

我が国の TOB と買い付け価格

—— 買収プレミアムと所有構造 ——

文 堂 弘 之

(常磐大学)

1. 問題の所在

TOB（株式公開買い付け）は買付者とターゲット企業の株主との直接的な会社支配権売買手法である。TOB の実施において、買付者には買付価格をどのように設定するかという判断が求められる。買付価格の設定は本来ターゲット企業の企業価値評価の問題である。しかし、支配権の売買という側面を重視すると、単に企業価値評価の側面だけでなく、売買の相手であるターゲット企業の株主の状況（所有構造）も問題となりうる。

我が国の TOB は 1990 年以降着実に件数を伸ばし、近年では敵対的な買収の代表的な手法として浸透してきた。しかし、その実態は既存の支配株主との相対取引であり、ターゲット企業の所有は集中している場合が多い。さらに、市場価格以下に買付価格を設定する事例も少なくない⁽¹⁾。買付価格は本来、買付者が評価したターゲット企業の価値を基準に設定されることが想定されるが、我が国のこのような実態は TOB の買付価格に何らかの影響を与えていると推測される。

このような認識から、本報告は、我が国の TOB のプレミアムとターゲット企業の所有構造の関係を明らかにすることにより、ターゲット企業の株主分散度、所有集中度、主体別所有比率（金融機関所有比率）が買い付け価格のプレミア

ム設定に影響を与えていることを実証する。

2. 先行研究

TOB などの買収における支払対価のプレミアムを扱う先行研究の数は少なくない⁽²⁾。しかし、いずれもアメリカ企業を分析対象としたものであり、そのほとんどが財務数値との関係を分析したものである。ただし、その中でもターゲット企業の所有構造と買収プレミアムの関係についての分析を盛り込んだ研究もいくつかある。たとえば、Ferris et al. (1977) は、買収プレミアムは所有分散度と正の関係にあることを報告している。ただし、そこで採用された所有分散度の代理変数は株式勧誘代理人手数料であり、これが本当に所有分散度を表すかは疑問が残る⁽³⁾。このほか、役員所有比率との関係を分析した研究がある。しかし、その結果は負を報告する研究 (Slusky and Caves (1991)) と、正を報告する研究 (Hayward and Hambrick (1997)) に分かれており、頑健な関係は見出されていない⁽⁴⁾。

次に、ターゲット企業に対する買収者側の所有比率と買収プレミアムの関係についての研究がある。そのうち、買収者の事前所有比率と買収プレミアムの関係については、正の関係を示すもの (Ferris et al. (1977), Walkling and Edmeister (1985)) と、負の関係を示すもの (Kaufman

(1988))で結果が分かれている。また、Walkling and Edmeister (1985)は目標所有比率との有意な正の関係を報告している。

このように、従来の研究にはターゲット企業の所有構造に関する指標として、ターゲット企業の所有分散度と役員所有比率が、そして買収者所有比率の事前および目標所有比率が採用されている。なお、日本企業の買収プレミアムの決定要因を分析した実証研究は見当たらない。

3. 分析デザインと予測

(1) 分析デザイン

買収プレミアムと、(A)買付者側の事前所有比率の関係、(B)買付者側の目標所有比率の関係、(C)ターゲット企業の所有構造(①株主分散度、②所有集中度、③各主体所有比率)の関係を分析する。

(2) 予 測

(A) 買付者の事前取得比率との関係

買付者の事前取得比率は3つの点から買収プレミアムに影響を与えうる。1点目は、総買付費用の低減による買収対価の引き上げ余力増大である(Shleifer and Vishny, 1986)。これに依拠すれば、正の関係が予測される。2点目は、潜在的買収者の出現に対する抑制である(Dewatripont, 1993; Ravid and Spiegel, 1999)。これに依拠すれば、負の関係が予測される。3点目は、ターゲット取締役会の反対に対する抑制である(Walkling and Long, 1984; Jennings and Mazzeo, 1993; Cotter and Zenner, 1994)。これは実証結果にもとづくものであり、負が報告されている。このように、関係は一致しないが、筆者は3つ目の複数の実証結果を重視して負を予測する。

