

Title	買収防衛策の廃止が株価に与える影響：市場の評価に影響する企業の条件
Sub Title	
Author	尾崎, 友紀(Ozaki, Yūki) 村上, 裕太郎(Murakami, Yūtarō)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2019
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2019年度経営学 第3542号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002019-3542

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2019 年度）

論文題名

買収防衛策の廃止が株価に与える影響
—市場の評価に影響する企業の条件—

主 査	村上 裕太郎
副 査	齋藤 卓爾
副 査	市来寄 治
副 査	

氏 名	尾崎 友紀
-----	-------

論文要旨

所属ゼミ	村上裕太郎研究会	氏名	尾崎 友紀
(論文題名)			
買収防衛策の廃止が株価に与える影響 —市場の評価に影響する企業の条件—			
(内容の要旨)			
買収防衛策とは、企業が他社から敵対的買収を仕掛けられた際にその買収を防ぐための策である。買収防衛策には、様々な種類がある。主な買収防衛策は、ポイズン・ピルやホワイト・ナイト等である。多くの買収防衛策がある中で、本研究では最も一般的に用いられる買収防衛策であるポイズン・ピルについて検討する。日本では、2005年に買収防衛策の法整備が進んだのを機にポイズン・ピルを導入する企業が急速に増加した。しかし、近年では買収防衛策を廃止する企業が増えてきている。これは、一般的に買収防衛策の導入は経営者の自己保身の為に行われていると考えられているからである。海外の機関投資家を初めとする株主が議決権行使の参考にしている大手議決権行使助言会社も買収防衛策に反対の意向を表明している。本論文では、近年増加する買収防衛策廃止による株価への影響と、株価に影響を与える要因について明らかにする。 経営者の自己保身仮説に基づくと買収防衛策の廃止により株価が上昇すると考えられる。よって、初めにイベント・スタディを用いて買収防衛策廃止が与える株価への影響を観測した。結果、買収防衛策廃止は株価にプラスに有意な影響を与えることが示唆された。この結果は経営者の自己保身仮説を支持する結果となった。 次に、買収防衛策廃止時に株価に影響を与える要因について検証を行った。買収防衛策廃止時の株価上昇は、敵対的買収（以下、TOB）による株価上昇を期待して起こっていると仮定し、重回帰分析により要因分析を行った。被買収確率に影響を与える指標としてPER、負債比率、現預金比率、総資産の4つの説明変数を用いた。PERは、低いほど割安であり被買収確率が高まる。負債比率は、低いほど業績改善余地が大きいと考えられ被買収確率が高まる。現預金比率は、高いほどファンド等に狙われやすくなり、被買収確率が高まる。総資産は、大きいほど買収企業側の資金制約が生じる為、小さい企業ほど被買収確率が高まる。以上の仮説の下、重回帰分析を行った結果、PERでプラス、総資産でマイナス、負債比率でプラスに有意な結果が得られた。この結果から総資産についてはTOB期待の仮説を支持することが言えた。加えて、非製造業に比べて製造業は、有意に株価が上昇という結果が得られた。これは、製造業が規模の経済が効きやすい為、コストシナジーが発生しやすくM&Aの発生確率が高くなることが織り込まれていると考えられる。以上2つの説明変数で有意な結果が得られた一方で、PER、負債比率、現預金比率では仮説と符号が異なる結果が得られた。この結果からTOB期待以外の買収防衛策廃止時の株価上昇の要因が示唆された。他の要因としてはコーポレート・ガバナンスが考えられる。近年、コーポレート・ガバナンスが重要視されていることから、買収防衛策廃止がコーポレート・ガバナンスの観点から投資家にとってプラスの要素としてとらえられ、株価が上昇しているという仮説である。この仮説を検証する為、カプコンの買収防衛策に関する事例研究を行った。結果、買収防衛策に関するガバナンスの改善が投資家にポジティブに受け取られ、株価にもプラスの影響があることが示唆された。以上より、買収防衛策の廃止は、株価にプラスの影響があること。株価上昇の要因はTOB期待及びガバナンス改善期待により発生していることが示唆された。			

目次

1. 序論	1
2. 先行研究	6
3. 課題仮説	7
3-1.課題仮説の概要	
3-2.本稿の特徴	
4. 実証分析	10
4-1.分析手法	
4-2.サンプル・データ	
5. 結果と考察	14
5-1.買収防衛策廃止による株価への影響	
5-2.イベント日の株価上昇の決定要因	
5-3.事例研究-株式会社カプコン-	
6. 結言	23
7. 参考文献	25
8. 謝辞	27

1. 序論

買収防衛策とは、企業が他社から敵対的買収を仕掛けられた際にその買収を防ぐための策である。買収防衛策には、様々な種類がある。主な買収防衛策は、ポイズン・ピル、ゴールデン・パラシュート、ホワイト・ナイト、クラウン・ジュエル及びバックマン・ディフェンスなどである(図表.1)。上述の買収防衛策の内容について、以下に記載する。ポイズン・ピルとは、敵対的な公開株式買付が始まり、買収会社が被買収会社の株式の一定割合を取得した場合、市場価格を大幅に下回る価格で新株を引き受ける権利を既存株主に与える規定のことである。ゴールデン・パラシュートとは、被買収会社の役員が敵対的買収の結果解任された場合、通常の退職金に比べ大幅に割増された退職金が支給される雇用契約のことである。ホワイト・ナイトとは、敵対的買収を仕掛けた企業以外の友好的な企業に買収してもらう方法である。クラウン・ジュエルとは、買収会社に狙われている優良資産を第三者に売却して買収目的を失わせる方法である。バックマン・ディフェンスとは、買収会社に対し、逆に買収を仕掛ける方法である。

図表.1 主な買収防衛策の手段

買収防衛策	内容
ポイズン・ピル	敵対的な株式公開買付が始まり、買収会社が被買収会社の株式の一定割合を取得した場合、市場価格を大幅に下回る価格で新株を引き受ける権利を既存株主に与える規定
ゴールデン・パラシュート	被買収会社の役員が敵対的買収の結果解任された場合、通常の退職金に比べ大幅に割増された退職金が支給される雇用契約
ホワイト・ナイト	被買収会社にとって、より好ましい友好的な買い手に買収を依頼する
クラウン・ジュエル	買収会社に狙われている優良資産を第三者に売却して買収目的を失わせる
バックマン・ディフェンス	買収会社に対して逆に買収を仕掛ける

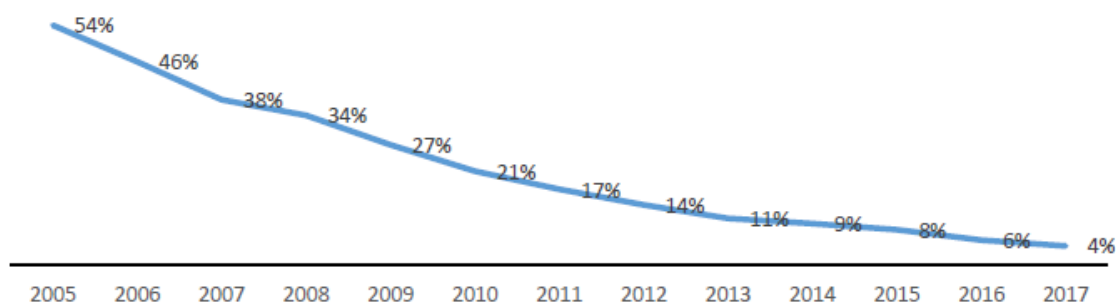
出典：服部暢達. (2015). 日本の M&A-理論と事例研究. 日経 BP マーケティング

以下、買収防衛策とはポイズン・ピルのことを指すものとする。

買収防衛策は、1980 年代前半に米国で発案された仕組みである(新井, 2007)。

買収防衛策導入の目的は、敵対的買収提案に対して取締役会がこれを無条件に排除する機能を有するものでなく、経営や効率性に対して脅威となる不当な条件での買収提案に対して、その買収条件を適正な水準に修正するように交渉する力を取締役に与えることである(服部, 2015)。よって、買収防衛策の導入は株主価値最大化に寄与すると考えられ、米国では広く受け入れられた。結果、米国では急速に導入が進み、2000 年代初頭には S&P1500 企業のうち約 60%が導入していた(Daines, 2001)。しかしながら、買収防衛策を導入することは経営者の自己保身ではないかという考えから投資家の反対を受け、米国での買収防衛策の導入企業は減少していく。S&P1500 企業の買収防衛策導入企業の割合は、2005 年時点で 54%であったが、2017 年には 4%まで下がっている(図表.2)。

