

株式公開買付における買収プレミアムに対する事前交渉の影響 — 全部買付案件と部分買付案件との比較 —

大橋 良生[※] 高橋美穂子^{※※}

要 旨

本稿は、株式公開買付における買収プレミアムに対する事前交渉の影響を調査している。先行研究では、一般的に、買付者と対象企業株主との事前交渉が行われると、買収プレミアムが低くなることが指摘されている。本稿では、日本企業を対象とした株式公開買付473件を分析対象として、事前交渉が買収プレミアムにマイナスの影響を与えているかを検証した。分析結果は、先行研究と整合的であり、事前交渉が行われた案件では、そうではない案件よりも、低い買収プレミアムが設定されていることを示していた。ただし、全部買付案件と部分買付案件に区分した場合、その分析結果は部分買付案件でのみ維持され、全部買付案件では事前交渉は買収プレミアムに影響していないとの結果が示された。

1. はじめに

本稿の目的は、株式公開買付における買収プレミアムに対する買付者と対象企業株主との事前交渉の影響を明らかにすることである。

買収プレミアムは、企業合併・買収 (Merger and Acquisition, 以下M&A) において、取引公表前の対象企業の市場株価と買収価格との差額を指しており、企業の少数株主として株式を取得する場合に比べ、企業経営を支配する、あるいは経営に影響力を持つほどの割合の株式を取得する際に支払われる株式買収価格の上乗せ分と定義される (鈴木, 2005・2007)。買収プレミアムが過度に低いと、株主が株式を手放さずに取引が成立しないことがあり、一方で、買収プレミアムが過度に高いと、それに見合うだけのシナジー効果を得られず買収者から株式売却者への価値の移転を引き起こしてしまうことがある。そのため、買収プレミアムはM&A取引における重要事項と位置づけられており、これまでもその決定要因を分析対象とした実証研究が行われている (井上・加藤, 2006; Kruse and Suzuki, 2010; 鈴木, 2007; 服部, 2004・2008; 花村, 2010)。

M&Aの形態には、合併、株式交換、株式移転、および株式譲渡があるが、対象企業が上場企業である場合、株式譲渡は実質的に株式公開買付¹⁾によることとなる (井上・加藤, 2006)。これらのM&Aの形態の中で、株式公開買付に着目する理由は、次の二つの点で、株式公開買付が他のM&Aの形態とは異なっているからである。第一に、売却者である対象企業の株主は、取引後、どの企業の株主にもならず事業投資から撤退する点である²⁾。第二に、買付者が対象企業の発行済株式のすべてを取得するとは限らない点である³⁾。

日本の公開買付制度では、買付価格 (買収プレミアム) を指定する規制はなく⁴⁾、公開買付を行う目的や手許の資金額に応じて買付者が決定する。実務では、公開買付に先立ち、買付者と対象企業株主との間で事前交渉が行われることが多い。買付者が事前交渉を行うメリットとして、買付に応募される株式数と買付に要する総額を事前に計算できることがあげられる。売却者である対象企業株主が事前交渉を行うメリットとして、買付価格の交渉を通じて一定の買収プレミアムを確保しつつ、株式数の交渉を通じて売却する株式数を決定できることがあげられる。特に、売却者が

※ 青森公立大学非常勤講師・会津大学短期大学部講師
※※ 東北大学大学院経済学研究科准教授

大株主である場合、公開買付に応募せずに市場で売却しようとする、大量の株式が売りに出されることから、株価の下落を招く恐れがある（服部、2004）。そのため、公開買付に承諾し、買収プレミアムや売却株式数に関する事前交渉が行われているようである。

買付者と売却者の双方にメリットがあることから事前交渉が行われることが多く、その中で買付価格や応募株式数などの条件が取り決められているようである。交渉内容は、適時開示情報、公開買付届出書、および意見表明報告書などに記載されている。ただし、事前交渉は制度で規定されているわけではないため、公開買付案件には事前交渉が行われた案件と行われていない案件とが含まれている。それでは、事前交渉は買収プレミアムにどのような影響を与えているのだろうか。これが、本稿の第一の問題意識である。

