



# 株式公開買付（TOB）における買収プレミアム

梅根, 嗣之

---

**(Citation)**

国民経済雑誌, 227(4):151-166

**(Issue Date)**

2023-06-10

**(Resource Type)**

departmental bulletin paper

**(Version)**

Version of Record

**(JaLCD0I)**

<https://doi.org/10.24546/0100482447>

**(URL)**

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/0100482447>



# 国民経済雑誌

THE  
KOKUMIN-KEIZAI ZASSHI  
(JOURNAL OF ECONOMICS & BUSINESS ADMINISTRATION)

株式公開買付（TOB）における  
買収プレミアム

梅 根 嗣 之

国民経済雑誌 第227巻 第4号 抜刷

2023年6月

神戸大学経済経営学会

# 株式公開買付（TOB）における 買収プレミアム

梅 根 嗣 之<sup>a</sup>

本稿は、株式公開買付（Takeover Bid：以下TOB）において、買収者は将来の大規模リストラの意図を明確に記載しないことで、買収シナジーの一部を買収後に買収者株主へ還元する可能性を論じる。大規模なリストラを行う場合に必要となる特別決議議決権の取得に焦点をあて、買収者に大規模リストラを実施する意図があるかを公開買付届出書の非財務情報を読み込むことでスコアリングし、買収プレミアムとの関係を検証する。2017年から2020年にかけての成立したTOB案件90件に基づく実証分析により、①特別決議議決権を取得する持分3分の2を境にプレミアムは顕著に増加する、②届出書に示唆されるリストラ可能性が高いほど、特別決議議決権を取得する傾向がある。③リストラ意図は単独ではプレミアムを増加させないが、現在株価が示す被買収企業の将来収益力評価との相対的關係によってプレミアムを一部増加させる傾向が見いだされ、リストラ実施が将来もたらす企業価値増加の一部は買収者株主のために留保される可能性が示唆される。

キーワード 株式公開買付（TOB）、買収プレミアム、特別決議議決権、事業譲渡等リストラ、非財務情報

## 1 はじめに

本稿は、株式公開買付（Takeover Bid：以下TOB）において、買収者は将来の大規模リストラの意図を明確に記載しないことで、買収シナジーの一部を買収後に買収者株主へ還元する可能性を論じる。プレミアムの源泉は買収後のシナジー実現による企業価値の増加であるが、買収がプレミアムの上昇を上回る企業価値の増加を伴わなければ、買収者株主はプレミアムの上昇を正当化できない。先行研究は、被買収企業の株主に支払う買収プレミアムがTOB公示後の株価に反映される企業価値の殆どを吸収してしまうことを示す。それにも拘わらず多くの買収が成立し買収者の株主が反対しない理由は何かを探求する。

以下では、株主総会での特別決議の承認を得ることができる3分の2超の持分比率取得に

<sup>a</sup> 札幌大学、神戸大学大学院経営学研究科、umene@sapporo-u.ac.jp

焦点をあてる。先行研究はこの特別決議議決権がスクイーズアウト、即ち株式併合を通じた100%の取得を可能にすることに注目してきた。ところが日本の会社法は、特別決議議決権の行使に基づき、会社の主要資産の処分等を通じた事業譲渡も可能にする。前者のスクイーズアウトは株主構成の変更を意味しどれだけ企業価値の価値向上をもたらすかは疑わしいのに対し、後者の事業譲渡は買収者の長期的な企業価値向上をもたらす可能性がある。買収者が事業譲渡を含む大規模なリストラを実施する意図の示唆（匂わせ）を公開買付届出書により確認し、その意図がプレミアムに影響しているかを探る。

公開買付届出書が入手できた2017年から2020年3月のTOB計90件を対象とした実証分析により、以下を明らかにした。①買収後持分比率の増加はプレミアムを増加させ、特別決議議決権の生じる3分の2の持分比率を境にプレミアムの水準は顕著に増加する（3分の2の持分比率以下11%、同比率超37%）。②買収者が買収後に事業譲渡を含む大規模なリストラを行う意図を持っているかを、公開買付届出書に記載された非財務情報から読み込み、スコアリングを行う。リストラ匂わせ度合いが強いほど、買収者が特別決議議決権を取得する傾向が見いだされる。買収後の企業価値増加は、①TOB時点でプレミアム上昇の形で被買収者の株主に払われる、②プレミアムに反映させずに将来価値増加が実現した時点で買収者の株主の富を増やす、ことにより分配される。買収者は、自身による事業譲渡を含むリストラに基づく企業価値増加と現在株価が示す被買収企業の将来収益力評価を比較し、将来の企業価値増加の一部をプレミアムの増加に還元し、残りを買収後のリストラを通じて実現し、買収者の株主に報いていると見られる。

