

日本の株式公開買付（TOB）前後の株価変動を用いた 買収に伴う私的便益の推定

鈴木 一功*¹

要 約

本研究では、1990年から2011年までに実施された株式公開買付（TOB）による企業買収の中で、TOB終了後も上場が維持されると予想される取引262件について分析し、事後株価対比プレミアムから、日本のTOBにおいて買付者が私的便益の水準をどのように見積もっているかを検証する。

その結果、日本のTOBにおける私的便益の推定値は、1990年から2011年の全期間平均では有意でないが、2006年12月の全部買付義務導入以降は、プラス（平均と中央値が、それぞれ12.7%、7.7%、どちらも1%の水準で有意）に転じていることがわかった。

TOBにおける私的便益の推定値に影響を与える要素としては、（1）事前持株比率が高い場合には、プラス、（2）TOBの結果、事後保有比率が高い場合には、マイナス、（3）まとまった比率の株式を保有する株主が存在する、もしくは、（4）対象企業が赤字の場合には、マイナスの影響があるという傾向が判明した。また、（5）買付者（新経営権者）の下でのキャッシュフロー改善効果と、私的便益の推定値との間には、負の相関があることもわかった。加えて、（6）TOB発表前の株価が、1年以内につけた株価の高値よりも割安な場合、私的便益の推定値は増加する傾向があること、（7）2006年12月の全部買付義務の導入以降、私的便益が高めになったこと、が確認された。

キーワード：株式公開買付、コントロール・プレミアム、私的便益

JEL Classification：G34, G38

I. はじめに

近年、日本企業の間でも、企業の合併・買収（M&A）という形で、企業支配権（rights for corporate control）の譲渡が盛んに行われるようになった。一般に、企業支配権の譲渡対価を決定する場合に、企業支配権のプレミアム、いわゆるコントロール・プレミアムが設定され

る。これは、上場企業の経営に影響力を持つようなまとまった割合の株式を取得する場合においては、少数株主としての投資を前提に形成されている株価に比して、一定のプレミアムを上乗せした形で、買収価格を決定するというものである。実務上は当然のごとく取り扱われるこ

* 1 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授

との多いこのコントロール・プレミアムではあるが、その価値の源泉は何なのかについて考察すると、大きく分けて、①被買収企業を経営改善することによって、被買収企業の価値を向上させられることからくる価値と、②被買収企業の経営権を取得することで、買収者に得られる私的便益（private benefits）という、2つの要素があると考えられている（Barclay and Holderness（1989）など）。本研究では、1990年か

ら2011年までに実施された株式公開買付（TOB）による企業買収の中で、TOB終了後も上場が維持されると予想される取引262件（詳細は後述）について、買付価格とTOB発表前後の被買収企業株価から、コントロール・プレミアムの水準と、その構成要素、特に私的便益について検証し、実際に上記の要素が日本においてどのような数値となっているかについて分析を試みるものである。

II. コントロール・プレミアムの分析に関する先行研究

II-1. コントロール・プレミアムの存在とその経済的源泉を巡る理論

そもそも企業支配権の譲渡において、いわゆるコントロール・プレミアムを買手が支払うことが必須なのかについて、理論家の間では必ずしもコンセンサスがあるわけではない。たとえば、代表的な企業価値評価手法の教科書であるKoller et al.（2010）においては、少数株式と経営支配権株式を区別した記述は全く見られない。一方で、それ以外の多くの企業価値評価手法の教科書（Damodaran（2009）、Pratt et al.（2014）等）においては、コントロール・プレミアムの存在とその経済的意味について言及されている。そこで本節では、コントロール・プレミアムの存在を前提とした場合に、買い手にとって通常の株式市場で支払う株価に上乗せした価値を、企業支配権を獲得するに際して支払うことの経済的根拠とは何かについて理論をまとめる。

ファイナンス理論において、株価は将来の企業が生み出す（株主に対する）キャッシュフローの現在価値として認識されることは周知の通りである。それでは、コントロール・プレミアムはこのフレームワークの中で、どのような形で経済的に正当化されるのだろうか。1つの可能性として、企業経営権・支配権に関わるよ

うな株式と、少数株式では、資本コスト（割引率）自体が異なるという考え方がある。ただPratt（2014）Chapter 15では、株価にコントロール・プレミアムを認められるためには、資本コストは企業経営権を伴うような株式の方が低くなければならないことになるが、この理由を理論的に説明することは困難である、としている。

したがって、コントロール・プレミアムを支払うことの経済的合理性の根拠として、一般には資本コスト（割引率：分母）の低下ではなく、将来のキャッシュフロー、もしくはキャッシュフロー以外の経済的効用が、企業経営権や支配権の保有者にもたらされるのではないかと理論上は考えることになる。ここでは、大きく分けて2つの経済的効用が考えられる。すなわち、①被買収企業の経営陣を刷新し、経営改革することにより実現されると予想される企業のキャッシュフローの増加と、②企業経営に参画することによって企業から大株主にもたらされる私的（個人的）便益（private benefits）である。

第1の「経営改革による企業価値増加」が、コントロール・プレミアムの源泉だとする考え方は、Grossman and Hart（1980）等に見られる。彼らは、敵対的なTOBを念頭に、現経営

陣の下での企業価値に比べ、TOBにより経営権を掌握しようとする買収者（潜在的な新経営者）の下での経営改善後の企業価値の方が大きい場合において、買収者がターゲット企業の保有比率ゼロの状態からTOBを仕掛けるという前提の下で、被買収企業の株主構成が無数の少数株主によって成り立っている場合には、経営改善効果相当額的全額を（フリー・ライダーである）既存の少数株主にコントロール・プレミアムとして支払わない限り、少数株主は敵対的買収に応じないことを理論モデルにより証明した。このことは、買収者の経営改善効果は、すべて既存少数株主にコントロール・プレミアムとして吸い上げられてしまうことを意味しており、仮に経営改善能力のある買収者であっても、敵対的買収を行うインセンティブがなくなることを意味する。これに対し、Shleifer and Vishny（1986）は、Grossman and Hart（1980）の前提である、買収者がターゲット企業の保有比率がゼロの状況からいきなり敵対的買収を仕掛けるという前提を修正し、潜在的敵対買収者がTOBを実施する時点までに、ある程度ターゲット企業の株式を買い進めておけば、経営改善効果を100パーセント少数株主に支払う必要はなく、買収後の株価よりも低いコントロール・プレミアムの支払いのみで、敵対的買収を成功させることができることを指摘している。