買収プレミアムと事前交渉との関係について、先行研究では、売却者が個人であっても企業であっても、マイナスの関係であることが指摘されている。鈴木（2007）は、売却者が創業者（個人）である場合、特定の買付者に経営権を譲渡し企業の今後を委ねる意図をもった取引である可能性が高いと述べ、自らが持つ株式を（状況によっては市場価格よりも）割安の価格で、「のしをつけて」譲渡することも考えられると指摘している。また、服部（2004）は、売却者が企業である場合も、割安の価格で譲渡する可能性を指摘している。その理由として、手放そうとしている企業の株式が残ってしまうと、企業経営に対する影響力が弱くなったにも関わらず、持分法を通して連結財務諸表に反映されてしまう可能性があることを述べている。そして、その可能性を低くするために、割安価格での株式譲渡に応じることもあるであろうと指摘している。

これらの指摘に基づけば、上記の問題意識に対し、事前交渉を行うことで買収プレミアムは低くなる、すなわち事前交渉と買収プレミアムとの間にマイナスの関係にあるとの仮説が導かれる。そこで、本稿では、買付者および対象企業が公表する適時開示情報等に基づき、公開買付公表に先立って事前交渉が行われたか否かを識別し、それぞれの案件における買収プレミアムの

水準に違いがみられるか否か、特に事前交渉が行われた案件で、そうではない案件よりも、買収プレミアムが低くなっているかを検証する。

本稿の第二の問題意識は公開買付後の持株比率にある。株式公開買付の近年の傾向として注目すべきは、対象企業の発行済株式のすべてを取得する全部買付を目的とする案件が増えてきている点である（小本・尾関、2009）。買付者が対象企業の発行済株式すべてを取得する意義について、菊谷・齋藤（2007）は、第一に、少数株主を排除し経営の自由度を高め、意思決定の迅速化を図ることができること、第二に、買付者が企業である場合、完全親子会社関係が結ばれることで、少数株主に支払われるはずだった配当について、企業グループ外への資源流出を防ぐことができ、グループ内資本市場が機能することを指摘している。このような全部買付に期待される効果を買付者が買収プレミアムに反映しているのであれば、部分買付案件と比べて、全部買付案件の買収プレミアムは高い水準に設定されているとの仮説が導かれる。そこで、本稿では、買付者の株式公開買付公表時点での持株比率（事前持株比率）と買付予定の株式比率に基づいて、全部買付案件と部分買付案件とに区分し、それぞれの案件における買収プレミアムの水準に違いがみられるか否か、特に全部買付案件で、部分買付案件よりも、買収プレミアムが高くなっているかを検証する。

ここで事前交渉と公開買付後の持株比率との関係を考察してみると、全部買付案件では、事前交渉は買収プレミアムに影響を与えない、すなわち事前交渉が行われた案件でも、そうではない案件と同水準の買収プレミアムが設定されることが予想される。なぜなら、発行済株式のすべての取得を目的とする場合には、一部の特定株主との事前交渉が行われた場合であっても、交渉の機会を持たない小口の株式を保有する株主からも応募を取り付けなければならない、買付者は広く市場の小口株主を満足させる水準の買収プレミアムを設定しなければならないためである。これとは対照的に、部分買付案件の場合、買付者と特定株主との事前交渉は買収プレミアムに大きな影響を及ぼすことが予想される。この場合、市場の小口株主の応募よりも、主として特定株主からの

株式譲渡が目的であると考えられるからである。

本稿の特徴は、次の二点である。第一に、事前交渉の影響度を考慮した分析を行っている点である。買収プレミアムに対する事前交渉の影響を分析している研究に、Kruse and Suzuki (2010)がある。重回帰分析の結果、事前交渉が行われ応募に合意しているブロック・セラー (Block seller) がいる案件では買収プレミアムが低く設定されていることが報告されている。ただし、この研究では分析において事前交渉の影響度 (ブロック・セラーによる応募の割合) を考慮しているかは明示されていない。本稿では、事前交渉の影響度を考慮するために、単に事前交渉が行われたか否かではなく、買付株式数に対し過半数の応募の内諾が得られているとの記載があった案件のみを事前交渉案件と定義し、事前交渉の影響度を考慮した分析を行っている。

第二に、現金対価を用いた全部買付案件における買収プレミアムを分析対象としている点である。先行研究では、日本における株式公開買付案件全体を対象とした分析や、その一部である部分買付案件を対象とした分析が行われているものの、全部買付案件に関する分析は直接的には行われていない。一方、矢部 (2012) は全部買付案件を分析しているが、株式対価を用いたM&Aを分析対象としている。これらの先行研究に対し、本稿は、現金対価で行われる株式公開買付について、全部買付案件における買収プレミアムと部分買付案件におけるそれとの比較分析を行っている。

