

信託型ライツプラン導入企業の開示実態と経済的特性

横浜市立大学大学院国際マネジメント研究科教授 中 條 祐 介
横浜市立大学大学院国際マネジメント研究科客員准教授 田 中 佳 容

目 次

- | | |
|----------------------|----------------------|
| 1 はじめに | 4 導入企業の経済的特性に関する分析課題 |
| 2 ライツプランとその開示規制 | 5 分析の枠組と分析結果 |
| 3 信託型ライツプラン導入企業の開示実態 | 6 おわりに |

1 はじめに

2000年頃より、日本企業の経営権に関するガバナンスに大きな影響を及ぼす案件が複数発生した。たとえば、村上ファンドが昭栄へ仕掛けた日本初の敵対的 TOB (2000年)、スチール・パートナーズがユシロ化学工業へ仕掛けた TOB (2003年)、同じくスチール・パートナーズがソトーへ仕掛けた TOB とその後の TOB 合戦 (2003年)、ライブドアによるニッポン放送への敵対的買収 (2005年)、村上ファンドによる阪神電気鉄道への買収提案 (2005年)、ドン・キホーテによるオリジン東秀への敵対的買収 (2006年) などである。これらのいわゆる敵対的買収事案は一般の耳目も集め、企業の経営権のあり方についての議論が進展した。

この問題に対する取組みの代表的なものとして、経済産業省に設置された企業価値研究会が2005年5月27日に公表した『企業価値報

告書 ～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』をあげることができる。同報告書では、「日本は、敵対的買収に関する経験が少ないこともあり、何が公正な攻撃方法で何が公正な防衛方法なのかといった点について、企業社会の関係者が共有する行動規範が形成されていない。こうしたルール不在の状況を放置すれば、奇襲攻撃や過剰防衛が繰り返され、本来は、企業価値を向上するためのメカニズムである敵対的な買収の効果が十分発揮されないこととなる」と問題提起し、敵対的買収に関して包括的な議論を行うとともに、併せて日本で導入の可能性のある買収防衛策やそれに伴う開示の必要性を指摘した。導入可能な買収防衛策としては、特にライツプランに言及があり、第一類型として事前警告型ライツプラン、第二類型として信託型ライツプラン (直接型)、そして第三類型として信託型ライツプラン (SPC 型) が例示された。

この報告書を踏まえ、2005年5月27日に経

経済産業省・法務省より『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』が公表された。指針策定の趣旨として、「企業価値、ひいては、株主共同の利益を害する買収に対する合理的な買収防衛策について、それが満たすべき原則を提示することにより、企業買収に対する過剰防衛を防止するとともに、買収防衛策の合理性を高め、もって、企業買収及び企業社会の公正なルール形成を促すことを目的」とすることが謳われている。すなわち、「買収防衛策は、適法性及び合理性を確保するために、導入に際して目的、内容等が具体的に開示され、株主等の予見可能性を高める」べきことが指摘されている（事前開示の原則）。そして、事前開示は、「商法・証券取引法等の法令や証券取引所の規則で定められた最低限の開示ルールに従うだけではなく、営業報告書や有価証券報告書などを活用して自主的に買収防衛策の開示に努めることも、買収防衛策の適法性を高めるとともに、株主や市場関係者の理解を得る上で極めて重要である」と述べられている。

以上のようなわが国におけるコーポレート・ガバナンスに関する大きな方向性の提言を受けて、2005年以降、わが国の企業における買収防衛策の導入が本格化した。本稿では、信託型ライツプランに焦点を当て、わが国の企業行動を検証することにしたい。具体的には、第1に、わが国における信託型ライツプランに関する導入企業の実態と開示状況を整理することである。信託型ライツプランは、事前警告型ライツプランに比べ、手続面でより防御的であることから、公平性の点で論点のあるスキームと考えられる。そのようなスキームを導入する企業の説明水準について、開示実態を通じて明らかにしていきたい。第2に、信託型ライツプランを導入した企業の経済的特性について明らかにしていきたい。この点を分析することで、信託型ライツプラン導入による株価への影響や導入のインセン

ティブを有する企業の特性を明らかにすることに貢献できると考えている。

2 ライツプランとその開示規制

本稿で取り上げる信託型ライツプランとは、企業価値研究会（2005）において買収防衛策の代表的スキームとして取り上げられたものである。そもそもライツプラン（shareholder rights plan）とは、一般にポイズンピル（poison pill）として知られている買収防衛策である。具体的には、あらかじめ会社が株主に新株予約権を配布し、敵対的買収者が株式を買い占めた場合、敵対的買収者以外の株主に株式を発行し、敵対的買収者の持株比率を相対的に低下させるスキームである。

わが国では、前述のように3つの形式のライツプランが想定されていた。まず、第一類型と呼ばれる事前警告型ライツプランとは、買収者が現れた場合には防衛策を講じるということを、あらかじめ会社が開示しておき、その際に買収者の意向表明書や必要情報の提出などのルールが設けられ、ルールを守らない敵対的買収や企業価値を毀損するような事案の場合には、新株予約権の無償割当などにより対抗するというものである。

第二類型である信託型ライツプラン（直接型）とは、あらかじめ新株予約権を信託銀行に無償で発行し、敵対的買収者が現れた場合には、信託銀行は敵対的買収者登場時点における受益者となる全株主に対して新株予約権を交付し、敵対的買収者の持株比率を低下させるというスキームである。なお、信託型ライツプランを導入するに当たっては、株主総会の特別決議を必要とする。

第三類型の信託型ライツプラン（SPC型）とは、あらかじめ新株予約権をSPCに対して無償で発行し、SPCは信託銀行へ信託する。敵対的買収者が現れた場合には、信託銀行は敵対的買収者登場時点における受益者となる

