
1991	3.80	3.50%	31.85%	2.70	10.50%	24.501	4.10	8.70%	17.657	4.50	4.84%	15.780		4.257		10.62%
1992	3.80	3.00%	33.211	3.30	7.50%	28.440	4.20	10.48%	18.37%	6.70%	18.481	3.20	3.20%	23.849	0.812	12.40%
1993	6.20	3.00%	37.844	3.80	6.50%	34.184	4.00	6.38%	22.682	4.84%	22.687		1.78%	38.814	1.38%	20.847
1994	6.40	4.75%	38.344	4.10	6.25%	36.685		8.24%	18.812	4.82%	24.08%		1.75%	36.758	0.87%	18.540
1995	6.38	3.25%	41.111	4.80	6.50%	38.880	4.80	6.66%	18.120	4.40	3.87%	23.03%	0.80%	21.564	0.23%	19.07%
1996	6.18	6.00%	44.483	4.40	6.00%	41.188	6.10	3.88%	23.707	6.20	3.48%	28.887	6.20%	18.704	1.83%	18.847
1997	6.28	5.00%	46.880	5.80	7.25%	43.388	4.80	3.07%	29.688	5.1%	2.54%	42.487	0.80%	15.41%	1.80%	18.07%
1998	7.28	4.50%	49.184	6.80	6.25%	48.02%	6.30	2.46%	36.427		2.55%	50.024	0.50%	11.54%	1.75%	19.04%
1999	8.10	6.00%	51.845	7.00	6.50%	48.382	6.10	2.71%	38.880	6.80	2.71%	48.881	0.80%	8.894	1.70%	18.867
2000	6.40	6.00%	52.888	7.10	6.00%	52.225	6.80	4.28%	50.254	6.20	4.00%	64.20%	6.90%	15.09%	0.40%	18.09%
2001	7.00	1.25%	56.215	4.80	4.00%	52.174	5.10	4.25%	45.24%	6.60	4.25%	51.631	5.25%	11.267	0.85%	16.23%
2002	5.80	0.75%	60.414	4.80	4.00%	58.484	5.40	3.28%	50.63%		3.21%	58.92%	2.75%	9.327	0.81%	13.411



相関係数は必ずしも正の値を示す。

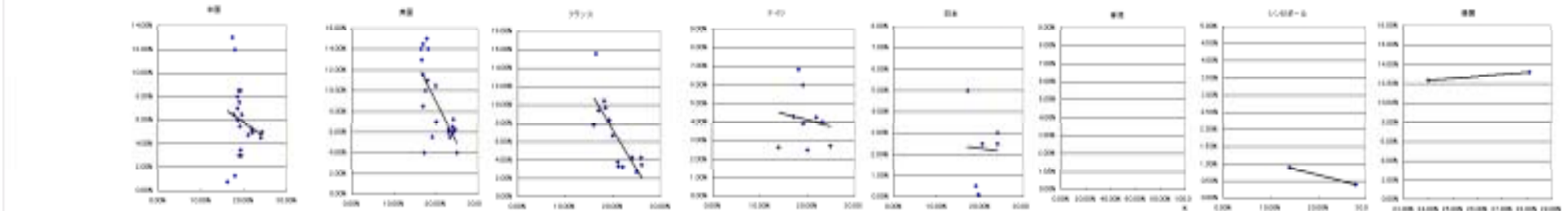


相関係数は必ずしも正の値を示す。

図表 7-33 レバレッジ・レシオ ~ 対金利及び株式指数の相関係数~

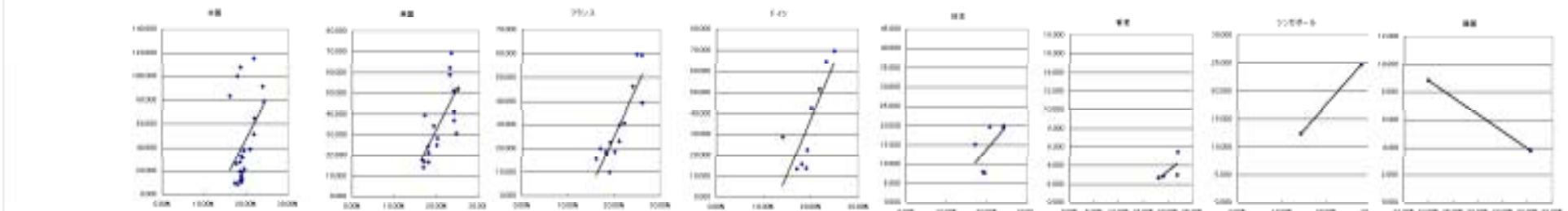
レバレッジ・レシオ	英国			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国			
	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数		
1920	17.40%	13.00%	0.640	16.50%	14.00%		17.1%	4.800		7.25%	8.570		5.474				1.050		
1921	18.00%	12.00%	0.750	17.00%	14.50%		16.40%	15.51%		3.50%	4.904		5.50%	10.543			1.213		
1922	18.00%	8.00%	10.486	17.60%	13.00%		14.80%	8.528		8.00%	13.788		8.00%	0.784			1.280		
1923	18.20%	8.00%	12.886		9.00%		12.44%	7.740		4.21%	7.740		8.00%	18.834			1.212		
1924	18.50%	9.00%	12.110		9.50%	12.322		11.94%		4.25%	8.200		5.00%	13.042			1.405		
1925	18.80%	7.00%	15.487	18.80%	11.50%	141.28		8.95%		17.10%	4.21%	13.682	17.10%	3.00%	15.259	4.897	1.034		
1926	19.10%	8.00%	18.980	18.00%	11.00%	16.780		7.73%		3.88%	14.323	24.10%	3.00%	18.381	2.868	7.878	2.708		
1927	19.60%	6.00%	19.380	17.00%	8.50%	171.27	10.10%	8.22%	10.000	2.90%	10.000	24.10%	2.50%	19.080	2.300	6.878	5.281		
1928	19.80%	5.00%	21.680	18.00%	13.00%	17.804	18.10%	7.92%	15.739	2.92%	13.278	20.80%	2.50%	19.723	18.10%	3.75%	9.912		
1929	18.60%	7.00%	27.832	17.80%	18.00%	24.217	17.00%	8.38%	20.011	4.87%	17.804	4.20%	17.417	18.10%	2.837	4.88%	11.880		
1930	17.60%	6.00%	28.337	18.10%	14.00%	21.434		10.24%	16.081	18.10%	8.00%	13.802	6.00%	16.825	21.90%	3.02%	6.864		
1931	19.20%	3.50%	28.689	20.00%	10.50%	24.828	18.40%	9.70%	17.057	18.10%	6.94%	15.790	4.50%	22.964		5.20%	16.025		
1932	19.80%	3.00%	30.071	20.10%	7.00%	28.468	18.20%	10.48%	18.978	8.18%	18.481	3.20%	23.889		8.912	14.10%	12.433		
1933	19.43%	3.00%	37.641	19.20%	8.50%	34.104	19.20%	8.38%	32.982	6.80%	32.987	1.75%	38.916	1.35%	39.897	1.35%	39.897		
1934	21.00%	4.75%	38.344	24.80%	6.25%	39.855		5.91%	18.992	4.82%	21.099		5.75%	41.09	0.87%	49.540	12.20%	10.274	
1935	21.30%	5.25%	37.171	24.80%	8.20%	39.893		8.08%	18.793	18.20%	3.80%	22.328	8.20%	27.884	0.25%	10.073	24.00%	12.388	
1936	22.00%	8.00%	64.483	24.10%	8.00%	41.188		3.98%	23.187	14.00%	2.88%	28.887	8.00%	18.701	1.18%	18.817		12.388	
1937	24.20%	5.00%	79.083	24.10%	7.25%	51.393		21.20%	3.37%	28.989	20.10%	2.50%	42.487	8.50%	13.115	7.00%	10.723		
1938	23.90%	4.50%	94.074	23.10%	6.25%	50.828		20.10%	3.48%	38.487	23.20%	2.50%	50.024	6.25%	10.049	1.75%	13.027		
1939	25.80%	8.00%	114.871	23.40%	8.80%	69.302	24.80%	2.71%	88.883	28.00%	2.71%	89.887	8.00%	8.884	7.00%	16.862	27.80%	8.43%	
2000	18.70%	6.00%	107.080	23.10%	6.00%	62.225	28.00%	4.28%	58.264	23.20%	4.00%	64.358	19.00%	8.90%	8.917	8.00%	19.098	2.48%	19.098
2001	17.90%	1.25%	100.215	25.10%	4.00%	52.174	24.10%	4.25%	46.240	21.90%	4.25%	51.801	19.80%	0.10%	7.682	0.25%	11.357	0.85%	18.236
2002	18.20%	0.75%	99.416	17.20%	4.00%	39.404	22.20%	3.20%	30.829	3.21%	20.828		2.35%	9.021		0.67%	13.415		4.18%

レバレッジ・レシオの金利	英国	ドイツ	フランス	イタリア	日本	香港	シンガポール	韓国
相関係数	-0.173668913	-0.486264787	-0.893368829	-0.148271298	-0.847393441	0.609797	-1.088888889	1.088888889



\* X軸は企業の時価の逆数を表す。

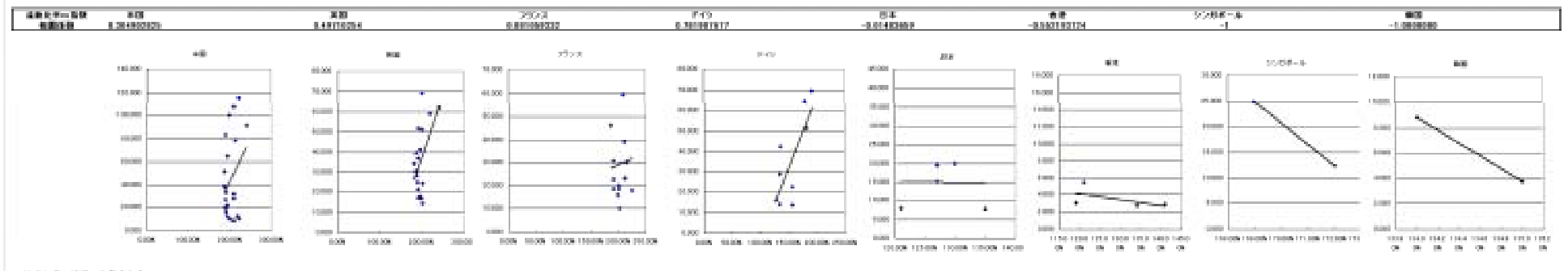
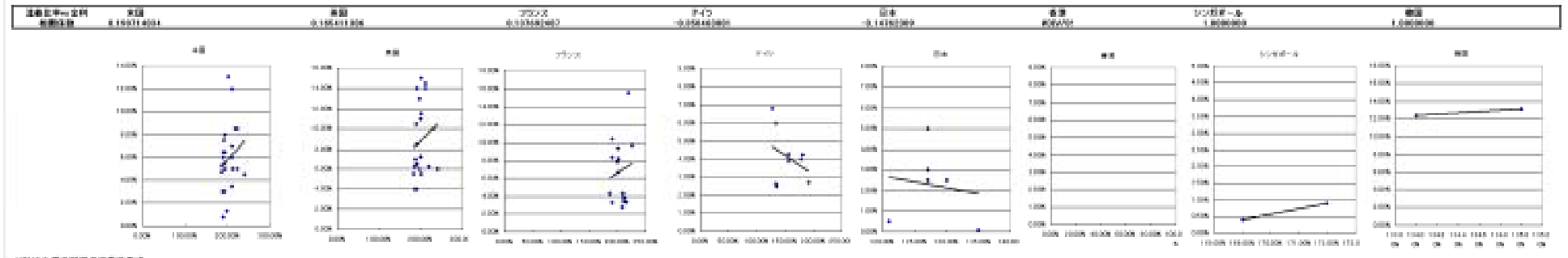
レバレッジ・レシオの株式	英国	ドイツ	フランス	イタリア	日本	香港	シンガポール	韓国
相関係数	0.418884814	0.148887181	0.887798891	0.887798891	0.887798891	0.887798891	0.887798891	-1.088888889



\* X軸は企業の時価の逆数を表す。

図表 7-34 流動比率 ～ 対金利及び株式指数 の相関係数～

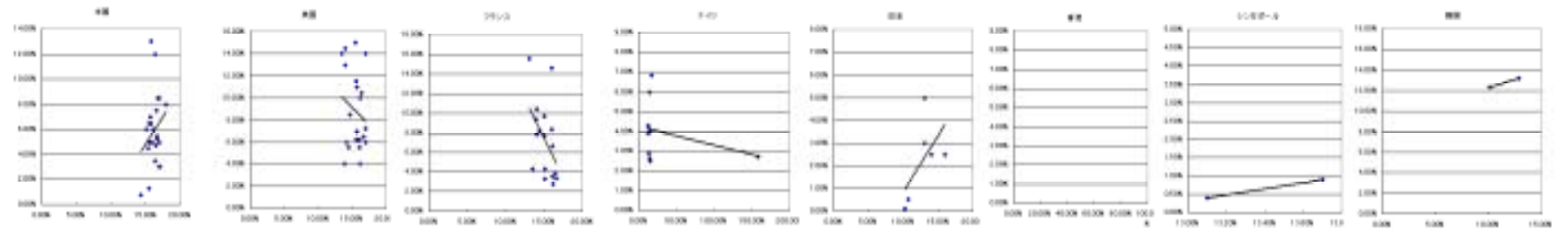
流動比率	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			中国		
	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数	流動比率	対金利	対株式指数
1980	205.000	13.00%	0.640	212.000	14.00%	0.215	219.000	15.51%	0.215	217.000	4.00%	0.578	223.000	5.00%	10.540	1.474	1.408	194.000	0.750	0.987	199.000	1.000	1.000	
1981	210.000	12.00%	0.750	212.000	14.00%	0.215	219.000	15.51%	0.215	217.000	4.00%	0.578	223.000	5.00%	10.540	1.474	1.408	194.000	0.750	0.987	199.000	1.000	1.000	
1982	222.000	8.00%	10.468	232.000	1.000%	14.866	230.000	0.00%	0.00%	230.000	8.00%	8.828	230.000	5.00%	13.788	0.784	0.784	230.000	0.00%	0.00%	230.000	0.00%	0.00%	
1983	248.000	8.00%	12.588	240.000	0.00%	12.588	240.000	0.00%	0.00%	240.000	0.00%	2.740	240.000	5.00%	18.044	0.875	0.875	240.000	0.00%	0.00%	240.000	0.00%	0.00%	
1984	194.000	8.00%	12.716	208.000	0.00%	10.202	208.000	0.00%	0.00%	208.000	4.21%	8.845	208.000	0.00%	13.042	1.200	1.200	208.000	0.00%	0.00%	208.000	0.00%	0.00%	
1985	195.000	7.00%	10.467	207.000	11.00%	14.126	207.000	0.00%	0.00%	207.000	4.21%	12.667	207.000	0.00%	10.238	1.732	1.732	207.000	0.00%	0.00%	207.000	0.00%	0.00%	
1986	192.000	8.00%	10.840	199.000	11.00%	10.780	199.000	7.79%	7.79%	199.000	3.99%	14.323	199.000	3.00%	10.381	2.968	2.968	199.000	0.00%	0.00%	199.000	0.00%	0.00%	
1987	198.000	8.00%	10.389	191.000	8.00%	13.127	200.000	0.22%	10.00%	200.000	2.99%	10.00%	200.000	2.50%	10.00%	2.903	2.903	200.000	0.00%	0.00%	200.000	0.00%	0.00%	
1988	194.000	8.00%	21.898	199.000	13.00%	13.034	199.000	1.90%	10.730	199.000	1.90%	10.730	199.000	2.90%	10.730	2.90%	2.90%	199.000	0.00%	0.00%	199.000	0.00%	0.00%	
1989	210.000	7.00%	27.832	207.000	18.00%	24.217	209.000	0.38%	20.01%	209.000	4.81%	17.964	209.000	4.29%	17.117	14.108	14.108	209.000	0.00%	0.00%	209.000	0.00%	0.00%	
1990	190.000	8.00%	20.197	191.000	14.00%	21.404	190.000	10.04%	15.00%	190.000	8.00%	13.982	190.000	0.00%	10.00%	0.00%	0.00%	190.000	0.00%	0.00%	190.000	0.00%	0.00%	
1991	210.000	5.00%	20.468	199.000	10.00%	24.927	222.000	0.70%	17.00%	222.000	8.99%	13.780	222.000	4.50%	22.984	4.292	4.292	222.000	0.00%	0.00%	222.000	0.00%	0.00%	
1992	192.000	3.00%	20.011	188.000	7.00%	20.480	191.000	10.48%	10.00%	191.000	8.19%	10.481	191.000	3.28%	23.868	13.700	13.700	191.000	0.00%	0.00%	191.000	0.00%	0.00%	
1993	198.000	3.00%	27.549	192.000	8.00%	24.184	191.000	0.08%	22.582	191.000	8.96%	22.582	191.000	1.79%	20.816	11.080	11.080	191.000	0.00%	0.00%	191.000	0.00%	0.00%	
1994	196.000	4.75%	20.344	196.000	8.25%	20.485	196.000	5.01%	10.01%	196.000	4.02%	20.086	196.000	1.79%	20.159	0.00%	0.00%	196.000	0.00%	0.00%	196.000	0.00%	0.00%	
1995	197.000	3.25%	21.711	197.000	8.50%	20.883	207.000	0.66%	10.720	207.000	3.00%	20.00%	207.000	0.00%	21.564	0.00%	0.00%	207.000	0.00%	0.00%	207.000	0.00%	0.00%	
1996	184.000	8.00%	24.422	196.000	4.00%	21.181	210.000	3.86%	23.187	210.000	0.89%	20.887	210.000	0.00%	10.488	6.89%	6.89%	210.000	0.00%	0.00%	210.000	0.00%	0.00%	
1997	212.000	5.00%	20.000	200.000	3.25%	21.282	210.000	3.37%	20.000	210.000	2.50%	40.487	210.000	0.00%	10.113	7.80%	10.723	210.000	0.00%	0.00%	210.000	0.00%	0.00%	
1998	240.000	4.50%	21.814	220.000	8.25%	20.000	210.000	3.46%	20.421	210.000	2.50%	50.00%	210.000	0.25%	10.548	0.00%	0.00%	210.000	0.00%	0.00%	210.000	0.00%	0.00%	
1999	222.000	8.00%	114.971	207.000	8.00%	20.000	206.000	2.71%	10.00%	206.000	2.71%	48.981	206.000	0.00%	10.00%	0.00%	0.00%	206.000	0.00%	0.00%	206.000	0.00%	0.00%	
2000	210.000	8.00%	107.080	241.000	8.00%	20.225	210.000	4.29%	20.284	210.000	179.00%	0.00%	0.00%	210.000	0.50%	0.00%	0.00%	210.000	0.00%	0.00%	210.000	0.00%	0.00%	
2001	198.000	1.25%	100.015	191.000	4.00%	22.134	190.000	4.22%	48.245	191.000	4.25%	51.00%	190.000	0.11%	7.00%	3.25%	11.00%	190.000	0.00%	0.00%	190.000	0.00%	0.00%	
2002	190.000	0.75%	103.414	188.000	4.00%	20.00%	191.000	3.39%	30.00%	191.000	3.31%	20.00%	191.000	0.11%	7.014	2.70%	0.00%	191.000	0.00%	0.00%	191.000	0.00%	0.00%	