なお、本稿で行う分析では、事前交渉案件であるか否か、および全部買付案件であるか否かに加えて、先行研究で買収プレミアムに影響を与えることが報告されている要因を考慮している。それらは、事前持株比率 (Stultz et al., 1990 ; Betton et al., 2008 ; 花村, 2010 ; Kruse and Suzuki, 2010), 敵対的買収であるか否か (Healy et al., 1997), 2006年12月施行の制度改正⁵⁾後の案件であるか否か (Kruse and Suzuki, 2010), 買付者が上場企業であるか否か (Bargeron et al., 2008), 対象企業の企業規模と簿価時価比率 (Comment and Schwert, 1995), および対象企業が業績不振であるか否か (井上・加藤, 2006 ; Kruse and Suzuki, 2010) である。

本稿の構成は以下の通りである。第2節でサンプルと変数の定義を説明する。第3節は、分析方法とその結果である。第4節は、まとめと今後の課題である。

2. サンプル、変数、および記述統計量

2.1 サンプル

サンプルの抽出手順は、次の通りである。はじめに、レコフ『日本企業のM&Aデータブック1985-2007』、レコフ『MARR』2009年、2010年、および2011年の各2月号から、2002年から2010年までの日本企業を対象とした株式公開買付535案件を抽出した。そのうち、株式公開買付の内容、買付者や対象企業の財務データなど分析に必要な

図表 1 サンプルの特徴

年	N	買収プレミアム (平均値)	(1) 事前交渉案件		(2) 全部買付案件	
			N	割合	N	割合
2002	21	23.90%	9	42.9%	10	47.6%
2003	25	29.27%	9	36.0%	4	16.0%
2004	30	11.51%	12	40.0%	6	20.0%
2005	47	13.54%	21	44.7%	4	8.5%
2006	53	16.05%	25	47.2%	8	15.1%
2007	95	25.59%	36	37.9%	21	22.1%
2008	69	46.25%	32	46.4%	16	23.2%
2009	77	58.37%	23	29.9%	38	49.4%
2010	56	41.77%	16	28.6%	42	75.0%
計	473	32.82%	183	38.7%	149	31.5%

なデータを収集できた473案件を分析対象サンプルとした⁶⁾。株式公開買付の内容に関するデータは、公開買付届出書、意見表明報告書、および買付者と対象企業が公表する適時開示情報から、また、財務・株価データは、日経NEEDS Financial Questから収集した。

図表1は、分析対象サンプル473案件の特徴を示している。サンプル全体の傾向として、2006年12月の制度改正に伴い、案件数が増加したことがわかる。買収プレミアム⁷⁾は、全体平均で32.82%であったが、特に2008年以降で高い水準であることがわかる。事前交渉案件は183件で、サンプルの4割弱で行われていた。また、全部買付案件は149件で、サンプルの31.5%であった。

2.2 変数の定義

図表2は、本稿で行う単変量分析と重回帰分析で用いる変数の定義を示している。変数に関する留意事項は、次の三点である。第一に、事前交渉案件 (Pre-nego) についてである。本稿では、公開買付における事前交渉の影響度を考慮するために、事前交渉が行われたか否かではなく、事前に買付株式数の過半数の応募の内諾が得られている案件を事前交渉案件と定義することとした。すなわち、事前交渉が行われたとしても、その交渉相手である特定株主から取得する株式数が買付株式数に占める割合が低い場合、事前交渉の影響も小さいことが見込まれることから、事前交渉案件に該当しないこととしている。

第二に、買付株式比率 (%_acquired) についてである。現行制度上、買付後の所有株式数が対象企業の発行済株式数の3分の2を超える場合、全応募株式を買い付けなければならないとされている。そのため、買付者が公表する適時開示情報等には、買付者が取得を意図する買付予定数と、応募状況によっては買い付けることとなる最大数である買付予定総数が記載されている。本稿では、買付株式比率の計算に買付予定数を用いている。これは、買付後の持株比率が3分の2を超えるような案件であっても、特定株主からの株式の譲り受けを目的としている株式公開買付を識別するためである。

