

# 買収防衛策の導入と退職給付に係る負債

## *Introduction of Takeover Defense and Unfunded Pension Liabilities*

野 間 幹 晴(一橋大学)

*Mikiharu Noma, Hitotsubashi University*

### 論文要旨

本研究では、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響について実証分析を行う。Shleifer and Summer (1989) で提示されたトランスファー理論に基づくと、買収者は敵対的買収を通じて従業員などのステークホルダーから株主へと富を移転させる可能性がある。従業員の観点に立つと、敵対的買収が行われれば、確定給付年金から確定拠出年金へと移行したり、株主還元が増加するなど、富が株主に移転する可能性が高まる。これを事前に防ぐために、退職給付に係る負債が大きいくほど、買収防衛策を導入すると考えられる。操作変数プロビット法を用いた推定により、こうした仮説を支持する結果が得られた。

### Abstract

This study empirically analyzes the effect of liabilities on retirement benefits on the introduction of takeover defense measures. Based on the transfer theory presented in Shleifer and Summer (1989), acquirers may transfer wealth from stakeholders such as employees to shareholders through hostile takeovers. From an employee's point of view, their wealth may be transferred to shareholders by transitioning from a defined benefit plan to a defined contribution plan or an increase in payout to shareholders by a hostile takeover. In order to prevent this in advance, the greater the firm has the unfunded pension liability, the more likely it is to introduce takeover defense measures. The result of estimation using the instrumental variable probit analysis supports the hypothesis.

## 1. はじめに

本研究の目的は、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に対して与える影響について実証的に解明することにある。具体的には、操作変数プロビット法によって、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に対して影響を与えるか否か、与えるとするばどのような影響を与えるのかを明らかにする。

2005年5月27日、経済産業省及び法務省は「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」（以下、指針）を公表した。指針の目的は、同日に企業価値研究会が公

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～」(以下、企業価値報告書)を踏まえ、適法で合理的な買収防衛策の在り方を提示し、買収に関する公正なルールの形成を促すことであった。こうした指針が公表されたことにより、日本でも買収防衛策を導入する企業が増加した。

企業が買収防衛策を導入する論理については、これまでさまざまな実証研究が行われてきた。米国では、収益性、株価、流動性資産、経営者保身仮説、取締役会構成、経営者持株比率、企業規模、株式保有構造、負債比率、同一産業における導入状況などの観点から、買収防衛策導入の決定

---

謝辞：本研究は、平成30年度科学研究費助成事業（学術研究助成基金助成金）（基盤研究（C））（課題番号：18K01907）の支援を受けている。ここに記して深く感謝したい。

連絡先：野間 幹晴 〒101-8439 東京都千代田区一ツ橋2-1-2 学術総合センター8F 807（一橋大学大学院経営管理研究科）  
電話：03-4212-3108 Fax：03-4212-3020 E-mail：mnoma@hub.hit-u.ac.jp

要因について実証研究が蓄積されている (Malatesta and Walking (1988)、Strong and Meyer (1990)、Davis (1991)、Davis and Stout (1992)、Malette and Fowler (1992)、Comment and Schwert (1995)、Sundaramurthy (1996)、Davis and Greve (1997)、Danielson and Karpoff (1998))。日本でも、西山 (2006) や西山 (2008)、広瀬 (2008)、滝澤・鶴・細野 (2010) によって買収防衛策を導入する企業について検証が行われている。

これに対して、本研究ではトランスファー理論に依拠して、内部負債である退職給付に係る負債の観点から買収防衛策導入について実証分析を行う。内部負債とは、企業が経営者や従業員に対して支払う義務のある報酬のうち未払いかつ未積立であり、負債と同様のペイオフの特徴をもつものである (Anantharaman, et al. (2014))。例えば、未積立の確定給付年金、すなわち退職給付に係る負債や繰延報酬が内部負債に該当し、企業が破綻したときに他の債権と同じように請求権を持つ。Sundaram and Yermack (2007) や Wei and Yermack (2011) では、米国企業でも年金や繰延報酬などの内部負債がCEOの報酬の相当部分を占めていることが報告されている。内部負債は無担保かつ未積立であるため、内部負債が大きな企業では銀行や社債権者などの外部の債権者と経営者の利害が一致しやすくなる一方で、株主と経営者の利害は一致しなくなる。

指針が公表された背景には、水谷 (2006) や胥 (2007) で示されたようにキャッシュ・リッチかつ企業価値が低い企業が敵対的買収のターゲットになったという現象がある。この点に照らして考えると、内部負債である退職給付に係る負債が大きい企業ほど、買収防衛策を導入すると考えられる。なぜならば、退職給付に係る負債と現金保有との関連について実証分析を行った野間

(2018) が明らかにしたように、退職給付に係る負債が大きい企業ほど多額の現金を保有するからである。この実証結果は、敵対的買収後の株主還元によって現金が社外に流出することを回避するために、退職給付に係る負債が大きい企業ほど買収防衛策を導入するという仮説の導出につながる。

本研究の貢献は2つある。1つは、トランスファー理論に立脚し内部負債である退職給付に係る負債が買収防衛策導入に与える影響を実証的に明らかにする点である。既存研究は、収益性、株価、流動性資産、経営者保身仮説、取締役会構成、経営者持株比率、企業規模、株式保有構造、負債比率、同一産業における導入状況などの視点から、買収防衛策を導入する論理を明らかにしてきた。しかしながら筆者の知る限り、トランスファー理論の観点から内部負債が買収防衛策の導入に与える影響について分析した研究はない。本研究が内部負債と買収防衛策との関連を分析した最初の研究であり、その貢献は大きい。

いま1つは、操作変数プロピット法を使用して、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響を分析している点である。本研究は、退職給付に係る負債が多額であれば、経営者は債権者と利害を共にし、株主に富が移転することを避けるために、買収防衛策を導入するという論理に基づいた仮説を構築する。ただし、買収防衛策を導入したために退職給付に係る負債が大きくなる可能性も否定できない。例えば、買収防衛策の導入によって敵対的買収の対象になる可能性が低くなったことで企業価値向上のために現金を有効活用するインセンティブが低下し、確定拠出年金の導入が遅れるなどの理由により、退職給付に係る負債が大きくなる可能性がある。退職給付に係る負債の多寡が買収防衛策の導入に影響を与えるという因果関係を明確にするために、本研究では操作変