全株主に対して新株予約権を交付し、敵対的買収者の持株比率を低下させるというスキームである。

このように、新株予約権を直接、信託銀行に信託するスキームを「直接型」、いったんSPCに新株予約権を引き受けさせてから信託するスキームを「SPC型」と整理することができるが、いずれにしろ信託型ライツプランは、経営陣が保身のために使用する可能性が否定できないため、独立した第三者機関により買収提案が企業価値を毀損するものか否かを検討し、取締役会にプランの発動が妥当か否かを勧告することが想定されている。

さて、買収防衛策を導入するに当たっては、事前開示の必要性が指摘されているところであるが、制度上は会社法施行規則第118条において、「株式会社が当該株式会社の財務及び事業の方針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針を定めているとき」は、次の事項を事業報告において開示することが義務づけられている。

イ 基本方針の内容の概要

ロ 次に掲げる取組みの具体的な内容の概要

(1) 当該株式会社の財産の有効な活用、適切な企業集団の形成その他の基本方針の実現に資する特別な取組み

(2) 基本方針に照らして不適切な者によって当該株式会社の財務及び事業の方針の決定が支配されることを防止するための取組み

ハ ロの取組みの次に掲げる要件への該当性に関する当該株式会社の取締役（取締役会設置会社にあつては、取締役会）の判断及びその理由（当該理由が社外役員の有無に関する事項のみである場合における当該事項を除く。）

(1) 当該取組みが基本方針に沿うものであること。

(2) 当該取組みが当該株式会社の株主の共同の利益を損なうものではないこと。

(3) 当該取組みが当該株式会社の会社役員の地位の維持を目的とするものではないこと。

また、金融商品取引法に関連した開示としては、企業内容等の開示に関する内閣府令において、前述の基本方針を定めている場合には、有価証券報告書の「第一部 企業情報」の「第2 事業の状況」の「3 対処すべき課題」において会社法施行規則の当該号に関する事項を記載することとされている。さらに、いわゆる買収防衛策の一環として、新株予約権を発行している場合には、「第4 提出会社の状況」の「1 株式等の状況」の「(4) ライツプランの内容」の欄に記載することとされている。

3 信託型ライツプラン導入企業の開示実態

本節では、わが国企業における信託型ライツプランの導入と開示について整理する。データについては、株式会社プロネクサスによって提供されているeolにおいて「信託型ライツプラン」により検索を行った。その結果を示したものが図表1である。

図表1によれば、記載会社数が最も多かった2007年度の10社をピークにその後は減少を続け、2012年度においては2社であった。また、記載場所としては、①新株予約権等の状況（28件）、②1株当たり情報（連結）（25件）、③1株当たり情報（単体）（24件）、④対処すべき課題（22件）、⑤重要な後発事象（連結）、（単体）（20件）となっている。企業内容等の開示に関する内閣府令においては、基本方針を定めている場合、「3 対処すべき課題」において関連事項を記載することとされているが、必ずしも信託型ライツプランを用いていることが明記されているわけではなかったことが分かる。

また、2005年度から2008年度までは、一定の企業がコーポレート・ガバナンスの状況に

図表1 有価証券報告書：信託型ライセンス情報の記載場所と件数

	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	
有価証券報告書 記載会社数	3	9	10	8	8	8	2	2	
第一部 企業情報									
第1 企業の概況									計
1. 主要な経営指標等の推移			1	1	1	1			4
2. 沿革		1	1	1					3
第2 事業の状況									
3. 対処すべき課題		2	5	5	4	2	2	2	22
4. 事業等のリスク	2	2	2						6
5. 経営上の重要な契約等		1	1						2
第4 提出会社の状況									
1. 株式等の状況									
(2)新株予約権等の状況	1	3	6	7	5	2	2	2	28
(4)ライセンスの内容			3	3	2	1			9
(9)ストックオプション制度の内容	1	1	2						4
6. コーポレートガバナンスの状況等									
(1)コーポレート・ガバナンスの状況	2	2	3	3	1				11
第5 経理の状況									
1. 連結財務諸表等 (1)連結財務諸表≫注記事項									
連結株主資本等変動計算書関係			3	3	5	5			16
1株当たり情報(連結)			4	5	6	6	2	2	25
重要な後発事象(連結)	3	6	4	2	2	2	1		20
2. 財務諸表等 (1)財務諸表≫注記事項									
1株当たり情報(単体)		1	4	5	5	5	2	2	24
重要な後発事象(単体)	3	6	4	2	2	2	1		20
第7 提出会社の参考情報									
2. その他の参考情報	1	1	1						3
第二部 提出会社の保証会社等の情報									
連結監査報告書(当期)	1	2	1						4
単体監査報告書(当期)	1	2	1						4
記載件数の合計	15	30	45	36	32	25	10	8	201

注) FY：事業年度

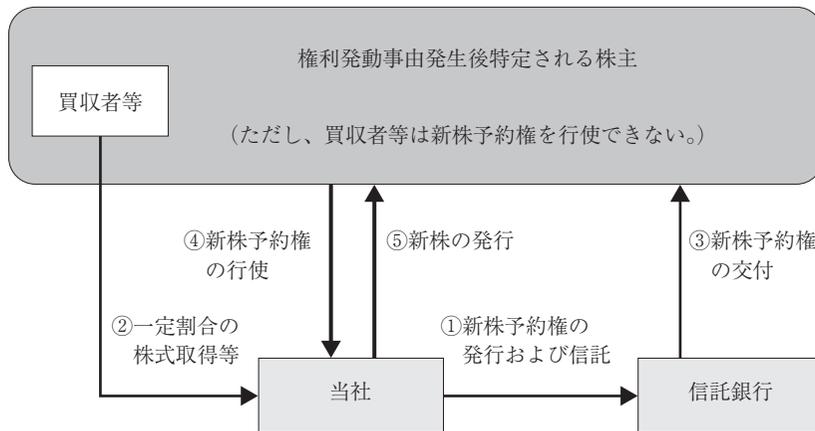
において開示を行っていたが、最近においては当該箇所での記載は見られなくなっている。しかしながら、買収防衛策がどのようなコーポレート・ガバナンス体制の下で行使されるのかを記載することは、情報開示の姿勢として一つのモデルとなりうるといえる。以下は、株式会社タチエスが2007年3月31日に提出した有価証券報告書からの抜粋である。