第三に、買付株式比率と事前持株比率 (Toehold) についてである。これらの計算では、分母に、対象企業の発行済株式数ではなく、買付対象外の対象企業が保有する自己株式を差し引いた発行済株式数を用いている。これは、公開買付を行う目的について、持株比率ではなく、議決権がベースとされるからである。議決権の計算では、対象企業が保有する自己株式が議決権を有しないものとされることが一般的であることから、買付対象外自己株式数を差し引いた発行済株式数を分母に用いている。

2.3 記述統計量

図表3は、分析対象サンプル473件の記述統計量を示している。株式公開買付実施時点での買付者の持株比率 (Toehold) は平均22.5%であり、買付株式比率 (%_acquired) は47.1%であった。また、サンプルのうち6割強が2006年12月施行の制度改正後の案件 (Post_2006) であった。対象企業の取締役会が反対している案件 (Hostile) は3%であった。買付者が上場企業の案件 (Listed (A)) が56.4%であった。対象企業の特徴として、時価総額 (企業規模) は平均41,376百万円であり、B/Pは1よりも大きく、また約4割が直近2期間のいずれかで当期純損失を計上している業績不振の状態 (Distress (T)) であった。

3. 分析方法とその結果

本稿では、売却者との事前交渉が行われたか否か、および買付者が全部買付を目的とするのか否かで、買収プレミアムの水準に違いがみられるかを検証するために、はじめに単変量分析を行い、次に最小二乗法による重回帰分析を行った。重回帰分析を行う理由は、他の要因をコントロールしてもなお、単変量分析で得られた結果が支持される証拠が得られるかを検証するためである。

3.1 単変量分析

はじめに、分析対象473件を事前交渉の有無と買付後持株比率で区分し、それぞれの区分にお

図表 2 変数の定義

買収プレミアム (Premium)	= (買付価格－株式公開買付公表 41 日前終値) / 株式公開買付公表 41 日前終値
事前交渉案件 (Pre-nego)	= 事前交渉により特定株主から買付株式数の過半数の応募の内諾が得られている案件であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数
買付株式比率 (%_acquired)	= 買付予定株式数 / (発行済株式数－買付対象外自己株式数)
事前持株比率 (Toehold)	= 買付者 (および買付者の特別関係者) による株式公開買付公表時の保有株式数 / (発行済株式数－買付対象外自己株式数)
買付後持株比率 (%_holding)	= 買付株式比率 + 事前持株比率
全部買付案件 (100%_TOB)	= 買付後持株比率が 100% である案件であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数
部分買付案件 (Partial TOB)	= 買付後持株比率が 100% 未満である案件であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数
敵対的的案件 (Hostile)	= 対象企業の取締役会が反対している案件であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数
制度改正後案件 (Post_2006)	= 制度改正が施行された 2006 年 12 月 13 日以降に公表された案件であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数
上場企業 (Listed (A))	= 買付者が上場企業である案件であれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数
企業規模 (Size (T))	= 株式公開買付公表 41 日前終値に基づく対象企業の株式時価総額の自然対数
簿価時価比率 (B/P (T))	= 対象企業の 1 株あたり純資産簿価 / 株式公開買付公表 41 日前終値
業績不振 (Distress (T))	= 対象企業が直近 2 会計期間のいずれかで当期純損失を計上していれば 1, それ以外は 0 とするダミー変数

注：変数に付されている、(A)は買付者を、(T)は対象企業を示している。

図表 3 記述統計量(N=473)

	平均値	標準偏差	最小値	第1四分位	中央値	第3四分位	最大値
Premium	0.328	0.411	-0.802	0.088	0.283	0.514	2.747
Pre-nego	0.387	0.488	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
%_acquired	0.471	0.249	0.025	0.278	0.484	0.636	1.000
Toehold	0.225	0.234	0.000	0.000	0.196	0.406	0.939
%_holding	0.696	0.237	0.102	0.506	0.667	1.000	1.000
100%_TOB	0.315	0.465	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Partial TOB	0.685	0.465	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Post_2006	0.638	0.481	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Hostile	0.030	0.170	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Listed (A)	0.564	0.496	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Size (T)	9.183	1.587	5.075	8.147	8.987	10.255	14.263
B/P (T)	1.265	1.160	-3.934	0.552	1.004	1.603	9.211
Distress (T)	0.412	0.493	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

注：変数の定義は、図表 2 を参照。

ける買収プレミアムを計算した。次に、事前交渉の影響を測定するために、事前交渉案件と未交渉案件とを、全部買付の効果が反映されているかを検証するために、全部買付案件と部分買付案件との比較を行った。図表 4 は、その計算結果と検定の結果を示している⁸⁾。