## 2 先行研究と仮説設定

株式公開買付（Takeover Bid：以下TOB）は企業買収の一形態である。ある者（会社ないし個人：以下買収者）が、ある上場企業の買収を望み、買収の候補先となる企業（以下被買収企業）の一定以上の比率の株式を購入する場合には、TOBを行うことを公表しなければならない<sup>1)</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、一定期間中に被買収企業の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ないし買収プレミアム（以下プレミアム）と呼ぶ。買収者は応募株式数が目標株式数に達しないと買収が失敗となるため、買収後に実現を目論む企業価値の増分の一部ないし全部をプレミアムの形で被買収企業の株主に支払うことになる。

買収による価値増加が買収者と被買収企業の間でどう分配されるのかに関する研究の嚆矢

となった Jensen and Ruback (1983) は、買収前後の株価が表す企業価値増加について買収企業の価値増加が殆どないのに対して、被買収企業の価値増加が30%程度増加することを示した。その後の研究でも Betton, Eckbo and Thorburn (2008) は、米国の1980年から2002年までの 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%上回っていたこと、そして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。同様の傾向は日本の買収についても観測されている (伊藤 (1992) 他)。すなわち買収を通じて買収者はシナジー効果実現による企業価値増加の殆ど全てを被買収企業の株主に支払っていることになる。これらの実証結果を受け止める際の留意点は、買収者の企業価値増加を TOB 公表前後の短い期間についてのみ測っていることである。その期間とは数日間か、長くても数か月である。その前提は、買収者および被買収企業の将来の企業価値に関する全ての情報が公開されていて、その情報が直ちに株式価格に反映されるということである (Mulherin et al. (2017))。

買収後にもくろむ収益増分の殆どをプレミアムとして支払うことになるのであれば、買収準備に相応のコストがかかることを考慮すれば、買収者の株主は買収者の経営者が TOB を進めることに合意しないはずである。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るにも拘わらず、数多くの買収が発生する原因について様々な研究が行われてきた。買収プレミアムについて観測される事実として、買収者の買収後持分比率が高いほどプレミアムが増加する傾向がある、服部 (2015) は「説明変数を探すことが困難な買収プレミアムの世界では、取得議決権比率はきわめて有力な説明変数である<sup>2)</sup>」とし、米国と日本の1997年から2006年の TOB データに基づき、米国で0.218、日本で0.155という1%水準で有意な係数を推定している。この結果は、取得比率1%上昇がプレミアムを0.2%増加させることを意味する。ただしこの買収後の持分比率とプレミアムの正の相関が直ちに買収者の株主を買収に前向きにさせるわけではない。見込まれる企業価値の増分の殆どがプレミアムとして被買収企業に支払われてしまうならば、買収後の持分を増やしても買収者の株主にはメリットが殆どない。

本稿では、日本の会社法に定める株主総会の特別決議を承認できる3分の2超の持分取得に焦点をあてる。<sup>3)</sup> 特別決議の議決権を得ることにより、買収後の企業価値を高める施策が実行できるならば、買収プレミアムに反映していない企業価値の増加を買収後に実現できるかもしれない。井上・小澤 (2016) は買収者が公開買付届出書の中でスクイズアウトの意思を表明している場合、プレミアムが顕著に高くなることを報告している。彼らによれば、スクイズアウトの意思表示があるケースのプレミアム (届出前日株価ベース) は意思表示のないケースと比べて平均値で19.52%、<sup>4)</sup> 中位値で15.2%多い。しかしスクイズアウトは株主

構成の変更に過ぎず、企業価値の増加に直結するのかは疑わしい。

もう一つの注目すべき点として、日本の会社法は、重要資産の譲渡といった大規模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。<sup>5)</sup>Maksimovic et al (2011) は、M&Aを通じて資産を取得した米国企業が買収後3年以内に46%の工場を売却するか閉鎖していること、買収企業の事業ラインに近い工場を保持し続けること、保持した工場の生産性が向上することを示した。矢部 (2013) によるサーベイでは、米国における実証研究は事業売却が売却者にも買収者にも顕著な正の利益をもたらすことを報告している。日本企業についての実証結果は米国ほど明確でないが、矢部 (2013) 自身の推定結果では成長性と収益性の高い企業による事業売却は売却者の企業価値を高めるとしている。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、地域や外国市場へのアクセス、そして時間が挙げられる。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。余剰資源の放出により、コストを削減し収益を向上させ企業価値を増加させる。

特別決議議決権の取得は、スクイーズアウトと事業譲渡を可能にする。従って特別決議議決権をもたらす持分取得がプレミアムを顕著に増加させたとしても、その効果がスクイーズアウトによってもたらされたものか、事業譲渡を含む大規模なリストラによりもたらされたかは俄かに判別できない。蟻川・井上・齋藤・長尾 (2017) は、日本企業の低パフォーマンスの要因として、企業統治構造と雇用制度を挙げ、その中で他の先進国対比で少数株主保護が強いこと、<sup>6)</sup>また雇用調整の困難さについて論じている。後者に焦点をあてると、事業譲渡は雇用調整を比較的低い難易度で実現できる方法であり、余剰資源の放出による企業価値の増加が見込める。ただしスクイーズアウトと異なり、事業譲渡を含む大規模リストラが公開買付届出書に明記されることはない。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成立ののち収益改善のために行う前向きの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。これは経営者が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であり、公開買付け届出書に大規模リストラが明記されないのは隠しているのではなく、<sup>7)</sup>記載の困難さの反映といえる。とはいえ公開買付届出書で虚偽を記載することはできないので、買収者は大規模リストラが買収後必要となることを公開買付届出書のなかで

