

ゴールデン・パラシュートに関する考察

劉 遲

近年アメリカでは、テイク・オーバーの沈静化がみられる。しかし、この十数年来に、この特異な経済現象であるテイク・オーバーが生み出した新たなビジネスの流儀やそれに伴う問題は、現在なお全てが明らかになったわけではない。したがって今後の経済活動の発展のためにも、テイク・オーバーにより残された膨大な課題は、経済学および法学などの分野で改めて検討され、再評価される必要がある。本稿では、その中の一つの代表的な問題である—ゴールデン・パラシュート—を検討の対象としてみたい。

1. ゴールデン・パラシュート(golden parachute)とは何か。

『ゴールデン・パラシュート』とは、支配権の移転に伴いテNDER・オファーが実行された際に、上級役員に対し特別な支払いをするという雇用契約である。支配権の移転とは、一般に相当な量の社外株式の購入や、取締役会の過半数の変動、無関係の者による会社の取得などの諸事項を指している。

アメリカにおいてゴールデン・パラシュートはすでに七十年代には存在し初めていた⁽¹⁾。1983年の ward howell international の統計によると、当時 FORTUNE社の1000社の内、およそ50パーセントの会社がゴールデン・パラシュートを雇用契約にとり入れていたという。このようにゴールデン・パラシュートが広範に採用された理由には、伝統的な合併による会社の支配権取得という方法に代わりテNDER・オファーという方法が採用されるようになったという事実がある⁽²⁾。

従来は、合併が行われる際には、株主の投票に一任される前に、ターゲット会社の取締役の賛成を得られなければならなかった。したがって利益調整も、買収を行う会社とターゲット会社の株主の間でだけでなく、ターゲット会社の経営陣も一つの集団として加えられた上で行われた。しかし、テNDER・オファーでは、買収を行う会社はターゲット会社の経営陣の同意を必要とせず、直接

その株主と交渉できる。この方法によると、買収を行う会社とターゲット会社の株主のみが利益調整の二集団となるので、テnder・オファーの結果は、必ずしもターゲット会社の経営陣に有利だとは限らなくなる。実際、買収された会社の元経営者の約50パーセントが、買収後に職を失ってしまったという結果が、多くの研究により報告されている⁽³⁾。株主と経営者の間に潜在的な利益衝突が存在する場合には、経営者が自分の利益を維持するために、買収を行う会社に対抗する、あるいは、買収されないように自社の魅力を減少させるというような行動を選択する可能性が生じる。ゴールデン・パラシュートは、70年代の中期、テnder・オファーに伴うこの株主と経営者の利益衝突を緩和する一つの手段として、用られ始めるようになったのである⁽⁴⁾。

1980年に行われた規制S-Kの4の修正項目では、SECでは、委任状説明書の中に特別役員の報酬のプログラムを事後に必ず発表することを要求しているので、この委任状説明書は、ゴールデン・パラシュートの研究において分析のデータ源として役立つ。ゴールデン・パラシュートは基本給、ボーナス、年金、並びに医療保険、生命保険、ストック・オプション、株式買い戻しプランなどの付加給与からなるものである。

LambertとLarckerが1985年に報告した研究結果では、1. ゴールデン・パラシュートの契約は支配権の移転を生じたときのみ実行できる。2. この契約に参加できるのは指定された少数の上級役員だけである。3. ゴールデン・パラシュートの決定には一般に正式な株主の投票を必要としない⁽⁵⁾、という三つの事項が明らかにされている。

またゴールデン・パラシュートにより報酬を得るためには、役員は、(契約の限定にしがって)支配権の移転が行われたことや、契約を解除する事情、すなわち理由無き解雇、移動の強制、および支配権の移転などによって、今後の報酬を従来どおりに受け取ることが不可能になったことを証明しなければならないとされる。

従来の従業員雇用契約と比較すると、ゴールデン・パラシュートにはいくつかの明らかな違いが見られる。従来の多くの雇用契約では、支配権の移転を生じた後の経営者への支払い報酬についてはやや曖昧な点を残しているが、ゴールデン・パラシュートでは報酬と支配権の移転の関係が明確にされ、雇用契約の不明瞭さという問題が解決される。従来の多くの雇用契約においては、経営

者が自発的に会社を離れる際には報酬を受けられないが、それとは対照的にゴールデン・パラシュートでは、支配権の移転の後に経営者が自発的に会社から離れる際にも、一定の状況に基づいて報酬の上での同意を得られる。またゴールデン・パラシュートが役員に与えられる際には、役員側は一般にその契約を提示する必要がない点も重要である。従来多くの雇用契約は一般に経営者にサラリーだけを与えるものであったが、このゴールデン・パラシュートは、経営者にサラリー以外の付加利益も与えるものなのである⁽⁶⁾。