敵対的買収においてコントロール・プレミアムを支払った後でも、メリットが買収者に残るかどうかについての見解の相違はあるものの、経営改善による企業価値増加が、コントロール・プレミアムの主要な源泉であることについては、理論家も実務家も異論のないところであろう。

第2の「大株主の私的便益」をコントロール・プレミアムの源泉とする考え方は、一連のエージェンシー問題の議論と関係している。すなわち、大株主には、企業を支配、もしくは企業経営に参画することから得られる様々な便益があり、これらを維持または獲得するためであれば、少数持ち分に比して少しくらいのプレミ

アムを支払ったとしても結果的には見合う、という考え方である。こうした個人的便益には、たとえば、大株主が100パーセント保有するファミリー企業と、自身が経営権を獲得しようとしている売り手企業との間で、前者に有利となるような取引条件を設定した契約を締結させるというような金銭的富の移転が考えられる。現実には、ここまで露骨な富の移転をしないまでも、経営者となれば、非金銭的な便益として、売り手企業の資金負担において、社用機・社用車を乗り回す、高級なオフィスビルに社長室を構えるといったことも可能になるかもしれない。

「企業の経営権獲得のメリット」を、第1の全ての株主にもたらされる経営改善による企業価値向上によるメリットと、第2の大株主のみにもたらされる個人的便益とに明確に区別して論じた論文には、Bradley（1980）やGrossman and Hart（1988）などがある。こうした理論の背景には、上述のGrossman and Hart（1980）で指摘されたように、経営改善による買収後の企業価値向上効果は、企業買収の対価支払いの過程においてフリー・ライダーである既存の少数株主に吸い取られてしまうため、これだけでは買収を行う者のインセンティブが十分ではない、という問題があったと考えられる。第1の経営改善メリットを買収時に少数株主に支払って吐き出すとしても、少数株主には得られない私的便益が別途買収者に存在すれば、買収者にとってはその便益がインセンティブとなって、買収が試みられることになる。

上述した2種類の企業経営権のメリットについては、第1の経営改善に伴うメリットは、経営権を持つ株主のみならず、経営改善後も株主であり続ける少数株主の株主価値をも向上させるのに対し、第2の大株主の個人的便益というのは、大株主のみに帰属するメリットであり、むしろ少数株主は大株主の個人的便益によって株主価値を毀損される可能性があるということになる。買収者が少数株主の利益を犠牲に私腹を肥やすような取引は、道義的には問題があ

り、度を過ぎれば少数株主が司法手続きを通じて差し止めたり、損害賠償を求めたりすることも考えられるが、現実には、企業経営者には、法的にはグレーな部分でかなりの裁量が与えられているのも事実だろう。

II-2. コントロール・プレミアムの要素分解に関する実証研究

以上のように、理論面からは、コントロール・プレミアムの源泉として、2つの異なった要素が提唱されている。それでは、実証分析において、現実に企業経営権の取引（M&A取引）において支払われているコントロール・プレミアムが、上に述べた2つのメリットをどの程度反映しているのだろうか。また、これら2つのメリットを切り離して計測するには、どのような分析手法を用いるのだろうか。これらの点については、既に米国や欧州市場において、数々の先行研究が存在する。

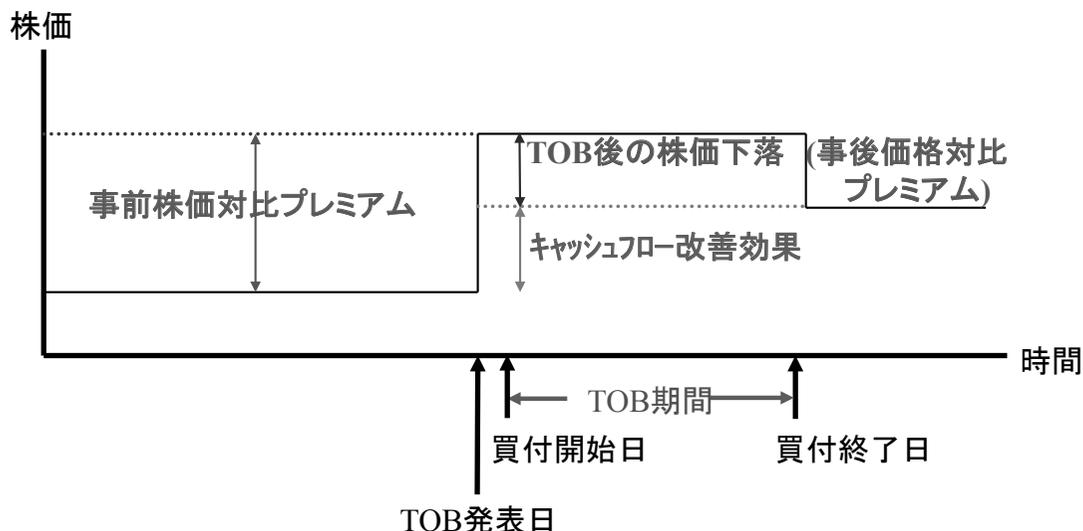
先行研究では、まずコントロール・プレミアムの水準についての実証分析として、公開企業に対して企業経営権の移動を伴うような株式譲渡が行われた場合において、その譲渡価格が譲渡のニュースが発表される直前の株価に対し

て、どの程度割高に設定されているかを調べている。（以下本稿では、このプレミアムを、「事前株価対比プレミアム」と称する。）たとえば、Bradley（1980）は、米国において行われた161件の株式公開買付（TOB）を調査し、その買付価格の「事前株価対比プレミアム」は49パーセントであったと報告している。

次に、コントロール・プレミアムの総額がわかかったとして、その中に含まれる経営改革による企業価値増加の部分と、大株主の私的便益の部分とに分解するには、どのような手法が用いられるのであろうか。この点について、先行研究では、公開企業に対して企業経営権の移動を伴うような株式譲渡が行われた場合において、その譲渡価格が譲渡取引完了直後における被買収企業の株価と比べて、どの程度割高に設定されているか（以下「事後株価対比プレミアム」と略称）、というデータを用いている。