- (1) 会社の経営上の意思決定、執行及び監督に係る経営管理組織その他のコーポレート・ガバナンス体制の状況
(中略)

⑦ 信託型ライセンス導入に伴うコーポレート・ガバナンス体制の強化

当社は、取締役会の事前の賛同を得ない特定の株主による当社株券等の保有割合が20%以上の結果となる、当社株券等の取得や買収提案への対応方針として、新株予約権と信託の仕組みを利用したライセンス(以下「信託型ライセンス」といいます。)を導入することとし、その一環として新株予約権を無償で発行することの承認を求める議案を、第54回定時株主総会にて可決いたしました。

信託型ライセンスの仕組みの概要は、次のとおりです。



信託型ライツプランの合理性を高める仕組みについて、次のとおりです。

a. 導入に際して株主総会の承認

信託型ライツプランの導入について、第54回定時株主総会において新株予約権の有利発行にかかわる本新株予約権を不適切な企業買取に対する防衛策として採用する議案が可決されております。

b. 有効期間の限定

本新株予約権の行使期間は原則として平成18年7月3日から平成21年6月30日までの3年間（ただし、権利発動事由が発生した場合には、発生した日から4カ月間）とされており、3年経過後に信託型ライツプランを継続する場合には、再度株主総会にて決議いたします。

c. 新株予約権の消却可能性

当社は、権利発動事由発生時点までの間、いつでも本新株予約権全部を無償で取得したうえ、消却することができるものとされています。いわゆる委任状勧誘合戦の結果、買取者により選任された取締役によって構成される取締役会もこの無償取得および消却権限を有するため、議決権行使による株主の皆様ご意思表示が機能することが確保されているといえます。

d. 行使することができない客観的条件

の設定

買取提案が当社や当社の株主等ステークホルダーの皆様ご利益を害することがない場合等には、新株予約権者は新株予約権を行使することができないように、客観的条件が定められています。

e. 独立社外者のみからなる特別委員会の設置

当社の業務執行を行う経営陣から独立している社外取締役、社外監査役および社外の有識者により構成される特別委員会が、買取提案の内容について十分な情報収集、検討を行い、信託型ライツプラン発動の必要性の有無等について取締役会に勧告を行います。

また、特別委員会は、当社の費用負担により、外部の専門家（投資銀行、証券会社、弁護士その他の専門家を含みます。）の助言を得ることができるものとされております。

（出所）株式会社タチエス、有価証券報告書（2007年3月期）。

なお、2012年度時点で信託型ライツプランに関する記載を行っている2社について、「3 対処すべき課題」における記載の方法を比較すると、「当社の財務および事業の方

針の決定を支配する者の在り方に関する基本方針」として、① 基本方針の内容、② 基本方針実現のための取組みの具体的な内容の概要、③ 具体的取組みに対する当社取締役の判断およびその理由が述べられるという構成はおおむね同じであるが、新株予約権の内容をこのパートで記載する事例と、このパートでは簡潔に記載し、詳細については「新株予約権等の状況」において記載する事例とがあった。

4 導入企業の経済的特性に関する分析課題

前節までで信託型ライツプラン導入企業の開示実態を整理してきたが、本節では先行研究をひも解きながら買収防衛策を導入した企業の経済的特性について整理し、分析課題を検討することとしたい。

買収防衛策導入企業に対する株価への効果を分析した初期の文献に DeAngelo and Rice (1983) がある。彼らは、1974年から1979年にかけて、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) およびアメリカン証券取引所 (AMEX) に上場する企業のうち、会社定款に買収防衛策条項を織り込むことを提案した企業の株価への影響を分析した。彼らは経営者のエントレンチメント仮説と株主利益 (stockholder interests) 仮説を提示し、これを異常投資収益率を用いて検証した。その結果は決定的なものではないが、買収防衛策条項は経営者のエントレンチメント装置として説明可能なものであった。すなわち、平均的にはマイナス (統計的には有意ではない) の株価へのインパクトが観察されたのである。

一方、Linn and McConnell (1983) は、1960年1月から1980年12月の期間に提案された買収防衛策条項に関するイベント・スタディを行い、当該条項の導入公表によって統計的に有意なプラスのリターンが得られることを報告した。これは株主利益仮説を支持する証拠

であり、彼らは買収防衛策条項が企業の価値を高めるために経営者によって提案されたものであると考え、その目標を分かち合う株主に賛同されたものであると結論付けた。

このように、買収防衛策の導入を巡る初期の研究では、相反する証拠が提示されることとなった。その後も Jarrell and Poulsen (1987) は統計的には有意ではないものの、マイナスのリターンを検出し、経営者のエントレンチメント仮説を支持する結果を報告している一方で、McWilliams (1990) は統計的に有意ではないものの、プラスのリターンを報告し、株主利益仮説を支持する報告を行っている。

同様の問題意識から、わが国の企業の買収防衛策の導入に関する株価への影響を分析したものに千島 (2006) がある。千島 (2006) は2005年3月期決算企業のうち、明確に敵対的な買収防衛策であることを公表した企業34社を対象に、イベント・スタディを実施した。その結果、買収防衛策 (ライツプラン) の導入を公表したイベント日において、 -1.17% (5%水準で有意) のマイナスのリターンを検出した。