図表.2 S&P1500 企業のうち買収防衛策を導入している企業の割合



2005～2017 年における S&P1500 企業のうち買収防衛策を導入している企業の割合を示す。

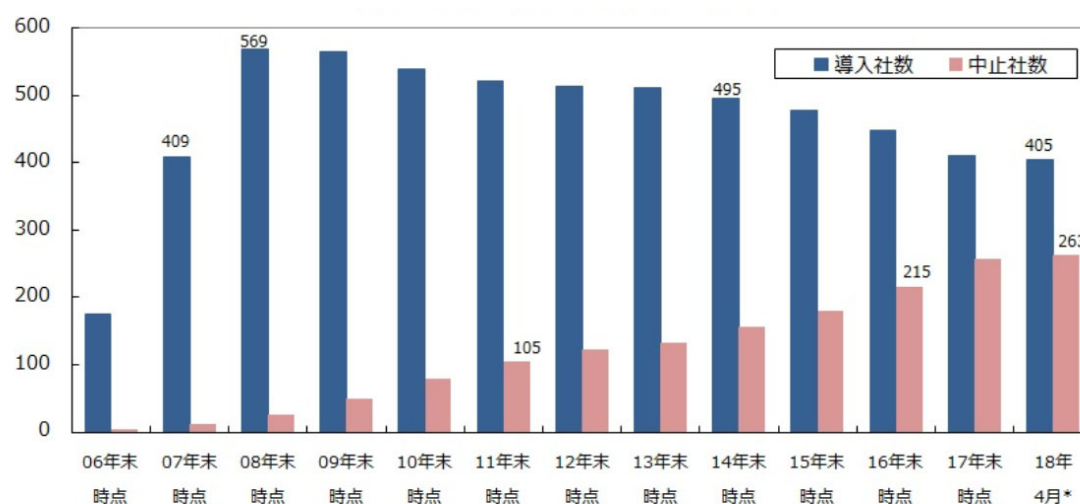
出典：ISS (2018) , U.S. Board Study

一方、日本では、2005 年に買収防衛策の法整備が進んだのを機に買収防衛策を導入する企業が急速に増加した。日本における買収防衛策導入社数と買収防衛策廃止社数の推移を図表.3 に示す。

日本における買収防衛策導入のピークは、2008 年末の 569 社である。その後、買収防衛策導入社数は 2018 年 4 月時点まで減少の一途を辿っており、2018 年 4 月時点では 405 社であった。米国ほど買収防衛策廃止が進んでいないものの、近年急速に買収防衛策を廃止する企業が増えている。2011 年末には 105 社であった買収防衛策廃止企業は、2018 年 4 月時点では倍以上の 263 社である。要因の 1 つとして、大手議決権行使助言会社である ISS とグラス・ルイ

スによる買収防衛策への反対表明がある(図表.4)。ISS とグラス・ルイスは、日本における議決権行使助言基準及び買収防衛策への考え方として以下の表明を行っている。「(経営権の争いがない場合) 買収防衛策の導入及び更新は、原則として反対を推奨する。」(ISS, 2019)。「弊社は、基本的に、買収防衛策はコーポレート・ガバナンスの向上にはつながらないものと考えるため、取締役会への権限集中を避け、かつ株主の意見が尊重されると認められるいくつかの例外的事案を除き、基本的に反対助言とする。」(GLASS LEWIS, 2019)。上記の意見表明は、多くの買収防衛策導入企業に影響を与えている。なぜなら、海外の機関投資家を中心に株主の多くは、大手議決権行使助言会社の意見を参考に日本企業の議決権の行使を行うからである。多くの株主が議決権行使助言会社の意見を参考に議決権行使をする結果、買収防衛策継続や取締役選任に関する議案の反対票が多くなり、買収防衛策の廃止・継続中止に至る企業が増加する。

図表.3 買収防衛策導入社数と中止社数の推移



*2018年4月24日現在

買収防衛策導入社数と買収防衛策中止社数の推移を示した。

出典：MARR online 2018/04/25 買収防衛策導入状況～導入社数は10年連続減少、ピーク前の2007年と同水準の405社へ

図表.4 ISS 及びグラス・ルイスによる買収防衛策への表明

1	 GLASS LEWIS
GLASS LEWIS' APPROACH ON TAKEOVER DEFENSE PLANS (グラス・ルイスの買収防衛策に関する考え方) 弊社は、基本的に、買収防衛策はコーポレートガバナンスの向上にはつながらないものと考え、取締役会への権限集中を避け、かつ株主の意見が尊重されると認められるいくつかの例外的事案を除き、<u>基本的に反対助言とする。</u>	
2	 ISS
13.買収防衛策(ポイズンピル) 経営権の争いがない場合 買収防衛策の導入および更新は、下記の条件を全て満たす場合を除き、<u>原則として反対を推奨する。</u>	

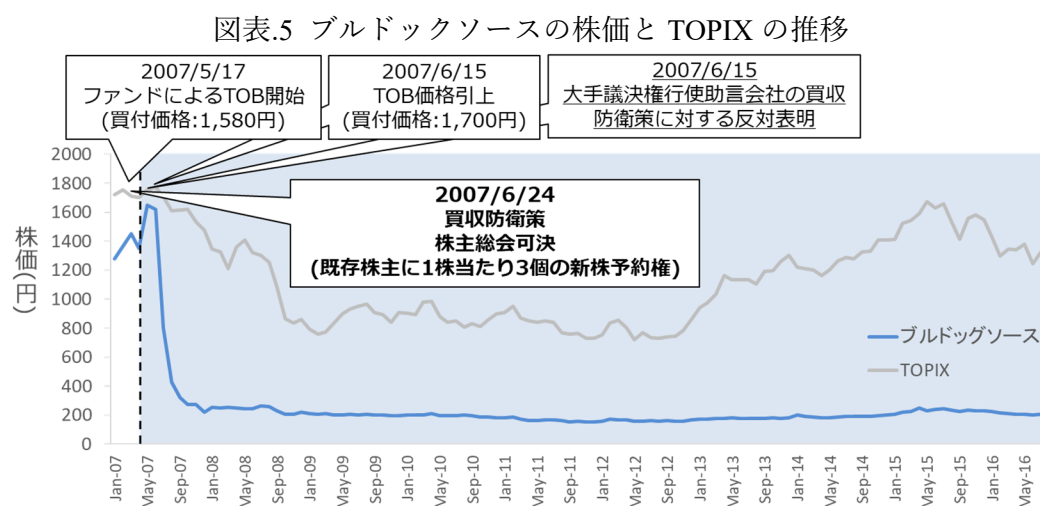
日本における大手議決権行使助言会社であるグラス・ルイス及びISSのガイドラインの買収防衛策に関する意見表明の一部を示す。

出典：ISS Japan Proxy Voting Guidelines2019, GLASS LEWIS Proxy Paper Guidelines

この表明の背後には、買収防衛策が経営者の自己保身の為に導入されている(自己保身仮説)という考えがある。Malatesta and Walkling (1987) によると 1982 年～1986 年の米国における企業の買収防衛策導入は、株価に有意にマイナスであり、上述の自己保身仮説を支持する結果が得られている。日本における先行研究では、千島 (2006) によると 2005 年の買収防衛策導入企業において、買収防衛策導入は株価に有意にマイナスに働いたとされる。その後も、買収防衛策導入については様々な研究が行われており、多くの研究で買収防衛策導入は株価にマイナスの影響が示されており、自己保身仮説を支持する結果となっている。詳細は、2 節の先行研究に記す。