図1に、本手法の考え方を図解した。縦軸は被買収企業（公開買付対象企業）の株価、横軸は時間の経過を示している。TOBにおいては、発表日、買付開始日、買付終了日の3つの鍵となるイベント日があるが、発表日以降TOBの情報は株価に織り込まれるので、買付開始日の

図1 被買収企業株価によるコントロール・プレミアムの要素分解のイメージ



重要性は低い。図中の実線は、予想される株価の水準を示している。一般に、TOBは発表前の株価にプレミアムを付した買付価格で実施されるため、買付期間（TOB期間）中は、買付価格と市場株価の間で裁定が働き、市場価格は買付価格と同水準で推移する。¹⁾その後、TOB期間が終了すると、その成否は即座に公表され、株式の取引はTOBの買付価格を必ずしも意識しない水準へと移行する。ここで、買収発表前の株価が、旧経営陣の下での被買収企業の価値を表しているのに対し、TOBが成立したとすると、買収完了後（経営権譲渡後）の株価は、新経営陣の下での被買収企業の価値を表していると考えられる。ここで、TOB終了後（経営権譲渡後）の株価と、買収発表前の株価との差は、新経営陣の下で被買収企業の経営改善による価値向上部分（図1では、「キャッシュフロー改善効果」と記述）であると考えられる。²⁾TOB終了後の株価に、既にこのキャッシュフロー改善効果が織り込まれているとすれば、TOB買付価格とTOB終了後の株価の差（事後株価対比プレミアム）は、そのまま経営者が「私的便益」を獲得するために支払った「キャッシュフロー改善効果以外のプレミアム」を反映していると考えられる。もちろん、このような分析が私的便益の水準の推定値として有効であるための前提としては、TOB実施前、および終了後の株価が、新旧経営陣の下での企業のキャッシュフロー予測に基づく対象企業の理論的価値を正しく反映しているという意味での市場の効率性が必要である。

事後株価対比プレミアムを用いて「経営者の個人的便益」を測定した研究のうち最初のは、Bradley（1980）で、米国のTOBに関し、

「経営者の私的便益」に対して支払われたプレミアムは、平均13パーセント（「事前株価対比プレミアム」49パーセントの約4分の1）であったとする。TOB以外の個別交渉において企業経営権の移動が行われた場合を分析した研究としては、Barclay and Holderness（1989）や、Dyck and Zingales（2004）などがあり、経営者の私的便益にかかるプレミアムを、前者では米国において直近株価の20パーセント（時価総額の4パーセント）、後者では調査対象とした39カ国（日本を含む、日本についての結果は後述）の平均として、時価総額の14パーセントと報告している。

本研究の主たる目的は、欧米の先行研究に倣い、日本のコントロール・プレミアムについて、経営改革による企業価値増加の部分と、大株主の私的便益の部分とに分解し、特に日本企業の支配権における私的便益の水準について分析することである。この点について、先行研究としては、前述のDyck and Zingales（2004）の研究結果の中に、日本に関する「経営者の私的便益」のプレミアムの測定数値がある。彼らは、1990年から2000年の間に日本で行われた、既発行株式の10パーセント以上の株式譲渡事例21件に関して、その平均プレミアムは統計的には有意ではないものの、時価総額に対してマイナス4パーセント、すなわち4パーセントのディスカウントとなっていることを発見している。³⁾このことは、日本において経営者の私的便益の価値がほとんど存在しない（もしくは負の便益が存在する）可能性を示している。仮に日本において、経営支配からもたらされる私的便益が少ないとすれば、コントロール・プレミアムの2つの源泉のうち片方が乏しいという

1) 買付価格が市場価格よりも低い場合（ディスカウントTOB）や、買付株数に上限を設定した場合（部分買付）には、このような株価の推移にならないこともある。

2) 厳密には、キャッシュフローの改善による価値向上分の期待現在価値から、新経営陣に提供される私的便益による被買収企業の価値低下の期待現在価値を控除したものが、ここにいうキャッシュフロー改善効果である。

3) この数値は、t検定では有意にならないものの、プレミアムがマイナスとなったケースは、21件中16件になったとされており、単純な符号検定では、5パーセントの危険率で有意になる。

ことになり、結果として、コントロール・プレミアム自体の水準も低水準になる可能性が示唆される。たとえば、先行研究である Kruse et al. (2010) において、日本の TOB におけるコントロール・プレミアム水準を分析しているが、1990年から2009年までに実施された TOB のプレミアム（事前株価対比プレミアム）の平均値が28.1%と、欧米に比べて低い水準に留まるとされている。彼らは私的便益の水準についても、事後株価対比プレミアムを用いて分析を試みているが、以下に示すように、スクイーズ・アウトの事例を含めて分析しているためバイアスが生じている可能性は否定できない。

事後株価対比プレミアムによって、私的便益の水準を推定するためには、TOB 終了後の株価が、TOB の買付価格を意識しない、新経営陣の下での企業の将来キャッシュフローを反映した水準へと移行する必要がある。しかしながら、TOB において、持分100パーセントを目指

して買付後にスクイーズ・アウト（公開買付対象企業の少数株主について、金銭の交付や公開買付者の株式との交換によって、強制的にその地位を失わせること）が予想されている取引においては、一般に公開買付価格とスクイーズ・アウト時の株式に対する評価額が同じであることが多く、こうした場合には TOB 終了後に株式を購入した株主にも、公開買付価格で株式を売却（もしくは株式交換）することが実質的に可能であるため、TOB 期間終了後にも、株価は公開買付価格との裁定を意識した水準から変化しない。本研究では、このことを勘案し、TOB 終了後にスクイーズ・アウトが行われることが予想される取引を除いたサンプル、すなわち TOB 終了後も上場が維持されると予想される取引に関する分析を中心に行う。この点において、本研究においては、先行研究よりも正確に私的便益の水準を測定することが期待できる。

Ⅲ．実証分析の概要

Ⅲ－１．分析対象データ

本稿の分析対象となるデータは、筆者がレコフデータの M&A データベースを基に、その中に収録されていない一部のデータ（大株主による事前の応募契約の有無、等）について、株式公開買付に関する公開資料（公開買付届出書、意見表明報告書、等）の一部を手作業で追加して作成した、1990年から2011年の間に実施された株式公開買付（TOB）612件のデータベースから抽出する。最初に、このデータベース内の612件の TOB のデータについて、概要を表1に示す。まず TOB の件数であるが、2000年頃までは年10件前後であったが、2000年代を通じて件数が増加し、2007年には年間100件弱にまで増加した。その後世界経済の停滞を受け件数は減少したが、2010～2011年でも年間50

