

経済と経営 52-1 (2022.3)

## 〈研究ノート〉

株式公開買付（TOB）における支配権プレミアム  
—特別決議議決権との関連性梅 根 嗣 之<sup>1</sup>

## 1. はじめに

株式公開買付（Takeover Bid：以下 TOB）は企業買収の一形態である。被買収先が上場会社であるとき、ある者（会社ないし個人：以下買収者）が上場会社の買収を試みる場合、買収の候補先となる会社（以下被買収企業）の一定以上の比率の株式を購入するときには、TOBを行うことを公表しなければならない<sup>2</sup>。買収者は、購入したい株数を定め、提示する買付価格で株式を購入することを宣言し、一定期間中に現在の株主が株式売却に応じるよう勧奨する。期限までに売却に応じる株式数が希望する株式数に達すれば TOB は成立するが、希望株式数に達しない場合は不成立となる。買収者が提示する買付価格は、殆どの場合、TOB を公表する前の市場価格より高い水準に設定される。この買付価格と TOB 公表前の市場価格との差異を支配権プレミアム（以下プレミアム）と呼ぶ。多くのケースでプレミアムが正となる理由は、買収者は被買収企業の経営を支配し、買収後経営を改善して収益力を高めることを目論むとともに、既存株主は買収者が現在の経営者を上回る能力を発揮して収益力を高めることを期待するからである。

本稿の目的は、買収者がどのような動機をもって、このプレミアムを支払おうとするのかを探ることである。一般的に、株式会社は株主総会における過半数の議決権の賛成を得ることにより、その企業の重要な事項を議決することができる。この一株一票の多数決原理に基づく意思決定の制度は、世界中の資本主義社会において採用されている。また多くの国の会社法は、さらに重要な事項について、株主総会における3分の2を超える賛成を要求する特別決議の制度を設定している<sup>3</sup>。とりわけ日本の会社法が特別決議を必要とする事項には、大規模なリストラを実施する際に必要となる「重要資産の譲渡」等が含まれている<sup>4</sup>。買収者が取得する持分比率が3分の2を超えるときに支払われるプレミアムの水準が、それ以下の持分比率取得のプレミアム水準よりも顕著に高いとするならば、買収者および被買収企業の株主は特別決議が求められるような大規模リストラによる経

---

1 札幌大学教授・神戸大学経営学研究科研究員

2 公開買付者は、公開買付けの目的、買付価格、買付予定株式数、買付機関等を公告するとともに、公開買付届出書を内閣総理大臣に提出しなければならない（金融証券取引法 27 条）

3 特別決議は、総株主の議決権数の過半数または定款に定める議決権数を有する株主が出席し、その議決権の3分の2以上にあたる賛成で成立する（会社法 309 条）。

4 会社の事業の全部または重要な一部（たとえば帳簿価格の5分の1以下）を譲渡するのは、株主の重大な利害に影響するから、株主総会の特別決議が必要である（会社法 467 条）例えば、非注力事業の分社化は特別決議の対象となる。

営改善を事前に想定していることになろう。この仮説を実証的に解き明かすことが本稿の課題となる。

## 2. 先行研究と仮説設定

TOB で発生するプレミアムとはそもそも何なのか。どういう性質を持つのか。

まず買収者の改善の意図と被買収企業の既存株主の期待が一致する情報対称のケースを想定する。すなわち買収者と既存株主は同じ情報を有し、収益力の将来見通しについて同じ予想を持っている。この場合、買収者は買収後に期待される収益増分の全額を反映したプレミアムを支払わなければ、既存株主が売却に応じない。その理由は、仮に収益増分の一部しか反映しないプレミアムが買収者から提示された場合、既存株主は保有株式を売却せずに、保有を継続する。多くの株主は自分の売買が TOB の成立を左右するとは考えず、期待する潜在的な経営改善の効果が買収者ないし他の買収者によって実現され、収益増分に相当する株価の上昇が実現すると考えるからである。(Grossman and Hart (1980))