2. ゴールデン・パラシュートの評価

1. 法律上の問題

ゴールデン・パラシュートが一般に採用されるようになるにつれ、株主が訴訟を起こすケースが見られるようになった。その際、裁判所では判決に、『経営判断原則』という考え方がしばしば用いられた。『経営判断原則』とは、『経営者は会社の最善利益に反するものと判断されたテイク・オーバーに抵抗することは権利であり、義務でもある。ゴールデン・パラシュートは敵対的企業買収に反対することに助力する役割をその範囲内に含んでいる。すなわち、ゴールデン・パラシュートを遂行することも経営判断に含まれている。』というものである。裁判所はこの見解に基づき判決を行ったのである。しかし、ゴールデン・パラシュートに伴う法的問題に対しては、ケース・バイ・ケースの対応が必要であり、裁判所はこの問題に対して、ゴールデン・パラシュートが制定される時点や、取締役会においてよく考えられたものか否かについてよく調べるべきである、という主張の方が、より一般的な見解と考えられているように思われる⁽⁷⁾。

2. ゴールデン・パラシュートに関する論争

ゴールデン・パラシュートは、アメリカにおいて政府機関、マスコミ界から株主と経営者の間にまでわたり広範囲に議論されており、さまざまな視点からこの問題についてが論じられている。

(1) インセンティブ調整 (alignment) 仮説：

テイク・オーバー活動において、ターゲット会社の株主は会社を、買収され

ることにより相当な利益を得られるが、一方、ターゲット会社の経営者は、その非友好的な買収によって自己が不利な立場に陥ることが多い。そのため、テイク・オーバーの受託に伴う経営者と株主との間の利益上の対立が、しばしば見られることとなる。

株主と経営者の利益が対立することにより、経営者は自己の利益を維持するために、ビット会社に対抗したり、テイク・オーバーの可能性を減らすために、自社の魅力を減少させるような行動をする可能性が大きい。テイク・オーバーを成功させる要因は、経営者の行動に大きく左右される。

経営者と株主との利益対立が激しくなった原因としては、二つのものが考えられる。一つは、テイク・オーバーが80年代において未曾有の拡大を遂げたことであり、もう一つは、70年代半ばから、役員の報酬契約が、市場に基づくもの（たとえば、ストック・オプション）から、会計決算に基づく契約（たとえばパフォーマンス・プラン）に変えられたことである。役員の報酬契約が市場に基づくならば、テイク・オーバーにより合併のプレミアムも相当に上がり、何ら問題はないはずである。しかし、会計決算に基づく契約は、合併時の市場と一致する評価によるものではない。したがって、経営者はテイク・オーバーによって多くの利益を失うことになったことから、株主と経営者の利益対立が激しくなったのである。

ゴールデン・パラシュートは役員に補酬をあたえることによって、この対立を緩和させるものであると考えられている。すなわち、支配権の移転が発生した時に、ゴールデン・パラシュートは経営者がテイク・オーバーにより潜在的に失ったものを補償する。そのため経営者がテイク・オーバー活動を防衛しようとするインセンティブも減少するのである。こうして、ゴールデン・パラシュート選択条項が委任状説明書に記入されることによって、経営者はテイク・オーバー活動を客観的に判断するようになる。したがって最終的にはゴールデン・パラシュートの選択は、株主の利益に有利なものなのである⁽⁸⁾。

(2) 合法性に関する学説：

この学説によると、株主は自分の代理人としての経営者を雇って会社の資産を運用させており、株主は最大利益を追求し、リスクを辞さない想定されている。経営者は自分の報酬を増大させるのに役立つ経営者にインセンティブを

与えるために、契約上の報酬の支払いを先送りにする。というのは株主は経営者のパフォーマンスが期待どおりであるかどうかを最初は判断できず、時間の経過にしたがって経営者のパフォーマンスを評価することができるようになることから、経営者側が望む最適な契約の期待される報酬を、将来に支払おうとするのである。この延期された報酬は、経営者にインセンティブを与えるものである⁽⁹⁾。そして、ゴールデン・パラシュートもこのような契約の特別の一種であるとされる。すなわち、テイク・オーバー活動におけるゴールデン・パラシュートは、経営者の過去の貢献に対する報酬とされるのである。会社の従業員に対する責任と、会社のストック・ホルダーと顧客に対する責任は類似したものであり、ゴールデン・パラシュートは経営者の側に最小限の保証を提供するものである。テイク・オーバー活動期間でも、経営者にゴールデン・パラシュートが採用されていることにより、会社の所有者である株主と代理人である経営者の間における対立が緩和され、経営者が株主のためにベストを尽くすインセンティブを与えられ、テイク・オーバーの成功を促進することができるのである⁽¹⁰⁾。