数プロビット法による推定を実施する。

## 2. 買収防衛策

まず、日本で買収防衛策をめぐる諸制度が整備された背景を説明したい<sup>1)</sup>。

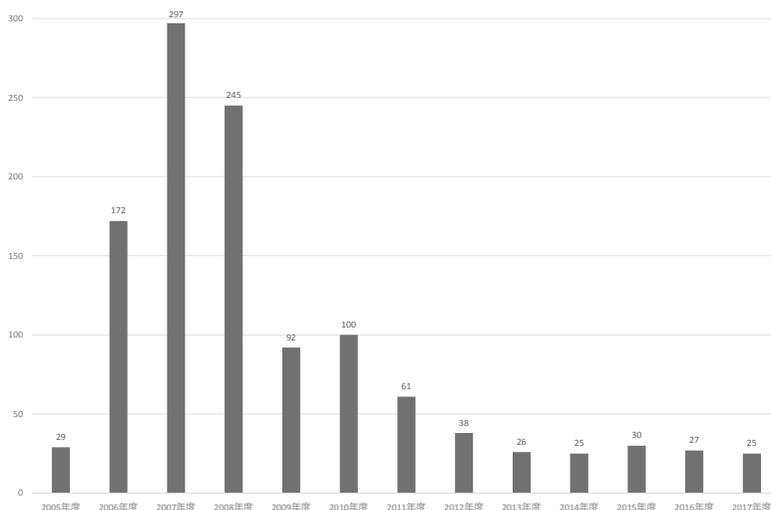
日本では1980年代後半に、不動産と株式のバブルを背景に事業会社やファンドによる敵対的買収や株式の買い占めが起きたが<sup>2)</sup>、90年代まで敵対的買収は稀であった。その後、2000年代前半に入ると村上ファンドによる昭栄への株式公開買付けや、スティール・パートナーズによるユシロ化学やソトーに対する株式公開買付けなどが行われるようになった。これらは敵対的買収であったものの、買収防衛策をめぐる公正なルールは整備されていなかった。それを象徴するのが2005年前半に起きたライブドアとフジテレビによるニッポン放送をめぐる経営権争いである<sup>3)</sup>。

2005年1月17日、ニッポン放送の発行済株式総数の12.3%を保有していたフジテレビは、ニッ

ポン放送の経営権取得を目指して株式の公開買付けを行うことを発表した。しかし、2005年2月8日、ニッポン放送の発行済株式総数の5.4%を保有していたライブドアは、証券取引所の時間外取引で発行済株式総数の29.5%を追加的に取得し、筆頭株主となった。これに対してニッポン放送は、フジテレビに発行済株式総数の1.44倍に相当する新株予約権を発行することを発表した。この新株予約権が行使されると、ニッポン放送の支配権はフジテレビに移転するため、ライブドアは東京地方裁判所に発行差止仮処分命令を申し立てた。東京地裁は、ライブドアによる新株発行の発行差止を認める仮処分を決定した。ニッポン放送は東京高等裁判所に抗告したものの、東京高裁も地裁の仮処分決定を支持し、ニッポン放送の抗告を棄却した。

ニッポン放送による新株予約権発行に関する東京高裁・地裁の一連の決定では、買収者が出現してから講じる買収防衛策(有事導入・有事発動型)は原則的に違法であると判示したものの、平時に

図1 年度ごとの買収防衛策の導入企業数



出所) レコフのM&Aデータベースより作成。

導入する買収防衛策の適法性については工夫の余地があるとした。こうした買収防衛策をめぐる公正なルール形成に対する期待の高まりを受け、2005年5月27日、経済産業省及び法務省は「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を公表した。

図1は2005年度から2017年度までの間に買収防衛策を導入した企業の推移を示している。2005年度には、29社が買収防衛策を導入した。2005年に指針が公表されたことを受けて、2006年度には172社、ピークの2007年度には297社が買収防衛策を導入した。その後、2008年度に245社が導入したものの、2009年度には92社、2010年度には100社と、2008年度以降、買収防衛策を導入する企業は減少に転じた。しかしながら買収防衛策を導入する企業が皆無になったわけではなく、2017年度にも25社が買収防衛策を導入している。

### 3. 先行研究と仮説の導出

次に、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響についての仮説を構築するために、敵対的買収とトランスファー理論をめぐる先行研究を紹介する。こうした先行研究をレビューする理由は2つある。1つは、経済産業省及び法務省による指針が公表された背景からも明らかのように、企業による買収防衛策の導入や買収防衛策をめぐる制度設計が求められるようになった要因の1つに敵対的買収の増加があるためである。いま1つは、敵対的買収に副作用が存在することを指摘したShleifer and Summers (1989) で提示されたトランスファー理論 (transfer theory) が本研究で検証する仮説と密接に関連しているからである。

#### 3.1. 敵対的買収の対象をめぐる先行研究

まず、敵対的買収のターゲットとなる企業の財務的特徴を先駆的に明らかにした水谷 (2006) を紹介する。水谷 (2006) はスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド (以下、スティール・パートナーズ) と村上ファンド、ダルトンインベストメンツ、タイヨウファンド、T-ZONEを敵対的買収者と位置づけ、これら敵対的買収者のターゲットとなった64社を分析の俎上に載せている。そして、ターゲット企業の財務的特徴を浮き彫りにすると同時に、株式時価総額やEV/EBIT倍率、EV/EBITDA倍率などの株式市場からの評価についてその推移を分析している。

その結果、ターゲット企業は多額の現金及び現金同等物や長期保有目的有価証券を保有する一方で、正味有利子負債はマイナスであることが明らかになった。また、日本でも敵対的買収が注目されるようになった2005年以降に、ターゲット企業だけでなく全上場企業でEV/EBIT倍率やEV/EBITDA倍率が上昇していることがわかった。EV/EBIT倍率やEV/EBITDA倍率が上昇した論理として水谷 (2006) は、株式時価総額が上昇したことと、現金及び現金同等物の減少に伴い正味有利子負債が増加したことをあげている。そのうえで、敵対的買収が出現したことで、経営者が株主還元積極的に変わったと論じている。

胥 (2007) は村上ファンドとスティール・パートナーズのターゲットとなった企業を検証対象とし、どのような企業が投資ターゲットになるかを明らかにすることを試みている。胥 (2007) の実証分析の目的は、2つの投資ファンドのターゲット企業を対象にフリー・キャッシュフロー仮説を検証することにあつた。ロジット分析の結果、現預金・有価証券・投資有価証券の資産合計に占める比率が高く、かつ企業価値が低い企業がター

ゲットになりやすいという証拠を提示している。このことは、資本コストを上回るリターンを生む投資機会がないにもかかわらず、株主に還元すべきキャッシュフローを株主に還元しない企業が投資ターゲットとなっていることを示唆しており、フリー・キャッシュフロー仮説を支持する結果であるといえる。

また胥（2007）では、投資ファンドがターゲット企業にどのような影響を与えたかについて、雇用調整およびROE、配当政策の観点から検証している。分析の結果、ターゲットとなる前後で正社員増減率とROEは変化しないのに対して、剰余金分配率<sup>4)</sup>が統計的に有意に高まったことがわかった。このことから、村上ファンドとスティール・パートナーズ・ジャパンの目的は、経営権を取得することではなく、増配や自社株買いなどによって剰余金を分配させ、株価上昇後に持ち株を売却することにあると指摘している。

上記の分析から、胥（2007）は「村上ファンドとスティール・パートナーズの敵対的買収やモノ言う株主の圧力は、企業価値を高める可能性が高く、企業価値を毀損するおそれは少ないと思われる。換言すれば、敵対的買収の脅威は経営者に対する脅威であり、企業価値に対する脅威ではない。このような企業価値が低く、かつフリーキャッシュフローが豊富である企業は経営者保身につながる危惧が大きい防衛策を導入すべきではない」と主張している。

こうした胥（2007）の議論の特徴は3つある。第1に、フリー・キャッシュフローが多いものの企業価値が低い企業に対する規律付けという観点から敵対的買収の有効性を認めただうえで、こうした企業は買収防衛策を導入すべきでない論じている点である。第2に、敵対的買収は経営者にとっては脅威であるものの、企業価値に対する脅威ではないとしている点である。第3に、投資ファ