日本企業の買収防衛策導入及び実施における問題点を企業の事例を通して紹介する。本研究で取り上げる事例は、2007 年にブルドックソース株式会社（以下、ブルドックソース）が投資ファンドであるスティール・パートナーズから公開株式買付（以下、TOB）を仕掛けられた事例である。2007 年 5 月 17 日、スティール・パートナーズがブルドックソースへの TOB を開始する。同年 6 月 7 日ブルドックソース経営陣は TOB に反対する方針を固めた。同年 6 月 24 日の株主総会の特別決議により買収防衛策の発動が可決された。当該買収防衛策は、既存株主に 1 株当たり 3 個の新株予約権を無償で与えるものであった。スティール・パートナーズは、この買収防衛策の実施が株主平等原則に反すると

して差し止め請求を行ったが、東京地裁、東京高裁、および最高裁はいずれもスティール・パートナーズの主張を退ける決定を下した。結果、本件は買収防衛策を発動した日本で初めての事例となった。一方で本件には問題点も残る。それは、株価の長期的な低迷である。買収防衛策実行前 1,600 円台であったブルドックスソースの株価は、買収防衛策発動後理論上は 1/4 の 400 円前後になると考えられるが、実際は 200 円台になった(図表.5)。その後も約 10 年間株価は 200 円台であり、株価が上昇することはなかった。株価低迷の一因として買収防衛策を導入していることにより被買収リスクが減り、経営の緩みを生んでいるのではないとも言われている¹。この事例から買収防衛策の実施及び導入は、経営者の自己保身のために使われており、株主価値の最大化に寄与していないのではないかと考えられた。



2007 年 1 月～2016 年 12 月までの月次の TOPIX の推移及び、ブルドックスソース株式会社の月ごとの調整済み終値の平均値の推移を示す。日本経済新聞の記事を基にスティール・パートナーズによるブルドックスソースへの TOB に関わる主なイベントを記載した。

出典：日経 Needs²、日本経済新聞³

¹ 2017 年 12 月 4 日 日経産業新聞

² ブルドックスソース株価の検索条件は以下の通り。期間：2007 年 1 月～2016 年 12 月、項目：終値(調整済み)

³ 以下に記事の詳細を示す。2007/5/17 日本経済新聞、2007/6/17 日本経済新聞、2007/6/24 日本経済新聞

したがって、本研究では、日本において買収防衛策が経営者の自己保身目的で導入されているという仮説のもと、近年増加する買収防衛策廃止と株価の関係について検証する。

2. 先行研究

仮説構築にあたり、先行研究が多く存在する買収防衛策導入の事例から検討する。Malatesta and Walkling (1987) によると米国では、買収防衛策導入が株価にマイナスの影響を及ぼすことが分かっている。加えて、Ryngaert (1987) によると買収が進行中の企業や役員持株割合が低い企業が株価へのマイナスの影響が大きくなることが分かっている。

日本における先行研究では、千島 (2006) によると買収防衛策導入は株価に有意にマイナスに働いたとされる。Arikawa and Mitsusada (2006) によると、CAR においても買収防衛策導入は株価に有意にマイナスの影響があることが示されている。上述の結果は、買収防衛策導入が株価にマイナスの影響を示し、経営者の自己保身仮説を支持する結果となっている。一方、岡田・窪井 (2007) によると買収防衛策導入は、株価へマイナスの影響は見られるものの、有意な結果は得られなかったとされている。しかしながら、Yeh (2013) によると、2005 年から 2007 年までサンプルを拡大することで買収防衛策導入が有意にマイナスに影響することが知られている(図表.6)。

図表.6 買収防衛策導入に関する先行研究の一覧

先行研究	サンプル期間	結果	有意差
Malatesta and Walking (1988)	1982～1986年(米国)	買収防衛策導入が株価にマイナスの影響	○
Ryngaert (1988)	1982～1986年(米国)	買収進行中や役員持株割合の低い場合マイナスの影響	○
Heron and Lie (2006)	1985～1998年(米国)	株価に対して有意な影響なし	×
千島 (2006)	2005年(日本)	2005年導入企業に対して有意なマイナスの影響	○
岡田・窪井 (2007)	2005～2006年(日本)	2006年までの導入企業に対して有意な影響なし	×
広瀬他 (2007)	2005～2006年(日本)	導入企業は2005年マイナス影響、2006年有意なし	△
Arikawa and Mitsusada (2008)	2005～2006年(日本)	2005～2006年導入企業でCARマイナスの影響	○
大越 (2012)	2006～2008年(日本)	2008年導入企業でCARマイナスの有意な影響なし	×
Yeh (2013)	2005～2007年(日本)	2005～2007年導入でCARマイナスの有意な影響	○

買収防衛策導入に関する先行研究についてサンプル期間、結果を一覧で示す。有意差については、マイナスの有意がみられたものを○、マイナスの有意が一部見られたものを△、マイナスの有意がみられなかったものを×で示している。

上記より、一部有意とまでは言えないものもあるが、買収防衛策導入は経営者の自己保身仮説の下、株価にマイナスの影響があるとされている研究が多い。

買収防衛策廃止における株価への影響については、先行研究が少ないものの存在する。買収防衛策廃止に関する先行研究は2つあり、どちらも買収防衛策導入の先行研究の多くと同じ経営者の自己保身仮説をもとに研究を行っている。岡本 (2014) によると、買収防衛策の廃止・非継続は株価へ有意にプラスに働き、社長持株比率が高い企業ほど株価の上昇が大きいことが分かっている。更に、浦川他 (2017) の研究においても、買収防衛策廃止が株価に有意にプラスであり、時価総額が大きい企業ほど買収防衛策を廃止する傾向があることが分かっている。この2つの結果から買収防衛策廃止においても経営者の自己保身仮説を支持する結果が得られている。しかしながら、上記の先行研究にはそれぞれ問題点も残されている。岡本 (2014) については、業績予想や実績の大幅な修正があった企業については排除しているものの、短信等による軽微な業績変化の影響については排除しきれていない。浦川他 (2017) では、イベント日を株主総会の日としているが、株主総会開催前に買収防衛策廃止に関するリリースが企業のHP上で行われるため、株主総会開催時には既に買収防衛策廃止の影響が株価に織り込まれている可能性があるという点が問題である。よって、本研究では、はじめに買収防衛策廃止が与える株価への影響を検証する。次に、買収防衛策廃止に関する先行研究では取り扱われていない買収防衛策廃止時の株価上昇要因を明らかにする。

3. 課題仮説

3-1.課題仮説の概要

以下に検証事項及び本研究の仮説を記す。

検証事項 1:買収防衛策廃止のリリースによって株価が上昇する。

2 節の先行研究で述べた通り、買収防衛策導入時には経営者の自己保身仮説の下、株価が下落することが多くの先行研究で示されている。更に、買収防衛策廃止については、岡本 (2014) と浦川他 (2017)で株価が上昇することが示されている。こちらも経営者の自己保身仮説を支持する結果である。しかしなが

ら、上記の買収防衛策廃止に関する先行研究は、それぞれ2節の先行研究で述べた問題点がある。よって、本研究ではまず初めに買収防衛策廃止による株価への影響を検証する。

経営者の自己保身仮説に基づく買収防衛策廃止による株価上昇の有無を検証した後、当該イベントによる株価上昇割合がどのような要因によって決定しているのかを検討する。Davis and Greve (1997) によると、時価総額が小さい企業ほど買収のターゲットになりやすいため、買収防衛策を導入しやすいということが示されている。加えて、機関投資家の割合が高い企業ほど買収防衛策を導入しやすいことは、投資家が短期的で買収者の TOB に応じやすいためであると述べている (Davis and Greve, 1997)。以上の先行研究では、買収される確率が高い企業ほど買収防衛策を導入していることを示している。よって、経営者の自己保身仮説を前提とした買収防衛策導入による株主のデメリットは、TOB による買収時の買収プレミアムによる株価上昇の機会を失っていることにありと考えられる。したがって、本研究では買収防衛策廃止時は TOB による株価上昇期待により株価が上昇すると考えた。TOB による株価上昇期待は、被買収確率が高い企業であるほど高まると考えられる。よって、本研究の仮説は、買収防衛策廃止時の株価上昇要因は被買収確率を高める要因であるという考えを基に設定する。