では買収者の経営改善の意図と被買収企業の既存株主の期待が一致しない情報非対称のケースを考える。ここで買収者は被買収企業の内部情報を有しており、既存株主よりも大きな収益向上の余地があると考えているとしよう。買収者は自らが予想する収益増分を大幅に下回るプレミアムを買付価格として設定する。この場合、買収者は買収意図を持つ他の企業が参入してくる機会を提供することになる。新たに参入する対抗者は、より高いプレミアムを上乗せした買付価格を伴う TOB を行う。この結果、買収者は自らの TOB を成立させるためには買付価格を引き上げることを余儀なくされる。また TOB の公開買付届出書において、買付価格算定の根拠を開示する義務があり、買収者は買収後の経営改善による収益増加の根拠を示して、既存株主の判断を助ける情報を開示しなければならない。買収者が重要な情報を隠していた場合、TOB が成立したあと、買付価格での売却に応じた既存株主から訴えられることを覚悟しなければならない。これらの要因から、情報非対称のケースでも、プレミアムは買収後の収益増分の殆ど全てを反映することになる。

買収者が TOB を通じて買収を行う目的は、企業買収 (M&A) という投資の現在価値が買収支払金額を上回る、即ち正味現在価値が正である投資を行い、自社の企業価値を向上することである。買収支払金額は、被買収企業株式の市場価値、すなわち現在の経営者の下で生み出す収益の現在価値、とプレミアム金額の合計である。自らが経営改善を通じて生み出す収益増分の現在価値の殆ど全てをプレミアムとして払うということは、買収者にとって投資の NPV が非常に小さな投資となることを意味する。Betton, Eckbo and Thorburn (2008) は、米国の 1980 年から 2002 年までの 4889 件の TOB データから、プレミアムが公表前の市場株式価格を平均で 43% 上回っていた一方、被買収企業の株価が買収前後で約 25% 上昇したのに対して、買収者の株価が平均で 1% の上昇にとどまったことを示した。買収者の株価の変化は中位値では -0.3% となっていて、買収者の半数以上の株価は低下した。服部 (2015) は、1997 年から 2006 年までの日米の買収プレミアムについて、米国では 1652 件の平均プレミアムが 35.6%、日本では 382 件の平均プレミアムが 19.9% であったと報告している<sup>5</sup>。

5 服部 (2015) の分析では、対象となる買収案件を一定以上の規模に限定し、プレミアムが負あるいは 100% を超える案件を除外している。

上述のように、買収後にもくろむ収益増分の殆どをプレミアムとして払うことになるのであれば、買収者は TOB 準備のためにコストを払ってまで、買収を試みることは無いだろう。しかし現実には、TOB のプロセスを経る企業買収は発生している。例えば日本で 2008 年から 2020 年までに発生した TOB (被買収企業が上場企業) 678 件のうち、失敗すなわち買収者が希望する数の応募株式が集まらなかったケースは 16 件に過ぎない (実証分析は後述)。これらの TOB 失敗は、買収者の提示したプレミアムが既存株主にとって満足いく水準で無かったことを示す。買収後の経営改善による企業価値増分の現在価値とほぼ等しいプレミアムが支払われ、かつ買収者にとって TOB が有益となる理由は何だろうか。

先行研究が示してきた理由の一つは、TOB に先立って買収者が被買収企業の株式を予め保有していた場合、買収者は事前保有株式が無い場合と比べて、より大きなプレミアムを支払うことができる可能性がある。簡単な数値例を示そう<sup>6</sup>。まず買収者はリスク中立的であり買収後の経営改善によって企業価値増分  $Z$  が得られるものと予想している。買収者は TOB を通じて、被買収企業の既存株主から発行済み普通株式の比率  $\alpha$  ( $0 < \alpha < 1$ ) の取得を目指している。このとき買収者の利得は、被買収企業の株式持分に対応する企業価値増分の現在価値から、株式購入時に支払ったプレミアム  $P$  を差し引いたもので、以下の通りとなる。

$$\alpha * Z - \alpha * P \geq 0 \quad (1)$$

既存株主も買収後の企業価値増分の期待値が  $Z$  であることを知っていて、プレミアム  $P$  が企業価値増分  $Z$  を上回るときに株式の売却に応じるものとする。プレミアム  $P$  が企業価値増分  $Z$  を下回るときは、株式の保有を継続し、TOB に応じない。既存株主の利得は以下となる。