ンドのターゲットとなった後に雇用調整が発生したかどうかを分析することで、従業員を分析対象に含めているものの、雇用調整に対する影響がなかったことから、敵対的買収が従業員に与える影響についてはそれ以上の深い議論が行われていない点である。

### 3.2. トランスファー理論をめぐる先行研究

これに対してShleifer and Summers(1988)は、「敵対的買収とは従業員などのステークホルダーから敵対的企業買収を試みる企業や株主への富の再配分に過ぎない」というトランスファー理論を提示している。そのうえで、事例研究を通じて敵対的買収が従業員に与える影響について慎重な議論を行い、敵対的買収には副作用があることを論じている。Shleifer and Summers (1988) は、企業とは契約の束であり、いくつかの契約は株主とシェアホルダーとの間の暗黙的なものであるというCoase (1937) やFama and Jensen (1983) の議論に基づいて議論している。Williamson (1985) で述べられたように、暗黙的な契約が結ばれた多くの企業は、機会主義的行動に関連した問題を最小化するように設計されている。Shleifer and Summers (1988) は、敵対的買収によってステークホルダーを犠牲にした機会主義的行動が促進され、買収者はステークホルダーから株主に富を移転させることができると述べる。

従業員などのステークホルダーによる企業特殊な投資を促すためには、株主とステークホルダーとの間の長期的契約が必要になる<sup>5)</sup>。長期的契約によって、従業員を含むステークホルダーは企業特殊な投資に対する報酬を受け取ることが可能になる。企業特殊な投資を行うことを従業員に動機づけることを想定すると、企業は最低限の給与水準に加えてインセンティブ報酬に対応した追加的報酬を支払うこと約束する必要がある。こ

うした企業特殊な投資とそれに関連した追加的報酬を指定すると、これらは敵対的買収による利益の源泉となる可能性がある。すなわち、敵対的買収によって現経営陣を追放した後に、従業員に約束していた将来の報酬を削減する、あるいは従業員を解雇することによって利益を捻出することが可能になる。

Shleifer and Summers (1988) は、1985年のカール・アイカーンによるTWA (Trans World Airlines) への敵対的買収などを事例として、敵対的買収により生じた利益の多くは大幅な賃金削減に起因することを示した。この結果から、敵対的買収が経営者と従業員、あるいは顧客や取引企業などのステークホルダーとの間の背信 (breach of trust) につながるならば、望ましくないと強調している。現在の経営陣との間で構築した暗黙の契約関係が新しい経営陣によって破棄されることが予測されると、従業員などのステークホルダーにとって、こうした暗黙的な契約関係の下で初めて可能になる企業特殊な投資を行うインセンティブがなくなるからである。

加えてShleifer and Summers (1988) は、敵対的買収による価値移転について分析するうえで、退職給付債務よりも年金資産が多く積み立てられた確定給付年金において年金資産が母体企業に返還される現象に着目することが有用であると論じて擱筆している。なぜならば、退職者が受け取る多くの給付はERISA法によって保護される公式な年金契約ではないからである。

Shleifer and Summers (1988) で提示されたトランスファー理論については、さまざまな実証研究が蓄積されている<sup>6)</sup>。例えば、Pontiff, Shleifer and Weisbach (1990) は敵対的買収と年金資産の返還との関連について、またIppolito and James (1990) はLBOと確定給付年金から確定拠出年金への移行との関連について実証分析を行

っている。

なお、トランスファー理論の説明力を検証するうえで、確定給付年金が分析の俎上に載せられるのは、Ippolito (1985) が議論を展開したように退職給付債務が暗黙的契約だからである。すなわち、企業は確定給付年金を変更することが可能であり、従業員は過去の給与に付随する年金の受け取りは保証されているものの、将来の給与に付随する年金については受け取りを保証されていない。母体企業の制度変更により、従業員が将来受け取ることを期待していた確定給付年金の金額が減少する可能性がある。

Pontiff, Shleifer and Weisbach (1990) は413件の敵対的買収について検証し、母体企業への年金資産の返還が敵対的買収後に発生しやすいことを示す証拠を提示している。買収後から2年のうちに年金資産が返還される確率は、友好的な買収では8.4%であったのに対して、敵対的買収では15.1%と約2倍に達した。Pontiff, Shleifer and Weisbach (1990) はまた、年金資産の返還によって買収プレミアムの約11%が説明可能であると論じている。こうした結果から、敵対的買収は企業と従業員との暗黙的契約を反故にする取引であると結論づけている。

Ippolito and James (1992) は、LBOに伴う従業員から株主への価値移転を分析している。LBOによる株主価値向上の源泉については、2つの理論がある。1つは、Jensen (1986) で論じられた効率性理論 (efficiency theory)、すなわちLBOを通じて企業の効率性が高まることで株主価値が高まるという理論である。いま1つは、Shleifer and Summers (1988) で提示されたトランスファー理論、すなわち従業員などのステークホルダーから株主に価値が移転することで、株主価値が向上するという理論である。Ippolito and James (1992) は、LBO発表前後に実施さ

れた工場閉鎖などについても考慮すると、Jensen (1986) で主張されたように効率性理論によってLBOの大部分を説明することができるとしている。ただし、LBOが発表された年およびその翌年に確定給付年金から確定拠出年金に移行する傾向が強まるというトランスファー理論を支持する証拠も発見している。

トランスファー理論は、ステークホルダーと企業との間の長期的かつ暗黙的な契約が敵対的買収などによって破られる結果、従業員などのステークホルダーから株主に価値が移転すると説く。すなわち、トランスファー理論はステークホルダーと企業との長期的かつ暗黙的な契約が企業価値の源泉であると考えており、敵対的買収によってこうした契約を安易に破棄することに警鐘を鳴らしているといえる。

こうしたトランスファー理論の考え方は、企業価値報告書にも反映されている。重要な論点なので長いが引用しよう。

「機関投資家を始めとした株主は、長期的な株価値向上を目的とするものが多い。また、日本の優良企業の経営者には、株主を重視しながらも、長期的な企業経営を展開することに強みを見出している者が多い。…これからは、強まる株主還元要求に応じて、内部留保と株主還元のバランスを再度見直すことも必要となる。他方で、差別化を生み出す企業固有の人材育成、優秀な取引先との良好な関係の構築、顧客や地域経済からの厚い信頼を形成するには、長期的な視野での経営戦略が必要であることには変わりない。防衛策の議論を一つの契機として、長期的な企業価値向上をもたらす企業の強みとは何か、その強みを強化するためにどのような事業戦略や財務戦略が必要なのか、ステークホルダーに対するインセンティブをどう強め、長期的な株主利益の向上につなげていくのか、といった点について、長期的な利益向

