

買収防衛策導入の業績情報効果：2005年日本のケース

広瀬純夫  
信州大学経済学部

藤田友敬  
東京大学大学院法学政治学研究科

柳川範之  
東京大学大学院経済学研究科

2007年8月

## 買収防衛策導入の業績情報効果：2005年日本のケース

信州大学経済学部 広瀬 純夫  
東京大学大学院法学政治学研究科 藤田 友敬  
東京大学大学院経済学研究科 柳川 範之

### 要約

本研究では、2005年に買収防衛策を導入した企業を対象にして、経営陣が防衛策を導入する動機および防衛策導入の影響について実証分析を行った。まず、2005年に買収防衛策を導入した企業の2005年度末の業績パフォーマンスを分析したところ、有意に悪化していることが確認された。これは防衛策導入直後の業績悪化であり、防衛策導入の結果とは考えにくい。よって、市場の評価以上の業績悪化を把握した経営者が、防衛策を導入したと考えることができる。この結果は、取締役解任要件の変更など取締役に関連する規定の定款変更を行った企業や、ライツ・プランなどの明示的な買収防衛策を導入した企業において顕著である。

そして、株価のイベント・スタディを行ったところ、この業績変化と整合的な株価変化が確認された。つまり、市場は買収防衛策導入という行動を通して、予想以上の業績悪化の可能性を読み取っており、その結果超過収益率が有意に低下している。また、業績パフォーマンスの場合と同様に防衛策のタイプで分類したところ、市場参加者は、明示的な買収防衛策の方に、よりネガティブな判断をしていることが明らかになった。

さらに、Simple Qに基づいて導入企業を分類して株価のイベント・スタディを行ったところ、Simple Qが1以上のケースではイベント・ウィンドウを10営業日後以降まで拡大すると、有意な株価変化を確認できなくなるのに対して、Qが1以下のケースでは、公表日から35営業日後までイベント・ウィンドウを拡大しても、1%水準で有意な負の平均超過収益率を確認することができた。

**Information Revealing Effects of Anti-takeover Amendments:  
A case of Japan in 2005**

Sumio Hirose (Shinshu University)  
Tomotaka Fujita (University of Tokyo)  
Noriyuki Yanagawa (University of Tokyo)

**Abstract**

In 2005, Japanese firms were allowed to introduce the anti-takeover amendments. By using of the data of 2005, this paper examined the incentives and effects of anti-takeover amendments in Japan. It has shown that the performances of the ATA introduced firms dropped in 2005 fiscal year. These performances changes occurred just after the introduction of ATA. Hence we can conclude that ATAs have been introduced by the firm whose managers recognized that their performances would be decreased. By checking the stock prices of those firms by using of an event study technique, this paper found that the movements of stock prices were consistent with the changes of performances. In other words, the introduction of ATA has revealed the negative signal to the market. Moreover, this paper shows that explicit ATAs were more negatively judged than implicit ATAs from the market. The average abnormal returns of ATA introduced firms whose simple  $Q$  is lower than 1 were negative even when the estimation window is extended to 35 days.

## 1. はじめに

敵対的買収防衛策の導入は、どのような動機に基づいて行われているのだろうか。また、株式価値や企業価値にどのような影響を与えるのだろうか。本論文は、この問題について、日本で本格的に買収防衛策の導入が行われた2005年の株主総会時期を主な対象として実証分析を行ったものである。

わが国では、今まで敵対的買収がほとんど存在しなかったこともあり、現実的にも経済理論的にも重要なこの問題について、実証研究はほとんど行われてこなかった。また、そもそもわが国では、敵対的買収防衛策は2005年になって本格的に導入されたため、その経済的影響について十分な理論的・実証的検討が行われてきたとは言いがたい。欧米ではある程度の実証研究が存在するものの、敵対的買収については各国それぞれで法律や制度にかなり違いがあり、それらの結果をそのまま日本にあてはめるわけにはいかない<sup>1</sup>。そこで本研究では、初めて本格的に導入が行われた2005年に焦点をあてた実証分析を行い、敵対的買収防衛策導入が、わが国の制度環境の下で企業価値等に与える影響を分析していくことにしたい。

買収防衛策については、既存文献でも評価が分かれている。一般論としていえば、La Porta, *et al* (1998)が指摘するように、株主の権利保護に関する環境の違いは、企業の資金調達に無視し得ない影響を及ぼす。ただし、買収防衛策導入が企業価値へ及ぼす影響については、必ずしも定かではない。それは、防衛策導入自体が、企業活動にどのような影響を及ぼすのか、それほど自明ではないからである。

まず、企業金融の基本的な考え方からすれば、企業買収はそれが敵対的なものであっても、企業価値および株主の利益にとってプラスの要素と考えられている。なぜならば、より高い株価で買収しようとする買収者はそれだけ新たな経営に自信を持っているのであり、それを実現させることによってより価値のある効率的な企業経営が行われると考えられるからである。

また、実際に買収が行われなくても敵対的買収の脅威があること自体も、経営者に適切な規律付けを与えるという観点から、株主利益にプラスの効果があると考えられる。株主利

---

1. わが国の裁判所は、会社の支配権に関する争いが生じた後に取締役会が防衛措置をとる余地をほとんど認めないため（たとえば、東京高裁判決平成 平成17年3月23日判例時報1899号56頁参照）、敵対的買収に対して法的に有効な方法で対処しようとするならば、具体的な買収の動きが生じる以前の平時に、予め防衛策を用意しておくことが必要となる。このため、日本の場合、防衛策導入を決議したこと自体が、企業価値に何らかの影響を及ぼす可能性がある。この点は、Coates(2000)が、米国の場合、ポイズン・ピルの導入だけに着目した分析には意味ないと指摘していることとは、状況が異なる（米国においては、会社の支配権に関する争いが生じた前後で防衛策の導入の可否が決定的に変わってくるわけではなく、仮に平時において導入していなくとも買収開始後にいつでも防衛策を導入できるために、平時における買収防衛策の導入はそれ自体としてはイベントとしての重要性がないと見ることができる）。

益に反する経営を行えば株価の低下を招き、敵対的買収の標的とされる可能性が高まってしまう。買収が実現して経営交代を迫られることを予想すれば、経営者は株主利益を損なうような経営を回避するはずだからである<sup>2</sup>。

以上の点から考えると、その裏返しとして敵対的買収の可能性を減じる買収防衛策の導入は、経営改善の可能性を減少させ、経営者への規律付け効果を低下させるマイナスがあると考えられる。買収防衛策導入によって、経営者の裁量の範囲が増え保身行動に走る可能性が高くなると株式価値にマイナスの影響が生じる恐れがある。

一方で、敵対的買収の可能性を低下させることは、経営者に安定的な経営の保証を与え、企業特殊な人的投資を促す等プラスの効果をもたらす可能性があることも指摘されている。現実には、投資家と経営者との間に情報の非対称性が存在するため、株価が常に適正に評価されているとは限らない。たとえば、経営者のコントロールが及ばない外的ショック等でも、一時的に株価が低下する恐れがある。そのような場合に、敵対的買収によって容易に経営者の地位を解任されるのであれば、経営者は、本来、経営の効率性を向上させるために必要である企業特殊な人的投資を躊躇するかもしれない。このような場合に、買収防衛策を通じて買収者に正しい情報を伝えることができるのであれば、適正な経営努力を払っている経営者は解任を恐れる必要がなくなる。その結果、経営者の人的投資を促すことができるという意味でプラスの効果をもたらす可能性もある。あるいは、買収が仕掛けられた際、防衛策があることによって買収価格を引き上げることができるならば、株主にとって有利になる可能性もある<sup>3</sup>。

さらに買収防衛策が導入されたとしても、それは防衛策が発動された（例えば実際に新株予約権が発行された）というわけではない<sup>4</sup>という点にも注意が必要である。そのため、そもそも防衛策の導入時点において、どの程度敵対的買収の可能性を低下させるのか、またそれによってどの程度企業価値や株式価値に影響が出るのかはあまり明らかではない。この点からも、実証分析を行って実際の行動を検証する意義がある。

このような理論的構造を反映して、欧米諸国を対象にした実証研究でも結果は分かっている。Gompers, Ishii and Metrick (2003)は、米国企業を対象に1990年～1999年のデータを用いた分析を行って、株主の権利保護が株価へ及ぼす影響について検証を行っている。彼らは、株主の利益保護に関する規定に点数をつけることで企業を分類し、株主の権利を

---

<sup>2</sup> たとえば、Mikkelson, Wayne H. and Partch, M. Megan(1997)では、経営者の交代が生じる確率は、1980年代の敵対的買収が盛んな時期の方が高いことを確認している。したがって、防衛策導入で買収の可能性を低下させることは、経営者への規律づけ効果を弱めるという意味で、企業価値にマイナスの効果をもたらす可能性がある。

<sup>3</sup> Comment and Schwert(1995)は、買収防衛策導入が買収プレミアムを引き上げることを確認している。つまり、防衛策導入は、対買収者での交渉力強化に貢献するため、企業価値にプラスの効果をもたらしている。これらの理論的可能性の詳細については柳川(2006)を参照のこと。

<sup>4</sup> たとえば、新株予約権発行による防衛策の発動は、2007年7月11日のブルドックソースによるものが日本国内初めてである。

重視する傾向のある企業の方が、統計的に有意に高い株価リターンがもたらされていることを確認している。つまり、買収防衛策を多く持つような企業は、相対的に低い株価リターンを経験している。一方、Core, Guay and Rusticus (2006)は、同様の分析を2000年～2003年でのデータを用いた分析を行った場合、Gompers, Ishii and Metrick (2003)が示すような結果は確認されなくなってしまうことを明らかにしている。このように、買収防衛策導入の効果については、欧米の実証研究でも必ずしも明確な結論は得られていない。

そこで本稿の分析では、2005年という、日本における買収防衛策導入時点に焦点を当てた実証分析を試みた。2005年は、ニッポン放送の経営権を巡るライブドアとフジテレビによる攻防で幕を開け、経済界が敵対的買収の可能性が現実のものとなったことを実感し、企業買収に関する話題が大きな注目を浴びた年である。その後、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」が経済産業省・法務省合同で公表され、そのガイドラインに沿った形で多くの企業が買収防衛策を導入する結果となった。2005年の5月、6月には、事前警告型と呼ばれる防衛策を採択したり、信託形態を用いた新株予約権スキームの防衛策を株主総会に付議したりする上場企業が相次いだ。このように敵対的買収の脅威が急速に高まると同時に買収防衛策の導入のための法的環境も急速に整えられていった年を分析対象とすることで、買収防衛策の誘因とその影響をより明確に明らかにすることができるだろう。