$$\alpha * P - \alpha * Z > 0 \quad (2)$$

上記式 (1) と (2) を同時に満たす  $P$  と  $Z$  の組合せはないため、TOB は成立しない。

次に、買収者が TOB に先立ち、比率  $\beta$  ( $0 < \beta < \alpha$ ) の被買収企業の株式を保有していたとしよう。このとき、買収者の TOB 後の予想収益は以下となる。

$$\alpha * Z - (\alpha - \beta) * P \geq 0 \quad (3)$$

$$\Rightarrow P \leq \frac{\alpha}{(\alpha - \beta)} * Z \quad (4)$$

即ち買収者は、自らが保有している株式持分にはプレミアムを払わなくてよいので、 $Z$  の  $\alpha / (\alpha - \beta)$  倍まではプレミアムを支払っても利益が出ることになる。例えば、TOB の目標持分比率が 70%、事前保有持分比率が 20% とすると、買収者はプレミアムを企業価値増分の 140% を上限に設定できる。もし買収者がプレミアムを企業価値増分の 1.2 倍 (120%) に設定したとき、既存株主の利得式 (2) は成り立つ。買収者と被買収企業の既存株主はそれぞれ利益を得る形となって、TOB は成立する。式 (4) から明らかのように、事前保有株式比率の増加はプレミアム上限を引き上げる。プレミアム上限の上昇は、実際に支払われるプレミアムも上昇させることが推測され、検証すべき仮説となる。

次に着目するのは、買収者が想定する企業価値増分が買収後のどういった経営改善措置から生ま

6 このモデルは、Schleifer and Vishny (1986) が展開したモデルを簡略化したものである。

れてくるかという点である。日本の会社法は、重要資産の譲渡といった大胆なリストラ策について、株主総会での特別決議、すなわち 3 分の 2 以上の同意を要求する。これに対して、英米法の流れをくむ米国法（州法）、英国法、豪州法、香港法などでは、特別決議という制度は存在するが、特別決議を必要とするのは会社定款の変更等であり、重要資産の譲渡等のリストラ策は普通決議、すなわち 2 分の 1 超の同意で実行が可能になる。このため、先行研究の多くは TOB による支配権の獲得が 50% 超の持分取得で達成されると考えており、50% を超え、たとえば 67% の持分取得が買収後の経営改善措置に持つ影響を区別して認識できない。一方、日本では 50% 超の持分取得と 3 分の 2 超の持分取得を比較することで、どのような経営改善措置が買収後の企業価値増加に貢献すると期待され、プレミアムに反映しているのかを区別できる。

企業買収は、大きく分けて 2 つの目的があると考えられる。一つ目の目的は買収者が自分に乏しい資源を被買収企業から得ることである。資源とは、人材、技術、設備、地域や国の市場へのアクセス、そして時間が挙げられる。例えば、買収者が手掛けてこなかった分野・地域への進出のために企業ないし部門を買収する。もう一つの目的は、買収の結果、利用度が低くなる資源の放出である。例えば本社機能については、買収した企業と被買収企業がそれぞれ買収前と同じ規模で本社を維持することは効率性からありえない。また同業者間の買収の場合、殆どすべての事業で重複が生じるので、大胆なリストラが実行される。例えば銀行間の M&A の目的は、業務の拡大というよりは、重複組織の廃止（例えば支店の統廃合）が主たる経営改善措置となる。もちろん余剰となった人員を新規分野に投入するといったことが行われるので、実際の M&A の目的は上記の 2 つが混在する形になるだろう。