図表 7-35 フリー・キャッシュフローレシオ ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

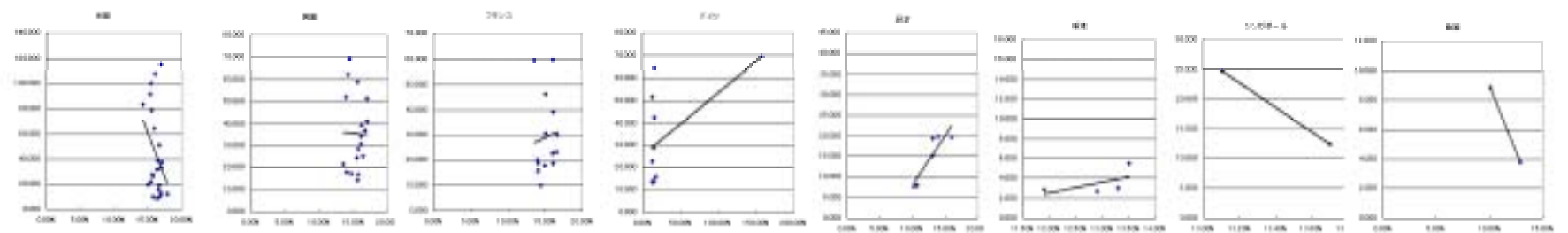
フリー・キャッシュフローレシオ	米国			英国			フランス			ドイツ			日本			香港			シンガポール			韓国						
	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数	相関係数	金利	株式指数					
1900	15.00%	13.00%	0.640	17.00%	14.00%		13.10%	12.21%		7.17%	4.00%		7.25%	8.79%				1.474					1.00%					
1901	14.40%	12.00%	0.350	14.00%	14.50%		13.10%	15.57%		3.50%	4.904		5.50%	10.540				1.408					1.313					
1902	14.80%	8.00%	10.480	10.20%	10.00%		10.90%	14.50%		3.00%	5.528		5.50%	13.780				0.704					1.290					
1903	13.00%	8.00%	12.888		9.00%			12.448		4.21%	7.790		5.00%	18.804				0.878					1.212					
1904	13.60%	8.00%	12.116		9.50%	12.322		11.848		4.25%	8.239		5.00%	13.042				1.200					1.425					
1905	14.60%	3.50%	15.487		15.80%	11.50%	14.120		9.95%		12.70%	4.31%	13.682		13.10%	5.00%	15.259		4.987				1.824					
1906	14.70%	8.00%	18.860		10.70%	11.00%	16.790		7.79%		3.88%	14.323		13.10%	3.00%	19.381		2.688					2.328					
1907	13.10%	8.00%	19.380		14.70%	8.50%	17.127		14.40%	8.22%	10.000		14.00%	2.50%	19.680			2.303					5.251					
1908	13.50%	8.50%	21.680		14.00%	13.00%	17.904		14.10%	7.82%	15.739		13.50%	2.92%	13.279			2.687			0.35%	8.537	9.572					
1909	13.70%	3.00%	23.322		14.50%	13.00%	24.227		14.80%	9.38%	20.071		14.00%	4.81%	13.854			4.83%		11.680			9.287					
1910	13.80%	8.00%	28.337		13.80%	14.00%	21.434		14.80%	8.00%	13.687		14.80%	6.00%	18.938			13.30%		3.02%			9.861					
1911	14.40%	3.50%	24.630		16.40%	10.50%	24.931		15.00%	9.70%	17.657		17.10%	8.64%	15.780			4.597			1.20%	12.145	10.62%	6.10%				
1912	13.00%	3.00%	33.071		10.70%	7.00%	28.460		14.10%	10.40%	18.570		8.18%	18.481		3.20%	23.849		13.80%		0.81%	13.70%	0.80%	12.40%	14.20%	6.704		
1913	13.10%	3.00%	37.841		16.10%	8.00%	34.184		16.90%	8.38%	22.682		8.66%	22.687		1.7%	38.846		11.88%		1.3%	20.887			11.80%	6.862		
1914	14.50%	4.75%	38.344		16.10%	8.25%	30.995		16.10%	8.9%	18.812		4.62%	25.085		1.7%	30.159		8.78%		0.85%	18.540			12.20%	10.274		
1915	16.70%	3.25%	31.171		17.10%	8.50%	28.893		16.70%	8.60%	18.720		12.70%	3.83%	23.329		0.00%	21.504		0.20%	10.07%		0.71%	18.172	10.70%	12.38%	8.829	
1916	16.00%	8.00%	44.483		13.00%	8.00%	41.180		14.80%	3.84%	23.787		14.80%	0.80%	30.887		0.00%	18.703		6.80%	13.81%		1.70%	18.847	10.70%	12.38%	8.812	
1917	15.40%	8.00%	79.020		13.00%	7.00%	51.580		14.60%	3.37%	28.689		14.60%	0.90%	42.487		0.00%	13.113		7.80%	10.72%		1.80%	18.077	12.80%	13.18%	3.783	
1918	15.40%	4.50%	61.814		15.60%	8.25%	58.020		16.10%	3.46%	38.427		16.10%	2.50%	50.854		0.00%	11.543		6.25%	10.048		1.70%	13.027	14.00%	14.08%	5.625	
1919	13.00%	8.00%	114.971		14.80%	8.50%	80.302		16.20%	2.7%	38.883		18.00%	2.71%	48.981		0.80%	8.894		7.30%	18.862		13.10%	0.40%	24.796	8.80%	10.28%	
2000	14.10%	8.00%	107.080		14.20%	8.00%	82.295		13.90%	4.28%	58.264		16.10%	4.00%	64.395		10.70%	0.80%	8.017		8.00%	18.080		2.40%	18.080	6.13%	5.04%	
2001	15.50%	1.25%	103.275		13.80%	4.00%	52.174		15.10%	4.26%	48.246		12.90%	4.25%	57.524		10.20%	0.10%	7.602		5.25%	11.587		0.85%	16.295	4.85%	4.937	
2002	14.30%	0.75%	68.416		16.20%	4.00%	39.404		15.10%	3.28%	30.639			3.21%	28.600			0.10%	7.516		2.70%	9.327			4.10%	6.274		

FreeCashFlowレシオ vs 金利	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
相関係数	0.247604387	-0.188704481	-0.488708179	-0.381233827	0.848882813	0.848882813	1.808882813	1.088882813



\* X軸は左側のラベルの単位を参照してください。

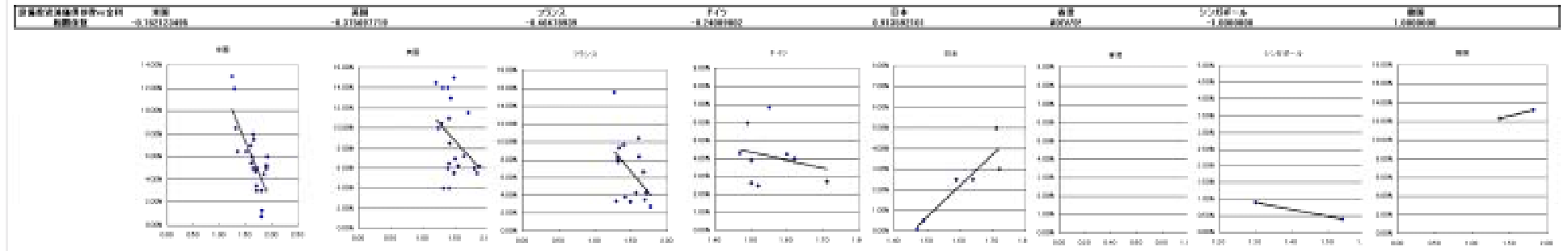
FreeCashFlowレシオ vs 株式指数	米国	英国	フランス	ドイツ	日本	香港	シンガポール	韓国
相関係数	-0.373025881	-0.327481371	0.848882813	0.848882813	0.848882813	0.848882813	-1	-0.388882813



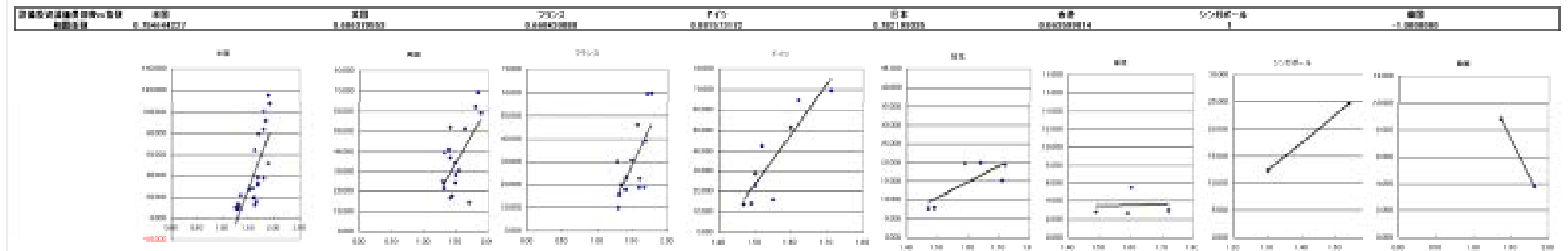
\* X軸は左側のラベルの単位を参照してください。

図表 7-36 設備投資対減価償却比率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

設備投資対減価償却比率	中国		韓国		マカオ		タイ		日本		香港		シンガポール		韓国	
	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数	設備投資対減価償却比率	対金利相関係数
1080	1.24	0.00%	0.640	1.30	14.00%	0.00%	12.01%	1.17%	4.00%	7.05%	0.57%	1.424	1.200	1.000	1.000	1.000
1081	1.29	12.00%	0.750	1.20	14.50%	0.00%	15.37%	3.50%	4.00%	5.50%	10.54%	1.408	1.310	1.310	1.310	1.310
1082	1.25	0.00%	1.040	1.24	10.00%	0.00%	14.00%	3.00%	0.00%	0.00%	13.70%	0.704	1.200	1.200	1.200	1.200
1083	1.20	0.00%	1.000	1.20	0.00%	0.00%	12.40%	4.00%	3.70%	0.00%	10.00%	0.670	1.210	1.210	1.210	1.210
1084	1.04	0.00%	1.210	1.04	0.00%	12.00%	11.40%	4.50%	0.00%	5.00%	13.04%	1.200	1.425	1.425	1.425	1.425
1085	1.08	10.00%	1.540	1.11	11.00%	14.10%	0.00%	1.41	4.00%	13.00%	10.20%	4.00%	1.304	1.304	1.304	1.304
1086	1.05	0.00%	1.000	1.01	11.00%	10.70%	7.00%	3.00%	14.00%	1.12	0.00%	10.00%	2.000	2.000	2.000	2.000
1087	1.02	0.00%	1.000	1.02	0.00%	17.10%	0.00%	2.00%	10.00%	1.04	0.00%	10.00%	2.000	2.000	2.000	2.000
1088	1.04	0.00%	21.00%	1.04	13.00%	17.00%	1.00%	3.00%	13.00%	1.00	0.00%	10.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1089	1.00	10.00%	21.00%	1.00	10.00%	24.20%	7.00%	0.00%	20.00%	4.00%	11.00%	1.00%	0.00%	0.00%	11.00%	0.00%
1090	1.05	0.00%	20.00%	1.01	14.00%	21.00%	0.00%	1.00%	0.00%	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
1091	1.10	0.00%	20.00%	1.05	10.00%	24.00%	1.40%	0.00%	13.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1092	1.10	0.00%	20.00%	1.00	10.00%	20.00%	1.40%	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1093	1.00	0.00%	21.00%	1.00	0.00%	21.00%	1.00%	0.00%	20.00%	1.00%	0.00%	11.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1094	1.00	4.70%	20.00%	1.00	0.00%	20.00%	4.00%	20.00%	1.00%	0.00%	20.00%	0.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1095	1.00	0.00%	21.00%	1.00	0.00%	20.00%	1.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	11.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1096	1.00	0.00%	21.00%	1.00	0.00%	21.00%	1.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	11.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1097	1.10	0.00%	21.00%	1.00	0.00%	21.00%	1.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	11.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1098	1.00	0.00%	21.00%	1.00	0.00%	20.00%	1.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	11.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
1099	1.00	0.00%	21.00%	1.00	0.00%	20.00%	1.00%	0.00%	20.00%	0.00%	0.00%	11.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
2000	1.00	0.00%	10.00%	1.00	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
2001	1.00	0.00%	10.00%	1.00	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
2002	1.00	0.00%	10.00%	1.00	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	0.00%	10.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%



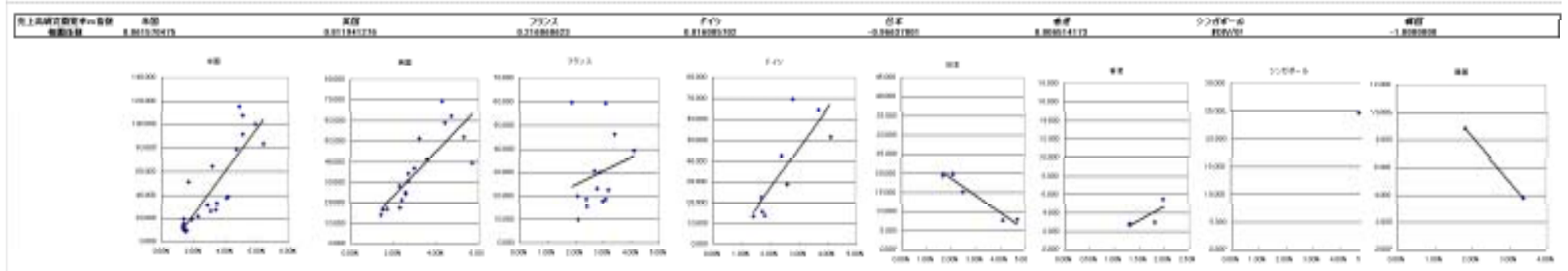
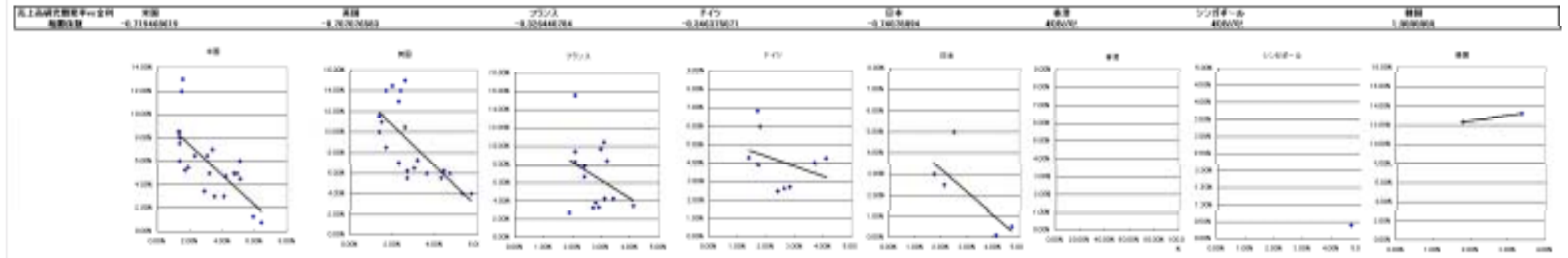
※ 1. 相関係数は必ずしも正の値を示す。



※ 1. 相関係数は必ずしも正の値を示す。

図表 7-37 売上高研究開発比率 ~ 対金利及び株式指数の相関係数 ~

売上高研究開発比率	英国			フランス			ドイツ			日本			韓国			シンガポール			韓国					
	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値	売上高研究開発比率	R <sup>2</sup>	平均値			
1990	1.8%	13.0%	8540	1.7%	14.0%	7116	2.1%	12.2%	10,000	7.7%	4,000	7.2%	8,570	1.4%	1,474	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1991	1.5%	12.0%	8750	2.0%	14.5%	7308	2.1%	12.2%	10,000	7.5%	4,964	5.0%	10,540	1.4%	1,400	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1992	1.4%	8.0%	10,468	1.4%	10.0%	7,008	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	5,028	5.0%	12,788	1.4%	1,784	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1993	1.3%	8.0%	12,988	1.4%	8.0%	7,008	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	4,214	3.7%	7,740	1.4%	1,808	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1994	1.4%	9.0%	12,118	1.4%	9.0%	7,008	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	4,258	3.0%	8,200	1.4%	1,808	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1995	1.4%	7.0%	15,467	1.4%	11.0%	14,128	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	4,214	12.8%	13,802	2.0%	3,008	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1996	1.8%	8.0%	18,860	1.8%	11.0%	16,780	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	3,888	14.3%	14,328	2.0%	3,008	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1997	1.4%	6.0%	19,358	1.7%	8.0%	17,127	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	2,808	10,000	21.0%	25,008	2.0%	2,508	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540
1998	2.3%	8.0%	21,888	2.3%	13.0%	17,904	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	3,828	15,728	2.8%	3,228	2.1%	2,308	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540
1999	3.4%	7.0%	27,332	2.6%	18.0%	24,227	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	4,814	17,804	4.2%	4,214	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540		
2000	3.1%	8.0%	26,337	2.6%	14.0%	21,434	2.4%	14.5%	10,000	7.0%	4,008	15,982	6.0%	16,928	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540		
2001	2.9%	3.0%	21,868	2.6%	10.5%	24,921	2.0%	8.7%	17,457	7.0%	4,848	15,780	4.5%	25,948	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540		
2002	3.0%	3.0%	23,211	2.3%	7.0%	28,448	2.0%	10.4%	18,818	8.1%	18,481	3.2%	23,848	2.0%	18,812	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1993	4.1%	3.0%	37,841	2.3%	5.0%	34,184	3.0%	8.3%	25,882	6.9%	25,882	1.7%	38,884	1.7%	38,884	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1994	4.0%	4.7%	38,344	2.3%	6.2%	36,695	2.4%	8.0%	18,812	4.8%	21,858	1.7%	30,150	1.8%	38,884	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1995	1.7%	2.2%	21,117	3.0%	8.0%	28,882	2.4%	8.0%	18,812	3.8%	22,538	0.8%	21,584	1.8%	38,884	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1996	3.2%	3.0%	44,400	3.0%	8.0%	41,188	2.4%	8.0%	18,812	2.6%	26,882	0.8%	18,708	1.8%	38,884	1.8%	11,860	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
1997	4.7%	5.0%	70,000	3.0%	7.2%	61,385	2.4%	3.7%	29,888	2.4%	29,888	42,407	0.8%	12,112	1.8%	38,884	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540		
1998	5.1%	4.5%	91,814	4.4%	6.2%	88,000	4.1%	3.4%	39,427	2.5%	50,004	0.8%	11,542	1.8%	38,884	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540			
1999	4.8%	6.0%	114,817	4.3%	8.0%	88,302	1.8%	2.7%	88,881	2.8%	2.7%	88,881	0.8%	8,884	1.8%	38,884	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540		
2000	5.1%	6.0%	107,888	4.7%	6.0%	82,225	3.1%	4.2%	88,284	3.7%	4.0%	84,338	0.8%	8,817	1.8%	38,884	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540		
2001	5.9%	1.2%	100,215	5.0%	4.0%	82,174	3.4%	4.5%	88,248	4.1%	4.5%	51,004	4.1%	0.1%	7,682	1.8%	38,884	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540	
2002	6.4%	0.7%	82,418	5.7%	4.0%	88,404	2.7%	3.2%	88,000	3.2%	28,000	0.1%	3,110	1.8%	38,884	1.8%	13.0%	8540	1.8%	13.0%	8540			

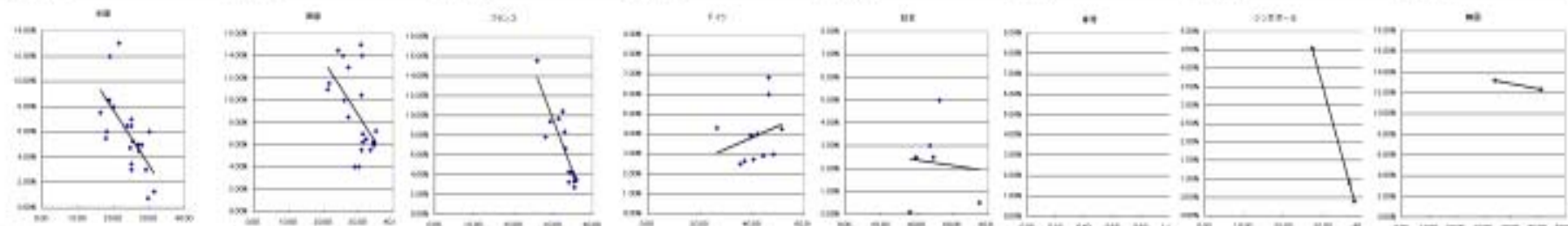


図表 7-38 設立からの期間 ～ 対 金利及び株式指数 の相関係数 ～

国ごとの業績

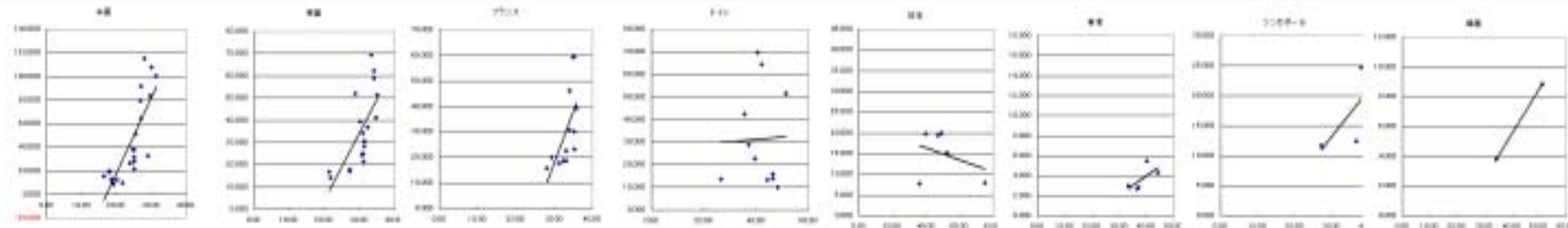
年度	中国			韓国			インド			インドネシア			日本			台湾			シンガポール			韓国		
	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)	売上高(百万円)	営業利益(百万円)	営業利益率(%)
1990	27.70	12,008	43.40	25.70	14,008																			
1991	18.20	12,008	65.98	24.20	14,008																			
1992	18.90	8,504	45.00	28.10	10,008																			
1993	18.90	5,504	29.12																					
1994	20.70	8,208	39.65																					
1995	14.40	7,504	52.04	21.30	11,504	141.28																		
1996	17.90	5,504	30.75	21.30	11,008	51.92																		
1997	18.20	5,008	27.52	27.20	6,512	23.94																		
1998	28.20	8,504	30.16	27.20	13,008	47.82																		
1999	28.10	7,804	27.77	30.70	15,008	48.88																		
2000	22.90	6,504	28.39	31.20	14,008	44.89																		
2001	28.20	3,504	12.43	30.80	10,508	34.12																		
2002	28.10	3,004	10.70	31.40	7,504	23.89																		
2003	25.10	3,004	11.97	30.80	5,504	17.87																		
2004	24.70	4,704	19.04	31.40	6,208	19.77																		
2005	28.60	5,204	18.20	32.40	6,504	20.07																		
2006	27.10	5,904	21.79	34.30	6,804	19.83																		
2007	28.90	5,904	20.43	35.10	7,208	20.54																		
2008	27.20	4,904	17.99	34.20	6,204	18.14																		
2009	28.10	5,904	21.01	33.40	5,504	16.48																		
2010	30.10	6,804	22.61	34.20	6,804	19.89																		
2011	31.80	7,804	24.54	28.80	4,804	16.68																		
2012	28.70	6,704	23.36	33.10	4,804	14.51																		