(3) 利益移転仮設

ゴールデン・パラシュートに反対する意見としては、この種の契約は不適格な経営者に慰安の意味での利益を与えることによって、買収のコストを高め、株主の不利益をもたらすと主張するものがある。そういった意見の一つとして、特に利益移転仮設⁽¹¹⁾が注目されている。

テイク・オーバーによって、経営者は仕事を失う恐れから、株主の最善利益のため働くインセンティブを失う。しかし、もしゴールデン・パラシュートが、経営者をマーケットから隔離させるとするならば、テイク・オーバー・マーケットが経営者に与える罰を軽減させることになる。そして、これは実質的には株主の利益を経営者に移転することになってしまうのである。

ゴールデン・パラシュートが経営者に与える罰を軽減させ、株主の不利益を招く可能性は二つある。

① ゴールデン・パラシュートによって提供された報酬契約は、会社を買収させたことによる経営者の解雇の際の損失を減少させる。これは、テイク・オーバーの脅威に対する経営者の心配を減らすことになるが、これは同時に、会社

がより有利になるように働こうとする動機も減らす可能性があるのである。

② ゴールデン・パラシュートはテイク・オーバー活動のコストと経営者の解雇コストを増加させる。高額なゴールデン・パラシュートの存在によって、買収活動が断念される可能性もあるし、テイク・オーバー・プレミアムが減少する可能性も想定できる。

以上の理由により、ゴールデン・パラシュートの選択が株主の不利益をもたらすと結論づけているのである。

(4) モラル・ハザードの問題

ゴールデン・パラシュートが採用されることによって、モラル・ハザードの問題が生じる可能性も考えられる⁽¹²⁾。もちろん、高額な報酬そのものが非道徳的であると言っているわけではない。会社の利益の多くは、一般に上級役員を経営判断によるものであり、市場の経済活動においては、所得の賃金格差こそが能率を向上させる原動力の一つとなることは明らかである。ゴールデン・パラシュートが採用されることによるモラル・ハザードの問題は、テイク・オーバー活動期間における経営者の自社の株主に対する責任を問うものである。すなわち、経営者がゴールデン・パラシュートを獲得するために、株主の将来の利益からみて望ましくないようなテイク・オーバーを行う可能性があることが問題なのである。

この主張に対して、Micheal Jensenは独自の考えを示している。Jensenは、大型のテイク・オーバーのプレミアムを交渉するための補償は、適当に構成されたゴールデン・パラシュートのような契約解除協定によって経営者に与えられるべきであると主張しており、効果的なゴールデン・パラシュートが、暗黙のうちにテイク・オーバーの可能性を高めることによって代理費用を減少させるという点から、彼はゴールデン・パラシュートの役割について議論をしているのである⁽¹³⁾。

解雇によって仕事関係の収入を失うという恐れから、ターゲット会社の経営者は、株主との利益を無視し、あらゆるテイク・オーバーの企てに対抗しようとする意志を持つ。しかし、ゴールデン・パラシュートは少なくとも部分的には、彼らがテイク・オーバーのために失ったものを補償するので、経営者は仕事や収入などの利益を失う不安を取り除かれ、株主と経営者の利益対立は軽減

し、経営者は株主の利益のために行動するようになる。それで、テイク・オーバーに応じるように経営者は行動するようになるのである。

Jensenの主張では、ゴールデン・パラシュートの採用そのものが、テイク・オーバーの可能性に関する情報を暗示する市場への一つの情報となるという。つまり、ゴールデン・パラシュートの採用は、市場に特定の来るべきテイク・オーバーの企てや情報を、それとなく伝えているものであり、またそれによって市場における株価が上がると推測されている⁽⁴⁵⁾。なぜなら、投資家は、ゴールデン・パラシュートの採用をテイク・オーバー活動の可能性が増した兆候と解釈するからである。Jensenによれば、ゴールデン・パラシュートの採用は、大規模なテイク・オーバー活動の可能性と、テイク・オーバーによりもたらされるプレミアムにより、株主の利益の増大をもたらすという。もっとも彼の議論では、株主の利益の増大に対するこのインフォーム（市場への情報伝達）仮説の影響と、経営者が株主のために行動しようとするインセンティブの影響とは、明確に区別されているわけではない。