主要な分析結果を先にまとめると、以下の通りとなる。まず、2005年に買収防衛策を導入した企業の2005年度末の業績パフォーマンスを分析したところ、有意に悪化していることが確認された。これは防衛策導入直後の業績悪化であり、防衛策導入の結果とは考えにくい。よって、市場の評価以上の業績悪化を把握した経営者が、防衛策を導入したと考えることができる。この結果は、定款変更でも取締役解任要件の変更など取締役に関連する規定の変更を行った企業や、ライツ・プランなどの明示的な買収防衛策を導入した企業において顕著である。

そして、株価のイベント・スタディを行ったところ、この業績変化と整合的な株価変化が確認された。つまり、市場は買収防衛策導入という行動を通して、予想以上の業績悪化の可能性を読み取っていたことが分かる。具体的には、買収防衛策に関係する公表を行った当日の平均超過収益率をみても、公表日当日および翌日の平均超過収益率をみても有意にマイナスとなっていた。また、業績パフォーマンスの場合と同様に防衛策のタイプで分類したところ、市場参加者は、明示的な買収防衛策の方に、よりネガティブな判断をしていることが明らかになった。

さらに、Simple Qに基づいて導入企業を分類して株価のイベント・スタディを行ったところ、公表日当日および翌日の2日間で見るとどちらの場合も、平均超過収益率は有意に低下していた。しかし、公表日を基準にイベント・ウィンドウを広げていったところ、Simple Qが1以上のケースでは10営業日後以降まで拡大すると、有意な株価変化を確認できなくなるのに対して、Qが1以下のケースでは、公表日から35営業日後までイベント・ウィン

ドウを拡大しても、1%水準で有意な負の平均超過収益率を確認することができた。つまり、Simple Q が1を下回り、経営の効率性が疑問視されていた企業については、防衛策の導入がモラル・ハザードやエントレンチメントを招く可能性が高いと判断し、恒常的な株価低下をもたらされたと考えることができる。

以下第2節では、2005年買収防衛策の概要を説明し、第3節では年次財務データを用いて、防衛策導入企業の業績がどのように変化したかを分析している。そして、第4節では、株価のイベント・スタディを行い、防衛策導入決議の際に株価がどのように反応したのかを検討している。さらに第5節では、2006年度の買収防衛策導入の影響も分析し、第6節で結論と今後の検討課題を述べている。

## 2. 買収防衛策の概観

本研究では、日本で初めて本格的な買収防衛策導入が行われた2005年に着目し、その影響について検証を試みた。前述の通り、日本企業が明示的な防衛策を導入した時点を対象とした分析である点に、特徴の一つがある。2005年は、3月のライブドアによるニッポン放送買収劇を契機として、企業買収防衛策への関心が高まってきたことに加え、株式持合いの解消によって安定株主持株比率が低下してきたことなどもあり、会社側が無防備であることを実感することとなった時期である。

商事法務研究会『株主総会白書 2005年』によると、アンケート調査への回答があった1938社のうち、防衛策を「導入した」と回答した会社が118社で回答会社全体の6.1%、「導入の予定」が36社で同1.9%に過ぎない<sup>5</sup>。一方、「導入すべきかを検討中」と回答した会社は1119社に上り、57.7%にも達している。ただし、ここでの“防衛策”の内容は、かなり広範囲のものが含まれている。

「導入した」、もしくは「導入の予定」と回答した154社のうち、圧倒的に多いのは、定款変更を通じて、「授権株式数の拡大」（全日空やヤマト運輸など80社）を実施した場合や、「取締役の員数枠等の削減」（日本テレビ、テレビ東京など84社）や「取締役解任決議を特別決議とする」（信越化学工業、ホリプロなど5社）などの取締役に関連する規定変更を行ったケースである（重複回答あり）。一方で、明示的な買収防衛策と位置づけられる信託型ライツプランの導入（ないし導入予定）は、西濃運輸やペンタックスなど10社、事前警告型防衛策はフジテレビ、東京放送、オリンパスなど17社にとどまっている<sup>6</sup>。

<sup>5</sup> 商事法務研究会『株主総会白書 2005年』は、国内企業2,567社を対象に、2005年6月末までの1年間に開催された定時株主総会を調査したものである。回答は1,938社で、東証マザーズや大証ヘラクレス、ジャスダック証券取引所などの新興市場や外国企業は対象外である。

<sup>6</sup> 『資料版商事法務』では、2005年6月に株主総会を開催した上場企業2050社（東証マザーズや大証ヘラクレス、ジャスダック証券取引所などを除く）について、株主総会で付議された防衛策に関連する議案を調べている。これによれば、敵対的買収防衛策となり得る定款変更を実施した会社は449社である。このうち、授権株式数の増加に関する定款変更は230社、取締役の定員減少に関連するものは284社、解任決議を特別決議としたもの

「授権株式数の拡大」は、買収者以外に第三者割当ての新株発行を行うことなどを通じて発行済み株式数を増加させ、買収者の持株比率を薄めることを想定したものである<sup>7</sup>。「取締役の員数等削減」は、買収者が新たに取締役を選任することを抑止するため、定款上の定員が実際の取締役の数に近接するように減員するものである。これにより、敵対的買収者は、現取締役を解任しない限り、取締役の追加選任を通じて取締役会の多数を握ることができなくなる。「取締役解任決議を特別決議とする」ことは、取締役の解任決議要件が、会社法施行前の商法の規定で特別決議であった（平成17年改正前商法 257 条）ものが、2006 年施行の会社法において普通決議（会社法 341 条）となることへの対応である。

信託型ライツプランは、米国のいわゆるポイズン・ピルを模したもので、買収者が出現した場合に、買収者ら以外の株主のみが行使できる差別的行使条件付新株予約権を、予め発行しておくものである。敵対的買収者が現れた場合に、買収者の持分を希釈化させる対抗措置を用意しておくことで、潜在的な買収者の行動を牽制することを目的とする<sup>8</sup>。

事前警告型買収防衛策は、平時において、敵対的買収者等が買収を実施する際には予め取締役会に買収計画等の詳細を説明することをルール化し、この手続きに従わない場合には、対抗措置をとることを警告しておくものである<sup>9</sup>。東芝などのように、警告の公表のみを行うケースのほか、松下電器産業などでは、対抗措置を機動的に発動できるように、新株や新株予約権の発行登録を行う場合もあう。

2005 年時点でライツ・プランや事前警告型といった典型的な防衛策導入が多くなかった背景は、ニッポン放送事件を契機に具体的な脅威を感じ始めたのが 3 月であったこともあり、6 月の株主総会までに具体的な買収防衛策を提案することが難しかったことが一因だと推測される。また、2005 年の前半は、司法や行政でも、買収防衛策に関する法的インフ

---

が 11 社などとなっている。他方、信託型ライツプランの導入は 5 社、さらにジャスダック上場のサイバードを加えると 6 社、事前警告型防衛策は 13 社となっている。

7. 授権株拡大の目的として、企業買収を目的として掲げない場合も少なくない。なお、授権株拡大議案は、東京エレクトロン、横河電機およびファナックにおいて否決されている。また、東北新社では、決議前に撤回している。

8. 日本の場合、新株予約権付株式の発行が法令上許容されていないため、発行した新株予約権を信託財産として信託銀行等に預託しておき、一定の発動事由に該当する買収事案が生じた際に、全株主に対して新株予約権を信託銀行等から交付するという工夫を行っている。なお、ライツ・プランとしては、信託型の他に、特定の友好的な第三者に対して、大量に新株予約権を予め発行しておく第三者割当て型という方式もある。

9. 適用の対象は、議決権割合の 20%以上となる株式の買付を行おうとする者が典型的である。買収提案の検討については、取締役会が行う場合や、社外の有識者等で構成される独立委員会が検討する事例も多い。事前警告型の場合でも、信託型ライツプランの場合でも、取締役の恣意性を排除し、買収防衛策の合理性を高めることなどを目的として、買収防衛策発動のプロセスにおいて、業務執行を行う経営陣から独立した“独立委員会”を設置しているケースが少なくない。内部取締役の保身行動を防止するメカニズムと位置づけることができる。しかし、独立委員会の設置について一定のサンプル数を確保できた 2006 年導入ケースについて、独立委員会の有無でサンプルを分類して株価イベント・スタディを試みたが、株式市場の反応について、有意な差異を見出すことはできなかった。

ラ整備を進めている途上であり、各社は、これらの動きも見据えながら、防衛策導入の是非、あるいは導入すべき防衛策の内容について検討する必要があったことも考慮する必要がある<sup>10</sup>。

本研究では、上記のような買収防衛策を2005年6月までに導入した企業のうち、日次株価データによるイベント・スタディを行う上で必要な株価データを得られた99件をサンプル企業として取り上げている。したがって、分析対象とする買収防衛策導入は、ライセンス・プランや事前警告型といった典型的なものだけではなく、定款変更による授権株式数増加や取締役に関連する規定の変更など、より広い範囲を取り扱っている。

サンプル企業99件の内訳をみると、31件は、定款変更によって授権株式数を増加させたに過ぎない。一方、52件は、定款変更の中で取締役解任要件の変更など取締役に関連する規定の変更を行ったものである。明示的な買収防衛策を導入したりしたケースとしては、ライセンス・プランが7件<sup>11</sup>、事前警告型が9件となっている。

サンプル企業の業種別内訳を見ると、最も多い業種は電気機器の18件、次いで通信業12件である<sup>12</sup>。その他、機械、卸売業の各8件、化学の7件が目立っている。一方、銀行業、保険業では、2005年での導入実績は見られない。

実務家の間では、買収防衛策の導入は、企業価値にマイナスだとの評価が少なくない。また、2005年6月下旬の株主総会では、「大口株主である機関投資家によって反対され、経営者の提案した議案（授権株式数の増加、取締役の員数の上限設定変更等の定款変更）が

---

10. 行政面での動きとしては、経済産業省経済産業政策局長の私的研究会「企業価値研究会」で買収防衛策に関する検討が進められ、2005年5月27日、「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表し、買収防衛策導入に関する基本的な考え方である“3つの原則”（「企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則」「事前開示・株主意思の原則」「必要性・相当性確保の原則」）を述べると同時に、適法と考えられるスキーム、問題があると考えられるスキームを具体的に提示している。

