

買収防衛策導入の株価への影響について

竹村泰¹ 白須洋子² 川北英隆³

概 要

金融危機以降、買収防衛策が話題に上る機会は著しく減少したが、依然として多くの企業が防衛策を存置している。本稿では、事例の蓄積も踏まえて、代表的な買収防衛策であるライツプラン導入の株価への影響について、既存の短期的視点からの研究とは異なり、中期的な視点からの実証分析を行った。

その結果、株式市場は、ライツプランを導入した企業について全般的にマイナス評価していること、中でも流動性資産比率が低くフィナンシャルバイヤーに狙われにくい企業や、持合い株式比率が高く追加的に防衛策を導入する必要性が低い企業がライツプランを導入した場合、株価へのマイナスの影響の度合いが大きいことが判った。

キーワード：買収防衛策、株価収益率、ライツプラン導入

¹ 日本生命保険相互会社

² 金融庁金融研究研修センター（青山学院大学経済学部、京都大学経営管理大学院）

³ 京都大学経営管理大学院

本稿の執筆にあたっては立命館大学山本信一氏から、また、金融庁金融研究研修センター論文ワークショップの場において金融庁総務企画局岳野万里夫氏、証券取引等監視委員会木下信行氏、千葉商科大学三田村智氏及び慶應義塾大学吉野直行氏から有益なコメントをいただいた。記して感謝する。

本稿は筆者の個人的見解であり、金融庁、金融研究研修センター及び筆者の所属する機関の公式見解ではない。

1. はじめに

ニッポン放送の支配権をめぐる争いをきっかけに、日本でも敵対的買収に対する防衛策の導入が行われるようになったのは、わずか5年ほど前の出来事である。ところが、サブプライム問題に端を発する金融危機の影響から、買収ファンドの活動が影を潜め、敵対的買収の脅威が低下するに従い、買収防衛策が話題に上る機会も減少し、市場の関心も急速に薄れているように見える。

買収防衛策には様々な種類があるが、差別的な条件を含む新株予約権を利用した、いわゆるライツプランは、典型的な買収防衛策の一つに挙げられる。このライツプランは、2008年時点では500社を超える上場企業により導入され、今なお多くの企業で存置されている。

金融危機の以前においては、北越製紙やブルドックソースの経営権をめぐる一連の争い等が世間の耳目を集め、これが経営者に敵対的買収の脅威を実感させ、買収防衛策としてのライツプランの導入を促すこととなった。特に、北越製紙のケースは、買収ファンドだけでなく、歴史ある事業会社が敵対的買収に乗り出したという意味で、エポックメイキングな出来事であり、これがライツプラン導入を加速させる効果をもたらしたと思われる。

しかし、ライツプラン導入の意味合いについては、その時点でも、そして現時点でも必ずしも明らかではない。仮に敵対的買収を仕掛けられた際、ライツプランが有効に機能するか否かは、法的にも実質的にも確立したとはいえない状況のまま、今日に至っている。金融危機を経て、買収ファンドの脅威は一時的にせよ沈静化している現段階で、なおもライツプランを存置する意味合いはどこにあるのだろうか。

このことを考える手がかりとして、本稿では株式市場がライツプランをどのように評価してきたのかを分析する。特に、導入策発表直後の短期的な影響ではなく、中期的な影響に着目するほか、想定される買収者の特徴の違いにより、ライツプラン導入の評価にどのような差異があるのかを検討する。

これ以降における本稿の構成は次のようになっている。まず、第2節においてM&Aや買収防衛策導入と企業価値に関する議論を整理し、第3節では日米の実証分析に対する先行研究を紹介する。第4節及び第5節はこれらに基づいた我々の実証分析の考え方及び使用したデータの解説であり、第6節で実証分析結果について考察を行った。最後に、第7節は本稿の結論となっている。

2. 企業価値との関係

最初に、M&Aや買収防衛策は、そもそも企業価値に対しどのような効果をもたらすかということに関する議論を確認する。

2. 1 M&A

まずM&Aについては、状況に応じて企業価値にプラスの効果もマイナスの効果も与え

うるとされている（宮島(2007)）。

プラス効果としては、①シナジー効果の実現、②コアコンピタンスの強化、③コア事業への経営資源の集中、④経営の規律付けの強化、の4点が挙げられている。このうち④は、たとえ実際に買収が起これなくとも、買収の可能性が存在すること自体により、現経営者の経営改善を促す効果も含まれる。英米の実証研究では、この経営の規律を動機として買収が起こった場合、企業価値にプラスになるケースが比較的多いようである。

一方マイナス効果としては、⑤（買い手企業株主から売り手企業株主への）富の移転⁴、⑥信頼の破壊、の2点が挙げられている。このうち⑥は、企業が従業員や取引先等のステークホルダーに対し、長期的関係を形成・維持するため慣行的に便益を提供していた場合に、これらの慣行を停止しステークホルダーへの便益提供を止めることで、短期的な収益の引き上げを図るものとされている（Shreifer and Summers(1988)）。実際には、ステークホルダーの便益移転の効果を観測することは難しいため、実証分析は十分ではない⁵。