国ごとの業績(百万円)	中国	韓国	インド	インドネシア	日本	台湾	シンガポール	韓国
売上高	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294
営業利益	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121



※1期比企業の時価の推移を示す。

国ごとの業績(百万円)	中国	韓国	インド	インドネシア	日本	台湾	シンガポール	韓国
売上高	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294	2,824,294
営業利益	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121	1,212,121



※1期比企業の時価の推移を示す。



## 1. まとめ

本章では企業の様々な特徴が敵対的買収の発生にどの様に影響を及ぼしているのかを検証した。被敵対的買収企業を敵対的買収企業・被友好的買収企業と比較したところ、日本において敵対的買収を受けた企業の個別的特徴が敵対的買収発生の要因につながっていたと考えられる。それに加え、金利や株式市場とも相関関係が見られた事から経済的要因も影響を及ぼしたことが推測できた。これら敵対的買収の発生要因を分析結果からまとめた場合、日本においては、**株価、株価収益率、企業価値、売上高成長率、売上高経常利益率、フリー・キャッシュフローレシオ、及び設立からの年数が敵対的買収の発生に最も影響を及ぼしていると考えられる。**つまり、財務データの5つの分野で見た場合、各分野に位置づけられている特徴が敵対的買収の発生要因となっているとみられ、ある特定の分野が敵対的買収の発生に大きく寄与しているとは言い難い。

最後に本章までの相関係数を国別で高い順からランキングした結果をまとめた。ランキングを行った相関係数は下記の2通りの比較を含んでいる。

比較1：各相関関係のランキング（マイクロ要因対マイクロ要因）（図表 7-39）

- 1) 被敵対的買収企業と被友好的買収企業
- 2) 被敵対的買収企業と敵対的買収企業

比較2：各相関関係のランキング（マクロ要因対マイクロ要因）（図表 7-40）

- 1) 被敵対的買収企業とマクロ要因

図表 7-39 各相関関係ランキング(マイクロ要因)

正相関		負相関		2222		F12		
1	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	0.99089	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.98089	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	0.99044	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.99999
2	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.98785	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.98029	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.97958	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	0.99915
3	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.96638	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	0.97778	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	0.96792	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.98778
4	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs友好的相関係数	0.96081	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.97288	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.96783	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.98260
5	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.94599	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.96923	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	0.96618	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.98115
6	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	0.93475	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.96527	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	0.96584	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	0.93408
7	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.91448	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.94678	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.96227	株主の権限(2年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.93221
8	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.91271	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.93221	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.95778	株主の権限(2年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.92810
9	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.91173	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	0.91284	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.94245	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.91903
10	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	0.89279	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89297	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.93491	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.91151
11	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	0.87649	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	0.89020	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.90545	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.99338
12	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.85497	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.89767	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.87413	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	0.99531
13	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.85488	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.87551	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.87158	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	0.99306
14	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.85128	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.86889	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.86889	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.98148
15	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.84386	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs友好的相関係数	0.86314	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	0.82447	流動比率: 対外的vs友好的相関係数	0.89033
16	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.84298	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.86208	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.80183	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.88285
17	RDE: 対外的vs友好的相関係数	0.80918	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.84278	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.78263	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	0.87768
18	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.79418	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.83848	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.74784	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.84278
19	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	0.78732	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	0.82626	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.69693	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	0.85862
20	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.75778	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	0.81168	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs友好的相関係数	0.68448	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.86204
21	企業からの報酬: 対外的vs寛容企業相関係数	0.73281	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.80435	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.64988	配当性向: 対外的vs友好的相関係数	0.82776
22	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	0.71531	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	0.78765	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	0.63511	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.82445
23	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.43472	企業からの報酬: 対外的vs寛容企業相関係数	0.77451	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	0.62488	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.91820
24	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.41743	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.75471	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	0.62810	RDE: 対外的vs友好的相関係数	0.91475
25	流動比率: 対外的vs友好的相関係数	0.40831	配当性向: 対外的vs友好的相関係数	0.71493	RDE: 対外的vs友好的相関係数	0.60124	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs友好的相関係数	0.48451
26	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.39245	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	0.62783	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.57834	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	0.82281
27	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.33089	流動比率: 対外的vs友好的相関係数	0.61409	流動比率: 対外的vs友好的相関係数	0.57247	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.91922
28	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	0.33013	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	0.59028	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.53874	企業からの報酬: 対外的vs寛容企業相関係数	0.92937
29	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	0.09248	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.57718	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.50613	企業からの報酬: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89512
30	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.09581	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.54407	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.48227	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.88836
31	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	0.04879	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	0.42977	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.24795	PER: 対外的vs友好的相関係数	-0.27339
32	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.88942	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	0.32864	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	0.08890	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.34674
資本		負債		シールド		環境		
1	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.99288	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.99648	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.00688	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
2	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.99151	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	0.97674	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	1.00688	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
3	RDE: 対外的vs友好的相関係数	0.99048	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.97681	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	1.00688	PER: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
4	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.98953	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.96728	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	1.00688	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
5	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.97884	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	0.96228	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.00688	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
6	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.97782	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.95784	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	1.00688	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
7	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	0.91251	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.92675	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	1.00688	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
8	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	0.91078	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.92634	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	1.00688	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
9	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89427	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89664	配当性向: 対外的vs友好的相関係数	1.00688	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
10	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.87483	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89188	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.99184	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
11	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	0.86914	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.86421	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	0.96725	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
12	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.82528	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	0.85072	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	0.96703	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
13	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.81385	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	0.75583	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.94544	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
14	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.74678	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.69588	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.89448	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
15	企業からの報酬: 対外的vs寛容企業相関係数	0.75255	RDE: 対外的vs友好的相関係数	0.64778	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	0.86848	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
16	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89091	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.61793	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	0.63634	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
17	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	0.89100	流動比率: 対外的vs友好的相関係数	0.61378	株主の権限(3年前): 対外的vs寛容企業相関係数	0.48580	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
18	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	0.89032	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs友好的相関係数	0.58381	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	0.25822	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
19	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.64724	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.54095	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	-0.26445	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
20	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.61643	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	0.49884	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.64529	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	1.89300
21	配当性向: 対外的vs友好的相関係数	0.61088	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	0.44441	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	-0.73583	売上高成長率: 対外的vs友好的相関係数	1.89300
22	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.60807	企業価値: 対外的vs友好的相関係数	0.24318	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.97738	配当性向: 対外的vs友好的相関係数	-1.89300
23	レバレッジ・レシオ: 対外的vs寛容企業相関係数	0.51123	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs寛容企業相関係数	0.11471	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	-1.00688	企業からの報酬: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.89300
24	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	0.38986	配当性向: 対外的vs寛容企業相関係数	0.02413	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	-1.00688	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	-1.89300
25	PER: 対外的vs友好的相関係数	0.37873	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	-0.21678	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.00688	PER: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.89300
26	レバレッジ・レシオ: 対外的vs友好的相関係数	0.37381	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	-0.33717	企業価値: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.00688	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	#DIV/0!
27	Free Cash Flow Ratio: 対外的vs友好的相関係数	0.21588	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs友好的相関係数	-0.45238	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	-1.00688	株主の権限(3年前): 対外的vs友好的相関係数	#DIV/0!
28	RDE: 対外的vs寛容企業相関係数	0.19584	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.64288	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.00688	株主の権限(2年前): 対外的vs友好的相関係数	#DIV/0!
29	流動比率: 対外的vs寛容企業相関係数	0.17625	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	-0.66282	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.00688	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	#DIV/0!
30	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	-0.13014	企業からの報酬: 対外的vs友好的相関係数	-0.72948	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	#DIV/0!	株主の権限(1年前): 対外的vs友好的相関係数	#DIV/0!
31	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.28939	設備投資減損額比率: 対外的vs友好的相関係数	-0.84223	売上高研究開発比率: 対外的vs寛容企業相関係数	#DIV/0!	株主の権限(1年前): 対外的vs寛容企業相関係数	#DIV/0!
32	売上高成長率: 対外的vs寛容企業相関係数	-0.21048	設備投資減損額比率: 対外的vs寛容企業相関係数	-1.00688	売上高研究開発比率: 対外的vs友好的相関係数	#DIV/0!	株主の権限(3ヶ月): 対外的vs寛容企業相関係数	#DIV/0!

図表 7-40 各相関関係ランキング(マクロ要因)

米国		英国		フランス		ドイツ		
1	売上高成長率vs指数 相関係数	0.91148	売上高成長率vs指数 相関係数	0.92980	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	0.97786	PBRvs指数 相関係数	0.90028
2	PERvs指数 相関係数	0.89450	PERvs指数 相関係数	0.89182	PERvs指数 相関係数	0.78783	PERvs指数 相関係数	0.89834
3	売上高研究開発率vs指数 相関係数	0.86157	FBRvs指数 相関係数	0.82239	売上高経常利益率vs指数 相関係数	0.77189	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	0.89157
4	企業価値vs指数 相関係数	0.83790	売上高研究開発率vs指数 相関係数	0.81184	企業価値vs指数 相関係数	0.74794	売上高研究開発率vs指数 相関係数	0.81668
5	創業からの期間vs指数 相関係数	0.80931	企業価値vs指数 相関係数	0.80712	FBRvs指数 相関係数	0.74582	株価の推移(2年前)vs指数 相関係数	0.80542
6	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	0.75454	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	0.74651	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	0.69643	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	0.80112
7	PERvs指数 相関係数	0.74539	売上高経常利益率vs指数 相関係数	0.71847	株価の推移(3年前)vs指数 相関係数	0.66283	流動比率vs指数 相関係数	0.78195
8	売上高経常利益率vs指数 相関係数	0.71113	創業からの期間vs指数 相関係数	0.70149	創業からの期間vs指数 相関係数	0.62269	売上高成長率vs指数 相関係数	0.80239
9	ROEvs指数 相関係数	0.69896	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	0.60638	売上高成長率vs指数 相関係数	0.61071	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	0.57048
10	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	0.49595	流動比率vs指数 相関係数	0.49710	ROEvs全利 相関係数	0.44638	売上高経常利益率vs指数 相関係数	0.56218
11	株価の推移(3年前)vs指数 相関係数	0.38283	配当性vs全利 相関係数	0.43283	配当性vs全利 相関係数	0.26268	企業価値vs指数 相関係数	0.40564
12	配当性vs全利 相関係数	0.38367	ROEvs指数 相関係数	0.27841	売上高研究開発率vs指数 相関係数	0.21686	創業からの期間vs全利 相関係数	0.39457
13	流動比率vs指数 相関係数	0.38490	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	0.16972	流動比率vs全利 相関係数	0.17689	配当性vs指数 相関係数	0.28318
14	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	0.24765	流動比率vs全利 相関係数	0.16541	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	0.09289	創業からの期間vs指数 相関係数	0.15168
15	流動比率vs全利 相関係数	0.19871	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	0.13085	流動比率vs指数 相関係数	0.09186	ROEvs全利 相関係数	0.13255
16	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	0.18918	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	0.11445	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	0.04194	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	0.12793
17	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	0.05282	株価の推移(3年前)vs指数 相関係数	0.03879	配当性vs指数 相関係数	-0.01598	ROEvs指数 相関係数	0.12161
18	株価の推移(2年前)vs全利 相関係数	0.00794	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	-0.02348	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	-0.03878	企業価値vs全利 相関係数	-0.30708
19	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	-0.02729	配当性vs指数 相関係数	-0.09773	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	-0.04476	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	-0.34477
20	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	-0.04539	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	-0.09615	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	-0.11274	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	-0.14017
21	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-0.06881	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	-0.15875	ROEvs指数 相関係数	-0.14893	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	-0.15071
22	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	-0.17937	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-0.22881	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	-0.20207	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-0.20127
23	PERvs全利 相関係数	-0.21814	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	-0.20885	売上高研究開発率vs全利 相関係数	-0.20844	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	-0.24089
24	企業価値vs全利 相関係数	-0.23981	ROEvs全利 相関係数	-0.25937	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	-0.25878	PERvs全利 相関係数	-0.26319
25	ROEvs全利 相関係数	-0.24299	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	-0.21579	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	-0.46479	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	-0.30134
26	配当性vs指数 相関係数	-0.36445	企業価値vs全利 相関係数	-0.43215	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-0.61487	売上高研究開発率vs全利 相関係数	-0.34658
27	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	-0.32559	PERvs全利 相関係数	-0.48285	FBRvs全利 相関係数	-0.62295	流動比率vs全利 相関係数	-0.35048
28	売上高成長率vs全利 相関係数	-0.42837	創業からの期間vs全利 相関係数	-0.55882	企業価値vs全利 相関係数	-0.64388	配当性vs全利 相関係数	-0.36458
29	PERvs全利 相関係数	-0.54347	売上高成長率vs全利 相関係数	-0.62889	PERvs全利 相関係数	-0.66482	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	-0.39548
30	創業からの期間vs全利 相関係数	-0.66835	PERvs全利 相関係数	-0.66489	売上高成長率vs全利 相関係数	-0.74683	PBRvs全利 相関係数	-0.26035
31	売上高研究開発率vs全利 相関係数	-0.71947	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	-0.69628	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	-0.80287	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	-0.82288
32	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	-0.76212	売上高研究開発率vs全利 相関係数	-0.70788	創業からの期間vs全利 相関係数	-0.69683	売上高成長率vs全利 相関係数	-0.75488

日本		香港		シンガポール		韓国		
1	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	0.96496	FBRvs全利 相関係数	0.97722	流動比率vs全利 相関係数	1.00088	流動比率vs全利 相関係数	1.00088
2	ROEvs指数 相関係数	0.94377	売上高研究開発率vs指数 相関係数	0.80681	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	1.00088	PBRvs全利 相関係数	1.00088
3	売上高成長率vs指数 相関係数	0.90171	売上高経常利益率vs指数 相関係数	0.76657	売上高経常利益率vs指数 相関係数	1.00088	PERvs指数 相関係数	1.00088
4	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	0.91259	創業からの期間vs指数 相関係数	0.73285	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	1.00088	売上高経常利益率vs指数 相関係数	1.00088
5	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	0.90278	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	0.69170	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	1.00088	配当性vs指数 相関係数	1.00088
6	株価の推移(3年前)vs指数 相関係数	0.88788	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	0.64488	配当性vs全利 相関係数	1.00088	創業からの期間vs指数 相関係数	1.00088
7	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	0.78220	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	0.60999	PERvs指数 相関係数	1.00088	ROEvs指数 相関係数	1.00088
8	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	0.76111	売上高成長率vs指数 相関係数	0.59816	創業からの期間vs指数 相関係数	1.00088	企業価値vs指数 相関係数	1.00088
9	売上高成長率vs全利 相関係数	0.73795	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	0.56799	FBRvs指数 相関係数	0.98079	売上高成長率vs指数 相関係数	1.00088
10	ROEvs全利 相関係数	0.68437	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	0.39693	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	0.88482	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	1.00088
11	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	0.66848	配当性vs指数 相関係数	0.31994	企業価値vs全利 相関係数	0.76583	売上高研究開発率vs全利 相関係数	1.00088
12	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	0.68785	PERvs指数 相関係数	0.25587	株価の推移(3年前)vs指数 相関係数	0.71281	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	1.00088
13	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	0.58994	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	0.23819	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	0.62281	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	1.00088
14	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	0.56458	ROEvs全利 相関係数	0.14883	ROEvs指数 相関係数	0.10379	売上高成長率vs全利 相関係数	-1.00088
15	PERvs指数 相関係数	0.46976	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	0.06380	企業価値vs指数 相関係数	0.06382	創業からの期間vs全利 相関係数	-1.00088
16	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	0.17475	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	0.06878	FBRvs全利 相関係数	-0.46555	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-1.00088
17	配当性vs指数 相関係数	0.08812	株価の推移(1年前)vs指数 相関係数	0.02385	ROEvs全利 相関係数	-0.58420	企業価値vs全利 相関係数	-1.00088
18	流動比率vs指数 相関係数	-0.01484	ROEvs指数 相関係数	-0.10143	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	-0.90888	ROEvs全利 相関係数	-1.00088
19	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	-0.04703	PERvs指数 相関係数	-0.54889	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	-0.98882	PERvs全利 相関係数	-1.00088
20	創業からの期間vs全利 相関係数	-0.09457	流動比率vs指数 相関係数	-0.55219	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	-0.99679	PBRvs指数 相関係数	-1.00088
21	流動比率vs全利 相関係数	-0.14782	企業価値vs指数 相関係数	-0.81822	創業からの期間vs全利 相関係数	-1.00088	配当性vs全利 相関係数	-1.00088
22	PERvs全利 相関係数	-0.26983	企業価値vs全利 相関係数	-0.86243	配当性vs指数 相関係数	-1.00088	売上高研究開発率vs指数 相関係数	-1.00088
23	PERvs全利 相関係数	-0.21830	売上高経常利益率vs全利 相関係数	#DIV/0!	PERvs全利 相関係数	-1.00088	レバレッジ・レシオvs指数 相関係数	-1.00088
24	創業からの期間vs指数 相関係数	-0.34566	売上高研究開発率vs全利 相関係数	#DIV/0!	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	-1.00088	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	-1.00088
25	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-0.51186	PERvs全利 相関係数	#DIV/0!	売上高経常利益率vs全利 相関係数	-1.00088	設備投資減価償却率vs指数 相関係数	-1.00088
26	配当性vs全利 相関係数	-0.51831	売上高成長率vs全利 相関係数	#DIV/0!	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	-1.00088	流動比率vs指数 相関係数	-1.00088
27	企業価値vs全利 相関係数	-0.51847	配当性vs全利 相関係数	#DIV/0!	FreeCashFlowRatio vs指数 相関係数	-1.00088	株価の推移(3ヶ月)vs全利 相関係数	#DIV/0!
28	売上高経常利益率vs指数 相関係数	-0.62437	流動比率vs全利 相関係数	#DIV/0!	流動比率vs指数 相関係数	-1.00088	株価の推移(3ヶ月)vs指数 相関係数	#DIV/0!
29	企業価値vs指数 相関係数	-0.66498	レバレッジ・レシオvs全利 相関係数	#DIV/0!	売上高研究開発率vs全利 相関係数	#DIV/0!	株価の推移(1年前)vs全利 相関係数	#DIV/0!
30	売上高研究開発率vs全利 相関係数	-0.74878	FreeCashFlowRatio vs全利 相関係数	#DIV/0!	売上高研究開発率vs指数 相関係数	#DIV/0!	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	#DIV/0!
31	PERvs指数 相関係数	-0.80475	創業からの期間vs全利 相関係数	#DIV/0!	売上高成長率vs全利 相関係数	#DIV/0!	株価の推移(3年前)vs全利 相関係数	#DIV/0!
32	売上高研究開発率vs指数 相関係数	-0.86830	設備投資減価償却率vs全利 相関係数	#DIV/0!	売上高成長率vs指数 相関係数	#DIV/0!	株価の推移(2年前)vs指数 相関係数	#DIV/0!