胥 (2006) では、ファンドによる被買収確率が高まる要因として4つの要素があげられている。1つ目は、株式市場での評価である PBR 及び PER である。株式市場での評価が低いほど割安な価格で買収できるため、被買収確率が高まる。2つ目は、企業規模の指標となる総資産である。総資産が大きいほど買収側の必要資金が大きくなり、買収が困難になる。よって、総資産が小さい企業は総資産が大きい企業に比べ、被買収確率が高まる。3つ目は、現預金、有価証券、投資有価証券の合計である現預金比率である。流動性の高い資産の保有割合が高い企業は、ファンドによるレバレッジド・バイアウト (以下、LBO) のターゲットとなりやすいため、被買収確率が高まる。4つ目は、負債比率である。負債比率が高い企業は、配当や財産維持等の財務制限条項による株主還元が大きく制限されることから買収のターゲットとされる可能性が低い。よって、負債比率が低い企業は負債比率が高い企業に比べて被買収確率が高まる。以上が、胥 (2006) が述べてる被買収確率が高まる要因である。本研

究では、この4項目が買収防衛策廃止時の株価上昇に及ぼす影響について検証する。以下に、仮説及び仮説に関連する先行研究を記す。

仮説1：PERが低い企業ほど買収防衛策廃止時の株価は大きくなる。

Strong and Meyer (1990) によると、上述の通り株式市場での評価が低い企業ほど被買収確率が上がるため、買収防衛策の1つであるポイズン・ピル導入企業はポイズン・ピルを導入していない企業に比べて、PERが低いことが分かっている。よって、本研究ではPERが低い企業ほど被買収による株価上昇期待が高く、株価が上昇しやすいのではないかと考え、仮説1を検証することとした。

仮説2：総資産が小さい企業ほど買収防衛策廃止時の株価上昇は大きくなる。

Davis and Greve (1997) によると買収者の買収にかかる資金調達に制約がある場合、企業規模が小さくなるほど被買収確率が上がりやすいと言われている。加えて、Davis and Greve (1997) は企業規模が小さい企業ほど買収防衛策を導入する傾向にあることを示している。上述の通り、被買収確率が高い企業ほど被買収による株価上昇期待が高まると考えられる。よって、企業規模が小さい企業ほど被買収による株価上昇期待が高く、株価が上昇しやすいのではないかと考え、仮説2を設定した。

仮説3：現預金の保有率が高いほど買収防衛策廃止時の株価上昇は大きくなる。

Jensen (1986) によると流動資産比率が高い企業は買収のターゲットになりやすい。加えて、滝澤他 (2010) によると流動資産比率が高い企業は買収防衛策を導入しやすい傾向にあることが分かっている。よって、現預金の保有率が高い企業ほど被買収による株価上昇期待が高く、株価が上昇しやすいのではないかと考え、仮説3を設定した。

仮説4：負債比率が低い企業ほど買収防衛策廃止時の株価上昇が大きくなる。

Gerald and Suzzan (1992) によると負債比率が低いほど、対象企業の経営能力が低く業績改善余地があるとみなされることがや、株式市場での評価が低くなるため、被買収確率が上がることが分かっている。これより、負債比率が低い企

業ほど被買収確率が高まるため、被買収期待による株価の上昇が大きいのではないかと考え、仮説4を設定した。

3-2. 本稿の特徴

先行研究と比較して、本稿の分析及び視点の特徴を以下に記載する。

1. 買収防衛策廃止のリリースによる株価への影響について

買収防衛策廃止については、岡本 (2014) と浦川他 (2017) で株価が上昇することが示されている。しかしながら、上記の買収防衛策廃止に関する先行研究は、2 節の先行研究で述べた問題点がある。よって、本研究では上述の2つの問題点を解消した上での、買収防衛策廃止による株価への影響を検証する。

2. 買収防衛策廃止時の株価上昇要因の特定について

先行研究では、買収防衛策廃止時の株価への影響のみに焦点を当てた分析が多い。本研究では、先行研究では明らかになっていない買収防衛策廃止時の株価の上昇要因の特定を行う。

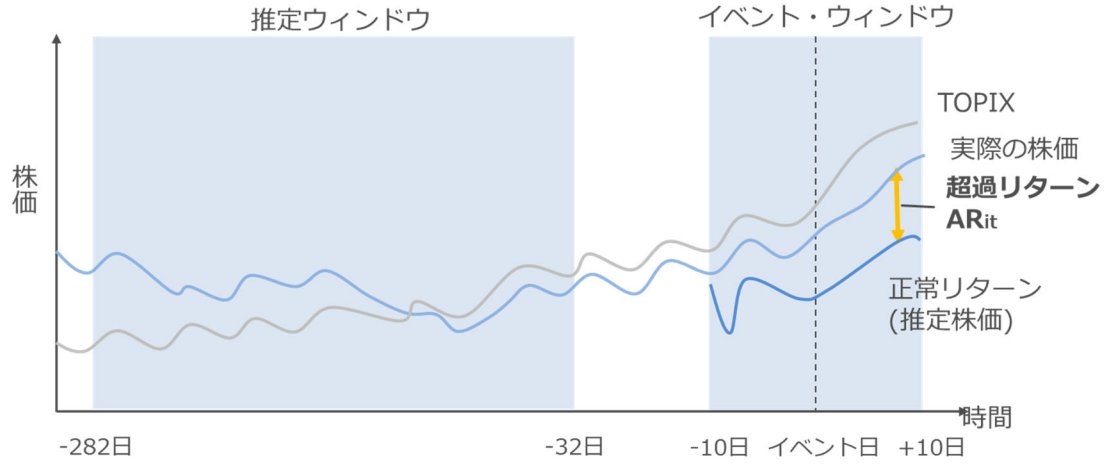
4. 実証分析

4-1. 分析手法

先行研究では、買収防衛策廃止の分析にイベント・スタディが用いられている(浦川他, 2017) (岡本, 2014)。よって、本研究でもイベント・スタディを用いて分析を行う。

イベント・スタディとは、特定のイベント日の前後の期間 (以下、イベント・ウィンドウとする。) での超過リターンを測定し、この超過リターンによってイベントによる影響を観測する手法である。超過リターンとは、イベント・スタディにより推定された特定のイベントが起こらなかった場合の株価 (正常リターン) と実際の株価の差を表す。この株価の差である超過リターンがイベントの影響である。超過リターンの算出は、イベント前の期間 (以下、推定ウィンドウとする。) の株価を用いて正常リターンを算出後、正常リターンと実際の株価の乖離幅により求める(図表.7)。

図表.7 イベント・スタディのタイムライン



$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

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

イベント・スタディの概念図を示す。イベント・ウィンドウは、イベント日前後の超過リターンを算出する期間のことである。本研究では、-10日から+10日とした。推定ウィンドウとは、イベント・ウィンドウで超過リターンを求める際に用いる正常リターンを算出する為のベースとなる期間である。本研究では、-282日から-32日とした。

以下、式を用いて超過リターンの算出方法の詳細を記す。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

R_{it} ：企業 i の t 日の日時株価収益率

R_{mt} ：TOPIX の t 日の日時株価収益率

ε_{it} ：誤差項

はじめに、推定ウィンドウの各企業の株価と TOPIX を用いて (1) 式の α_i と β_i を算出する。 R_{it} は、企業 i の t 日の日時株価収益率であり、 R_{mt} は TOPIX の t 日の日時株価収益率、 ε_{it} は誤差項である。

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

AR_{it} ：超過リターン

$\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}$ ：推定ウィンドウに基づく正常リターン

R_{it} ：企業 i の t 日の日時株価収益率

R_{mt} ：TOPIX の t 日の日時株価収益率

$\hat{\alpha}_i$ ： α_i の平均値

$\hat{\beta}_i$ ： β_i の平均値

次に各企業の推定ウィンドウの α_i と β_i の平均値である $\hat{\alpha}_i$ と $\hat{\beta}_i$ を推定する

(2) 式と $\hat{\alpha}$ 、 $\hat{\beta}$ 及びイベント・ウィンドウの $TOPIXR_{mt}$ を用いて超過リターン AR_{it} を求める。

ここで AR_{it} の値がプラスに有意であれば、株主価値が増大しているといえる。

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3)$$

AAR_t ： t 日におけるサンプル全企業の AR_{it} を平均した値である平均異常収益率

N ：サンプル・サイズ

更に、買収防衛策廃止のイベントが株価リターンに平均してどのような効果があるのかを検証するため、(3) 式を用いて平均異常収益率 AAR (Average Abnormal Return) を算出する。ここでも AAR_t の値がプラスに有意であれば、株主価値が増大しているといえる。

