



ID	JJF00272
----	----------

論文名	買収防衛策導入アナウンスメントと株主価値 －内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産の影響－
	Announcement of antitakeover measures and shareholder value: The effect of internal control mechanisms and firm-specific assets
著者名	辻本臣哉 伊藤彰敏
	Shinya Tsujimoto Akitoshi Ito
ページ	18-37

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第30巻第1.2合併号
	Vol.30 / No. 1.2.
発行年月	2011年3月
	Mar. 2011
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

買収防衛策導入アナウンスメントと株主価値 —内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産の影響—

辻本 臣哉
(筑波大学大学院)

伊藤 彰敏
(一橋大学)

要 旨

買収防衛策発表時のイベントスタディから、経営者保身仮説と株主利益仮説を検証したが、全てのサンプルを用いた分析では、明確な結論が得られなかった。次に、同時情報を調整した累積アブノーマルリターン（調整後 CAR）がマイナスのグループ（経営者保身仮説）とプラスのグループ（株主利益仮説）に分け、それぞれのグループにおいて、内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産が、株主価値にどのような影響を与えるか検証した。グループ間における内部コントロール・メカニズムの違いは発見されなかったが、調整後 CAR がマイナスのグループ内の場合、企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなることが発見された。これは、経営者が保身のために、企業（経営者）特殊的資産に過剰投資するという Shleifer and Vishny (1989) を実証面でサポートしている。一方、調整後 CAR がプラスのグループ内の場合、内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなることが発見された。

キーワード：買収防衛策、イベントスタディ、内部コントロール・メカニズム、企業特殊的資産

1 はじめに

2005 年 5 月 27 日に、経済産業省及び法務省より「企業価値・株主共同の利益の確保または向上のための買収防衛策に関する指針」が発表されてから、多くの企業が買収防衛策の導入を行うようになった。本論文では、イベントスタディを用いて、買収防衛策の導入が株主価値に与える影響について分析する。取締役会構成や株主構成等の内部コントロール・メカニズムと、研究開発やブランド等の企業特殊的資産について注目し、こうした要因が、買収防衛策導入時の株主価値にどのような影響を与えるか検証を行う。こうした検証により、企業が買収防衛策を導入することの是非に対して、何らかの示唆を提供することを本論文の貢献と考える。

米国企業を中心に行われてきた買収防衛策と株主価値に関する実証分析は、「経営者保身仮説」(managerial entrenchment hypothesis) と「株主利益仮説」(shareholder interest hypothesis) という二つの仮説を検証してきた。M&A、とくに敵対的買収に関しては、肯定的に捉える考え方と、否

定的に捉える考え方がある。肯定的な意見としては、買収によって、企業価値が高まる、あるいは、買収が行われなくても、経営者への規律付けの効果があるとするものである。否定的な見方は、敵対的買収の濫用により企業価値が毀損されるとするものである。買収を肯定的に捉える立場からは、買収防衛策の導入は、経営者の保身行為であるため、「経営者保身仮説」(managerial entrenchment hypothesis) が成り立つ。この仮説の下では、買収防衛策の導入は敵対的買収をコスト高にし、結果として株主価値の低下をもたらす。一方、敵対的買収の濫用による企業価値の毀損を支持する立場からは、買収防衛策の導入は株主価値の正当な防衛手段となる¹。

本論文では、まず、Maletesta and Walking (1988), Ryngaert (1988), Comment and Schwert (1995) 等、これまで行われてきたイベントスタディを踏襲し、この2つの仮説の検証を行った。すなわち、全サンプルに対して、累積アブノーマルリターン (CAR) の平均値と中央値を算出する。その結果、平均値や中央値が有意に負であれば経営者保身仮説、正であれば株主利益仮説が支持されることになる。しかし、もし、経営者保身仮説に基づいて買収防衛策を導入している企業と、株主利益仮説に基づいて導入している企業が混在している場合、単なる CAR の平均値や中央値の検定では、十分な検出力がない。したがって、本論文では、逆にイベントスタディから、経営者保身から買収防衛策を導入したと考えられるグループと、株主利益から導入したと考えられるグループにサンプルを分割した。そして、それぞれの分割サンプルに対して、内部コントロール・メカニズムや企業特殊的資産といった企業属性要因が、買収防衛策導入時の株主価値にどのような影響を与えるかを検証した。買収防衛策と企業特殊的資産との関係を分析した先行研究として千島・中嶋・佐々木 (2008) があるが、彼らは企業特殊的資産が買収防衛策の導入の意思決定に与える影響を検証した。本論文では、企業特殊的資産が、買収防衛策導入アナウンスメント時に株主価値に対してどのように影響するかを検証する。

検証結果は以下の通りである。まず、全サンプルに対して、CAR の平均値や中央値を算出したが、プラス・マイナスについて統計的有意性は得られなかった。調整後 CAR によりプラスとマイナスのグループに分けた分析では、両グループ間において、内部コントロール・メカニズムや他の変数に統計的に有意な差が見られなかった。しかし、調整後 CAR がマイナスのグループの場合、企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなることが発見された。これは、経営者が保身のために、企業 (経営者) 特殊的資産に過剰投資するという Shleifer and Vishny (1989) を実証面でサポートしている。一方、調整後 CAR がプラスのグループの場合、内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなることが発見された。すなわち、株主利益仮説のインプリケーションと一貫した実証結果が得られた。

以下、2章では、買収防衛策の導入に関する先行研究を概観し、3章では、経営者保身仮説と株主利益仮説の2つの仮説を設定する。4章で実証分析の具体的な方法を説明し、5章でその実証結果を示し、最後に6章で結論を述べる。

1 本論文では、広義の意味で「株主利益仮説」を用いる。過去の米国での先行研究で議論された「株主利益仮説」(shareholder interest hypothesis) は、取締役会が買収防衛策を導入することによって、買収者との優位な交渉権を獲得するとするものである。しかし、日本では敵対的な買収が行われたケースがほとんどないため、米国での仮説を直接導入するのは難しい。したがって、ここでは、「株主利益仮説」の定義を被買収企業の価値の防衛に求めた。

2 先行研究

米国では、80年代半ばから買収防衛策の導入が著しく増加した。Maletesta and Walking (1988) は、1982年から1986年に買収防衛策を導入した132社をサンプルにして、イベントスタディを行った。彼らは、ポイズンピル導入後のネガティブなリターンを確認し、ポイズンピルが株主価値を毀損すると結論づけた。この結果は、経営者保身仮説を支持するものである。また、彼らは、ポイズンピル導入企業は、導入前の収益性が業界他社より劣り、導入をしていない企業と比べて経営者の持ち株比率が低いことも指摘している。Ryngaert (1988) も、1982年から1986年の期間で、より多いサンプル数（対象380社、実証結果283社）で実証分析を試みた。強力なポイズンピルの場合、株主の価値を低下させることを確認し、経営者保身仮説をサポートしている。一方、これまで買収の話がなかった企業の場合、ポイズンピル導入のニュースが、外生的なよい情報として株式市場で解釈されることが、実証分析の結果確認された。これは、投資家が、買収の可能性を買収防衛策の導入から読み取ることを示唆している。以上から、Maletesta and Walking (1988) と Ryngaert (1988) は、イベントスタディにより経営者保身仮説を支持する実証結果を報告したことになる。しかし、Comment and Schwert (1995) は、サンプル期間と数を大幅に拡大（1983年から1991年まで、1,459サンプル）してイベントスタディを行ったが、買収防衛策を導入した企業においてネガティブなリターンを確認できていない。その結果、経営者保身仮説を棄却している。また、買収防衛策と買収の可能性についても実証分析を行い、買収防衛策の効果がなかったことを証明している。

以上の分析は、経営者保身仮説の検証が中心であったが、Brickley et. al. (1994) は、社外取締役が50%以上の会社と未満の会社の2日間のCARを比較することによって、取締役会が交渉者となる仮説の分析も行った（1984年から1986年、247サンプル）。その結果、社外取締役が取締役会を支配している場合は、ポイズンピルの導入にポジティブに反応し、そうでない場合はネガティブに反応することを確認した。また、Danielson and Karpoff (2002) は、ポイズンピル導入後のオペレーティングパフォーマンスに注目し、導入企業と非導入企業（1984 - 1992年）の導入5年後のオペレーティングパフォーマンスを比較した。その結果、導入企業のオペレーティングパフォーマンスが改善していることを発見した。これは、ポイズンピルが企業価値にマイナスの影響を与えるという、経営者保身仮説と相反している。