3. ゴールデン・パラシュートの実証研究について

以上の問題についてはJudith C.Machlin, Hyuk Choe, James A.Milesら
が実証研究を行っており、『テイク・オーバー活動に対するゴールデン・パラ
シュートの影響』という研究で、その結論を報告している⁽⁴⁶⁾。彼らはテイク・
オーバー活動に対するゴールデン・パラシュートの直接的な影響を証明し、さ
らにゴールデン・パラシュートの規模と、買収された会社のテイク・オーバー・
プレミアムの大きさの関連についての実証研究から、その両者の関連性を明ら
かにした。

この研究では、彼らはまずゴールデン・パラシュートを採用した会社を「サ
ンプル」として設定し、次に、ゴールデン・パラシュートを採用していない企
業を「コントロール・グループ」として設定した。そして、テイク・オーバー
活動における両者の差異を比較し、ロジット（対数）回帰分析の手法を用いて、
テイク・オーバーの可能性に対するゴールデン・パラシュートの影響をテスト
した。

この研究では、ゴールデン・パラシュートを採用した直後のテイク・オーバー
活動は急激に増加することはないということを証明している。今にも起こりそ

うなテイク・オーバーに関して、もしゴールデン・パラシュートの採用がテイク・オーバーを行う動機となるならば、一年目にテイク・オーバー活動が多く行われることが示されるはずである。しかし、調査の結果はそれに反している。

表5における「サンプル」会社（ゴールデン・パラシュートを採用）と「コントロール・グループ」会社（未採用）の、マルチプル・テイク・オーバーのオファーの数字の差は、経営者の取り引きの意欲を反映していると言えよう。

ゴールデン・パラシュートの採用以後に、テイク・オーバーが行われた「サンプル」会社におけるテイク・オーバーのプレミアムの大きさと、ゴールデン・パラシュートの規模の関係については、正方回帰分析を用いて分析がなされているが、もしゴールデン・パラシュートが採用されたことによりモラル・ハザートの問題が生じるならば、つまり、経営者が不適格なテNDER・オファーを受けることで、株主の利益を犠牲にし、ゴールデン・パラシュートを受けようとなるはずである⁽⁶⁾。しかし、実際の調査ではプレミアムに関しては、この仮設と反対の結果が報告されている。つまり、ゴールデン・パラシュートの規模が大きくなればなるほど、テイク・オーバーのプレミアムも大きくなるのである。したがって、プレミアムの観点からは、モラル・ハザートの問題は生じていないことになってしまうのである。

テイク・オーバーの頻度について、「サンプル」と「コントロール・グループ」の統計上で現された差異を比較した結果では、ゴールデン・パラシュートが採用されると、大規模なテイク・オーバーの成功する可能性も増すという結論を得ている。「コントロール・グループ」会社よりも「サンプル」会社は、実際、大規模で多様なテイク・オーバーを経験したのである。この結論からは、ゴールデン・パラシュートにより、経営者はビッド会社とより効果的に交渉することができるようになることが示されるのであり、ゴールデン・パラシュートの採用がテイク・オーバー活動を妨げるという仮説は退けられる。報告されたモデルでは、株主市場価値のパーセンテージを指標として、ゴールデン・パラシュートを採用したターゲット会社に対するテイク・オーバーのプレミアムの大きさと、ゴールデン・パラシュートの規模との間には統計的に重要な影響があることが明確にされている。これらのモデルにおいて回帰の係数はすべて10に近い。このことはゴールデン・パラシュートの規模が1ドル増大すれば、平均的にテイク・オーバーのプレミアムの大きさが10ドル増大するという結果

を意味している。またゴールデン・パラシュートの規模が大きければ大きいほど、テイク・オーバー活動のプレミアムは上がるが、しかしその件数自体は減少する。規模と件数の間には負の関係があるのである。ということは、テイク・オーバーの頻度の観点からは、モラル・ハザードの問題は存在するという結論が導かれる。

以下、これらの問題を具体的に分析するものを紹介する。

1. 「サンプル」と「コントロール・グループ」に関する説明

Judith C.Machin, Hyuk Choe, James A.Miles は、ゴールデン・パラシュートを採用した146社の会社のサンプルを、1975-1988の間に Dow Jones News Retrieval Service が提供したゴールデン・パラシュートを採用した会社のリストなどから得た。このサンプルは、Phil Cochran Lambert, Larcker も用いたものである⁽⁴⁷⁾。