上を求める戦略的な株主と長期的な企業価値向上を旨とする企業経営者の間で、緊張感ある連携関係が生まれることにも期待したい。」

「株主を重視しながらも、長期的な企業経営を展開する」という文言からは、ややもすれば株主重視と長期的な企業経営が二律背反となりうることが示唆される。また「機関投資家を始めとした株主は、長期的な株価値向上を目的とするものが多い」という記述は、敵対的買収者が短期的な株価値の上昇を目的としているということを示している。このため、敵対的買収者が株主となった企業では、企業固有の人材育成、取引先との良好な関係の構築、顧客や地域経済からの信頼形成が困難となることを意味する。従業員の観点では、長期的でありかつ暗黙的な契約が継続されるからこそ、将来受け取ることが可能な報酬がある。しかしながら敵対的な買収の対象になると、こうした報酬を受け取ることができなくなる。いうまでもなく、敵対的買収後には確定給付年金の制度変更などが行われる可能性があり、それはまさに背信的な契約の破棄である。

以上の議論から、年金資産と退職給付債務の差額である退職給付に係る負債が大きいほど、企業は敵対的買収のターゲットになることを回避しようとすると考えられ、買収防衛策を導入する傾向が高まるであろう。したがって、退職給付に係る負債が大きい企業ほど、買収防衛策を導入するという仮説が導出される。

## 4. リサーチ・デザイン

### 4.1. サンプル選択

本研究では、2006年4月1日から2018年3月31日の間に導入された買収防衛策を分析の組上に載せる。買収防衛策は株主総会決議を経て導入されるので導入直前の決算情報を利用する。本研

究は3月決算かつ12ヶ月決算企業を対象とするので、2005年3月期から2017年3月期の会計情報を使用する。東京証券取引所に上場している企業を対象とし、会計情報については連結決算を用いる。ただし、銀行・証券・保険業の産業に分類される企業、および分析に必用なデータを入手できない企業はサンプルから除外する。なお、本研究に必要なデータのうち、買収防衛策についてはレコフのMARR Onlineから、社長の在任期間は日本経済新聞社の役員データから、それ以外のデータはQUICKのQUICK WORKSTATION Astra Managerから取得する。この結果、分析対象に含まれるのは合計18,133企業・年であり、買収防衛策を導入したのはそのうち715件である。

#### 4.2. 操作変数プロビット

本研究では、退職給付に係る負債が買収防衛策導入の意思決定に与える影響を分析するために、後述の通り、(1)式から(4)式の操作変数プロビット法を用いた推定を行う。

従属変数は、買収防衛策を導入すれば1、そうでなければ0とする二値変数である。本研究は、退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に与える影響を検証するため、独立変数として退職給付に係る負債(ONUFPL)を含める。退職給付に係る負債が大きければ、敵対的買収のターゲットとなることを回避するために、買収防衛策を導入するはずである。したがってONUFPLの係数はプラスになると考えられる。

ONUFPLの他に、先行研究で買収防衛策の導入と関連があることが示された変数をコントロール変数に含める。

まず、利益率が買収防衛策導入に与える影響をコントロールするために、本研究では総資産当期純利益率(ROANI)あるいは総資産経常利益率

(ROAOI)をコントロール変数として用いる。Manne(1965)で議論されたように、株主に対して十分なリターンをもたらしていないという意味で企業が非効率的に経営されていれば、株価が低下するため、買収のターゲットになる可能性が高まる。したがって買収防衛策を導入する企業の利益率は低いと考えられる。例えば、Malaesta and Walking(1988)は、1982年12月から1986年3月の間に買収防衛策を導入した企業では、導入前年の利益率が産業平均よりも低いことを確認している<sup>7)</sup>。利益率が低いほど買収防衛策を導入することが考えられ、ROANIとROAOIの係数は、共にマイナスになることが予測される。

次に、企業価値を示す変数としてPBRあるいはTOBIN'Qをコントロール変数に含める。既に紹介したように、Manne(1965)は買収防衛策を導入する企業では、非効率的な経営が行われているため、株価が低迷している可能性を指摘している。例えば、Strong and Meyer(1990)は買収防衛策を導入した企業のPERが1.14倍である一方、非導入企業のPERは1.77倍であり、導入企業のPERが有意に低いことを報告している。ただし、Davis(1991)やSundaramurthy(1996)、Davis and Greve(1997)では株式市場からの評価としてPBRを、また滝澤・鶴・細野(2010)ではPBRとTOBIN'Qを用いているものの、必ずしも明確な関係を見出すにはいたっていない。

一方、西山(2006)や西山(2008)は、2006年3月期時点と2008年時点で買収防衛策を導入していた企業を分析の組上に載せた結果、それらの企業のROEやPBRが市場平均を下回っていることを確認している。このように企業価値が低いほど買収防衛策を導入すると考えられるため、企業価値を示すPBRやTOBIN'Qの係数はマイナスになるであろう。

利益率を示す変数としてROANIあるいは

ROAOIを、また企業価値を表す変通としてPBRあるいはTOBIN'Qを使用するが、ROANIとROAOI、PBRとTOBIN'Qを、それぞれ同時にコントロール変数として用いるわけではない。利益率と企業価値を示す変数が2つずつ存在し、高い相関関係があると考えられるため、利益率と企業価値の代理変数としてそれぞれ1つずつを選択し、後述のような（1）式から（4）式の合計4パターンの分析を行う。

日本では、総資産に占める現金同等物<sup>8)</sup>の比率が高い企業では、これらの価値が株価に十分に反映されないため、買収ターゲットになることがある。例えば、野間・本多(2005)はスティール・パートナーズによる株式公開買い付けの対象となったソトーを事例として、同社の現金や有価証券、投資有価証券が株価に十分に反映されていないことを説明している。また胥(2007)は、村上ファンドやスティール・パートナーズの投資ターゲットになった企業では、そうでない企業に比べて現金同等物の比率が高いことを報告している。滝澤・鶴・細野(2010)でも、2005年度に買収防衛策を導入した企業では現金同等物が資産に占める比率が高いことを確認している。つまり、日本企業では多額の現金や有価証券、投資有価証券を保有する企業は買収ターゲットになりやすいため、買収防衛策を導入する傾向が高いと考えられる。本研究でも現金同等物(Cash)をコントロール変数に含め、その係数はプラスになると予測する。

コーポレート・ガバナンスに関連する変数として、社外取締役比率(OutsideDirector)および経営者持株比率(MH)、その他法人持株比率(OTHERH)、外国法人持株比率(FORH)をコントロール変数に含める。

Fama(1980)やFama and Jensen(1983)で論じられたように、社外取締役は株主価値を最大

化するために経営をモニタリングすることが期待される。理論的には社外取締役が少ない方が経営陣との利害が一致すると考えられるため、社外取締役が取締役に占める比率が高いほど、買収防衛策を導入する確率は低下すると考えられる。ただし、米国企業を対象として実証分析を行ったMallette and Fowler(1992)やSudaramurthy(1996)、Danielason and Karpoff(1998)、Davis(1991)、Davis and Greve(1997)では、こうした理論と首尾一貫した結果が得られていない。Danielason and Karpoff(1998)は社外取締役が多い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向があることを確認しているものの、他の先行研究は統計的に有意な関係を発見していない。同様に、日本企業を対象に分析した滝澤・鶴・細野(2010)も社外取締役比率と買収防衛策との間に有意な関係を見出していない。ただし、本研究では、社外取締役が多いほど買収防衛策が導入されにくくなると考えることから、社外取締役比率(OutsideDirector)の係数はマイナスになると予測する。