件前後の TOB が実施されている。

表1では、TOB の買い手が、事前に TOB 対象企業の株式を、事前にどの程度保有していたか、TOB の結果としてどの程度の持分を保有することになったかについても示している。また、前節において説明した通り、本研究においては、公開買付終了後にスクイーズ・アウトが予想される取引を除外した TOB、すなわち公開買付終了後も、当面の間上場が維持されると予想される TOB、262件を分析対象とする。そこで、これら262件の TOB についても、各暦年にどのように分布しているかを示している。

データからわかるように、1999年以前において、TOB 後の保有比率の中央値は、50%前後であった。すなわち、元々対象企業の株式を保有していた企業が、過半数前後の保有を目指

表1 1990年から2011年のTOBのデータ概要

年	件数	事前保有比率(中央値)	事後保有比率(中央値)	本研究分析対象TOB(件数・比率)
1990～1995	9	10.0%	51.1%	9 (100.0%)
1996	4	6.1%	58.3%	4 (100.0%)
1997	9	4.8%	41.5%	9 (100.0%)
1998	10	5.7%	53.4%	10 (100.0%)
1999	10	1.2%	57.1%	7 (70.0%)
2000	11	0.0%	61.7%	7 (63.6%)
2001	18	12.6%	51.0%	10 (55.6%)
2002	26	30.7%	80.0%	10 (38.5%)
2003	27	0.0%	66.5%	12 (44.4%)
2004	32	24.1%	55.6%	19 (59.4%)
2005	47	15.0%	51.1%	31 (66.0%)
2006	53	3.4%	54.9%	27 (50.9%)
2007	97	5.0%	63.7%	44 (45.4%)
2008	69	6.2%	60.0%	23 (33.3%)
2009	77	7.9%	66.7%	18 (23.4%)
2010	56	15.6%	99.5%	15 (26.8%)
2011	57	0.0%	97.2%	7 (12.3%)
TOTAL	612	4.1%	65.9%	262 (42.8%)

(出所) レコフデータのM&Aデータベースを基に筆者作成

して株式を買い増す際に、TOBを用いていたことが示唆される。1999年後半に、株式交換等の企業再編法制が整備されると、TOBを通じた対象企業の完全子会社化という取引が登場したが、それでも、年間のTOB件数の半数がスクイーズ・アウトを伴わない取引であったことを反映して、事後保有比率の中央値は大きく変化していない。

データに明らかに変化が現われるのは、2007年以降である。2006年暮れに、証券取引法（現金融商品取引法）の改正が施行され、3分の2超の保有を目的とするTOBに対しては、全部買付義務が導入され、部分買付はできなくなった。その後、年を追う毎に上場維持が予想され

るTOBの比率は減少し、2011年には1割を下回った。同時に、事後保有比率の中央値は急激に上昇し、2010・2011年には90%を超えている。なお、表1には示していないが、2008年以降、マネジメント・バイアウト（MBO）の一環として実施されるTOBも増加傾向にあり、2011年には、年間TOB件数の3分の1超の21件がMBOであったことも、上場維持が予想されるTOBの比率の低下と事後保有比率の中央値の上昇に貢献していると推測される。MBOにおいては、通常公開買付者は買付対象企業を完全子会社化することを企図し、スクイーズ・アウトを実施するからである。

Ⅲ-2. コントロール・プレミアムの測定と測定結果の概要

既に第Ⅱ節において述べたように、本研究はTOBにおける公開買付価格とTOB終了後の株価を比較した事後株価対比プレミアムについて分析し、日本の経営支配権市場における私的便益水準についての示唆を得ることを目的とする。そこでの事後株価としては、TOB期間最終日の翌々営業日における対象企業の株価終値を用いる。通常TOB期間最終日の翌日には、買収者によって「公開買付報告書」が提出され、TOBの成否が明らかになる。したがって、TOBが成立していた場合、提出日の翌日（TOB最終期間の翌々日）の取引終了までには、株価は新しい企業支配権者の下での予想キャッシュフローを織り込むはずである。

なお、本研究では、事前株価対比プレミアムや、前述の図1で示したキャッシュフロー改善効果の水準についても算定する。その際、事前株価対比プレミアムやキャッシュフロー改善効果の計算上の事前株価は、Betton and Eckbo (2000) 等の先行研究に倣って、TOB公表日の41営業日前の株価終値を用いている。なお、頑健性の確認のため、公表日の21営業日前、および前日株価対比のプレミアムも計算し、以下の結論に大きな影響を与えるものではないことを確認している。

表2は、事前株価対比プレミアムと事後株価対比プレミアムの水準についての概要を示したものである。表の左半分は全サンプル612件の平均、および中央値、右半分は、スクイーズ・アウトが予想されるTOBを除いたTOB後に上場維持が予想されるサンプル262件⁴⁾の平均、および中央値を年ごとに示している。一般的に実務家が「コントロール・プレミアム」と称している事前株価対比プレミアムについては、全サンプルで見ると、約30%であることがわか

る。時系列的な特徴としては、スクイーズ・アウトが制度化される以前の1998年以前の期間においては、市場株価より安い買付価格が設定されるディスカウントTOBも多く、年間のプレミアムの平均、中央値ともにマイナスになる年が多かった。スクイーズ・アウトが制度化されると、全株式の取得を目指す完全子会社化取引も増え、プレミアムは上昇傾向にあったが、表1と同様に、2007年以降には明確な変化が見られ、それ以前の期間の20%前後から大幅に上昇、40%を超える事前株価対比プレミアムが設定されるようになったことがわかる。

一方で、スクイーズ・アウトを除いたTOB終了後に上場維持が見込まれるサンプルでは、元々市場株価より安い買付価格が設定されるディスカウントTOBも多く、特にスクイーズ・アウトが制度化される以前の1998年以前の期間においては、年間のプレミアムの平均、中央値ともにマイナスになる年が多かった。事前株価対比プレミアムは、TOB終了後に上場維持が見込まれるサンプルでも、2007年以降上昇傾向にあり、近年は概ね20%を超える水準となっていることがわかる。