日本では、Arikawa and Mitsusada (2008) が、2005年5月から2006年3月までのデータを用いて条件付イベントスタディ（2段階推計式）を行った。その結果、買収防衛策の導入の情報が株主価値を毀損することを発見した。さらに、CEOの在職期間が長く、その自社株の保有比率が低い企業ほど、買収防衛策を導入する確率が高いことを指摘している。その結果、彼らは、経営者保身仮説を支持している。一方、滝澤等 (2007) は、日本企業の買収防衛策の動機に注目した。どのような企業が買収防衛策を導入したか、2006年と2007年について実証分析を行った。その結果、以下のような実証結果を得た。第一に、企業パフォーマンスが悪化した企業が買収防衛策を導入しているわけではない。第二に、社齢が長い企業、役員持ち株比率が低い企業、持ち合い比率の高い企業ほど買収防衛策を導入する傾向が強い（経営者保身仮説を支持）。第三に、支配株主の比率が低い企業、機関投資家比率の高い企業ほど買収防衛策を導入している。千島・中嶋・佐々木 (2008) も買収防衛策導入の動機を分析した。彼らは、人的資本や知的資本といった企業特殊的資産と導入の関係を検証したが、こうした資産を持つ

た企業ほど買収防衛策を導入しているという仮説は支持されなかった。

3 仮説

買収防衛策導入と株主価値に対して、経営者保身仮説と株主利益仮説の2つの仮説設定を行う。第一の仮説である経営者保身仮説とは、経営者が自己保身の目的で買収防衛策を導入するという仮説である。第二の株主利益仮説とは、敵対的買収の濫用による株主価値の毀損を防ぐために、買収防衛策を導入するという仮説である。

経営者保身仮説では、買収防衛策の導入は経営者の保身行為であるため、敵対的買収をコスト高にし、結果として株主価値の低下をもたらす。内部コントロール・メカニズムが弱い企業は、取締役会や株主からのモニタリングが弱いことを意味し、こうした企業が買収防衛策を導入することは、経営者への規律付けを一層阻害することになり、株主価値にマイナスの影響を与える。したがって、内部コントロール・メカニズムが弱い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなる。企業特殊的資産と経営者保身について、Shleifer and Vishny (1989) は、経営者が保身のために、企業（経営者）特殊的資産に過剰投資するモデルを導入している。彼らのモデルによれば、経営者はたとえ企業にとって利益とならなくても、自分のバックグラウンドや経験に関連した事業に過剰投資する。したがって、経営者保身仮説の下では、企業特殊的資産が多いほど、経営者が保身目的で地位の維持を図る可能性が高まり、その結果、企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなる。

一方、株主利益仮説では、買収防衛策の導入は敵対的買収の濫用による企業価値の毀損を防ぐことになるため、株主価値を向上させる。内部コントロール・メカニズムが強い企業は、モニタリングが機能していることから、買収防衛策の導入に合理性が見出される。したがって、内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなる。企業特殊的資産は、敵対的買収によってマネジメントするのが難しい資産と考えられる。経営者が保身ではなく、株主利益のために行動するなら、企業特殊的資産が多い企業ほど、買収防衛策の導入は株主価値を向上させる。例えば、Shleifer and Summers(1988) は、敵対的買収が、ステイクホルダー間の富の移転をもたらすことを指摘している。彼らによれば、人的資本や取引関係に依拠した企業ほど、長期的視点に立つなら、敵対的買収の濫用を防ぐために買収防衛策を導入することが、株主価値の向上につながる。これは、経営者保身仮説と逆の結果をもたらす。

以上より、経営者保身仮説、株主利益仮説と、企業属性要因（内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産）から以下の仮説設定を行う。

仮説1：経営者保身仮説

買収防衛策の導入は経営者の保身行為であるため、敵対的買収をコスト高にし、結果として株主価値の低下をもたらす。

- (1) 内部コントロール・メカニズムが弱い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなる。
- (2) 企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなる。

仮説 2：株主利益仮説

買収防衛策の導入は敵対的買収の濫用による企業価値の毀損を防ぐことになるため、株主価値を向上させる。

- (1) 内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなる。
- (2) 企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなる。

4 検証の方法

4.1 検証方法の概略

経営者保身仮説と株主利益仮説に対して、2つのステップで検証を行う。第一のステップでは、従来から行われてきたイベントスタディを踏襲し、買収防衛策導入発表時の累積アブノーマルリターン（CAR）を算出し、その平均や中央値のプラス・マイナスに対し帰無仮説（平均、中央値 = 0）を用いて検定する。統計的に有意にプラスであるなら、株主利益仮説が支持され、マイナスであるなら、経営者保身仮説が支持される。第一のステップの問題点は、前述したように、経営者保身仮説に基づいて買収防衛策を導入している企業と、株主利益仮説に基づいて導入している企業が混在している場合、単なる CAR の平均値や中央値の検定では十分な検出力がないことである。

第二のステップでは、2つの仮説によるサンプルの混在を解決し、検出力を高めるため、第一のステップで求めた CAR を用いてサンプルを2つに分ける。ただし、企業の多くは、買収防衛策の導入発表時に決算等の他の情報を発表しているので、こうした情報を調整した CAR（調整後 CAR）を基に、サンプル分けを行う。すなわち、調整後 CAR がマイナスのグループとプラスのグループに分ける。調整後 CAR がマイナスのグループは、市場が買収防衛策を株主価値に対してマイナスになると判断している可能性が高いため、経営者保身仮説のクロス・セクションに関するインプリケーションである仮説 1 の(1)、(2)を検証する。一方、調整後 CAR がプラスのグループは、市場が買収防衛策を株主価値に対してプラスになると判断している可能性が高いため、株主利益仮説のクロス・セクションに関するインプリケーションである仮説 2 の(1)、(2)を検証する。こうしたグループ分けにより、サンプル内に経営者保身仮説に基づいて買収防衛策を導入している企業と、株主利益仮説に基づいて導入している企業の混在を緩和することができると考えられる。具体的には、分割されたグループに対して、2種類の分析を行う。まず、2つのグループにおいて、内部コントロール・メカニズムや他の変数に違いがあるかを検証する。次に、それぞれのグループにおいて、CAR を被説明変数、内部コントロール・メカニズムと企業特殊性資産を説明変数にして回帰（OLS）分析を行う。この場合、被説明変数は、調整後 CAR ではなく、（調整前）CAR を用い、同時情報はコントロール変数として説明変数に加えている。

4.2 サンプル

2005 年初めから 2007 年末までに買収防衛策の導入を初めて発表した上場企業（新興市場も含む）を対象としている。この期間、2 度以上買収防衛策を発表している企業があるが、最初の発表のみをサンプルにしている。2 度以上の発表は、導入よりは継続の意味が大きく、性格の違うものと判断した。買収防衛策の発表日と企業名は野村証券金融経済研究所、買収防衛策公表データ（2008 年 5 月版）に

よる。また、財務情報及び株価情報は日本経済新聞社、取締役会情報は役員四季報（東洋経済新報社）による。会社発表情報（各社ホームページによる）がとれない企業はサンプルから除外した。サンプル数は全部で345社となる。

4.3 同時情報

多くの日本企業では、買収防衛策の発表と同時に別の情報を発表している。これらの情報は、個々の企業のホームページを通じて取得している。総サンプル345社中204社が買収防衛策の導入発表時に、他の情報を発表している。重複を含めてその内訳は、決算発表（本決算だけでなく、中間決算や四半期決算を含める）が186社、自社株買いが13社、増配（本決算時での同時発表は除く）が3社、中期経営計画が14社、持ち株会社への移行等の事業再編が3社、業績予想の修正が4社（上方修正が3社、下方修正が1社）となっている²。これらの情報は、株価に影響を与える可能性があるため、回帰分析ではコントロールを試みている。