司法面では、3件の重要な決定が出された。まず2005年3月のニッポン放送事件は、従来から第三者割当増資に関してとられてきた主要目的ルールを踏まえつつ、「会社の経営支配権に現に争いが生じている場面において、株式の敵対的買収によって経営支配権を争う特定の株主の持株比率を低下させ、現経営者又はこれを支持し事実上の影響力を及ぼしている特定の株主の経営支配権を維持・確保することを主要な目的として新株予約権の発行がされた場合」には、原則として新株予約権の不正発行として差止め得るとした。ただし、「敵対的買収者が真摯に合理的な経営を目指すものではなく、敵対的買収者による支配権取得が会社に回復し難い損害をもたらす事情があることを会社が疎明、立証した場合」には例外的に不正発行にはならないとし、具体的に4つの類型を例示する。さらに2005年の6月に、制御機器メーカーのニレコによる新株予約権を活用した買収防衛策導入に対する発行差し止めを求めた訴訟で、裁判所は、平時導入型の新株予約権を用いたスキームについて、新株予約権の発行差し止めを認める判断を下している。

さらに2005年7月には、日本技術開発が、事前警告型の防衛策の発動として株式分割を行ったのに対して買収者側が差し止めを求めた。裁判所は差し止めを認めなかった。

11. このうち6件は信託型ライセンス・プランである。東京放送は、第三者割当型を用いている。

12. 業種区分は、東証33業種による分類である。

否決されるという例も出た」<sup>13</sup>。

では、実際に買収防衛策の導入は、企業価値にどのような影響をおよぼしたのだろうか。また、その背景にある要因には、どのようなものが考えられるだろうか。以下では、イベント・スタディの手法をもちいて、業績への影響および株価への影響がどのようなものであったのかについて、厳密に分析を行っていく。

### 3. 年次財務データによる防衛策導入後の業績の評価

#### 3-1. 分析手法

本節では、2005年に買収防衛策を導入した企業が、防衛策導入の後に、実際どのようなパフォーマンス変化を経験しているのか、Barber and Lyon (1996)による財務データを用いたイベント・スタディの手法を用いて分析していく。

ただし、ここでは日次株価データによるイベント・スタディでサンプルとして用いる買収防衛策導入企業99社のうちの85社を対象として分析を行っている<sup>14</sup>。サンプル数が、若干少なくなっている理由は、同じ業種分類の中で、サンプル企業の業績パフォーマンスの90%~110%の範囲に業績パフォーマンスがある企業が存在しなかったケースを除外しているためである<sup>15</sup>。

具体的な分析手法として、まず、企業*i*の*t*期の業績パフォーマンス $P_{i,t}$ を以下のように定める。2005年の防衛策公表後、2005年度末の財務データによるパフォーマンスであれば、*t*期は2005年度末（大半のサンプルが2006年3月末）である。

$$P_{i,t} = \frac{EBITDA}{\text{簿価評価総資産}}$$

$EBITDA$ =税引き前利益+減価償却費+支払利息

---

<sup>13</sup> 2005年6月27日付の日本経済新聞によれば、日本の機関投資家の代表格である厚生年金基金連合会は、ライツ・プランを含む買収防衛策の9割に反対の議決権行使をしている模様である。

<sup>14</sup> イベント・スタディで用いた日次株価データおよびサンプル企業の財務データは、野村総合研究所によるものである。なお、財務指標に関する数値は、単体のデータであり、買収防衛策に関する公表があった直前の決算期のものを用いている。

<sup>15</sup> 後述するように、業績パフォーマンスに関するイベント・スタディを行う上で、比較対象とするコントロール・ファームを抽出する基準は、サンプル企業と同じ業種分類の中で、サンプル企業の業績パフォーマンスの90%~110%の範囲に業績パフォーマンスがあることである。

これは、利益の指標を *EBITDA* とし、簿価資産残高を用いて算出した *ROA* である<sup>16</sup>。次に、この  $P_{i,t}$  の比較対象企業  $j$  をコントロール・ファームとして選び出し、 $P_{i,t}$  とコントロール・ファームの業績パフォーマンス  $P_{j,t}$  との比較を行う。コントロール・ファームについては、Barber and Lyon(1996)の手法に基づき、各サンプル企業と同じ業種に属し、かつ、イベント前の業績パフォーマンス（分析対象が2005年度末の財務データによるパフォーマンスであれば、2004年度末の業績パフォーマンス）が、サンプル企業の業績パフォーマンス  $P_{i,t-1}$  の90%~110%の範囲にある企業群を抽出した上で、このグループのメディアンをコントロール・ファームとして採用した。業績パフォーマンスが似通った企業を対象にする理由は、財務データ上のパフォーマンスについて、mean reverting の傾向があるためである。業種分類は、東証33業種に基づいて行った。

実際のパフォーマンスの比較は、Barber and Lyon(1996)によるイベント・スタディの手法を参考とし、分析対象企業（サンプル企業） $i$ の過去のパフォーマンスも考慮したものである。具体的には、 $t$ 期にイベントが無かった場合に予想される企業  $i$ の期待パフォーマンス  $E(P_{i,t})$ を、

$$E(P_{i,t}) = P_{i,t-1} + (P_{j,t} - P_{j,t-1})$$

と定義する。そして、実際に実現したパフォーマンス  $P_{i,t}$  と、期待パフォーマンス  $E(P_{i,t})$  との差をアブノーマル・パフォーマンス  $AP_{i,t}$  として、以下のように定義する。

$$\begin{aligned} AP_{i,t} &= P_{i,t} - E(P_{i,t}) \\ &= (P_{i,t} - P_{i,t-1}) - (P_{j,t} - P_{j,t-1}) \end{aligned}$$

業績の急変が無ければ、この  $AP_{i,t}$  は有意にゼロから乖離していないはずである。そこで、 $AP_{i,t}$  が平均ゼロの正規分布に従うと仮定すれば、以下の統計値  $t$  はスチューデントの  $t$  分布に従うため、 $t$  検定を行うことができる。

---

<sup>16</sup> 分母の簿価総資産の値については、期首と期末の平均値を用いた。期末の値を用いた分析も行ったが、結果はほぼ同様である。

$$t = \frac{\overline{AP}}{\sigma(AP_{i,t}) / \sqrt{n}}$$

$$\text{ただし } \overline{AP} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AP_{i,t}, \quad \sigma(AP_{i,t}) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (AP_{i,t} - \overline{AP})^2}{(n-1)}} \quad (\text{nはサンプル数})$$

なお、Barber and Lyon(1996)では、検定手法として t 検定よりも、Wilcoxon Signed-Rank Test を用いることを推奨している。本研究でも、t 検定に加え、Wilcoxon Signed-Rank Test も行った。

### 3-2. 分析結果

上記の手法を用いて 2005 年度の業績パフォーマンスを分析した結果が、表 1 である。防衛策導入後の 2005 年度末のパフォーマンスは、全サンプルの場合、1%水準で、マイナスで有意となった。つまり、防衛策導入企業の直後の業績は、有意に悪化していることを示している。

ただし、買収防衛策の導入の中でも、その決議内容を一律に扱うことには問題があるかもしれない。2 節で述べた通り、株価イベント・スタディでの対象サンプル 99 件のうち、31 件は、授権株式数を増加させたに過ぎない。一方、他の 68 件は、定款変更の中で取締役解任要件の変更など取締役に関連する規定の変更も伴っており買収防衛の意図が比較的明らかなケースであるか、ライツ・プランなどの買収防衛策を導入したりしたケースである（これらを合わせて「明示的な防衛策」と呼ぶことにする）。この点を確認するため、防衛策の内容が、「授権株式数増加のみの定款変更」なのか、それとも「明示的な防衛策」なのかという差異で分類した分析も試みた。この場合、明示的な防衛策導入があったケースで、有意なパフォーマンス悪化が確認された。他のグループでは、符号はマイナスだが有意なものではなかった。以上の分析結果は、Wilcoxon Signed-Rank Test による検定を行った場合でも、ほぼ同様のものとなっている。

なお、防衛策導入の前に既にパフォーマンス悪化等が生じていた可能性も考えられる。そこで、念のため、2004 年度末のパフォーマンスを対象にした分析も試みた。その結果は、表 2 にある通り、有意なパフォーマンス変化を確認できなかった。この点は、防衛策の内容でサブ・サンプルに分類しても同様である。

### 3-3 結果の解釈

以上の結果から読み取れることは、明示的な買収防衛策を導入した企業については、その後大きなパフォーマンスの悪化を経験しているという事実である。ただし、ここで計測したパフォーマンスは 2005 年度末と防衛策導入直後のものである点に注意が必要である。前述のように、防衛策導入については経営者のモラル・ハザードを招く可能性がある等、

株式価値を低下させる要因が考えられる。しかしながら、そのような要因が直ちに生じて、直後の業績が悪化したとは考えにくい。したがって、防衛策の導入自体が直後の大幅な業績悪化の主原因と結論づけることはできない。

むしろ、この結果は業績悪化が予想された企業が買収防衛策を導入したと考えるほうが自然であろう。近い将来の業績悪化を、市場が認識するよりも早く経営陣が把握していた場合、経営陣は業績悪化による株価低下が敵対的買収を招くことを警戒し、予め買収防衛策の導入を図る可能性があるからである。実際、2005年は、ニッポン放送事件以降、敵対的買収の脅威が現実のものとして認識されるに伴い、経営者の間で買収防衛策導入への関心が急速に高まった時期である。

このように考えると、パフォーマンスが悪化する（と予想された）企業が明示的な防衛策を導入したために、両者に強い正の相関が観察されたのだと考えることができる。それでは、この点を株式市場はどのように判断していたのであろうか。以下では日次株価データによるイベント・スタディの手法を用いてこの点をもう少し掘り下げて考えていくことにしよう。

#### 4 日次株価データによるイベント・スタディの分析手法およびデータ

この節では、買収防衛策導入を取締役会で決議したタイミングでの株価のイベント・スタディを行い、防衛策導入時の市場の反応が、その後が生じた業績パフォーマンスの変化と整合的かどうかについて検証を行った。

日次の株価変化率の動向についてのイベント・スタディでは、株価に何らかの影響を及ぼす可能性がある出来事（イベント）が生じた日の超過収益率（実際に観察された収益率から、イベントが生じなかった場合に予想される期待収益率を差し引いたもの。詳細は、Appendix 1を参照）が、イベント発生前の株価推移から見て有意に大きければ、対象イベントが企業価値に影響を与えていると判断する。これは、市場が合理的であれば、イベントの影響が即座に株価に反映されることを前提としている。

本研究では、超過収益率の算出に必要な期待収益率を特定するモデルとして、各銘柄の収益率をマーケット・インデックスの収益率と線形的に関連付けているマーケット・モデルを用いた。マーケット・インデックスとしては、TOPIXを用いた<sup>17</sup>。具体的なイベント・スタディの分析手続きは、Appendix 1に記述してある。

分析上の対象とするイベントは、2節で紹介したように、2005年に行われた買収防衛策に関連する取締役会決議である。分析対象とした取締役会決議に関する情報は、旬刊商事法務編集部の協力により収集した。なお、取締役会決議に関する情報は、決議日当日、遅くとも翌日には市場に反映されていると考えることができる。従って、以下では、主にイベント日の前日および当日の2日間の超過収益率に着目して、議論を進めていくこととす