また、広瀬 (2008) は、2005年3月から6月にかけて買収防衛策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定款変更の取締役会決議の公表を行った企業99社について検証している。その結果、公表日における平均超過収益率は -0.447% (5%水準で有意)、+1日は -0.797% (1%水準で有意) であったことを報告している。

一方、重本 (2008) は、2007年1月から12月に買収防衛策を導入した東証第1部上場企業167社を対象にイベント・スタディによる株価への影響を分析した。その結果、買収防衛策導入時点における平均超過収益率は $+0.0535\%$ となったが、統計的に有意な値ではなかった。ただし、イベント日より+2日および+4日においてはそれぞれ -0.2426% (10%水準で有意) と -0.2744% (5%水準で

有意) となった。

このように、わが国企業における買収防衛策の導入に関する株価への影響については、分析年度において相異なる結果が報告されている。このような異なる影響を生じさせた要因として、重本(2008)は、①買収防衛策導入による株価効果としてプラスの影響とマイナスの影響が相殺し合っている可能性、②防衛策導入を既定方針と市場が認識し、すでに株価に織り込まれている可能性、③ライププラン型防衛策自体が敵対的買収の防衛にはそれほど有効なスキームではないのではないかという認識が広まってきているため株価に反応しないという可能性を指摘している⁽¹⁾。先行研究では各種の買収防衛策を導入した企業を分析対象としているが、本稿では買収防衛策の中でも信託型ライププランを導入した企業に焦点を絞り、その導入公表による株価効果を分析することとした。

第2の分析課題として、買収防衛策を導入した企業の特性の解明がある。この点について、滝野・鶴・細野(2007)は、2005年度と2006年度に関し、敵対的買収防衛策を導入した企業の特徴を分析している。その結果、買収防衛策導入企業は、社齢が長く、役員持株比率が低いことを明らかにするとともに、支配株主比率が低く、機関投資家比率が高いという特性を明らかにしている。

広瀬(2008)では、2005年度における買収防衛策不導入企業は安定持株比率が低く、2006年度において買収防衛策を導入した企業は安定持株比率とSimple Qが低く、個人持株比率と金融機関持株比率が高いことを報告している。重本(2009)でも役員持株比率、社齢、役員平均在職年数が買収防衛策の導入に関連していることを明らかにしている。

これらの研究で共通している点は、株主構成というコーポレート・ガバナンスに影響を及ぼし得る変数で特性を有しているということである。すなわち、株式の流動性が高く、買収のリスクが相対的に高い企業で導入され

やすいと考えることができる。

それでは財務変数についての特徴はみられるのだろうか。この点について、千島・中嶋・佐々木(2006)では、2005年度および2006年度に買収防衛策を導入した110社について分析し、経営の効率性と位置付けられる変数であるROEについては導入企業と非導入企業でほとんど差はみられなかったものの、買収ターゲット指標と位置付けられる負債比率、EBITDA倍率、トービンのQについては導入企業の方が低いことを明らかにしている。

滝野・鶴・細野(2007)では、経営の効率性に関する変数としてROA、トービンのQ、PBRを取り上げて検証を行った。その結果、トービンのQとPBRは2005年度および2006年度ともに買収防衛策導入企業の方が低いものの、その平均差は統計的に有意な水準ではなかったことを報告している。またROAは、2005年度においては導入企業の方が低かったものの、2006年度においては導入企業の方が高い値となった(その差は統計的に有意なものではない)。その一方で、流動性資産比率については、2005年度に関して導入企業の方が高い(5%水準で有意)ことを報告している。これらの結果を踏まえ、滝野・鶴・細野(2007)は、「業務パフォーマンスや株式市場でのパフォーマンスが相対的に低い企業が買収の脅威を感じ、買収防衛策を導入しているわけではない」と結論付ける一方で、胥(2006)が指摘する流動性資産比率の高い企業が敵対的買収のターゲットになり易いという結果と整合するように、流動性資産比率が高いほど買収防衛策を導入しやすいことを報告している。

これらの研究が示唆することは、財務業績のうち経営効率などを表す変数については明確な特性はみられないものの、現金預金に代表される流動性のある資産の保有状況については、買収防衛策導入の動機となる可能性を示している。そこで本稿では、いわゆるM&Aの対象になり易い企業の特徴として指

摘されるキャッシュリッチで内部留保が厚く、また割安な株価という観点から変数を選択することにした。具体的には、現金及び現金同等物、内部留保、EV/EBITDAを取り上げる。また、キャッシュリッチな状態が生じる要因の一つである投資意欲の観点から研究開発費と設備投資額、また負債水準との関係から現金預金と有利子負債の倍率（現金及び預金÷有利子負債）を取り上げ、信託型ライセンス導入企業の財務特性を分析することとする。

最後に第3の分析課題として、経営者による報告利益のマネジメントの側面から企業の特性を分析することにした。報告利益のマネジメントの実態に関して、本稿では裁量的会計発生高を推計することで分析することとする。

買収防衛策導入企業の裁量的会計発生高を分析したものに重本（2012）がある。重本（2012）は、買収防衛策導入公表前に、経営者は利益増加型の会計発生高を計上するという仮説と、利益減少型の会計発生高を計上するという2つの仮説を提示し、重本（2008）で用いたサンプルをベースに163社について検証を行った。その結果、買収防衛策導入を公表する直前期においては、マイナスの裁量的会計発生高が計上されており、利益減少型の会計政策を実施していると報告している。この結果に基づき、「買収者から見て、自社を魅力のない会社に見せかけることで、敵対的買収を回避しようとした可能性がある」と指摘している。