本研究の主目的である、事後株価対比プレミアムについては、どうだろうか。こちらについては、全サンプルで見ると、平均4.8%、中央値2.7%、TOB終了後に上場維持が見込まれるサンプル262件に限っても、平均1.4%、中央値2.3%と極めて低い水準にあり、統計的に有意にゼロと異なるとは言えない。実際、スクイーズ・アウトが制度化される以前の期間においては、事後株価対比プレミアムが株価マイナスの年も少なくない。事後株価対比プレミアムが、マイナスということは、TOB後の株価と比べてもディスカウントの買付価格でTOBが実施されたことを意味する。これは、Dyck and Zingales (2004) が指摘するように、買付者の

4) TOBの全サンプルから、公開買付届け書において、上場廃止の可能性が謳われ、かつ実際にTOB終了後の買付者の持株比率が66.7%を超えたサンプルを除いた262件。当然ながら、スクイーズ・アウトが制度化される以前の期間においては、全サンプルの件数とスクイーズ・アウトを除くTOBの件数は一致する。

表2 1990年から2011年のTOBの事前株価、および事後株価対比プレミアムの概要

年	全サンプル						上場維持が予想されるTOB			
	件数	事前株価対比プレミアム		事後株価対比プレミアム		件数	事前株価対比プレミアム		事後株価対比プレミアム	
		平均	中央値	平均	中央値		平均	中央値	平均	中央値
1990～1995	9	-2.8%	-5.8%	-10.9%	-7.6%	9	-2.8%	-5.8%	-10.9%	-7.6%
1996	4	-21.5%	-21.7%	-28.5%	-40.3%	4	-21.5%	-21.7%	-28.5%	-40.3%
1997	9	-2.7%	-14.1%	-3.7%	4.2%	9	-2.7%	-14.1%	-3.7%	4.2%
1998	10	4.2%	5.3%	2.7%	2.2%	10	4.2%	5.3%	2.7%	2.2%
1999	10	-6.3%	-4.9%	-19.6%	-24.0%	7	-17.7%	-5.5%	-43.5%	-46.9%
2000	11	21.3%	16.7%	13.9%	2.9%	7	9.0%	8.1%	-3.0%	0.3%
2001	18	19.7%	26.0%	19.3%	17.5%	10	6.6%	-2.5%	6.3%	1.5%
2002	26	25.3%	16.4%	11.9%	13.2%	10	-17.4%	-17.7%	-2.0%	-6.9%
2003	27	28.1%	26.1%	1.3%	5.5%	12	10.7%	3.8%	-3.1%	0.0%
2004	32	13.4%	17.0%	-8.7%	-0.9%	19	1.2%	1.5%	-14.0%	-5.4%
2005	47	17.1%	15.9%	-5.3%	-2.1%	31	10.3%	6.5%	-8.4%	-5.6%
2006	53	16.3%	17.0%	2.0%	3.3%	27	4.8%	4.5%	2.0%	4.2%
2007	97	25.6%	26.9%	8.0%	2.8%	44	17.0%	18.0%	8.1%	6.7%
2008	69	46.3%	37.4%	14.6%	4.3%	23	21.6%	22.2%	18.6%	11.3%
2009	77	58.1%	56.5%	9.3%	3.4%	18	25.2%	33.1%	21.6%	7.1%
2010	56	42.3%	42.7%	4.0%	1.4%	15	35.2%	26.2%	11.6%	7.8%
2011	57	52.1%	43.9%	4.0%	1.4%	7	20.6%	16.7%	2.6%	9.5%
TOTAL	612	31.7%	29.0%	4.8%	2.7%	262	10.3%	6.2%	1.4%	2.3%

(出所) レコフデータのM&Aデータベースを基に筆者作成

私的便益がマイナスというよりは、TOBに応募して持株を売却したいと考える買付対象企業の大株主が存在し、彼らがまとまった株式持分を売却するという対価として、ディスカウントを容認したと考えられる。

全サンプルとTOB終了後に上場維持が見込まれるサンプルとの間で、大半の期間において傾向的に大きな差は見られないが、2007年以降については、TOB終了後に上場維持が見込まれる262件のTOBにおいて、事後株価対比プレミアムが上昇している点が注目される。表2には記載していないが、同期間における事後株価対比プレミアムの平均と中央値は、それぞれ12.7%、7.7%であり、どちらも1%の水準で

統計的に有意である。一方、全サンプルの平均において、2007年以降にプレミアムの傾向に大きな変化が見られない（低水準のまま）のは、MBOなどによるスクイーズ・アウトを伴う完全子会社化の取引比率が増えた結果であろう。スクイーズ・アウトを伴う取引においては、TOB終了後に取得した株式についても、実質的に公開買付価格と同価格での現金化や株式交換が可能のため、TOB終了後も株価が買付価格との裁定を意識した株価水準に維持される（すなわち、TOB終了後の株価が公開買付価格近辺で推移する）。この場合、本研究の計測手法による事後株価対比プレミアムは極めてゼロに近く算定される。既にII-2節におい

て、先行研究ではスクイーズ・アウトとそうでない取引を区別していないため、事後株価対比プレミアムが過小に計算されている可能性があることは指摘したが、そのことが確認された

いえる。2007年以降におけるプレミアム水準の上昇については、次節において、重回帰分析を用いてより詳細な考察を加える。

IV. 詳細な実証分析結果

前節においては、事後株価対比プレミアムの水準について、時系列的に概略を示した。表2から示唆される主要な事項は、日本における経営支配権からもたらされる私的便益の水準は低いこと、近年私的便益の水準は上昇傾向にあるが、スクイーズ・アウトを含めた全サンプルで分析すると、その傾向は読み取れないことであった。表2では、年ごとにプレミアム水準の平均と中央値の推移を示したのみであるので、それ以外の要素が事後株価対比プレミアムの水準に与える影響は不明である。そこで、本節においては、私的便益に影響を与えると思われる複数の要素を説明変数、事後株価対比プレミアムを被説明変数とした回帰分析を用いて、より詳細に日本の経営支配権にかかる私的便益について考察する。

買収者の私的便益に影響を与える要素として、本研究では以下のようなものについて分析する。また、それぞれの要素が事後株価対比プレミアムに与える影響についても予想した。