(B) 買付者の目標所有比率との関係

目標所有比率が高いとより多くの株主の持株提

供を確保するために、買収プレミアムは増加すると推測できる。したがって、正の関係を予測する。

(C) 所有集中度との関係

① 株主分散度との関係

株主が多いと株主の想定企業価値の分散が大きくなり、より高い想定企業価値を持った株主の持株提供を誘引する必要が高まる。したがって、正の関係を予測する⁽⁵⁾。

② 所有集中度との関係

所有が集中していると上位株主がTOBの成否の決定権を握るので、所有集中度が高ければ買収者に対する上位株主の交渉力が高まり、買収プレミアムは増大しうる⁽⁶⁾。したがって、正の関係を予測する⁽⁷⁾。

③ 各主体所有比率との関係

非金融機関法人および金融機関の所有比率とROAは正の関係があるとの日本企業についての実証結果がある(Gadejlovic and Shapiro, 2002)。この結果から推測すると、非金融機関法人および金融機関の市場価値は高水準なため、買収プレミアムは低くなりうる。したがって、非金融機関法人および金融機関の所有比率においては負の関係を予測する。また、取締役の所有比率が高いと株主としての立場が増大し、より高いプレミアムを要求しうる。したがって、取締役所有比率と正の関係を予測する。

4. 分析方法と変数

(1) 分析手法

前述の分析デザインから、買収プレミアムを被説明変数とし、事前取得比率、目標所有比率、株主分散度、所有集中度、各主体所有比率を説明変数とした回帰分析によって分析する。

(2) 変 数

回帰分析に用いる各変数は以下のとおりである。

- ① 買収プレミアム＝（最終）買付価格／ターゲット企業の TOB 前市場価格。

※ターゲット企業の TOB 前市場価格(分母)には次の 4 種類を採用した。

- (A) TOB 発表前 6 ヶ月間株価終値加重平均
- (B) TOB 発表前 6 ヶ月間株価終値単純平均
- (C) TOB 発表直前成立日株価終値
- (D) TOB 公告日前成立日株価終値

※TOB 発表日は日本経済新聞掲載記事に記載された日。記載がない場合は掲載日の前日。

- ② 事前取得比率＝TOB 前における買収者の所有するターゲット企業株式数／発行済株式数。

- ③ 目標所有比率＝TOB 後における買収者の所有する予定のターゲット企業株式数／発行済株式数。

- ④ 株主分散度（4 つの代理変数）

- (A) 平均所有比率＝1／TOB 前決算期の株主数
- (B) 株主数（対数）＝TOB 前決算期の株主数の常用対数
- (C) 一株あたり株主数＝TOB 前決算期の株主数／発行済株式数
- (D) 純資産あたり株主数＝TOB 前決算期の株主数／簿価純資産額

- ⑤ 所有集中度（5 つの代理変数）

- (A) 筆頭株主所有比率＝TOB 前決算期に筆頭株主が所有するターゲット企業株式数／発行済株式数
- (B) 上位 10 位株主所有比率＝TOB 前決算期に上位 10 位株主が所有するターゲット企業株式数／発行済株式数
- (C) 筆頭株主所有集中度＝ $A \cdot (1 - 1 / \text{TOB 前決算期の株主数})$

- (D) 上位 10 位株主所有集中度＝ $B \cdot (1 - 10 / \text{TOB 前決算期の株主数})$

- (E) 筆頭株主所有偏在度＝TOB 前決算期に筆頭株主が所有するターゲット企業株式数／平均所有比率

- ⑥ 各主体所有比率

- (A) 金融機関所有比率
- (B) その他の法人所有比率
- (C) 外国人等所有比率
- (D) 個人その他所有比率
- (E) 取締役所有比率

※買付者の所有比率を含む場合はそれを控除した。

5. データとサンプル

(1) データ

分析に使用したターゲット企業株価は、東洋経済新報社『株価チャート CD-ROM』各号および日本経済新聞株価欄から入手した。その他の各数値は、有価証券報告書、公開買付報告書、公開買付届出書から入手した。