イベント日については、米国における先行研究によれば Proxy Mailing Date, Proxy Statement Day などが一般に用いられている(Gregg and Annette, 1987)。しかしながら、今回は、企業が個別に HP にて買収防衛策廃止のリリースしていることからリリース日をイベント日とし、これを 0 日とした。また、イベント日の-10 日から+10 日をイベント・ウィンドウとした。(1) 式に用いる推定ウィンドウは、イベント日の 282 営業日前から 32 営業日前までの 250 日間のイベントの影響を受けない期間とする(図表.7)。

4-2. サンプル・データ

本研究では、イベント日として買収防衛策廃止の企業 HP でのリリース日を用いるため、2019 年 5 月末時点で企業の HP にて買収防衛策廃止のリリースを行っている企業を対象とした。Eol⁴を用いて 281 社の買収防衛策廃止企業を抽出した。同日に決算短信の発表、自社株買い等のリリースがあった企業 175

⁴ Eol のアドレスは <http://eolddb.jp/EolDb/CompanySearch.php> である。

社、HP でのリリースがなかった企業⁵ 6 社を除き、最終的に 100 社となった(図表.8)⁶。

図表.8 サンプル・データの抽出

買収防衛策廃止企業	(社)
データ取得社数(2006～2019)	281
イベント日重複(短信、自社株買い等)	-175
HPでのリリースなし	-6
採用サンプル数	100

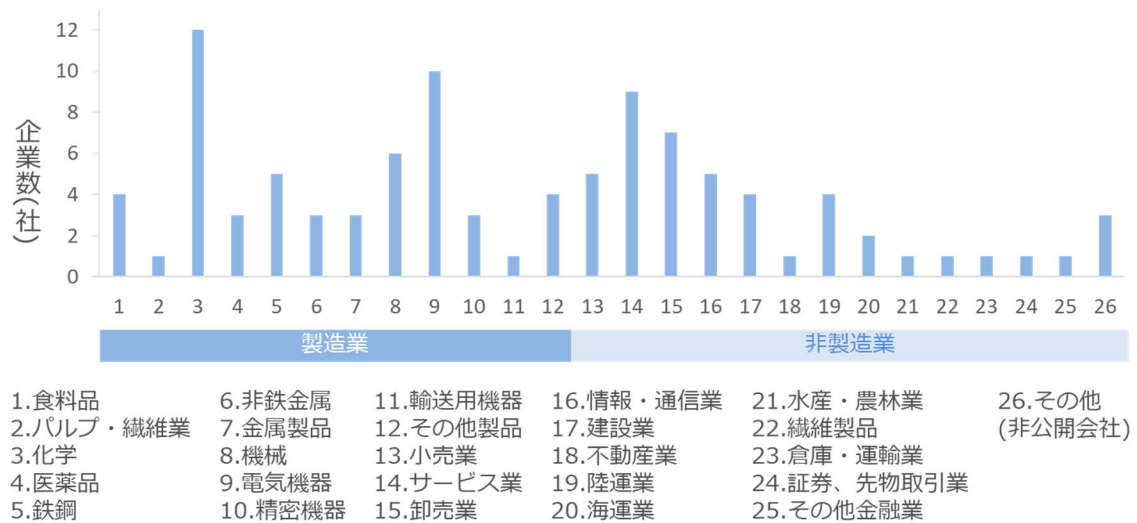
買収防衛策廃止企業の抽出した企業数及び採用した企業数を示す。イベント日重複(短信、自社株買い等)におけるサンプルからの除外対象企業は、企業 HP にて以下のイベントのリリースが買収防衛策廃止の企業 HP でのリリースと同日に行われた企業とする。対象イベントは、決算短信、自社株買い、増配・減配、業績上下方修正とした。HP でのリリースなしとは、買収防衛策を廃止しているものの、企業 HP にて買収防衛策廃止のリリースを行っていない企業数である。

サンプル企業の割合は、製造業 55 社非製造業 45 社と若干製造業の割合が高かった。中でも化学、電気機器企業の割合が高いことが見て取れた(図表.9)。

⁵ HP でのリリースがなかった企業は、株主が買収防衛策廃止をイベント日当日に認識できないと考え、本研究では対象外とした。

⁶ 以下の検索条件により対象企業の抽出を行った。「その他適時開示書類 (PDF) 【タイトル:「買収防衛策 AND 廃止 OR 買収防衛策 AND 非継続 OR 買収防衛策 AND 非更新 OR 大量買付行為 AND 廃止 OR 大量買付行為 AND 非継続 OR 大規模買付行為 AND 廃止 OR 大規模買付行為 AND 非継続 OR 大規模買付行為 AND 非更新」を含む】 AND 〔日付 / 期間 : 提出日 1959/06/03 ～ 2019/06/02 〕」

図表.9 サンプル企業の業種割合(n=100 社)



サンプル企業として採用した 100 社の業種割合を示す。業種分類は、東証 33 分類を用いた。サンプル企業には、東証 33 分類の 33 業種中、25 業種が含まれていた。製造業及び非製造業の分類は以下の通り。製造業は、食料品、パルプ・繊維業、化学、衣料品、鉄鋼、非鉄金属、金属製品、機械、電気機器、精密機器、輸送用機器、その他製品である。非製造業は、小売業、サービス業、卸売業、情報・通信業、建設業、不動産業、陸運業、海運業、水産・農林業、繊維製品、倉庫・運輸業、証券・先物取引業、その他金融業である。

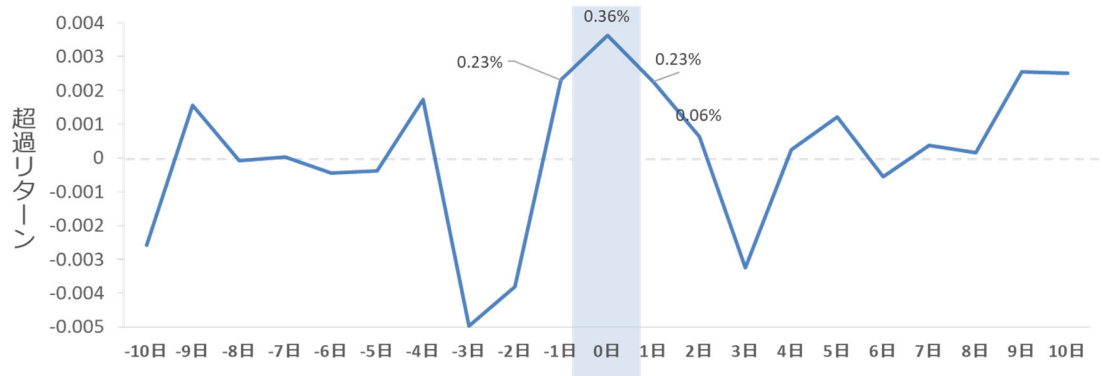
5. 結果と考察

5-1. 買収防衛策廃止による株価への影響

4-1 のサンプルを用いて平均値 0 との平均の差の検定を行うことで買収防衛策廃止が株価にどのような影響を与えるかを検証した。差の検定を行う際、AR に異常値処理を施している。異常値処理は、最大値・最小値の 1% に対し、ウィンゾライズド平均にて処理をしている。

図表.10 は、イベント日前後 10 日間の AAR の日時の推移を示したものである。AAR の日時の推移から、イベント日前日である -1 日から AAR はプラスの値を取り、+2 日までプラスの傾向が続いていた事が分かる(図表.10)。

図表.10 買収防衛策廃止企業の AAR の推移



買収防衛策廃止を企業 HP でリリースした日(以下、イベント日)を 0 日とし、イベント日の前後 10 日における超過リターンの平均である AAR の推移を示す。