経営者持株比率と買収防衛策については、理論的に2つの関係がありうる。1つは、経営者持株比率が高いほど、買収防衛策を導入しないという関係である。Malatesta and Walking(1988)やDavis(1991)、Mallette and Fowler(1992)で論じられたように、経営者持株比率が高ければ株主と利害が一致するので、買収防衛策は導入されにくくなると考えられる。いま1つは、経営者持株比率が高いほど、買収防衛策を導入するという関係である。すなわち、経営者の持株比率が高ければ、経営者の保身を助長する可能性もありうる(Fama and Jensen(1983)、Demsetz and Lehn(1985))。このように理論的には、経営者持株比率と買収防衛策との関連について2つの関係が考えられるが、実証研究では経営者の持株比率が低い企業で、買収防衛策が導入される傾向があるこ

とが確認されている (Strong and Meyer (1990)、Davis (1991)、Malette and Fowler (1992)、Davis and Greve (1997)、Danielson and Karpoff (1998)、Malatesta and Walking (1998)、滝澤・鶴・細野 (2010))。これに対して、Sundaramurthy (1996) は経営者持株比率と買収防衛策導入との間に、非線形的な関係があることを確認している。すなわち経営者の持株比率が低い時にその比率が上昇すると買収防衛策が導入されにくくなる一方で、持株比率が高い水準の場合はより高くなるほど買収防衛策が導入される傾向があることを報告している。本研究では、経営者持株比率が低いほど買収防衛策は導入されにくくなるので、経営者持株比率 (MH) の係数はプラスになると予測する。

また、その他法人持株比率 (OTHERH) を株式持ち合いの代理変数として使用する。株式の持ち合い比率が高い企業に対して敵対的買収を行うことは困難であるため、こうした企業では買収防衛策を導入するインセンティブが低いであろう。一方、株式持ち合いの比率が小さければ、敵対的買収のターゲットになりやすいため、買収防衛策を導入すると考えられる。事実、胥 (2007) では株式持ち合い比率が低い企業ほど敵対的買収のターゲットになる傾向があることが確認されている。しかし滝澤・鶴・細野 (2010) は、株式持ち合い比率が高い企業で買収防衛策が導入される傾向が高いことを示している。このように先行研究では必ずしも一貫した傾向が確認されないものの、本研究ではその他法人持合比率 (OTHERH) が低いほど買収防衛策が導入されるとの考えに立ち、その係数はマイナスになると予測する。

さらに、本研究では外国人持株比率 (FORH) をコントロール変数に含める。Davis and Stout (1992) や Mallette and Fowler (1992) で論じられたように、純粋投資を目的とする外国人等の

機関投資家は買収者の TOB に賛同しやすいことから、外国人の持ち株比率が高ければ買収防衛策を導入する傾向が高いと考えられる。その一方で、Sundaramurthy (1996) が述べたように、一般株主の観点から買収防衛策に反対する機関投資家も多いため、外国人持株比率が高ければ買収防衛策は導入されにくくなることも考えられる。

実証研究では、機関投資家あるいは外国人の株式保有と買収防衛策との間にはいくつかの関係が報告されている。まず、Davis (1991) や Strong and Meyer (1990)、Malette and Fowler (1992)、Davis and Greve (1997)、Danielson and Karpoff (1998) などは、機関投資家による株式保有比率が高い企業ほど買収防衛策を導入していることを発見している。これに対して、Sundaramurthy (1996) では機関投資家による株式保有比率と買収防衛策との間に統計的に有意な関係は見出されていない。また滝澤・鶴・細野 (2010) は、平均値の差の検定により買収防衛策を導入した企業は非導入企業よりも外国人持ち株比率が高いことを報告しているものの、プロビット分析では有意な関係を示していない。本研究では外国人による保有比率が高い企業ほど買収防衛策を導入すると考えるので、外国人持株比率 (FORH) の係数はプラスになると予測する。

さらに、経営者の保身に関連する変数として、社歴 (FirmAge) と社長の在任期間 (Tenure) もコントロール変数として含める。Davis and Stout (1992) は、社歴の長い企業ほど敵対的買収の対象になりやすいことを示す証拠を発見している。同じように滝澤・鶴・細野 (2010) も、平均値の差の検定から社歴の長い企業ほど買収防衛策を導入する傾向があることを報告している。社歴の長い企業ほど買収防衛策を導入すると考えると、社歴 (FirmAge) の係数はプラスになるであろう。

社長の在任期間（Tenure）が長くなると、他の取締役の選任や解任などを通じて取締役会に対する影響力も強くなるなど、社長自身が保身を行う可能性が出てくる。Mallette and Fowler(1992)が主張したように、敵対的買収の対象になると、現社長の企業に対する影響力は低下するので、在任期間が長い社長ほど買収防衛策を導入するようになると考えられる。その一方で、滝澤・鶴・細野（2010）が論じたように、在任期間が短い経営者がその任期を全うするために、買収防衛策を導入する可能性もある。Mallette and Fowler（1992）は在任期間と買収防衛策との間に明確な関係を見出していないのに対して、滝澤・鶴・細野（2010）は在任期間が短い社長が買収防衛策を導入する傾向が高いことを示す証拠を発見している。

本研究では株式時価総額（MVE）と負債比率（Debt）もコントロール変数に含める。株式時価総額が大きい企業を買収することは困難であるため、時価総額が小さい企業ほど敵対的買収のターゲットになりやすい。事実、Davis（1991）やDavis and Greve（1997）では、株式時価総額が小さい企業ほど買収防衛策を導入することが報告されている。一方、Comment and Schwert(1995)は総資産が大きいほど買収防衛策を導入していることを確認しているほか、滝澤・鶴・細野(2010)もまた株式時価総額が大きいほど買収防衛策を導入する確率が高まることを示している。先行研究では必ずしも首尾一貫した結果が得られていないものの、本研究では株式時価総額（MVE）が小さい企業で買収防衛策を導入する傾向が高まると考え、株式時価総額（MVE）の係数はマイナスになると予測する。

負債比率（Debt）もまた買収防衛策の導入に影響を与えられと考えられる。Jensen（1989）で解き明かされたように、米国における敵対的買収

の主要な目的の1つは、負債比率が低い企業に対してレバレッジを高めることを通じて、フリー・キャッシュフローを分配させることであった。日本でも、胥（2007）によって負債比率が低い企業が敵対的買収のターゲットになることが報告されている。負債比率が低い企業は敵対的買収の対象になることを回避するために、買収防衛策を導入すると思われる。実証研究でも、Davis and Stout（1992）や滝澤・鶴・細野（2010）において負債比率が低い企業ほど、買収防衛策を導入することが確認されている。本研究でも、負債比率（Debt）の係数はマイナスになると予測する。

最後に、同一産業導入比率（Industry Adopter）をコントロール変数に含める。Davis（1991）で論じられたように、同一産業内で他社が敵対的買収のターゲットになっていると、同じように買収防衛策未導入企業が敵対的買収のターゲットになることが考えられる。このような状況では、買収防衛策を導入していなければ敵対的買収の対象になるため、同一産業で買収防衛策を導入している企業が多いほど、買収防衛策を導入する傾向が高くなると考えられる。したがって、同一産業導入比率（Industry Adopter）の係数はプラスになるであろう。