(2) サンプル

分析に使用したサンプルは、1996 年 4 月 1 日以降 2003 年 12 月 31 日までに買い付けを公告した TOB で、ターゲット企業が日本の公開会社である 120 件である⁽⁸⁾。

6. 分析結果と解釈

分析結果は表 1 のとおりである⁽⁹⁾。以下で各指標について結果の解釈を行う。

(1) 事前取得比率との関係

買付者の事前取得比率との有意な関係は検出されなかった（予測と一致せず）。これは、予測さ

表 1 買収プレミアムを被説明変数とした回帰分析結果 (左半分)

被説明変数 (買収 プレミアム)			説明変数	定 数	事前取得 比 率	目標所有 比 率	株主分散度			
							平均所有 比 率	株主数 (対数)	一株あた り株主数	純資産あた り株主数
TOB 発表前 6 ヶ月間 加重平均株価に基く買 収プレミアム	モデル(1)	係数 t 値 有意確率	-0.412 -1.239	-0.156 -0.680	0.673 3.659 ***			0.001 0.017	-0.004 -2.203 **	0.035 0.150
	モデル(2)	係数 t 値 有意確率	-0.412 -1.241	-0.156 -0.680	0.673 3.659 ***			0.002 0.019	-0.004 -2.203 **	0.035 0.150
	モデル(3)	係数 t 値 有意確率	-0.882 -2.381	-0.092 -0.400	0.650 3.571 ***			0.136 1.222	-0.003 -2.174 **	0.048 0.205
	モデル(4)	係数 t 値 有意確率	-0.421 -2.465 **	-0.089 -0.381	0.634 3.453 ***	-35.093 42.904			-0.003 -2.160 **	0.060 0.257
	モデル(5)	係数 t 値 有意確率	0.221 0.453	-0.149 -0.660	0.696 3.828 ***		-0.063 -0.720		-0.003 -2.063 **	0.063 0.273
	モデル(6)	係数 t 値 有意確率	0.202 0.425	-0.154 -0.683	0.700 3.850 ***		-0.055 -0.636		-0.003 -2.060 **	0.063 0.272
TOB 発表前 6 ヶ月間 単純平均株価に基く買 収プレミアム	モデル(7)	係数 t 値 有意確率	-0.442 -1.306	-0.194 -0.833	0.725 3.873 ***			0.031 0.374	-0.004 -2.143 **	0.050 0.210
	モデル(8)	係数 t 値 有意確率	-0.442 -1.308	-0.194 -0.833	0.725 3.873 ***			0.031 0.376	-0.004 -2.143 **	0.050 0.210
	モデル(9)	係数 t 値 有意確率	-0.967 -2.568 *	-0.125 -0.537	0.700 3.780 ***		0.178 1.569		-0.003 -2.107 **	0.062 0.263
	モデル(10)	係数 t 値 有意確率	-0.364 -2.090	-0.121 -0.507	0.678 3.623 ***	-46.783 -1.070			-0.003 -2.088 **	0.078 0.328
	モデル(11)	係数 t 値 有意確率	0.298 0.602	-0.186 -0.816	0.752 4.081 ***		-0.045 -0.503		-0.003 -1.984 **	0.083 0.351
	モデル(12)	係数 t 値 有意確率	0.275 0.572	-0.192 -0.842	0.757 4.108 ***		-0.035 -0.397		-0.003 -1.980 *	0.083 0.351
TOB 発表直前日株価 に基く買収プレミアム	モデル(13)	係数 t 値 有意確率	-0.173 -0.508	0.174 0.741	0.406 2.156 **		-0.007 -0.089	0.000 -0.011		0.283 1.175
	モデル(14)	係数 t 値 有意確率	-0.173 -0.509	0.173 0.741	0.406 2.156 **		-0.007 -0.087	0.000 -0.011		0.283 1.175
	モデル(15)	係数 t 値 有意確率	-0.676 -1.776 *	0.233 0.987	0.383 2.045 **		0.123 1.075	0.000 0.055		0.289 1.210
	モデル(16)	係数 t 値 有意確率	-0.293 -1.667 *	0.210 0.874	0.376 1.992 **	-8.666 -0.196		0.000 0.062		0.305 1.271
	モデル(17)	係数 t 値 有意確率	0.210 0.416	0.174 0.745	0.421 2.236 **		-0.054 -0.599	0.000 0.125		0.295 1.223
	モデル(18)	係数 t 値 有意確率	0.214 0.434	0.171 0.731	0.424 2.255 **		-0.049 -0.557	0.000 0.132		0.295 1.228
公告日前株価に基く買 収プレミアム	モデル(19)	係数 t 値 有意確率	-0.117 -0.363	0.188 0.845	0.235 1.317		-0.021 -0.260	0.001 0.414		0.041 0.179
	モデル(20)	係数 t 値 有意確率	-0.118 -0.365	0.188 0.844	0.235 1.318		-0.021 -0.257	0.001 0.414		0.041 0.180
	モデル(21)	係数 t 値 有意確率	-0.682 -1.884 *	0.250 1.116	0.211 1.183		0.120 1.099	0.001 0.499		0.045 0.199
	モデル(22)	係数 t 値 有意確率	-0.291 -1.745 *	0.242 1.060	0.199 1.112	-20.888 -0.498		0.001 0.503		0.058 0.255
	モデル(23)	係数 t 値 有意確率	0.558 1.176	0.192 0.875	0.261 1.478		-0.096 -1.130	0.001 0.637		0.067 0.294
	モデル(24)	係数 t 値 有意確率	0.536 1.160	0.186 0.849	0.266 1.505 **		-0.086 -1.034	0.001 0.643		0.066 0.294