何れにしても、買収防衛策の是非を問う前に、M&A自体にも理論的にプラス・マイナスの両面があるという事実を念頭に置く必要がある。

2. 2 買収防衛策

次に買収防衛策が企業価値にもたらす効果を考える。一般的にはマイナス面が強調されがちだが、M&Aと同様に、買収防衛策も理論的にはプラス・マイナス両面の効果を有している。

まず、マイナス面としては、①経営者の規律が失われる、という問題がある。防衛策導入による敵対的買収脅威の低下によって、いわゆるエージェンシー問題が顕在化するという議論は、メインバンク制に代わる企業のガバナンスシステムの在り方が問われるわが国において、特に重要な問題となりうる。無論、この点はM&Aのプラス効果であった「経営の規律付け」効果と裏表の関係に立つものである。

また、②シナジー効果や効率化に資するM&Aが阻害されるという問題や、③株主にとって（有利な価格で）売る機会が失われる、という問題もある。投下資本の回収手段としての株式売却は、株主の最も基本的な権利の一つである⁶。

一方、プラス面としては、④企業のステークホルダー（従業員、取引先等）の関係特殊投資を促進する（少なくとも阻害しない）点が挙げられる。買収の脅威が存在した場合、経営者は解任を恐れ短期的な傾向が強まり、中期的に必要な投資を控える可能性が高くな

⁴ 米国での先行研究では、被買収企業の株主は大きな超過リターンを得るのに対し、買収企業の株主は殆ど超過リターンを得られないか、場合によってはマイナスの超過リターンとなる場合がある旨の報告がある（宮島 2007）。

⁵ 数少ない実証分析では、信頼の破壊によるマイナス効果は、経営効率の改善によるプラス効果ほど大きくない、との報告がなされている（宮島 2007）。

⁶ 強圧的二段階買収のように、株主の本来の意向に反してやむなく売却を余儀なくされるケースも考えられるが、これは敵対的M&Aに限った問題ではなく（むしろMBOの場合に問題が顕在化）、別の対応を検討すべきである。

る。従業員にとっても、解雇される危険が高い状況では、その会社固有の技能を習得しようとするインセンティブは低下する。このような状況では、防衛策の導入がこれらの問題の緩和に役立つというもので、この点はM&Aのマイナス効果であった「信頼の破壊」効果と裏表の関係に立つものである。

同様に、⑤経営者が長期的視点に立った戦略を取りやすくなる、⑥買収時の値段を吊り上げる効果を有する、といった点がプラス面として挙げられる。もっとも、M&Aの実現を前提とするケースが少ない日本では、⑥の視点はあまり意識されていないと思われる。

このように考えると、買収防衛策の導入が企業（価値）にもたらす影響については、その企業の置かれている状況、業種や規模の特徴、株主構造やガバナンスの仕組み等により、プラス面とマイナス面のどちらが強く表れるかが異なってくるものと考えられる。

3. 先行研究

本節では、ライツプラン導入が株価に与える影響について、先行研究の状況を概観する。米国では、1980年代後半にライツプランの導入が進んだこともあり、様々な実証分析が既に行われている。一方で、日本では導入後の年数はまだ浅いため、先行研究は質量とも米国と比較すると十分とはいえない状況にある。

米国と日本を比較する上では、先に述べたように、ライツプラン導入の意味合いが異なることや、そもそもM&A市場の活性度や企業のガバナンスシステムも異なるため、単純に米国での事例が当てはまるわけではないことに留意が必要である。

3. 1 米国

米国では、1982年に初めてライツプランが登場し、以降80年代後半にかけて急速に普及した。そして、株価への影響に関する実証研究も活発に行われるようになった。多くの研究はイベント・スタディの手法により、ライツプランの導入に関する情報開示がなされる前後における短期間での株価変化を分析している。

1986年までの導入企業を対象とした分析では、一般的に株価にマイナスの影響がある(Malatesta and Walking(1988))、買収が既に進行中の場合や役員比率が低い場合に導入するとマイナスの影響が大きくなる(Ryngaert(1988))等の結果が示されている。一方、1998年までのライツプラン導入企業の分析結果では、株価に有意な影響がないとの結果もあり(Heron and Lie(2006))、これは導入後数年が経過してライツプランの真の効果(買収を受ける可能性は変化しない)が認識されたことによるもの、と分析されている。

以上、米国では様々な分析がなされているが、必ずしもライツプラン導入が一律にマイナスではないことや、ライツプランを導入した企業であっても、その後M&Aが実現することを前提に、経営者が行動し、また投資家が評価している場合が多いことがうかがえる。

3. 2 日本

わが国では買収防衛策、ライツプランの歴史が浅いため、実証研究も2007年頃になってようやく端緒についたという状況であるが、(当時の)注目度の高さを反映して、株価への影響に関する様々な分析が相次いで報告された。