4.4 イベントスタディ

買収防衛策の導入発表日をイベント日として、イベントスタディを行う。アブノーマルリターンの計算は、ファーマ=フレンチ（FF）の3ファクターモデルを用いる。すなわち、市場ベータ、時価総額規模、簿価/時価総額（Book to Price）比率をファクターとして、アブノーマルリターンの計算を行う。推定期間は、イベント日の180日前から30日前の150日間とした。3ファクターモデルを用いた回帰式は、以下ようになる。

$$R_{i,t} - R_{f,t} = a_i + b_i(R_{M,t} - R_{f,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + e_{i,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$: t日の企業iのリターン

$R_{f,t}$: t日のリスクフリーレート

$R_{m,t}$: t日の市場リターン

SMB_t : 小型株ポートフォリオリターン - 大型株ポートフォリオリターン

HML_t : 高簿価/時価総額ポートフォリオリターン - 低高簿価/時価総額ポートフォリオリターン

各証券に対して a_i , b_i , s_i , h_i を求める。回帰分析の結果得られたものを \hat{a}_i , \hat{b}_i , \hat{s}_i , \hat{h}_i とし、以下の式により各証券のアブノーマルリターンを求める。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{f,t} - \hat{a}_i - \hat{b}_i(R_{M,t} - R_{f,t}) - \hat{s}_iSMB_t - \hat{h}_iHML_t \quad (2)$$

$AR_{i,t}$: t日の企業iのアブノーマルリターン

2 多くの日本企業は、配当予想を期初に行う。その場合、将来の利益予想の不確実性から配当については極めて保守的な予想を行う。多くの企業は、配当を前年度と同じ水準に据え置き、増益になった場合に増配を行う傾向がある。すなわち、利益が確定した段階である決算発表時に、増配を発表することが多い。この増配は利益に大きく依存しており、決算発表時の増配情報は、増配としての情報の影響力が極めて限定的である。言い換えれば、この増配情報は利益の代理変数になっている。したがって、増配情報から決算発表時の増配情報を除き、決算発表時以外に発表した単独の増配情報にのみ注目した。

アブノーマルリターンの計測は、買収防衛策発表の当日と翌日とする。したがって、累積アブノーマルリターン CAR_i は以下ようになる。

$$CAR_i = \sum_{k=1}^2 AR_{i,k} \quad (3)$$

個別銘柄の日次リターンデータ、ファーマ=フレンチ 3 ファクターモデルのファクターデータ、リスクフリーレートは日本経済新聞社による。

4.5 回帰分析のための各種変数

前述したように、2つのサンプルに対して、CAR と内部コントロール・メカニズム及び企業特殊的資産の関係を検証する。CAR を被説明変数、内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産を説明変数にして回帰 (OLS) 分析を行う。以下では、内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産に分けて、各説明変数について説明を行う。

(1) 内部コントロール・メカニズム変数

内部コントロール・メカニズム変数は、取締役会变数とブロックホルダー変数に分けられる。まず、取締役変数としては、取締役数、社外取締役比率、取締役持ち株比率の3つの変数を用いた。データは、役員四季報 (東洋経済) による。

取締役会の規模についてだが、取締役の人数が多いと、活発な議論は期待できないと考えられる。Yermack (1996) は、取締役会の規模と企業パフォーマンス (トービンの Q) とが逆相関になっていることを発見した。したがって、取締役数が少ないほど、取締役会の機能が働いていると仮定する。

社外取締役比率については、実証分析の支持が得られていない。Hermalin and Weisbach (1988) が、パフォーマンスが悪化した企業が社外取締役を採用することを指摘しているように、内生性の問題が実証分析を困難にしている。ただ、日本では、社外取締役は導入されて間がないため、その比率が米国と比べて極めて低く、社外取締役がいない企業も数多い。こうした状況下では、社外取締役のメリットは考えられても、社外取締役が多すぎることによって、経営の意思決定が遅くなる、あるいは柔軟性が奪われるといったデメリットを考えることは難しい。したがって、社外取締役比率が高いほど取締役会のモニタリング機能が高いと仮定する。社外取締役は、会社法上の社外取締役の定義に加えて、独立性の観点から、親会社社員を社外取締役から除外している。

取締役の持ち株比率も、高いほど株主と取締役との利益相反が小さくなると考えられる。実証分析でも、取締役の持ち株比率と企業パフォーマンスで有意な関係が検証されている。Morck et al. (1988) は、マネジメントの持ち株と企業パフォーマンス (トービンの Q) の間の非リニアな関係を見出した。マネジメントの持ち株が、全体に占める割合が 0 - 5% の場合は、持ち株が上昇するにつれトービンの Q も上昇する。5% を超えると、逆にトービンの Q は下落する。25% 以上になると、再びトービンの Q は上昇する。手嶋 (2000) は、経営者の持ち株比率と企業パフォーマンスの非単調な関係があることを発見した。経営者の持ち株比率が高まれば、企業パフォーマンスが向上するが、持ち株比率がある一定以上になると、逆に企業パフォーマンスを下げることを実証した。実証結果は、非リニアな関係が指摘されているが、当該論文では、単純化のため、リニアな関係を仮定する。

次に、ブロックホルダー変数として、上位 10 株主の合計持ち株比率を用いる。日本は、米国と違い取締役会よりもブロックホルダーの影響が大きく、彼らがコーポレートガバナンスに影響を与えている可能性が高い。したがって、ブロックホルダー変数が高いほど、モニタリングが機能していると考えられる。

(2) 企業特殊的資産変数

企業特殊的資産は、人的資産や知的資産など様々なものが考えられる。例えば、小佐野 (2005) は、いかに人的資本を最適に活用できるかが重要であると説く。彼のいう人的資本は、一般的な人的資本のみならず、産業特殊的、職種特殊的、企業特殊的、および、チーム特殊的な人的資本すべてを含んでいる。そして、最適なコーポレートガバナンス・メカニズムは、企業の成長性や従業員に対して企業が必要とする技能タイプによって異なると主張している。

ここでは、3つの代理変数を導入する。まず、無形固定資産はのれん等、その企業独自の資産であることから、無形固定資産／総資産を用いる。知的資産の代理変数として、研究開発費／売上高を選んだ。これは、千島・中嶋・佐々木 (2008) に倣った。また、ブランド等も企業特殊的資産の一つと考えられることから、広告宣伝費／売上高を使用する。ただし、これらの変数は業種によって異なる可能性があるため、業種による調整を行った。具体的には、各年度において、東証 1 部全企業を東証 33 業種に分類し、各業種の無形固定資産／総資産、研究開発費／売上高、広告宣伝費／売上高の平均値を導出した。そして、これらを各企業の比率から差し引いたものを変数とした。

(3) コントロール変数

内部コントロール・メカニズム変数、及び企業特殊的資産変数に加えて、コントロール変数として、海外売上高比率と ROA (経常利益／総資産) を用いている。海外売上高比率が高いほど、海外投資家の関心が高い可能性があり、買収防衛策の導入は株主価値に対してマイナスの評価となると考えられる。一方、ROA については、収益率が高いほど、株式市場は買収防衛策の導入に正当性を見出すと考えられる。

(4) 同時情報の調整

前述したように、多くの企業は、買収防衛策の導入の発表時に別の情報を発表している。こうした情報の調整をコントロール変数で行う。まず、決算情報の調整として、前期経常利益前年比 (E1)、前期経常利益計画対比 (E2)、今期計画経常利益前年比 (E3) の 3つの指標を用いた。各比率は、総資産で規模の調整を行っており、以下のように定義する。

$$E1_{i,t} = \frac{Earning_{i,t-1} - Earning_{i,t-2}}{Asset_{i,t-1}} \quad (5)$$

$$E2_{i,t} = \frac{Earning_{i,t-1} - E(Earning_{i,t-1})}{Asset_{i,t-1}} \quad (6)$$

$$E3_{i,t} = \frac{E(Earning_{i,t}) - Earning_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} \quad (7)$$