各会社について、ゴールデン・パラシュートの採用を言明する委任状説明書を検討してみよう。ゴールデン・パラシュートとみなされるためには、報酬協定は決められた条件に合致しなければならない。それは例えば、委任状説明書が支配権の移転の結果に基づいて特定の取締役役に報酬を支払うということを明記した文章を含む必要があるといったような条件である。一般に、委任状説明書は、支配権の変化とは社外株の過半数の購入、取締役会のメンバーの多数の入れ替え、無関係な者による会社の取得というような場合であると定義している。

表1はゴールデン・パラシュートを採用した146社のサンプルについての統計である。その中の92社の委任状説明書からは、ゴールデン・パラシュートの規模が算定できる。この92社のゴールデン・パラシュートの平均金額は1社当たり548万ドルであり、これは株式市場価額の合計の2.98パーセントに相当する。ゴールデン・パラシュートの契約に参加した従業員の数字については、平均が10.7人であり、メジアンは5人となっている。この統計が非対称的になっている理由は、いくつかの会社では、かなり多くの従業員とゴールデン・パラシュートの契約が結ばれているからである。一人当たりの平均のゴールデン・パラシュートの規模は112.6万ドルである。このサンプルでは、一年単位で分析が行われた。最初の調査が行われたのは1976年であり、最後の調査は1988年であった。

このテイク・オーバー活動の調査には、ゴールデン・パラシュートを採用した時期の四年間にわたるデータが含まれているが、それらは、1976-1984の間にゴールデン・パラシュートを採用した会社のものに限られている。最終的にサンプル会社は、119社にしばられることになった。またこれと同時にテイク・オーバーに実現の確率へのゴールデン・パラシュートの影響を調べるために、このサンプルとの比較の対象として、119社のコントロール・グループ（ゴールデン・パラシュート未採用の企業）も設定された。つまり、サンプルの各会社に対して、資産の規模と販売の成長率がほぼ等しいコントロール・グループの会社を選択されたのである。コントロール・グループに含まれた会社を、サンプルの会社と一致させるために、サンプル会社でゴールデン・パラシュートが採用された以後の四年間に、コントロール・グループの会社がゴールデン・パラシュートを実際に採用してはいけないとした。もし選択された会社が条件を満たさなかったら、資産の規模と販売の成長率がほぼ等しい他の会社を検索する。対象となる企業を選択して設定するためには、1986年のコンピュー・スタットの各年の産業のテープと、1986年のコンピュー・スタットのリサーチ・テープの二つが用いられた。この方法が採用された理由は、コントロール・グループの会社を先入観を持たずにサンプルの会社と比較するためである。

表2においては、サンプルとコントロール・グループの比較がされている。ここでは、この二つのグループの資産の規模と、販売の成長率において、その中間値、偏差基準、最大値、最小値、四分位数の値についてが報告されているが、結果的には、この両者の査定額は非常に近い。

表3では、内部者により保有されている株式のパーセント、帳簿価額と市場価額の比率、株式と長期負債の比率、取締役会のメンバーの数、並びに取締役会における内部者の数について、サンプルとコントロール・グループの会社の平均値と中間値が与えられている。この統計でも、いずれのデータについてもおおむねサンプル会社とコントロール・グループ会社の間には僅かの差しかないことが示されている。ただし内部の株主に保有されている株式のパーセントに関しては、両者の中間値は極めて接近しているにもかかわらず、平均値はサンプルが2.47パーセントであるのに対し、コントロール・グループは8.40パーセントという結果になっている。ここではサンプルよりもコントロール・グループの分配がより非対照的であるが、内部者により保有される株式のパーセント

の分配は典型的なものである。ゴールデン・パラシュートはインセンティブにおいて、潜在的に内部者のオーナーシップの代わりになるとされるため、この研究で用いられた回帰分析のいくつかにおいては、内部者のオーナー・シップがコントロールされているが、その変数は従来の水準での有意性は全く持っていない。

2. テイク・オーバーの頻度数について

Judith C. Machlin, Hyuk Choe, James A. Miles の研究から、ゴールデン・パラシュートを採用している会社のテイク・オーバーの頻度は、これを採用していない会社よりも高いということがわかる。サンプルの119社の内、31社もの会社の支配権の移転を経験したが、コントロール・グループの会社では、19社しか企業支配権の変動がなかった（約6パーセントの水準でのt検定が、この違いの有意性を示している）。ちなみに支配権の変動には、委任状合戦と企業合併も含まれている。コントロール・グループの会社では四つのオファーの失敗を経験し、サンプルの会社では五つのオファーの失敗を経験したというデータもあるが、この差には全く意味がないものと考えられる。