「匂わせる」可能性がある。

本稿では公開買付届出書を読み込んで、その記載が匂わず大規模リストラの可能性をスコアリングにより指標化し、プレミアムとの関係を明らかにすることを試みる。具体的には現在の決算が良好であろうとなかろうと、被買収企業の既存事業の将来性が暗く、余剰資源の発生可能性が高く、構造改革が必須であるといった記載が多いほど、スコアが高くなり、リストラの可能性が高くなると考える。公開買付届出書に明示されないものの買収後に事業譲渡を含む大規模リストラを実施することで長期的に企業価値を高めることができるという予想のもと、買収者の株主に将来報いる余地を残すとともに、TOB 開示時点で一層高いプレミアムを支払う余地が出てくるのでスコアが高いほどプレミアムが高くなる傾向を予測する。また公示前の価格がすでに将来の企業価値増加を過大に（あるいは過小に）反映している（割高/割安になっている）場合にプレミアム水準は影響を受ける（小澤・池田・井上（2015））。市場評価が割高ならば買収者はプレミアムを減少することが予想されるが、リストラ意図が強ければ買収者はプレミアムを増加する動機を有するだろう。市場の将来企業価値予想を反映する指標とリストラスコアの複合効果についても検証する。

### 3 データと実証分析の結果

分析の対象とするデータは、まず公開買付届出書が入手できる期間が直近5年間に限られるという制約があり、本稿では2017年から2020年3月までに公開買付届出書を提出した127件のTOB 案件を対象とした。つぎにTOB の案件データはストライク社の提供する「M&A Online」より入手し、データ内容としては公表日、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株当たり）、公表前3か月間平均株価（終値）に基づくプレミアム比率、公表日前日の株価（終値）に基づくプレミアム比率、買収者が公表日前に保有する持分比率、TOB により買収者が保有する見込みの持分比率等を抽出した。さらに被買収企業の属性データとして日経 NEEDS Financial Quest から産業分類、総資産、有利子債務、純資産、期中平均発行株式数、営業利益、当期利益、届出日3か月前から1年間遡った株価最高値、届出日前日から1年間遡った株価最高値を抽出した。上記127件のうち、TOB 不成立7件、被買収企業が非上場企業5件、被買収企業が銀行・証券4件、日経 ID の非マッチ20件、異常値1件を除外し、90件を分析対象の標本と定めた。最後にこれら90件の公開買付届出書を参照し、上記各項目のデータを補正するとともに、買収の目的、買収後の事業改善計画、公開買付の方法（含むスクイーズアウトの意図の有無）についての情報を手拾いで抽出した。

全データ90件について、公開買付届出書提出日基準での発生年ごとに事後持分比率により分類された件数（表1-1）および買収の種類により分類された件数（表1-2）を示した。事

後持分比率について通年でみると、特別決議議決権を取得する3分の2超の持分保有を企図する件数は66件と全体の73%を占め、普通決議議決権を得る2分の1超の持分保有を企図する件数は15件（全体の17%）ある。特別決議を拒否する議決権を得る3分の1超の持分比率を企図する件数は7件（全体の8%）、それ未満は2件（全体の2%）に留まる。

表 1-1 M&amp;A の株主総会議決権毎の件数推移

株主総会議決権との関係	特別決議拒否権未滿	特別決議拒否権取得	普通決議議決権取得	特別決議議決権取得	計
事後持分比率	$0 \leq \gamma \leq 1/3$	$1/3 < \gamma \leq 1/2$	$1/2 < \gamma \leq 1/3$	$2/3 < \gamma \leq 1$	
2017	0	2	4	14	20
2018	2	2	6	22	32
2019	0	3	4	25	32
2020	0	0	1	5	6
計	2	7	15	66	90
構成比 (%)	2.22	7.78	16.67	73.33	100

表 1-2 M&amp;A の種類毎の件数推移

	MBO	完全子会社化	PE ファンド	その他	計
2017	3	6	2	9	20
2018	3	9	2	18	32
2019	5	14	2	11	32
2020	3	1	1	1	6
計	14	30	7	39	90
構成比 (%)	15.6	33.3	7.8	43.3	100

M&A について通年で見ると、経営者による買収・非上場化 (MBO) が14件 (全体に16%)、親会社による完全子会社化が30件 (全体の33%) に対して、PE ファンドによる買収が7件 (全体の8%)、その他事業会社等による買収が39件 (全体の43%) となっている。このうち前2者 (MBO と完全子会社化) は内部情報を有している買収者による M&A であると見做せる。