---

17. 業種特有の影響が存在する可能性を考慮し、東証33業種別株価指数をマーケット・インデックスとして用いた分析も行ったが、分析結果に大きな差はなかった。

る。

株価イベント・スタディのサンプル企業は、2005年の3月から6月までに、買収防衛策導入に関する取締役会決議の公表を行った企業、あるいは買収防衛策に関連すると思われる定款変更の取締役会決議の公表を行った企業のうち、イベント・スタディを行う上で必要な株価データを入手できた99社である。このうち16社は、信託型ライツ・プランや事前警告型など、何らかの明示的な買収防衛策の導入を公表したケースである。残る83社は定款変更の公表を行ったものだが、このうち31社は、授権株式数の増加のみを行ったものである。残る52社については、取締役定員削減や解任要件など、買収防衛策に密接に関連した定款変更があった場合である。

#### 4-1. 基本分析結果（全サンプル）

2005年に何らかの買収防衛策に係る公表を行った全サンプル、99企業を対象にイベント・スタディを行った結果が、表3である。公表日当日の平均超過収益率は-0.447%となり、 $\theta$ 値は-2.539で、5%水準でマイナスで有意である。公表日当日および翌日の2日間の場合、平均超過収益率は-1.244%、 $\theta$ 値<sup>18</sup>は-4.803となり、1%水準でマイナスで有意である。つまり、市場は買収防衛策の導入を企業価値にとってマイナスだと評価していることになる。また、図1は、取締役会決議のタイミングをゼロとして、株価イベント・スタディによって得られたサンプル99社の平均累積超過収益率の推移である<sup>19</sup>。さらに、図2は、イベント日周辺の統計値 $\theta$ の推移を表したものである。これらの図からも、2005年6月までに防衛策を導入した99社は、その導入を取締役会で決議した際、株価への負のインパクトを経験していることが見て取れる。

さらに、業績パフォーマンスに関する分析と同様に、決議の内容の差異について、授権株式数増加のみのケースと、より強い買収防衛策を導入したケースとで分類した分析も行ってみた。その結果が、表4である。

公表日当日および翌日の2日間で見ると、授権株式数増加のみの定款変更を行ったケースでは、有意な平均超過収益率を見出すことができなくなってしまった。片や、取締役関連の変更を伴う定款変更を行ったケースや、ライツ・プラン等の明示的な買収防衛策を導入したケースでは、平均超過収益率は-1.799%、 $\theta$ 値は-4.829となり、1%水準でマイナスで有意である。つまり、市場参加者は、導入された防衛策の内容に応じて異なる評価を下し、より明示的な買収防衛策の方に、ネガティブな判断をしていると考えられる<sup>20</sup>。

---

18.  $\theta$  値の分布は漸近的に標準正規分布となるため、検定を行うことができる。詳細は Appendix 1 を参照。

19. グラフは、累積超過収益率を表しているため、イベント日（取締役会決議の公表日）から30営業日前を起点として、毎営業日の超過収益率を累積していった値を表している。

20. ただし、この2つのサブ・サンプルの間で、平均超過収益率が統計的に有意に異なるかどうかt検定を行ったところ、p値は0.212となり、有意な差異を見出すことはできなかった。

この分析結果は、上で述べたパフォーマンス分析の結果と整合的である。買収防衛策特に明示的な買収防衛策を導入によって、(市場参加者が把握していなかった)業績悪化の可能性が高いことを市場が読み取ったために、株価が有意に低下したと考えられる。

それでは、買収防衛策が経営者のモラル・ハザードあるいはエントレンチメントを生じさせる可能性が、市場で考慮されなかったのだろうか、あるいは買収防衛策が株式価値を押し上げる可能性を市場はどのように評価したのだろうか。以下では、この点について Q を用いてサンプルを分類し、検討していくことにしよう。

#### 4-2. Simple Q による分類

この節では、経営の効率性に関する市場評価の側面を考えるために、Simple Q の値によって対象サンプルを分類して分析を行う。Simple Q は、トービンの Q を簡易的に算出したものであり、企業経営の効率性の尺度として捉えることができる。算出は下記の通りである。

$$\text{Simple Q} = \frac{(\text{株式時価総額}) + (\text{簿価負債総額})}{(\text{簿価総資産})}$$

Simple Q が 1 を上回っていれば、株式市場は当該企業の価値を、保有する総資産の簿価価値以上に評価していると解釈できる。逆に、1 を下回っていれば、当該企業の経営者は、保有資産を十分に有効活用していないと判断している可能性がある。したがって、Simple Q が 1 を下回る企業の場合、買収して経営陣を交代させて効率性を改善すれば、大きなキャピタルゲインを得られる可能性がある。こうした企業が買収防衛策を導入した場合、効率性改善の可能性が低下し、コーポレート・ガバナンスの観点から、株主にとっては好ましくないかもしれない。

このことから、Simple Q の値が 1 を下回るような、経営の効率性に関して市場から疑問を投げかけられている企業の方が、エントレンチメントを動機とする防衛策導入が行われる可能性が高いと考えられる。

そこでここでは、Simple Q の値に応じて、サンプルを分類した上記と同じ分析を行った。株価変化に関するイベント・スタディでのサンプルでは、Simple Q が 1 を上回る企業が 78 社、1 を下回る企業が 21 社である。

表 5 は、Simple Q の値が 1 以上か 1 以下かによってサンプルを分類した分析の結果である。公表日当日および翌日の 2 日間で見ると、Simple Q が 1 以上の 78 件では、平均超過収益率は -1.220%、 $\theta$  値は -3.746 となり、1%水準でマイナスで有意である。一方、Simple Q が 1 以下の 21 件の場合でも、平均超過収益率は -1.333%、 $\theta$  値は -3.208 となり、同様に 1%水準でマイナスで有意である。つまり、市場参加者は、Simple Q の値に関係なく、買収防衛策の導入は企業価値を損なう恐れがあると判断しているように見える。

しかし、分析の視点を少し変えてみると異なった結果がみえてくる。先にも述べたように、経営者のモラル・ハザードやエントレンチメントの影響は中長期的に企業業績に影響を及ぼすと考えられる。そこでここでは、中期的な株価への影響を確認するため、公表日から35営業日後までの株価変化について分析を行ってみた。その結果をまとめたものが表6である。

累積平均超過収益率について、公表日を基準に、5営業日後まで、10営業日後までという具合に5営業日ずつイベント・ウィンドウを広げていったところ、Simple Qが1以上のケースでは、公表日から5営業日後までのイベント・ウィンドウでは1%水準で有意な負の平均超過収益率を確認できるものの、10営業日後以降まで拡大すると、有意な株価変化を確認できなくなってしまった。

一方、Simple Qが1以下のケースでは、公表日から35営業日後までイベント・ウィンドウを拡大しても、1%水準で有意な負の平均超過収益率を確認することができた。つまり、Simple Qが1を下回り、経営の効率性が疑問視されていた企業については、防衛策の導入のマイナス効果が強いと判断し、恒常的な株価低下がもたらされたと解釈することができる。

つまり、防衛策導入直後において株価は一様に下がるものの、それが一時的なショックとして平均超過収益率が戻ってくる企業と低下が続く企業とが存在し、それはQという企業の効率性を表す指標に依存していることがわかる。この結果から、市場は買収防衛策の導入が経営の非効率性に与える影響も考慮していたと考えることができる。そして、Qが1を下回っていてそもそも経営の効率性が低い（と市場が評価していた）企業が買収防衛策を導入した場合には、より経営の非効率化を呼ぶ可能性が高いと評価していたと考えることができる。

## 5. 2006年買収防衛策導入ケース

本研究で対象としたサンプルは、2005年という買収防衛策が実質的に初めて認められた際に導入を実施した企業である。この年を対象とすることによって、今まで見てきたように、買収防衛策のインセンティブやそれに対する株式市場の反応を明確にみることもできた。よって、解禁2年目となる2006年においても同じ結果がみられるとは限らない。ただし、究で明らかになった防衛策導入に関する構造は、常に実証的に確認できるものとは限らない。日本の法制度環境における防衛策の有効性の問題や、日本のコーポレート・ガバナンス上の特質の下での防衛策導入の影響などについて、企業側、市場参加者側が学習をする過程で、防衛策導入姿勢や市場の反応も変化していく可能性がある。この点を確認するため、追加的に2006年に防衛策導入を決議した企業についても、同様の分析を実施した

21.

まず、財務データを用いた業績パフォーマンスに関するイベント・スタディの結果が表 7 である<sup>22</sup>。abnormal performance の符号はマイナスだが、統計的に有意なものではない。したがって、2006 年に防衛策を導入した企業については、近い将来の業績悪化に備えて防衛策を導入した企業は、決して多くなかったことが分かる。その理由としてはさまざまな要因が考えられるが、上で分析したように 2005 年度において防衛策導入企業の株価が低下したという事実が影響していた可能性は高い。防衛策導入によって株価が低下したという結果は、経営者が持っていた業績悪化の情報を株式市場が読みとってしまったことを意味している。そのため、その事実を観察した企業は、業績悪化を市場に読み取られる前に防衛策を導入するという戦略は使えないと判断したと考えられるからである。

この点は、株式市場にも反映されることとなる。防衛策導入に対する株式市場の反応について、2006 年になって導入を図ったケース 60 件を対象とした 2005 年度と同様のイベント・スタディを行った。その結果をまとめたものが、表 8 である。2006 年導入企業の場合、平均超過収益率の符号はマイナスだが、統計的には、有意にゼロから乖離していないため、防衛策導入の影響を見出すことは出来ない。この点は、業績に関する上記分析結果と整合的である。つまり、株式市場は、防衛策導入が業績悪化のシグナルになっているわけではないと明確に読み取り、株価も大きく低下しなかったと考えられる。

この点は、Simple Q の水準に応じてサンプル企業を分類した分析からも確認できる。表 9 は、2006 年になって導入を図った企業について、Simple Q の値が 1 以上か 1 以下かによって分類した分析の結果である。やはり、Simple Q の値の高低にかかわらず、有意な株価変化を確認できない。

さらに、2005 年導入企業を対象とした分析と同様に、公表日から 35 営業日後までの中期的な株価変化についても、分析を行ってみた。その結果をまとめたものが表 10 である。累積平均超過収益率について、公表日を基準に、5 営業日後まで、10 営業日後までという具合に 5 営業日ずつイベント・ウィンドウを広げていったところ、Simple Q の値の高低にかかわらず、やはり、有意な株価変化は観察されなかった。