本稿では、信託型ライセンスの買収防衛策を導入した企業に焦点を絞り、裁量的会計発生高を通じた経営者の行動を分析する。

5 分析の枠組と分析結果

(1) 分析対象企業

前節で提示した検証課題を分析する枠組を整理することにしよう。まず分析対象とする

信託型ライセンスの導入企業を『資料版／商事法務』を用いて抽出した。抽出された企業は12社である。また導入公表日としては、適時開示書類において取締役会での導入決定を公表した日とする（図表2参照）。

図表2 分析対象企業と導入公表日

企業名	日経業種分類 (中分類)	導入公表日
イー・アクセス	通信	2005.5.12
西濃運輸	陸運	2005.5.17
ペンタックス	カメラ	2005.5.23
アイティフォー	その他サービス業	2005.5.24
ウッドワン	建材	2005.5.25
サイバード	その他サービス業	2005.5.25
理研計器	計器・その他	2006.4.24
タチエス	自動車部品	2006.5.16
日本化学産業	その他化学	2006.5.19
JST	鉄骨・鉄塔・橋梁	2006.5.19
トランス・コスモス	その他サービス業	2006.5.22
渋谷工業	化工機械	2007.8.23

(2) 信託型ライセンス導入と株価変化

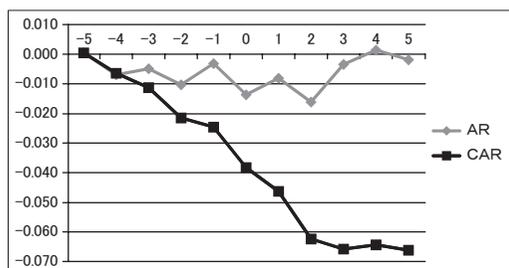
信託型ライセンスの導入は、株式市場ではどのように評価されるのだろうか。本稿では、導入公表日をイベント日とするイベント・スタディによって株価への影響を分析することにする。

株価への影響は、日次の投資収益率を用いるが、適時開示書類での公表日を0日とし、その前後-5日から+5日の11日間を実験期間とする。また、実験期間の異常投資収益率（Abnormal Return：以下AR）を求めるに当たっては、市場モデルを用いて-6日から-255日の250日間を推定期間とし、各サンプルの α と β を推定した。実験期間における12社の平均ARと平均累積異常投資収益率（Cumulative Abnormal Return；以下、CAR）を示したものが図表3（a）であり、

図表 3(a) 信託型ライツプラン導入企業の AR および CAR

day	A R	t 値	p 値	C A R
-5	0.001	0.109	0.916	0.001
-4	-0.007	-1.159	0.271	-0.006
-3	-0.005	-0.938	0.368	-0.011
-2	-0.010	-1.007	0.335	-0.021
-1	-0.003	-0.312	0.761	-0.025
0	-0.014	-1.380	0.195	-0.038
1	-0.008	-0.519	0.614	-0.046
2	-0.016	-2.929	0.014	-0.062
3	-0.003	-1.063	0.311	-0.066
4	0.001	0.398	0.698	-0.064
5	-0.002	-0.406	0.692	-0.066

図表 3(b) 信託型ライツプラン導入企業の AR および CAR



これをグラフ化したものが図表 3 (b) である。

ARについてみると、導入公表日(0日)においては、-1.4%とマイナスの異常投資収益率を示しているが、統計的に有意な値ではなかった。公表後、+3日まで一貫してマイナスの異常投資収益率を示している。なお、+2日の異常投資収益率は統計的にも有意な水準(p値0.014)でマイナスの値を示している。この結果から、信託型ライツプランを導入した企業について株式市場は、概ねマイナスの評価をしていると考えることができる。これは、千島(2006)、広瀬(2008)と

整合的な結果であり、信託型ライツプランの導入について株式市場は経営者のエントレンチメント装置と見なしていることを示唆するものといえよう。

(3) 信託型ライツプラン導入企業の財務特性

それでは、信託型ライツプランを導入する企業はどのような財務特性を有しているのだろうか。前述のとおり、本稿ではM&Aの対象になり易い企業の特徴として指摘されるキャッシュリッチで内部留保が厚く、また割安な株価という観点から、現金及び現金同等物、利益剰余金、EV/EBITDAを取り上げる。また、キャッシュリッチな状態が生じる要因の一つである投資意欲の観点から研究開発費と設備投資額、また負債水準との関係から現金及び預金と有利子負債の倍率(現金及び預金÷有利子負債)を取り上げ、信託型ライツプラン導入企業の財務特性を分析することとする。

これらの値のベンチマークとして、所属業種(日経業種分類(中分類))の平均および所属業種のうち買収防衛策を導入していない企業の平均を用いることにする。予想される結果は、導入企業の現金及び現金同等物や利益剰余金は潤沢であると予想されるのでプラス、EV/EBITDA、研究開発費や設備投資額は低水準にとどまるのでマイナス、現金及び預金÷有利子負債はプラスというものである。特に、導入前の年度においてこの傾向が強いと予想される。そこで、導入前々年度、導入前年度、および導入年度の3年度分について時系列的に検討する。必要なデータは日経 Needs Financial Questより収集した。結果は図表4の通りである⁽²⁾。

まず、現金及び現金同等物の残高についてみてみよう。信託型ライツプラン導入企業の(現金及び現金同等物/総資産)から業種平均の(現金及び現金同等物/総資産)を控除した値は、導入前々年度においては平均値で-0.004とマイナスであるものの、中央値