買収者が TOB の際に発行する公開買付届出書は、買収者が TOB 成立したのち収益改善のために行う前向きな施策が列挙されている一方、重複組織の廃止等の経営者や従業員にとって痛みを伴う施策について具体的な記載は行われにくいのが通常である。これは経営者そしてとりわけ従業員の買収反対の声が挙がることを恐れていることの表れと考えられる。ところが買収が成立したのちに行われる合併後統合作業（Post-Merger Integration: PMI）の中で収益力改善の主眼は、いわゆる「効率化」施策、すなわち重複組織等の統廃合が中心に据えられることが多い。なぜなら、新製品の開発、新分野への進出といった前向き施策は実現に時間を必要とするだけでなく、不確実性が大きく施策の効果が事前に分かりにくい。他方「効率化」施策については、施策の効果が容易に計算できるのみならず、手続きを正しく踏んで準備すれば比較的早期に確実性をもって実現可能である。買収後の企業価値増分の相当部分が「効率化」施策から出てくるという認識が買収者と被買収企業の株主に共有されていれば、重要資産譲渡等の抜本的リストラを可能にする特別決議が重要になってくる。特別決議を可決できる持分比率の価値は、普通決議しか可決できない持分比率の価値を顕著に上回るだろう。これは二つ目の検証すべき仮説となる。

### 3. データと実証分析の結果

分析の対象とするデータは、ストライク社の提供する「M&A Online」より 2008 年から 2020 年の TOB 全データ 707 件を入手した（年次推移を図 1 に表示）。具体的には公表日、買収者、被買収企業、買付価額（総額）、買付目標株数、買付価格（1 株当り）、公表日前 3 か月間の平均株価、公

表前3か月間平均価格に基づくプレミアム比率、公表日前日の株価終値、前日終値に基づくプレミアム比率、買取者が公表日前に保有する持分比率、TOBにより買取者が保有する見込みの持分比率を抽出した。TOBの際に買取者が提出する公開買付届出書を利用可能な範囲で参照し、上記各項目のデータを確認するとともに、買収の目的、買収後の事業改善計画、買付価格の算定根拠等についての情報を手拾いで抽出した。全データ707件に含まれるTOB不成立16件、被買収企業が非上場企業29件を除外した662件についての基本統計量を以下の表1で示す。

図1 2008年から2020年にかけて成立したTOB件数の年次推移

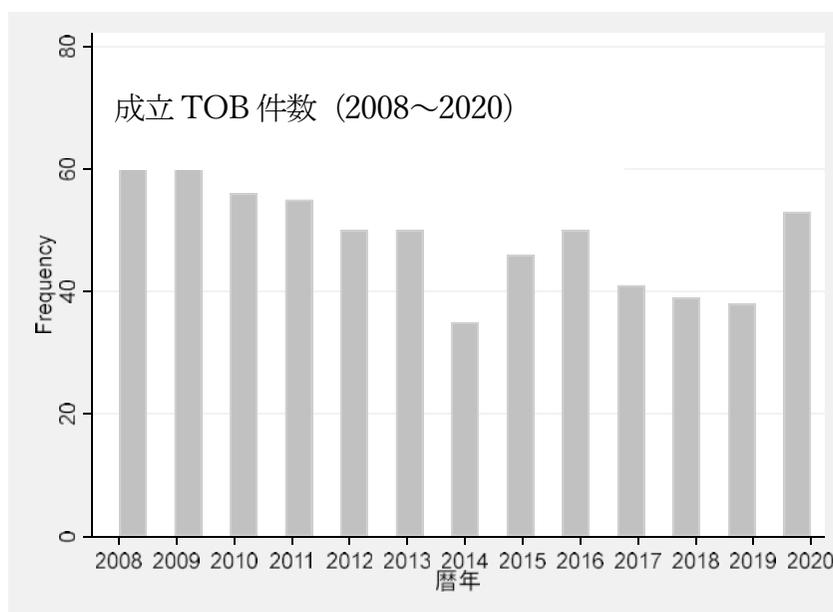


表1 成立したTOBの主要な基本統計量

	買収価額	プレミアム	プレミアム	事前保有持分比率 (%)	事後保有持分比率 (%)
	買付価格×買付希望株数 (百万円)	公表前3か月平均対比 (%)	前日終値対比 (%)		
標本数	645	649	591	662	649
平均	31967	38.69	38.38	20.28	82.32
標準偏差	181010	40.46	41.86	24.36	24.40
中位値	4590	34.83	34	1.63	100

プレミアムについては、公表前3か月間平均価格に基づくプレミアム比率および公表日前日終値に基づくプレミアム比率を示した。公表前3か月平均価格に基づくプレミアムに関する情報がある