## 6. 結論

---

21. 2006 年に防衛策を導入したサンプル企業については、ライツ・プラン等、何らかの明示的な買収防衛策を採用した企業だけに限定している。2005 年のサンプル企業のように、授権株式数増加のみの定款変更を行った企業は、サンプルの中には含まれない。

22. 表 7 の分析結果は、2005 年の防衛策導入企業に関する分析のサンプル企業を、コントロール・ファームの候補に含めたケースである。これらの企業を除いた分析でも、結果はほぼ同様のものとなった。

本研究では、日本企業による明示的な買収防衛策導入が初めて行われた 2005 年に着目し、業績パフォーマンスに関する分析と、防衛策導入に対する株式市場の反応を通じて、防衛策導入の影響の検証を試みた。まず、防衛策導入後の 2005 年度末の業績パフォーマンスについて、財務データによるイベント・スタディを行ったところ、1%水準で、マイナスで有意となった。つまり、2005 年に防衛策を導入した企業は、その直後の業績パフォーマンスが悪化するような企業であったことが明らかになった。特にその中でも取締役の解任要件の変更など買収防衛策に強く関連する定款変更を図った企業や、ライツ・プランのような明示的な買収防衛策を導入した企業の業績が悪化していることが明らかになった。

次に、日次株価データを用いたイベント・スタディによる分析を行った結果、業績変化と整合的な結果が得られた。つまり株式市場は、予期しない業績悪化の可能性を買収防衛策導入という行動によって読み取っていたことになる。買収防衛策導入を取締役会で決議したタイミングでは、財務データ上の企業特性の差異にかかわらず、導入企業は有意な株価低下を経験している。ただし、株価への影響は、決議の内容によって異なっている。授権株式数の増加に関する定款変更のみを行ったケースでは、有意な株価変化は確認されなかった。一方、取締役の解任要件の変更など買収防衛策に強く関連する定款変更を図ったケースや、ライツ・プランのような明示的な買収防衛策を導入したケースでは、有意な負の超過収益率が確認された。

さらに、Simple Q の値に応じてサンプル企業を分類すると、異なる傾向があることが確認できた。まず、Simple Q が 1 を上回るサンプル企業を取り上げると、全サンプルでの分析結果と同様に、防衛策導入後の 2005 年度末の業績パフォーマンスは、有意に悪いとの結果が得られた。すなわち、Simple Q が 1 を上回る企業の場合、業績パフォーマンスの悪化が懸念される企業が、2005 年に防衛策を導入している可能性が高い。そして株価については、市場参加者が上記のような経営者側の動機を読み取るような恰好で、防衛策導入等の決議のタイミングで、有意に負の平均累積超過収益率が確認された。

他方、Simple Q が 1 を下回るサンプル企業の場合、2005 年度の業績パフォーマンスに関するイベント・スタディの結果は、符号はマイナスを示しているものの、有意な業績悪化を見て取ることはできない。一方で、防衛策導入時点での株式市場の否定的な反応は、Simple Q が 1 以上のケースに比べ、より深刻である。取締役会決議のタイミングで有意に負の平均累積超過収益率を確認できるだけでなく、公表日から 35 営業日後までイベント・ウィンドウを拡大しても、1%水準で有意な負の平均超過収益率を確認することができる。つまり、Simple Q が 1 を下回り、経営の効率性が疑問視されていた企業については、エントレンチメントの可能性から防衛策の導入のマイナス効果が強いと判断し、恒常的な株価低下がもたらされたと解釈することができる。

この結果から、買収防衛策の導入が、経営者のモラル・ハザードやエントレンチメントを生じさせ、経営の非効率性がより生じやすくなる可能性も、市場は予測していたと考えることができる。

なお、2005年の防衛策導入による効果は、本稿の提示した仮説とは別の概念で解釈できるかもしれない。そこで、他に買収防衛策導入の効果に関連すると思われる指標を幾つか取り上げ、その指標のレベルに応じて2005年導入企業のサンプルを分類して株価イベント・スタディによる分析を行ってみた。

たとえば、株主構成がどのようになっているかは、敵対的買収の脅威を異なるものとする可能性がある。このため、株主構成の違いによって、買収防衛策導入に関する取組み姿勢も異なってくると考えられる。そこで、安定株主比率、自己資本比率、流動性保有比率、無形固定資産比率、売上高研究開発費比率といった、買収防衛策導入の効果に関連すると思われる指標について、各指標のレベルの差異が、買収防衛策導入に対する株式市場の反応に違いをもたらす可能性についても検証を行ってみた。しかし、いずれの指標についても、その水準に応じて株価変化が異なる傾向を見出すことはできなかった。各指標による分析結果は、Appendix 2に記載した。

#### Appendix 1. 日次株価データによるイベント・スタディの分析方法

本論文では、超過収益率の算出に必要な期待収益率を特定するモデルとして、各銘柄の収益率をマーケット・インデックスの収益率と線形的に関連付けているマーケット・モデルを用いた。具体的な手続きは以下のとおりである。

マーケット・モデルの推計には、分析対象とするイベントが生じた時点に先行した推計期間 (estimation window) のデータを用いる。ここでは、イベント日の180営業日前から31営業日前までの150日間とした。この推計期間の各銘柄の対前日比収益率  $R_{it}$  ( $= (P_{it} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$ ) とマーケット・インデックスの対前日比変化率  $R_{Mt}$  ( $= (P_{Mt} - P_{Mt-1}) / P_{Mt-1}$ ) の日次データを用いて、以下の回帰式のパラメーター  $\alpha$  と  $\beta$  を最小自乗法によって求めた。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + u_{it}$$

ただし、 $P_{it}$  は  $t$  日における第  $i$  銘柄の終値、 $P_{Mt}$  は  $t$  日におけるマーケット・インデックスの終値、 $u_{it}$  は誤差項である。イベント日を  $t=0$  としている。なお、マーケット・インデックスとしては、TOPIXを用いた。

こうして推計したマーケット・モデルを用いて期待収益率を算出することで、各銘柄の超過収益率を求めることができる。マーケット・モデルの推定値を  $\hat{\alpha}_i$ 、 $\hat{\beta}_i$  とすると、 $t$  日における第  $i$  銘柄の超過収益率 (abnormal return)  $AR_{it}$  は、以下のように求められる。

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt}$$

ただし、 $R_{it}$  ( $R_{Mt}$ ) は第  $i$  銘柄 (マーケット・インデックス) の  $t$  日における対前日比変化率の実績値である。

イベントの株価への影響の有無を検定するためには、以下で導かれる検定統計量  $\theta$  を用いる。まず、各銘柄の  $t$  日の超過収益率  $AR_{it}$  を標準偏差で標準化した値を  $SAR_{it}$  と定義する ( $SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{\sigma}_i}$ )。ただし、標準偏差は、以下のように推計期間でのマーケット・モデルの推定における誤差項の標準偏差を用いている。

$$\hat{\sigma}_i = \sqrt{\left( \sum_{t=-180}^{-31} (R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i \cdot R_{Mt})^2 \right) / (150 - 2)}$$

なお、150 は推計期間のサンプル長である。

次に、上のように標準化した超過収益率  $SAR_{it}$  の平均  $\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it}$  を求める。その平均を用いて、以下のように定義する検定統計量  $\theta$  は、漸近的に標準正規分布に従うため、仮説検定を行うことができる (Nはサンプル数、150 は推計期間のサンプル長)。

$$\theta = \sqrt{N \cdot (150) / (150 - 2)} \cdot \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N SAR_{it} \right) \overset{a}{\sim} N(0,1)$$

上の検定統計量  $\theta$  を用いて「イベントの株価への影響は無く、平均超過収益率はゼロ」を帰無仮説として検定することができる。もしイベントが企業価値に何ら影響を及ぼさなければ、イベント発生日の超過収益率の期待値はゼロである。逆に、イベントが影響を有すれば、ゼロから有意に乖離した超過収益率が観察される。

## Appendix 2. その他の指標で分類した場合の株価イベント・スタディの結果

2005 年の防衛策導入による効果は、本稿の提示した仮説とは別の概念で解釈できるかもしれない。そこで、他に買収防衛策導入の効果に関連すると思われる指標を幾つか取り上げ、その指標のレベルに応じて 2005 年導入企業のサンプルを分類して株価イベント・スタディによる分析を行ってみた。

たとえば、株主構成がどのようになっているかは、敵対的買収の脅威を異なるものとする可能性がある<sup>23</sup>。このため、株主構成の違いによって、買収防衛策導入に関する取組み姿勢も異なってくると考えられる。また、前述したとおり、買収防衛策導入が企業価値に及ぼす影響は、プラス面、マイナス面双方を考えることができる。プラス面としては、経営者に安定的な地位を保証することで、企業特殊の人的投資を促し、経営の効率性を向上させ

<sup>23</sup> Danielson and Karpoff(1998)は、Poison pill を採用している企業の場合、相対的に機関投資家による株式保有比率が高い一方で、block holder は少なく、かつ経営陣の持ち株比率は低い傾向にあることを明らかにしている。つまり、block holder の存在は、poison pill 導入を抑制する効果が、また、機関投資家保有比率の高さは、hostile takeover の脅威があることを示している。

る可能性や、買収者に対する既存株主の交渉力を強化する可能性などである。一方で、安定的な地位を保証することが経営者のモラル・ハザードを招く恐れがある点は、マイナス面と捉えることができる。したがって、このような効果に関する指標を取り上げ、その水準に応じてサンプルを分類して分析することで、プラス面、マイナス面、それぞれの効果について、より厳密に検証することが可能となってくる。具体的に、サンプルを分類するための指標として用いたものは、安定株主比率、自己資本比率、流動性保有比率、無形固定資産比率、売上高研究開発費比率である。以下に、各指標のレベルの差異が、買収防衛策導入による効果の違いをもたらす可能性についてまとめてみた。結果を先に述べると、いずれの指標についても、その水準に応じて株価変化が異なる傾向を見出すことはできなかった。

## 1. 仮説

### (1) 安定株主比率

敵対的買収を未然に防止する一つの策は、友好的な安定株主に発行済み株式の一定割合以上を保有してもらうことである。したがって、発行済み株式に対する安定株主比率が高い企業と低い企業では、買収防衛策導入の効果は異なる可能性がある。安定株主比率が高く、本来、敵対的買収の恐れが少ない企業の場合、買収防衛策導入は規律付けを妨げる効果の方が大きく、マイナスの影響と評価されるかもしれない。一方で、安定株主比率が低く、敵対的買収の脅威にさらされている企業の場合、プラスとマイナス、どちらの影響が大きいかは一概に判断できない。本研究では、Russell/Nomura 日本株インデックスに採用されている銘柄について、Russell/Nomura による安定株主比率のデータを用いた分類を行った。