自社株買い、増配、中期経営計画、事業再編については、情報を発信した場合を 1、そうでない場合を 0 とするダミー変数を導入する。業績予想の修正は、上方修正が +1、下方修正が -1、情報がない場合は 0 とする。これらの情報は、アブノーマルリターンに対してプラスに相関すると考えられる。

これまで、内部コントロール・メカニズム変数、企業特殊的資産変数、コントロール変数について説明してきたが、これらをまとめたものが、表 1 である。表 2 はこれらの変数の記述統計量である。

表1 回帰分析における説明変数

変数の種類	変数	予想されるCARとの関係	
		経営者保身仮説	株主利益仮説
内部コントロール・メカニズム変数	取締役数(人)	-	-
	社外取締役比率(%)	+	+
	取締役持ち株比率(%)	+	+
	上位10株持ち株比率(%)	+	+
企業特殊的資産変数	相対無形固定資産/総資産(%)	-	+
	相対研究開発費/売上高(%)	-	+
	相対研究宣伝費/売上高(%)	-	+
コントロール変数	海外売上高比率(%)		-
	ROA(%)		+
	前期経常利益前年比(%)		+
	前期経常利益計画対比(%)		+
	今期計画経常利益前年比(%)		+
	自社株買い発表(発表1, そうでない場合0)		+
	増配発表(発表1, そうでない場合0)		+
	中期計画発表(発表1, そうでない場合0)		+
	事業再編発表(発表1, そうでない場合0)		+
	会社計画業績修正発表(上方修正1, 下方修正-1, それ以外0)		+

表2 記述統計量

パネルA: 記述統計量

	リターン	内部コントロール・メカニズム変数				企業特殊的資産変数		
		CAR	取締役数	社外取締役比率	取締役持ち株比率	上位10株持ち株比率	相対無形固定資産/総資産	相対研究開発費/売上高
平均値	0.08	13.70	7.56	4.15	41.76	-0.76	-0.04	0.31
中央値	-0.19	13.00	0.00	0.70	40.54	-1.19	-0.24	-0.29
最大値	20.97	43.00	70.00	50.60	77.13	30.46	97.24	153.58
最小値	-19.79	5.00	0.00	0.00	13.67	-10.77	-11.17	-3.82
標準偏差	4.81	4.79	12.64	7.93	10.96	4.57	5.97	8.57
歪度	0.49	1.67	2.08	2.94	0.44	2.96	13.07	16.71
尖度	6.51	8.31	7.67	12.59	3.42	16.76	208.19	298.35
サンプル数	345	345	345	345	345	345	345	345

	コントロール変数									
	海外売上高比率	ROA	前期経常利益前年比	前期経常利益計画対比	今期経常利益計画対比	自社株買い発表	増配発表	中期計画発表	事業再編発表	業績修正発表
平均値	16.50	6.16	0.08	0.05	0.21	0.04	0.01	0.04	0.01	0.01
中央値	1.95	5.64	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000
最大値	88.08	34.80	7.22	1.49	14.31	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
最小値	0.00	-22.15	-31.93	-2.42	-3.47	0.00	0.00	0.00	0.00	-1.00
標準偏差	21.61	5.55	2.82	0.37	1.19	0.19	0.09	0.20	0.09	0.11
歪度	1.19	-0.23	-7.46	-1.02	5.68	4.86	10.58	4.66	10.58	4.50
尖度	3.45	9.98	81.49	14.07	66.05	24.58	113.01	22.69	113.01	85.76
サンプル数	345	345	345	345	345	345	345	345	345	345

パネルB：相関行列

	CAR	取締役数	社外取締役比率	取締役持ち株比率	上位10株主持ち株比率	相対無形固定資産／総資産	相対研究開発費／売上高	相対広告宣伝費／売上高	海外売上高比率	ROA	前期経常利益前年比	前期経常利益計画対比	今期経常利益計画対比	自社株買い発表	増配発表	中期計画発表	事業再編発表	業績修正発表
CAR	1.00																	
取締役数	-0.02	1.00																
社外取締役比率	0.04	-0.15	1.00															
取締役持ち株比率	0.05	-0.27	0.10	1.00														
上位10株主持ち株比率	-0.09	-0.08	-0.01	0.40	1.00													
相対無形固定資産／総資産	0.05	-0.11	0.34	0.30	0.17	1.00												
相対研究開発費／売上高	-0.07	-0.12	0.09	0.05	-0.12	0.10	1.00											
相対広告宣伝費／売上高	0.08	-0.08	0.13	0.10	-0.01	0.04	-0.01	1.00										
海外売上高比率	-0.16	0.02	-0.04	-0.12	-0.04	-0.06	0.13	-0.04	1.00									
ROA	-0.09	-0.04	-0.03	0.07	0.24	-0.10	-0.27	-0.23	0.19	1.00								
前期経常利益前年比	-0.26	0.04	-0.01	-0.16	0.01	-0.19	-0.12	0.00	0.04	0.33	1.00							
前期経常利益計画対比	-0.07	0.04	0.04	-0.01	-0.02	-0.05	0.04	-0.02	0.07	0.04	0.07	1.00						
今期経常利益計画対比	0.37	-0.06	0.02	0.14	-0.04	0.22	0.39	-0.01	0.03	-0.26	-0.59	-0.07	1.00					
自社株買い発表	0.09	0.02	0.04	0.20	0.10	-0.02	-0.01	0.00	0.03	0.04	0.01	-0.13	0.00	1.00				
増配発表	-0.13	-0.04	-0.06	0.12	0.04	-0.01	-0.01	0.00	0.01	-0.03	0.00	-0.01	-0.02	0.15	1.00			
中期計画発表	-0.06	0.05	0.07	-0.02	-0.06	-0.04	0.02	0.00	0.10	0.08	0.03	-0.03	-0.01	0.04	-0.02	1.00		
事業再編発表	0.01	0.01	-0.06	0.19	0.08	0.12	-0.03	0.00	-0.07	-0.07	0.01	-0.01	0.00	-0.02	-0.01	-0.02	1.00	
業績修正発表	0.07	-0.04	-0.10	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01	1.00

パネルC：買収防衛対策導入企業の詳細

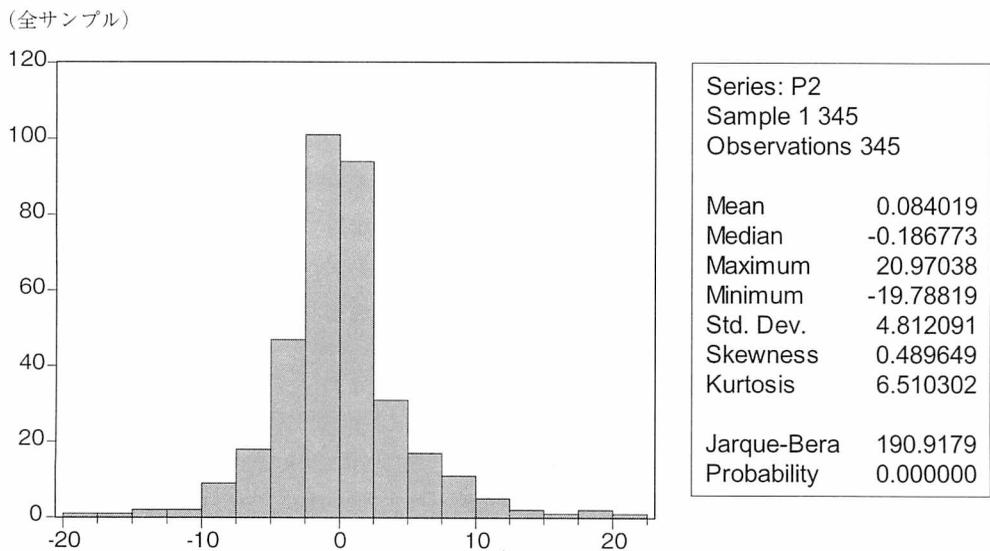
東証業種	取締役会決定型	株主総会承認型	計	東証業種	取締役会決定型	株主総会承認型	計
水産・農林	1	0	1	輸送用機器	4	5	9
鉱業	1	0	1	精密機器	5	6	11
建設	5	5	10	その他製品	10	10	20
食料品	14	13	27	電気・ガス業	2	7	9
繊維製品	5	4	9	陸運	5	8	13
バルブ・紙	3	3	6	海運	0	2	2
化学	11	18	29	倉庫・運輸関連	4	0	4
医薬品	4	3	7	情報・通信	10	16	26
石油・石炭	1	0	1	卸売	8	10	18
ゴム製品	3	1	4	小売	10	17	27
ガラス・土石製品	3	4	7	不動産	5	4	9
鉄鋼	13	2	15	その他金融	1	0	1
電気機器	10	8	18	非鉄金属	5	1	6
金属製品	3	7	10	サービス	11	8	19
機械	15	10	25				
電器・ガス製品	1	0	1	総計	173	172	345