一連のロジット回帰分析は他の変数もコントロールするものであり、さらにテイク・オーバーの可能性に影響を与えるゴールデン・パラシュートが存在するか否かということを示すものである。もしテイク・オーバーが行われなかったなら、従属変数は0であり、テイク・オーバーが成功したなら、従属変数は1となる。表4では、ロジット回帰分析の結果が報告されている。報告された回帰分析では、2パーセントから7パーセントの間における水準の変動に対してゴールデン・パラシュートの変数が有意であることが示されている。全ての調査からわかったことは、ゴールデン・パラシュートを採用していない企業よりも、採用している企業のほうがオファーを受ける可能性、および有利なオファーを受ける可能性がずっと高いということであった。

独立変数は表4においてもまったく同じである。テイク・オーバーの試みについての調査の全ての結果は、ここでは告されたようにゴールデン・パラシュートの存在がテイク・オーバーの可能性を増大させるということと同様に示しているのである。

表4で報告されたモデルでは、テイク・オーバーの可能性に影響する他の要

因がコントロールされている。これらの要因とは center for research in security prices tapes から得られた同じ四桁の標準的な業種区分コードの範囲内の、過去一年のテイク・オーバー活動の変数の表示（指標）、コンピュータから得た帳簿価額と市場額の比率、株式の市場価値と長期負債の比率などである。

表4では報告されなかったけれども、回帰分析では独立の変数として、内部者により保有されている株式のパーセンテージが用いられた。この変数はt分布の幅が-0.34から-0.51までであることから、全く有意性を持たないことがわかる。組織により保有されている株式のパーセントのパラメーター評価は全てのケースにおいて負であり、5パーセント水準で有意である。このことは、組織のオーナーシップの程度が高いほどテイク・オーバー活動が行われにくいという、負の関係を両者が持つことを暗示している。

表5はサンプルとコントロール・グループを比較して、ゴールデン・パラシュートを採用した会社では、採用後の四年間に、年々テイク・オーバー活動が減少することを明示している。この表から、ある会社がゴールデン・パラシュートを採用した後の一年目に、テイク・オーバー活動が急激に増えるというようなことはないということがわかる。実際に、ゴールデン・パラシュートを採用したサンプルの企業のデータは、その採用後の一年目よりも、二年目と四年目にテイク・オーバーの試みや、テイク・オーバーの成功がかなり多かったことを示している。この観察結果からは、テイク・オーバーの存在が、ゴールデン・パラシュートの典型的な採用の動機となるのではないことが分かる。ゴールデン・パラシュートを採用している会社は、その採用から三年目、四年目に、成功に終わったテイク・オーバーをコントロール・グループの企業以上にかなりの数経験したのである。

会社ごとに受け入れられたマルチプル・オファーの数の、サンプルとコントロール・グループの間の違いも重要である。サンプル企業にとってテイク・オーバーの成功のためには、マルチプル・オファーがコントロール・グループの企業よりもずっと普通であったことが、表6に示されている。この結果は、ゴールデン・パラシュートを採用している会社の経営者が、株主の利益を最大化しようとマルチプル・オファーをすすめるよう精力的に交渉するのであろうという推測と合致している。ゴールデン・パラシュートが、テイク・オーバーの可

能性の増加と関係していることが示されているのである。

3. テイク・オーバーのプレミアム

この節においては、テイク・オーバーのプレミアムの大きさの側面からゴールデン・パラシュートの影響を検討する⁽¹⁶⁾。サンプルのテイク・オーバーのプレミアムの平均は43.69パーセントであるが、他方、コントロール・グループのテイク・オーバーのプレミアムの平均は39.14パーセントである。この結果から、ゴールデン・パラシュートが平均的にはテイク・オーバーのプレミアムを減少させないということが分かる。最小限の支払い提供するゴールデン・パラシュートの契約では、経営者に僅かしかインセンティブを与えないのである。これに対して、逆に極端に多額の支払いを提供するゴールデン・パラシュートの契約は、経営者を不適切な買収に応じるように促す可能性がある。Jensenが示唆しているように、テイク・オーバーのプレミアムとゴールデン・パラシュートの支払いの大きさの関係は二元的特徴を持つのである。すなわち最初は、支払いの増加がプレミアムの増加を招く、しかし、インフレクション・ポイントを超えた後は、プレミアムは支払いが増すほど減少してしまうのである。その際には、ゴールデン・パラシュートが実際に新たなモラル・ハザード問題を引き起こす可能性が生まれる。すなわち、経営者が契約解除の補償を受けるために、株主の利益を無視して、不十分なテイク・オーバーのプレミアムを受け入れる可能性があるのである。つまり経営者は高額なテイク・オーバーに挑戦したがために、自分の契約解除手当を失うという危険に挑むよりも、むしろ低いテイク・オーバーで甘んじようとするインセンティブを与えられることになるのである。この二者択一は、テイク・オーバーを行われる会社のゴールデン・パラシュートの支払いの規模と、テイク・オーバーのプレミアムの大きさに負の関係があることを示唆していると言えよう。