### (2) 自己資本比率

不完備契約の理論から、負債契約が経営への規律付け機能を果たすことが知られている。返済が滞って債務不履行に至れば、債権者に経営権が移転してしまう。このため、経営者は、債務不履行が生じないように、確実に収益を確保できる健全経営に努めるはずである。このため、ある程度以上の負債を抱える企業には、敵対的買収の可能性以外のチャンネルで、一定の規律付けが働いていることが期待できる。逆に、自己資本比率が高い企業の場合、買収防衛策導入によって敵対的買収の可能性を低下させることは、株主にとって不利益に働く恐れがある。

### (3) 流動性保有比率

フリーキャッシュ・フロー仮説で指摘されているように、経営者の手元に過度の流動性を委ねることは、経営者の裁量の範囲を広げ、モラル・ハザードを招く可能性が高い。特に、負債契約との関係で考えれば、手元流動性を多く保有する企業の場合、負債による規律付け機能は働きにくくなることが予想される。したがって、手元流動性を豊富に保有する企

業ほど、買収防衛策導入による規律付け機能低下は、株主利益にとってマイナスに作用する可能性が高い。本研究では、流動性保有比率を下記のように算出している。

$$\text{流動性保有比率} = \frac{(\text{現金} \cdot \text{預金}) + (\text{短期性有価証券}) + (\text{投資有価証券}) - (\text{有利子負債残高})}{\text{資産合計}}$$

#### (4) 無形固定資産比率・売上高研究開発比率

企業の価値は、経営者や従業員による企業特殊な人的資本投資によって、物的資産以上のものとなる。ブランド等の無形資産も、企業価値を高める要素と考えられる。前述の通り、このような企業特殊の人的資本投資は、ある程度の安定的な地位を保証されなければ、促進することができない可能性がある。したがって、企業価値と企業特殊人的資本投資が強く関連している企業では、買収防衛策は企業価値にプラスに作用する可能性がある。本研究では、こうした無形資産の程度を測る指標として、2つの数値を採用した。一つは、無形固定資産対総資産比率、もう一つは売上高研究開発費比率の過去5年間の平均値である。

## 2. 分析結果

### (1) 安定株主比率

安定株主工作は、敵対的買収を未然に防ぐ一つの方策だと考えられる。前述の通り、すでに安定株主工作が進み、敵対的買収の恐れが低い企業の場合、買収防衛策の導入は経営者のモラル・ハザードを招く恐れを高めるため、企業価値にとってマイナスの効果と捉えられる可能性がある。そこで、安定株主比率に応じてサンプルを分類した分析を行った。

表 11-1 は、サンプルをメディアンで 2 つに分類したケースの結果である。公表日当日および翌日の 2 日間で見ると、安定株主比率がメディアンを上回るケースでは、平均超過収益率が -1.913 %、 $\theta$  値が -5.531 となり、1%水準で有意な負の平均超過収益率となっている。一方で、メディアンを下回るケースでは、公表日当日および翌日の 2 日間で見ると、平均超過収益率が -0.985、 $\theta$  値は -1.844 で、10%水準でマイナスで有意となり、有意性が低下してしまう。ただし、二つのサブ・サンプルの平均超過収益率の差に関する t 検定の結果は、p 値が 0.459 で、統計的に有意な差異を見出すことは出来ない。

表 11-2 は、安定株主比率 50%を境にサンプルを分類したケースである。この場合、公表日当日および翌日の 2 日間で見ると、安定株主比率が 50%以上、50%未満双方のケースで、1%水準で有意な負の平均超過収益率が確認され、サブ・サンプル間の明確な差異を見出せなくなってしまう。表 11-3 は、明示的な買収防衛策導入を公表した企業に限定して、安定株主比率 50%を境にサンプルを分けたケースである。この場合、公表日当日および翌日の 2 日間では、安定株主比率が 50%を下回るケースでのみ、有意なマイナスの平均超過収益率が確認され、50%を上回るケースでは有意な株価変化を確認できない。50%を上回るケースについては、敵対的買収の恐れが低い企業の場合、買収防衛策の導入は企業価値

にとってマイナスの効果という予想に合致する結果は得られなかった。一方、50%を下回るケースでは、敵対的買収の可能性による規律付け効果が損なわれるために株価にマイナスの影響という予想に合致する結果である。

一方、表 11-4 は、授権株式数増加の定款変更のみを行った企業に限定して、安定株主比率 50%を境にサンプルを分けたケースである。このケースでは、逆に、安定株主比率が 50%を上回るケースでのみ、有意なマイナスの平均超過収益率が確認され、50%を上回るケースでは有意な株価変化を確認できない。授権株式数増加の定款変更のみを行った企業の場合、買収防衛策の導入というよりも、将来の希釈化の恐れを懸念する影響の方が強く反映された可能性がある。

## (2) その他の指標

買収防衛策導入の影響の差異を分析するため、この他に、負債契約の規律付け機能に着目した自己資本比率（表 12-1～12-3）、フリーキャッシュ・フロー仮説を考慮した流動性保有比率<sup>24</sup>（表 13-1～13-3）、経営者による人的企業特殊投資の影響について考えた無形固定資産比率<sup>25</sup>（表 14-1～14-3）と直近 5 年間平均研究開発費対売上高比率（表 15-1～15-3）についても分析を試みた。これらの指標については、いずれのケースでも、企業特性の違いによる防衛策導入の差異を確認することはできなかった。公表日当日および翌日の 2 日間で見えた場合、指標のレベルにかかわらず、有意な負の平均超過収益率が確認される。また、導入された防衛策の内容を考慮した場合、明示的な防衛策導入の場合、同様に指標のレベルにかかわらず、有意な負の平均超過収益率が確認される。一方、授権株式数を増加しただけのケースでは、有意な株価への影響を見出すことができない。

## (3) 外国人持株比率

もう一つの企業特性の違いを表す指標として、外国人持株比率に着目したサンプルの分類も行ってみた。近年、日本企業の株主としての外国人投資家の存在感が増してきている。これら外国人投資家は、従来の国内の株主に比べ、株主利益により敏感であり、株主の立場から経営への規律付け機能を果たしている可能性がある。従って、外国人投資家による保有比率の差異は、買収防衛策導入の影響にも違いをもたらすかもしれない。すなわち、敵対的買収の可能性を低下させることは、株主による規律付け機能を阻害する可能性があるため、外国人持株比率が高い企業ほど、株価にマイナスの影響が及んでいる可能性がある。

本研究では、外国人持株比率を把握できた 24 社を対象に、外国人持株比率の差異がもた

---

24. 流動性保有比率については、16 ページで定義した流動性保有比率の指標が正か負かで、サンプルの分類を行った。

25. 無形固定資産比率については、メディアンの他に平均を基準としたサンプルの分類も行ってみたが、結果に大きな変化は確認されなかった。

らす買収防衛策導入の影響の違いについて分析を行った。サンプルの分類は、国内の東京、大阪、名古屋、福岡、札幌の五証券取引所に上場されている企業での外国人持株比率の平均 21.9%を基準に行った。分析結果は表 16 にまとめてある。公表日当日および翌日の 2 日間で見た場合、予想に反し、外国人持株比率が 21.9%未満のケースでは平均超過収益率は負、逆に 21.9%以上のケースでは正となっている。ただし、いずれのケースでも、平均超過収益率の有意なゼロからの乖離は確認できない。

## 参考文献

- Barber Brad M., and John D. Lyon (1996) "Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics," *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp359-399.
- Becht, Bolton and Röell (2003) "Corporate Governance and Control," in Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance Volume 1A, edited by Constantinides, Harris and Stulz, Elsevier North-Holland.
- Bhagat and Jefferis (2005) *The Econometrics Of Corporate Governance Studies*, MIT Press.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and A. Craig MacKinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press.
- Coates IV, John C., (2000) "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence," *Texas Law Review*, Vol. 79, No. 2, pp271-382.
- Constantinides, George M., Harris, Milton and Stulz, Rene M.(2003) *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*, North-Holland.
- Core, Guay and Rusticus (2006) "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations," *The Journal of Finance*, Volume 61, Issue 2, Page 655
- Danielson, Morris G. and Karpoff, Jonathan M.(1998) "On the Uses of Corporate Governance Provisions," *Journal of Corporate Finance*, December 1998, v. 4, iss. 4, pp. 347-71
- Gompers, Ishii and Metrick (2003) "Corporate governance and equity prices," *Quarterly Journal of Economics*, Volume 118, 107-155.
- La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) "Law and Finance," *The Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, pp. 1113-1155
- Mikkelsen, Wayne H.; Partch, M. Megan(1997) "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover," *Journal of Financial Economics*, v. 44, iss. 2,

pp. 205-28

MacKinlay, A. Craig (1997) "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature* 35, pp13-39.

Tirole (2005) *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.

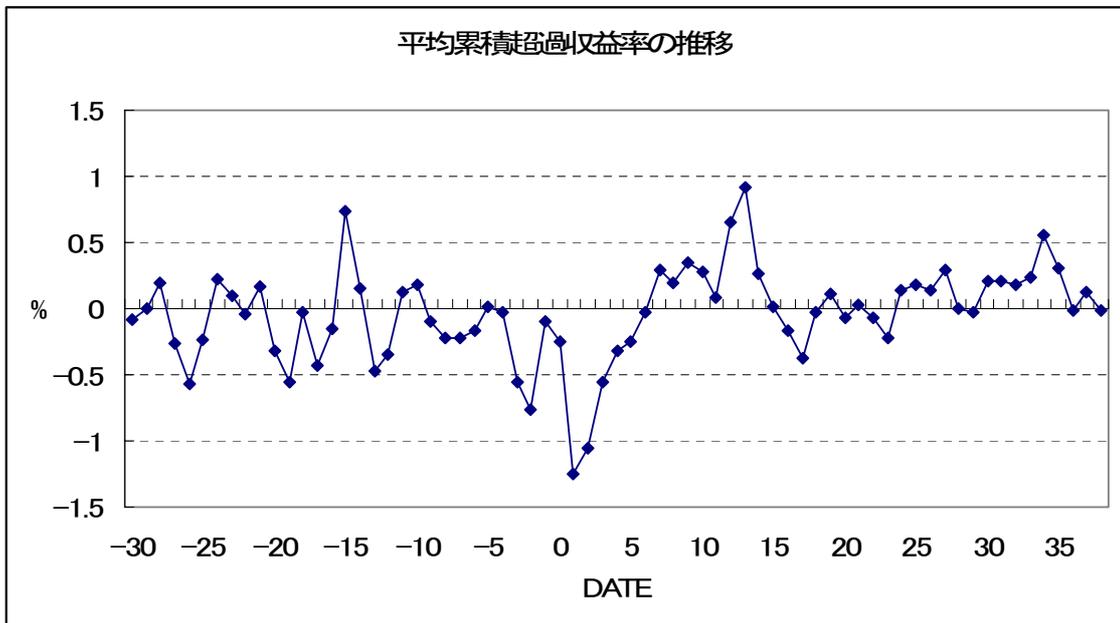
神田秀樹 (2006a) 「会社法入門」 岩波新書

神田秀樹 (2006b) 「会社法 第八版」 弘文堂

森田 果 (2005) 「ファイナンスからみた企業買収」 旬刊商事法務 NO. 1728 pp22-29.