(注) ***は1%有意, **は5%有意, *は10%有意。両側検定。網掛けは、これらのいずれかがついているもの。

表1 買収プレミアムを被説明変数とした回帰分析結果（右半分）

所 有 集 中 度					各 主 体 所 有 比 率					R ²	補正 R ²	F 値 P 値	n
筆頭株 主所有 比率	筆頭株主 所有集中 度指数	筆頭株主 所有偏在 度指数	上位10位 株主所有 比率	上位10位 所有集中 度指数	金融機関	その他の 法人	外国人等	個 人 その他	取締役				
-0.191 -0.819					0.940 2.166 * *	0.008 0.135	0.021 0.105	0.051 0.316	-0.001 -0.650	0.248	0.171	3.237 0.001	120
-0.192 -0.821					0.940 2.165 * *	0.008 0.135	0.021 0.105	0.051 0.315	-0.001 -0.650	0.248	0.171	3.238 0.001	120
		-0.000 -1.774 *			1.113 2.802 * * *	0.011 0.195	0.056 0.280	0.055 0.359	-0.001 -0.658	0.265	0.190	3.535 0.000	120
		-0.000 -1.510			1.195 3.063 * * *	0.007 0.127	0.089 0.442	0.036 0.234	-0.001 -0.673	0.259	0.184	3.434 0.000	120
			-0.708 -1.923 *		0.811 1.936 *	0.018 0.317	0.093 0.457	-0.041 -0.244	-0.001 -0.777	0.268	0.194	3.601 0.000	120
				-0.730 -1.957 *	0.799 1.902 *	0.019 0.323	0.090 0.443	-0.040 -0.241	-0.001 -0.779	0.269	0.195	3.617 0.000	120
-0.235 -0.987					0.586 1.327	0.014 0.234	-0.085 -0.411	0.072 0.435	-0.001 -0.725	0.232	0.154	2.966 0.002	120
		-0.235 -0.989			0.586 1.326	0.014 0.234	-0.085 -0.412	0.072 0.435	-0.001 -0.726	0.232	0.154	2.967 0.002	120
		0.000 -1.898 *			0.793 1.963 *	0.018 0.302	-0.048 -0.236	0.082 0.523	-0.001 -0.734	0.250	0.174	3.275 0.001	120
		0.000 -1.480 *			0.899 2.262 * *	0.013 0.216	-0.005 -0.025	0.057 0.360	-0.001 -0.753	0.241	0.164	3.119 0.001	120
			-0.833 -2.232 * *		0.441 1.039	0.026 0.448	-0.001 -0.004	-0.034 -0.203	-0.001 -0.876	0.259	0.184	3.436 0.000	120
				-0.858 -2.272 * *	0.427 1.003	0.027 0.455	-0.005 -0.022	-0.034 -0.199	-0.001 -0.878	0.260	0.185	3.458 0.000	120
-0.276 -1.153					0.820 1.845 *	-0.031 -0.519	0.349 1.683 *	-0.034 -0.207	-0.002 -1.242	0.202	0.121	2.484 0.008	120
		-0.277 -1.156			0.819 1.844 *	-0.031 -0.519	0.349 1.683 *	-0.035 -0.207	-0.002 -1.242	0.202	0.121	2.485 0.008	120
