

株式公開買付の実務と制度改正後の傾向

高橋 美穂子 大橋 良生

The Revision of Tender offer Regulation and the New Tendency in Practice

Mioko TAKAHASHI Yoshitaka OHASHI

要 旨

本稿では、日本における株式公開買付制度の変遷を踏まえた上で、2002年以降の株式公開買付の実務内容を調査し、特に2006年12月に施行された制度改正後の公開買付実務の傾向を確認した。本稿の主要な発見事項は次のとおりである。買収プレミアムは、制度改正後に高く設定される傾向にあり、ディスカウント・プレミアム取引も減少傾向にあった。この理由のひとつとして、買付価格の算定に関して、一般的に第三者算定機関からの意見聴取が行われるようになったことが考えられる。また、買付代金(取引規模)の平均値は、統計的に有意ではないものの、制度改正前よりも制度改正後の方が小さくなっていった。これは、制度改正後において相対的に小規模の案件が増加しているためであると考えられる。さらに、株式比率に注目すると、2分の1を超える議決権の取得を目指す案件、特別決議を独自で決定できるよう3分の2を超える議決権の取得を目的とする案件、および全議決権の取得を目的とする案件が多い傾向にあった。それらの中でも、特に制度改正後は全議決権の取得を目指す、すなわち完全子会社化を目的とする案件が増加している傾向が観察された。

Summary

The purpose of this study is to understand the business practice concerning tender offer bid in light of revision in the tender offer bid regulation. Especially, our purpose is to discover the new tendency in practice after the revision of regulation that became effective in December 2006.

The main findings are summarized as follows. While the average offer premium before the revision was 20%, it increased to 40% after the revision. Consistent with this finding, the number of discount premium transactions declined significantly after the revision. One reason that is

considered to trigger this tendency is that getting appraisal for the bid price from a third-party organization has become common to a large extent in practice after the 2006 revision. We also find that, although not statistically significant, average transaction price declined after the revision. The distribution of the transaction price shows that this could be due to the increased number of relatively small size transactions. Finally, when we focus on the outstanding shares that the bidder intends to get, we find that tender offer bid which intends to get 100% ownership of the target firm increased significantly after the revision.

I. 本稿の目的

本稿の目的は、日本における株式公開買付 (Tender Offer Bid; TOB) 制度の変遷を踏まえた上で、2002年以降の株式公開買付の実務内容を調査し、特に2006年12月に施行された制度改正後の公開買付実務の傾向を確認することにある。

日本企業が当事者となる企業合併・買収 (Merger and Acquisition; M&A) の件数は1990年代後半に増加し、それにともない株式公開買付の件数も増加した。ここに公開買付とは、不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買付け等の申込み又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)。日本企業が関連する株式公開買付は1990年代から実施されており、日本での届出件数は2007年の104件を境に減少傾向にあるものの、2010年以降も年平均55件程度で推移している (レコフデータ、2014)。

株式公開買付は、他企業の経営権・支配権の取得を目的として実施されるもの、完全子会社化などのグループ再編を目的とするもの、非上場化を見据えて行われるマネジメント・バイアウト (Management Buy Out; MBO) など、さまざまな目的のために実施されている。そこで、本稿では、株式公開買付制度の変遷を踏まえた上で、2002年以降の株式公開買付の実務内容を調査し、特に2006年12月に施行された制度改正後の公開買付実務の傾向を把握することを目的とする。

本稿の以下の構成は、次のとおりである。第2節で、日本における株式公開買付制度の変遷を概観する。第3節で、株式公開買付の実務内容と2006年改正後の傾向を確認する。最後に、第4節で、本稿のまとめを示す。

II. 日本における公開買付制度

(1) 公開買付制度の変遷

株式公開買付の実務を調査するにあたり、本節では、日本における公開買付制度の変遷をみていくこととする (池田他、2007, pp.242-245; 石井、2010, pp.12-21)。日本における公開買