事前持株比率：既に対象企業の株式をある程度保有している買付者が、保有比率を上昇させる場合には、全く保有していなかった買付者の場合よりも経営改善の余地は限られる。したがって、プレミアムを支払う場合、私的便益の部分の重要性は増加する。

回帰係数の符号は、プラスを予想。

TOB後保有比率：TOB終了後の買付者の保有比率が高いということは、私的便益を対象企業から取奪した場合、その損失の一部を負担してくれる少数株主の比率が少ないことを意

味する。したがって、私的便益に対して多くのプレミアムを払う理由がない。

回帰係数の符号は、マイナスを予想。

ブロック売手ダミー：買付対象企業にまとまった大株主がいて、その持分を買い取ることが主目的の場合、1、そうでなければ0を取る。大株主は市場で自分がまとまった量の株式を処分すると株価を下げることが理解しているため、買付価格が市場よりも割安でもTOBに応じる。このため、一般にプレミアムは低めに設定されると考えられるが、市場からのディスカウントは新経営陣の下での経営改善を反映した事後株価とは関係が薄いので、結果として事後株価対比プレミアムは低くなる。

回帰係数の符号は、マイナスを予想。

ブロック売手個人ダミー：買付対象企業にまとまった大株主がいて、その属性が個人（創業者、現経営陣、およびその一族など）の場合、1、そうでなければ0を取る。法人株主と比べて、個人大株主の場合、株式を手放すのは事業承継や相続など、より売却の必要性が切実であるケースが多く、法人のブロック売手よりも大きなディスカウントに応じる可能性がある。

回帰係数の符号は、マイナスを予想。

対象企業赤字ダミー：買付対象企業が、TOB発表前、2年度以内において、営業赤字、もしくは税引後利益が赤字の場合には、1、そうでなければ0を取る。赤字企業の株主は、黒字企業の株主と比べて、買付者との交渉力

が弱く、買付価格が市場よりも割安でもTOBに応じる。このため、一般にプレミアムは低めに設定されると考えられるが、一方で、新経営陣の下での経営改善を反映した事後株価は通常は事前株価よりも上昇するため、結果として差額である事後株価対比プレミアムは小さく、もしくはマイナスになる。回帰係数の符号は、マイナスを予想。

キャッシュフロー改善効果：Ⅱ-2節で示した通り、TOB終了後（経営権譲渡後）の株価と、買収発表前の株価（事前株価）との差は、新経営陣が経営権を獲得し、被買収企業を経営改善することでもたらされる「キャッシュフロー改善効果」だと考えられる。本研究では、TOB公表日の41営業日前の株価終値を事前株価、TOB期間最終日の翌々営業日における対象企業の株価終値をTOB終了後株価とし、

$$(\text{TOB終了後株価}) \div (\text{事前株価}) - 1$$

を、キャッシュフロー改善効果として推定する。キャッシュフロー改善効果と、私的便益（の推定値である事後株価対比プレミアム）の間には、明確な関連性があるとは予想されないため、回帰係数の符号は、ゼロを予想する。

TOB発表前52週最高値対発表前株価：Baker et al. (2012)では、TOB発表前52週における、対象企業株価の最高値と、TOB発表前の株価との比率（52週株価高値からの騰落率）が、プレミアム（事前株価対比プレミアム）にプラスの影響を与える、すなわち、52週の株価高値がTOB発表前の株価に比べて高いほど、プレミアムが上昇するとしている。彼らはこれを、対象企業株主の参照基準点効果（reference point effect）に基づく現象としている。日本の先行研究（Kruse et al. (2010)）でもこの要素が、日本企業の事前株価対比プレミアムにプラスの影響を与えることが報告されている。本研究では、TOB発表前株価としては、事前株価対比プレミアムと同じく、TOB発表前41営業日を

採用した。

株価騰落率に基づくプレミアムの引き上げは、新経営陣の下での経営改善を反映した事後株価とは関係が薄いと考えられ、結果として事後株価対比プレミアムにプラスの影響があると考えられる。

回帰係数の符号は、プラスを予想。

スクイーズ・アウト制度導入後期間ダミー：1999年10月の株式交換によるスクイーズ・アウト制度導入移行の期間に実施されたTOBならば、1、そうでなければ0を取る。本研究においては、スクイーズ・アウトを伴うTOBは除外しているため、影響はないことが予想される。

回帰係数は、ゼロを予想。

(旧)証券取引法改正後期間ダミー：2006年12月の(旧)証券取引法改正により、全部買付義務が課された後に実施されたTOBならば、1、そうでなければ0を取る。本研究においては、スクイーズ・アウトを伴うTOBは除外しているため、影響がないとも考えられるが、一方で、改正以前には可能だった買付者が66.7%を超えた保有を上限に上場を維持するような取引は存在しなくなったため、残ったサンプルは、少数株主比率が高く、（少数株主の犠牲の下に）より私的便益を得やすい取引へとサンプルの性格が変化している可能性もある。

回帰係数は、ゼロ、もしくはプラスを予想。

対象企業の時価総額（自然対数値）：対象企業の企業規模が、事後株価対比プレミアムに与える影響をコントロールするための変数である。コントロール変数であり、回帰係数の符号は、予想しない。

以上の変数を用いて、事後株価対比プレミアムの回帰分析を行った結果が、表3である。回帰式には、モデル（1）～（4）があり、それぞれ異なった説明変数の組み合わせを用いている。