日本でのランキングの結果は以下の通りである。ミクロ要因対ミクロ要因では、被敵対的買収企業と敵対的買収企業の売上高研究開発費比率の相関が最も高く（0.992）、続き、被敵対的買収企業の株価の推移（3年前）と敵対的買収企業の相関係数（0.991）、被敵対的買収企業の ROE と被友好的買収企業の相関係数（0.990）となっている。相関が高いという事は、各要因が連動して推移しているということである。特に日本では、売上高研究開発費比率や株価の推移は買収企業側が高いことから、この特徴は日本での敵対的買収企業の発生要因として挙げられるだろう。他方、被敵対的買収企業と敵対的買収の相関関係があまり見られなかった売上高成長率（-0.31）や売上高経常利益率（-0.28）、流動比率（0.17）などは、日本において敵対的買収の発生要因の特徴と言えない。

続いて、マクロ要因対ミクロ要因では、被敵対的買収企業の株価の推移（3年前）対金利の相関係数が 0.96 と高く、株価の推移及び金利が低下しているときに敵対的買収は発生していると思える。続いて、ROE 対 株価指数（0.94）、売上高成長率対 株価指数（0.93）となっていることから、ROE や売上高成長率が株式市場と連動している企業は敵対的買収の対象になっていると思われる。他方、逆相関関係が大きく見られる売上高研究開発費比率 対 株価指数（-0.96）、PER 対 株価指数（-0.82）では株価指数が下落（上昇）している時に売上高研究開発費比率や PER が高い（低い）企業が敵対的買収の対象になっている事が分かる。売上高研究開発費比率 対 金利（-0.74）では金利が低下するにつれ、売上高研究開発費比率は上昇し、敵対的買収の発生に影響を及ぼしていると理解できる。

本研究で明らかにした日本のランキング結果は、他国と異なる。しかし、現在の日本と他国との相関関係が違うからといって、今後、日本でも歴史的や経済的な環境が変わるにつれ、他国と類似してくる可能性は否定できないと考えられる。

## 第 8 章 敵対的買収の事例研究

第 4 章~第 7 章までは敵対的買収の発生要因をマクロレベルからミクロレベルまで考察し、各要因の相関関係を分析した。続いて、第 8 章ではこれらの結果をもとに、海外及び日本における敵対的買収の成功事例と失敗事例を考察し、更に個別での発生要因を詳しく検証する事を目的とする。特に「第 2 章 3 節 敵対的買収の成功プロセス」を念頭に置きながら、各要因がどのように敵対的買収の成功もしくは失敗に結びついているかに焦点を絞る。事例研究に当たっては、図表 8 - 1 でみられるように、国内外で発生した敵対的買収を抽出し、Out-In (3 件)、Out-Out (2 件)、In-In (1 件) の各事例で敵対的買収に成功もしくは失敗した各形態を中心に検証してみる。

図表 8-1 事例研究の概説

事例 #	形態	被敵対的買収企業	買収企業	成功 / 失敗
事例 1	Out-In	ミネベア	Trafalgar & Glen International	失敗
事例 2	Out-In	エスエス製薬	Boehringer	成功
事例 3	Out-In	IDC	Cable & Wireless	成功
事例 4	Out-Out	Lotus	IBM	成功
事例 5	Out-Out	Mannesmann	Vodafone	成功
事例 6	In-In	昭栄	M&A コンサルティング	失敗

これらの案件をもう少し説明しよう。まず、外国企業同士の敵対的買収の事例として米国の IBM による米国 Lotus の敵対的買収と、英国の Vodafone によるドイツ Mannesmann を挙げてみる。両社とも敵対的買収には成功しているが、結果が大きく異なることが分かる。次に外国企業による日本企業の敵対的買収では Cable&Wireless による IDC の敵対的買収と Boehringer Ingelheim によるエスエス製薬の敵対的買収を成功事例として挙げる。両社とも敵対的買収を実行する以前に被敵対的買収企業の株式を保有しており友好的買収の形態に移行している事が成功の鍵となっている。他方、外国企業による日本企業の敵対的買収の失敗例として Trafalgar によるミネベアの敵対的買収が挙げられる。そして、最後に国内企業による国内企業に対する敵対的買収として M&A コンサルティングによる昭栄の事例が挙げられる。M&A コンサルティングは事前に昭栄の株主であったが、敵対的買収を仕掛けた際に筆頭株主の理解が得られず、結果としては株式保有構造が敵対的買収の防衛の役割を果たしたことが、失敗につながった最大の要因であったと思われる。

これらの事例研究を通じて、第 4 章~7 章で検証した敵対的買収の発生要因を裏付けられるのに加え、今後日本における敵対的買収の成功方法が導き出せると考えられる。

## データの抽出方法

各事例での情報及びデータは、主に有価証券報告書、ブルームバーグやロイターなどの情報機関、新聞や雑誌に掲載されている記事、法務書類などの公開記録等から引用した。直接引用している部分は脚注に明記している。

## 第1節 事例1：Out-Inの失敗例（1985年）

### 「Trafalgar & Glen Internationalのミネベアに対する敵対的買収 ～ダブル・スタンダード～」

被敵対的買収企業	買収企業	形態	発生年度																
Minebea	Trafalgar	Out-In 失敗例	1985年	株価の推移 (%)			PER (x)	EV (億円)	PBR (x)	ROE (%)	Div. Ratio	Sales Growth (%)	売上 経常 (%)	R&D (%)	Capex (%)	Lev. Ratio	Current Ratio	Cash Flow Ratio	設立からの期間 (年)
被敵対的買収企業	Minebea			5.1	17.1	33	46.1	376	1.30	5.7	0.209	5.9	3.97	0.25	1.71	0.171	1.27	0.131	52.5
買収企業	Trafalgar / Glen International			NA	NA	NA	47.2	NA	1.41	NA	NA	NA	NA	NA	NA			NA	7.1

## 1. 沿革

1985年に米国の投資会社であるTrafalgar（以下、トラファルガー）と英国のGlen International（以下、グレン）がミネベアに対して敵対的買収を仕掛けた。この件は、敵対的買収が外国企業もしくは投資家によって仕掛けられた場合、日本では成功しにくいことを裏付けたという点で大きな意味をもつ。

ミネベアが注目を浴びたのも、実はこのミネベア事件に対する敵対的買収の発生以前の1980年にも外国人による敵対的買収の未遂事件が発生しており、この時に外国人投資家による日本政府に対する攻撃が始まり、大きな政治的な影響を及ぼした経緯があるからである。

1980年に発生した片倉工業の株式買占め事件をまず見てみる。香港の投資家であるワングが片倉工業の株式を5%以上買い占めたことにあたり、大蔵省が急遽、国家安全との大義の下、外国人投資家による片倉工業の株式の取得・所有を許可しなかったのである。この結果、外国人投資家は日本政府に対して、外国人投資家のみに対する日本企業買収への名指しの「規制」は市場規律を乱すと市場の公平性を訴え、大きな反響を巻き起こした。

そして、トラファルガーとグレンによるミネベアの敵対的買収の発生した1985年には、日本はバブル経済に入った時期であり、日本企業の国際的競争力が高まり、In-Out型買収、即ち日本企業による海外企業の買収が相次いだ時期でもある。したがって、外国企業及び投資家は、自国企業は日本企業に次々に買収されているのに、日本政府は外国人投資家比率が高まると、市場の公平性を保つよりは外国企業による日本企業の買収を阻止する傾向があると、日本の政府を批判していた。日本政府は「ダブル・スタンダード」と非難され、日本企業は「究極の経営力 Superior Japanese Management Practices」と海外で言われていた。その裏には、日本政府と日本企業が結託し買収を防衛する戦略がある、と思われる部分が多かったと推測できる。そして日本企業は買収を「悪」と思っているのならば、なぜ海外企業を次々と買収しているのかと批判が集まった。

海外から見ると、ミネベアに仕掛けられた敵対的買収は明らかに日本にダブル・スタンダードが存在する事を裏付けたものであった。というのも、当時、ミネ

ベアは数ヶ月に渡り三協精機の買収を交渉していた。同時に米国の有力なベアリング会社をユーロ市場から資金調達した1億ドル(当時の約260億円)を用い、買収したばかりでもあった。その時、ユーロ市場の資金調達のシンジケートを住友銀行が担当したのだが、同行はミネベアに対し「調達した資金は海外企業の買収のみに充てられるべきであり、国内企業の買収には使用されてはならない」<sup>46</sup>との条件を組み入れていた。住友銀行の発言により、ミネベアの高橋社長は三協精機の買収動機に関して、「日本における労働費が高まる中、三協精機の買収に成功すれば、生産拠点を東南アジアに移転でき、結果としては収益率が高まる」<sup>47</sup>と発表している。高橋社長の発表を期に、トラファルガーの広報は米国で「彼らが米国に対して正当に投資(買収)を行えるのならば、我々も日本企業を対象に同じく投資(買収)する権利があるのではないか」<sup>48</sup>と発表していた。

## 2. 外国人投資家による日本企業に対する敵対的買収の挑戦

そして、1985年の8月にトラファルガーはミネベアに対して(敵対的)買収を仕掛けると発表したのである。その方法は、英国の証券会社であるグレンを通じてミネベアの株式、転換社債及びワラントを混合的に取得する形であり、その結果、トラファルガーは23%の株式を保有する筆頭株主になり、新たに過半数以上の株式の取得を目指すとのシナリオであった。後ほど分かったことだが、敵対的買収を行う10日前に、グレンはトラファルガーが保有するミネベアの株式、転換社債及びワラントをミネベアに買値の2倍に当たる1150円で買い取って欲しいと打診しているが、断られた結果、トラファルガーへの売却に至ったのである。

更なる株式取得を発表した同日、トラファルガーはグレン、外資系証券会社お呼び丸三証券を通じて1千万株を取得した。トラファルガーは経営陣の協力(買収に対する同意)を求めていたが、同意が得られなくても(敵対的)買収を実行すると発表した。ミネベアは決算期の株主名簿に両社が株主として明記されておらず突然の株式取得に抵抗を感じていると返事をした。

ミネベアが三協精機の株式の取得(買収)を発表した同日に、トラファルガーはミネベアの株式の取得を発表した。なぜ、この時期なのかに対しても疑問はあがった。米国の投資銀行であるファースト・ボストンは、日本では今後は買収が盛んになると考え、日本企業に対する積極的な営業活動を行っていた。また、ニューヨークの「Japan Society」では、「外国企業による日本企業の買収」というテーマでセミナーが行われていた記録もある。このような環境の下、外国企業からの圧力が日本企業を警戒させる引き金となったのがミネベア事件である。

## 3. ミネベアの防衛策

1979年の改正「外国為替法(外為)及び外国貿易管理法」には、外国人投資家が企業の発行済株式総数の10%以上を保有した場合、それ以上の株式取得は大蔵省に届出が必要であるとされていた。この規制は1979年の規制緩和の一環としてオープン・マーケットの公平性を求めるために導入された。しかし、他方、この規制は外国人投資家に対して10%以上の株式取得を公にしないとそれ以上の取得ができないという観点から対日投資を規制する結果になったとも考えられる。

<sup>46</sup> <http://japanlaw.info/lawletter/sept85/dqw.htm>

<sup>47</sup> Japan Law, Feb86 “Corporate Takeovers & Visa Restrictions”

<sup>48</sup> Wall Street Journal, Dec.85 “U.S. Firm launches hostiles takeover in Japan.”

ミネベアはトラファルガーの株式買占め行為に対抗して、まず 160 億円規模の転換社債を中心とした第 3 者割当増資を発表した。これは株式転換した場合、2 千万株に該当し、主要株主の持株比率を 51%に引き上げる株数に相当した。この発表後、ミネベアは更にトラファルガーが同社の株式を取得するのならば、1986 年 2 月にも同じ形で第 3 者割当増資を行うと発表した。転換社債の引受は日本長期信用銀行が 30 億円、住友信託銀行が 30 億円及びミネベアの関連会社が 100 億円引き受けた。上場企業によるこのようなプライベート・プレースメントはこの件が最初であり、波紋を呼んだが、大蔵省には国家保全のため例外として認められた。この理由として、ミネベアの総売上高の約 10%は軍事用とされていることが挙げられ、政府による介入は合理的であったと位置づけられたことがある。しかし、トラファルガーは、ミネベアが既に米国の同業者であり軍事用ベアリング製品を扱っているニュー・ハンプシャー・ベアリング (New Hampshire Bearing) の買収に成功している事から、米国政府は合併を認めたのに対し、大蔵省による介入は不当な判断だと反論した。ましてや、第 3 者割当増資を行う事は既存の株主に対して株主価値を下げるとし、既にミネベアの株式を保有していたトラファルガーは経営陣に対して役員執行義務の怠慢として株主訴訟を起こしている。しかし、当時の大蔵省は、「株式のプライベート・プレースメントがあるにせよ、転換社債であってもいいのではなかろうか」と市場に対し明らかに外国人投資家による敵対的買収を認めないメッセージを送った。このプライベート・プレースメントでは商法の改正により関連会社が親会社の大株主であっても議決権が付与されないことから、敵対的買収の防衛にはならないと批判されたが、結局は国家保全を盾に「例外的で緊急を要す」<sup>49</sup>で片付けられた。

訴訟は長野地裁に提出されたが、5 年以上争った結果、裁判所はトラファルガーの意向を受け入れずミネベアの全面勝利に終わった。その理由は、裁判所が、国家保全の適用は可能であり、かつ、第 3 者割当増資の不当性に関してトラファルガーが訴えていた動機は考慮せず商法上は違法行為に該当しないと判断したからである。2003 年 6 月時点でトラファルガー及びグレンはミネベアの株式を 1 株も保有しておらず、全株が売却されたと考えられる。

#### 4 . 敵対的買収の失敗要因

**ミネベアの敵対的買収がなぜ失敗したかを考察してみると、次のポイントが浮き上がってくる。**

- 1) 外国人投資家による敵対的買収行為であったため。
- 2) ミネベアは軍事用のベアリングを扱うため、通産省から大蔵省に対して国家保全の要求が出されたため。
- 3) 外国人投資家が株主価値拡大主義の観点からミネベアと接していたため。
- 4) 外国人投資家が短期利益獲得の目的であったため。
- 5) 公開買付の条件が、全て現金でなく、外国企業との株式交換が含まれていたため。
- 6) 事前に被買収企業の経営陣との交流がなく、株式の大量取得を始めた。公開買付の段階で初めて経営陣に協力を求めたが、却下されたため。
- 7) 日本の証券会社は敵対的買収の手助けを直接的には敬遠し、グレンが丸三証券を通じて株式を内密に買っていたため。

<sup>49</sup> Japan Law, April 86 “Corporate Takeovers”



- 8) 海外企業の買収資金及びミネベアに対しての防衛資金は邦銀が用立てたが、日本国内企業の敵対的買収の資金は調達できなかったため。

ミネベア事件は広い意味で、日本の経営者に大きな不安と安心を同時に与えたと推測される。つまり、1980年までは日本企業も国内の敵対的株主による圧力は存在していたものの、ミネベアが外国人投資家から敵対的買収の攻撃を受けた事により、今後は外国企業による敵対的買収が増加するという不安が持ち上がった。一方で、ミネベアが勝訴した事は外国人投資家に対して日本企業の買収を控えさせる圧力になるのではないかと安心されたが、「国家保全」の適用が受けられない大半の企業に対しては、ミネベアの勝利とは裏腹に重大な警告になったのである。

また、ミネベア事件の重大さには二つの要素が含まれる。まず、第一に、ミネベア事件は日本で初めて「株主権利 Shareholder Rights」の扱いが法廷で議論された事である。日本の商法で定められている株主権利は米国の商法の基準と類似しているが、それ以前は株主権利を理由に企業・経営陣が株主から争われた事例が無かったのである。ミネベア事件により、海外の株主は日本の株主と異なり法律に乗っ取った形で「株主権利」を主張することが明らかとなり、日本企業に対して新たな危機感が芽生えた。

第2の要素は経営陣の（役員）忠実義務が挙げられた事である。トラファルガーは、ミネベアがプライベート・プレースメント方式で行った第3者割当増資に関して、ミネベアの経営陣が役員忠実義務違反（Violation of Fiduciary Duty）をしているとして訴訟に出た。その裏にはやはり「株主価値拡大主義」に基づいた投資目的があると推測される。資本主義でありながらも、「第5章 株式保有形態」で説明したように、日本企業では当時、「株主価値拡大主義」とはほど遠い観点で企業運営が行われていた。したがって、ミネベア事件で初めて外国投資家（株主）の投資目的が明らかにされたのをきっかけに、外国人投資家及び全株主に対するディスクロージャーの方針が再度検討されるようになったのである。そして、外国人投資家が増加し始めた1980年後半から現在にかけて、日本市場は着々と「株主価値拡大」をアピールする傾向が強まってきたのである。

## 第2節 事例2：Out-Inの成功例

「ベーリンガーによるエスエス製薬の敵対的買収：シナジー効果と地域社会への還元が敵対的買収を友好的買収に変える」

被敵対的買収企業 SS Pharmaceutical	買収企業 Boehringer	形態 Out-In 成功例	発生年度 2001年
-------------------------------	--------------------	---------------------	---------------

被敵対的買収企業 買収企業	株価の推移 (%) 3ヶ月 / 1年前 / 3年前			PER (x)	EV (億円)	PBR (x)	ROE (%)	Div. Ratio	Sales Growth (%)	売上 経常 (%)	R&D (%)	Capex (%)	Lev. Ratio	Current Ratio	Cash Flow Ratio	設立から の期間 (年)
	SS Pharmaceutical Boehringer	NA	NA	NA	50.4	500	1.44	1.9	0.245	1.4	2.9	0.041	1.47	0.190	1.35	0.102
				NA	3211	1.43	7.1	0.267	5.9	4.1	0.078	1.73	0.217	1.47	0.121	41

### 1. 沿革

日本の製薬会社は1980年代から新薬の開発力が国際的に衰えはじめても、外国企業による買収・合併には応じないのが鉄則となっていた。バブル崩壊後も、欧米では製薬会社の大型買収・合併が相次いでいるのにもかかわらず、日本の製薬会社は買収・合併に応じなかったことで国際企業から放置されてきた結果、国際的な競争力を備えている国内製薬会社は1社か2社程度になってしまったと現在は考え

られている。しかし、グローバル化が進み、海外の製薬会社も日本という大きな市場を無視する事ができなくなり、国内製薬会社との「提携」という形を取ることを余儀なくされるようになった。海外の製薬会社にとって、日本という巨大な製薬市場に参入するには、まず国内製薬会社が保有している既存のディストリビューション・ネットワーク（販売網）が必要であった。研究開発に関する限り、大半の海外製薬会社は人件費も高く認可が遅い日本の市場で行う必要性は薄かったのである。

2000年1月に製薬業界で思いがけない行動が起きた。ドイツ大手の製薬会社 Boehringer Ingelheim AG の日本現地法人である日本 Boehringer（以下、ベーリンガー）がエスエス製薬に敵対的買収を仕掛けたのである。ベーリンガーは既に1999年にエスエス製薬の株式を19.1%取得しており、提携関係にあったと思われる。しかし、2001年に入ると、公開買付を行い33.4%までに持株比率を上げたいと発表した。当時、エスエス製薬側は「敵対的買収」ではないと広報を通じて発表を行っているが、ベーリンガーによる公開買付には同意をしていない事から敵対的な意図があったと考えられる。

もともとエスエス製薬の敵対的買収を成功するのは困難と思われていた。その理由は、エスエス製薬の商品を取り扱える条件として、薬局やドラッグストアはエスエス・チェーンストア・クラブと名付けられていたシステムに加入していなければならなかったからである。つまり、販売側はエスエス製薬の商品を取り扱いたければ同社の株式を最低は千株取得していなければならないのである。そして、全ての加入販売店は持株数2千万株、もしくは発行済株式数の約20%以上を保有していることになり、敵対的買収の際には大きな盾になるように仕組まれていた。したがって、ベーリンガーによる公開買付はエスエス製薬の経営陣にとっては突然であり、戸惑いを隠せない状態に追い込まれたのである。

ベーリンガーのエスエス製薬に対する敵対的買収という衝撃的な行動の目的は何だったのだろうか。ベーリンガーはヨーロッパでも有数の製薬会社として知られており、上位20位に入る規模であると推測される（ベーリンガーは未上場のため、公開資料が存在しないことから広報されている数値を利用している）。ベーリンガーは個人及び病院向けに神経、呼吸、胃腸及び心臓疾患関係の付加価値の高い製薬を開発・販売していた。しかし、ヨーロッパ本土では新たな成長性が見込めない上、米国の市場は大手製薬会社が既に競合する商品を開発・販売していることから製薬市場規模第2位の日本に新規の事業展開を図ったのである。その結果、エスエス製薬と1999年事業提携を結び、エスエス製薬の19.1%の株式を取得したのである。エスエス製薬はベーリンガーの商品とは対照的に大衆向けが強く、この分野では国内2位である。したがって、両者の事業提携はシナジー効果が高かった。つまり、エスエス製薬はベーリンガーの高い開発能力を利用し、エスエス製薬の既存の製薬に加え付加価値の高い商品を国内で販売する事が可能となり、ベーリンガーはエスエス製薬を通じて日本市場へ同社の製薬の販売網を獲得できた事になる。

2001年10月、ベーリンガーはエスエス製薬の株主に対して現値の株価に約40%のプレミアム率を加え、公開買付に挑んだ。公開買付時に開示した目的には、エスエス製薬との提携関係を更に強化したいと述べられていた。具体的には、最近の薬価引下げにより競争も激しくなってきた市場で勝ち残るために、1)研究開発の強化と新薬の生産を促す意味での富山県における製薬工場の新設、2)買収・合併から見込まれるコスト削減、3)両社の5つの工場を統合することによる生産性の効率化などが挙げられた。つまり、ベーリンガーはエスエス製薬を基盤にした形で、日本における同社の製品を同社の経営方針に沿って販売したいという意向が強かったと思われる。結局、2年間における提携関係でベーリンガーによるエスエス

製薬の経営方針への不満が敵対的買収を発生させたのであると推測できる。つまり、行動を求めるベーリンガーに対して、エスエス製薬は行動を果たさなかったために、ベーリンガーは公開買付に踏み切ったと考えられる。

経営陣の同意が得られないまま公開買付を実行した結果、33.4%の募集（既存の19.1%と合計すると過半数以上になる）に対して、30%以上の株主から応募があったのである。この大半はプレミアム率、即ち、株主価値拡大に魅力を感じた少数株主、主に個人投資家であったと考えられる。最終的にベーリンガーは公開買付が終了した時点でエスエス製薬発行済株式の51.4%を有する筆頭株主になり、敵対的買収は成功した事になる。

買収後・合併後の両社の株価推移について考察する。まず、今回のケースは日本ベーリンガーによる買収であり、実際親会社のベーリンガーとの合併は行われていないため、ベーリンガー及びエスエス製薬の株価及び業績推移を別々に見てみる。まず、株価の推移を見ると、ベーリンガーが公開買付を行った2001年11月14日時点でのエスエス製薬の株価は1株1000円であったが、直後の2002年3月末にはエスエス製薬の株価は850円まで下落している。そして、1年後の2003年3月21日は最近の安値である610円を記録している。1999年8月当時の株価439円と比較すると長期的には株主価値拡大を実現しているが、公開買付株価を基準にした場合には株主価値拡大はほとんど実現されていないことが分かる。