3. 結論

この研究は、テイク・オーバーの活動の頻度に対するゴールデン・パラシュートの直接的な効果と、テイク・オーバーの際のテイク・オーバープレミアムに対するゴールデン・パラシュートの規模の影響に関して、Jensenによって提出された推測に実証的な支持を与えているものである。

最後に調査結果から導かれる三つの結論をまとめてみたい。まず第一に、ゴールデン・パラシュートを持つ企業のテイク・オーバーの頻度とコントロール・グループの企業のテイク・オーバーの頻度の比較から、ゴールデン・パラシュートは、テイク・オーバーの可能性に対して明らかに重要な影響を与えることがわかる。第二に、ゴールデン・パラシュートの採用後のテイク・オーバー活動実施に関する各年の調査は、既存のもしくはいまにも起こりそうなテイク・オーバーの申し出によって、この採用が動機付けられたという仮説を支持しない。この結論には、経営者がテイク・オーバーを引き起こし、ゴールデン・パラシュートの支払いを受けようとする株主の利益に慎重に反対する行動をとるかもしれないというモラル・ハザードの問題が反映している。第三に、ゴールデン・パラシュートを採用した企業のテイク・オーバー・プレミアムの大きさには、ゴールデン・パラシュートの規模がはっきりと明らかに影響している。これらの結果は、ゴールデン・パラシュートには、経営者に株主の利益を追及するようにさせるという機能があることを主張しているのである。

ゴールデン・パラシュートについて、この実証研究の結果と一致して、実務上においても株主の利益のために経営者にインセンティブを与えるのに有力な措置として認める傾向が明らかに見られてきている。しかし、ゴールデン・パラシュートが、この変化している経済の状況でどのような役割を果たしているのかは、今の時点においては、必ずしも明確にされていない。この研究に引き続き、今後もこの問題を考察したいと思っている。

〈注〉

- (1) Cochran, Phil, and Wartick, Steven. Golden Parachutes, a Closer Look California Management Review, 1984. p113 参照。初期のゴールデン・パラシュートでは、支配権の移転が必要な条件と明確にされないケースもある。しかし八十年代にテイク・オーバーが進むとともにゴールデン・パラシュートが盛んに行われるようになってからは、“支配権の移転”が必要な条件としてかならず備えられるようになった。
- (2) Charles R.knoeber.Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers American Economic Review 1986 p155 参照
- (3) Lambert, Richard, andLarcker, David.Golden Parachutes, Executive Decisior Making and Shareholder Wealth Journalof Accounting and Economic 7 1985 p179-203参照。
- (4) Id.at181.
- (5) Cochran, note, 1 at 112.
- (6) Lambert, and Larcker, note, 3 at 181.
- (7) Cochran, and Wartick, note, 1 at 122.
- (8) Lambert, and Larcker, note, 3 at 186.
- (9) Id.at 128.
- (10) Cochran, and Wartick, note, 1 at 120.
- (11) Lambert, and Larcker, note, 3 at 188.
- (12) Cochran, and Wartick, note, 1 at 124.
- (13) Michael Jensen Takeovers Their Causes and Consequences 2 Journal of Economic Perspectives. 1988 p40を参照。
- (14) Lambert, とLarckerが1985年に報告した研究結果によると、ゴールデン・パラシュートを採用した会社の株価は採用する前より平均して3%ぐらい高くなったという。
- (15) Judith C.Machlin, Hyuk Choe, James A.Milesが “The Effects Of Goladen Parachutes On Takeover Activity Journal of Law and Economics vol.XXXVI 1993を参照。
- (16) Jensennote, 13 at 39. Krishna G.Palepu, PredictingTakeover Targes:A Methodological and Empirical Analysis, Journal of Accounting and Economics 8 1986 p3-35を参照。
- (17) Cochran, and Wartick, note 1, at112.
- (18) John.The Effects of Antitakeover Amendments on Takeover Activity:Some Direct Evidence.Journal of Law and Economics 30 1987 353-67 を参照。