次に、株式公開買付 (TOB) 取引データについての基本統計量を表2にしめす。プレミアムについては、公表前3か月間平均株価 (終値) に基づくプレミアム比率 (以下3か月前対比) および公表日前日株価 (終値) に基づくプレミアム比率 (以下前日対比) を示した。3か月対比プレミアムは買付価格が公開買付届出書提出前3か月間平均の株価 (終値) を31.16%上回ったことを示し、前日対比プレミアムは買付価格が公開買付届出書提出前日の株価 (終値) を30.46%上回ったことを示している。プレミアムの水準は先行研究の推定に概ね沿ったレベルとなっている。なお、これら2種類の届出前株価に基づくプレミアム平均



値の差が等しいという帰無仮説を棄却できない ( $t$  値=0.39) ので、本稿では3か月前対比プレミアムを基本に論じていく。<sup>9)</sup> TOB 前の持分比率は平均で25.38%, TOB 後の持分比率は平均で83.85%となっている。TOB 後の持分比率の中位値は100%なので、半数以上の TOB は持分100%の取得を目指していることになる。

表2 TOB 取引データ (抜粋)

	標本数	平均	標準偏差	中位値	最小値	最大値
プレミアム (届出前3か月間の平均株価対比)	90	31.16	37.91	29.89	-51.69	221.43
プレミアム (届出前日の株価)	90	30.46	36.99	27.08	-51.69	210.00
TOB 前持分比率	90	25.38	25.75	22.82	0.00	83.67
TOB 後持分比率 (買い手の希望)	90	83.85	23.83	100.00	20.99	100.00

表3が示すのは、被買収企業の属性を表す財務数値である。主要な数値は、総資産、対数総資産、債務純資産 (簿価) 比率 (D/E 比率), 株価当期利益倍率 (PER), 株価営業利益倍率 (POPR), 時価簿価比率 (PBR) である。計量分析においては、先行研究に倣い、対数総資産、産業ダミー (日経中分類), 年次ダミーをコントロール変数として使用する。

表3 被買収企業の属性データ

被買収企業の属性	参照株価	標本数	平均	標準偏差	中位値	最小値	最大値
総資産 (百万円)		90	96059	226916	26225	657	1484413
対数総資産		90	10.24	1.53	10.17	6.49	14.21
有利子債務 (百万円)		90	19740	82692	1200	0	554234
D/E 比率		90	0.58	1.00	0.13	0.00	5.25
営業利益/株 (円)		89	100.01	154.60	71.03	-73.00	990.58
当期利益/株 (円)		90	59.71	137.92	53.68	-665.09	697.34
株価/当期利益倍率 PER	前日株価	90	31.63	92.52	13.84	-80.60	778.57
株価/当期利益倍率 PER	3か月株価	90	29.70	76.67	12.82	-74.13	585.71
株価/営業利益倍率 POPR	前日株価	90	32.03	108.53	10.49	-145.24	859.32
株価/営業利益倍率 POPR	3か月株価	90	30.34	102.83	10.51	-200.36	790.36
時価簿価比率 PBR (倍)	前日株価	90	2.33	4.06	1.15	0.06	29.79
時価簿価比率 PBR (倍)	3か月株価	90	2.34	4.03	1.16	0.05	28.90

なお変数間の相関係数については数表を示していないが、説明変数の間で強い相関をしめすペアは無いことを報告する。

### 3.1 高い事後持分比率はプレミアムを増加させるか (検証1)

買収者が TOB 後に保有を希望する持分比率が、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 (事後持分比率) とプレミアムの関係を以下の推定式で検証する。

$$\hat{P} = a + b\hat{\gamma} + c\delta + \varepsilon \quad (1)$$

ここで買収後の持分比率は  $\gamma$ 、プレミアムは  $P$ 、コントロール変数が  $\delta$ 、 $\varepsilon$  が誤差項である。推定する対象は、持分比率の変化に対応するプレミアムの変化を示す  $b$ 、コントロール変数の係数  $c$ 、および切片  $a$  である。推定結果を表 4 に示す。ここではコントロール変数として対数総資産のみを用いた場合と対数総資産に加えて産業ダミー、年次ダミーを用いた場合の結果を示している。コントロール変数を全て用いた場合、係数  $b$  は、3 か月間対比プレミアムで 0.327%、前日対比プレミアムで 0.334 となっていて、両方とも 10% 水準であるが統計的に有意に正の関係が見て取れる。すなわち、3 か月前対比プレミアムで見ると、事後持分比率の 1% 増加は、プレミアムの 0.33% の増加を伴うことが分かる。