5 実証結果

5.1 累積アブノーマルリターン (CAR)

全サンプルベース (345 社) で行った結果は、図 1 の通りである。平均値は 0.084%、中央値は -0.187% であり、ヒストグラムは、プラス、マイナスのどちらかに傾いているようには見えない。また、累積アブノーマルリターン = 0 とした帰無仮説も棄却されていない (平均値の検定: t 値 = 0.324, P 値 = 0.746, 中央値の検定: Wilcoxon signed rank 値 = 0.570, P 値 = 0.569)。

図 1 アブノーマルリターンのヒストグラム 1



次に、買収防衛策導入発表時に他の情報を出していない企業だけ (141 社) で同様の分析を行った (図 2 を参照)。平均値は -0.168%、中央値は -0.336% であるが、累積アブノーマルリターン = 0 とした帰無仮説は棄却されていない (平均値の検定: t 値 = -0.646, P 値 = -0.520, 中央値の検定: Wilcoxon signed rank 値 = 1.644, P 値 = 0.100) ³。

3 同様の検証を、マーケットモデルを用いて行ったが、有意な結果は得られなかった。両モデルにおける帰無仮説の検証結果の比較は、以下の通りである。

全サンプル

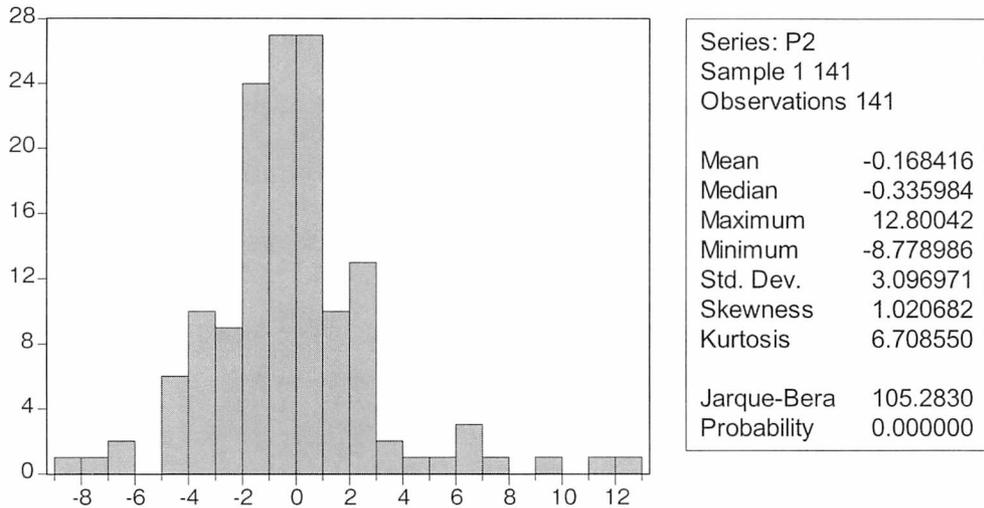
イベントスタディの 使用モデル	平均値の検定			中央値の検定		
	平均値	t 値	P 値	中央値	Wilcoxon signed rank	P 値
FF3ファクターモデル	0.084%	0.324	0.746	-0.187%	0.570	0.569
マーケットモデル	0.063%	0.239	0.811	-0.273%	0.675	0.500

買収防衛策導入発表時に他の情報を出していない企業

イベントスタディの 使用モデル	平均値の検定			中央値の検定		
	平均値	t 値	P 値	中央値	Wilcoxon signed rank	P 値
FF3ファクターモデル	-0.168%	-0.646	-0.520	-0.336%	1.644	0.100
マーケットモデル	0.046%	0.168	0.867	-0.214%	0.744	0.439

図2 アブノーマルリターンのヒストグラム 2

(買収防衛策導入発表時に他の情報を出していない企業グループ)



経営者保身仮説では、CAR は統計的に有意にマイナスに、株主利益仮説ではプラスになることが期待される。しかし、買収防衛策導入アナウンス時の株主価値の変化のみに注目した、本論文で用いたサンプルでは、明確な結果が得られなかった。したがって、経営者保身仮説に基づいて買収防衛策を導入している企業と、株主利益仮説に基づいて導入している企業がサンプル内に混在している可能性が考えられる。

5.2 調整後 CAR の導出とサンプルの分割

前述のように CAR には、同時情報の影響が含まれているため、この影響を除去して、調整後 CAR を導出する必要がある。全サンプルに対して、CAR を被説明変数、内部コントロール・メカニズム変数と企業特殊的資産変数を説明変数とした回帰分析を行った。その結果が、表 3 である。

まず、内部コントロール・メカニズム変数では、上位 10 株主持ち株比率が逆の結果となっており、その他の変数では統計的に有意な関係は見出せていない。

次に、コントロール変数として用いた同時情報変数の全サンプルでの結果を見てみる。前期経常利益前年比と前期経常利益計画対比は、統計的有意性がない。しかし、今期計画経常利益前年比は、極めて大きな有意性で CAR に対してプラスに影響を与えている。まず、適正開示が厳しく求められていることから、会社予想と実際の数値の乖離が大きい場合、ほとんどの企業は決算発表前に業績（会社予想）修正を発表している。したがって、決算発表時に出る前期実績は、ほとんど事前の会社予想と変わらないものとなる。そのため、情報としての影響度が小さい。こうした状況から、前期経常利益前年比と前期経常利益計画対比に統計的有意性が得られなかったと考えられる。一方、今期計画経常利益前年比は、新規の情報であり、CAR への影響度が大きいように思われる。

他の変数では、サンプル数が少ないという問題はありますが、自社株買いがプラスに、増配（単独情報）がマイナスに統計的有意である。自社株買いは、期待される結果通りであるが、増配は期待される結果と逆になっている。今期計画経常利益前年比等、他の同時情報との相関も見られない。増配発表の日に、我々の同時情報には含まれない、別の（ネガティブな）情報を発信している可能性が考えられる。言い

表3 企業属性要因と累積アブノーマルリターンとの関係 (全サンプル)

説明変数		予想 全サンプル	説明変数		予想 全サンプル
切片	係数 t 値	2.391 1.933 *	前期経常利益前年比 (%)	係数 t 値	+ -0.017 -0.156
取締役数 (人)	係数 t 値	- -0.007 -0.134	前期経常利益計画対比 (%)	係数 t 値	+ -0.092 -0.145
社外取締役比率 (%)	係数 t 値	+ 0.009 0.478	今期計画経常利益前年比 (%)	係数 t 値	+ 1.911 7.241 ***
取締役持ち株比率 (%)	係数 t 値	+ 0.007 0.192	自社株買い発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ 3.076 2.391 **
上位10株持ち株比率 (%)	係数 t 値	+ -0.054 -2.301 **	増配発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ -6.888 -2.764 ***
相対無形固定資産/総資産 (%)	係数 t 値	0.028 0.507	中期計画発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ -1.385 -1.189
相対研究開発費/売上高 (%)	係数 t 値	-0.208 -4.599 ***	事業再編発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ 0.274 0.108
相対研究宣伝費/売上高 (%)	係数 t 値	0.033 1.165	会社計画業績修正発表 (上方修正1, 下方修正-1, それ以外0)	係数 t 値	+ 3.313 1.563
海外売上高比率 (%)	係数 t 値	- -0.040 -2.909 ***	修正済決定係数		0.238
R O A (%)	係数 t 値	+ 0.032 0.629	サンプル数		345