付録：以下の表は全部 Judith C.Machlin, Hyuk Choe, James A.Miles の論文 “The Effects Of Golden Parachutes On Takeover Activity (Journal of Law and Economics vol.XXXVI 199) から引用されたものである。

表1. ゴールデン・パラシュートを採用したサンプル企業の記述統計

	会社の				
	数	平均値	Q1	中間値	Q3
Gpのサイズ (百万ドル)	92	5.48	1.6096	3.71	7.6225
企業の市場価値で 割ったGpのサイズ	92	.0298	.0059	.0136	.0257
GPに参加する 従業員の数	117	10.7	2	5	10
一人につきGpの サイズ (百万ドル)	92	1.126	.452	.777	1.549

2. サンプルとコントロールグループの記述統計.

A. サンプル				
	平均値	標準偏差	最小値	最大値
資産 (ドル)	1,469.82	2,189.09	72.86	12,097.00
販売成長率	.0966	.1188	-.1400	.6400
4 分位数				
	25%	50%	75%	
資産 (ドル)	244.44	625.54	1,743.32	
販売成長率	.020	.070	.160	

B. コントロール グループ				
	平均値	標準偏差	最小値	最大値
資産 (ドル)	1,388.25	1,981.29	76.50	11,807.00
販売成長率	.1171	.1062	-.2788	.6259
4 分位数				
	25%	50%	75%	
資産 (ドル)	236.30	616.90	1,619.10	
販売成長率	.0622	.1097	.1607	

表3. ゴールデン・パラシュートを採用したサンプル企業及びゴールデン・パラシュートを採用しなかったコントロール・グループ企業に関する記述統計

	サンプル		コントロール グループ	
	平均値	中間値	平均値	中間値
内部者持株率	2.47	.93	8.40	1.16
組織持株率	41.72	43.55	38.64	38.54
帳簿価値と市場 価値の比率	1.34	1.15	1.58	1.31
株式と長期負債 の比率	.66	.37	.72	.38
取締役会のメンバ の数	11.61	12	11.50	12
取締役会のメンバ の中に内部者の数	3.55	3	3.79	3

表4. パラメータ評価によってテイク・オーバーを予測するロジット平均（従属変数は、テイク・オーバーが起きた場合1，起きなかった場合0というダミー変数である。）

独立変数	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	-.3739 (-.570)	-.9567 (-2.455)	-.5216 (-.834)	-1.3000 (-2.704)	-.4852 (-.828)
GPの指標	.7598 (2.144)	.7717 (2.302)	.7698 (2.204)	.6941 (2.090)	.7212 (2.069)
組織持株率	-2.2622 (-2.245)	-2.1440 (-2.436)	-2.2074 (-2.264)		-2.1515 (-2.271)
取締役会の内部者 占める率	-1.3713 (1.055)	...	-1.4972 (-1.155)	-1.1194 (-.890)	-1.6109 (-1.287)
前のティックオーバー 活動の指標	1.1305 (2.085)	...	1.0273 (1.940)9030 (1.736)
産業のティックオーバー 活動の指標	.3150 (.804)	.2551 (.675)2076 (.689)
株式と長期負債 の比率	-.0088 (-.078)	...	-.1970 (-.177)	.0290 (.276)	...
帳簿価値と市場 価値の比率	-1035 (.519)
用いられた記録可能 の会社の数	220 -108.0	233 -115.8	223 -109.6	225 -116.2	226 -110.9

表5：サンプルとコントロール・グループの間にテイク・オーバーとテイク・オーバーの試みの頻度数の比較

	ゴールデン・パラシュートの採用に続く年			
	+ 1	+ 2	+ 3	+ 4
テイク・オーバー の数：				
サンプル	6	10	3	12
コントロールグループ	1	4	7	7
試みたテイクオーバー の数				
サンプル	7	11	4	14
コントロールグループ	2	4	8	9

表6. テイク・オーバーを成功させた会社のマルチプル・オファーの頻度数

マルチプル・オファーを受けた オファーの数	サンプル社	コントロールグループ社
	の数	の数
1	9	13
2	7	6
3	7	無し
4	3	無し
5	1	無し
6	1	無し
7	2	無し
8	1	無し
各社のオファーの 平均数	2.871	1.316