付制度は、アメリカやイギリスにおける制度化や資本の自由化の進展を受け、1971年の証券取引法改正の際に導入された（証券取引審議会報告書「企業内容開示制度等の整備改善について」1970年12月14日）。しかし、実務上のニーズは少なく、1990年改正までの実際の利用は3件のみであった。

その後、株高・金余り現象を背景として、市場における大量の買い集め事例が増加するなど、M&Aが活性化する中で、諸外国の制度との調和を図る目的から、1990年に全面的な改正が行われた（証券取引審議会報告書「株式等の対象の保有状況に関する開示制度の在り方について」1989年5月31日）。その改正の一環として、取引所市場外で行われる株券等の買付け等は、一定の免除規定が適用される場合を除き、公開買付によらなければならないとする強制的公開買付制度が採用された。続いて、1994年には、自己株式の取得規制を緩和する商法の改正に伴い、自己株式公開買付制度が導入された（証券取引審議会報告書「自己株式取得等の規制緩和に伴う証券取引制度の整備について」1994年2月21日）。

2003年改正では、事業再編の迅速化、手続きの簡素化の観点から見直しが行われ、公開買付制度の適用除外となる範囲が拡大された（金融審議会第一部会報告「証券市場の改革促進」2002年12月16日）。翌2004年改正では、公開買付に要するコストを削減し、手続きを簡素化することで企業再編等を促進する観点からの見直しが行われた（金融審議会第一部会報告「市場機能を中核とする金融システムに向けて」2003年12月24日）。続いて、2005年には、東京証券取引所の立会外取引のシステムを利用した買い集めが行われたことに対し、公開買付制度の信頼性の確保を目的として、立会外取引にも公開買付規制を適用する改正が行われた（第26回金融審議会第一部会「証券取引法上の企業情報の開示について」2005年3月3日）。

さらに、2006年改正では、株式公開買付が企業買収の手段として浸透する中で、株主・投資家への情報提供の充実や、株主・投資家間の公平性の確保等のための見直しが行われた（金融審議会第一部会報告「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について～」2005年12月22日）。具体的には、(1) 脱法的な態様の取引への対応、(2) 投資家への情報提供の充実、(3) 公開買付期間の伸長、(4) 公開買付の撤回等の柔軟化、(5) 全部買付けの義務化の一部導入、(6) 買付者間の公正性の確保の観点からの改正が行われ、2006年12月13日に施行された。この2006年改正は、企業合併・買収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、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年改正以来の抜本的な改正であった（兼田、2008, p.26）。

（2）公開買付の枠組みと2006年度改正内容

公開買付制度は、企業の経営権や支配権に影響を及ぼすような証券取引に関し、不透明になりやすい市場外での取引について、その透明性や公平性を確保する観点から、開示規制と取引規制を設けている（池田他、2007；兼田、2008；石井、2010；小谷2010）。

開示規制として、投資家に対する適正な情報開示の観点から、公開買付者に、買付期間、買付価格、買付数量等をあらかじめ開示することを義務づけている。また、取引規制として、株主等に対する平等待遇を保証し、取引の公平性を確保するために、公開買付期間の制限、買付価格の均一性、別途買付けの禁止、買付条件の変更の制限などの規制を設け、株主に公平に売却の機会を付与することを義務づけている。以下では、2006年の改正内容について、公開買付期間、買付価格、買付数量を中心にみていくこととする。

①公開買付期間

公開買付期間は、1990年改正で、実日数に基づいて、公開買付開始公告を行った日から20日以上60日以内で買付者が選択すると定められていた。しかし、連休等が重なる時期の場合、特に敵対的買収の状況において、対象企業の経営者が対抗提案等を行う時間的余裕が乏しくなり、株主や投資家への十分な情報提供をすることができないこと、また株主や投資家が適切に熟慮、判断するための期間が確保できない可能性があることが指摘されていた¹。そこで、2006年改正で、実日数から営業日に基づく日数に変更がなされ、公開買付期間は20営業日以上60営業日以内とされた。

②買付価格

買付価格は、上記で確認したように、制度上、均一性が求められているが、買付価格の水準自体に規制は設けられていないため、買付者は自由に買付価格を設定することができる。