*** : 有意水準1%以下
 ** : 有意水準5%以下
 * : 有意水準10%以下

換えれば, こうしたネガティブな情報を打ち消すために, 増配発表を行っているのかもしれない。

同時情報の中で統計的に有意であった, 今期計画経常利益前年比, 自社株買い発表, 増配発表を説明変数に, CARを被説明変数に回帰を行う。そこで得られた結果を用いて, 同時情報の影響度を算出する。

$$A_i = -0.26 + 1.50 \times E3_i + 2.64 \times D1_i - 7.23 \times D2_i \quad (8)$$

A_i : 企業 i の同時情報の影響度

$D1_i$: 企業 i の自社株買い発表ダミー変数

$D2_i$: 企業 i の増配発表ダミー変数

CAR から同時情報の影響度を取り除いた調整後 CAR が, マイナスであるグループとプラスであるグループにサンプルを分割する。マイナスであるグループは 188 社, プラスであるグループは 157 社となる。

5.3 分割サンプルの特性

調整後 CAR によって分割された2つのサンプルの特性を分析するために, 2つの検証を行った。ま

ず、調整後 CAR が、プラスのグループとマイナスのグループで、各変数の平均値と中央値の差の検定を行った (表 4)。次に、全サンプルに対して、調整後 CAR がプラスの場合は 1、マイナスの場合は 0 とする変数に置き換え、これを被説明変数、他の変数 (同時情報調整コントロール変数を除く) を説明変数とするロジット分析を行った (表 5)。

表 4 調整後CARがプラスのグループとマイナスのグループにおける、各変数の平均値と中央値の差の検定

変数の種類	変数	平均値の比較検定			中央値の比較検定		
		調整後CAR マイナス グループの 平均値	調整後CAR プラス グループの 平均値	t 検定 P 値	調整後CAR マイナス グループの 中央値	調整後CAR プラス グループの 中央値	Wiicoxon/ Mann- Whitney P 値
内部 コントロール・ メカニズム 変数	取締役数 (人)	13.78	13.60	0.724	13.00	13.00	0.967
	社外取締役比率 (%)	7.53	7.59	0.968	0.00	0.00	0.902
	取締役持ち株比率 (%)	4.46	3.77	0.421	0.90	0.50	0.229
	上位10株持ち株比率 (%)	43.07	40.20	0.015 **	41.59	39.65	0.031 **
企業特殊的 資産変数	相対無形固定資産/総資産 (%)	-0.85	-0.65	0.682	-1.30	-1.14	0.588
	相対研究開発費/売上高 (%)	0.22	-0.36	0.372	-0.35	-0.21	0.213
	相対研究宣伝費/売上高 (%)	-0.10	0.80	0.329	-0.32	-0.25	0.910
コントロール 変数	海外売上高比率 (%)	18.22	14.44	0.106	8.12	0.00	0.227
	ROA (%)	6.17	6.15	0.968	5.99	5.21	0.282

- ... : 有意水準 1% 以下
- .. : 有意水準 5% 以下
- . : 有意水準 10% 以下

表 5 調整後CARのプラス、マイナスを被説明変数とするロジット分析

説明変数	予想	全サンプル	説明変数	予想	全サンプル
切片	係数	1.310	相対研究開発費/売上高 (%)	係数	-0.020
	z 値	2.165 **		z 値	-0.804
取締役数 (人)	係数	-0.014	相対研究宣伝費/売上高 (%)	係数	0.014
	z 値	-0.572		z 値	0.747
社外取締役比率 (%)	係数	+0.004	海外売上高比率 (%)	係数	-0.010
	z 値	-0.378		z 値	-1.900 *
取締役持ち株比率 (%)	係数	+0.005	ROA (%)	係数	+0.021
	z 値	-0.270		z 値	0.916
上位10株持ち株比率 (%)	係数	+0.029	McFadden決定係数		0.027
	z 値	-2.479 **			
相対無形固定資産/総資産 (%)	係数	0.022	Log likelihood		-231.291
	z 値	0.825		サンプル数	

- ... : 有意水準 1% 以下
- .. : 有意水準 5% 以下
- . : 有意水準 10% 以下

調整後 CAR がプラスのグループが、調整後 CAR がマイナスのグループより、内部コントロール・メカニズムが強いことが予想される。しかし、表 4 から、上位 10 株持ち株比率が逆の結果となり、調整後 CAR がプラスのグループとマイナスのグループに変数の数値に統計的に有意な差が見られない。表 5 においても、上位 10 株持ち株比率が期待される結果と逆となっている以外に、内部コントロー

ル・メカニズム変数について統計的有意性が見られない。したがって、内部コントロール・メカニズム変数では、調整後 CAR がプラスのグループとマイナスのグループに分けることができない。すなわち、株式市場は、我々が扱わなかった別の変数によって、両グループに分けている可能性がある。

ここで、グループを 2 つに分ける変数を探すため、買収防衛策導入企業を取締役会決定型と株主総会承認型に分けることを試みた。すなわち、株式市場は、株主に決定権がある株主総会承認型に対して、買収防衛策の導入情報をプラスに、逆に、株主に決定権がなく取締役会で導入が決定される取締役会決定型に対して、その導入情報をマイナスに判断する可能性が考えられる。以上から、取締役会決定型（173 サンプル）と株主総会承認型（172 サンプル）の、調整後 CAR の平均値と中央値の差を検証した。表 6 がその結果であるが、取締役会決定型と株主総会承認型において、平均値、中央値とも、調整後 CAR に統計的に有意な差が見られない。

表 6 取締役会決定型と株主総会承認型による、調整後 CAR の平均値と中央値の検定

変 数	平均値の比較検定			中央値の比較検定		
	取締役会 決定型 (173サンプル)	取締役会 承認型 (172サンプル)	t 検定 P 値	取締役会 決定型 (173サンプル)	取締役会 承認型 (172サンプル)	Wilcoxon/ Mann- Whitney P 値
調整後 CAR	0.06	-0.33	0.411	-0.25	-0.26	0.617

- … : 有意水準 1 % 以下
- .. : 有意水準 5 % 以下
- ・ : 有意水準 10 % 以下

5.4 各分割サンプルによる回帰分析

分割したそれぞれのサンプルに対して、CAR を被説明変数、内部コントロール・メカニズム変数と企業特殊的資産変数を説明変数として回帰分析を行っている。この場合、CAR は、同時情報調整後 CAR ではなく、調整前 CAR を用いている。同時情報は、コントロール変数として回帰式の中の説明変数に加えている。調整後 CAR がマイナスのグループに対して経営者保身仮説のクロス・セクションに関するインプリケーションである仮説 1 の (1) と (2) を、調整後 CAR がプラスのグループに対して株主利益仮説のクロス・セクションに関するインプリケーションである仮説 2 の (1) と (2) を検証した。表 7 は調整後 CAR がマイナスのグループ、表 8 は調整後 CAR がプラスのグループにおいて、いくつかのバージョンの回帰式の検証を行った結果である。

まず、経営者保身仮説（調整後 CAR がマイナスのグループ、表 7 参照）の検証結果を見てみる。内部コントロール・メカニズムでは、社外取締役比率のみ統計的有意であるが、符号は予想と逆である（回帰式 1）。しかし、回帰式 3 では統計的有意性を失っており、社外取締役比率については、CAR への影響は限定的であると考えられる。

企業特殊的資産では、回帰式 1 において、相対無形固定資産／総資産が期待される結果と逆に、相対研究開発費／売上高と相対広告宣伝費／売上高は、期待される結果通りに統計的有意性が得られた。しかし、相対無形固定資産／総資産と相対広告宣伝費／売上高は、それぞれ回帰式 6 と回帰式 8 では、有意性が得られていない。以上から、知的資産（研究開発費）に限定されるが、経営者保身のために買収防衛策を導入したと仮定したサンプルでは、企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなることが発見された。この結果は、Shleifer and Vishny (1989) を

表7 企業属性要因と累積アブノーマルリターンの関係：経営者保身仮説

(調整後CARがマイナスのグループ)