次に収益性を見てみる。エスエス製薬を買収したベーリンガーの2000年売上高は6800億円であったのに対し、エスエス製薬の連結ベースの売上高は699億円であった。そして利益面では、買収されたエスエス製薬の2000年3月期の1株利益が約40円だったのに対し、買収後の2001年3月期は38円、2002年3月期は20円、2003年3月期は8円まで低下している。他方、ベーリンガーの業績は詳細は未公開でありながら安定成長を続けていると発表されている。

## 2. 成功要因：シナジー効果が拡大

敵対的買収成功後、3年が経過した2003年6月現在、ベーリンガーのエスエス製薬に対する敵対的買収によって株主価値拡大は実現されていないものの、戦略型敵対的買収という観点からは成功したと考えられる。その理由としては以下の点が挙げられる。

- 1) 事業面で重複する部門が無く、両社のシナジー効果が高かった。特にベーリンガーは、日本における販売チャンネルを獲得できた。
- 2) 付加価値の高い商品ライン及び生産性などの効率化を図れたことから、エスエス製薬にとってもメリットがあった。
- 3) 買収後も、ベーリンガーはエスエス製薬を独立した形にしており、経営陣及び従業員も同じ条件で雇用継続された。ベーリンガーからは社外取締役1名のみを派遣し、取締役会を支配しなかった。支配力を行使していないことがM&Aで通常起きやすい企業文化の違いから発生する衝突を防いだと思われる。
- 4) 日本の製薬業界が直面している厳しい環境下、エスエス製薬は10倍以上の規模の大手製薬会社を買収されることで信用力でも大きな柱を得ることになり、販売にプラス効果を与えたと考えられる。
- 5) 1974年に最初の提携関係を結んでから関係が更に深まり、日本の市場に適した付加価値の高い薬品の研究開発が行われるようになった。
- 6) ベーリンガーは2年前から19.1%の株式を既に取得していた。
- 7) 買収後は工場を新設するなど、地域経済にとってプラス効果が働いた。

以上から分かるように、株主価値拡大の実現は公開買付後に目立っていないが、長年の提携関係からベーリンガーはエスエス製薬を支配するより独立した形に残したことが両社の信頼関係を生み出したと思える。更に、地域社会に対してプラス効果が働いた事により、敵対的買収であっても経済の活性化を図れると言う事が、この事例から学べる。

### 第3節 事例3：Out-Inの成功例 「C&WによるIDCの敵対的買収：株主間基本協定の存在と 株主価値拡大の原理が成功を導く」

被敵対的買収企業		買収企業			形態	発生年度													
IDC		Cable&Wireless			Out-In 成功例	1999年													
被敵対的買収企業	IDC	株価の推移 (%)			PER (x)	EV (億円)	PBR (x)	ROE (%)	Div. Ratio	Sales Growth (%)	売上 経常 (%)	R&D (%)	Capex (%)	Lev. Ratio	Current Ratio	Cash Flow Ratio	設立から の期間 (年)		
		3ヶ月	1年前	3年前															
買収企業	C&W	-10.1	-11.7	-50.7	25.8	5000	1.43	5.1	0.341	11.7	7.9	0.081	1.72	0.249	1.41	0.131	14.2		

#### 1. 沿革

日本では戦後から、銀行に株式相互持合制度が導入されるようになり敵対的買収が発生及び成功し難い環境が続いたと思われるが、1999年（正式な終了は2000年）に初めて外国企業による敵対的買収が成功した。Cable & Wireless社（以下、C&W）による国際デジタル通信社（International Digital Communication - 以下、IDC）の買収である。C&Wは国内通信最大手の日本電信電話（以下、NTT）と競合してIDCを買収するのに成功したが、その際、日本の株主はどのような態度を表明したのだろうか。IDCを巡る買収の経緯を追いながら、株主の動向を検討していく事にする。

NTTは、IDCを買収し完全子会社化する計画を打ち出す事になっていた。そして、1998年1月、IDCがNTTに業務提携を申し入れた。6月には、IDCとNTTの子会社であるNTT国際通信が業務提携に入っていた。NTTは、1999年7月の分割・再編で国際通信事業に本格進出するに当たり、付加価値が高い企業向けデータ通信に注力する事を狙うが、料金競争が激しい国際電話の立ち上げにIDCの通信網と人材を使いたかったものと考えられる。しかし、1999年3月4日、C&Wは、IDCの株式の買い増しを検討している事を明らかにした。

C&Wは当時、アジアでは香港で高い評価を受けていたが、日本では現地法人をもつだけで、本格的な日本市場への参入を目指していた。他方、IDCは、通信業界の再編が進んでいる中、日本国内で1社だけ残った国際通信の専門事業者である。そして、NTTの分割・再編に向けてNTT国際通信との業務提携を計画していたところ、C&Wが「IDCの持株比率を最大で3分の2程度に高めたい」<sup>50</sup>という意向を表明したのである。

1999年3月15日、IDCは臨時取締役会を開き、トヨタ自動車や伊藤忠商事など株主141社に対し、持株をNTTへ売却するよう提案する事を決めた。これに対し、C&Wは、IDCの取締役会の決定に従わず、「（要確認！）『主要株主がIDCを売

<sup>50</sup> Barrons, 1999年3月5日

却する場合、その他の既存株主が優先的に買い取れる』とした株主間基本協定を盾に、他の株主からの株式買い増しを継続して対抗する姿勢を明らかにした」<sup>51</sup>。

C&W は、当初 1 株当たり 10 万円で条件を提示した。その後、1999 年 3 月 29 日、NTT は C&W に対抗するかのよう、1 株あたり 10 万 5764 円で条件を提示した。「このため、IDC は株主に対して、保有株式を NTT に売却するよう提案し、買収合戦は NTT が一歩先行していた」<sup>52</sup>。IDC は非上場<sup>53</sup>で 141 社が株主となった。C&W は伊藤忠商事とトヨタ自動車と並んで筆頭株主となっていたが、NTT は大株主になっていない。しかし、この時点で NTT の条件が C&W を上回っていたため、NTT が一歩先行していた事が推測できる。

そして 1999 年 5 月 7 日、C&W が IDC の公開買付 (TOB) を開始する事になった。NTT の買収金額を上回る 1 株あたり 10 万 7372 円の買収金額を提示した。株主の間では「自社の株主の理解を得るためにも、条件のいい方を」といった考えが広まっていた。しかし、買収金額が上回ったからといって、筆頭株主の意向が変わるものではなかった。「IDC の筆頭株主であるトヨタ自動車の奥田社長は『売却先は金額だけでは決まらない』<sup>54</sup>と、IDC 社員の雇用条件などを含む総合的な判断で決めることを強調する」と発言している。また、伊藤忠商事首脳は、1999 年 5 月 7 日、C&W の条件では TOB に応じない事を明らかにしていた。というのは、「今後の日本電信電話 (NTT) の出方を待つ必要があるが、C&W の条件は NTT の出した条件と決定的な差があるとは言えず、NTT に売却すべきとしている IDC 経営陣の決定を尊重するべきである」と強調した。C&W が最低 33.4% の持株比率を達成すれば重要事項に拒否権を行使できるが、筆頭株主の意見を留保する形となり達成することができなくなった。ついに 5 月 21 日、IDC 側は C&W の TOB に対して IDC ではなく、「各株主が売却先を判断する段階になっている」と株主の意思決定を尊重し始めた。

その後、NTT は 1999 年 5 月 31 日に 1 株あたり 10 万 8974 円の買収価格を提示し、C&W の提示価格を上回る事になった。C&W による 1999 年 5 月 7 日の買収価格の提示からかなり時間を費やした決断であったが、それまで NTT 側は「株主の判断基準は価格だけではない」<sup>55</sup>と条件の再提示には消極的だったという。しかし、株主との直接交渉で「買収額が低い提案では自社の株主を説得するのは困難である」との声もあり、C&W を上回る買収価格での再提示に踏み切ったと考えられる。主要株主の中では、10.03% の持株比率をもつエアタッチインターナショナルは、買収価格に関係なく C&W の TOB に前向きと見られた。他方、トヨタ首脳は「『C&W 側がさらに条件を引き上げてくる可能性が強い』との見方を示した上で、『NTT の再提示を受けた現時点でも売却先は未定』と話した」<sup>56</sup>。この時点で、トヨタ側は買収価格を重視する意向があったものと考えられる。

続いて、1999 年 6 月 1 日に、C&W は 1 株当たり 11 万 577 円で再度買収価格を提示した。しかし、NTT を 1 株あたり 1600 円上回っただけなので、「NTT の出方

---

<sup>51</sup> 読売新聞、1999 年 3 月 16 日

<sup>52</sup> Barrons, 1999 年 8 月 2 日号

<sup>53</sup> 非上場であっても、有価証券報告書の届出義務が必要な企業の株式の譲渡は、上場企業と同様のルールが当てはまり公開買付の手順が必要である。

<sup>54</sup> 読売新聞、1999 年 5 月 7 日付朝刊

<sup>55</sup> 週間ダイヤモンド、1999 年 7 月号

<sup>56</sup> 同上

をもう一度見極める必要がある」とみられていた。そのような中、トヨタ首脳は「最後は価格で決める事になる」<sup>57</sup>と態度が変えていた。

結局、NTTは、1999年6月8日にIDCの買収を断念することになり、IDCの筆頭株主であるトヨタ自動車、伊藤忠商事はIDCの持株をC&Wに売却する事になった。トヨタ側は、「価格等を総合的に判断し、C&Wの公開買付に応じることにした」と発表。また、伊藤忠商事側は「C&Wの公開買付に応じるのは、価格を含む経済合理性をベースとしての判断による」と述べた。結果として、C&WはIDC株53.07%を確保する事ができた。また、富士通などを上位株主の6社は、最後まで売却に応じなかったものの、公開買付終了時には97.69%の保有をすることになり、日本で始めて外資による敵対的TOBが成功した。

その後、C&WはDDI、TTNetに提携を打診していることが1999年6月10日に明らかにされた。他方、NTTはIDCとの提携を解消し、独自に国際通信事業を手がける戦略の見直しを行い、通信会社業界の大掛かりな再編・合併が相次ぐ結果となる。NTTは、IDC買収の断念を、「国際通信事業の立ち上げは自力でできる。IDC買収は時間を買うのが目的だったが、次第に価格はつりあがり、それなら自力でという意見が強まった」事を理由として発表した。そして、C&WはIDCの敵対的買収に成功し、IDCが国際データ通信事業の拠点の役割を果たすことになる。

そして、IDCによる敵対的買収の成功は、敵対的買収を懸念する日本の企業文化とは裏腹に日本の株主もプレミアムにより行動するようになりつつあることを示す事例の一つと理解できる。

## 2. 公開買付の成功とプレミアム倍率

IDCの例で見られるように、日本の企業文化理論を覆したのは言うまでもなく、株価プレミアムによる投資家に対する経済効果である。また、この株価プレミアムが敵対的買収を成功させた決定要因として挙げられる。買収価格は市場価格の1倍から2倍の間で、その中でも1.2倍から1.5倍位に決定される場合が多いようである。つまり、市場価格に対して、20%から50%のプレミアムがつくことが多いわけである。最近では日本のM&Aにおけるコントロール・プレミアムも概ねこのレンジが適用されるようになってきたとの見方がある。そこで、最近の日本における株式公開買付プレミアムをみると、平均値が36.9%と高い比率である。三甲による天昇電気工業のTOBでは92.2%、ユニゾンキャピタルによる大門の買収は91%というようになりかなり高いプレミアムも見られる。

日本において1990年の公開買付制度の改正後に行われたTOB（公開買付）では、買付価格が市場価格を下回っている事が明らかにされた。米国における買付価格が市場価格に約70%上乘せした価格であるのとは対照的である。その違いは米国においては買付者1者に対して株式売却者は多数であるのに対し、日本においては大半の場合が買付者1者に対し、売却者グループ1者に近い形で行われているケースが多いからである。しかし、最近の日本におけるTOBでは90%以上のプレミアムが支払われる場合もあることは、従来からのTOBのあり方と敵対的買収に対する見解が変わりつつあることを示唆している。また、日本の株主も企業文化を重視するよりは、欧米のように経済効果、すなわち株主価値と株価に以前よりは興味を持つようになってきたと思われる。

**上記より、株主の利益を最大化できるような買収価格が提示され、積極的な株式行動が展開された場合、買収対象企業の株主が自社の株主を説得で**

<sup>57</sup> 同上

きるような行動をとる必要性が高まり、敵対的買収の成功率も高まると考えられる。

### 3 . C&W による IDC の敵対的買収の成功要因

最後に C&W が IDC の敵対的買収に成功できた要因をまとめてみる。

- 1 ) 既存の株主が株主価値拡大を重視したため、NTT よりも高いプレミアムを提示した C&W による公開買付に応じた。
- 2 ) C&W は既に株主であり、IDC とのコミュニケーションのチャンネルを持っていた。
- 3 ) 日本の従来からの「企業文化」に対するこだわりが株主価値拡大を下回った。
- 4 ) 通商産業省などによる独占禁止法や国家保全などの指摘が発生せず、外国企業による買収に対して規制がかからなかった。
- 5 ) 株主の意思決定が尊重された。
- 6 ) 合併後に重複する部分はなく、買収前に懸念された人員削減が大して行われなかった。

C&W が IDC に対して実行した敵対的買収は確かに成功を収めた事になる。なるほど、高いプレミアムを支払い敵対的買収の成功の鍵となった株集めは行えた。しかし、本案件の成功を別の角度から見てみる必要もある。に C&W の買収後の株価推移を見て見ると、買収 1 年後では 1131 ペンス (2000 年 3 月末では株価が IDC の公開買付時より約 4 割上昇している) と敵対的買収後も収益を拡大できたと考えられるが、中長期で見た場合に 2 年後の 2001 年 3 月では株価は 456 ペンス、2003 年 3 月には 79 ペンスと公開買付時の約 10 分の 1 の株価にまで急落している。したがって、株主価値拡大が実現できたのは、被敵対的買収企業の株主が主であり、敵対的買収企業 (C&W) の株主は中長期的には株主価値拡大が実現されていない事になる。

## 第 4 節 事例 4 : Out-Out の成功例 「IBM による Lotus の敵対的買収」

米国における敵対的買収の成功例として IBM (以下、アイ・ビー・エム) による Lotus (以下、ロータス) の敵対的買収が挙げられる。この敵対的買収が成功に至った理由として、当初は敵対的買収であったものが友好的買収に移行したことにより、買収後も両社の企業価値及び株主価値が拡大したことが挙げられる。更に、両社は敵対的買収の成功後、シナジー効果を発揮し、新たな雇用を生んだことにより、社会的還元度も高い案件であったことが分かる。

被敵対的買収企業 IBM	買収企業 Lotus	形態 Out-Out 米国 In-In 成功例	発生年度 1995年
-----------------	---------------	----------------------------------	---------------

被敵対的買収企業 買収企業	Lotus IBM	株価の推移 (%) 3ヶ月 / 1年前 / 3年前			PER (x)	EV (億円)	PBR (x)	ROE (%)	Div. Ratio	Sales Growth (%)	売上 経常 (%)	R&D (%)	Capex (%)	Lev. Ratio	Current Ratio	Cash Flow Ratio	設立から の期間 (年)
				14	21.4	120.1	35.1	3300	1.7	10.1	0.279	11.2	5.7	5.2	1.79	0.248	1.84
		-19.7	42.1	0.2	28.7	17000	1.61	12.1	0.251	3.7	6.7	5.9	1.80	0.219	1.87	0.17	57.1

## 1. 沿革

1995年6月5日に米国の大手コンピューター会社であるアイ・ビー・エムがソフトウェア開発会社では中堅のロータスに敵対的買収を仕掛け、その規模は33億ドル(当時で約3000億円)にもものぼった。敵対的買収の背景にはアイ・ビー・エムがマイクロソフトのウィンドウズ(Windows)に対抗するために、ロータスが保有していたNotesネットワークソフトウェアを独占的に獲得する事が目的であった。この敵対的買収が成功すれば、アイ・ビー・エムはワークグループコンピューター市場で最大シェアの獲得に成功する事になるのであった。

当初はアイ・ビー・エムも1年間かけてロータスに対して友好的な買収を提示していたが、アイ・ビー・エム側から提示された買収・合併後の役員及び従業員に対する条件が合意に至らず、1年後にアイ・ビー・エムが敵対的買収を仕掛けたのである。敵対的買収を仕掛けると同時にアイ・ビー・エムはロータスが買収を防衛するために既に導入していたポイズンピルの解除を求め、現経営陣の退任を要求し、裁判所に訴訟も起こした。当時のメディアではアイ・ビー・エムの規律型企業文化とロータスの並行型企業文化は買収・合併したあと、成功しないと推測されていた。同時に大型企業買収・合併が米国では頻繁に行われていたが、統合後の問題点が様々な角度から浮上した時期でもあり、アイ・ビー・エムの挑戦は失敗すると市場では思われていたのである。

当初は友好的な話し合いとして始まった買収・合併が進展しなかったロータス側の懸念は、アイ・ビー・エムが過去2年間に渡り大規模なリストラを行っており、数千人の従業員を解雇しているところにあった。ロータスはアイ・ビー・エムとの買収・合併後、ロータスの従業員に対して同じ方針が下されると不安を抱いていた。更に、アイ・ビー・エムの成長率が鈍化していたのとは対照的にロータスは成長ステージに位置づけており、ロータスにとってはアイ・ビー・エムの様な巨大な企業との買収・合併は企業文化を守る意味でも大きな課題として残っていた。しかしながら、ロータスの懸念に対して、アイ・ビー・エムの最高経営責任者であるガースナーは「ロータスは成長企業としての要素が重要であり、アイ・ビー・エムを新たな収益性の向上に導いてくれる可能性を秘めていることから、それを害する行動は避けるべきである」<sup>58</sup>と発表している。結果として、ガースナー氏の言葉に返答する間も無く敵対的買収は仕掛けられたのである。

アイ・ビー・エムはロータスの株主に対して現取引値の2倍にあたる1株60ドルで公開買付を実行した。公開買付における一般的なプレミアム率は平均40%であるが、それを大きく上回る100%で決定されたのである。この高いプレミアム率の背景には、アイ・ビー・エムは同業他社、例えばオラクルやAT&Tが同じくロータスの買収に参入し、価格面で競争にあおられるのを防ぐ目的があったと同時に、ロータスの株主に対して拒否されない魅力的な株価を提示する目的があった。

敵対的買収が成功するに当たり、アイ・ビー・エムはロータスの役員・従業員の多少の退社は仕方ないと考えていた。アイ・ビー・エムが提示した公開買付価格は、ロータスが既に発行していたストックオプションの行使価格の約2倍になった事から、買収後に残留するよりは、退社してストックオプションを現金化した方が良いと思う者がいて不思議ではなかった。しかし、買収後もアイ・ビー・エム側の懸念とは裏腹に従業員の大量放出は見られなかった。アイ・ビー・エムが最も残留を望んでいたテクノロジー部門の責任者でアイ・ビー・エムが欲しがっていた

<sup>58</sup> Asian Wall Street Journal, 1995年6月16日



Notes ソフトウェア開発チームのリーダーであるレイ・オッジーのみは条件を提示した。彼の条件とは買収後も開発に関してはある程度の独立性を維持する事であった。また、アイ・ビー・エムの世界販売網を利用しロータス開発の Notes ソフトを普及させる事であった。アイ・ビー・エムからしてみれば、オッジーは 1 年前に付与されたストックオプションの行使を行い、3500 万ドル（当時 30 億円）を取得し退社する選択をしても不思議ではなかった。しかし、その相手が金銭的な条件よりも、Notes の収益性（当時 Notes は既に年間 200 億ドルの売上げを記録しており<sup>59</sup>、アイ・ビー・エムは当初からこの商品の収益が魅力的に思っていた）を見込んでいたアイ・ビー・エムが最も望む経営方針を提示してきた事により、敵対的買収が友好的買収に移行して、結果としては買収に成功したのである。

公開買付が終了し、両社の合併後、アイ・ビー・エムはオッジーの条件を実行に移した。ロータスは買収前と同じ名前と独立性を保ち、ロータスの経営陣もそのまま継続して雇用継続された。ロータスは現在でもアイ・ビー・エムの内の独立したユニットとして事業展開を続けている。そして、買収前に懸念されていた従業員の削減とは対照的に買収後には従業員数が 2 倍に増加したのである。ロータスの経営陣は買収後アイ・ビー・エムに対し、Notes の価格を半分まで落とした普及戦略を提示し、更にドミノ・プログラムを Notes と組み合わせる事でインターネットを汎用化した場合に効率性を高める 2 段階の提案をした。アイ・ビー・エムは全面的にロータスの提案を受け入れ、更にアイ・ビー・エムの人員 600 人を販売活動に回したのである。

アイ・ビー・エムもロータス買収の成功に基づき、新たなる成長ステージへと移行していった。つまり、既存商品の成長が伸びない中、新たに成長性が高い製品の開発・販売を実現し、成長性の高い市場への参入が実現できたのである。そして、長期的な観点から見ると、マイクロソフトの市場独占を防衛できた形になったのである。一方、ロータスにとっても、アイ・ビー・エムに買収される事により新たな開発資金を獲得できる事になり、Notes 販売の強化及び新製品の開発に焦点を絞るのが可能になったのである。勿論、ロータスはアイ・ビー・エムに買収されていなければ、マイクロソフトに有利な形で買収されていた事は言うまでも無いが、買収・統合の結果、Notes の売上高は 10 倍に達し大成功を収めたのである。

そして、当初から懸念されていた買収・合併後の企業文化であるが、ロータスの企業文化は買収・合併前と同様の独立性を保てたためにほぼ影響は無かった。むしろ買収側のアイ・ビー・エムがロータスの「カジュアル・クリエイティブ」のイメージを自社の従来の規律型のイメージを改革するために逆導入した。したがって、アイ・ビー・エム及びロータスの敵対的買収は大きな意味で両社にとって成功に終わったと判断できる。株価でも見られるように、買収日から 1 年後（1996 年 6 月 6 日）のアイ・ビー・エムの株価は 1 株 26.2 ドル（ロータス株公開買付日の価格より 21.2% 上昇）、2 年後の 1997 年 6 月 5 日時点では 1 株 41 ドルを記録した事から買収・合併後の好調な業績を反映している事が言える。

## 2 . 敵対的買収の成功要因

アイ・ビー・エムとロータスの敵対的買収の成功要因は以下にまとめられる。

- 1) 事前に両社とも友好的買収・合併の方向性で話し合いを行っていた結果、敵対的買収に至っても、コミュニケーションの余地があったため、最終的には同意できた。

<sup>59</sup> Corex, 1995 年 6 月 17 日, “IBM and Lotus, Creating a successful merger.”