図表4 信託型ライセンス導入企業の財務特性

信託型ライセンス導入企業-業種平均				信託型ライセンス導入企業-非導入企業平均			
	導入前々年度	導入前年度	導入年度		導入前々年度	導入前年度	導入年度
現金及び現金同等物				現金及び現金同等物			
平均値	-0.004	0.032	0.002		-0.002	0.033	-0.007
中央値	0.020	-0.018	-0.017		0.032	-0.020	-0.045
(+) の企業数	7	4	5		8	5	4
割合	58.3%	33.3%	41.7%		66.7%	41.7%	33.3%
利益剰余金				利益剰余金			
平均値	0.021	0.040	0.037		0.028	0.048	0.043
中央値	-0.000	-0.010	-0.056		-0.008	-0.021	-0.066
(+) の企業数	6	6	5		5	5	5
割合	50.0%	50.0%	41.7%		41.7%	41.7%	41.7%
EV/EBITDA				EV/EBITDA			
平均値	-2.205	2.871	-0.432		-0.884	2.347	-0.286
中央値	-3.342	-2.817	-1.005		-3.667	-3.180	-1.541
(+) の企業数	3	4	4		4	4	4
割合	25.0%	33.3%	33.3%		33.3%	33.3%	33.3%
研究開発費				研究開発費			
平均値	0.003	0.001	0.001		0.003	0.002	0.001
中央値	-0.000	-0.000	-0.001		-0.001	-0.000	-0.001
(+) の企業数	6	6	5		5	6	5
割合	54.5%	54.5%	45.5%		45.5%	54.5%	45.5%
設備投資額				設備投資額			
平均値	-0.009	-0.007	0.001		-0.011	-0.009	0.001
中央値	-0.013	-0.012	-0.011		-0.015	-0.012	-0.013
(+) の企業数	4	4	5		4	4	5
割合	33.3%	33.3%	41.7%		33.3%	33.3%	41.7%
現金預金÷有利子負債				現金預金÷有利子負債			
平均値	16.274	-0.528	-0.567		16.176	-0.694	-0.409
中央値	0.040	-0.206	0.102		0.012	-0.469	0.237
(+) の企業数	6	5	6		6	5	6
割合	54.5%	45.5%	54.5%		54.5%	45.5%	54.5%

は+0.020であった。また、この年度においてプラスの値となった調査対象企業は7社(58.3%)と過半数の企業が業種平均を上回る現金及び現金同等物の残高を有していたことが分かる。その後、導入前年度、導入年度と平均値はプラスに転換するものの、中央値は逆にマイナスとなった。当該数値がプラスの企業も半数以下へと減少している。

現金及び現金同等物について、信託型ライセンス導入企業と買収防衛策の非導入企業を比較した値も業種平均と同様の推移を示している。信託型ライセンスの導入が取締役会で議論されているのは導入前年度であると推定できるので、取締役会では導入前々年度の数字も参照しながら検討されていると推測できる。この推測が妥当であるならば、信託型ライセンスは当該比率の高い会社において検討される傾向があると考えられる。

次に、内部留保を示す利益剰余金を総資産で除した値を見てみよう。信託型ライセンス

導入企業と業種平均の関係では、導入前々年度から導入年度にかけて平均値で+0.021、+0.040、+0.037とプラスで推移している(ただし、中央値はマイナス)。しかし、この値がプラスとなっている(すなわち業種平均を上回る利益剰余金を留保している)企業は6社、6社、5社とほぼ半数にとどまっている。また、非導入企業との比較でも平均値は一貫してプラスであるが、中央値はマイナスである。この値がプラスの企業は3年度を通じて5社、5社、5社と変化がなかった。

このことから、信託型ライセンス導入企業が業種平均や非導入企業との比較で利益剰余金を留保する傾向があるとはいえない。また利益剰余金が業種平均等と比較してプラスの企業数が大きく変化していないのに対し、現金及び現金同等物の値がプラスの企業数は減少している点に特徴がある。両者の残高に対する企業経営者の制御可能性の相違はあるものの、両者の推移から信託型ライセンス

導入企業においては現金及び現金同等物の圧縮を志向する傾向があると推測される。

次にEV/EBITDAは、株式時価総額＋有利子負債をEBITDAで除して求めている。この倍率が低いということは収益性に比べて企業価値が低い水準にとどまっていることを示す。業種平均との比較および非導入企業との比較のいずれでも平均値に関しては年度によって正負が変化するが、中央値は一貫してマイナスである。また、信託型ライツプラン導入企業のうち、この値がベンチマークに比べてプラスとなる企業数は3分の1程度で推移しており、概ね企業価値が低い水準にとどまっていることを示している。

次に価値創造に向けた投資活動の水準に目を移すことにしよう。研究開発費に関して平均値については、業種平均、非導入企業との比較で一貫してプラスの値を示している。中央値に関しては年度で変動があるものの、この値がプラスの企業数は概ね50%前後であり、信託型ライツプラン導入企業が積極的な研究開発投資を避けているということはいえない。

その一方で、設備投資額については平均値、中央値ともベンチマークと比較してほぼすべての年度でマイナスの値を示しており、設備投資に関して消極的なポジションを取っている可能性がうかがえる。

最後に現金預金を有利子負債で除した値であるが、導入前々年度はいずれのベンチマークと比較してもプラスの値であったが、その後はマイナスの値を示している。ただし、プラスの値を示した企業は5社～6社で推移しており、大きな変動はみられない。

以上で扱った財務変数についてみると、現金及び現金同等物の残高の水準は、導入前々年度においてはベンチマークに比較してプラスの企業の割合が高いが、その後その水準は低下していき、導入前年度においてベンチマークを下回る水準となった。また、EV/EBITDAについてはベンチマークに比較し

て一貫して低い水準にとどまっていた。そして設備投資額については、3年度を通じて一貫してベンチマークを下回る水準であった。これらを総合すると買収防衛策導入企業は、現金及び現金同等物については比較的余裕があるものの、企業価値の創造につながる設備投資案件が少なく、結果的に企業価値への還元力が弱いという姿を推測させる。