		0.000 -1.677 *			1.051 2.575 * *	-0.027 -0.456	0.377 1.821 *	-0.011 -0.070	-0.002 -1.248	0.213	0.132	2.651 0.005	120
		0.000 -1.240			1.140 2.838 * *	-0.033 -0.559	0.399 1.919 *	-0.021 -0.133	-0.002 -1.255	0.204	0.123	2.523 0.007	120
			-0.509 -1.334		0.825 1.903 *	-0.023 -0.375	0.392 1.854 *	-0.071 -0.407	-0.002 -1.321	0.205	0.124	2.535 0.007	120
				-0.542 -1.403	0.810 1.863 *	-0.022 -0.368	0.391 1.859 *	-0.073 -0.425	-0.002 -1.326	0.207	0.126	2.556 0.006	120
-0.341 -1.502					1.021 2.419 * *	-0.026 -0.460	0.329 1.670 *	-0.020 -0.129	-0.002 -1.184	0.179	0.095	2.142 0.023	120
		-0.342 -1.504			1.020 2.418 * *	-0.026 -0.460	0.329 1.670 *	-0.020 -0.129	-0.002 -1.185	0.179	0.096	2.142 0.023	120
		0.000 -1.898 *			1.301 3.354 * * *	-0.022 -0.381	0.356 1.810 *	-0.055 -0.366	-0.002 -1.187	0.189	0.106	2.288 0.015	120
		0.000 -1.624			1.380 3.617 * * *	-0.026 -0.462	0.382 1.933 *	-0.042 -0.274	-0.002 -1.197	0.182	0.098	2.181 0.020	120
			-0.824 -2.302 * *		0.955 2.344 * *	-0.013 -0.233	0.405 2.042 * *	-0.061 -0.376	-0.002 -1.337	0.201	0.120	2.472 0.008	120
				-0.849 -2.344 * *	0.940 2.303 * *	-0.013 -0.226	0.401 2.030 * *	-0.060 -0.373	-0.002 -1.340	0.202	0.121	2.493 0.008	120

れる3つの影響要因が相互に打ち消しあったか、あるいはいずれも全く影響しなかったことを示唆する。あるいは、買付者の事前取得比率が50%以下と超の場合では傾向が異なるかもしれない⁽¹⁰⁾。

(2) 目標所有比率との関係

買付者の目標所有比率と有意に正の関係が見出された。すなわち、買付者は、目標所有比率が高いとより多くの株主の持株提供を確保するために、買収プレミアムをより高く設定すると推測される(予測と一致)。

(3) 株主分散度との関係

平均所有比率(1/株主数)あるいは株主数(対数)との有意な関係は検出できなかった。したがって、買収プレミアムは株主数と無関係であるといえる(予測と不一致)。その一方、一株あたり株主数(株主数/発行済株数)とは有意に負の関係があることが発見された。すなわち、買収プレミアムは発行済株式数の上昇と共に低下している。

(4) 所有集中度との関係

筆頭株主所有比率、筆頭株主集中度指数、筆頭株主遍在度指数とのはっきりとした関係は検出できなかった(ただしいずれも「負」)。その一方、上位10位株主所有比率、上位10位所有集中度指数とは有意に正の関係が発見された。この結果は、支配株主は株式を一人ではなくグループや家族で複数の(10位以内の)大株主に分散して所有しているためかもしれない。また、所有比率(絶対値)も集中度指数(相対値)も「負」の関係であることは、買付者は、他の株主の参加を少しでも減らし、所有比率の高い支配株主との相対取引をより確実にしたい姿勢の表れかもしれない。