まずモデル（1）と（2）においては、事前株価対比プレミアムを説明変数に含めずに分析

表3 事後株価対比プレミアムの回帰分析結果

説明変数	被説明変数:事後株価対比プレミアム			
	(1)	(2)	(3)	(4)
切片	0.311 (1.88)*	0.085 (0.49)	0.103 (0.60)	0.119 (0.70)
事前持株比率	0.201 (1.58)	0.202 (1.64)	0.190 (1.55)	0.219 (1.79)*
TOB後保有比率	-0.319 (-1.91)*	-0.293 (-1.81)*	-0.272 (-1.69)*	-0.278 (-1.74)*
ブロック売手ダミー	-0.193 (-4.06)***	-0.141 (-2.97)***	-0.158 (-3.30)***	-0.146 (-3.07)***
ブロック売手個人ダミー	0.042 (0.87)	0.034 (0.73)	0.040 (0.86)	0.034 (0.73)
対象企業赤字ダミー	-0.135 (-3.21)***	-0.140 (-3.43)***	-0.139 (-3.41)***	-0.145 (-3.60)***
キャッシュフロー改善効果			-0.128 (-2.05)**	-0.143 (-2.29)**
TOB発表前52週最高値対発表前株価				0.002 (2.30)**
スクイーズ・アウト制度導入(1999年10月) 後期間ダミー		0.077 (1.37)	0.073 (1.31)	0.071 (1.30)
(旧)証券取引法改正(2006年12月) 後期間ダミー		0.142 (3.44)***	0.141 (3.43)***	0.149 (3.66)***
Log(時価総額)	0.002 (0.16)	0.009 (0.65)	0.008 (0.61)	0.012 (1.07)
N	262	262	262	262
Adjusted R ²	15.0%	20.3%	21.2%	22.6%

(注) ***, **, *は、それぞれ、有意水準1%, 5%, 10%を示す

を試みた。その結果、ブロック売手ダミーと対象企業赤字ダミーについては、1%以下の有意水準で、極めて強い負の有意性が認められた。ブロックの売手（大株主の売手）がいる場合には、買付価格が市場よりも割安でもTOBに応じ、結果として事後株価対比プレミアムは低くなるという予想が、確認された。一方で、ブロックの売手が個人の場合に、より安値での買付に応じるのではないかという予想は、確認されなかった。また、買付対象企業が赤字の株主は、黒字企業の株主と比べて、買付価格が市場よりも割安でもTOBに応じるため、結果として事後株価対比プレミアムは小さくなるという予想は、データによって確認された。

上記以外に、10%以下の有意水準で有意だった係数としては、TOB後保有比率が弱く有意にマイナスとなり、公開買付者のできあがりとしての保有比率が高い場合、私的便益に対して多くのプレミアムを払う理由がないという事前

の予想を裏付けた。5%以下の有意水準で有意だった係数としては、(旧)証券取引法改正後期間ダミーが有意にプラスであった。1999年のスクイーズ・アウト制度の導入は、事後株価対比プレミアムに顕著な影響を与えなかったが、2006年12月の全部買付義務導入以降、スクイーズ・アウトを除くサンプルにおいて、事後株価対比プレミアムが上昇しており、より多くの私的便益が期待される取引へとサンプルの性格が変化している可能性が示唆された。また、TOB後保有比率が高い取引においては、事後株価対比プレミアムが低くなる傾向があることが示唆された。

次に、モデル(3)と(4)においては、キャッシュフロー改善効果を説明変数に含めての分析を試みた。その結果、当初の予想に反して、キャッシュフロー改善効果の係数は有意にマイナスとなった。このことは、キャッシュフローの改善が小さい(大きい)取引ほど、事後

株価対比プレミアムが大きい（小さい）こと、すなわち、キャッシュフロー改善効果と私的便益の推定値である事後株価対比プレミアムとの間には、負の相関があることを示している。この結果についてどう解釈するのだが、1つの可能性としては、市場における事前株価対比プレミアム（いわゆるコントロール・プレミアム＝キャッシュフロー改善効果＋事後株価対比プレミアム）には、一定のクリアすべき最低水準（たとえば、30%）があって、その水準を上回らない株式公開買付は、そもそも取引が起らないのではないかということが考えられる。すなわち、キャッシュフロー改善効果が小さい買い手の場合、私的便益で補うことが可能な場合にのみ、株式公開買付が行われるということである。

なお、モデル（3）と（4）においては、モ

デル（1）と（2）において、係数が有意だった説明変数はすべて有意なままで、キャッシュフロー改善効果を説明変数に加えても、モデル（1）と（2）からの結論は維持されることがわかる。

最後に、モデル（4）において、説明変数として加えられたTOB発表前52週最高値対発表前株価の係数は、5%水準で有意にプラスであり、日本においても、Baker et al. (2012) 同様に、株価騰落率に基づく事後株価対比プレミアムの引き上げが見られることが確認された。このことは、結果として52週の株価高値がTOB発表前の株価に比べて高いほど、事後株価対比プレミアムを多く支払うことのできる（買収後の経営改善に上乘せする私的便益を多めに見積もることのできる）買付者が、公開買付を実施していることを示唆している。

V. 実証分析のまとめと今後の課題

本研究では、1990年から2011年までに実施された612件の株式公開買付（TOB）の中で、TOB終了後に上場維持が見込まれる262件の取引のデータを中心に分析し、事後株価対比プレミアムから、日本のTOBにおいて買付者が私的便益の水準をどのように見積もったかについての考察を試みた。

本実証分析の結果をわかりやすくまとめたのが、表4である。まず、日本のTOBにおける私的便益の推定値は、全期間サンプル262件ベースの平均は有意ではない。ただし、2006年12月の全部買付義務導入以降は、有意にプラスの傾向が見られる。

スクイズ・アウトを除いたTOBにおける私的便益の推定値に影響を与える要素について、より詳細に分析した結果、事前持株比率は有意な影響を与えないが、TOBの結果としての事後保有比率が高い場合には、私的便益はよ

り低く見積もられる傾向があることがわかった。また、まとまった比率の株式を保有する株主が存在する、もしくは、対象企業が赤字の場合には、私的便益の水準は低めに見積もられることも判明した。そもそも、買付者にとっての私的便益とは、対象企業から買付者に対して、少数株主には得られない（むしろ、少数株主にはマイナスとなる）便益を収奪することであるので、そのことにどれだけの価値があるかについて考察すれば、これらの実証結果は事前に予想した通りの結果を示したと言える。

キャッシュフロー改善効果は、私的便益の推定値と負の相関があること、すなわち、キャッシュフローの改善が小さい（大きい）取引ほど、事後株価対比プレミアムが大きい（小さい）こと、がわかった。このことから、キャッシュフロー改善効果が小さい取引の場合、買付者が私的便益で補うことが可能な場合

表4 実証分析結果まとめ：
スクイーズ・アウトを除く全TOB 262件の事後株価対比プレミアムに影響を与える要素

変数・要素	影響(係数)
全期間平均	0
事前持株比率	0 (モデル(4)のみ、+)
TOB後保有比率	-
ブロック売手	--
ブロック売手個人	0
対象企業赤字	--
キャッシュフロー改善効果	--
TOB発表前52週最高値対発表前株価	++
スクイーズ・アウト制度導入(1999年10月)後期間	0
(旧)証券取引法改正(2006年12月)後期間	++