表 4 事後持分比率とプレミアムの関係

説明変数	被説明変数			
	支配権プレミアム			
	届出前 3 か月対比		届出前日対比	
事後保有持分比率 $\gamma$	0.433**	0.327*	0.411**	0.334*
(t 値)	(2.59)	(1.77)	(2.51)	(1.76)
対数総資産	-2.93	-5.314*	-2.47	-3.833
(t 値)	(-1.12)	(-1.69)	(-0.96)	(-1.18)
産業ダミー	no	yes	no	yes
年次ダミー	no	yes	no	yes
切片	26.87	65.61	21.22	17.05
(t 値)	(0.99)	(1.34)	(0.78)	(0.34)
標本数	90	90	90	90
決定係数	0.075	0.337	0.07	0.26

注：係数の横のアスタリスクは有意性（\*\*\*1%水準，\*\*は5%水準，\*は10%水準，無印は非有意）を示す

### 3.2 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か（検証<sup>10)</sup>2）

会社法が要求する株主総会での特別決議議決権の価値を計るため、事後持分比率が3分の2を上回る場合に値1をとり、そうでない場合に値ゼロを取るダミー変数  $S$ （特別決議超）を設定した。比較のために普通決議議決権である2分の1を上回る場合に値1をとり、そうでない場合に値ゼロをとるダミー変数  $O$ （普通決議超）、特別決議を否決する持分である3分の2を上回る場合に値1を、そうでない場合に値ゼロをとるダミー変数  $R$ （特別決議拒否超）も設定した。推定式は以下となる。

$$P = a + bS + cO + dR + e\delta + \varepsilon \quad (2)$$

推定結果を示したのが表 5 である。これによると特別決議拒否権  $R$  の係数は負で非有意、普通決議超  $O$  の係数は正であるが非有意となっている一方、特別決議超  $S$  の係数は 20.78 と

正でかつ5%水準で有意 ( $t$  値=2.12) となった。ダミー変数の定義から特別決議超 S の価値は特別決議議決権の価値に加えて、特別決議拒否権の価値と普通決議議決権の価値を含んでいる。また普通決議超 O の価値は普通決議議決権の価値と特別決議拒否権の価値を含んでいる。従って特別決議議決権単独の価値は、特別決議超 S の価値から普通決議超 O の価値を差し引いた数値になると考えられる。

表5 特別決議拒否権、普通決議議決権、特別決議議決権とプレミアムの関係

説明変数	被説明変数		
	届出前3か月平均株価対比のプレミアム		
特別決議拒否権 (事後持分比率 1/3 超)	-4.691 (-0.16)		
普通決議議決権 (事後持分比率 1/2 超)		7.818 (0.53)	
特別決議議決権 (事後持分比率 2/3 超)			20.78** (2.12)
対数総資産 ( $t$ 値)	-5.000 (-1.55)	-5.053 (-1.58)	-5.660* (-1.82)
産業ダミー	yes	yes	yes
年次ダミー	yes	yes	yes
切片 ( $t$ 値)	84.37 (1.45)	72.11 (1.40)	85.65* (1.78)
標本数	90	90	90
決定係数	0.3053	0.308	0.35

注：カッコ内は  $t$  値、係数の横のアスタリスクは有意性 (\*\*は 1%水準, \*\*は 5%水準, \*は 10%水準, 無印は非有意) を示す

表6は特別決議超 S の平均値から普通決議超 O の平均値の差分について検定を行った結果を示す。特別決議超 S と普通決議超 O の平均値の差分は26.22であり、差分がゼロという帰無仮説は5%水準で棄却される ( $t$  値=2.4287)。この検証により仮説「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。

表6 特別決議議決権と普通決議議決権がプレミアムに与える影響の差の検定

変数	標本数	平均	標準誤差	標準偏差	最小値	最大値
特別決議議決権	66	37.47	4.70	38.22	-9.09	221.43
普通決議議決権	15	11.25	9.16	35.47	-51.69	98.60
合計	81	32.61	4.32		24.02	41.21
差分		26.22	10.80		4.73	47.71
帰無仮説：差分がゼロについての検定			$t=2.4287$	( $p=0.0174$ )		

### 3.3 事業譲渡等のリストラ示唆と特別決議議決権取得は相関しているか（検証3）

買収者は、買収後の企業価値増加を実現するために、被買収企業の支配権を握ったのち、大規模なリストラクチャリングを実行に移す必要を感じている可能性がある。本稿で想定する大規模なリストラとは、リスク対比で収益力の低い事業、買収者のビジネスのコアとなる事業と関係が薄くシナジーの期待できない事業、グループ経営上の観点で本社を含めた他のグループ企業に被買収企業から資源を移すことで規模の利益を期待できる事業等につき事業譲渡や資産譲渡を行うことを指す。前述のように、このような事業譲渡を含むような大規模リストラを行うには、被買収企業の株主総会において3分の2超の持分を保有する必要がある。