最初に、事前交渉の有無に基づいた区分をみると、買収プレミアムは(A)全案件で平均32.82%であったが、交渉が行われた(B)事前交渉案件では24.94%であったのに対し、それが行われなかった(C)未交渉案件では37.79%であった。両者の差(D)-12.85%は1%水準で有意な値であり、事前交渉が行われた案件では、そうではない案件よりも、有意に低い買収プレミアムが設定されていた。この結果は、先行研究の結果および本稿の仮説と整合するものであった。

次に、買付後持株比率に基づいた区分をみると、(2)全部買付案件149件で44.11%であった

のに対し、(3)部分買付案件324件で27.62%であった。この両者の差(4)16.49%は1%水準で有意な値であり、全部買付案件では部分買付案件よりも高い買収プレミアムが設定されていた。これは、本稿の仮説と整合しており、対象企業の発行済株式のすべてを取得することの意義を鑑みて買収プレミアムに反映していることを示唆している。

最後に、全部買付案件と部分買付案件とで、事前交渉の有無の影響が異なるかに着目してみると、全部買付案件では、事前交渉案件(48.20%)と未交渉案件(43.55%)との差(4.65%)は統計的に有意ではなかった。一方、部分買付案件では、全案件で確認されたように、事前交渉案件(22.40%)で、未交渉案件(33.04%)よりも、有意に低い買収プレミアムが設定されていた(両者の差-10.64%)。このことは、本稿の仮説と整合しており、全部買付案件では売却者との事前

交渉が買収プレミアムに影響を与えていない一方で、部分買付案件では売却者との事前交渉が買収プレミアムにマイナスに影響していることを示唆している。

以上の分析の結果は、一部の区分でサンプル数が限定的である点に注意が必要であるが、次の三点にまとめることができる。第一に、事前交渉案件では未交渉案件よりも買収プレミアムが低く設定されている点である。これは、売却者との事前交渉により、交渉が行われなかった場合よりも、割安の買付価格が設定されていることを示している。第二に、全部買付案件では部分買付案件よりも高い買収プレミアムが設定されている。これは、対象企業の発行済株式のすべてを取得することの意義を鑑みて買収プレミアムが高く設定されていることを示唆している。第三に、事前交渉が行われた場合、未交渉案件よりも、買収プレミアムは低く設定されるものの、このことは、部分買付案件のみで確認された。これは、特定株主からの株式譲渡を主な目的とする部分買付案件では事前交渉が買収プレミアムにマイナスに影響する一方で、広く市場からの応募も目的とする全部買付案件においては、事前交渉は買収プレミアムに有意に影響していないことを示している。

3.2 重回帰分析

図表5と6は、それぞれ、重回帰分析で用いた変数の相関係数と最小二乗法による推計結果を示している。図表6におけるモデル[1]と[2]は全案件473件を、モデル[3]と[4]はそれぞれ全部買付案件149件と部分買付案件324件を対象に推計した結果である。

はじめに、モデル[1]に基づいて、本稿の関心である変数についてみていくと、事前交渉（Pre-nego）の係数は有意でマイナスとなっており、事前交渉が行われた場合、行われなかった場合と比べ、約11%低く買収プレミアムが設定されていることが示された。

次に、全部買付案件で部分買付案件よりも高い買収プレミアムが設定されているかに着目すると、全部買付案件（100%_TOB）の係数は有意なプラスであった。推計結果は、部分買付案件と比べ、全部買付案件では、およそ9%高く買収プレミアムが設定されていることを示している。

また、全部買付案件が部分買付案件か事前交渉の影響が異なるとの仮説について、事前交渉と全部買付案件（部分買付案件）との交差項を説明変数としたモデル[2]をみると、全部買付案件における事前交渉（Pre-nego×100%_TOB）の係数は有意な値ではなかったのに対し、部

図表4 単変量(買収プレミアム)分析の結果

買付後持株比率 事前交渉の有無	(1)	(2)	(3)	(4)
	全案件	全部買付案件	部分買付案件	差 ((2)-(3))
(A) 全案件	32.82% N=473	44.11% N=149	27.62% N=324	16.49% (4.117)***
(B) 事前交渉案件	24.94% N=183	48.20% N= 18	22.40% N=165	25.80% (2.359)**
(C) 未交渉案件	37.79% N=290	43.55% N=131	33.04% N=159	10.51% (2.361)***
(D) 差 ((B)-(C))	-12.85% (-3.226)***	4.65% (0.460)	-10.64% (-2.380)**	