具体的な手法としては、米国同様、イベント・スタディの手法を用いた短期的な超過収益率の分析が行われている。結論は分かれており、2005年導入企業について、マイナスの影響(千島(2006))という結果もあれば、2006年までの導入企業について、有意な影響なし(岡田・窪井(2007))、2005年導入企業はマイナスの影響があったが、2006年導入企業は有意な影響なし(広瀬・藤田・柳川(2007))といった結果もある。

つまり、マイナスの影響があるかどうかは必ずしも明らかでないという結果になっている。

4. 実証分析の考え方

本稿では従来とは異なった二つの視点から、ライツプラン導入が株価に与える影響を考察する。

一点目は、短期的な影響ではなく、中期的な視点から影響を分析したことである。過去の研究では、主にイベント・スタディの手法により短期的な株価の反応を分析対象としている。確かに、ライツプランに対する評価が一定程度確立していれば、投資家は導入のアナウンスに即座に反応し、これが株価に瞬時に反映されると考えることも出来る⁷。

しかしながら、M&A、敵対的買収と防衛策をめぐる環境は、2005年以降様々に変化しており、ライツプラン導入の意味合いも、判例等により変化している。このように投資家自身を買収防衛策に関する評価を模索している段階では、仮に市場が効率的であったとしても、その後の様々なイベント、あるいは投資家内での検討を経て、その評価が事後的に変化し、株価に影響を及ぼす可能性も充分あると思われる。そこで、本稿では、ライツプランの導入が始まった2005年度から、2007年度までの3年間にわたる株価への影響を見ていくこととする⁸。具体的には、この期間の株価収益率を用いて、ライツプラン導入の有無が株価に及ぼす影響を分析する。業種による株価への影響の差異についても分析する。

二点目は、導入企業にとり想定される買収者の特徴との関連を分析したことである。そもそも、ライツプランの導入は、他者からの買収の脅威に対する防衛策としての一手段であるが、企業がどのような相手からの買収を想定して防衛策をとったかによって、株式市場からの評価が異なることが考えられる。そこで、本稿では、カウンターパーティである想定買収者に焦点を当て、その特徴によって株価への影響に差異があるのかどうかを分析

⁷ いわゆるセミストロングフォームの効率的市場仮説が成り立つ場合。

⁸ 2008年度は、金融危機の影響で株価が大きく動いており、他の年度と同列に扱うことには問題があると考え、分析の対象外とした。

する。

一般的に、買収者は①フィナンシャルバイヤーと②ストラテジックバイヤーに区分することが出来る。①は主に金融的な観点から、経営の効率化、合理化による収益改善効果の享受を目的にM&Aを企図する者で、主にファンド等が主体となるのに対し、②は主に経営戦略的な観点から、シナジー効果や規模の経済による収益改善効果の享受を目的にM&Aを企図する者で、主に事業会社が主体となると考えられる。

フィナンシャルバイヤーのターゲット企業としては、村上ファンドやスティー爾パートナーズが買収ターゲットにした企業の特徴を分析した事例があり、流動性資産比率が高く、PBRやROA・ROEが低い企業（川北・宮野(2007)）という結果や、トービンQやPBR、負債比率が低く、現預金比率が高い企業（胥(2006)）という結果が示されている。一言で言えば、業績が決して好調とはいえず、効率も低いため、株価も割安となっている企業がターゲットといえる。

一方、ストラテジックバイヤーのターゲット企業としては、業種特性等によって様々なパターンが存在し、必ずしも統一的な特徴を示すことは出来ないと考えられ、先行研究も存在しない。しかし、短期的な手段により財務を改善するのではなく、あくまで中長期的なシナジー効果等の実現を目的とした買収であるため、財務指標が悪化した企業を買収することに対しては、短期的には株主の反発も予想され、また現金等の流動性資産を多く保有することは、かえって自らがファンド等の買収ターゲットになるリスクも高まると考えられる。従って、少なくともフィナンシャルバイヤーのターゲット企業とは異なるものと思われる。

この両者の違いは、企業価値に対する買収防衛策のプラス・マイナス効果においても表れるものと考えられる。即ち、フィナンシャルバイヤーは、短期間で高いリターンを上げることが目的に、過去との連続性にとらわれず徹底した選択と集中や事業構造の大幅な見直しを行うケースが多いことから、これに対する防衛策の導入は、関係特殊投資の促進というプラス効果が相対的に働きやすいと考えられる。反面、ターゲット企業は経営効率が悪化していることが多く、防衛策導入によるエージェンシー問題の悪化というマイナス効果も相対的に大きいと思われる。

一方、ストラテジックバイヤーは、事業会社が中心となり、シナジー効果の実現を目指すことが基本と考えられるため、一定の連続性も踏まえつつ、より長期的な視点での施策を行うことが期待される。従って、これに対する防衛策の導入による関係特殊投資の促進のプラス効果は、相対的にはそれほど働かないと考えられる。またターゲット企業は比較的良好な経営を維持している場合も多いと想定され、エージェンシー問題の悪化というマイナス効果も相対的に小さいと思われる。しかしながら、防衛策導入により成長に資する戦略的なM&Aが阻害される、というマイナス効果は大きいと思われる。