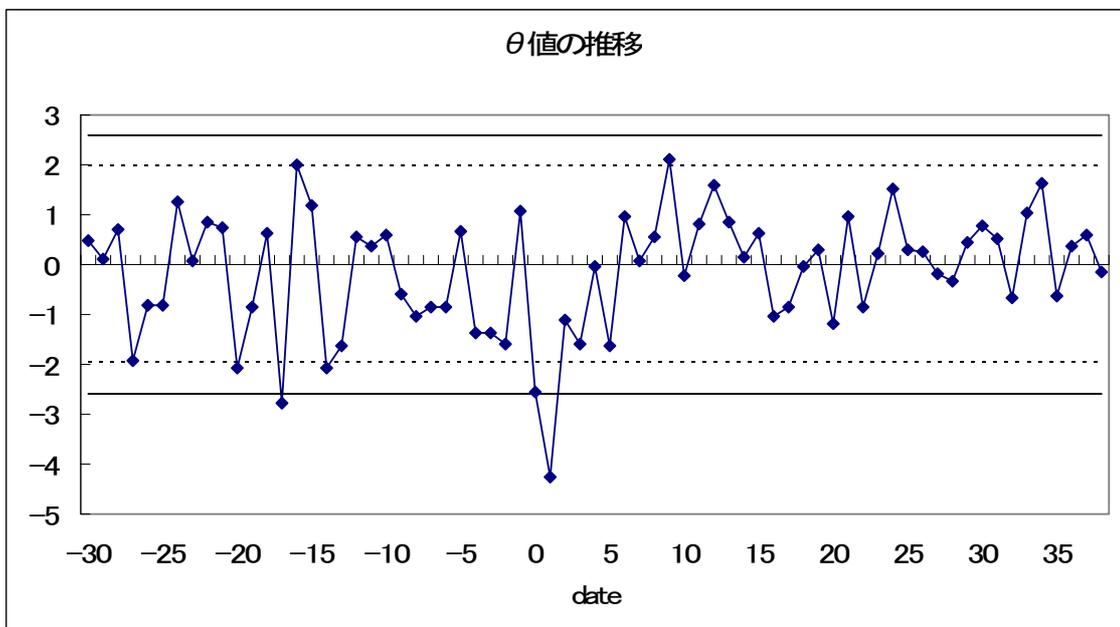
柳川範之 (2006) 「法と企業行動の経済分析」 日本経済新聞社

[図 1] 防衛策導入企業 99 社の平均累積超過収益率の推移



date 0 は、取締役会決議日.

[図 2] 防衛策導入企業 99 社の  $\theta$  値の推移



date 0 は、取締役会決議日.

表 1 2005 年度の業績パフォーマンスに関するイベント・スタディ

	全サンプル	授権株式数増加	明示的防衛策導入	Simple Q 1以下	Simple Q 1以上	授権株式数増加 Simple Q 1以下	授権株式数増加 Simple Q 1以上	明示的防衛策導入 Simple Q 1以下	明示的防衛策導入 Simple Q 1以上
mean	-0.0108	-0.0140	-0.0093	-0.0127	-0.0104	-0.0143	-0.0140	-0.0114	-0.0088
the number of samples	85	28	57	18	67	8	20	10	47
standard deviation	0.0370	0.0473	0.0311	0.0311	0.0386	0.0314	0.0530	0.0326	0.0312
t value	-2.7017	-1.5724	-2.2483	-1.7237	-2.1952	-1.2858	-1.1774	-1.1028	-1.9417
p value	0.0083	0.1275	0.0285	0.1029	0.0317	0.2394	0.2536	0.2987	0.0583
signrank tes	-2.1710	-0.9340	-2.0460	-1.5900	-1.7550	-1.5400	-0.6720	-0.8660	-1.8620
p value	0.0299	0.3505	0.0408	0.1119	0.0792	0.1235	0.5016	0.3863	0.0625

1%水準で有意  
5%水準で有意  
10%水準で有意

表 2 2004 年度の業績パフォーマンスに関するイベント・スタディ

	全サンプル	授権株式数増加	明示的防衛策導入	Simple Q 1以下	Simple Q 1以上	授権株式数増加 Simple Q 1以下	授権株式数増加 Simple Q 1以上	明示的防衛策導入 Simple Q 1以下	明示的防衛策導入 Simple Q 1以上
mean	-0.0064	-0.0028	-0.0080	-0.0070	-0.0062	0.0009	-0.0046	-0.0128	-0.0068
the number of samples	81	25	56	19	62	8	17	11	45
standard deviation	0.0424	0.0271	0.0478	0.0380	0.0439	0.0267	0.0279	0.0449	0.0489
t value	-1.3558	-0.5179	-1.2498	-0.8026	-1.1107	0.0966	-0.6737	-0.9424	-0.9352
p value	0.1790	0.6093	0.2167	0.4326	0.2710	0.9257	0.5101	0.3682	0.3548
signrank tes	-0.7790	-0.6590	-0.3510	-0.6040	-0.5570	-0.4200	-0.6860	-0.5330	-0.0850
p value	0.4358	0.5098	0.7258	0.5461	0.5773	0.6744	0.4925	0.5937	0.9325

表3 2005年買収防衛策導入全サンプル

サンプル数 99, 上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
	0.201	-0.447	-0.797	-0.247	-1.244	-1.043
	1.065	-2.539 **	-4.253 ***	-1.042	-4.803 ***	-3.306 ***

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

(-1) : 公表日前日

(0) : 公表日当日

(+1) : 公表日翌日

(-1, 0) : 公表日前日および当日の2日間

(0, +1) : 公表日当日および翌日の2日間

(-1, +1) : 公表日前日から翌日の3日間

表4 取締役会での決議内容による分類

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
定款変更:授権株式数増加のみ	-0.701	-0.186	0.160	-0.887	-0.026	-0.727
31件	-1.791 *	-1.055	-0.968	-2.012 **	-1.430	-2.202 **
明示的な買収防衛策導入	0.612	-0.566	-1.233	0.045	-1.799	-1.188
68件	2.494 **	-2.351 **	-4.478 ***	0.101	-4.829 ***	-2.503 **
t-statistic for Difference		0.557	0.996		1.262	0.328
p-value		0.579	0.325		0.212	0.744

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表5 Simple Qによる分類

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
Simple Q 1以上 78件	0.419 2.227 **	-0.437 -1.772 *	-0.783 -3.525 ***	-0.017 0.321	-1.220 -3.746 ***	-0.800 -1.773 *
Simple Q 1以下 21件	-0.613 -1.978 *	-0.486 -2.096 **	-0.847 -2.441 **	-1.099 -2.881 ***	-1.333 -3.208 ***	-1.946 -3.762 ***

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表6 Simple Qによる分類を行った場合で, 公表日を基点にしてイベント・ウィンドウを拡大した場合

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	5日後	10日後	15日後	20日後	25日後	30日後	35日後
全99件 abnormal return $\theta$ 値	-2.058 -4.559 ***	-1.374 -2.324 **	-0.404 -0.918	-0.728 -1.421	-0.684 -0.855	-0.307 -0.606	0.326 -0.249
Simple Q 1以下 21件 abnormal return $\theta$ 値	-3.207 -4.020 ***	-4.091 -3.896 ***	-3.952 -2.967 ***	-3.893 -2.630 ***	-3.859 -2.296 **	-4.149 -2.246 **	-5.208 -2.648 ***
Simple Q 1以上 78件 abnormal return $\theta$ 値	-1.748 -3.051 ***	-0.642 -0.596	0.552 0.506	0.124 -0.236	0.171 0.228	0.728 0.483	1.816 1.093

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 7 2006 年導入企業の 2006 年度の業績パフォーマンスに関するイベント・スタディ

	全サンプル	株価イベント・スタ ディ サンプル企業の	Simple Q 1以下	Simple Q 1以上
mean	-0.0025	-0.0045	-0.0150	-0.0032
the number of samples	88	48	5	43
standard deviation	0.0426	0.0443	0.0356	0.0454
t value	-0.5587	-0.6977	-0.9464	-0.4664
p value	0.5778	0.4888	0.3975	0.6433
signrank tes	-0.9400	-0.2970	-0.9440	0.0720
p value	0.3470	0.7661	0.3452	0.9422

表 8 2006 年買収防衛策導入企業 60 件

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
	-0.211	0.210	-0.201	-0.001	0.009	-0.202
	0.078	0.405	-0.570	0.342	-0.116	-0.050

$\theta$  値は、\*\*の場合 5%水準で、\*\*\*の場合 1%水準で、それぞれ有意である。

表9 Simple Qによる分類 (2006年導入企業を対象)

上段：累積超過収益率(%) 下段：θ値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
Simple Q 1以上 53件	-0.217 0.127	0.231 0.454	-0.180 -0.335	0.014 0.411	0.051 0.084	-0.166 0.142
Simple Q 1以下 7件	-0.162 -0.119	0.051 -0.062	-0.359 -0.747	-0.111 -0.128	-0.308 -0.572	-0.470 -0.536

θ値は、\*\*の場合5%水準で、\*\*\*の場合1%水準で、それぞれ有意である。

表10 Simple Qによる分類を行った場合で、公表日を基点にしてイベント・ウィンドウを拡大した場合 (2006年導入企業を対象)

上段：累積超過収益率(%) 下段：θ値

		5日後	10日後	15日後	20日後	25日後	30日後	35日後
全60件	abnormal return	0.322	-0.327	0.250	0.503	0.386	1.403	1.422
	θ値	0.841	-0.416	-0.076	0.004	-0.350	-0.089	-0.133
Simple Q 1以下 7件	abnormal return	2.460	0.549	1.257	-0.465	-2.139	-0.279	-0.268
	θ値	1.490	0.405	0.412	-0.092	-0.741	-0.225	-0.263
Simple Q 1以上 53件	abnormal return	0.040	-0.443	0.118	0.630	0.720	1.625	1.645
	θ値	0.354	-0.590	-0.230	0.038	-0.103	-0.013	-0.046