件数は 649 件、公表日前日終値に基づくプレミアム比率の情報があある件数は 591 件であった<sup>7</sup>。

まず買収者の事前持株比率が高いほど、プレミアムが高くなる傾向があるかという仮説の検証を行う。買収者の事前持株比率  $\beta$  に対してプレミアム  $P$  は増加関数にあるとして、以下の推定式に基づく推計を行った。推定すべき係数を  $a$ 、 $b$ 、推定残差を  $e$  とする。

$$\tilde{P} = a + b\beta + \tilde{e}$$

推定結果を表 2 に示す。

表 2 事前保有持分比率とプレミアムの関係

被説明変数		説明変数	
		事前保有持分比率 $\beta$	
プレミアム $P$			
	公表前 3 か月間	-0.00287	—
	( t 値)	(-0.04)	—
	公表前日	—	-0.02612
	( t 値)	—	(-0.37)
	切片	38.74***	38.92***
	( t 値)	(18.69)	(17.18)
	標本数	649	590
	決定係数 (adj)	-0.0015	-0.0015
注：係数の横のアスタリスクは有意性 (***) は 1%水準、** は 5%水準、無印は非有意) を示す			

これから分かることは、2008 年から 2020 年の日本では、買収者の事前持分比率はプレミアムに対して統計的に有意な影響を与えていないということである。Schleifer and Vishny (1986) が展開した仮説は、本稿のデータからは確認できない。この理由については、次節で議論する。

次に、買収者が TOB 後に保有を希望する持分比率、とりわけ特別決議を可決できる持分比率が、プレミアムに与える影響を検証する。まず買収後の持分比率とプレミアムの関係を見ておこう。すなわち、以下の推定式を検証する。

$$\tilde{P} = a + b\gamma + \tilde{e}$$

ここで買収後の持分比率は  $\gamma$ 、プレミアムは  $P$  である。結果は表 3 に示す通り、買収後持分比率とプレミアムの間には、統計上有意な正の相関がある。これは、服部 (2015) が日本の TOB のデータに基づく実証分析で示した結果に沿ったものである。

7 本稿では詳細な議論は行わないが、プレミアムの算定根拠となる「TOB 公表前の市場株価」については、どのくらいの期間をとると買収者の意図が反映しない市場の株価を定められるかという課題がある。多くの研究では、TOB 公表前に何らかの理由で市場価格がすでに上昇しており、公表日に近い市場価格を採用ほどプレミアムを過小評価するとしている。最新の研究 (Eaton et al (2021)) では、買収情報が反映しない株価は買収者が投資銀行に連絡を取る前 (平均 5 か月程度) の市場株価に遡る必要があるとしている。日本の慣行では公表前日ないし公表前 1 か月ないし公表前 3 か月の市場株価はプレミアム算定上合理的とされているが、公表前 5 か月という期間はこれより顕著に長い。ただし、本稿の実証分析に用いた標本によると、公表前日の市場株価と公表前 3 か月間平均市場株価に基づいて算定されたプレミアムは統計的に有意な差がないことが確認されている。

表3 事後保有持分比率とプレミアムの関係

被説明変数 プレミアム P		説明変数	
		事前保有持分比率 $\gamma$	
	公表前3か月間	0.466***	—
	(t 値)	(7.29)	—
	公表前日	—	0.4274***
	(t 値)	—	(6.08)
	切片	0.7385	3.2882
	(t 値)	(0.13)	(0.54)
	標本数	638	582
	決定係数 (adj)	0.0757	0.0582

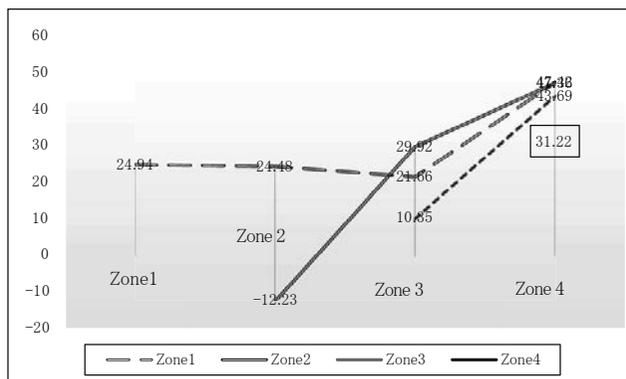
注：係数の横のアスタリスクは有意性（\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、無印は非有意）を示す