(5) 各主体所有比率との関係

金融機関所有比率とは有意に正の関係が見出された。これは予測と一致する結果である。金融機関は事前の交渉においてより多くのプレミアムを要求している可能性がある。

その一方、非金融機関法人所有比率と有意な関係は検出されなかった。予測と一致しなかったが、この結果は、平均34%と支配権を握っている非金融会社の株主(親会社)はプレミアムにこだわらずに売却・撤退を遂行していることを示唆している。また、取締役所有比率についても有意な関係は検出されなかった。これも予測と一致しなかった。この結果は、我が国の取締役は所有比率に伴うプレミアム獲得への関心を高めていないことを示唆している。

7. 貢献と課題

最後に、本研究の貢献と課題について述べる。まず貢献については、次の4点が指摘できる。①日本のTOBにおける買収プレミアムの決定要因を始めて分析した。②先行研究での結果と同様に、我が国のTOBにおける買収プレミアムにも目標所有比率と正の関係があることを明らかにした。③買収プレミアムの決定要因に関する先行研究では(不十分にしか)注目されてこなかった所有構造(株主分散度、所有集中度)を採用した結果、買収プレミアムが1株当たり株主数と負の関係にあること、そして、絶対値としての上位10位株主所有比率のみならず株主数で相対化した上位10位所有集中度と負の関係にあることを発見した。④我が国のTOBにおける買収プレミアムはターゲット企業の金融機関所有比率とともに増大していることを明らかにした。

次に、本研究の課題として次の4点が挙げられる。①買収プレミアム測定における期間設定を精

緻化する必要がある。今回は買収発表前6ヶ月間としたが、情報漏洩から正式な発表前にターゲット企業の株価は上昇することが多いので、この期間を除外する必要がある。②業種間の相違についての処理をする必要がある。③株主分散度および所有集中度の計測方法について精緻化する必要がある⁽¹¹⁾。④検出された関係の原因に対する厳密な解明を行う必要がある⁽¹²⁾。

なお、今回は買収プレミアムの特徴をターゲット企業の所有構造の点から分析したが、将来的にはターゲット企業の財務指標との関係も分析しなければならない⁽¹³⁾。

〈注〉

- (1) 我が国の TOB の実態については、文堂 (1997, 2001) を参照。
- (2) Hayes and Taussig (1967), Ferris et al. (1977), Walkling and Edmeister (1985), Varaiya (1987), Kaufman (1988), Nathan and O'Keefe (1989), Slusky and Caves (1991), Haunschild (1994), Hayward and Hambrick (1997)。
- (3) したがって、買収プレミアムと直接的な所有分散度の関係についての実証研究は現在までおそらく行われていない。
- (4) Slusky and Caves (1991) は、大口外部個人株主所有比率と負の関係も報告しているが、この所有比率は5%以上所有の個人についての数値なので純粋な一般個人株主ではない。
- (5) ただし、発行済株式数および純資産が大きければ絶対値としての株主数が増えるのは当然なので、これらで相対化した株主数との関係も調査する。
- (6) ただし、日本企業の所有集中度と ROA は正の関係を実証した Gadejlovic and Shapiro (2002) を重視すると、所有集中度が高いほど市場価格の割引が少なくなる結果、プレミアムと負の関係を持つ可能性もある。
- (7) ただし、絶対値としての所有比率を株主全体の所有水準から相対化するために、株主数および平均所有比率で相対化した指標も調査する。
- (8) サンプル一覧は実際の報告時には配布資料で提示したが、ここでは紙幅の制約のため省略した。
- (9) 変数の記述統計量および変数間の相関行列は、実際の報告時には配布資料で提示したが、ここでは紙幅の制約のため省略した。
- (10) 筆頭株主の事前取得比率が低い水準においては