(注) ++, +はそれぞれ5%, 10%水準で有意にプラス, 0は有意でない, --, -はそれぞれ5%, 10%水準で有意にマイナス

にのみ、株式公開買付が行われるということが示唆される。

TOB終了後に上場維持が見込まれるTOBにおける私的便益の推定値にプラスの影響を与えている残り2つの要素、すなわちTOB発表前52週最高値対発表前株価と、2006年12月の(旧)証券取引法改正による全部買付義務の影響については、(1) TOB発表前の株価が、1年以内につけた株価の高値よりも割安な場合、買付者は私的便益を高めに見積もる傾向があること、(2) 全部買付義務の導入以降、買付者は私的便益を、それ以前よりも高めに見積もるようになったこと、が示唆される。実際後者については、全部買付義務の導入以降のサンプルに限った場合、私的便益の推定値の平均と中央値が、それぞれ12.7%, 7.7%であり、どちらも1%の水準で統計的に有意であることは既に述べたとおりである。

しかしながら、対象企業から買付者に対して便益を収奪する権利が、なぜこれら2つの要素によって買付者に高めに見積もられる結果になるのかについては、効率的市場を前提にした解釈から説明するのは難しい部分がある。

まず、(1)については、全般に株式市場の

対象企業に対する評価が、(TOB終了後の株価についても)買付者の考える対象企業の価値より低いという可能性を考慮しなければならない。そのような場合、買付者は見かけ上プレミアムを高めを支払うので、私的便益の推定値である事後株価プレミアムが、高め推定されると考える方が妥当かもしれない。このケースでは、TOB終了後の株価が、新しい企業支配権者の下での正しい価値を反映していないか、もしくは、買付者が対象企業の経営改善余地について、過大な評価をしていることになる。前者であれば、対象企業の株価は中長期的には上昇するだろうし、後者であれば、対象企業の株価は変化せず、買付者の株価は下落するであろう。

(2)については、全部買付義務の導入以降に、表2で示した事前株価対比プレミアム(いわゆるコントロール・プレミアム)が上昇傾向にあることと照らし合わせて考える必要がある。既に説明したように、事前株価プレミアムは、新経営陣の下でのキャッシュフロー改善効果と大株主の私的便益によって構成される。仮に全部買付義務の導入以降の時期において、何らかの理由⁵⁾で、事前株価プレミアムの最低水準が上昇した一方で、キャッシュフロー改善

5) たとえば、市場における事前株価対比の「相場」が全般に上昇し、「相場」に見合った水準のプレミアムを支払わざるを得なくなった可能性や、2006年以降顕発した少数株主によるスクイーズ・アウトに伴う裁判所への価格算定の申立、訴訟リスクを回避するための買収プレミアム全体のかさ上げにつながった可能性などが考えられる。

効果は、以前と同様の水準しか期待できないでしょう。この場合、結果的に私的便益を高めに見積もった買付者によってのみ、TOBが実施されることになる。⁶⁾ 買付者が私的便益を高めに見積もる理由としては、経営陣が非現実的とうすうす感じながらも、TOBを実施するために、無理に私的便益を高めに見積もる可能性と、自己選択（self-selection）によって、同時期には私的便益を（合理的に）高く見積もれる対象企業のTOBのみが実施され、それ以外のものは実施されなくなっている可能性がある。前者の場合には、私的便益を過大評価しているため、買付者の株価は下落するであろうし、後者の場合には、買付者の株価に悪影響はないものの、そもそも一定比率のTOBが自己選択で実施されないため、TOB件数が減少する可能性がある。

以上のように、TOB発表前52週最高値対発表前株価が私的便益の推定値にプラスの影響を与えることと、2006年12月の（旧）証券取引法改正以降に私的便益の推定値が増加したことについては、加えて、買付者の株価がTOB発表後にどのように反応したかについて検証しないと、その本当の意味を理解することは難しい。

既に先行研究（Kang et al. (2000) 等）によって、日本企業については、M&A発表時の買手企業の株価の反応が、プラスであることが報告されている。特に、2006年12月以降に、事前株価対比プレミアム、事後株価対比プレミアムの双方が上昇したという本研究の結果に鑑み、果して同期間においても買付者の株価がプラスに反応したかについても含めて、買付者側のより詳細な分析が待たれるところである。

参 考 文 献

- Baker, M., Pan, X., and Wurgler, J. (2012), “The effect of reference point prices on mergers and acquisition,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, pp. 49-71.
- Barclay, M. J., and C. G. Holderness (1989), “Private Benefits from Control of Public Corporations,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 371-395.
- Betton, S., and B. E. Eckbo (2000), “Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers,” *Review of Financial Studies*, Vol. 13, No. 4, pp. 841-882.
- Bradley, M. (1980), “Interim Tender Offers and the Market for Corporate Control,” *Journal of Business*, Vol. 53, pp. 345-376.
- Damodaran, A. (2009), *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses* (2nd edition), FT Press.
- Dyck, A., and L. Zingales (2004), “Private Benefits of Control: An International Comparison,” *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 537-600.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart (1980), “Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64.
- Grossman, S. J., and O. D. Hart (1988), “One Share – One Vote and the Market for Corporate Control,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 175-202.
- Kang, J., A. Shivdasani, and T. Yamada (2000), “The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids,” *Journal of Finance* Vol. 55, pp. 2197-2218.

6) このことは、前述のように、キャッシュフロー改善効果が、私的便益の推定値と負の相関があることとも整合的である。

- Koller T., M. Goedhart and D. Wessels (2010), *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies* (5th edition), John Wiley & Sons. (邦訳：「企業価値評価 – バリュエーションの理論と実践」本田桂子監訳2012年, ダイヤモンド社)
- Kruse, T. A., and K. Suzuki (2010), “The impact of changes in Japanese tender offer regulations on bidder behavior and shareholder gains” Working Paper available on SSRN.
- Pratt, S. P., and R. J. Grabowski (2014), *Cost of Capital : Applications and Examples* (5th ed.), John Wiley & Sons.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny (1986), “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488.