(4) 裁量的会計発生高を通じた報告利益のマネジメント

企業経営者は、私的会計政策⁽³⁾を通じて会計数値をコントロールすることができる。本稿では、経営者による私的会計政策のマグニチュードを裁量的会計発生高によって推計し、信託型ライツプラン導入企業の報告利益のマネジメントについて分析する。

会計利益はキャッシュフローに減価償却費などの会計上の調整を加えて計算されたものである。この会計上の調整額を会計発生高(Accruals)という。この会計発生高は、会計手続きを通じて每期規則的に計上される項目と、経営者の判断により意図的に増加させたり減少させたりする項目とで構成される。前者は非裁量的会計発生高(Non-Discretionary Accruals: NDA)と呼ばれ、後者は裁量的会計発生高(Discretionary Accruals: DA)と呼ばれている。後者のDAが私的会計政策のマグニチュードを表す代理変数と考えられる。

このDAを推定する方法として、Jonesモデル、修正Jonesモデル、CFOJonesモデル、CFO修正Jonesモデルなどが代表的なものであるが⁽⁴⁾、本稿では分析対象企業の連結データを用いてJonesモデル、修正JonesモデルによってDAを推定する。

会計発生高については次式によって求める。

$$\text{会計発生高} = (\Delta \text{流動資産} - \Delta \text{現金} \cdot \text{預金}) - (\Delta \text{流動負債} - \Delta \text{流動資産に計上された有利子負債}) - (\Delta \text{固定負債に計上された引当金} + \text{減価償却費})$$

図表 5 信託型ライセンス導入企業の裁量的会計発生高の推移

	導入前々年度	導入前年度	導入年度	導入翌年度
Jones モデル				
平均値	-0.034	-0.040	-0.007	-0.016
中央値	-0.022	0.007	0.010	-0.007
(+)の企業数	4	7	7	6
割合	33.3%	58.3%	58.3%	50.0%
修正 Jones モデル				
平均値	-0.039	-0.025	-0.009	-0.025
中央値	-0.036	0.003	0.006	-0.018
(+)の企業数	4	7	7	5
割合	33.3%	58.3%	58.3%	41.7%

図表 6 信託型ライセンス導入企業の裁量的会計発生高の推移（2乗値）

	導入前々年度	導入前年度	導入年度	導入翌年度
Jones モデル				
平均値	0.012	0.025	0.012	0.007
中央値	0.001	0.002	0.003	0.002
前期との平均差 (p 値)		0.371	0.390	0.029
修正 Jones モデル				
平均値	0.014	0.014	0.013	0.007
中央値	0.001	0.001	0.003	0.001
前期との平均差 (p 値)		0.996	0.876	0.039

ただし、△は年度間の変動額

この結果は図表5の通りである。導入前々年度においては、平均値、中央値ともにマイナスの値を示しており、利益減少型の会計政策が実施されたことを示している。これが導入前年度になると、平均値においてはマイナスであるが、中央値はプラスとなっている。また、この値がプラスの企業は7社となり、分析対象企業の過半数を超えている。さらに、導入年度においても同様の結果を示している（ただし、統計的に有意な水準ではない）。過半数の企業が利益増加型の会計政策を選択していることから、信託型ライセンスを導入

するにあたっては、業績をできるだけ良好に見せ、買収防衛策の導入が芳しくない財務パフォーマンスの結果であるという疑念を払拭することを意図している可能性を指摘できる。この結果は、重本（2012）で示された買収防衛策導入前のDAが強くマイナスの傾向を示すという報告と異なる結果となった。

図表5の結果は、分析対象企業のDAが正負両方の値があるため、それぞれのベクトルを打ち消し合う結果となっている。そこで私的会計政策のマグニチュードを分析するために、各社のDAを2乗した。その結果が図表6である。

平均値でみると、信託型ライツプランの導入前年度において最もマグニチュードが大きいことが分かる。中央値については導入年度が最も大きい。この結果から、私的会計政策のマグニチュードは、導入前々年度ないし導入年度において大きな裁量が働いているといえよう。

また、年度間の平均差について分析してみると、導入年度と導入翌年度において Jones モデル、修正 Jones モデルのそれぞれにおいて、p 値が0.029、0.039と5%有意水準での相違が認められる。この点からも、導入年度及びそれ以前の年度においては大きな裁量的な私的会計政策が実施される可能性があることがうかがえる。

6 おわりに

本稿では、2005年以降に起きたわが国企業における本格的な敵対的買収防衛策導入の影響を考察してきた。その分析の視点は大きく分けて2点である。第1点は、わが国における信託型ライツプラン導入企業の開示実態を整理することである。第2点は、信託型ライツプランを導入した企業の経済的特性について明らかにすることである。

まず第1の点については、制度上、会社法施行規則や企業内容等の開示に関する内閣府令において指示されている。後者の開示府令では、有価証券報告書の「第2 事業の状況」の「3 対処すべき課題」において会社法施行規則の当該号に関する事項を記載すること、買収防衛策の一環として新株予約権を発行している場合は、「第4 提出会社の状況」の「1 株式等の状況」の「(4) ライツプランの内容」の欄に記載することとされている。

このような規制を踏まえ、有価証券報告書について実態を調査したところ、①新株予約権等の状況(28件)、②1株当たり情報(連結)(25件)、③1株当たり情報(単体)(24件)、④対処すべき課題(22件)、⑤重要な後発事

象(連結)、(単体)(20件)のパートで記載される事例が多いことが分かった。また、開示府令では「基本方針を定めている場合、「3 対処すべき課題」において関連事項を記載すること」とされているが、当該パートで信託型ライツプランを用いていることが必ずしも明記されているわけではないことも明らかとなった。

次に第2点目の経済的特性についてであるが、これは①信託型ライツプランの導入公表による株価への影響、②買収のターゲットとなりえそうな財務数値の特性、③裁量的会計発生高を通じた報告利益のマネジメントに関する3つの側面から分析を試みた。