大口所有は企業価値を高めるが、そうでない場合企業価値を低めるとのアジア企業の実証結果が報告されている (Claessens et al., 2002)。

- (11) この点について、コメンテーターの亀川雅人立教大学経済学部教授より「浮動株比率」を採用してはどうかとのアドバイスを受けたので、今後これを盛り込んで分析を行う予定である。
- (12) とくに「一株あたり株主数」との負、所有集中度の各指標との負が何を意味するかは様々な観点から考察すべきであろう。
- (13) この点は、司会の村松司叙九州情報大学大学院教授より指摘を受けた。

参考文献

- 文堂弘之「我が国の TOB の特徴 —— 経営者規律の視点から ——」『経営学研究論集』明治大学大学院経営学研究科、第7号、1997年9月、11-28頁。
- 文堂弘之「株式公開買付 (TOB) の仕組みと機能」村松司叙編著『M & A 21世紀 第1巻 企業評価の理論と技法』中央経済社、2001年、第2章、43-80頁。
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry H. P. Lang, "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings," *Journal of Finance*, vol. 57, no. 6, Dec. 2002, pp. 2741-2771.
- Cotter, James F. and Marc Zenner, "How Managerial Wealth Affects the Tender Offer Process," *Journal of Financial Economics*, vol. 35, no. 1, Feb. 1994, pp. 63-97.
- Dewatripont, M., "The 'Leading Shareholder' Strategy, Takeover Contests and Stock Price Dynamics," *European Economic Review*, vol. 37, no. 5, June 1993, pp. 983-1004.
- Ferris, Kenneth R., Arie Melnik and Alfred Rappaport, "Cash Tender Offer Pricing: An Empirical Analysis," *Mergers & Acquisitions*, Spring 1977, pp. 9-14.
- Gedajlovic, Eric and Daniel M. Shapiro, "Ownership Structure and Firm Profitability in Japan," *Academy of Management Journal*, vol. 34, no. 2, June 2002, pp. 565-575.
- Haunschild, Pamela R., "How Much is That Company Worth?: Interorganizational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums," *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, no. 3, Sept. 1994, pp. 391-411.
- Hayes, III, Samuel L. and Russell A. Taussig, "Tactics of Cash Takeover Bids," *Harvard Business*

- Review*, March-April, 1967, pp. 135-148.
- Hayward, Mathew L. A. and Donald C. Hambrick, "Explaining the Premium Paid for Large Acquisitions: Evidence of CEO Hubris," *Administrative Science Quarterly*, vol. 42, no. 1, March 1997, pp. 103-127.
- Jennings, Robert H. and Michael A. Mazzeo, "Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids," *Review of Financial Studies*, vol. 6, no. 4, Winter 1993, pp. 883-909.
- Kaufman, Daniel J., Jr., "Factors Affecting the Magnitude of Premiums Paid to Target-Firm Shareholders in Corporate Acquisitions," *Financial Review*, vol. 23, no. 4, Nov. 1988, pp. 465-482.
- 村松司叙「買収プレミアムと株価」『証券アナリストジャーナル』第25巻第2号, 1987年2月, 19-34頁。
- Nathan, Kevin S. and Terrence B. O'Keefe, "The Rise in Takeover Premiums, An Exploratory Study," *Journal of Financial Economics*, vol. 23, June 1989, pp. 101-119.
- Ravid, S. Abraham and Matthew Spiegel, "Toehold Strategies, Takeover Laws and Rival Bidders," *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, no. 8, August 1999, pp. 1219-1242.
- Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, June 1986, pp. 461-488.
- Slusky, Alexander R. and Richard Caves, "Synergy, Agency, and Determinants of Premia Paid in Mergers," *Journal of Industrial Economics*, vol. 39, no. 3, March 1991, pp. 277-296.
- Varaiya, Nikhil P., "Determinants of Premiums in Acquisition Transactions," *Managerial and Decision Economics*, vol. 8, no. 3, Sept. 1987, pp. 175-184.
- Walkling, Ralph A. and Robert O. Edmeister, "Determinants of Tender Offer Premiums," *Financial Analysts Journal*, Jan.-Feb. 1985, pp. 27-37.
- Walkling, Ralph A. and Michael S. Long, "Agency Theory, Managerial Welfare, and Takeover Bid Resistance," *RAND Journal of Economics*, vol. 15, Spring 1984, pp. 54-68.