注：括弧内は t 値である。***, **, *は、それぞれ、1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示している。

分買付案件における事前交渉（Pre-nego×Partial TOB）の係数は有意なマイナスであった。このことは、未交渉案件と比べた場合、全部買付案件では事前交渉が買収プレミアムに影響していない一方で、部分買付案件では事前交渉により買収プレミアムが低く設定されていることを示している。これらの結果は、分析対象を全部買付案件と部分買付案件とに限定したモデル[3]とモデル[4]でも確認された。

以上の分析結果は、単変量分析の結果と整合するものであった。すなわち、買収プレミアムに対して影響を与える要因を考慮した分析においても、前節で示した三点を支持する結果が得られた。

コントロール変数についてみてみると、全案件473件を対象とした場合、制度改正後に行われた案件や対象企業のB/Pがより高い案件でより高い買収プレミアムが設定される一方、対象企業の規模が大きい案件や業績不振の状態にある案件ではより低い買収プレミアムが設定されていることを示しており、おおよそ先行研究の結果と一致していた。ただし、全部買付案件と部分買付案件とで、一部の変数の有意性や符号が一致していない点に注意しなければならない。このことは、買付者は、全部買付を目的とするか部分買付を目的とするかで、買収プレミアムを設定する際に考慮する要因が異なることを示唆

している。

4. まとめと今後の課題

本稿では、売却者との事前交渉が行われるか否か、および買付者が全部買付を目的とするか否かで、買収プレミアムの水準に違いがみられるかを検証した。

単変量分析と重回帰分析の結果、次の三点を支持する結果が得られた。第一に、事前交渉案件では未交渉案件よりも買収プレミアムが低く設定されている。これは、売却者との事前交渉が行われたことで、交渉が行われなかった場合よりも、割安の買付価格が設定されていることを示している。第二に、全部買付案件では部分買付案件よりも高い買収プレミアムが設定されている。これは、対象企業の発行済株式のすべてを取得することの効果が買収プレミアムに反映されており、高い買収プレミアムが設定されていることを示している。第三に、事前交渉が行われた場合、未交渉案件よりも、買収プレミアムは低く設定されるものの、このことは、部分買付案件のみで確認された。これは、特定株主からの株式譲渡を主な目的とする部分買付案件では事前交渉が買収プレミアムにマイナスに影響する一方で、広く市場からの応募も目的と

図表 5 相関係数

	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]	[10]	[11]	[12]	[13]
[1] Premium	1												
[2] Pre-nego	-0.152	1											
[3] %_acquired	0.235	0.102	1										
[4] Toehold	0.031	-0.435	-0.522	1									
[5] %_holding	0.278	-0.323	0.537	0.440	1								
[6] 100%_TOB	0.186	-0.370	0.426	0.430	0.873	1							
[7] Partial TOB	-0.186	0.370	-0.426	-0.430	-0.873	-1.000	1						
[8] Post_2006	0.290	-0.044	0.187	0.036	0.232	0.207	-0.207	1					
[9] Hostile	-0.002	-0.088	0.065	-0.103	-0.033	0.016	-0.016	-0.050	1				
[10] Listed (A)	-0.111	0.024	-0.257	0.123	-0.149	-0.038	0.038	-0.120	-0.073	1			
[11] Size (T)	-0.201	-0.227	-0.134	0.147	0.004	0.050	-0.050	-0.171	0.035	0.072	1		
[12] B/P (T)	0.338	-0.080	0.107	0.036	0.148	0.070	-0.070	0.090	-0.034	-0.132	-0.368	1	
[13] Distress (T)	-0.075	0.049	-0.099	0.055	-0.049	-0.032	0.032	0.013	-0.045	0.025	-0.255	0.163	1

注：変数の定義は、図表 2 を参照。

図表 6 重回帰分析の推計結果(被説明変数：Premium)