説明変数		経営者保身仮説(調整後CARマイナス)								
		予想	回帰式1	回帰式2	回帰式3	回帰式4	回帰式5	回帰式6	回帰式7	回帰式8
切片	係数		-1.560	-2.936	-2.532	-2.489	-2.641	-2.484	-2.179	-2.593
	t値		-1.529	-4.512***	-6.400***	-6.901***	-3.388***	-7.231***	-6.404***	-7.600***
取締役数 (人)	係数	-	-0.006	0.027						
	t値		-0.140	0.676						
社外取締役比率 (%)	係数	+	-0.035		-0.022					
	t値		-2.242**		-1.477					
取締役持ち株比率 (%)	係数	+	-0.018			-0.016				
	t値		-0.628			-0.614				
上位10株持ち株比率 (%)	係数	+	-0.002				0.002			
	t値		-0.112				0.114			
相対無形固定資産/総資産 (%)	係数	-	0.099					0.067		
	t値		1.998**					1.432		
相対研究開発費/売上高 (%)	係数	-	-0.130						-0.135	
	t値		-3.838***						-4.016***	
相対研究宣伝費/売上高 (%)	係数	-	-0.150							-0.098
	t値		-1.804*							-1.154
海外売上高比率 (%)	係数	-	-0.034	-0.030	-0.031	-0.031	-0.030	-0.032	-0.028	-0.031
	t値		-3.827***	-3.377***	-3.507***	-3.472***	-3.386***	-3.589***	-3.305***	-3.487***
ROA (%)	係数	+	-0.025	0.049	0.044	0.050	0.048	0.051	-0.032	0.054
	t値		-0.112	1.231	1.093	1.243	1.170	1.287	-0.739	1.354
前期経常利益前年比 (%)	係数	+	-0.139	-0.315	-0.323	-0.326	-0.321	-0.317	-0.135	-0.319
	t値		-1.352	-3.262***	-3.387***	-3.386***	-3.324***	-3.316***	-1.309	-3.328***
前期経常利益計画対比 (%)	係数	+	-0.150	-0.405	-0.310	-0.034	-0.381	-0.328	-0.266	-0.468
	t値		-0.252	-0.664	-0.510	-0.544	-0.625	-0.541	-0.455	-0.766
今期計画経常利益前年比 (%)	係数	+	0.951	0.560	0.543	0.562	0.545	0.462	1.064	0.556
	t値		3.861***	2.725***	2.671***	2.726***	2.664***	2.185***	4.534***	2.727***
自社株買い発表 (発表1、そうでない場合0)	係数	+	3.432	3.456	3.410	3.544	3.512	3.529	3.406	3.596
	t値		2.942***	2.831***	2.808***	2.907***	2.878***	2.911***	2.917***	2.955***
増配発表 (発表1、そうでない場合0)	係数	+	-20.496	-20.496	-20.846	-20.140	-20.779	-20.849	-21.043	-20.607
	t値		-6.951***	-6.935***	-7.140***	-6.511***	-7.035***	-7.139***	-7.483***	-7.038***
中期計画発表 (発表1、そうでない場合0)	係数	+	0.906	0.376	0.517	0.392	0.399	0.437	0.605	0.413
	t値		1.104	0.443	0.609	0.463	0.467	0.517	0.743	0.489
事業再編発表 (発表1、そうでない場合0)	係数	+	0.823	1.200	1.037	1.366	1.215	1.311	0.932	1.161
	t値		0.449	0.630	0.546	0.712	0.635	0.691	0.510	0.611
修正済決定係数	係数		0.418	0.356	0.362	0.355	0.354	0.361	0.408	0.359
	t値									
サンプル数	係数									
	t値		188	188	188	188	188	188	188	188

*** : 有意水準1%以下

** : 有意水準5%以下

* : 有意水準10%以下

表8 企業属性要因と累積アブノーマルリターンとの関係：株主利益仮説

(調整後CARがプラスのグループ)

説明変数	株主利益仮説 (調整後CARプラス)								
	予想	回帰式1	回帰式2	回帰式3	回帰式4	回帰式5	回帰式6	回帰式7	回帰式8
切片	係数 t 値	2.908 2.018 *	4.615 4.772 ***	3.081 6.676 ***	3.388 8.235 ***	2.744 2.241 ***	3.578 7.182 ***	3.355 7.182 ***	3.286 7.093 ***
取締役数 (人)	係数 t 値	- 0.027 0.446	-0.079 -1.286						
社外取締役比率 (%)	係数 t 値	+ 0.053 2.308 **		0.058 2.596 **					
取締役持ち株比率 (%)	係数 t 値	+ 0.219 4.293 ***			0.203 4.729 ***				
上位10株持ち株比率 (%)	係数 t 値	+ -0.011 -0.358				0.021 0.667			
相対無形固定資産/総資産 (%)	係数 t 値	- -0.030 -0.478					0.081 1.281		
相対研究開発費/売上高 (%)	係数 t 値	- -0.172 -1.472						-0.116 -0.965	
相対研究宣伝費/売上高 (%)	係数 t 値	- -0.025 -1.016							0.034 1.464
海外売上高比率 (%)	係数 t 値	- -0.015 -1.072	-0.024 -1.632	-0.023 -1.613	-0.015 -1.042	-0.025 -1.689 *	-0.024 -1.665 *	-0.028 -1.883 *	-0.027 -1.819 *
ROA (%)	係数 t 値	+ -0.179 -2.657 ***	-0.079 -1.504	-0.073 -1.430	-0.186 -3.397 ***	-0.083 -1.461	-0.075 -1.440	-0.048 -0.845	-0.036 -0.646
前期経常利益前年比 (%)	係数 t 値	+ 0.210 1.742 *	0.113 0.984	0.094 0.836	0.262 2.330 **	0.100 0.869	0.112 0.977	0.054 0.439	0.079 0.694
前期経常利益計画対比 (%)	係数 t 値	+ 0.696 0.287	0.503 0.729	0.366 0.540	0.665 1.030	0.438 0.633	0.444 0.644	0.524 0.754	0.462 0.671
今期計画経常利益前年比 (%)	係数 t 値	+ 2.240 7.894 ***	2.186 7.257 ***	2.191 7.402 ***	2.222 7.882 ***	2.211 7.283 ***	2.220 7.354 ***	2.219 7.322 ***	2.220 7.316 ***
自社株買い発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ 1.290 0.965	3.480 2.606 **	2.856 2.145 ***	1.921 1.489	3.301 2.434 **	3.510 2.627 ***	3.413 2.550 **	3.389 2.542 **
増配発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ -1.467 -0.655	-2.344 -0.981	-1.974 -0.839	-1.864 -0.832	-2.336 -0.973	-2.289 -0.958	-2.291 -0.956	-2.289 -0.959
中期計画発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ -1.922 -1.011	-0.922 -0.457	-1.511 -0.761	-1.331 -0.706	-1.121 -0.555	-1.151 -0.572	-1.147 -0.569	-0.959 -0.476
事業再編発表 (発表1, そうでない場合0)	係数 t 値	+ -5.863 -1.621	0.183 0.054	0.709 0.214	-6.408 -1.855 *	-0.048 -0.014	-1.151 -0.324	0.333 0.099	0.445 0.132
会社計画業績修正発表 (上方修正1, 下方修正-1, それ以外0)	係数 t 値	+ 2.695 1.694 *	1.818 0.280	2.582 1.552	2.110 1.346	1.982 1.178	1.917 1.145	1.927 1.148	1.982 1.186
修正済決定係数		0.404	0.315	0.338	0.400	0.310	0.315	0.312	0.318
サンプル数		157	157	157	157	157	157	157	157

*** : 有意水準1%以下

** : 有意水準5%以下

* : 有意水準10%以下

実証面でサポートしている。

結果として、経営者保身仮説では、内部コントロール・メカニズム変数は統計的有意性が得られなかったが、企業特殊資産は統計的有意性が得られたことになる。調整後 CAR により、経営者保身で買収防衛策を導入したと考えられるグループでは、株式市場は、各企業の内部コントロール・メカニズムの違いを考慮しないということになる。