イベント日前後のプラスに推移する期間の AAR は、イベント日前日である-1 日が 0.23%、イベント日当日 0 日が最大の 0.36%、イベント日翌日である 1 日が 0.23%、イベント日の 2 日後である 2 日が 0.06%であった。このことから、買収防衛策廃止のイベントの効果は、イベント日当日が最も株価に影響を与えていると考えられた。一方で有意な結果が得られたのは、-3 日と 0 日のみであった(図表.11)。-3 日については、決算短信等の他のイベントによる影響であると考えられる。イベント日当日の重複イベントについては排除出来ているものの、前後 10 日に短信発表、配当の増減等のイベントが含まれてしまっているからである。上述の結果より、買収防衛策廃止のイベントは最大で-1 日から+2 日まで株価にプラスの影響を与えている可能性は示唆されるものの、有意に株価を上昇させるのはイベント当日のみであることが分かった。株価上昇の効果としては、平均で 0.4%株価を上昇させる効果があると考えられる。この結果は、先行研究である岡本 (2014) の結果とも一致しており、短信等による軽微な業績変化の影響を排除した上でも、買収防衛策廃止のイベントが株価にプラスに働くことが新たに分かった。一方で、岡本 (2014) では、イベント日当日の超過リターンは 1%であったのに対し、本研究では 0.4%であった。この結果を鑑みると、岡本 (2014) では短信等の業績の影響が含まれており、実質的な買収防衛策廃止の効果は 0.4%程度であると考えられる。

以上より、買収防衛策の廃止が株価に有意にプラスの効果があることが示されたため、今後は株価の上昇に影響を与える要因についての分析を行っていくこととする。

図表.11 買収防衛策廃止企業の AAR

日	AAR (%)	t 値
-10	-0.3	-1.5
-9	0.2	0.8
-8	0.0	0.0
-7	0.0	0.0
-6	0.0	-0.2
-5	0.0	-0.2
-4	0.2	1.0
-3	-0.5	-2.1 **
-2	-0.4	-1.6
-1	0.2	1.3
0	0.4	2.0 **
1	0.2	1.2
2	0.1	0.3
3	-0.3	-1.3
4	0.0	0.2
5	0.1	0.6
6	-0.1	-0.3
7	0.0	0.2
8	0.0	0.1
9	0.3	1.4
10	0.2	1.5

サンプル・サイズは 100 社であり、期間は、イベント日の-10 日から+10 日までを取った。

***は 1%で有意、**は 5%で有意、*は 10%で有意であることを表す。

5-2 イベント日の株価上昇の決定要因

5-1 より、買収防衛策を廃止するというイベントの発生により当該企業の株価は有意に上昇するということが分かった。よって、次にどの要因によって上昇割合が決定されるのかを平均の差の検定及び重回帰分析により検証したい。

はじめに、3 節の課題仮説に上がっている PER、総資産、現預金比率、負債比率と 5-1 で有意にイベントの効果がみられたイベント日当日の AR を用いて平均の差の検定を行った。平均の差の検定は、各変数である PER、総資産、現預金比率、負債比率の中央値の値でそれぞれ 2 グループに分け、グループ間の買収防衛策廃止時の超過リターン AR の平均値に差があるかを検証した。差の検定を行う際、AR、総資産、現預金比率及び負債比率に異常値処理を施している。異常値の影響を排除する為、上下 1%に含まれるデータをウィンゾライズしている。

各変数の定義は、以下の通り。

PER : (買収防衛策廃止日の時価総額)/(当期営業利益)

LOGASSET : 期首総資産の自然対数

CASH : (当期首現預金同等物残高)/(当期首総資産)

LEV : (当期短期借入金 + 長期借入金 + 社債)/(当期首総資産)

図表.12 は、買収防衛策廃止日の AR を検証対象の変数とし、上述の 4 つの変数の中央値で 2 グループに分け、グループ間で AR の平均に差があるかを検証した。結果、総資産のみ t 値が -2.10 と 1%有意であり、他の変数では有意性は見られなかった(図表.12)。この結果から総資産の中央値で分けた 2 グループ間の AAR には有意に差があることが明らかになった。よって、総資産の大きさはイベント日の株価に影響を与えていることが示唆された。

図表.12 イベント日 AR との平均値の差の検定

	t値	自由度
<i>PER</i>	0.78	93
<i>LOGASSET</i>	-2.1 ***	93
<i>CASH</i>	-0.08	93
<i>LEV</i>	0.77	93

***は 1%で有意、**は 5%で有意、*は 10%で有意であることを表す。

この影響についてより詳しく検証するため、次に重回帰分析を用いた検証を行った。重回帰分析を行う際、AR、PER、負債比率、現預金比率及び総資産に異常値処理を施している。異常値の影響を排除する為、上下 1%に含まれるデータをウィンゾライズしている。

重回帰式の従属変数をイベント日 AR とし、説明変数を PER 、総資産、現預金比率、負債比率、製造業ダミーとした((5) 式)。上述の変数に加え、コントロールとして年度ダミーを説明変数に加えている。

$$AR_i = \beta_0 + \beta_1 PER_i + \beta_2 LOGASSET_i + \beta_3 CASH_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 MFI_i \quad (5)$$

説明変数の定義は、以下の通り。

PER (PER) : (イベント日当日の株価)/(直近期営業利益)

$LOGASSET$ (総資産) : 期首総資産の自然対数

$CASH$ (現預金比率) : (当期首現預金同等物残高)/(当期首総資産)

LEV (負債比率) : (当期短期借入金 + 長期借入金 + 社債)/(当期首総資産)

MFI (製造業ダミー) : 製造業を 1 とし、非製造業を 0 とした⁷。

$Year\ fixed\ effect$ (年度ダミー) : 2019 年をベースとして 2006 年～2018 年までの各年が買収防衛策廃止の年の場合、1 をとり、異なる場合 0 とした。

各説明変数及び従属変数の記述統計は、図.13 に記す。各独立変数間の相関係数は、-0.534～0.251 と水準範囲内であり問題ないとした(図表.14)。よって、これらの変数を用いて重回帰分析を行った。

図表.13 各説明変数及び従属変数の記述統計

	count	mean	sd	min	max
AR (%)	93	0.35	1.73	-2.85	7.02
PER	93	14.54	22	-20.14	178.14
$LOGASSET$	93	11.57	1.9	6.85	15.52
$CASH$	93	0.2	0.15	0.02	0.72
LEV	93	0.28	0.21	0	0.78
MFI	93	0.44	0.5	0	1

従属変数及び各説明変数の中央値、標準偏差、最小値、最大値を示す。

結果、 PER 、負債比率、総資産、製造業ダミーの 4 項目で有意な結果が得られた(図表.15)。各項目を見ていくと PER は、標準化係数 0.268 とプラスに 5%有意であり、仮説に反し PER が大きいほど買収防衛策廃止時の株価の上昇が高い傾向にある。負債比率は、標準化係数 0.195 とプラスに 10%有意であり、こちらも仮

⁷ 製造業及び非製造業の分類は、図表.6 参照のこと。

説に反し負債比率が高い企業ほど買収防衛策廃止時の株価の上昇が高い傾向にある。一方、総資産は-0.351であり、総資産が小さくなるほど買収防衛策廃止時の株価の上昇が高い傾向にある。製造業ダミーについては、標準化係数が0.262であり、製造業であることで非製造業と比較して株価の上昇が高い傾向にある。

図表.14 各説明変数及び従属変数間の相関係数

	AR	PER	LOGASSET	CASH	LEV	MFI
AR	1.000					
PER	0.145	1.000				
LOGASSET	-0.280	-0.173	1.000			
CASH	0.025	0.085	-0.534	1.000		
LEV	0.067	-0.191	0.034	-0.281	1.000	
MFI	0.251	-0.039	0.023	-0.002	0.020	1.000

従属変数及び説明変数間の相関係数を示す。

図表.15 AR を被説明変数とした重回帰分析

独立変数名	標準化係数	t値
PER	0.268	2.6 **
LOGASSET	-0.267	-2.241 **
CASH	-0.158	-1.320
LEV	0.195	1.725 *
MFI	0.197	2.074 **
Year fixed effect	yes	—
調整済み決定係数	0.265	

***は1%で有意、**は5%で有意、*は10%で有意であることを表す。Year fixed effect は、年度ダミーを示し、2019年をベースとして2006年～2018年までの各年が買収防衛策廃止の年の場合、1をとり、異なる場合0とする。