次に日本の法制度に特有な特別決議とプレミアムの関係を検証しよう。企業の重要事項を左右する持分比率を、3分の1、2分の1、3分の2に設定する。2分の1を超える持分を保有する株主は、株主総会において、その議決権の行使により企業の殆どの議案を可決できる。さらに3分の2を超える持分を保有する株主は、その議決権の行使により、企業にとって特に重要な議案、たとえば重要資産の譲渡、を可決できる。一方、3分の1を超える持分を保有する株主は、重要資産の譲渡を含む特に重要な議案について、その可決を阻止することができる。すなわち拒否権を有する。この分類により、株式の保有比率は4つのゾーンに分けられる。第1のゾーンは持分比率0%から3分の1まで、第2のゾーンは持分比率3分の1超から2分の1まで、第3のゾーンは持分比率2分の1超から3分の2まで、第4のゾーンは持分比率3分の2超から100%までとなる。4つのゾーンそれぞれについての基本統計量を表4に示す。

表4 TOB後の保有持分比率によるゾーンごとの基本統計量

統計量	TOB後の持分割合								標本全体	
	ゾーン1		ゾーン2		ゾーン3		ゾーン4			
	0 ≤ x ≤ 1/3		1/3 < x ≤ 1/2		1/2 < x ≤ 2/3		2/3 < x ≤ 1		プレミアム	
	プレミアム		プレミアム		プレミアム		プレミアム		プレミアム	
	3か月	前日	3か月	前日	3か月	前日	3か月	前日	3か月	前日
標本数	18	15	39	35	137	125	455	416	649	591
平均	24.94	36.10	21.66	23.34	22.58	23.10	45.54	44.32	38.69	38.38
標準偏差	25.15	35.71	38.18	33.93	32.89	35.30	41.34	43.08	40.46	41.86
中位値	22.08	21.28	25.26	16.67	25.79	23.80	39.38	37.56	34.83	34.00

図3 ゾーン間の移動とプレミアム水準の関係  
(プレミアムは買付株価と公表前3か月間の市場株価の差)



注：プレミアムの水準は、ゾーン2内移動とゾーン3内移動の2つ以外、  
全て統計的に有意にゼロと異なっている。

そしてTOBによる事後的持分水準増加をゾーン間の移動としてとらえ、TOBで買収者がどのゾーンからどのゾーンに移動するかを示す。図3は、ゾーンxからゾーンyへの移動(x,y=1, 2, 3, 4)に対応したプレミアム(3か月平均比)を示している。例えば、太い破線はゾーン1から上のゾーンに移動したときのプレミアム水準を示し、ゾーン1内での移動は24.94%のプレミアム、ゾーン1からゾーン2への移動は24.46%のプレミアム、ゾーン1からゾーン3への移動は21.66%のプレミアム、ゾーン1からゾーン4への移動は43.69%のプレミアムが生じることを意味している。このグラフが示すのは、持分の過半数を取得し特別決議を必要とする事項以外の議決権を支配するゾーン3を得るためのプレミアムと特別決議を要する事項についても議決権を支配するゾーン4を得るためのプレミアムに顕著な差がありそうだということである。この推察を検証するために、事後保有持分比率が低いゾーンから目標のゾーンに上がるときのプレミアムの増分について、統計的に有意性を検証した。検証結果は表5に示す通りである。

表5 TOB後持分比率が下のゾーンから目標ゾーンに上がるときのプレミアム増加

被説明変数 プレミアム P	説明変数					
	ゾーン2以上への移動		ゾーン3以上への移動		ゾーン4への移動	
公表前3か月間	14.144	—	17.534***	—	22.928***	—
(t値)	(1.46)	—	(3.15)	—	(6.84)	—
公表前日	—	2.34	—	12.246**	—	20.052***
(t値)	—	(0.21)	—	(1.98)	—	(5.44)
切片	24.935***	36.099***	22.692***	27.17***	22.613***	24.27***
(t値)	(2.62)	(3.34)	(4.26)	(4.60)	(8.06)	(7.85)
標本数	649	591	649	591	649	591
決定係数(adj)	0.0018	-0.0016	0.0463	0.005	0.066	0.0463