	(1) 全案件		(2) 全部買付案件	(3) 部分買付案件
	[1]	[2]	[3]	[4]
Pre-nego	-0.109 (-2.666)***		-0.072 (-0.692)	-0.096 (-2.178)**
100%_TOB	0.087 (2.077)**	0.079 (1.691)*		
Pre-nego × 100%_TOB		-0.074 (-0.765)		
Pre-nego × Partial TOB		-0.115 (-2.638)***		
Toehold	-0.100 (-1.154)	-0.095 (-1.076)	-0.258 (-1.849)*	-0.081 (-0.683)
Post_2006	0.188 (5.137)***	0.187 (5.108)***	0.064 (0.765)	0.199 (4.818)***
Hostile	-0.008 (-0.083)	-0.010 (-0.099)	-0.377 (-2.113)**	0.173 (1.420)
Listed (A)	-0.018 (-0.520)	-0.017 (-0.496)	0.131 (1.994)**	-0.075 (-1.819)*
Size (T)	-0.031 (-2.547)**	-0.031 (-2.546)**	-0.041 (-1.830)*	-0.028 (-1.902)*
B/P (T)	0.099 (6.193)***	0.099 (6.171)***	0.082 (3.128)***	0.112 (5.570)***
Distress (T)	-0.117 (-3.302)***	-0.117 (-3.272)***	-0.127 (-1.815)*	-0.124 (-2.984)***
Constant	0.467 (3.375)***	0.469 (3.385)***	0.754 (2.904)***	0.435 (2.652)***
N	473	473	149	324
Adj. R ²	0.217	0.215	0.138	0.236

注：変数の定義は、図表 2 を参照。

括弧内は t 値である。***, **, *は、それぞれ、1%水準、5%水準、10%水準で有意であることを示している。

する全部買付案件においては、事前交渉は買収プレミアムに有意に影響していないことを示している。

本稿の分析結果は、部分的にサンプル数が限定的であることから、今後も継続的な分析が必要であるが、株式公開買付における買収プレミアムの分析では、事前交渉の有無や買付後持株比率が重要な要因であることを示している。また、全部買付目的か部分買付目的かで事前交渉の影響が異なっていることを示している。

今後の課題として、他のM&A形態における買収プレミアムとの比較があげられる。買収プレミアムは、M&Aに共通した重要事項である。買収プレミアムの決定要因に関する分析では、現金対価による株式公開買付のみを取り上げるだけではなく、株式対価による株式交換や株式移転などとの比較を通じて、より包括的な分析が可能となる。また、株式公開買付における株式売却者は事業投資から撤退する形となるが、他のM&Aの形態では事業投資が継続されることから、両者の比較によりそれぞれの特徴が明らかになると考えられる。さらに、買収プレミアムの適正性の検証も課題の一つである。買収プレミアムの水準が適正であるか否かは、M&Aを通じて獲得されるシナジー効果と比較されることで判断が可能となる。買収プレミアムが適正な水準（少なくとも、シナジー効果を上回らない水準）であるかは、M&Aの事後的な成果の検証が必要であり、この点は今後の研究課題である。

(2013年12月2日受付、2014年1月14日受理)

注

- 1) 株式公開買付とは、不特定かつ多数の者に、公告により株券等の買付け等の申込みまたは売付けの申込みの勧誘を行い、取引所金融商品市場外で株券等の買付けを行うことである（金融商品取引法第27条の2、6）。
- 2) 対象企業の株主は、合併では吸収（存続）企業あるいは新設企業の株主に、株式交換・株式移転では完全親会社の株主になり、事業投資は継続される。
- 3) 買収者が対象企業と資本関係を結ぶ点で、株式公開買付は株式交換・株式移転と共通

しているが、株式交換・株式移転では買収者が対象企業の発行済株式数のすべてを取得することで完全親子会社関係が結ばれる点で株式公開買付と異なっている。

- 4) ただし、応募株主に対する価格の均一性が求められている。詳しくは、池田ほか(2007)、兼田(2008)、石井(2010)、および小谷(2010)を参照。
- 5) この改正は、M&Aをめぐる動向を踏まえて、公開買付手続きの透明性・公正性を保証し、また株主や投資家間の公平性をより一層確保することを目的とするものであり、1990年に行われた改正以来の抜本的な改正であった(兼田, 2008, p.28)。Kruse and Suzuki(2010)は、対象企業に関する情報開示が充実したことで、2006年制度改正以降の案件で、それ以前の案件と比べ、有意に高い買収プレミアムが設定されていることを報告している。
- 6) 分析対象サンプルから除外された案件数は、株式公開買付の内容に関するデータが入手できなかった58案件と対象企業の財務・株価データが入手できなかった4案件である。
- 7) 本稿では、図表2に示しているように、株式公開買付公表41日前終値と買付価格を比較して、買収プレミアムを計算している。これは、株式公開買付に関する情報が織り込まれていない株価と買付価格とを比較するためであり、Kruse and Suzuki(2010)等に準拠し、公表41日目の終値を使用している。
- 8) なお、表には記載していないが、Mann - WhitneyのU検定を用いて行った中央値の差の検定の結果も、同様の結果を示していた。