大規模リストラを実施しようとする意図は、通常公開買付届出書には明示されない。その理由は、まず大規模リストラに伴って確実に発生する人員解雇や労働条件の大幅な変更について被買収企業の労働者から事前に合意を取り付けることは不可能だからである。この明確な開示のない大規模リストラの意図を公開買付届出書の記載から抽出することを試みる。<sup>11)</sup> 具体的には分析対象の90件の公開買付届出書を読み込み、その表現が匂わせる大規模リストラの必要性についての判断を読み取って、スコアリングを行った。項目としては、被買収企業の事業の将来性に関して売上水準の維持向上の可能性、事業維持のために追加投資の必要性、経営陣交代の必要性、被買収企業のリストラの可能性に関して構造改革、固定費削減、人件費削減、財務費削減それぞれの必要性をどの程度認識し届出書に記載しているかを評価し、現状維持でよしとするケースにスコア1点、大規模な変革が必要とするケースにスコア3点を付し、中間的なケースにスコア2点を与えて集計した（表7）。

表7 リストラ判断スコアリング基準

	スコア		
	1	2	3
将来の見込みについて			
将来の売上水準	拡大	中間	縮小
将来の前向き投資	拡大	中間	縮小
将来の経営陣交代	不要	中間	必要
将来の大幅リストラの可能性			
構造改革の必要性	不要	中間	必要
固定費削減	不要	中間	必要
人件費削減	不要	中間	必要
財務費削減	不要	中間	必要
平均値	11.03		
標準偏差	2.96		

まずリストラスコアが高い、すなわち将来の大規模リストラの示唆（匂わせ）の度合いが強いほど、特別決議議決権の取得を行う傾向が強いことが予想される。大規模リストラのためには、特別決議議決権を取得することが必要となる一方、普通決議議決権以下の持分比率取得では大規模リストラは行えない。リストラスコアを説明変数、特別決議拒否権（ $1/3 < \text{持分比率} \leq 1/2$ ）、普通決議議決権（ $1/2 < \text{持分比率} \leq 2/3$ ）、特別決議議決権（ $\text{持分比率} > 2/3$ ）を被説明変数として回帰すると、表8に示す通り、特別決議議決権のケースのみが係数が有意に正となっていることが分かる。したがってリストラの匂わせが強いほど特別決議議決権を取得する傾向が強い。

表8 リストラスコアと特別決議拒否権、普通決議議決権、特別決議議決権の関係  
被説明変数

説明変数	被説明変数		
	特別決議拒否権 (事後持分比率 1/3 超)	普通決議議決権 (事後持分比率 1/2 超)	特別決議議決権 (事後持分比率 2/3 超)
リストラスコア	0.004 (0.73)	0.0199 (1.84)	0.0424*** (2.74)
切片 (t 値)	0.934*** (15.12)	0.68*** (5.54)	0.262 (1.48)
標本数	89	89	89
決定係数	0.0062	0.0375	0.0795

注：カッコ内は t 値、係数の横のアスタリスクは有意性（\*\*\*は 1%水準、\*\*は 5%水準、\*は 10%水準、無印は非有意）を示す

### 3.4 リストラ匂わせの度合いが強いほどプレミアムは増加するか？（検証4）

プレミアムが特別決議議決権を発生させる 3 分の 2 超の事後持分比率で顕著に増加する理由が、この大規模リストラの意図の有無と関係しているのではないかという仮説を検証する。大規模リストラの意図は TOB 届出書には開示されない非財務情報であることから、被買収企業の株主には見えにくい企業価値の増加であり、買収者の裁量でプレミアムを高めて被買収企業の株主に支払うこともできるし、プレミアムに反映させずに買収者の株主を受益者とさせるような将来の企業価値増大の手段とすることもできる。

本稿では、スコアが高いほど（買収後の大規模リストラ実施の意図が強いほど）、買収者は将来の企業価値増加が期待できるので、一部は買収者株主への還元をするにしても、残りは被買収者への TOB 応募をより確実にするためにプレミアムを相応に引き上げるといふ仮説を立てる。ただしプレミアム水準の設定においては、被買収企業の株価（市場評価）との相対的な位置関係が重要となる。例えば市場が将来の企業価値増加を過剰に織り込み、割高な株価になっていればプレミアムを下げようとする動機がある。しかしリストラ実施を通じて追加的な企業価値増加を見込めるならば、プレミアムを増加して TOB 成立を確かなもの

にする動機もある。被買収企業株式の将来性についての市場評価を表す指標として、株価営業利益倍率（POPR）も説明変数として入れて分析する。<sup>12)</sup> POPRが高いことは市場評価が高いことを意味し、過剰さが高いことを意味する可能性が高い。したがって POPRが高いほど、プレミアムは減少するものと予想する。