- 2) 企業文化が異なっても、買収・合併後の組織が互いに独立性を保ったために、買収・合併で一番懸念されている企業文化のぶつかり合いが無かった。
- 3) 買収企業と被買収企業との事業の重複がなく、両社の強みが最大限に活用された。
- 4) 人員削減は行われず、事業の成長に伴い人員増加につながった。
- 5) 被買収企業の経営陣は辞任せず、経営を任された。
- 6) 技術開発とディストリビューションが両社の合併により融合され、事業シナジーが生かされた。
- 7) 買収企業及び被買収企業の収益性も向上し、企業価値拡大につながったことから、雇用及び納税の増加により社会的還元度が高まった。
- 8) 100%以上のプレミアム率を提示することで株主価値拡大が実現された。
- 9) 買収・合併後、市場シェアの拡大が実現された。
- 10) 互いの弱みを買収・合併することで強みに変えることができた。

敵対的買収であったのにも関わらず、アイ・ビー・エムとロータスの例は、企業活性化及び株主価値拡大化を実現できた以上に社会的還元を遂げた事から、敵対的買収では最も理想的であると考えられる。この形態の敵対的買収は「第2章 3節 敵対的買収の成功プロセス」の構図をそのまま実現化した事例である。

## 第5節 事例5：Out-Outの成功例

### 「VodafoneによるMannesmannの敵対的買収： 歴史上最大の敵対的買収」

ドイツでは外国人投資家の敵対的買収に対する投資規制を種類株の発行という形で行っていた企業が多かった上に、株式保有形態が日本以上に持合形式を導入することで守られていたことから、敵対的買収の成功は長年困難と思われていた。しかし、世界中が驚くことに世界最大規模の敵対的買収が2000年に英国Vodafone AirTouch Plc（以下、ボーダフォン）によりドイツ企業であるMannesmann（以下、マンネスマン）に対して行われ、成功したのである。どの様に、この巨大な敵対的買収が成功したのか考察してみる。

被敵対的買収企業 Mannesmann	買収企業 Vodafone	形態 Out-Out 成功例	発年度 2000年4月
------------------------	------------------	----------------------	----------------

被敵対的買収企業 買収企業	Mannesmann Vodafone	株価の推移 (%)			PER (x)	EV (億円)	PBR (x)	ROE (%)	Div. Ratio	Sales Growth (%)	売上 経常 (%)	R&D (%)	Capex (%)	Lev. Ratio	Current Ratio	Cash Flow Ratio	設立から の期間 (年)
		3ヶ月	1年前	3年前													
		19.2	31.1	57.2	38.7	120000	1.58	5.6	0.220	4.2	5.2	0.037	1.61	0.227	1.79	0.155	42.1
		30.1	67.1	99.1	174.25	140000	1.34	5.8	0.224	3.9	5	0.051	1.64	0.258	1.69	0.139	14.2

## 1. 沿革

多くのヨーロッパの携帯電話サービス会社は、合併や買収を繰り返し巨大なグループに生まれ変わっている。その中でも最大と言われるのは、英国のVodafone Group Plc（実際の買収企業はVodafone AirTouch Plc）である。この長い名称から分かるように、同社は複数企業の合併により出来上がっている。ボーダフォンは1985年に英国初の携帯電話サービスセンターとして誕生し、携帯電話における音声と情

報のサービス提供を目的として発足し、当初はアナログネットワーク TACS を用いていた。

1991 年より GSM (グローバルサテライトを使用した通信方法) を採用し、英国携帯電話市場においてトップの座を獲得。フィンランド・テレコム (Telecom Finland) との提携で GSM ローミングサービスを展開する他、ドイツや南アフリカ、オーストラリア等の国々と共同事業を起こすなどして、国際的に拡大していった。1994 年、グローバルスターに加入することで GSM 網の範囲を越えた場所ではサテライトシステムを利用することを可能にし、サービス区域をますます広げていった。

1999 年には米エアタッチ社と合併。更に 2000 年 4 月には独マンネスマンを敵対的買収により買収した。この結果、ボーダフォンは携帯電話加入者数においてヨーロッパ 1 位になる。そして、マンネスマンの敵対的買収後においても、テレコム業界が全体的に落ち込み始めた 2001 年から、世界的に加入者数を伸ばしている。香港のチャイナ・モバイルと販売戦略の同意を交わし、またスイスコム・モバイルの権利の 4 分の 1 を獲得、日本においては J-Phone の買収など、その勢いは衰えを知らない。したがって、マンネスマンの買収はボーダフォンのヨーロッパでのシェア拡大を図るという重要な意味が込められていたと同時に、その後にも続いた世界シェア拡大へとつながったと考えられる。

1999 年 11 月 16 日にボーダフォンは同社とマンネスマンの合併・買収における根拠及び戦略を発表し、公開買付を前提としマンネスマンに対して友好的な話し合いを求めた。しかし、11 月 18 日の同社からのボーダフォン宛の返事は、ボーダフォンに対して公開買付を取り下げると記載した内容であった。このような返事であったにしても、ボーダフォンはマンネスマンとの合併は通信業界での競争が激しくなりつつある環境下、両社の「株主」に対して有意義な選択であると主張した。つまり、マンネスマンから友好的な話を拒否されたボーダフォンは、マンネスマンの株主に直接合併・買収の根拠を明らかにした上で売却を促す方向になったのである。その条件とは、マンネスマンの株式 1 株 240 ユーロに対してボーダフォンの 1999 年 11 月 18 日終値の株価 (285 ペンス) を基準にボーダフォンの株式 53.7 株を交換するというものであった。この交換比率は実際にマンネスマンの 11 月 18 日の終値株価に 54% のプレミアムを付与した計算である。仮にマンネスマンの全株主が応じた場合、合併後企業の 47.2% の株式を取得する結果となる。

合併・買収が成功した場合、合併・買収後の新会社はヨーロッパ通信市場において最大規模を誇ることになり、新会社は株主に対して新たな成長を可能にした。更に、新会社はヨーロッパのみならず、世界中に 420 万人の顧客数を誇ることになり、新たに 5 億人程の新規顧客を開拓する余地を有すると推測された。また、合併・買収後の新会社は税務面でもシナジー効果が見込まれ 2003 年には 5 百万ポンド、2004 年には 6 百万ポンドの節税になると計算された。また、合併・買収に応じることで販売拠点を既存の 6 カ国から 25 カ国に伸ばす事ができると、ボーダフォンはマンネスマンにとっての合併・買収のメリットを主張した。更に、懸念されていた合併・買収後の雇用体制だが、重複する部門が無いことから、従業員は合併後の組織に残れると約束された。そして、ボーダフォンは長期的な株主価値拡大と同時に、グローバルな経営戦略及びテクノロジー分野での優位性をマンネスマンの株主にアピールした。

マンネスマンの経営陣が友好的な合併・買収に応じなかったのは次の理由が挙げられる。まず、雇用の面では従業員は雇用条件が維持されることになったとしても、マンネスマンの経営陣はボーダフォンの経営陣の傘下に配備される事に抵抗を感じていた。さらに、マンネスマンの社員合計 13 万人の内 3 万人が Rhine-Ruhr 地域に存在したことも理由の一つであった。この地域は 1975 年から雇用が他市と比

較した場合、約 18 年近くも減少傾向であり、マンネスマンは同地域の最大の雇用主であったことから、仮に合併・買収により解雇が余儀なくされた場合、地域社会への影響は逃れられないという大きな懸念が発生した。この不安はボーダフォンが提示した合併は対等合併ではなく、吸収合併であったことから加速されたと考えられる。事業面でも、マンネスマンの幹部はボーダフォンが描いている成長は困難と判断した。その理由はボーダフォンが米国で展開しているモバイル携帯電話の成長性が減速していると推測したからである。

次に、マンネスマンはドイツの優良企業であり、通信分野を支配していたことから、国家保全という観点から疑問に感じられた。更に、ドイツの閉鎖的な企業文化と長い伝統を持つマンネスマンは、英国の株主価値拡大主義である歴史が 15 年もない英国のボーダフォンと大きく異なっていたのである。しかしながら、マンネスマンの経営陣が合併・買収に同意しなかったのとは裏腹に、ボーダフォンの公開買付にはマンネスマンの株主の 92.63% が応募し、敵対的買収が成功したのである。

## 2 . 成功要因

**ボーダフォンとマンネスマンの合併・買収はまだ実行されてから日が浅い事から、本当の意味での成功を収められたのかの判断は難しい。しかし、現時点では敵対的買収には成功したものの、企業価値拡大の実現という面では失敗したと考えられる。現在、合併・買収効果に関して分かる事は下記の通りである。**

- 1 ) 2001 年 4 月にマンネスマンを買収した時点でのボーダフォンの株価は 285 ペンスであったのに対し、買収後 3 ヶ月では 280 ペンス、6 ヶ月後では 250 ペンス、1 年後では 200 ペンス、そして 2003 年 6 月 17 日時点では 125 ペンスである。つまり、公開買付の株価が最高値であり、その後、株価は右肩下がりであることから、合併前の株価と比較した場合、合併・買収は成功したものの、両社の株主の株主価値拡大には失敗した事になると思われる。
- 2 ) 業績面では合併・買収前と比較した場合、合併後の売上げは伸びているものの、収益性の面では 1 株当たりの利益が減少していることが分かる。ボーダフォンの 1 株利益は 2000 年 3 月時点で 2 ペンスだったのに対し、合併・買収後の 2001 年 3 月期では -161 ペンス、2002 年 3 月期では -238 ペンスと右肩下がりであったことが分かる。続いて、2003 年 3 月時点での 1 株利益は -144 ペンス、2004 年 5 月 27 日時点では -126 ペンスと若干の回復が見られる。しかし、結果としては、利益の低下は合併・買収後の事業の効率化を図れなかったことを示しているといえる。
- 3 ) 雇用に関しては、合併前・合併後を比較した場合、Vodafone グループ全体では 5 万人増加しているが、ドイツにおける雇用は 13 万人いた内 5% に当たる 6500 人程度減少している。この減少は買収後に分離された事業によるものだが、過去の増加率 (1980 年 ~ 1990 年、毎年の平均 7.4%) と比較した場合、減少傾向であることが明らかである。

ボーダフォンとマンネスマンは敵対的買収行為に成功したが、株主価値拡大に失敗したと思われる。その理由を考察してみる。まず第 1 には 2000 年後半から通

信業界全体が落ち込んだことが考えられる。つまり、競争激化で価格競争が進み、収益を圧迫したと考えられる。第2にはボーダフォンの過大な有利子負債と金利の負担が挙げられる。ボーダフォンは自社の株式と交換する事で113億ポンド(約15兆円)をマンネスマンの買収に投じたが、買収したマンネスマンには既に2兆円程の有利子負債が存在していた。また、過去の買収に関しては、ボーダフォンも多額の銀行借り入れによる調達を行っており、負債比率は買収の度に増加していた。更に、ボーダフォンの営業利益は2000年度には約4000億円(26億ポンド)であったが、ボーダフォンの1株当たり利益による利回りは同金額を銀行に預け入れた場合の利息収入の半分にしか相当しないと計算されることから、新規の資金調達を困難にさせた状態がうかがえる。そして、最後にボーダフォンの株価は2001年3月から5月の間に約3割下落した事から、ボーダフォンの株式交換を主とした買収は以前より厳しくなり、買収は借り入れもしくは現金のみで決済するしか選択がなかった。

マンネスマンを買収した直後、通信業界の低迷はボーダフォンに財務面で更に大きなダメージをもたらした。つまり、合併を継続した事から有利子負債が増加した上に、価格競争に巻き込まれたのである。したがって、合併・買収後の販売台数は伸びたにしても、収益率は低下していった。増加する支払利息の原資として合併・買収から得られる事業面での収益増加を当初は期待したが、業界の落ち込みが始まったにも関わらず、リストラなどの導入が遅れて合併・買収の成果が最大限に発揮されなかったと考えられる。

## 第6節 事例6：In-Inの失敗例

### 「M&Aコンサルティングによる昭栄の敵対的買収： 株式保有形態が言わせた『企業は株主のものではない』」

日本でも敵対的株主は戦後から存在しており企業の幹部を脅かしていた傾向があるが、全く新しい意味での敵対的株主としての行動が起きた。それは、コーポレート・ガバナンス(企業の統治機構)といった耳慣れない概念を謳いながら敵対的行動を正当化する投資家、M&Aコンサルティング(以下、M&A社)の存在である。欧米ではコーポレート・ガバナンスを主張し、企業経営者に圧力をかける投資家は多く見られたが、日本ではその目新しさが話題を呼んだ。

一つの例として、元通産省の官僚である村上世彰が経営するM&A社による昭栄に対する敵対的買収が挙げられる。結局この敵対的買収は失敗に終わったが、日本の経営者には大きな意味で株主価値拡大に対する警告をもたらしたことから、重要な事件であったと思われる。したがって、昭栄事件を考察してみることにする。

被敵対的買収企業 昭栄	買収企業 M&A Consulting	形態 In-In 失敗例	発生年度 2000年														
		株価の推移(%) 3ヶ月 / 1年前 / 3年前			PER (x)	EV (億円)	PBR (x)	ROE (%)	Div. Ratio	Sales Growth (%)	売上 経常 (%)	R&D (%)	Capex (%)	Lev. Ratio	Current Ratio	Cash Flow Ratio	設立から の期間(年)
被敵対的買収企業 昭栄		4.7	-25.7	-43.7	22.7	412	0.67	3.4	0.35	0.2	-1.9	0.037	1.2	0.159	1.6	0.072	72
買収企業 M&A Consulting		NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	2

## 1. 沿革

2000年1月24日にM&A社は、昭栄の全株主に対して公開買付を行った。M&A社は1株1000円を提示したが、この株価は前日の終値評価880円に対し13.6%のプレミアムである。M&A社の目的は昭栄の1400万株を全て買い取り、非公開にすることである。M&A社の買収はオリックスからの借り入れにより資金調達を行うつもりであると伝えられていた。

では、なぜM&A社は昭栄を敵対的買収のターゲットにしたのか考察してみる。まず、M&A社が目をつけたのは、昭栄が昔ながらの会社であったからである。昭栄は100年以上前に設立された会社の系列であり、絹の生産者として繁栄していた。当時は第2次世界大戦前のことであり、日本が絹の世界市場を支配していたのだ。この産業が日本では何十年も前に死に絶えたのにも関わらず、昭栄が最後の絹工場を閉鎖したのは1995年のことである。そして、現在は建物を残したまま土地を貸し出し、本業とは全く異なると思われるコンピューターのコンデンサー生産を始め、それが多少は売上げに寄与している。しかし、1990年代を通じて株価は1000円をはるかに下回る状況である。大株主であるキャノン(11.2%保有)富士銀行(現：みずほ銀行、グループで約14%保有)は取引先として安定株主の役割を果たし、業績には関心をもたず文句を言わなかった。逆に、これら株主は系列が同じであるため、株式をもつのは投資としてではなく、企業との関係を強めるためと見ていたのである。過去半世紀、昭栄の社長は大胆な経営などは無縁な富士銀行から派遣されてきたのである。しかしながら、昭栄の株式時価総額が当時約70億円だったのに対し、会社の資産として約600億円ほどの不動産を保有しており、ほとんどが含み資産であった。したがって、M&A社は昭栄が有効的にこれら含み資産を流動化し収益性の高い事業への投資などに充てれば、企業価値も高まり株主価値拡大に結びつくと考えていた。また、現在の状況を無視し株主でいながらも非効率な経営方針と株主価値に無関心であり続ける、キャノンや富士銀行系列にも経営責任はあると指摘した。

M&A社は少しの株式を取得し、昭栄の経営陣に会社の資産を有効活用し株価を活性化しよう話し合おうとしたが、このような株主価値拡大の提案は受け入れられず何度も拒否された。その反面、昭栄側の上浦社長(現：会長)は「私は社長です。投資家一人一人と話す必要はありません」<sup>60</sup>、当時の金川常務は「私達は何も悪いことをしておりません。一生懸命やってきたのです」<sup>61</sup>と反発した。

昭栄の株価は敵対的買収が発表されてから、数日間のうちで1300円以上をつけた。M&A社が提示した公開買付価格の1000円を大きく上回ってしまったのである。この株価の上昇及び芙蓉グループが公開買付に株式を売却しなかったため、M&A社は公開買付で求めていた株数が取得できず、敵対的買収は失敗に終わったのである。しかしながら、敵対的買収が失敗に終わったにも関わらず、M&A社は第4位の株主の立場を利用し、経営陣に対し、業務改善の必要性や増配などによる株主還元を訴えていった。経営陣はM&A社の主張には答えていないと発表しているが、業績面では明らかに効果が出ていると思える。2001年度には1株当たり利益が43円と前期より約2倍に増加した。2002年度は利益が21.7円と約半分に低下したが、2003年度は1株当たり利益が57.3円にまで上昇した。2003年6月19日現在の株価は1564円であり、M&A社は敵対的買収に失敗したのにも関わらず、株主価

<sup>60</sup> Reuters News, 2000年1月26日

<sup>61</sup> 同上

値拡大を実現できたと考えられる。しかし、1株純資産が2002年度で1799円であることから、現在の株価は企業の解散価値より低く評価されているとも考えられる。

敵対的買収が失敗した原因を考察してみると、下記が挙げられる。

- 1) 少数株主で有ったため、全株の取得は既存株価の13.6%と低いプレミアム率では困難であった。
- 2) M&A社が「敵対的」とのイメージが強く、経営陣及び主要株主から警戒された。
- 3) M&A社が事業提携ではなく、第三者の投資家であったことから、事業シナジーなどが存在せず、経営を委ねるほど経営陣及び株主から信用されなかった。
- 4) M&A社は株主価値拡大のみを目的とした短期売買投資家としての見方が主要株主及び経営陣の間で強まり、M&A社の主張の意義を判断するより抵抗するしかなかった。
- 5) M&A社は経営陣及び主要株主と話し合いが持てず、反感のみを買った。
- 6) コーポレート・ガバナンスの概念が日本企業に未だに浸透していなかった。
- 7) M&A社は昭栄に対し資産の切売り(asset stripping)を求めた事により、経営陣に対してハゲタカとのイメージを与えた。
- 8) 持合などによる安定株主比率が高く、一般投資家が昭栄の発行株式総数の約25%しか保有していなかったため、株式が集めにくい構造になっていた。

上記によると、M&A社は余りにも旧体質の経営方針を導入している会社に対して、突然には受け入れがたい要求をなした事が、最終的には信用を失うことになったと考えられる。しかしながら、敵対的買収には失敗したのにもかかわらず、株主価値拡大に結びつくことになったのである。その原因を以下に考察してみる。

- 1) M&A社が業務改善の必要性や株主配当の増加をしつこく求めたことが、間接的にも経営陣に対するプレッシャーを与えることにつながり、規律を重んじるようになったことが業績面で良い結果に結びつき必然的に株主価値拡大に結びついた。
- 2) 敵対的買収の脅威にさらされたことから、自社株買いを実施し市場から株式を買い集めた事で、株価が支えられた。
- 4) 業績が回復し増配を決意した事から、一般株主が増加した。
- 5) 昭栄の株主は1400万株の内1000万株が安定株主だが、持合関係がない350万株の約8割の株主から支持されたことから、株主価値拡大の主張が認められたと考えられる。

以上から、敵対的買収が失敗しても株主価値拡大が実現できたと考えられる。昭栄事件は日本企業が初めて株主価値拡大をコーポレート・ガバナンスのもと国内投資家から求められたケースである。以前は1980年代にTrafalgarがミネベア、Boone Pickensが小糸製作所に対してそれぞれ資本主義の原理に基づきながら株主価値拡大を求めた経緯があるが、M&A社の主張はこれらとはまた新たに別な形で行われた。また、日本企業に対して、これまでの外国人投資家のみならず国内投資家も株主価値拡大を主張し、敵対的買収を仕掛ける傾向が強まるようになってきた。それも、1980年代の「乗っ取り」とのイメージとは大きく異なり、