ただし、ストラテジックバイヤーの特徴については、既述のとおり明確な定義や実証結果が未だ得られていないので、以下本稿では、フィナンシャルバイヤーのターゲット企業

となる可能性の違いによって、ライツプラン導入時の評価に差異があるか否かを分析することとする。

フィナンシャルバイヤーのターゲット企業の特徴については、川北・宮野(2007)、胥(2006)の実証分析から共通項目を見出せる。高い流動性資産比率、低いPBRである。よって、本稿ではこれらの水準の大小により、企業のフィナンシャルバイヤーに狙われる可能性の程度を区分した上で、その防衛策としてライツプランを導入した際に株価への影響に差異があるか否かを分析した。

さらに、わが国の株式市場固有の特徴である持合い株式比率についても分析を行った。株式持合いは、一種の買収防衛策であるため、持合い株式比率が高い企業が更にライツプランを導入するのは重疊的防衛と考えられる。よって、本稿では持合い株式比率の水準の大小により、ライツプランを導入した場合の影響に差異があるか否かも分析した。流動性資産比率・PBR及び持合い株式比率の水準の大小による差異を見る手法としては、各指標について四分位数を計算し、4つのグループに区分した上で、それぞれの株価への影響度合いについて比較を行った。

5. データ

ライツプランの導入状況は、株式会社レコフが刊行する雑誌「MARR」の巻末データに基づいて調査した。導入時期については、2008年8月までに導入されたライツプランを分析対象とした⁹。この時点までの、東証一部上場企業のライツプランの年度別導入状況は表1のとおりとなっており、2006～2007年に急速に導入が進んだ状況がうかがえる。

なお、本稿では業種区分として、金融業を除いた「素材・加工・非製造」の3区分によることとして、これに基づいて分析を進めていく。出来るだけ大括りとしてサンプル数による偏りを避けるため、証券コード協議会の定める東証33業種区分に基づいて、日銀短観に用いられる3区分に置き換えを行っている。導入状況を比較すると、素材業では導入が進んでいるのに対し、非製造業はあまり進んでいない。

表1 業種・年度別ライツプラン導入社数(東証一部上場企業)

	導入年度別社数				導入社数計	東証一部 上場社数計	導入比率
	2005	2006	2007	2008			
素材	5	38	36	24	103	280	36.8%
加工	10	52	79	45	186	571	32.6%
非製造(金融除き)	10	40	53	28	131	725	18.1%
金融	1	1	2	1	5	141	3.5%
合計	26	131	170	98	425	1717	24.8%

※年度は各企業の決算月にかかわらず、同年4月～翌年3月で判定

※導入比率＝導入社数計÷東証一部上場社数計

⁹ MARR2005年4月号～2008年9月号に掲載されたライツプラン導入企業を調査対象とした。

企業属性や財務に関するデータは日経 NEEDS-Financial QUEST、株価に関するデータは QUICK 社の AMSUS、持合い比率のデータは、ニッセイ基礎研究所の調査結果を使用した。

分析対象企業については、株価形成の効率性や導入企業の比率も勘案し、東証一部上場企業（2008年8月末時点で判定）とする。財務特性が異なる金融業は分析の対象から除くほか、決算期のズレによるノイズを排除するため、3月決算企業に限定することとする。表2のとおり、一部の業種を除けば影響は小さく、分析の有効性は失われまいと考える。

表2 3業種(素材・加工・非製造)別ライツプラン導入状況

東証業種名	導入企業数	うち3月決算 比率	
素材			
繊維製品	13	8	
パルプ・紙	6	5	
化学	47	42	
石油・石炭製品	1	1	
ガラス・土石製品	12	10	
鉄鋼	18	17	
非鉄金属	6	6	
小計	103	89	86.4%
加工			
食料品	34	26	
医薬品	9	8	
ゴム製品	5	5	
金属製品	14	12	
機械	40	37	
電気機器	42	41	
輸送用機器	8	6	
精密機器	9	9	
その他製品	25	16	
小計	186	160	86.0%
非製造			
水産・農林業	1	1	
鉱業	2	2	
建設業	14	13	
電気・ガス業	0	0	
陸運業	15	15	
海運業	4	4	
空運業	0	0	
倉庫・輸送関連業	3	3	
情報・通信業	18	15	
卸売業	22	17	
小売業	28	11	
不動産業	8	7	
サービス業	16	12	
小計	131	100	76.3%
総合計	420	349	83.1%

分析の対象とする財務指標や株主構成データは、実証分析の種類によって異なるが、使用する項目の定義、および使用データの時期は表3のとおりである。株価収益率について

は、四半期毎¹⁰の累積配当込み収益率としている。各四半期時点における、指標毎のデータ使用時点についても表に示すとおりである。なお、財務指標については、6σ以上の外れ値は異常値として排除している¹¹。