本研究では、以下の（1）式から（4）式を推定するにあたり、操作変数プロビット法を用いる。なぜならば、買収防衛策の導入と退職給付に係る負債との間に同時決定等の可能性があるからである。例えば、退職給付に係る負債が大きいから、従業員から株主への価値移転を防止するために買収防衛策を導入するという論理が成り立つ。それと同時に、買収防衛策を導入しているために、株主からの圧力が弱く、確定拠出年金が導入されずに確定給付年金が維持されるという論理も成立する。こうした同時決定の可能性を考慮し、退職給付債務の割引率（Discount Ratio）を操作変数と

して使用する。割引率は退職給付債務の多寡と退職給付に係る負債に影響を与えるのに対して、買収防衛策の導入とは関連がないと考えられるからである。

$$\begin{aligned} \text{Prob(POISON)} = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} + \beta_2 \text{ROANI} \\ & + \beta_3 \text{PBR} + \beta_4 \text{Cash} + \beta_5 \text{OutsideDirector} \\ & + \beta_6 \text{MH} + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{MVE} \\ & + \beta_{12} \text{Debt} + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob(POISON)} = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} + \beta_2 \text{ROAOI} \\ & + \beta_3 \text{PBR} + \beta_4 \text{Cash} + \beta_5 \text{OutsideDirector} \\ & + \beta_6 \text{MH} + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{MVE} \\ & + \beta_{12} \text{Debt} + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob(POISON)} = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} \\ & + \beta_2 \text{ROANI} + \beta_3 \text{TOBIN'Q} + \beta_4 \text{Cash} \\ & + \beta_5 \text{OutsideDirector} + \beta_6 \text{MH} \\ & + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} + \beta_{11} \text{MVE} \\ & + \beta_{12} \text{Debt} + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob(POISON)} = & F(\alpha + \beta_1 \text{ONUFPL} \\ & + \beta_2 \text{ROAOI} + \beta_3 \text{TOBIN'Q} + \beta_4 \text{Cash} \\ & + \beta_5 \text{OutsideDirector} + \beta_6 \text{MH} \\ & + \beta_7 \text{OTHERH} + \beta_8 \text{FORH} \\ & + \beta_9 \text{FirmAge} + \beta_{10} \text{Tenure} \\ & + \beta_{11} \text{MVE} + \beta_{12} \text{Debt} \\ & + \beta_{13} \text{Industry Adopter}) \end{aligned} \quad (4)$$

POISON：買収防衛策導入を導入すれば1、導入しなければ0とする

ONUFPL：退職給付に係る負債÷総資産

ROANI：当期純利益÷総資産

ROAOI：経常利益÷総資産

PBR：株式時価総額÷自己資本

TOBIN'Q：(株式時価総額+負債合計)÷総資産

Cash：現金同等物÷総資産。なお、現金同等物=現金+有価証券+投資有価証券とする

OutsideDirector：社外取締役人数÷取締役人数

MH：経営者持株数÷発行済株式総数

OTHERH：その他法人所有株数÷発行済株式総数

FORH：外国法人等所有株数÷発行済株式総数

FirmAge：社歴の自然対数

Tenure：社長の在任期間の自然対数

MVE：株式時価総額の自然対数

Debt：(短期借入金・社債合計+長期借入金・社債・転換社債)÷自己資本

Industry Adopter：同一産業導入比率<sup>9)</sup>

## 5. 実証結果

### 5.1. 記述統計量

表1は、本研究で使用する変数の記述統計量を示している。買収防衛策導入(PoisonPill)の平均値が0.039であることから、サンプルの3.9%で買収防衛策が導入されていることがわかる。また退職給付に係る負債(ONUFPL)の平均値は0.036であり、総資産に占める退職給付に係る負債の平均値は3.6%であることが確認される。

表2は、変数間の相関関係を表示している。買収防衛策導入(PoisonPill)と退職給付に係る負債(ONUFPL)の相関は、PearsonとSpearman

のいずれにおいてもマイナスになっている。ROANIとROAOI、PBRとTOBIN'Q、またFORHとMVEについて強い相関関係が確認されるが、他の変数間で強い相関はないといえる。

## 5.2. 実証結果

表3は、買収防衛策導入企業と非導入企業との間で各変数の平均値と中央値の差があるかをt検定とウィルクソンの順位和検定で試した結果を要約している。

買収防衛策導入企業における退職給付に係る負債(ONUFPL)の平均値が3.4%であるのに対して、非導入企業では3.6%である。同様に導入企業の中央値が2.7%であり、非導入企業では2.6%である。すなわち、平均値と中央値のいずれにおいても、両者の間に統計的に有意な差がないことがわかる。

表4は、(1)式から(4)式について操作変数プロビット法による推定を行った結果を示している。ワルド検定の結果から、全ての式において内生性がないという帰無仮説が棄却されるので、操作変数プロビット法による推定が採択されるべきであることが確認される。また全ての式で退職給付に係る負債(ONUFPL)は統計的に有意なプラスである。このことは、退職給付に係る負債が大きい企業ほど、買収防衛策を導入する傾向にあることを示唆している。言い換えれば、退職給付に係る負債が大きいほど、敵対的買収の対象になることを防ぐために、買収防衛策を導入するのである。

## 6. おわりに

本研究では退職給付に係る負債が買収防衛策の導入に対して与える影響について、操作変数プロ

表1 記述統計量

	平均値	中央値	最小値	最大値	標準偏差
PoisonPill	0.039	0.000	0.000	1.000	0.195
ONUFPL	0.036	0.026	0.000	0.177	0.033
ROANI	0.026	0.026	-0.141	0.121	0.030
ROAOI	0.051	0.046	-0.068	0.183	0.037
PBR	1.076	0.893	0.250	5.228	0.666
TOBIN'Q	1.005	0.942	0.493	2.796	0.310
Cash	0.222	0.202	0.029	0.626	0.119
OutsideDirector	0.123	0.111	0.000	0.571	0.131
MH	0.040	0.008	0.000	0.407	0.069
OTHERH	0.262	0.235	0.011	0.729	0.164
FORH	0.114	0.080	0.000	0.494	0.108
FirmAge	1.748	1.799	0.477	2.061	0.226
Tenure	1.027	1.041	0.000	1.663	0.354
MVE	4.518	4.426	3.124	6.463	0.687
Debt	0.622	0.326	0.000	6.538	0.850
IndustryAdopter	0.029	0.015	0.000	0.159	0.034
DiscountRatio	1.774	2.000	-0.200	15.120	1.097