表9 スコアリング、市場評価とプレミアムの関係

説明変数	被説明変数					
	届出前3か月平均株価対比のプレミアム					
	①	②	③	④	⑤	⑥
リストラ必要度スコア	2.413*	1.149	2.422*	1.107	1.476	-0.371
(t 値)	(1.77)	(0.73)	(1.77)	(0.70)	(1.08)	(-0.24)
株価営業利益倍率 POPR	-	-	0.012	-0.037	-0.773***	-1.028***
(t 値)	-	-	(0.30)	(-0.85)	(-2.65)	(-3.04)
スコア*POPR	-	-	-	-	0.068***	0.086***
(t 値)	-	-	-	-	(2.72)	(2.95)
対数総資産	-1.206	-4.583	-1.168	-5.083	-0.583	-5.002
(t 値)	(-0.46)	(-1.4)	(-0.44)	(-1.53)	(-0.23)	(-1.60)
産業ダミー	no	yes	no	yes	no	yes
年次ダミー	no	yes	no	yes	no	yes
切片	17.13	-7.846	16.283	-0.243	22.023	39.867
(t 値)	(0.53)	(-0.13)	(0.50)	(0.00)	(0.70)	(-0.79)
標本数	89	89	89	89	89	89
決定係数	0.0395	0.3083	0.0405	0.3162	0.118	0.4005

注：係数の横のアスタリスクは有意性（\*\*\*は1%水準，\*\*は5%水準，\*は10%水準，無印は非有意）を示す

分析結果を表9に示す。列①，③，⑤はコントロール変数として対数総資産のみを用い，②，④，⑥は対数総資産，産業ダミー，年次ダミーを用いている。列①，②は主要説明変数としてリストラ必要度スコアのみを入れたケースで，リストラ必要度スコアの係数は1.149（産業ダミー・年次ダミーあり）と予想通り正となっている。しかし統計的有意性についてはコントロール変数を対数総資産に絞ると10%水準で有意となるが，コントロール変数を増やすと有意性が失われる。次に市場評価指標である株価営業利益倍率（POPR）を導入した場合（列③，④），リストラ必要度スコアの係数は1.107（産業ダミー・年次ダミーあり）と予想通り正であるが，列②同様，コントロール変数を増やすと有意性が失われる。このケースではPOPRの係数は列③，④ともに非有意である。列⑤，⑥はスコアとPOPRの交差項をさらに追加したものである。フルにコントロール変数を加えた列⑥では，リストラ必要度

スコアの係数は-0.371と負になっているがゼロと有意に異ならない。リストラスコアは単独ではプレミアムを引き上げる効果はないと言える。POPRの係数は-1.028と予想通り負の符号で、棄却水準1%で有意である。リストラスコアとPOPRの交差項の係数は0.086と予想通り正であり、棄却水準1%で有意である。平均値の近傍で限界効果を計算すると、POPRの平均比10%上昇はプレミアムを3%減少させるが、リストラスコアの平均比10%上昇はPOPRとの交差効果を通じてプレミアムを0.3%上昇させる。

結論としては、公開買付届出書の文章・表現から買収者のリストラ実施の意図を読み取りスコア化することにより、買収者が特別決議議決権を確保するためにプレミアムを多く支払うという予想について、リストラスコアに示される事業譲渡の意図は単独ではプレミアムを増加させない一方、市場評価指標との交差効果の符号が正でかつ1%水準で有意であるということが確認できた。これは大規模リストラの企業価値増加効果が小さいと考えるよりも、届出書に明示されない大規模リストラによる価値増加分の一部はプレミアムの形で被買収企業の株主に配分されるが、その多くが買収者の既存株主に将来にかけて還元していくために留保されている可能性を示唆する。

#### 4 ま と め

本稿では、公開買付届出書が入手できた2017年から2020年3月のTOB計90件を対象とした実証分析により、以下を明らかにした。①買収後持分比率の増加はプレミアムを増加させ、特別決議議決権の生じる3分の2の持分比率を境にプレミアムの水準は顕著に増加する（3分の2の持分比率以下11%、同比率超37%）。②買収者が買収後に事業譲渡を含む大規模なリストラを行う意図を持っているかを、公開買付届出書に記載された非財務情報から読み込み、スコアリングを行う。このリストラスコアと被買収企業に対する議決権比率の相関を検証すると、リストラ匂わせ度合いが強いほど、買収者が特別決議議決権を取得する傾向が見いだされる。③リストラスコアのプレミアムへの影響を計ると、弱いながらリストラ必要度の「匂わせ」が強いほどプレミアムが高くなる傾向が見取れる。買収者は、株価営業利益倍率POPRに示される被買収企業の将来収益力評価と合わせて、自身による事業譲渡を含むリストラ必要性を考慮し、将来の企業価値の一部をプレミアムの増加に還元しているものと見られる。このリストラ実施の「匂わされた」意図とプレミアムの小さな正の関係は、買収後に実現される企業価値の増加が殆どすべて被買収企業株主に還元されるのではなく、企業価値増加の相当部分が買収者既存株主のために留保されている可能性がある。今後の研究課題としては、匂わされたリストラが買収後に実行されたのかどうか、その中に事業譲渡等特別決議議決権を必要とするリストラが行われたのか、行った場合に企業価値にどのような変化が発生したかを明らかにしていくことが重要と認識される。