表3 分析対象とする財務指標・株主構成比率の定義

項目	使用データ	定義
売上高成長率	対象年度末	売上高対前年比
ROE	"	(当期)純利益÷(前期、当期の平均)資本合計
HV	"	ヒストリカルボラティリティ(直近12か月移動平均)
総資産(対数)	2~3Qは前年度末 4~1Qは当年度末	資産合計値を自然対数に変換
流動性資産比率	"	(現預金+有価証券+投資有価証券-非連結子会社・関連会社株式)÷資産合計
トービンQ	"	期末時価総額÷純資産合計
PBR	"	期末株価÷期末1株当たり純資産
持合い株式比率	"	2社間の相互保有株式÷発行済株式総数
外国人持株比率	"	外国人持株数(単元ベース)÷総議決権数

※財務指標は連結ベース、株主構成比率は単独ベース

6. 実証分析の結果

6. 1 株価と防衛策導入有無の関係

本稿では、イベント・スタディの手法による短期的な影響を見るのではなく、より中期の影響を見ていくが、株価収益率を被説明変数とする分析では、個別企業毎の相違を調整する必要があるため、ここではパネル分析の手法を用いた。

具体的には、2005年度～2007年度の3年間のデータを使用し、四半期毎(年度ベースであるため、2005年2Q～2008年1Qまでの12Q)に区切って分析を行った。ライツプラン導入の有無は、各四半期の期首時点でそれぞれ判定し、ダミー変数とした(0:非導入、1:導入、以下ライツプラン導入フラグと呼ぶ)。このライツプラン導入フラグの係数について、符号(正負)や有意性を見ることにより、ライツプラン導入の株価への影響の有無や方向性を判定することが可能となる。固定効果モデルとランダム効果モデルのモデル選択は、ハウスマン検定により判定した¹²。

¹⁰ 年次の株価収益率を用いるとパネル分析に十分な時系列データが存在せず、一方で月次の株価収益率を用いると一時的な需給要因による影響等を排除することが困難になるため、四半期毎の株価収益率を用いた。

¹¹ 森棟(2005)によると、回帰分析においては、異常値を一定の基準で除去することがあり、方法として、例えば標準化した上で±3σ以上の値を異常値とする方法が示されている。但し、異常値は単純に除去するのではなく、その発生原因を踏まえて対応を検討する必要がある。本稿では、得られた値をなるべく残しつつも、財務比率等で分母が極端に小さい場合、値自体が極端に大きくなる場合があり、これによって適切な結論を得られない可能性があることから、標準化した上で±6σ以上となる値を異常値として除去している。

¹² 検定の結果、全てのケースで固定モデルを採用することとなった。

推計式の被説明変数は、3か月毎の株価収益率とした¹³。先行研究である広瀬・藤田・柳川（2007）、岡田・窪井（2007）及び千島（2006）では、CAPMやファーマ・フレンチの3ファクターモデルをベースにした超過収益率を被説明変数としていた。しかし、本稿における分析は複数年度に跨るものであり各市場ファクター係数の安定性を確保できない可能性があることから、超過収益率ではなく株価収益率そのものを用いた。

実証分析にあたっては、ライセンス導入の直接的・間接的影響を見るため、3つのパターンに分けて推計した。最初に、ライセンス導入の直接的影響を見るため、ライセンス導入の有無（ライセンス導入フラグ）と最小限のコントロール変数としてマーケットモデル要因（ファーマ・フレンチの3ファクターモデルで示されている規模要因の代理変数（総資産（対数））、時価・簿価要因の代理変数（トービンのQ））、ヒストリカル・ボラティリティー（HV）及び年次ダミーとした（パターンA）。次に、これに個別企業の財務情報をコントロール変数として加えた。具体的には、一般的に株価形成に影響が大きい

表4 株式収益率を被説明変数としたパネル分析結果(2005年4月～2008年3月)

	パターンA	パターンB	パターンC
定数項	26.28 (0.14)	22.53 (0.22)	27.26 (0.14)
ライセンス導入F	-2.95 *** (0.00)	-2.83 *** (0.00)	-2.88 *** (0.00)
総資産(対数)	-2.79 * (0.07)	-3.18 ** (0.04)	-3.83 *** (0.01)
トービンQ	1.40 *** (0.00)	1.04 *** (0.00)	0.96 *** (0.00)
HV(12か月)	-0.01 (0.68)	-0.003 (0.89)	-0.01 (0.70)
売上高成長率		0.10 *** (0.00)	0.11 *** (0.00)
ROE		0.11 *** (0.00)	0.10 *** (0.00)
流動性資産比率		0.34 *** (0.00)	0.33 *** (0.00)
持合い株式比率			0.09 (0.26)
外国人持株比率			0.18 *** (0.00)
2005年ダミー	15.78 *** (0.00)	15.23 *** (0.00)	15.58 *** (0.00)
2006年ダミー	2.05 *** (0.00)	1.33 *** (0.00)	1.38 *** (0.00)
R2	0.21	0.22	0.22
ハウスマン検定	58.16 ***	143.84 ***	148.67 ***