注：係数の横のアスタリスクは有意性 (\*\*\*) は 1%水準、\*\* は 5%水準、無印は非有意) を示す

この結果によると、ゾーン2への移動のプレミアム増分は統計的にゼロと有意に異ならない一方、ゾーン3への移動は17.5%のプレミアム増加（公表前3か月）、ゾーン4への移動は22.9%のプレミアム増加（公表前3か月）をもたらすことが分かる。そしてこれらの増加は統計的に有意に正となる。すなわち、株主総会での普通決議を議決できる支配権プレミアム（ゾーン3への移動）よりも、特別決議を議決可能な支配権プレミアム（ゾーン4への移動）の方が大きいと考えることができる。一方、特別決議に対する拒否権をもつ支配権プレミアム（ゾーン2への移動）はプレミアムを顕著に上げる効果はないことになる。TOBを通じた企業買収について、事業再編等を伴う大幅なリストラへの期待がプレミアムの多くをもたらしていることが確認できた。

#### 4. 実証結果の考察・補足

本稿で検証を試みた仮説のうち、「事前保有持分がプレミアムを上昇させる」は、統計的な有意性は認められなかった。その原因は株式公開買付制度とともに存在する大量保有報告制度にあると考えられる。大量保有報告制度は、上場会社持分の5%を超えて取得する者（大量保有者）に保有目的、取得資金、保有目的を取得から5日以内に届ける義務を課す。日本では2006年の金融商品取引法で厳格化された。この制度の下では、買収者が事前に相当数の株式を秘密裏に取得することは不可能であり、届けられた取得目的の記載が何であろうと、被買収企業の株価に影響を及ぼさずに株式取得を進めることは困難となるだろう。大量保有報告が株価を上昇させると、買収者が見込む企業価値増分が不変であれば、プレミアムは小さくなり、事前株式保有によるプレミアム増加の一部ないし全部を打ち消すだろう。Betton, Eckbo and Thorburn (2008)は、米国の同様の報告義務(1968 Williams Act 及び 1976 Hart-Scott-Rodino Antitrust improvements)の下で、事前保有を開示することで被買収企業の現在の経営者が地位を脅かされることを懸念して抵抗すること、また対抗する競争相手に時間を与えること等のコストが発生するので、1980年以降株式の事前保有を伴うTOBは急速に減少し、2002年時点で10%未満となったことを示している。

検証を試みた2番目の仮説である、「特別決議を議決できる持分獲得がプレミアムを顕著に増加させる」は統計的な有意性を確認できた。ただし分析の対象とした標本には、経営陣による上場会社の買収と非上場化を目的とする取引、いわゆるMBO (Management Buy Out) が含まれていることは留意しなければならない。本稿の分析対象である662件のTOBのうち、124件がMBOと認識されたものである。MBOは非上場化を主たる目的としているので、殆どの場合ゾーン4に至る持分取得が企図されている。MBOも、長期的には経営改善による企業価値の増加を企図するものであるが、短期的には経営者が他の投資家を株主から排除する目的のために実施することから、非MBOの買収とは異なる性質を有している可能性がある。このMBOを除外したうえで、上述の発見が再現できるか検証した結果を表6に示した。

表6 TOB 後持分比率が下のゾーンから目標ゾーンに上がる時のプレミアム増加  
—MBO を除外した標本に基づく検証—

被説明変数 プレミアム P		説明変数					
		ゾーン 2 以上への移動		ゾーン 3 以上への移動		ゾーン 4 への移動	
公表前 3 か月間		10.941	—	14.140**	—	20.523***	—
(t 値)		(1.11)	—	(2.45)	—	(5.65)	—
公表前日		—	— 0.101	—	9.521	—	18.339***
(t 値)		—	(— 0.01)	—	(1.98)	—	(4.67)
切片		24.935**	36.099***	22.87***	27.45***	22.314***	24.155***
(t 値)		(2.58)	(3.32)	(5.46)	(4.57)	(7.67)	(7.66)
標本数		525	483	525	483	525	483
決定係数 (adj)		0.0004	-0.0021	0.0094	0.0026	0.058	0.041