①については、導入公表日(0日)におけるARは-1.4%とマイナスの値(統計的には有意ではない)を示し、公表後+3日まで一貫してマイナスの異常投資収益率を示した。また+2日の異常投資収益率は統計的にも有意な水準(p値0.014)でマイナスの値を示した。この結果から、信託型ライツプランを導入した企業について株式市場は、概ねマイナスの評価をしていると考えることができる。そしてこれは経営者のエン trenchメント仮説と整合的な結果であるといえる。

②については、現金及び現金同等物の残高の水準は、導入前々年度においてはベンチマークに比較してプラスの企業の割合が高いが、その後その水準は低下していき、導入前年度においてベンチマークを下回る水準となり、現金及び現金同等物の業界水準へ向けての調整が進められていることを示す結果が得られた。またEV/EBITDAについてはベンチマークに比較して一貫して低い水準にとどまっていた。そして設備投資額については、3年度を通じて一貫してベンチマークを下回る水準にあった。これらを総合すると、信託型ライツプランを導入した企業は、比較的余裕のある現金及び現金同等物に対して、企業価値の創造につながる設備投資案件が少なく、結果的に企業価値への還元力が弱いとい

う姿が推測できる。

③については、導入前々年度においてDAの平均値、中央値はともにマイナスの値を示しており、利益減少型の会計政策が実施されたことを示している。しかし導入前年度になると、平均値においてはマイナスであるものの、中央値はプラスとなった。DAがプラスの企業は7社あり、分析対象企業の過半数を超えている。さらに、導入年度においても同様の結果を示している（統計的に有意な水準ではない）。このように信託型ライツプランを導入した過半数の企業で利益増加型の会計政策が選択されていたという点は、その導入にあたって業績をできるだけ良好に見せ、買収防衛策の導入が芳しくない財務パフォーマンスの結果であるという疑念を払拭することを意図している可能性が考えられる。

本稿では信託型ライツプランを導入した企業に関して、上記のような分析と考察を行った。しかしながら、解決すべき課題も残されている。その一つは信託型ライツプランの導入企業の少なさに起因するものである。標本が少ないため、分析手法にも制約が生じ、堅固な結果を導くうえでの課題となった。第2にDAの推計については、本稿で用いたモデルの他にも有力なモデルが提示されており、それらを用いた分析も残された課題といえる。そして第3に、信託型ライツプランを導入した企業の多くが当該プランを廃止し、現在も導入している企業はごく少数にとどまっている。信託型ライツプランを廃止した理由とそれによる株価への影響、および財務特性の変化についての説明は、本稿の問題意識と対を成す論点である。これらの説明は今後の課題としたい。

【参考文献】

- DeAngelo, H., and E. Rice, "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics* 11, 1983, pp.329-360.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, Vol.70, No.2, 1995, pp.193-225.
- Jarrell, G. A. and A. B. Paulsen, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980," *Journal of Financial Economics* 19, 1987, pp.127-168.
- Jones, J. J., "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No.2, 1991, pp.193-228.
- Kaszniak, R., "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management," *Journal of Accounting Research*, Vol.37 No.1, Spring 1999, pp.57-81.
- Linn, S. C., and J. J. McConnell, "An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics* 11, 1983, pp.361-399.
- McWilliams, V., 1990, "Managerial Share Ownership and the Stock Price Effects of Antitakeover Amendment Proposals," *Journal of Finance* 45, 1990, pp.1627-1640.
- 伊藤邦雄『会計制度のダイナミズム』岩波書店、1996年。
- 企業価値研究会『企業価値報告書 ～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』経済産業省、2005年。
- 経済産業省・法務省『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』、2005年。
- 重本洋一「買収防衛策（ポイズン・ピル）導入の株主価値に対する影響 -2007年日本のケース-」『広島経済大学経済研究論集』第31巻第3号、2008年、139-169頁。
- 重本洋一「敵対的買収防衛策（ポイズン・ピル）導入と経営者の意図」『広島経済大学経済

- 研究論集』第31巻第4号、2009年、137-175頁。
- 重本洋一「買収防衛策導入企業における短期株価異常リターンと経営者の利益調整行動」『広島経済大学経済研究論集』第35巻第2号、2012年、7-20頁。
- 首藤昭信『日本企業の利益調整—理論と実証』中央経済社、2010年。
- 胥 鵬「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」RIETI Discussion Paper Series 06-J-008、2006年。
- 滝澤美帆・鶴 光太郎・細野 薫「買収防衛策導入の動機 —経営保身仮説の検証—」RIETI Discussion Paper Series 07-J-033、2007年。
- 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—」『横浜国際社会科学研究所』第11巻第2号、2006年、37-50頁。
- 千島昭宏・中嶋 幹・佐々木隆文「買収防衛策導入のインセンティブ」『年金レビュー』2006年10月号 (<http://www.nikko-fi.co.jp/uploads/photos1/454.pdf>)。

広瀬純夫「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴 —防衛策導入の初期の状況—」『日本労働研究雑誌』No.570、2008年、4-13頁。

(なかじょう ゆうすけ・たなか かよう)

【注】

- (1) 詳細は重本(2008)、166頁を参照。
- (2) 現金及び現金同等物、利益剰余金、研究開発費、設備投資額については、総資産で除している。また、研究開発費を報告していない企業は平均値等の算出から除外している。
- (3) 私的会計政策とは、企業経営者が会計方針の選択・変更や営業支出や投資のコントロールを通じて戦略的に会計数値を制御することをいう。詳細は伊藤(1996)など参照。
- (4) これらの推定モデルの詳細は、Jones (1991)、Dechow, Sloan and Sweeney (1995)、Kasznik (1999)、首藤(2010)などを参照。