θ値は、\*\*の場合5%水準で、\*\*\*の場合1%水準で、それぞれ有意である。

表 11-1 安定株主比率による分類 メディアンを基準 (メディアン : 39.5261)

上段 : 累積超過収益率(%) 下段 :  $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	0.172	-0.700	-0.285	-0.527	-0.985	-0.813
41件	0.827	-2.309 **	-0.299	-1.048	-1.844 *	-1.028
メディアン以上	-0.144	-0.470	-1.443	-0.614	-1.913	-2.057
42件	-0.229	-2.141 **	-5.681 ***	-1.675 *	-5.531 ***	-4.648 ***
t-statistic for Difference		0.341	1.383		0.744	0.985
p-value		0.734	0.170		0.459	0.327

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 11-2 安定株主比率による分類 50%を基準

上段 : 累積超過収益率(%) 下段 :  $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
50%未満	0.050	-0.637	-0.739	-0.586	-1.376	-1.325
69件	0.651	-3.130 ***	-3.318 ***	-1.753 *	-4.560 ***	-3.347 ***
50%以上	-0.174	-0.320	-1.523	-0.495	-1.844	-2.018
14件	-0.427	-0.710	-2.985 ***	-0.804	-2.612 ***	-2.380 **
t-statistic for Difference		0.531	1.032		0.430	0.578
p-value		0.599	0.311		0.670	0.569

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 11-3 安定株主比率による分類 明示的な防衛策導入のケース

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
50%以下かつ明示的な防衛策導入	0.198	-0.828	-0.991	-0.629	-1.819	-1.621
49件	1.129	-3.040 ***	-3.501 ***	-1.351	-4.625 ***	-3.124 ***
50%以上かつ明示的な防衛策導入	1.127	0.092	-1.626	1.218	-1.535	-0.408
8件	1.852 *	0.398	-2.381 **	1.591	-1.402	-0.075
t-statistic for Difference		1.447	0.772		0.234	0.957
p-value		0.166	0.456		0.818	0.359

$\theta$  値は，\*\*の場合 5%水準で，\*\*\*の場合 1%水準で，それぞれ有意である。

表 11-4 安定株主比率による分類 授権株式数増加のみ

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
50%以下かつ授権株式数増加のみ	-0.312	-0.169	-0.121	-0.481	-0.290	-0.602
20件	-0.558	-1.055	-0.683	-1.141	-1.229	-1.326
50%以上かつ授権株式数増加のみ	-1.909	-0.870	-1.386	-2.779	-2.256	-4.165
6件	-2.791 ***	-1.544	-1.810	-3.066 ***	-2.372 **	-3.548 ***
t-statistic for Difference		1.659	2.008 **		2.765 ***	4.475 ***
p-value		0.141	0.059		0.016	0.002

$\theta$  値は，\*\*の場合 5%水準で，\*\*\*の場合 1%水準で，それぞれ有意である。

表 12-1 自己資本比率による分類 (メディアン : 0.5494)

上段 : 累積超過収益率(%) 下段 :  $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	0.060	-0.427	-1.111	-0.367	-1.537	-1.477
50件	0.118	-1.814 *	-2.649 ***	-1.199	-3.156 ***	-2.509 **
メディアン以上	0.344	-0.468	-0.477	-0.124	-0.945	-0.601
49件	1.395	-1.776 *	-3.370 ***	-0.270	-3.639 ***	-2.166 **
t-statistic for Difference		0.058	0.490		0.422	0.627
p-value		0.954	0.625		0.674	0.532

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 12-2 自己資本比率による分類 明示的な防衛策導入のケース

上段 : 累積超過収益率(%) 下段 :  $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	0.443	-0.486	-1.134	-0.043	-1.619	-1.176
37件	1.240	-1.341	-2.390 **	-0.071	-2.638 ***	-1.438
メディアン以上	0.813	-0.662	-1.351	0.150	-2.013	-1.201
31件	2.339 **	-2.017 **	-4.022 ***	0.228	-4.270 ***	-2.136 **
t-statistic for Difference		0.230	0.210		0.294	0.018
p-value		0.819	0.834		0.770	0.986

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 12-3 自己資本比率による分類 授権株式数増加のみ

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	-1.031	-0.258	-1.044	-1.290	-1.303	-2.334
13件	-1.862 *	-1.295	-1.163	-2.232 **	-1.738 *	-2.494 **
メディアン以上	-0.462	-0.134	1.029	-0.596	0.895	0.433
18件	-0.768	-0.284	-0.282	-0.744	-0.400	-0.770
t-statistic for Difference		0.221	1.317		1.624	2.107 **
p-value		0.827	0.200		0.116	0.044

$\theta$  値は，\*\*の場合 5%水準で，\*\*\*の場合 1%水準で，それぞれ有意である。

表 13-1 流動性保有比率による分類

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
流動性保有比率が負	0.096	-0.078	-1.710	0.018	-1.788	-1.692
37件	0.156	-1.002	-4.060 ***	-0.598	-3.579 ***	-2.832 ***
流動性保有比率が正	0.227	-0.844	-0.280	-0.617	-1.124	-0.897
42件	1.068	-2.716 ***	-2.104 **	-1.165	-3.409 ***	-2.166 **
t-statistic for Difference		1.015	1.070		0.459	0.543
p-value		0.313	0.288		0.648	0.589

$\theta$  値は，\*\*の場合 5%水準で，\*\*\*の場合 1%水準で，それぞれ有意である。

表 13-2 流動性保有比率による分類 明示的な防衛策導入のケース

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
流動性保有比率が負	0.357	-0.373	-1.591	-0.016	-1.964	-1.606
28件	0.673	-1.527	-3.297 ***	-0.604	-3.411 ***	-2.397 **
流動性保有比率が正	0.885	-0.938	-1.069	-0.053	-2.007	-1.122
27件	2.545 **	-2.298 **	-2.569 **	0.175	-3.441 ***	-1.340
t-statistic for Difference		0.687	0.474		0.030	0.324
p-value		0.495	0.637		0.976	0.747

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 13-3 流動性保有比率による分類 授権株式数増加のみ

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
流動性保有比率が負	-0.716	0.838	-2.080	0.123	-1.241	-1.957
9件	-0.871	0.661	-2.416 **	-0.148	-1.241	-1.516
流動性保有比率が正	-0.957	-0.675	1.141	-1.632	0.466	-0.491
15件	-1.628	-1.463	-0.074	-2.185 **	-1.087	-1.827 *
t-statistic for Difference		2.731 ***	1.996 *		1.234	1.078
p-value		0.013	0.060		0.231	0.293

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 14-1 無形固定資産比率 (メディアン : 0.00728)

上段 : 累積超過収益率(%) 下段 :  $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	-0.260	-0.501	-0.264	-0.761	-0.765	-1.025
48件	-1.061	-1.469	-1.902 *	-1.789 *	-2.383 **	-2.559 ***
メディアン以上	0.638	-0.450	-1.321	0.187	-1.771	-1.133
49件	2.483 **	-2.462 **	-4.062 ***	0.015	-4.613 ***	-2.333 **
t-statistic for Difference		0.070	0.806		0.712	0.076
p-value		0.944	0.423		0.478	0.939

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 14-2 無形固定資産比率 明示的な防衛策導入のケース

上段 : 累積超過収益率(%) 下段 :  $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	0.016	-0.561	-1.074	-0.545	-1.635	-1.619
32件	-0.110	-1.506	-2.930 ***	-1.143	-3.137 ***	-2.624 ***
メディアン以上	1.176	-0.658	-1.411	0.517	-2.069	-0.894
34件	3.537 ***	-2.232 **	-3.369 ***	0.922	-3.961 ***	-1.192
t-statistic for Difference		0.126	0.318		0.319	0.515
p-value		0.900	0.751		0.751	0.609

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 14-3 無形固定資産比率 授権株式数増加のみ

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	-0.813	-0.380	1.356	-1.193	0.975	0.163
16件	-1.683 *	-0.414	0.849	-1.483	0.308	-0.720
メディアン以上	-0.582	0.021	-1.116	-0.561	-1.095	-1.677
15件	-0.836	-1.089	-2.269 **	-1.361	-2.374 **	-2.422 **
t-statistic for Difference		0.706	1.505		1.461	1.329
p-value		0.486	0.152		0.160	0.197

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 15-1 直近 5 年間平均研究開発費対売上高比率 (メディアン : 0.02712)

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	0.197	-0.727	-1.040	-0.530	-1.767	-1.570
32 firms	0.986	-2.257 **	-3.185 ***	-0.898	-3.848 ***	-2.572 ***
メディアン以上	-0.106	-0.273	-1.035	-0.378	-1.308	-1.414
33 firms	-0.322	-1.048	-2.863 ***	-0.969	-2.765 ***	-2.444 **
t-statistic for Difference		0.737	0.006		0.373	0.123
p-value		0.464	0.995		0.710	0.903

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 15-2 直近 5 年間平均研究開発費対売上高比率 明示的な防衛策導入のケース

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	0.667	-1.004	-1.063	-0.338	-2.067	-1.401
24件	2.591 ***	-2.800 ***	-2.481 **	-0.148	-3.734 ***	-1.553
メディアン以上	-0.168	-0.485	-1.234	-0.652	-1.718	-1.886
22件	-0.477	-1.140	-2.651 ***	-1.143	-2.681 ***	-2.464 **
t-statistic for Difference		0.788	0.182		0.255	0.350
p-value		0.435	0.856		0.800	0.728

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 15-3 直近 5 年間平均研究開発費対売上高比率 授権株式数増加のみ

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
メディアン以下	-1.212	0.106	-0.972	-1.106	-0.867	-2.079
8件	-2.514 **	0.337	-2.072 **	-1.540	-1.227	-2.454 **
メディアン以上	0.019	0.150	-0.638	0.170	-0.488	-0.469
11件	0.116	-0.203	-1.209	-0.061	-0.999	-0.748
t-statistic for Difference		0.104	0.804		0.586	1.897 *
p-value		0.919	0.433		0.567	0.082

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.

表 16 外国人持株比率 東京・大阪・名古屋・福岡・札幌証券取引所上場企業平均 21.9%

上段：累積超過収益率(%) 下段： $\theta$  値

	(-1)	(0)	(+1)	(-1, 0)	(0, +1)	(-1, +1)
21.9%未満	1.194	0.443	-1.249	1.638	-0.806	0.389
18 firms	2.252 **	1.326	-1.676 *	2.530 **	-0.248	1.098
21.9%以上	0.152	-0.038	0.445	0.114	0.407	0.558
6 firms	0.208	0.061	1.405	0.191	1.036	0.967
t-statistic for Difference						
p-value						

$\theta$  値は, \*\*の場合 5%水準で, \*\*\*の場合 1%水準で, それぞれ有意である.