また、2006年改正により、買付価格の設定に対し、投資家への情報提供の一環として、買付価格の算定の根拠などに関してより具体的な記載が求められている。買付者が提出する公開買付届出書の「買付け等の価格」の欄には、「算定の基礎」と「算定の経緯」が含まれており、設定した買付価格に関する説明が記されている²。

「算定の基礎」の欄では、買付価格の算定根拠を記載しなければならないとされ、買付価格が時価と異なる場合や当該買付者が最近行った取引の価格と異なる場合には、その差額の内容も記載することが要求されている。また、「算定の経緯」の欄では、買付価格を算定する際に、第三者に意見を聴取した場合には、当該第三者の名称、当該意見の概要、当該意見を踏まえて買付価格を決定するに至った経緯を具体的に記載することが求められている。

以上の買付者による説明に対し、対象者が提出する意見表明報告書には、当該公開買付に対する立場（賛同、中立、反対）に関する意見表明をする際に、買付者とは別に、第三者機関に買付価格の算定を依頼した場合のその内容が記載されている。買付者と同様、対象者による第三者からの買付価格に関する意見聴取は任意であるが、一般的に実務に浸透しているようである。

さらに、株式公開買付制度においては、2006年改正により買付価格（買収プレミアム）の算定根拠の開示が求められる中で、対象者の株式価値の算定に用いた方法が記載されるようになってきている。算定方法は、一般的に、インカム・アプローチ、マーケット・アプローチ、ネット・アセット・アプローチが用いられている（中嶋、2012；田中、2012）。

インカム・アプローチは、対象企業から期待される利益やキャッシュ・フローに基づいて価値を評価する方法であり、将来の収益獲得能力を価値に反映させるアプローチである。マーケット・アプローチは、上場している同業他社の株価や類似取引事例価格など、類似する企業、事業、取引事例などの価格と経営指標とを比較することで相対的に価値を評価するアプローチである。ネット・アセット・アプローチは、コスト・アプローチとも呼ばれ、主として企業の貸借対照表上の純資産に注目したアプローチである。一般的に、算定結果は、株価算定に際して採用された方法ごとにレンジの形式で報告されている。

③買付数量

公開買付者は、買付予定の株券等の数を定める必要があり、また、必要に応じて、買付予定の株券等の数の下限や上限を設定することができることとされている。この根拠は、買付者は各自の目的を達成するために公開買付を行うのであり、その目的を達成できない場合においても、応募されたすべての株券等の買付けを買付者に強制することは、過剰な負担を強いることになるからである（関口他、2010；p.142）。

具体的には、買付者は、応募された株券等の数が買付予定の株券等の数の下限に満たない場合には、応募株券等の全部を買付けない等との条件をつけることができる。一方で、応募された株券等の数が買付予定の株券等の上限を超える場合には、按分比例方式に従って、その超過部分の全部または一部を買付けないことができるとされている。

ただし、買付後の株券等の所有割合が一定割合以上となる場合には、上場廃止などが視野に入ってくることとなり、手残り株を抱えることになる少数株主が著しく不安定な地位におかれることが想定される。そこで、2006年改正により、買付後における買付者の株券等所有割合が特別関係者と合計して3分の2以上となる場合には、応募された株券等のすべてを決済しなければならないとされた。

Ⅲ. 公開買付実務と制度改正後の傾向

(1) データ

本節では、Ⅱで確認した、①公開買付期間、②買付価格（買取プレミアム）、③買付数量（株式比率）³に焦点をあてて、特に2006年の制度改正後の公開買付実務の傾向を確認する。

調査にあたって、レコフ『日本企業のM&Aデータブック1985-2007』、および『MARR』2009年、2010年、2011年の各2月号から、日本企業を対象とした株式公開買付案件を抽出した。株式公開買付の実務内容に関するデータは、公開買付届出書、意見表明報告書、または買付者と対象者が公表する適時開示情報を用いた。また、株価データは、日経NEED Financial Questを用いた。調査対象期間（2002年1月から2010年12月）に公表された株式公開買付535案件のうち、実務内容を示す情報を入手できなかった29案件を除いた506案件を調査対象とした。なお、調