以上の結果から示唆される点が3点ある。1点目は、3節の課題仮説の仮説2である「総資産が小さい企業ほど買収防衛策廃止時の株価上昇率が高い」という仮説を支持する結果が得られたことである。2点目は、製造業は非製造業に比べて買収防衛策廃止時の株価が上がりやすいということである。推測の域を出ないが、この結果については株価上昇の要因がTOBによる株価上昇期待であると仮定すると、非製造業に比べ製造業の株価が有意にプラスであるのは規模の経済性が反映されていると考えられる。一般的には、製造業は資本集約型の産業が多く、非製造業は労働集約型の産業が多い。よって、資本集約型の産

業が多い製造業の方が M&A によるコスト・メリットが発生しやすく、被買収確率が高まると考えられ、買収防衛策廃止時に株価が有意に上がるのではないかと考えられる。3 点目は、PER、負債比率において仮説 1、仮説 4 と異なる結果が得られた点である。このことから買収防衛策廃止時の株価の上昇は TOB による株価上昇期待以外の要因が関係していることが示唆された。例えば、買収防衛策の廃止が経営者から投資家へのガバナンス意識の向上のシグナルになっていることである。上述したように、大手議決権行使助言会社もコーポレート・ガバナンスの観点から買収防衛策に反対の意向を示している。よって、ガバナンス意識が改善されることで、投資家が今後の経営に対してポジティブなイメージを持ち株価が上昇することも考えられる。ガバナンスの意識改善シグナルがどのように買収防衛策廃止時の株価上昇に影響を与えているかの検証は今後の課題であるが、本研究ではまず事例研究を用いて買収防衛策に関わるガバナンス改善効果の検証を行った。

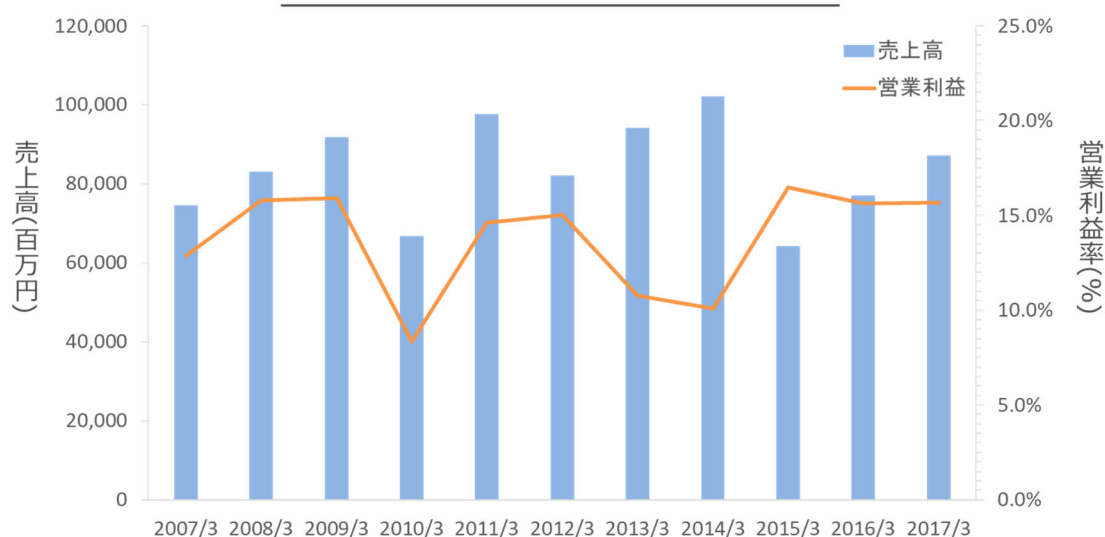
5-3 事例研究-株式会社カプコン-

実際に買収防衛策の廃止を行った企業を取り上げ、買収防衛策の廃止による株価への影響についての深堀を行いたい。本事例研究では、株式会社カプコン(以下、カプコン)を取り上げる。カプコンは、ストリートファイターやモンスターハンター等の有名タイトルのゲームを輩出する家庭用ゲームソフト、オンラインゲーム、アミューズメント機器のメーカーである。カプコンの 2017 年 3 月期の売上は、871 億円である(図表.16)。カプコンを事例企業として選定した理由は、買収防衛策の実施要件を変えながらも 2 回買収防衛策を導入しており、2 回目の導入時には株主に配慮した内容に変更している為、擬似的にガバナンス改善による効果を検証できると考えたからである。

カプコンの最初の買収防衛策導入は、2008 年 6 月 19 日である。その後、2 回の継続承認を経て、2014 年 6 月 16 日に定時株主総会にて否決され、非継続が決まる。しかし、同社幹部は「(ゲーム会社は) キャラクターの著作権など時価総額に含まれないものが多い。買収リスクは常にある。」⁸とし、2015 年 6 月 12 日の定時株主総会で一部内容変更をした買収防衛策が再提案された。

⁸ 2014 年 6 月 23 日 日経産業新聞

図表.16 カプコンの売上高及び営業利益率の推移
カプコンの売上高及び営業利益率



株式会社カプコンの2007年3月期～2017年3月期の売上高及び営業利益率の推移を示す。

出典：株式会社カプコン 2007年3月期～2017年3月期有価証券報告書

買収防衛策の変更点は、7つある(図表.17)。注目すべき点は2点あり、1点目は「対抗措置発動の決定機関」についての変更である。旧施策では、取締役会での決議になっていたものが、株主意思確認株主総会に変更されている⁹。2点目は、「本施策の廃止手続き」において旧施策が取締役会決議のみであるのに対し、新たな施策では株主総会決議を受けての廃止が追加されている点である。この2点の共通点は、株主の権利に配慮しているという点である。この株主の権利への配慮が功を奏し、定時株主総会で無事2度目の買収防衛策導入が可決された。その後、取締役会決議により買収防衛策の非継続が決まり、2017年4月27日に「当社株式等の大規模買付行為に関する対応策（買収防衛策）の非継続（廃止）について」がリリースされた。以上が、カプコンの買収防衛策導入及び廃止の変遷である。

⁹ 東京高裁4類型および強圧的に段階買付の場合は、除かれている。

図表.17 カプコンの買収防衛策の変更点

項 目	旧 施 策	本 施 策
成長目標 (6～7 頁)	明記なし	資本効率性の指標として3期移動平均 ROE「8～10%」を明記
対抗措置発動の要件 (19～21 頁)	①東京高裁4 類型および強圧的二段階買付 ②買付の条件が、著しく不十分・不適當	①東京高裁4 類型および強圧的二段階買付（注） ②開発体制の脆弱化に伴う企業価値の低下
対抗措置発動の決定機関 (21～23 頁)	独立委員会の勧告により、取締役会で決議	独立委員会の勧告により、株主意思確認株主総会に上程 ただし、明らかに東京高裁4 類型および強圧的二段階買付の場合は取締役会決議
独立委員会の構成 (18 頁)	社外取締役2 名および社外有識者1 名	社外取締役2 名および社外監査役1 名
大規模買付者に求める情報提供の期間 (15 頁)	規定なし（無期限）	最長 30 日
大規模買付者に求める情報提供のリスト (14～15 頁)	13 項目	6 項目
本施策の廃止手続 (23～24 頁)	取締役会決議により廃止	①株主総会決議を受けて廃止 ②取締役会決議により廃止

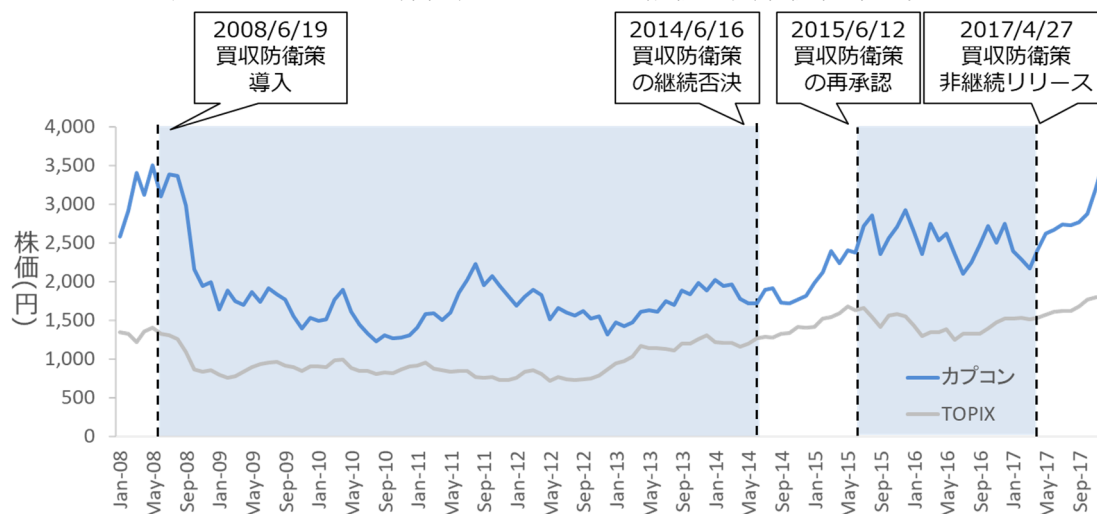
（注）東京高裁4 類型とは、本施策 20 頁に記載のⅢ 3.(2)②ア.からエ.まで、また強圧的二段階買付は同オ.をいいます。