## 注

本稿に至る研究の過程で頂いた、2022年6月日本ファイナンス学会における報告に対する河瀬宏則先生（討論者、福岡大学）、蟻川靖浩先生（座長、早稲田大学）およびフロア参加の方々からのコメント、2022年10月神戸大学合同研究会における報告に対する内田浩史先生、畠田敬先生、高橋秀徳先生、早木祥夏先生からのコメント、2022年11月日本金融学会秋季大会における報告に対する畠田敬先生（討論者）、高槻泰郎先生（座長）のコメント、ご支援に感謝申し上げます。なお本稿におけるすべての誤り等についての責任は著者に帰するものである。

（本研究は、令和4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。）

- 1) 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）。
- 2) 服部（2015）第2章 p.63 より引用。この分析では、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。
- 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) スクイズアウトは、被買収企業の全株式の取得を企図するもので、当初のTOBの勧奨に応じて株式を売却せず残存した少数株主に対して第二段階のTOBを実施して少数株主を排除する取引である。この二段階TOBを実施する場合、第二段階の前に株式併合を行う必要があり、株式併合は会社法規定により被買収企業の株主総会において特別決議の議決を必要とする。
- 5) 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。
- 6) その意味でスクイズアウトは少数株主の排除により企業統治のコストを下げることで企業価値増加に繋がる可能性がある。
- 7) 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。
- 8) EDINETは公表から5年経過した時点で公開買付届出書を廃棄する。データプロバイダーであるMARRは5年超の公開買付届出書の情報を一般向けに公開しておらず、M&A Onlineを提供するストライク社に5年超の公開買付届出書のファイル提供を依頼したがすでに廃棄済みとのことであった。
- 9) 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る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。

- 10) 本稿では特別決議議決権を確保するための閾値として3分の2を定め、それを超えるサンプルにダミー変数を当てるという方法で分析したが、本来であれば閾値を介入点とした回帰不連続デザイン（RDD）の適用が望ましい。しかし今回の分析対象とした標本数が少ない（特に閾値の近傍の標本が非常に少ない）ため、RDDが適用できなかったことを報告する。
- 11) 本稿では公開買付届出書の読み込みによるスコアリングという手法を用いてスコアリングを行ったが、より洗練した手法としては公開買付届出書をテキストマイニングして主旨を抽出する方法が考えられる。今回は届出書を用いたテキストマイニングを試行したものの「匂わせ」ないし「ニュアンス」を読み取ることが難しいことが判明し、テキストマイニング手法の利用は断念した。
- 12) TOB 公示前の被買収企業株価が将来の企業価値増加を過剰に（ないし過少に）評価しているかどうか、そして過剰さ（過少さ）の指標は何かについては議論の余地がある。小澤・池田・井上（2015）は、行動経済学的な観点から過去1年間の最高値が「参照価格」となり公示前株価との対比で市場評価の過剰さ（割高さ）を示しているとする。本稿では詳細を記さないが、過剰さ判定の指標として、①過去1年間の最高値、②株価純利益倍率（PER）、③時価簿価比率（PBR）および④株価営業利益倍率（POPR）の説明力を検証した。その結果、①過去1年間の最高値については全く相関がなく、②～④の中では株価営業利益倍率（POPR）が最も相関が高いことを確認した。本稿ではこの結果を用いている。

#### 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.
- Jensen, Michael, C., Ruback, Richard, G., (1983), "The market for corporate control: The scientific evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol 11, Issue 1-4, pp. 5-50
- Maksimovic, U., Phillips, G, Prabhala, N., (2011), "Post-merger restructuring and the boundaries of the firm", *Journal of Financial Economics*, 102(2), pp. 317-343
- Mulherin, Harold, J., Netter, Jeffrey, M., Poulson, Annette, B., (2017), "The Evidence on Mergers and Acquisitions: A Historical and Modern Report", *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, Volume 1, Ch. 5, pp. 235-290
- 蟻川靖浩・井上光太郎・齋藤卓爾・長尾耀平（2017）「日本企業の低パフォーマンスの要因 国際比較による検証」『企業統治と成長戦略』宮島英昭編著、RIETI、第12章、pp. 397-427 東洋経済新報社
- 伊藤邦雄（1992）「日本におけるM&A：価値創造効果と株式持ち合いの検証」『ファイナンシャ

ル・レビュー』大蔵省財政金融研究所, pp.1-28

井上光太郎・小澤宏貴 (2016) 「公開買付けにおける支配プレミアムと株主の応募行動」『日本の公開買付け 制度と実証』田中亘・森濱田松本法律事務所編 第8章, pp.305-336 有斐閣

小澤宏貴・池田直史・井上光太郎 (2015) 「個人投資家の参照点と株式公開買付け価格」『経営財務研究』, 第35巻, 第1・2合併号, pp.105-131

服部暢達 (2015) 『日本の M&A』日経 BP 社

矢部謙介 (2013) 『日本における企業再編の価値向上効果—完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分析』同文館出版