資本主義にコーポレート・ガバナンスを加えて正当化した方法によるわけである。更に、敵対的買収であっても資金調達が可能であることも指摘された。1980年代は住友グループがミネベアに対して国内企業の敵対的買収に対しては資金調達を拒否したのに対し、昭栄事件ではオリックスが M&A 社の敵対的買収の資金を支援すると報道されていた。したがって、コーポレート・ガバナンスに対する認識と同様、今後の日本の経営は 1990 年代に成長した欧米経済と低迷した日本経済の差が襲ってくる形で、敵対的買収も国内外問わず襲ってくる可能性が高まっている。

## 第 7 節 事例研究から分かる成功要因

上記で考察した国内外の敵対的買収の成功及び失敗事例から今後の日本における敵対的買収の成功を考えた場合、以下の事が推論できる。

- 1) 敵対的買収は事前に話し合いの場を持ち、途中で友好的にした方が成功しやすい(アイ・ビー・エム対ロータス)。
- 2) 敵対的買収は事前に被敵対的買収企業の株式を保有して、提携関係を結んでいた方が有利である(C&W 対 IDC, ベーリンガー対エスエス、アイ・ビー・エム対ロータス)。
- 3) プレミアム率が高い方が好ましい(ボーダフォン対マンネスマン、ベーリンガー対エスエス、C&W 対 IDC、アイ・ビー・エム対ロータス)。
- 4) 株主間協定の存在は好ましい(C&W 対 IDC)。
- 5) 昭栄やミネベアに対する敵対的買収が失敗したように、シナジー効果がない企業同士は成功しにくい(M&A 社対昭栄、トラファルガー対ミネベア)。他方、シナジー効果が高い企業同士の敵対的買収は上記事例研究で成功しているように、株主から好感が持たれる。
- 6) 買収側の中長期的な株主価値拡大及び社会還元度が高い程好ましい(アイ・ビー・エム対ロータス)。

敵対的買収において被買収企業側の株主価値拡大の実現は先行研究で実証されている。しかし、敵対的買収側の株主価値拡大にも注目すべきであると筆者は考える。ボーダフォンや C&W は自社の株価が高い時に敵対的買収を行っているが(この場合、ボーダフォンは株式交換によりレバレッジを活用しているケース)、買収側の株主は長期的に株主価値拡大を実現できていない事が分かる。したがって、本当の意味での敵対的買収の成功とはアイ・ビー・エムがロータスを買収した時に見られたように、被買収側及び敵対的買収側の企業価値がシナジー効果により高まり、更に両社の株主価値拡大も実現でき、最終的には収益の向上が税金の支払い及び雇用を増加したことにより社会的還元も実現できた時であると考えられる。筆者はこれら事例研究を通じ、従来の敵対的買収の成功が公開買付の成功であるのに対し、今後の敵対的買収の成功の定義を社会的還元がもたらす経済の活性化まで延長すべきだと考える。

更に日本では被敵対的買収企業と敵対的買収企業のシナジー効果が見られる敵対的買収が最近では成功を収めている。この傾向から、日本でも国際的競争にさらされる業種・企業はシナジー効果が見られる国内外企業による敵対的買収を通じて企業の活性化を促進させる事は十分可能であり、経営戦略の一環としても有効的な手段であると考えられる。敵対的買収が非社会的であり、日本企業の文化に合わないとの見方は、逆に敵対的買収から得られ



るメリットを理解していないのと同じで、日本企業の再生を妨げる事につながるとも考えられる。

## 第9章 研究結果

本論文は、第4章から第7章を通じて、敵対的買収の発生要因を検証するにあたり、次の2つの仮説を提示した。

日本でも今後、「株主価値拡大主義」が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加するであろう。その理由は、日本経済（マクロ）及び日本企業（ミクロ）は現在、敵対的買収を誘発する「発生要因」を多く有しているからである。

敵対的買収の発生要因はおおむね3層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築されると考えられる。

これら2つの仮説から、本論文では、「敵対的買収は経済的・歴史的要因、企業保有構造など株式保有構造に基づく要因、企業が保有する財務的特徴のいずれか、もしくはこれらの要因が交じり合った時に発生する」ことを「敵対的買収の3層構造」を通じて定性的及び定量的な角度から検証した。本章では、これらの検証結果をまとめる。

### 1. 歴史的要因と敵対的買収の関係

第4章では「3層構造」の第1層である各国の敵対的買収の歴史的背景がどのように敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかを考察した。その結果、米国、ヨーロッパでは英国、フランス及びドイツ、アジアでは香港、シンガポール、韓国、そして日本では、歴史的要因により敵対的買収の推移が異なることが理解できた。これら特徴をまとめてみると、敵対的買収の発生要因は歴史的観点から、1)株式の取得規制、2)株主価値拡大の導入、3)独占禁止法の適用、そして4)敵対的買収に関する社会的反応、により影響を受けている事が分かった。

オラクルによる PeopleSoft の敵対的買収で見られるように、独占禁止法が多く適用される米国や英国と比較すると、日本では株式の取得規制や独占禁止法の適用が敵対的買収の発生には影響を及ぼしていないと言える。しかし、M&A社などにより、株主価値拡大の主張が増加し、認知度が一般化するにつれ、株主価値拡大の導入や社会的反応などが今後、敵対的買収の発生に影響を及ぼすと考えられる。特に、敵対的買収においては、買収側は自社より株主価値が低い企業に対して敵対的買収を仕掛ける場合が圧倒的に多い事から、日本では長年の株価低迷により株主価値の下がった企業を対象に国内外の優良企業が買収を仕掛ける可能性が高まると考えられる。

株主価値拡大が敵対的買収を推進することに対して、日本においては社会的反応が敵対的買収を阻止する働きをしている。社会的反応に対しては、敵対的買収はどの文化でも一定の抵抗があるのは事実であり、日本だけが例外ではない。ただ、欧米のように終身雇用制度を導入していない文化では、日本ほど抵抗が少ないのは明らかで、日本でも今後は敵対的買収を検討するにあたり雇用も合わせて課題として見直すべきである。つまり、米国や英国では、従業員は敵対的買収をされた後、解雇されるのは暗黙の了解として理解が高く、次の就職活動を抵抗無く行う文化であるのに対し、日本では永久就職制度が根強く敵対的買収がもたらす雇用不安が、社会的不安を招いていると考えられる。米国などでは従業員との雇用契約は専門職

(スペシャリスト)制度が一般的なのに対して、日本では企業に所属しているのが優先的で、人事制度もジェネラリストを育成するのが一般的なことから、企業を離れたら社会的な地位を失うとの認識が強い。このような違いが社会的観点から見た場合、日本では敵対的買収は受け入れられにくい背景にあると考えられるが、この認識を変えつつあるのが、株主価値拡大の追求である。

欧米風のコーポレート・ガバナンスを追求する経営陣及び投資家が存在する限り、日本の企業も敵対的買収のターゲットに十分になりえると考えられるであろう。つまり、M&A社による昭栄の敵対的買収の資金源はオリックスであったと伝えられているように、株主価値拡大を実現できるのならば、敵対的買収もコーポレート・ガバナンスとして認められるようになるであろう。現在の日本で普及しつつあるコーポレート・ガバナンスは株主を重視した欧米型を導入している傾向が強いと考えられるが、仮に、日本において、日本企業独特のコーポレート・ガバナンスが導入されるようになり、これらが株主価値拡大を実現できるのであれば、敵対的買収は株主価値拡大ではなく、企業の経営戦略の一環として実行される方向に移行するであろう。

## 2．経済的要因と敵対的買収の関係

上記での歴史的要因に続き、第5章では敵対的買収の発生を理解するにあたり、マクロ要因である経済的要因、主に金利及び株式市場の動向を敵対的買収の発生件数と比較しながら考察してみた。M&Aでは株式市場が活況し、金利が低下する時に企業買収・合併が相次ぐと実証されていることから、敵対的買収にもこの結果が適用されるかを検討してみた。

その結果、これら経済的要因で敵対的買収の発生の説明を行うのには困難である事が分かった。最大の理由は、**金利と株式市場の動向は必ずしも一致しておらず、ずれが生じていることから時系列で検証した場合には良い結果が出ないからである。**例えば、米国の標準金利は1970年代後半から1981年にかけて上昇していたが、株式市場が1976年の高値を上回ったのは1983年である。そして、**敵対的買収の件数は1985年にピークをつけている。**したがって、第5章では、敵対的買収の各発生要因を時系列で比較するのに加え、各要因の相関関係を調べることにより、各要因がどのような環境で強まるか・弱まるかを時期別に特定する事が可能であると考えて分析を行った。その結果、各国では時期別では敵対的買収の発生件数と金利及び株式市場の相関関係はあるものの、それは絶対ではなく、国によっては各要因の条件が同じでも逆相関関係になる場合もあることが分かった。したがって、敵対的買収の発生は国別で比較した場合、金利及び株式市場の一定した動向のみで起きるとは特定しにくい、金利や株式市場の動向により敵対的買収の発生は助成されていると言えるであろう。

## 3．株式保有構造と敵対的買収の関係

マクロ分析に加え、各国の株式保有構造と敵対的買収の発生の関係を見てみた。1980年~2002年に各国で発生した被敵対的買収の株式保有特徴を独立系、オーナー系、そして事業会社・金融会社系の3分野に分けて見たところ、おおむね敵対的買収の発生は各国の株式保有構造に関係している事が分かった。例えば、独立系で見た場合、米国では個人投資家や機関投資家の株式保有が2000年の時点でそれぞれ46.2%と31.3%(合計77.5%)であったのに対し、敵対的買収が発生した件数は906件中800件を占めており88%を記録している。英国では396件発生した敵対的

買収の内、265 件（約 67%）が独立系であり、オーナー系は 28%、個人投資家は 5%の比率を占めている。英国における所有者別持株比率と比較した場合、独立系投資家は合計で約 85%、個人投資家が 2002 年末時点で約 15%（ちなみに個人投資家は 1963 年には 54%であった）である事から、敵対的買収の対象となった企業は株式保有からして独立系が圧倒的に多いのである。

上記の見方を補強する目的として、次に各国における敵対的買収の発生件数と株主構成の相関関係を見てみる。まず、特徴として、敵対的買収の発生件数が最も多い米国、英国及びフランスでは株式保有が集中されていない独立系の企業が発生件数と最も相関が高い（それぞれ 0.99, 0.82, 0.90）ことから敵対的買収の対象になっていると考えられる。続き、オーナー系の企業は英国やフランスでも発生件数との関係が強い。他方、興味深いのは事業会社系と敵対的買収の発生件数の相関関係である。米国では銀行との関係が強い事業会社を対象とした敵対的買収が最も少ない事が分かる。そもそも、米国では金融機関が株主保有を行えない規制が存在している理由もあるが、フランスや英国の様に買収資金や運転資金を米国のようにエクイティを通じてではなく金融機関から借入れて調達する傾向がある国では、事業会社系企業は敵対的買収の対象になりにくいと考えられる。

では、日本の株式保有構造はどうであろうか。「第 6 章 第 3 節 日本における株式保有構造」で詳しく株式保有構造と敵対的買収の発生の比較を行ったが、日本は事業会社及び金融機関が高い持株比率を占めているのに対して、敵対的買収が発生しているのは独立系が最も多い。勿論、件数が少ないので断言する事は困難であるが、米国や英国の統計を見た場合でも独立系を対象に敵対的買収の発生が圧倒的に多いことから、安定株主が少ない独立系企業が一般的に敵対的買収のターゲットになりやすいのは、この統計から推測できる。

#### 4 . ミクロ要因と敵対的買収の関係

ここまで、敵対的買収を歴史的、経済的、そして株式保有形態の角度から考察してみた。その結果、敵対的買収とは環境がどれひとつ欠けても発生しないが、1 つの要因が敵対的買収を招いているとは限らないことも理解できたといえる。

しかしながら、敵対的買収はこれらマクロ要因や株式保有形態がマイナスに働いている時にも発生していることから、続く第 7 章では、上記で検証したマクロ要因に加え、個別の企業の特徴が敵対的買収を発生させているかを検証した。その方法としては、

- (ア) 被敵対的買収企業と被友好的買収企業との比較
- (イ) 被敵対的買収企業と敵対的買収企業との比較
- (ウ) 上記結果がマクロ要因とどのような相関関係にあり、敵対的買収の発生に影響を及ぼしているのかの検討

を分析することにより、更に企業の特徴に敵対的買収を発生させる要因が見られるかを考察した。更に、これらの結果から日本で見られる特徴は下記の通りである。

被敵対的買収企業と被友好的買収企業との比較  
日本の特徴

	特徴
株価	3ヶ月前、1年、3年前では大きな特徴は見られない。他国と比較した場合、日本で発生した敵対的買収における株価は発生前とさほど変動していない。
株価収益率	日本を他国と比較した場合、被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より株価収益率が平均的に高い。業界平均より株価収益率が高い企業が敵対的買収対象になっている特徴が見られる。
時価総額	日本及び各国でも大きく異なっている。被友好的買収企業より被敵対的買収企業の方が大きい。
株価純資産倍率 (PBR)	被敵対的買収企業の方が被友好的買収企業より PBR が高いことから、被敵対的買収企業の方が割高感がある。
株主資本利益率	被敵対的買収企業及び被友好的買収企業の ROE が他国よりも圧倒的に低い。米国の様に、敵対的買収とは ROE が低下するにつれ増加するのであれば、日本でも今後敵対的買収が増加しても不思議ではないと考えられる。
配当性向	2000年~2001年に発生した外国企業による敵対的買収では、被敵対的買収企業の配当性向が被友好的買収企業より低い。外国企業は極めて自社より配当性向のかなり低い企業をターゲットにしている。
売上高成長率	敵対的買収及び友好的買収の差に特徴は見られない。しかし、日本は米国、英国、フランス及びドイツより売上高成長率が高い企業が敵対的買収のターゲットになっていると推測できる。
売上高経常利益率	日本及び各国とも被敵対的買収企業より被友好的買収企業の数値の方が高いことから、収益体質が弱い企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。
レバレッジレシオ	日本はドイツと並んで、被敵対的買収企業の数値が被友好的買収企業より低い。日本で2000年~2001年に発生した敵対的買収は米国の1980年代に類似している。
流動比率	日本では被敵対的買収側より被友好的買収企業の方が流動比率が高い。他国では被敵対的買収企業と友好的買収企業の差があまり見られない。
フリー・キャッシュフローレシオ	1980年代の日本では被敵対的買収企業の方が友好的買収企業と比較した場合、平均的に高い。しかし、2000年~2001年の被敵対的買収企業は被友好的買収企業及び他国と比較した場合でも水準が低い。

設備投資対減価償却率	日本（主に 2000 年~2001 年）及び各国では被敵対的買収企業の数値の方が友好的買収企業より低い。景気が回復し、設備投資も増加すれば、日本においても敵対的買収が増加する可能性は高まると考えられる。
売上高研究開発費比率	日本及び各国では一般的には被敵対的買収企業の数値の方が被友好的買収企業よりも数値が低い、大きな特徴は見出せない。
設立からの期間	日本では被敵対的買収企業が最も長く、被友好的買収企業の設立年月が最も短い（差が最も大きい）。設立年月の長い企業の方が敵対的買収のターゲットになりやすい。

## 被敵対的買収企業と敵対的買収企業との比較

### 日本での被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴

ミクロ要因	特徴
株価	日本及び各国では発生日から 3 ヶ月前及び 1 年前では特徴が無いが、3 年前までに遡ると敵対的買収企業の方が株主価値拡大を実行している。
株価収益率	被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より低く割安感がある。
企業価値	日本及び他国でも明らかに被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より小さく、その差は時代により大きく変動する。
株価純資産倍率	株式簿価レシオは被敵対的買収企業の株価純資産倍率の方が敵対的買収企業よりも各国で低い場合が多い。日本ではバブル期に発生した敵対的買収における被敵対的買収企業の数値が最も低く、米国の 1990 年半ばの水準である。
株主資本利益率	国によって大きく異なる。日本では他国と比較した場合、最も低い。
配当性向	日本では 1980 年代より 2000 年~2001 年に発生した被敵対的買収企業の配当性向が敵対的買収企業より低く、敵対的買収の発生率が低いドイツと似ている。逆に、被敵対的買収企業の配当性向の水準が敵対的買収企業より高い国は、敵対的買収の数が多いことから、日本でも配当性向の高い企業は敵対的買収の対象になりやすいと推測できる。
売上高成長率	各国では時代により被敵対的買収企業と敵対的買収企業の成長率が異なる。日本では 1980 年代に発生した敵対的買収のうち、被敵対的買収企業の数値の方が敵対的買収企業より高いのとは対照的に、2000 年~2001 年に買収が発生した IDC とエスエス製薬は敵対的買収企業の数値の方が高い。このように景気が後退している日本では成長率が高い企業が成長率の

	低い企業を敵対的買収のターゲットにする傾向が見られる。
売上高経常利益率	米国を除いた日本及び各国では敵対的買収企業の数値の方が被敵対的買収企業よりもわずかながら高い。つまり、健全な企業がわずかながら自社より利益率が低い企業を敵対的買収対象にする可能性が高いと考えられる。
レバレッジレシオ	日本を含む各国では一般的に被敵対的買収企業の数値は敵対的買収企業より低い。借入れが少ない企業が敵対的買収対象になっていると考えられる。
流動比率	日本では被敵対的買収企業の方が敵対的買収企業より低く、米国や英国の結果と対照的である。
フリー・キャッシュフローレシオ	他国の分析によるとフリー・キャッシュフロー水準が低い時は敵対的買収が発生しにくい。日本において 1980 年代に発生した国内企業同士の敵対的買収では被敵対的買収企業及び敵対的買収企業では極めてキャッシュフロー水準が低かった。他方、2000 年~2001 年に発生した敵対的買収では、敵対的買収企業が外国企業であったことから、フリー・キャッシュフローレシオは敵対的買収の方が高かった。
設備投資対減価償却比率	敵対的買収企業と被敵対的買収企業では差が小さいながら、被敵対的買収側の数値の方が低い。日本においても差幅が小さく、特徴を見出すのは難しい。
売上高研究開発比率	敵対的買収が多い国では敵対的買収企業より被敵対的買収企業の数値の方が高い。他方、日本では敵対的買収企業の数値の方が高い。
設立からの期間	敵対的買収が多い国では敵対的買収企業と被敵対的買収企業の差幅が小さい。それとは対照的に日本では被敵対的買収企業は設立年月が長く、敵対的買収企業は短い。

### 敵対的買収におけるミクロ要因の特徴対マクロ要因の特徴

ここまでは、それぞれ被友好的買収企業と被敵対的買収企業及び被敵対的買収企業及び敵対的買収企業のミクロ要因を個別に比較し、敵対的買収を受ける企業はどのように特徴が違ってくるのかを考察した。また、これらの結果に相関関係の分析を加える事により、各国での敵対的買収の発生の特徴が一致しているかを更に検証できた。その結果、敵対的買収を受ける企業は国別で比較した場合でも一定の特徴を有していることが分かった。その中でも日本では敵対的買収を受けた企業には、設立からの期間が各国でも最も長く、配当性向が高く、ROE が最も低いなどの特徴が特定できた。

これらミクロ要因の結果を元に、被敵対的買収企業の各ミクロ要因が各マクロ要因（主に、第5章で検証した敵対的買収の発生件数が各国の金利の動向と株式市場の推移に関係しているか）と相関しているかを考察した。

### 各ミクロ要因と金利との相関関係

	特徴
株価	株価の推移（3ヶ月前）と金利の相関関係は国ごとに大きく異なっており、敵対的買収の発生要因の特徴として判断しにくい。1年前の株価では日本のみが相関係数が0.76と高く、日本では株価の推移と金利動向に相関関係が見られる。また、3年前の株価を採用した場合、同じく日本のみが相関係数が0.96と高く、株価の推移及び金利が低下している時に敵対的買収が発生しやすいとの特徴が見られる。
株価収益率（PER）	株価収益率と金利の相関関係では米国の-0.54、英国の-0.66、フランスの-0.68、ドイツの-0.26そして日本の-0.21となり、逆相関関係が主に米国、英国、フランスなど敵対的買収件数の多い国で見られる。つまり、金利が低下すると、株価収益率は高まり、その中でも被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴でも見られたように、収益率の低い企業が敵対的買収のターゲットになり易いと考えられる。日本では相関関係が米国や英国ほど顕著に見られないものの、金利が低下した時にPERが低い企業が敵対的買収の対象となる傾向は今後件数が増加するにつれ明らかになると考えられる。
企業価値	日本および各国では金利の低下とともに、企業価値は増加していく傾向が被敵対的買収企業および敵対的買収企業の逆相関関係から見られる。
株価純資産倍（PBR）	被敵対的買収企業と金利動向の相関関係では米国の-0.21からフランスの-0.62とある程度の逆相関関係が見られる。つまり、金利が低下するにつれてPBRが上昇することが敵対的買収の発生に結びつくものと考えられる。日本では相関係数は-0.02であり、強い相関関係が見られない事から、日本における敵対的買収の発生に大きく影響しているとは言い難い。
株主資本利益率（ROE）	株主資本利益率と金利の相関関係は国によって大きく異なる。日本では他国と比較した場合、相関係数が0.61と高く、金利が低下するにつれ、ROEが低い企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなっていると考えられる。
配当性向	被敵対的買収企業の配当性向と金利の相関係数は国により異なる。例として、日本では-0.51、ドイツでは-0.36、英国及び米国ではそれぞれ0.43と0.35である。したがって、日本では敵対的買収は金利が下がってきた時に配当性向が高まっている企業が買収対象とされているとみられ、米国やドイツでは金利が低下するにつれ、配当性向が低下している企業が敵