※ハウスマン検定が有意となったため、全てのパターンで固定モデルを採用

※()はp値

※*10%水準で有意、**5%水準で有意、***1%水準で有意

¹³ 被説明変数として、株価収益率に代えて TOPIX 収益率に対する超過収益率（株価収益率－TOPIX の収益率）を採用した分析も行ったが、ほぼ類似の結果となったので、本稿では株価収益率の結果を紹介する。

と思われる企業の直近決算期の業績を示す変数等を追加した（パターンB）。さらに、株式の保有構造の違いが敵対的買収のターゲット企業の株主価値に影響を与える（Agrawal and Mandelker(1990), Mc Williams(1990), Brickley et.al(1994)）ことを考慮し、株式の保有構造に関する指標を追加した（パターンC）¹⁴。

表4は、分析対象期間である3年間を通じた対象企業全てのパネル分析の結果を示す。パターンA～Cいずれもライツプラン導入フラグが1%有意の水準でマイナスとなっている。株価収益率に影響を与えるマーケットモデル要因等に加え、企業の直近期の業績及びライツプラン導入により間接的に影響を与えると思われる株式所有構造等をコントロール変数としても、ライツプランの導入が株価にマイナスの影響を与えることが示された。さらに株式の保有状況等の変数に加え、コントロール変数として考えられる全変数に対する分析がパターンCであるが、ライツプランの導入が株価に有意にマイナスの影響を与え、外国人持株比率は株価に有意にプラスの影響を与えることが判った¹⁵。なお、以下の分析で

表5 期間別パネル分析結果

	2005年4月～2006年9月	2006年10月～2008年3月
定数項	140.14 *** (0.00)	-3.21 (0.94)
ライツプラン導入F	-4.70 ** (0.02)	-7.23 *** (0.00)
売上高成長率	0.03 (0.26)	0.08 *** (0.00)
ROE	0.00 (0.96)	0.06 * (0.08)
総資産(対数)	-13.51 *** (0.00)	-0.39 (0.92)
流動性資産比率	-0.15 * (0.10)	0.60 *** (0.00)
トービンQ	-1.19 *** (0.00)	7.22 *** (0.00)
HV(12か月)	0.92 *** (0.00)	-0.46 *** (0.00)
持合い株式比率	0.43 ** (0.03)	-0.10 (0.49)
外国人持株比率	-0.40 *** (0.00)	-0.13 (0.19)
R2	0.17	0.25
ハウスマン検定	212.66 ***	582.61 ***

※ハウスマン検定が有意となったため、全て固定モデルを採用

※()はp値

※*10%水準で有意、**5%水準で有意、***1%水準で有意

¹⁴ なお、買収防衛策の導入後1年ないし2年後の時点で、企業の業況につき導入企業・非導入企業それぞれの平均値の差異をとり、有意な変化があるかを業種別にウィルコクソンの順位和検定により分析したが、ROEや売上高営業利益率について有意な変化は認められなかった。

¹⁵ 本稿の分析からはA～Cのいずれのパターンにおいても、ライツプランを導入すると株価収益率は平均的に2.83%～2.95%減少することがわかる。しかし、この数値の解釈には留意が必要である。本稿の分析目的は株価収益率とライツプラン導入の関係（符号条件や相対的な大小関係等）及びその有意性を見ることであり、株価収益率に与える影響度合及びその予測値を高精度で推測することではない。よって、別の目的である予測値推計や影響度推測を行う為には、専ら調整済み決定係数を上げなければならないが、そのためには予測精度を上げる目的だけの説明変数を増やさなければならない。当然、説明変数が増えればライツプラン導入フラグの係数も変化するので、株価収益率に与える数値も変わってくることは注意が必要である。

は全てのコントロール変数を用いたパターンCの変数を用いて分析を行う。

表5は、上記期間を前期（2005年2Q～2006年3Q）と後期（2006年4Q～2008年1Q）に区分した場合の分析結果を示している。前期、後期ともライツプラン導入フラグは有意にマイナスとなっている。留意する点は、後期の方が係数のマイナスが大きくなっている。これは、経年に伴い、ライツプラン導入の様々な事例が多く登場しその効果と限界や副作用が明らかになるに従い、株主の評価が厳しくなってきた可能性、また本来は必要のない又は導入すべきでない企業の導入が増加してきた可能性を示唆するものと思われる。

また、表6は、業種別にパネル分析を行った結果である。素材業、加工業については、ライツプラン導入フラグが有意にマイナスとなっている。特に素材業では係数・有意水準とも高くなっている。一方、非製造業においては、ライツプラン導入フラグの係数はマイナスだが、必ずしも有意ではない。ライツプラン導入に対する株式市場の反応は、業種によっても異なるようだ。