引用文献

- [1] 池田唯一・大来志郎・町田行人(2007)『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』商事法務。
- [2] 石井禎(2010)「TOBの意義及び規制の趣旨」、石井禎・関口智弘編著『実践TOBハンドブック 改訂版』日経BP社、第1章、pp. 11-25。

- [3] 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&Aと株価』東洋経済新報社.
- [4] 兼田克幸 (2008) 「公開買付制度の意義及び諸課題」, 『経済学研究』(北海道大学) 58(1), pp. 21-38.
- [5] 菊谷達弥・齋藤隆志 (2007) 「完全子会社化はどのようなときに行われるか」, 宮島英昭編著『日本のM&A』東洋経済新報社, 第4章, pp. 139-173.
- [6] 小谷融 (2010) 「公開買付制度」, 総合ディスクロージャー研究所監修・小谷融編著『金融商品取引法におけるディスクロージャー制度』税務研究会出版局, 第9章, pp. 663-801.
- [7] 小本恵照・尾関純 (2009) 『なるほど図解M&Aのしくみ (第3版)』中央経済社.
- [8] 鈴木一功 (2005) 「コントロール・プレミアムに関する考察」, 『証券アナリストジャーナル』 43(7) : 68-77.
- [9] 鈴木一功 (2007) 「なぜ日本では市場価格より低いTOBが成立するのか」, 『週刊金融財政事情』 2758 : 15-19.
- [10] 服部暢達 (2004) 『実践M&Aマネジメント』東洋経済新報社.
- [11] 服部暢達 (2008) 『実践M&Aハンドブック』日経BP社.
- [12] 花村信也 (2010) 「日本のM&Aの支払手段と買収価格: Q理論か, 株式誘因か?」, 慶應経営論集27(1) : 103-122.
- [13] 矢部謙介 (2012) 「株式を対価とした企業再編におけるプレミアムの実証分析」, 伊藤邦雄編著『企業会計研究のダイナミズム』中央経済社, 第23章, pp. 401-417.
- [14] Barger, L. L., F. P. Schlingemann, R. M. Stulz and C. J. Zutter (2008), "Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers?," *Journal of Financial Economics* 89: 375-390.
- [15] Betton, S., Eckbo, B. E. and K. Thorburn (2008), "Corporate takeovers," *Tuck School of Business Working Paper* No. 2008-47. (<http://ssrn.com/abstract=1131033>)
- [16] Comment, R. and G. W. Schwert (1995), "Poison or placebo? Evidence on the deterrent and wealth effects of modern antitakeover measures," *Journal of Financial Economics* 39: 3-43.
- [17] Healy, P., K. Palepu and R. Ruback (1997), "Which mergers are profitable-Strategic or Financial?," *Sloan Management Review* 38(4): 45-57.
- [18] Kruse, T. A. and K. Suzuki (2010), "Two decades of development of tender offer market in Japan: An analysis of regulatory changes, offer premiums and share price reactions," *Working paper*. (<http://ssrn.com/abstract=1572117>)
- [19] Stulz, R. M., R. Walking, and M. H. Song (1990), "The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers," *Journal of Finance* 45: 817-833.

Effect of Pre-negotiations between Bidders and Target Shareholders on Offer Premiums in Tender Offers

Yoshitaka OHASHI Mioko TAKAHASHI

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of pre-negotiations between bidders and target shareholders on offer premiums in tender offers. Previous studies indicate that the pre-negotiations reduce the premium. In this study we classify the tender offers into the offers with and without pre-negotiations, and investigate whether the premiums in the bids with pre-negotiations are lower than ones in the bids without pre-negotiations. The results of statistical tests are consistent with the indications and evidences in prior studies.

In addition, we examine whether we observe any difference of the effect of pre-negotiations between wholly-owned tender offers and partial tender offers. We find that the pre-negotiations reduce the premiums in partial tender offers. On the other hand, we do not find the effect of pre-negotiations on the premiums in wholly-owned tender offers. These results are consistent with our expectations.