	<p>対的買収の発生につながっていると考えられる。しかしながら、相関関係が各国とも極めて高いわけではなく、金利と配当性向の関係が敵対的買収の発生に影響を及ぼしているかは断言しがたい。</p>
売上高成長率	<p>被敵対的買収企業の売上高成長率と金利の相関係数は、米国の-0.42、英国の-0.62、フランスの-0.74 と逆相関関係が見られる。つまり、金利が低下するにつれ被敵対的買収企業の売上高成長率は高まっていると考えられる。他方、日本では0.73 である事から、金利が低下するにつれ、売上高成長率が低い企業が敵対的買収対象になっていると考えられる。</p>
売上高経常利益率	<p>被敵対的買収企業の売上高経常利益率と金利の相関係数は、米国の-0.06、英国の-0.22、フランスの-0.61、ドイツの-0.21、日本の-0.51 と逆相関関係であるが、売上高成長率ほどは高い相関ではないので、敵対的買収の発生要因と特定するのは困難である。日本では、金利が低下するにつれ、売上高経常利益率が低い企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。</p>
レバレッジ・レシオ	<p>レバレッジ・レシオと金利の相関係数は米国の-0.17、英国の-0.69、フランスの-0.80、ドイツの-0.14、日本の-0.04 と、フランスと英国では強い逆相関関係が確認できるが、他国ではそれほど高い相関が見られない。したがって、金利が低下するに当たりフランスのように被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオが高まるケースもあれば、日本のように金利とレバレッジ・レシオの関係が敵対的買収の発生にほとんど影響を及ぼさない場合も挙げられる。</p>
流動比率	<p>流動比率と金利の相関関係を分析した結果、各国とも相関が見られず、敵対的買収の特徴としては確認できない。</p>
フリー・キャッシュフローレシオ	<p>被敵対的買収企業のフリー・キャッシュフローレシオが金利の動向と相関関係があるか考察した結果、日本では、0.59 と相関関係がみられたもの、他国では相関関係がさほど見られない。この結果から金利の低下がフリー・キャッシュフロー水準に大きな影響を及ぼしているとは判断しにくく、一般的には敵対的買収の発生要因として特定するのは困難である。</p>
設備投資減価償却率	<p>被敵対的買収企業の設備投資対減価償却比率と金利の相関関係を計測した結果、米国において-0.76、英国では-0.35、フランスでは-0.46 と逆相関関係が発生している事が確認できる。米国などでは金利の低下につれ被敵対的買収企業の設備投資対減価償却比率は上昇していると考えられる。しかしながら、日本で発生した敵対的買収は 0.90 と強い相関関係を示している事から、金利が低下しているのに対し、設備投資対減価償却比率も低下している。この対照的な結果から、設備投</p>

	資対減価償却比率と金利の動向は敵対的買収の発生にそれぞれ逆の働きをしている事が理解できるが、統一性がない事から敵対的買収の発生要因として特定するのは困難であると考えられる。
売上高研究開発比率	被敵対的買収企業の売上高研究開発費比率と金利の相関関係を分析した結果、米国の-0.71、英国の-0.71、フランスの-0.32、ドイツの-0.34、日本の-0.74 で見られるように米国、英国及び日本では逆相関関係が確認できる。したがって、金利が低下するにつれ、売上高研究開発費比率は上昇し、敵対的買収の発生に影響を及ぼしていると理解できる。
設立からの期間	被敵対的買収企業の設立からの期間と金利の相関関係を計測した結果、米国の-0.66、英国の-0.55、フランスの-0.88 で見られるように、敵対的買収を受けた企業は金利が低下する際に設立からの期間が長くなっている事が確認できる。しかしながら、ドイツや日本では敵対的買収の発生は金利の動向と相関関係が見られない事から、これらの国では金利の動向とは関係なく、設立からの期間が長い企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。

以上の結果を特に日本についてまとめると以下のようなになる。

株価の推移及び金利が低下している時に敵対的買収は発生している。  
金利が低下した時に PER が低い企業が敵対的買収の対象になりやすい。  
金利が低下するにつれ、ROE が低い企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなる。  
金利が低下するにつれ、売上高成長率が低い企業が敵対的買収の対象になっている。  
金利が低下するにつれ、売上高研究開発費比率は上昇し、敵対的買収の発生につながりやすくなる。  
金利の動向とは関係なく、設立からの期間が長い企業が敵対的買収の対象になっている。

次に、各ミクロ要因と株式市場の動向との相関関係を検証した。結果を下表にまとめた。

各ミクロ要因と株式市場の動向との相関関係

	特徴
株価	株価の推移（3ヶ月前）と株式市場の動向との相関関係は国別で見られず、敵対的買収の発生要因となっていない。しかし、1年前の株価では日本のみが相関係数が0.60と高く、日本では株価の推移が金利動向に続き株式市場の動向とも相関関係が見られる。一方、1年前の株価と株式市場の動向との相関関係は見られない。3年前の株価を採用した場合、米国の0.38、英国の0.03と比較して日本は相関係数が0.80と高く、当該企業の株価及び株式市場全体の価格が低下している

	時に敵対的買収が発生する特徴が見られる。
株価収益率	<p>株価収益率と株式市場の動向との相関係数は米国の 0.89、英国の 0.86、フランスの 0.78、ドイツの 0.88、日本の-0.82 と、日本を除けば相関関係が主に米国、英国、フランスなど敵対的買収の多い国で見られる。つまり、株価指数が上昇すると、株価収益率は高まり、その中でも被敵対的買収企業と敵対的買収企業の特徴でも見られたように株価収益率の低い企業が敵対的買収のターゲットになり易くなると考えられる。日本では逆相関関係が見られ、株価指数が下落した時に PER が高い企業が敵対的買収の対象となる傾向がある。つまり、株価は下がっているのにも関わらず、株価収益率が高まっている企業、即ち利益率が低下している企業が買収対象となっているのである。</p>
企業価値	<p>企業価値と株式市場の動向との相関関係では、米国の 0.83、英国の 0.80、フランスの 0.74、ドイツの 0.49 及び日本の-0.66 で見られるように、日本を除いた各国では正の相関関係が確認される。つまり、これらの国では株価指数が上昇するにつれ、企業価値の高い企業が敵対的買収の対象にされている。しかしながら、敵対的買収の件数は株式市場が上昇するにつれ減少している事から、企業価値が上がると敵対的買収の発生は減少すると考えられる。他方、日本では株価指数が下落すると敵対的買収を受けた企業の企業価値は増加している事から逆相関関係の結果になった。この日本の特徴は、株価が下がる局面でも、外国企業からしてみると、割安でありながら企業価値が大きく業種での優位性が見られる企業が敵対的買収の対象につながったことに由来すると思われる。</p>
株価純資産倍率	<p>被敵対的買収企業の株価純資産倍率と株式市場の動向との相関係数は米国の 0.74、英国の 0.82 とフランスの 0.74、ドイツの 0.94 及び日本の 0.46 と、相関が高いことが分かる。したがって、株価指数が上昇するにつれて、株価純資産倍率も上昇し、その中でも比較的割安な企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなっていると想定される。日本においては、他国ほど株式市場の動向と株価純資産倍率が連動していない事から日本における敵対的買収の発生に株式市場と株価純資産倍率の関係が大きく影響しているとは言い難い。</p>
株主資本利益率	<p>被敵対的買収企業の株主資本利益率と株式市場の動向の相関関係は国別で大きく異なる。日本では他国と比較した場合、相関係数が 0.94 と高く、過去において株価指数が下落（上昇）するにつれ、株主資本利益率が低い（高い）企業が敵対的買収のターゲットになりやすくなっていると考えられる。日本企業は株主資本利益率の水準が低い事から、株主資本利益率が高い外国企業からの敵対的買収の対象になりやすいと考えられる。米国でも相関係数が 0.69 と比較的高いが、英国</p>

	<p>やフランスなどは相関関係が見られないなど、国別で特徴が異なっている。</p>
<p>配当性向</p>	<p>被敵対的買収企業の配当性向と株式市場の動向との相関係数は国別で異なる。例として、日本では 0.03、ドイツでは 0.28、英国及び米国ではそれぞれ-0.30 と 0.03 であり、金利との関係に比べれば相関関係が各国ともさほど高くないために、株式市場の動向と配当性向の関係が敵対的買収の発生に影響を及ぼしているとは断言しがたい。</p>
<p>売上高成長率</p>	<p>被敵対的買収企業の売上高成長率と株式市場の動向との相関関係では米国の 0.91、英国の 0.92、フランスの 0.61 と強い相関が見られる。つまり、株式市場が上昇するにつれ被敵対的買収企業の売上高成長率は高まっていると考えられる。他方、日本でも 0.93 である事から、株価指数が上昇（下落）するにつれ、売上高成長率が高い（低い）企業が敵対的買収対象になりやすくなると考えられる。つまり、株式市場の動向に連動した形で売上高成長率が推移している企業が一般的に敵対的買収の対象となっている。</p>
<p>売上高経常利益率</p>	<p>売上高成長率に続き、被敵対的買収企業の売上高経常利益率と株式市場の動向の相関関係では米国の 0.77、英国の 0.71、フランスの 0.77、ドイツの 0.56、日本の-0.62 と日本の逆相関関係を除けば各国では正の相関関係が認められる。売上高成長率ほど相関は高くないが、株式市場の動向と連動した形で売上高経常利益率も推移している企業が敵対的買収の対象になっていると考えられる。つまり、敵対的買収を受ける企業はいわゆる赤字企業や急成長を成し遂げている企業ではなく、ごく「普通」の体質の企業であると想定される。日本では、金利が低下するにつれ、売上高経常利益率が低い企業が敵対的買収の対象になっていると前に述べた。株価指数が上昇（下落）するにつれ、売上高経常利益率が低い（高い）企業が中心に敵対的買収を仕掛けられていることから、外国で見られる「普通」の企業ではなく、業績面では正常値から大きく乖離している企業が敵対的買収の中心となっていると考えられる。</p>
<p>レバレッジ・レシオ</p>	<p>レバレッジ・レシオと株式市場の動向との相関係数は米国の 0.40、英国の 0.74、フランスの 0.87、ドイツの 0.80、日本の 0.60 で見られるように各国で相関関係が確認できる。したがって、株価指数が上昇（下落）するにつれて、被敵対的買収企業のレバレッジ・レシオが高まる（低下する）ケースが一般的である。したがって、敵対的買収の発生の特徴としては、株式市場が活況するにつれ、借入額も連動して増加する企業を対象に敵対的買収が仕掛けられていると考えられる。即ち、無借金企業を中心に敵対的買収が行われていないのである。</p>

流動比率	被敵対的買収の流動比率と株式市場の動向との相関関係を分析した結果、ドイツの 0.78 と英国の 0.49 を除いた各国では相関関係が見られず、流動比率を敵対的買収の発生要因としてみなすことはできない。
フリー・キャッシュフローレシオ	被敵対的買収企業のフリー・キャッシュフローレシオが株式市場の動向と相関関係があるか考察した結果、日本では 0.90 と相関関係がみられたもの、他国では相関関係が見られなかった。この結果から日本を除いた各国では株価指数の上昇（下落）がフリー・キャッシュフロー水準に大きな影響を及ぼしているとは判断しにくく、フリー・キャッシュフローレシオを敵対的買収の発生要因として特定するのは困難である。日本のみが例外で、株価指数が下落するにつれ、それに連動した形でフリー・キャッシュフローも減少していることから、日本で敵対的買収を受けている企業は市場連動性が高いと判断できる。
設備投資減価償却率売上高研究開発比率	被敵対的買収企業の設備投資対減価償却比率と株式市場との相関係数を計測した結果、米国の 0.40、英国では 0.74、フランスの 0.87、ドイツの 0.80、日本の 0.60 と強い相関関係が発生している事が確認できる。最も相関が高いフランスでは株価指数の上昇（下落）につれ被敵対的買収企業の設備投資減価償却率は上昇（低下）していると考えられる。つまり、設備投資対減価償却比率と株式市場の動向との相関関係の結果からは、敵対的買収の対象となっている企業はいわゆる「普通」の企業の特徴を示すと推測される。
売上高研究開発比率	被敵対的買収企業の売上高研究開発比率と株式市場の動向との相関係数を計測した結果、米国の 0.86、英国の 0.81、フランスの 0.21、ドイツの 0.81、日本の-0.96 と、米国、英国及びドイツでは強い正の相関関係、日本のみでは逆相関関係が確認できた。したがって、日本においては株価指数が下落（上昇）するにつれて売上高研究開発費比率が上昇（低下）している企業が、敵対的買収の対象となっている事が分かる。他方、他国では株式市場の動向と売上高研究開発率も連動しており、敵対的買収はこれら動向に連動した企業を対象に発生していると考えられる。これらはいわゆる「普通」の特徴を有している企業である。
設立からの期間	被敵対的買収企業の設立からの期間と株式市場の動向との相関関係を分析した結果、米国の 0.80、英国の 0.70、フランスの 0.62 で見られるように、敵対的買収を受けた企業は株価指数が上昇（下落）するにつれて、設立からの期間が長い企業が敵対的買収の対象になりやすくなっている事が分かる。しかしながら、日本では相関係数が-0.34 であることから、株式市場の動向と被敵対的買収企業の設立からの期間と相関関係がないと判断できる。

各ミクロ要因と株式市場との比較では、次の特徴が日本における敵対的買収の発生要因として挙げられる。

日本では株価指数及び当該企業の株価が下落している時に敵対的買収が発生する特徴が見られる。

株価指数が上昇したときに株価収益率（PER）が低い企業が敵対的買収の対象になる傾向がある。

株価が下がる局面でも、割安でありながら企業価値が大きく業種での優位性が見られる企業が敵対的買収の対象になったと思われる。

売上高成長率が株式市場と連動している企業が敵対的買収の対象になっている。株価指数が上昇（下落）するにつれ、売上高経常利益率が低い（高い）企業を中心に敵対的買収を仕掛けられている。

日本では株式市場の動向と敵対的買収を仕掛けられている企業のフリー・キャッシュフローの連動性が高い特徴がみられる。

本分析結果から、日本での敵対的買収では、企業の特徴が単独で敵対的買収に影響を及ぼしている場合もあれば、金利や株式市場の動向が相関する形で敵対的買収に影響を及ぼしている場合もあることが明らかになった。日本の結果を各国での敵対的買収の発生要因と比較すると、日本における被敵対的買収企業の特徴は、設立からの年数など日本独特の特徴もあれば、売上高成長率など各国とも共通している特徴もある事が分かった。

ここで、本論文の2つの仮説に対して、下記の結論を述べる事ができる。

まず、仮説 1、即ち「日本でも今後、『株主価値拡大主義』が進むにつれ、国内外から発生する敵対的買収が増加するであろう。その理由として、日本経済（マクロ）及び日本企業（ミクロ）は現在、敵対的買収を誘発する「発生要因」を多く有しているからである」との推測に対して、本論の結果から、マクロ要因とは関係なく、日本企業が有している企業特徴の内、売上高成長率や売上高経常利益率が低い企業、また設立からの年数が長い企業などは、一般的には敵対的買収の対象になりやすいと考えられる。

第 2 の仮説である「敵対的買収の発生要因はおおむね 3 層（経済的・歴史的要因、企業保有構造、企業財務特徴）から構築される」との考えに対しては、「敵対的買収は経済・歴史的要因、株式保有構造に基づく要因、もしくは企業の財務的特徴のいずれか、もしくはこれらが交じり合った時に発生する可能性が最も高い。企業の特徴が優先的に働く場合でも、それだけが敵対的買収を発生させる単独の要因であるとは本研究結果からは断言できない。3 層構造の 1 つの要因が欠けた場合、敵対的買収は発生し難いと考えられる。

## 第10章 結びに代えて～今後の課題と展望～

本稿では、一般的で各国共通に利用できる3層構造を通じて、敵対的買収の発生要因の数値化を試みた。特に、敵対的買収の分野においては、各国の比較研究は行われておらず、本稿は学会が積み残してきた未開拓の分野に取り組んだと考えられる。これまでの敵対的買収の研究において、敵対的買収の発生要因の各国比較が行われていなかったのは、企業レベルでのデータの収集が最近まで不可能であったからと思われる。本稿では1980年以降を中心に各国の各企業の財務・株価データを遡って入手したわけだが、それらのほとんどはつい最近までは記録が保存されている各国に出向かなければ入手できなかった。つまり、情報社会が進む中、情報が第3者にも速やかに渡るようになった事で、本研究は可能になったかと思われる。

敵対的買収の発生に関しては、経済的要因や歴史的要因が一般に指摘される場合が多い。これに対し筆者は、敵対的買収の研究においては企業の特徴を経済的要因や歴史的要因との関係に結びつける事に価値があると思う。

最後に、分析結果を総括し、今後の課題について述べることにする。

### 1. 敵対的買収発生要因の数値化モデルの総括

筆者の3層構造モデルは、そもそも敵対的買収はなぜ発生するのかに対する疑問から始まった。敵対的買収が多い英国や米国では、株主価値拡大が実現されていない企業が敵対的買収を仕掛けられやすい会社の類型であると考えられていた。一方、日本では株式保有形態と敵対的買収の発生の関連性が指摘されてきた。また、法的な観点から敵対的買収からの防衛策については常に議論されていながら、なぜ、各国で敵対的買収が発生するのかに関しては十分な議論はされていなかった。また、友好的買収とどう違うのかも分析されておらず、敵対的買収の定義には曖昧さが残っていた。したがって、日本における敵対的買収を分析するにあたり、各国の敵対的買収の発生をあらゆる角度からまず考察する必要があった。この考察から本稿の結果が導かれたのである。

本稿の分析結果の応用性は広いと考えられる。これまでは経済的要因やミクロ的要因(企業の特徴)が別々で議論されるにとどまり、敵対的買収の防衛策はポイズンピルなどの法的なものに限られていた。本稿では、経済的要因との比較、買収企業との比較、他国や日本での相関関係の分析などを行い、敵対的買収を仕掛けられやすい会社の類型を理解することができた。この結果は、これ以上ない「敵対的買収の防衛策」を提供し得ると考えられる。すなわち企業は経済環境と自社の特徴とを比較する事により、敵対的買収が発生する前に予知できると考えられる。

### 2. 今後の展望と課題

#### (1) 結果を応用する際の留意点

本稿では、各国、特に日本における敵対的買収の発生要因の特徴を明らかにした。その結果は、日本企業が敵対的買収を防衛する経営戦略を立てる際に、十分に役立つ分析であると考えられる。しかしながら、日本で発生した敵対的買収の特徴だけを採用するのではなく、敵対的買収が多い米国や英国の発生要因も理解する必要があると考えられる。これはなぜなら、一つに日本では敵対的買収の発生件数が少ない事からである。もう一つには、今後、日本企業でも株主価値拡大主義が広ま

り、株式保有構造などの特徴が米国・英国に近づくのであれば、敵対的買収の特徴はこれら諸国の特徴に類似していく可能性が高まるからである。したがって、敵対的買収の防衛策を検討する際、日本のみならず各国の発生要因も理解するべきである。

### (2) 分析に採用した指標の見直し

本稿では、マクロ要因とミクロ要因の選択にあたっては、それぞれ先行事例で採用されている方法を基準とした。例えば、マクロ要因であれば歴史的要因と経済的要因で採用した指標で見られるように、主に M&A 分野で実証されている指標を部分的に採用している。本稿は、戦略型敵対的買収は M&A の延長線上に発生するという前提で M&A 分析で使用されている分析指標を導入した。しかし、本研究の企業特徴の分析で敵対的買収と友好的買収には明確な差がある事が分かったことから、今後は敵対的買収の研究においても、指標を見直し、最も適した指標を採用する必要があると考える。

### (3) 社会的影響度の測定

前に述べたとおり筆者の考えでは、本来あるべき敵対的買収の成功の定義は、従来の定義、即ち被敵対的買収企業の「株主価値拡大」から、被敵対的買収企業及び敵対的買収企業双方の株主価値拡大、そして最終的には社会的還元まで延長されるべきである。しかし、本研究では社会的還元までの分析はなされていない。その理由として、社会的還元を成功の尺度とした場合に、それを立証するためのデータ（地域社会への影響、納税額の推移、雇用への影響）に必要な統計の入手が困難である事が挙げられる。「敵対的買収は、社会的還元を通して経済を活性化する一つのポジティブな手段である」ということを実証するには、社会的還元度を測定する方法を見出すのが必要であると考えられる。日本では「企業文化」がいまだに敵対的買収を敬遠しており、敵対的買収が企業戦略の一環として普及するには、敵対的買収が株主価値拡大よりもむしろ社会全体にプラスの影響を及ぼし、経済の活性化に結びつくことが不可欠であると、筆者は考える。