表2 相関関係

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1)PoisonPill		-0.011	0.006	0.016	0.057	0.050	-0.009	-0.024	-0.046	-0.076	0.048	0.032	0.024	0.075	0.006	0.241	0.071
(2)NONUPL	-0.001		-0.079	-0.112	-0.026	-0.047	-0.011	0.015	-0.109	0.063	-0.137	0.082	-0.075	-0.153	-0.018	0.037	0.000
(3)ROANI	0.004	-0.092		0.849	0.324	0.401	0.201	0.086	0.031	-0.010	0.252	-0.036	0.057	0.239	-0.305	-0.030	-0.092
(4)ROAOI	0.018	-0.108	0.896		0.397	0.485	0.227	0.055	0.098	-0.019	0.302	-0.105	0.063	0.267	-0.338	0.010	-0.050
(5)PBR	0.065	-0.036	0.401	0.435		0.900	0.009	0.103	0.032	-0.096	0.300	-0.091	0.008	0.454	0.185	0.115	0.022
(6)TOBIN'Q	0.062	-0.033	0.379	0.407	0.956		0.061	0.104	0.033	-0.106	0.337	-0.108	0.026	0.461	0.049	0.106	0.008
(7)Cash	-0.001	-0.014	0.229	0.220	0.008	-0.032		0.042	0.101	-0.062	0.122	-0.052	0.114	0.017	-0.403	-0.076	-0.084
(8)OutsideDirector	-0.024	0.004	0.096	0.056	0.106	0.089	0.033		-0.132	0.039	0.216	-0.021	-0.102	0.188	-0.024	-0.213	-0.176
(9)MH	-0.047	-0.115	0.051	0.069	-0.160	-0.137	0.158	-0.206		-0.139	-0.189	-0.302	0.286	-0.279	-0.021	0.003	-0.008
(10)OTHER	-0.074	0.028	-0.035	-0.031	-0.151	-0.144	-0.051	0.017	0.000		-0.353	-0.040	-0.173	-0.221	-0.047	-0.038	-0.087
(11)FORH	0.063	-0.150	0.299	0.324	0.346	0.308	0.132	0.194	-0.374	-0.353		0.017	-0.054	0.718	-0.116	-0.014	0.083
(12)FirmAge	0.030	0.121	-0.075	-0.136	-0.059	-0.066	-0.048	0.094	-0.394	-0.078	0.110		0.027	0.074	0.019	0.055	0.031
(13)Tenure	0.020	-0.076	0.049	0.057	-0.011	-0.003	0.112	-0.106	0.468	-0.098	-0.091	-0.113		-0.112	-0.053	0.042	-0.012
(14)MVE	0.084	-0.146	0.262	0.290	0.553	0.506	0.033	0.179	-0.502	-0.225	0.758	0.182	-0.126		-0.010	0.038	0.101
(15)Debt	0.018	0.020	-0.379	-0.392	0.093	0.148	-0.549	-0.030	-0.138	-0.087	-0.153	0.121	-0.054	-0.046		0.022	0.082
(16)IndustryAdopter	0.210	0.051	-0.042	0.002	0.104	0.097	-0.048	-0.242	0.001	-0.049	-0.008	-0.017	0.050	0.019	0.016		0.237
(17)DiscountRatio	0.102	0.038	-0.156	-0.090	0.059	0.060	-0.122	-0.336	-0.100	-0.077	0.037	-0.013	-0.018	0.099	0.117	0.429	

注) 右上三角行列がPearson相関、左下三角行列がSpearman相関。

表3 差の検定結果

	導入企業		非導入企業		t値	z値
	平均値	中央値	平均値	中央値		
ONUFPL	0.034	0.027	0.036	0.026	1.538	0.194
ROANI	0.027	0.026	0.026	0.026	-0.801	-0.596
ROAOI	0.054	0.049	0.051	0.046	-2.128 *	-2.411 *
PBR	1.263	1.080	1.069	0.886	-7.655 **	-8.729 **
TOBIN'Q	1.083	1.016	1.002	0.939	-6.798 **	-8.398 **
Cash	0.216	0.201	0.222	0.202	1.240	0.147
OutsideDirector	0.108	0.083	0.124	0.111	3.174 **	3.172 **
MH	0.024	0.005	0.040	0.008	6.148 **	6.287 **
OTHERH	0.200	0.172	0.264	0.238	10.314 **	9.953 **
FORH	0.139	0.123	0.113	0.078	-6.435 **	-8.428 **
FirmAge	1.783	1.799	1.747	1.799	-4.246 **	-4.059 **
Tenure	1.069	1.114	1.025	1.041	-3.236 **	-2.634 **
MVE	4.773	4.743	4.507	4.410	-10.179 **	-11.299 **
Debt	0.646	0.378	0.621	0.323	-0.753	-2.369 *
IndustryAdopter	0.069	0.058	0.027	0.014	-33.405 **	-28.207 **

注) \*\*, \*はそれぞれ1%、5%の水準で有意であることを示す。

表4 操作変数プロビット法の推定結果

	(1)式		(2)式		(3)式		(4)式	
	係数	z値	係数	z値	係数	z値	係数	z値
ONUFPL	28.49	11.29 **	28.41	11.13 **	28.60	11.67 **	28.50	11.44 **
ROANI	1.94	3.93 **			1.88	4.09 **		
ROAOI			2.82	6.48 **			2.81	7.03 **
PBR	-0.18	-6.94 **	-0.21	-7.79 **				
TOBIN'Q					-0.32	-7.31 **	-0.40	-8.65 **
Cash	0.02	0.16	0.00	0.04	0.00	-0.04	-0.02	-0.16
OutsideDirector	-0.22	-2.02 *	-0.19	-1.75	-0.24	-2.19 *	-0.21	-1.92
MH	1.08	1.73	0.93	1.52	1.05	1.73	0.90	1.5
OTHERH	-0.31	-1.28	-0.36	-1.5	-0.31	-1.28	-0.36	-1.51
FORH	0.35	1.89	0.23	1.24	0.40	2.11 *	0.28	1.49
FirmAge	-0.30	-5.96 **	-0.28	-5.59 **	-0.30	-6.11 **	-0.29	-5.76 **
Tenure	0.26	6.76 **	0.26	6.82 **	0.26	6.72 **	0.26	6.8 **
MVE	0.36	15.55 **	0.36	15.48 **	0.34	14.59 **	0.35	14.71 **
Debt	0.08	4.13 **	0.10	5.11 **	0.06	3.45 **	0.08	4.5 **
IndustryAdopter	3.42	1.59	3.53	1.66	3.19	1.46	3.32	1.54
Constant	-3.13	-9.83 **	-3.24	-10.68 **	-2.88	-8.37 **	-2.94	-8.88 **
Wald test of exogeneity		10.76 **		11.25 **		10.50 **		10.96 **

注) \*\*, \*はそれぞれ1%、5%の水準で有意であることを示す。

ビット法による実証的な推定を行った。本研究の貢献は、次の2つである。

1つは、Shleifer and Summer (1989) を嚆矢とするトランスファー理論に基づき、買収防衛策導入に対し退職給付に係る負債が与える影響をめぐる仮説を構築したことである。すなわち、敵対的買収によって買収者が従業員などのステークホルダーから株主に富を移転する可能性があり、それを回避するために退職給付に係る負債が大きい企業は買収防衛策を導入するであろうという仮説を設定した。

いま1つは、操作変数プロビット法を用いて、退職給付に係る負債が多い企業ほど、買収防衛策を導入する傾向があることを示したことである。内生性を考慮したうえで、その影響を検証したという点で頑健な結果といえる。

本研究にも課題がある。図1で示したように、買収防衛策を導入する企業は減少傾向にある。つまり、かつて買収防衛策を導入していた企業が導入しなくなったことを意味しているが、その論理については本研究の分析の対象に含めていない。同時期、退職給付制度を確定給付年金から確定拠出年金へ移行させた企業は多い。このことは、退職給付に係る負債の増加に歯止めがかかった企業が多いことを示唆し、それと買収防衛策導入撤回との間に関係性があることは否定できない。こうした論点については、今後の課題としたい。