コントロール変数のうち、海外売上高比率が、マイナスに有意となっている。これは、海外売上高比率が高いほど、海外投資家の関心が高い可能性があり、買収防衛策の導入は株主価値に対してマイナスの評価となるとした当初の仮定と整合的である。海外投資家と輸出比率の関係を検証するために、外国人株式持ち分比率を表 3 及び表 7 の回帰式の説明変数に加えた。その結果、全サンプルでは、p 値は 0.030 となり、有意な結果が得られた一方、調整後 CAR がマイナスのグループでは、p 値は 0.673 となり、統計的有意性はみられなかった。また、全サンプルでの、輸出比率と外国人株式持ち分比率の相関は 0.34 であり、ある程度両者の間に正の関係が見出された。

次に、株主利益仮説（調整後 CAR がプラスのグループ、表 8 参照）の検証結果を見てみる。内部コントロール・メカニズム変数では、社外取締役比率と取締役持ち株比率が、仮説に対して統計的有意性が示された。したがって、株主利益のために買収防衛策を導入したと仮定したサンプルでは、内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなることが支持された。結果として、株主利益仮説では、企業特殊資産は統計的有意性が得られなかったが、内部コントロール・メカニズム変数は統計的有意性が得られたことになる。これは、経営者保身仮説と逆の結果である。

ここで、コントロール変数の ROA がマイナスに有意な結果になっている。これは、予想された結果と逆である。次のような解釈が考えられる。ROA が低い企業ほど、株価が割安になっている可能性が高いため、敵対的買収の対象となる可能性が高い。すなわち、こうした企業に対して、敵対的買収を濫用する買収者が、買収を仕掛ける可能性が高い。もし、敵対的買収の濫用による株主利益の毀損を防ぐため、買収防衛策を導入するならば、こうした企業ほどその効果が高いと考えられる。

以上から、内部コントロール・メカニズムと企業特殊資産は、対照的な結果を示している。内部コントロール・メカニズム変数は、調整後 CAR がプラスのグループにのみ、その関係が見出されるのに対し、企業特殊資産変数は調整後 CAR がマイナスのグループにのみ、その関係が見出されることになる。すなわち、株主利益のために買収防衛策が導入されたらと株式市場が認識する場合にのみ、内部コントロール・メカニズムが機能している企業が買収防衛策を導入することをプラスに評価される。一方、経営者保身で買収防衛策が導入されたらと株式市場が認識する場合にのみ、企業特殊資産が多い企業が買収防衛策を導入することをマイナスに評価されることになる。

上記の実証結果の解釈として、調整後 CAR がマイナスのグループは、経営者保身（エントレンチメント）の程度が強い企業が多く、内部コントロール・メカニズムはもともと効いていないため、分割サンプル内でクロス・セクション回帰を行っても、内部コントロール・メカニズムの変数が有意とはならないと考えられる。つまり、内部コントロール・メカニズムの強弱が防衛策導入の影響度合いと関連しないということになる。同様に調整後 CAR がプラスのグループは、株主利益を重視すべく内部コントロール・メカニズムが有効な企業が多く、経営者は企業特殊資産の株主価値における重要性を理解したうえで（敵対的）買収における交渉に臨むと市場は考えているので、分割サンプル内でクロス・セクション回帰を行っても企業特殊資産変数は有意とはならないと考えられる。

ちなみに、5.3において、調整後 CAR がマイナスのグループと調整後 CAR がプラスのグループで、内部コントロール・メカニズムに統計的有意な差が見られなかった。したがって、本論文で扱った取締役数、社外取締役比率、取締役持ち株比率、上位 10 株主持ち株比率以外の要素により、株式市場が、内部コントロール・メカニズムを評価し、2つのグループに分けていると考えられる。

6 結 論

本論文では、経営者保身仮説と株主利益仮説を、従来のイベントスタディを踏襲して CAR の平均値・中央値の検定を行ったが、本論文でのサンプルでは、明確な結果は得られなかった。次に、両仮説に基づいて買収防衛策を導入した企業の混在を緩和して統計的検証の検出力を高めるために、同時情報を調整した調整後 CAR を用いてサンプルを分割した。調整後 CAR がマイナスのグループに対して経営者保身仮説のクロス・セクションに関するインプリケーションを、プラスのグループに対して株主利益仮説のクロス・セクションに関するインプリケーションを検証した。すなわち、それぞれのグループにおいて、内部コントロール・メカニズムと企業特殊的資産が、買収防衛策導入アナウンス時に、株主価値にどのような影響を与えるか検証した。その結果、調整後 CAR がマイナスのグループの場合、企業特殊的資産が多い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のマイナスはより大きくなることが発見された。これは、経営者が保身のために、企業（経営者）特殊的資産に過剰投資するとする Shleifer and Vishny (1989) を実証面でサポートしている。一方、調整後 CAR がプラスのグループの場合、内部コントロール・メカニズムが強い企業が買収防衛策を導入すると、株主価値のプラスはより大きくなることが発見された。この点は、株主利益仮説のインプリケーションと一貫している。

本論文に残された課題は以下の通りである。まず、観測期間が 2005 年初めから 2007 年末であり、短い期間となっており、長期のサンプル期間での分析が必要となる。また、導入時期により、買収防衛策の導入の動機が変容している可能性があり、導入時期の違いを考慮した分析を今後行っていく必要がある。最後に、何が、経営者保身仮説を適用するグループ（調整後 CAR がマイナス）と株主利益仮説を適用するグループ（調整後 CAR がプラス）に分けるかは、今回の実証分析では発見することができなかった。この点も、今後の興味深い研究課題となるであろう。

【謝辞】

本稿の作成に際し、編集長の久保田敬一先生及び本誌匿名レフェリーの先生方から、大変貴重な指摘や助言をいただいた。また、小倉昇先生（筑波大学）、山田雄二先生（筑波大学）、白田佳子先生（筑波大学）には、大変有益なコメントをいただいた。以上の方々に、記して、深くお礼申し上げたい。さらに、共著者である伊藤は、本研究に関して科学研究費補助金（基盤研究（C））を受けており、ここに感謝申し上げる。なお、本文中の誤りはすべて著者達に属するものである。

【参考文献】

- [1] Arikawa, Y and Y Mitsusada (2008), "The adoption of poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan", *RIETI Discussion Paper Series* 08-E-006.
- [2] Brickley, J.A. and J. L. Coles and R.L. Terry (1994), "Outside directors and the adoption of poison pills", *Journal of Financial Economics* 35, pp.371-390.

- [3] Comment, R and G.W. Schwert (1995), "Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures", *Journal of Financial Economics* 39, pp.3-43.
- [4] Danielson M.G. and J.M. Karpoff (2002), "Do pills poison operating performance", Working paper, May7.
- [5] Hermalin, B. E. and M. S. Weisbach (1988), "The determinants of board composition", *RAND Journal of Economics*, Vol.19, No.4, Winter, pp.589-606.
- [6] Malatesta P.H. and R.A. Walkling (1988), "Poison pill securities, Stock holder wealth, profitability, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 20, pp.347-376.
- [7] Morck, R., Shleifer A., and R. W. Vishny (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 20, pp.293-315.
- [8] Ryngaert, M. (1988), "The effect of poison pill securities on shareholder wealth", *Journal of Financial Economics* 20, pp.377-417.
- [9] Shleifer, A. and Summers L. H. (1988) "Breach of Trust in Hostile Takeovers", *NBER Chapters in: Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, pp.33-68, National Bureau Research, Inc.
- [10] Shleifer, A., and R.W. Vishny (1989), "Management entrenchment: The case of manager-specific investments", *The Journal of Financial Economics* 25, pp.123-139.
- [11] Yermack, D. (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics* 40, pp.185-211.
- [12] 小佐野広 (2005). 『コーポレート・ガバナンスと人的資本－雇用関係からみた企業戦略』, 日本経済新聞社。
- [13] 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 (2007). 「買収防衛策の導入－経営者保身仮説の検証－」 RIETI Discussion Paper Series 07-J-033。
- [14] 千島昭宏・中嶋幹・佐々木隆文 (2008). 「敵対的買収防衛策－インセンティブの分析」, 『証券アナリストジャーナル』 46 巻 2 号, 69-84 頁。
- [15] 手嶋宣之 (2000). 「経営者の株式保有と企業価値」, 『現代ファイナンス』 No.7, 41-55 頁。