2015 年 6 月 12 日の株主総会にて提案された新たな買収防衛策と 2014 年 6 月 16 日まで導入されていた旧買収防衛策との変更点を示す。

出典：株式会社カプコンの企業 HP より平成 27 年 5 月 12 日「当社株式等の大規模買付行為に関する対応策（買収防衛策）導入について」

次にカプコンの株価及び TOPIX と買収防衛策の各イベントとの関係を見ていきたい(図表.18)。まず初めに、買収防衛策導入時の 2008 年では一旦株価が大きく下がっていることから、先行研究の結果同様株価下落の影響があることが読み取れた。買収防衛策の継続が否決された直後及び非継続がリリースされた直後は、一旦株価が上昇していることがわかる。これは、本研究で明らかになった買収防衛策廃止時に株価が上昇するという結果と一致する。一方、2015 年の再承認時については、TOPIX に比べ明らかに株価が上昇している。これは買収防衛策の新施策が株主の権利に十分配慮されたものであるとの理解を株主から得ることが出来たためであると考えられる。この結果から買収防衛策導入時であってもガバナンスの改善がみられる場合には株価は上昇するということが示唆された。以上より、本研究の実証研究で得られた「買収防衛策の廃止により株価が有意に上昇すること」と、新たな仮説に関連する視点として「買収防衛策に関するガバナンス改善をポジティブなシグナルとして受け止めることで株価が上昇する」という 2 点が本事例から示唆された。

図表.18 カプコンの株価及び TOPIX の推移と買収防衛策の変遷



背景が薄青の部分は、買収防衛策が導入されていた期間を示す。カプコンの株価は月次の終値の平均を取った株価である。

出典：日経 Needs¹⁰、2017 年 4 月 27 日 カプコンの企業 HP 掲載の「当社株式等の大規模買付行為に関する対応策(買収防衛策)の非継続(廃止)について」

6. 結言

本論文では、買収防衛策の廃止による株価への影響と株価への影響の要因の特定を実証分析及び事例分析を用いて行った。買収防衛策の廃止による株価への影響については、先行研究ではイベント当日の株価上昇効果は 1%と考えられていたが、他のイベントを排除すると 0.4%有意に株価がプラスになるという結果が得られた。一方で、買収防衛策廃止は TOB 期待により株価が上昇しているという仮説に関しては、仮説と同様の符号で有意な結果が得られたのは総資産が小さいほど株価が上がりやすいという仮説のみであった。この結果から買収防衛策廃止は株主にポジティブなアナウンスであるものの、TOB 期待だけではなく、ガバナンス改善のシグナルとしてもとらえられている可能性が示唆された。ガバナンス改善によるポジティブなシグナルは、カプコンの事例からも確認することが出来た。

¹⁰ 日経 Needs での検索条件は以下の通り。株式会社カプコンの株価であり、期間は 2008 年 1 月～2017 年 12 月、項目は月次の終値(調整済み)である。

以下に本研究の限界を示す。本研究では、実証分析によるガバナンス改善効果の検証には至らなかった。今後の課題としては買収防衛策廃止時のガバナンス改善のシグナルとしての株価上昇効果を検証致したい。

参考文献

1. Arikawa Y. and Mitsusada Y., The adoption of poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan, Japan and the World Economy, Vol. 23, Issue 1, (2011), Pages 63-77.
2. Daines R., Does delaware law improve firm value? Journal of Financial Economics, Vol. 62, Issue 3, (2001) , Pages 525-558.
3. Jensen, M., The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, Vol.76, No.2, (1986), Pages 323-329.
4. John S. Strong and John R. Meyer, An analysis of shareholder rights plans, Managerial and Decision Economics, Vol. 11, Issue 2, (1990), Pages 73-86.
5. Gerald F. Davis and Henric R. Greve, Corporate Elite Networks and Governance Changes in the1980s, American Journal of Sociology, Vol. 103, Number 1, (1997), Pages 1-37.
6. Gerald F. Davis and Suzanne K. Stout, Organization Theory and the Market for Corporate Control: A Dynamic Analysis of the Characteristics of Large Takeover Targets, 1980-1990, Administrative Science Quarterly, Vol. 37, No. 4, (1992), Pages 605-633.
7. GLASS LEWIS, PROXY PAPER GUIDELINES. GLASS LEWIS, (2019)
8. Gregg A. Jarrell and Annette B. Poulsen, Shark repellents and stock prices: The effects of antitakeover amendments since 1980, Journal of Financial Economics Vol. 19, Issue 1, (1987), Pages 127-168.
9. ISS, Japan Proxy Voting Guidelines. ISS, (2019).
10. Paul H. Malatesta and Ralph A. Walkling, Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability, and ownership structure, Journal of Financial Economics, Vol. 20, (1988), Pages 347-376.
11. Randall A. Heron and Erick L., On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Target, The Journal of Business, Vol. 79, No. 4, (2006), Pages 1783-1807.
12. Ryngaert M., The effect of poison pill securities on shareholder wealth, Journal of Financial Economics, Vol. 20, (1988), Pages 377-417.
13. YehT., The effects of anti-takeover measures on Japanese corporations, Rev Quant Finan Acc, Vol. 42, (2014), Pages 757-780.
14. 新井 富雄, 日本の敵対的買収. 『日本経済新聞出版社』, (2007) .
15. 浦川 弘亨・林 祖耿・劉河 魯川・呉 中洲, 企業の買収防衛策廃止要因の分析と市場の評価, 上智大学論文, (2017) .
16. 岡田 克彦・窪井 悟, 日本企業の敵対的買収防衛策－買収防衛策の導入は企業価値を毀損するか－, 第 15 回日本ファイナンス学会報告論文集, (2007) .
17. 岡本 伊万里, 買収防衛策の廃止・非継続の意思決定が株価に与える影響－買収防衛策の意義と企業価値への考察, 青山学院大学大学院論文, (2014) .
18. 滝澤 美帆・鶴光 太郎・細野 薫, どのような企業が買収防衛策を導入するのか*, 金融経済研究, 第 30 号, (2010) .

19. 千島 昭宏, 株式市場における買収防衛策導入の影響-2005 年 3 月決算企業の実証分析-, 横浜国立大学国際社会科学研究, 第 11 卷 第 2 号, (2006) .
20. 服部 暢達, 『日本の M&A-理論と事例研究』, 日経 BP マーケティング, (2015) .
21. 鵬胥, どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか, 経済産業研究所, (2006) .

謝辞

修士論文作成にあたり、様々な方々からのご支援、ご協力をいただいた。テーマ設定から分析方法等大変多くの時間をかけて指導いただいた指導教官である慶應義塾大学経営管理研究科村上裕太郎准教授に深く感謝の意を表する。様々な論点の切り口やアドバイスをいただいた副査をご担当いただいた齋藤卓爾准教授、市来寄治専任講師に深く感謝の意を表する。一年間ともにゼミ活動を行った四人にも感謝したい。お互いの論文を自分の論文のように考え指摘し、ともに切磋琢磨出来た。データの成形から分析方法まで細かく指導いただいた東北大学経済学研究科助教であり慶應義塾大学経営管理研究科の先輩でもある黄耀偉先生に深く感謝の意を表する。改めて本論文を執筆するにあたり、ご支援いただいた皆様に感謝いたしたい。

2019 年 1 月

尾崎 友紀