注：係数の横のアスタリスクは有意性（\*\*\* は 1%水準、\*\* は 5%水準、無印は非有意）を示す

MBO を除外しても、ゾーン 3 以下からゾーン 4 に至る持分取得では、統計的に有意なプレミアムの差が発生することが確認される。ただしゾーン 4 への移動、すなわち特別決議議決可能な議決権取得のプレミアム増加効果は 2%程度弱まっている。

## 5. まとめと今後の研究課題

本稿での実証分析は、①買収者が TOB に先立って持分を保有すること（事前持分保有）がプレミアムを増加させるという仮説を棄却した。一方、② TOB により取得を目指す持分（事後持分保有）比率が上昇するとプレミアムは増加し、さらに特別決議の議決を可能にする 3 分の 2 以上の持分取得を目標とするとプレミアムは顕著に増加するという仮説が支持されることを明らかにした。

本稿の分析に関する留意点としては、プレミアムを単に買付株価と TOB 公表に先立つ市場株価の差と捉えており、TOB が発生前後の株式市場の動きを考慮していない。その意味で本稿の手法は実務的な簡便法を採用しており、厳密には市場全体の動向の影響を排除するために、CAR (Cumulative Abnormal Return: 累積異常収益率) の手法を用いて計測することが望ましい。

今後の研究課題として以下を構想する。

大陸法諸国との比較研究：これまでの分析は、日本の会社法の規定する特別決議に必要な持分とプレミアムの関係を論じてきた。英米法諸国では特別決議を必要とする項目が極めて限定的であり、日本の制度と大きく隔たりがある。今後の研究では、日本と同様の特別決議制度がある諸国との比較により、プレミアムと持分の関係について共通の性質を見いだせる可能性がある。まずは日本と同様の法制度を有していると推察される大陸法諸国の法制度を精査することを展望する。

プライベートエクイティ (PE) ファンドを考慮：近年の M&A において、PE ファンドの存在感は大きい。PE ファンドは買収後に大胆なリストラ策の実施を行い、主としてコスト削減により経営改善を成し遂げて、中期的（10 年以内程度）に買収先を売却することを目論んでいると推察される。PE ファンドの目的は、本稿が 3 分の 2 以上の持分取得がリストラ策を確実に実行できる支配権の取得となりプレミアム増加をもたらすとする論拠と親和性が強い。PE ファンドを標本から

除外したときに、上記のプレミアム増加効果は弱まるのか、もしくは消滅するのかという新しい課題が生まれる。プレミアム増加効果が消滅すれば、事業会社による買収は PE ファンドによる買収と本質的に異なるものと位置付けられ、PE ファンドがしばしばハゲタカファンドと呼ばれることに一定の根拠を与えるだろう。一方、プレミアム増加効果が変わらない場合、事業会社による買収も実はその目的は PE ファンドと大差ないということになるかもしれない。こういった展開を展望し、今後の研究につなげていきたい。

以上

（本研究は、令和3年度札幌大学研究助成（個人研究）の研究成果の一部である。）

## 参考文献

- Betton, Sandra, Eckbo, B. Espen, Thorburn, Karin S., (2008) , Corporate Takeover, in *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Volume 2, Ch. 15, pp. 291-429
- Eaton, Gregory W., Liu, Tingting, Officer, Micah S., (2021) , Rethinking Measures of Mergers and Acquisitions Deal Premium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 56, No.3, pp. 1097-1126.
- Grossman, Sanford J., Hart, Oliver D., (1980) , The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 42-64
- Schleifer, Andrei, Vishny, Robert W., (1986) , Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol 94, No.3, pp. 461-488
- 落合誠一（2010）『会社法要説』有斐閣
- 穴戸善一・大崎貞和（2013）『ゼミナール金融証券取引法』日本経済新聞出版社
- 服部暢達（2015）『日本の M&A』日経 BP 社