#### 《注》

- 1) 新株予約権による買収防衛策については課税関係に関しても論点となっている。この点について、2015年7月7日、経済産業省と国税庁は、自民党総合経済調査会企業統治に関する委員会で、買収者等にも新株予約権の第三者への譲渡を認めているライツプランであれば、ライツプラン発動時に買収者以外の株主に課税関係は発生しないことを明らかにした。なお、ここで想定されたライツプランとは、時価よりも大幅に低い価額で権利行使できる新株予約権を全株主に発行し、特定の買収者のみ権利行使できないことと

する買収防衛策である。

- 2) コーリン産業による蛇の目ミシンや国際航業の株の買い占め、ミネベアによる三協精機の株の買い占め、ブーン・ピケンズ氏による小糸製作所の株の買い占めなど(菊地[2010]参照)。
- 3) 田邊(2005)を参照。
- 4) 胥(2007)では、剰余金分配率を(配当+自己株式の消却+自己株式の取得)÷(その他資本剰余金+その他利益剰余金-自己株式)として定義している。
- 5) 敵対的買収と従業員による企業特長的な人的資本形成については、Osano(1996)や小佐野(2005)を参照されたい。
- 6) 本研究では、トランスファー理論をめぐる実証研究のうち敵対的買収やLBOが企業年金に与える影響について検証したものだけを挙げている。この他にも、Bhagat, Shleifer and Vishny(1990)、Franks and Mayer(1996)、Lichtenberg and Siegel(1990)などがトランスファー理論に関する実証研究を行っている。Bhagat, Shleifer and Vishny(1990)は1984年から1986年の間に米国企業を対象として起きた62件の敵対的買収を検証した。その結果、敵対的買収によって生じる従業員の解雇は、平均的に利益の源泉の10%から20%であることを確認している。Franks and Mayer(1996)は1985年と1986年にイギリスで起きた敵対的買収80件をサンプルとして実証分析を行っている。その結果、敵対的買収以前に敵対的買収のターゲットとなった企業のパフォーマンスは悪くなかったにもかかわらず、買収後に役員の交替やリストラクチャリングが起きる傾向があることを報告している。Lichtenberg and Siegel(1990)は1981年から1986年の間に米国で起きたLBOに関連する1132箇所の事業所のデータを用いてLBOの影響を検証している。実証分析から、敵対買収後に生産部門の社員の賃金や雇用は削減されないのに対して、非生産部門では削減される傾向があることを見出している。
- 7) ただし、1988年のデータを使用したMallete and Fowler(1992)では、買収防衛策導入とROEの間に統計的に有意な関連を発見していない。
- 8) 胥(2007)にならい、本研究では現金同等物を「現金+有価証券+投資有価証券」として定義する。
- 9) 前年の同一産業における買収防衛策導入企業の比率と定義する。

#### 《参考文献》

- Anantharaman, D., Fang, V. W., Gong G., 2014. Inside debt and the design of corporate debt contracts, *Management Science* 60, 1260-1280.
- Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R. W., 1990. Hostile takeovers in the 1980s: The return to corporate specialization, *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-84.
- Coase, R. L., 1937. The nature of the Firm, *Economica* 4, 386-400.

- Comment, R., Schwert, G. W., 1995. Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures, *Journal of Financial Economics* 39, 3-43.
- Danielson, M., Karpoff, J., 1998. On the uses of corporate governance provisions, *Journal of Corporate Governance* 4, 347-371.
- Davis, G., 1991. Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network, *Administrative Science Quarterly* 36, 583-613.
- Davis, G., Greve, H., 1997. Corporate elite networks and governance changes in the 1980s, *American Journal of Sociology* 103, 1-37.
- Davis, G., Stout S., 1992. Organization theory and the market for corporate control: A dynamic analysis of the characteristics of large takeover targets, 1980-1990, *Administrative Science Quarterly* 37, 605-633.
- Demsetz, H., Lehn, K., 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences, *Journal of Political Economy* 93, 1155-1177.
- Fama, E., 1980. Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307.
- Fama, E. F., Jensen, M. C., 1983. Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-324.
- Franks, J., Mayer, C., 1986. Hostile takeovers and the correction of managerial failure, *Journal of Financial Economics* 40, 163-181.
- 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』第570号, 4-13.
- Ippolito, R. A., 1985. The labor contract and true economic pension liabilities, *American Economic Review* 75, 1031-1043.
- Ippolito, R. A., James, W. H., 1992. LBOs, reversions and implicit contracts, *Journal of Finance* 47, 139-167.
- Jensen, M. C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jensen, M., 1989. The eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* 67, 61-74.
- 菊地正俊, 2010. 『日本企業を強くするM&A戦略』, PHP研究所.
- Lichtenberg, F. R., Siegel, D., 1980. The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior, *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Malatesta, P., Walkling, R., 1998. Poison pill securities: Stockholder wealth, profitability and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 20, 347-376.
- Mallette, P., Fowler, K., 1992. Effects of board composition and stock ownership on the adoption of poison pill, *Academy of Management Journal* 35, 1010-1035.
- Manne, H., 1965. Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy* 73, 110-126.
- 水谷謙作, 2006. 「敵対的買収ターゲット企業の財務的特徴－敵対的買収者出現による資本市場への影響」『証券アナリストジャーナル』第44巻第12号, 74-85.
- 西山賢吾, 2006. 「議決権行使と買収防衛策」『財界観測』第69巻第2号, 94-121.
- 西山賢吾, 2008. 「議決権行使から見た日本企業」『財界観測』第71巻第3号, 46-71.
- 野間幹晴, 2018. 「退職給付に係る負債と現金保有」『産業経理』第78巻第2号, 131-143.
- 野間幹晴・本多俊樹, 2005. 『コーポレートファイナンス入門－企業価値向上の仕組み－』共立出版.
- 小佐野広, 2005. 『コーポレートガバナンスと人的資本』, 日本経済新聞社.
- Osano, H., 1996. Breach of contracts and renegotiation in corporate takeovers, *Japanese Economic Review* 47, 346-367.
- Pontiff, J., Shleifer, A., Weisbach, M. S., 1990. Reversions of excess pension assets after takeovers, *The RAND Journal of Economics* 21, 600-613.
- Shleifer, A., Summers, L., 1988. Breach of trust in hostile takeovers, in A. Auerbach eds., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago, 33-69.
- 胥鵬, 2007. 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島英昭編著『日本のM&A』東洋経済新報社, 197-221.
- Strong, J., Meyer, J., 1990. An analysis of shareholder rights plans, *Management and Decision Economics* 11, 73-86.
- Sundaramurthy, C., 1996. Corporate governance within the context of antitakeover provisions, *Strategic Management Journal* 17, 377-394.
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫, 2010. 「どのような企業が買収防衛策を導入するか」『金融経済研究』第30号, 1-20.
- 田邊光政, 2005. 「企業買収の防衛策について」『立命館法学』304号, 127-156.
- Williamson, O. E., 1986. *The Institutions of American Capitalism*, Basic Books, New York.

#### 付記

本投稿論文は、筆者によって編集委員会に提出された原稿について査読プロセスを経ることなく掲載したものである。