表6 業種別パネル分析結果(2005年4月～2008年3月)

	素材	加工	非製造
定数項	95.30 ** (0.03)	28.74 (0.36)	35.66 (0.19)
ライツプラン導入F	-4.95 *** (0.00)	-2.33 ** (0.02)	-0.79 (0.55)
売上高成長率	0.16 *** (0.00)	0.08 *** (0.00)	0.11 *** (0.00)
ROE	0.24 *** (0.00)	0.08 *** (0.00)	0.09 *** (0.00)
総資産(対数)	-9.84 *** (0.01)	-3.81 (0.15)	-4.71 ** (0.04)
流動性資産比率	0.47 *** (0.00)	0.25 *** (0.00)	0.35 *** (0.00)
トーピンQ	2.76 *** (0.00)	3.29 *** (0.00)	0.22 (0.28)
HV(12か月)	-0.01 (0.82)	-0.07 * (0.09)	0.05 (0.23)
持合い株式比率	-0.06 (0.76)	0.14 (0.21)	0.10 (0.43)
外国人持株比率	0.14 (0.25)	0.08 (0.31)	0.24 *** (0.00)
2005年ダミー	16.41 *** (0.00)	13.46 *** (0.00)	16.19 *** (0.00)
2006年ダミー	0.24 (0.80)	1.37 ** (0.03)	0.61 (0.31)
R2	0.25	0.22	0.22
ハウスマン検定	63.32 ***	67.88 ***	63.40 ***

※ハウスマン検定が有意となったため、全て固定モデルを採用

※()はp値

※*10%水準で有意、**5%水準で有意、***1%水準で有意

6. 2 株価と買収者の関係

本小節では、カウンターパーティである想定買収者の特徴に焦点を当て、その特徴により、株価への影響に差異があるか否かを分析する。

既述のとおり、一般的に買収者はフィナンシャルバイヤーと非フィナンシャルバイヤー（ストラテジックバイヤー）の2つに区分することが出来る。このうち、フィナンシャルバイヤーのターゲット企業については、高い流動性資産比率、低いPBRという共通特徴を見出すことができる。本稿ではこの2指標の水準の大小により、企業のフィナンシャルバイヤーに狙われる可能性の程度を区分した上で、ライツプランを導入した際の株価の影響に差異があるか否かを分析した。さらに、わが国の株式市場固有の特徴である持合い株式比率についても分析を行った。これらの分析に当たっては、流動性資産比率・PBR及び持合株式比率の各指標について四分位数を計算し、この4グループについて比較を行った。

表7 財務指標等による場合分け(2005年4月～2007年3月)

	四分位	条件	データ数		ライツプラン導入F 係数	p値
			全体	うち導入		
流動性資産比率	1	28.62～	3546	296	-0.49	0.75
	2	19.52～28.62	3604	324	-3.08 **	0.04
	3	12.83～19.52	3600	347	-3.76 *	0.01
	4	～12.83	3582	269	-4.03 **	0.02
PBR	1	2.25～	3440	262	1.35	0.49
	2	1.48～2.25	3421	322	-4.60 ***	0.00
	3	1～1.48	3458	308	-0.93	0.53
	4	～1	3459	338	-3.89 ***	0.01
持合い比率	1	13.84～	3668	483	-3.43 ***	0.00
	2	7.36～13.84	3628	372	-1.54	0.28
	3	1.55～7.36	3658	230	-2.83 *	0.09
	4	～1.55	3378	151	-3.38	0.15

※ハウスマン検定が有意となったため、全て固定モデルを採用

※条件値は、各財務指標の四分位とする

※*10%水準で有意、**5%水準で有意、***1%水準で有意

結果は表7のとおりである。流動性資産比率については、既存研究のとおりこれが高いほどフィナンシャルバイヤーのターゲットになりやすいことが報告されている。表7の流動性資産比率に関するライツプラン導入フラグの係数を見ると、本比率が高いほど、株価収益率のマイナスの程度が有意に小さく、最も比率が高い企業群では、そもそも株価収益率にマイナスの影響があるか否かも有意ではない。つまり、フィナンシャルバイヤーに狙われる可能性が高い企業がライツプランを導入することは、株式市場も一定の理解を示しているのに対し、フィナンシャルバイヤーに狙われる可能性が低いにも拘らずライツプランを導入することは、株式市場は過度な防衛策として厳しい評価をしている可能性があるという解釈できるだろう。

同様に、PBRについては、既存の研究ではこれが低いほどフィナンシャルバイヤーのターゲットになりやすいことが報告されている。つまり、PBRの低い企業ほど、株価収益率のマイナスの程度は小さいことが期待されるが、表7のPBRに関するライツプラン導入フラグの係数を見ると、必ずしもそのような結果にはなっていない。PBRという指

標について株式市場の反応は、実証的には有効な結果は得られなかった。

持合い株式比率については、持合い比率が最も高いグループの株価収益率のマイナスが有意に最も大きい結果となっている。株式持合い自体が一つの防衛策であるにも関わらずさらに重畳的に防衛策を講じたことについて、株式市場は過剰防衛として厳しい評価をしているためと推測される。

以上の分析結果を整理すると、ライツプラン導入は、株価収益率に対し有意にマイナスの影響を与えること、更に分析期間の前半よりも後半の方がマイナスの程度が大きいこと、また業種別にみると素材業がライツプランを導入した場合、マイナスの程度が最も大きいことが判った。また、想定買収者の特徴の相違による株価収益率への影響の差異については、流動性資産比率の観点からは、株式市場は想定買収者の違い（フィナンシャルバイヤーであるか否か）を考慮の上ライツプラン導入を評価していると思われるが、PBRの観点からは、明確な結論は得られなかった。最後に、日本の固有の要素である持合い株式比率について、既にその比率が非常に高いにも拘らずライツプランを重畳的に導入することは過剰防衛と解釈とされる可能性があり、株価収益率のマイナスの程度も大きいことが判った。

7. 結論

株式市場は、ライツプランを導入した企業について全般的にマイナス評価していることが比較的ブレインな手法を用いた実証分析によって明らかになった。また、日本において導入開始以降の経年によりその評価が厳しくなっていること、業種によってもその評価に差異があることが判った。さらに、マイナス評価の程度についてより詳しく見てみると、流動性資産比率が低くフィナンシャルバイヤーに狙われにくい企業や、持合い株式比率が高く追加的に防衛策を導入する必要性が低い企業がライツプランを導入した場合、株式市場はより厳しい評価を行いそのマイナス評価の度合いが大きくなることが明らかとなった。

残されている検討項目としては、中期的分析というには3年間では短すぎせめて5年間又はそれ以上の分析対象期間がほしいこと、ライツプラン導入行動のみではなくライツプラン廃止行動の分析をも含めて考慮すること、ライツプラン導入と当該企業のガバナンスの状況（例えば経営者の交代等）も考慮すること等が挙げられる。これらは今後への課題としたい。

わが国の経済は、長らく低成長から抜け出せていない。また中長期的にもわが国の人口は減少を続けると予想され、経済の活性化のためには、M&Aによる業界の戦略的再編は、もはや避けて通ることの出来ない課題といえる。今回の結果は、そのことを株式市場が警告していると捉えることもできよう。一方で、フィナンシャルバイヤーの行動が、必ずしも株式市場にプラスと受け止められていないことも示された。短期的にはともかく、中長期的な観点に立った場合、レバレッジを高めて効率化することが最適とは言い難いことは、

今回の金融危機でも明らかになっている。

一部の企業では、買収防衛策を廃止する動きも出てきたが、フィナンシャルバイヤーの活動が落ち着いた現在、買収防衛策を存置することの意味合いについて、各企業は改めて問い直す時であろう。

参考文献

- 井上光太郎・加藤光明（2006）『M&Aと株価』東洋経済新報社
- 岡田克彦・窪井悟（2007）「日本企業の敵対的買収防衛策導入と企業価値」日本ファイナンス学会報告論文
- 川北英隆・宮野玲（2007）「村上ファンドの投資行動と役割－標的となった企業の特徴に関して－」『ニッセイ基礎研究所所報』vol.45
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫（2007）「買収防衛策導入の動機－経営保身仮説の検証－」RIETI Discussion Paper
- 千島昭宏（2006）「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
- 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』2008年2月
- 広瀬純夫・藤田友敬・柳川範之（2007）「買収防衛策導入の業績情報効果：2005年日本のケース」CIRJE ディスカッションペーパー
- 広瀬純夫（2008）「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
- 宮島英昭編（2007）『日本のM&A』東洋経済新報社
- 森棟公夫（2005）『基礎コース 計量経済学』新生社
- 胥鵬（2006）「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」RIETI Discussion Paper レコフ『MARR』2006年4月～2008年9月号
- Agrawal, A., and G.Mandelker,(1990), 'Large Shareholders and the monitoring of managers: The case of Antitakeover Charter Amendments' *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 25, pp.143-161
- Brickley,J.A, J.L.Coles and R.L.Terry(1994), "Outside directors and the adoption of poison pills" ,*Journal of Financial Economics*, 35-3, pp371-390
- 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*, Vol.39, pp3-43
- Heron,R.A. and E.Lie(2006), "On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by

- Takeover Targets”, *Journal of Business*, 79-4, pp1783-1807
- Jirapon,P.(2005), “An empirical analysis of corporate takeover defenses and earnings management: evidence from the US”, *Applied Financial Economics*, 15-5, pp293-303
- Malatesta,P.H. and R.A.Walking(1988), ”Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp347-376
- McWilliams, V. B., (1990) ‘Managerial Share Ownership and the Stock Price Effect of Antitakeover Amendment Proposals, *Journal of Finance*, 45, pp.1627-1640.
- Ryngaert,M.(1988), “The Effects of Poison Pill Securities on Shareholders Wealth”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp377-417