査対象となった506案件の2006年改正前後の件数の内訳は、改正前が190案件、改正後が316案件である。

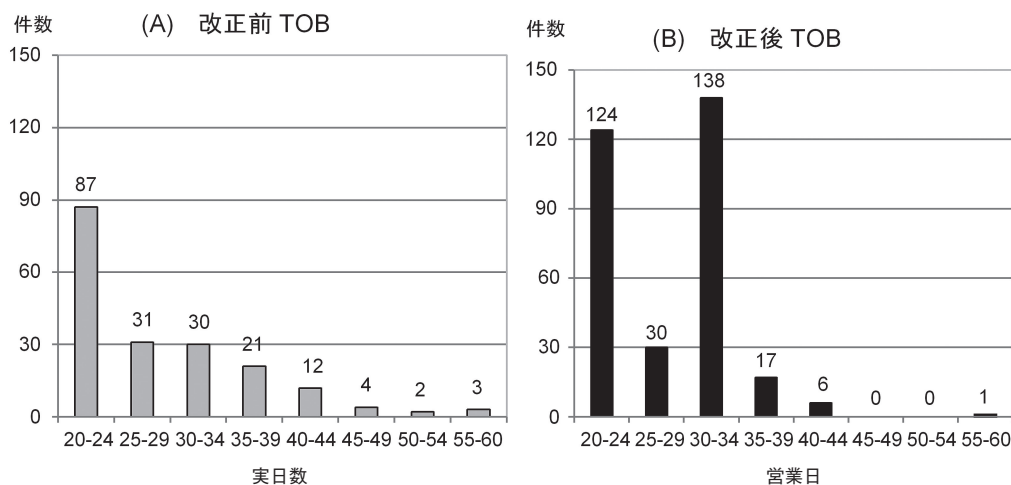
(2) 調査結果

①公開買付期間

図表1は、公開買付期間の分布を示している。(A)改正前TOBでは、当該期間における株式公開買付190案件のうち、実日数20日から24日の案件が最も多く87案件(45.8%)であり、40日未満の案件が169案件(88.9%)であった。

次に、(B)改正後TOBの分布をみると、調査対象となった316案件のうち、20から24営業日が124案件(39.3%)、30から34営業日が138案件(43.7%)となっており、この2区分に属する件数が全体の8割強を占めていた。なお、30営業日未満の154案件のうち140案件では、対象企業から買付期間の延長を請求する旨が記載された意見表明報告書が提出された場合に、公開買付期間を30営業日に延長するとされていた。これは、当初設定した買付期間が30営業日未満の場合には、株主・投資家に対する対抗提案等の提示に一定の時間を要することから、対象者が買付期間の延長を請求することができるとの制度上の要請にこたえるものである。この規定により、当初から30営業日に設定している案件が多いと考えられる。

図表1 公開買付期間の分布



(単位：日)

統計値	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
■改正前 TOB : 実日数 (N=190)	28.5	8.5	20.0	21.0	25.5	34.0	60.0
■改正後 TOB : 実日数 (N=316)	39.8	9.3	26.0	30.0	42.0	45.8	93.0

制度改正前後での公開買付期間（実日数）を比較すると、改正前TOBの買付期間の平均（中央値）は28.5（25.5）日であるのに対して、改正後TOBの買付期間（実日数）は39.8（42.0）日であった。これについて、平均値の差および中央値の差に統計的な有意性が確認できるかを検証した。t検定（t値13.734, p値<0.000）およびU検定の結果（Z値0.518, p値<0.000）から、制度改正の前後では有意な差が観察された。これらのことから2006年の改正以後は、制度の目的と合致するように、実務上も公開買付期間が長くなっていることが伺える。

②買付価格（買収プレミアム）

a. 算定機関と算定方法

上述のとおり、2006年制度改正により、買付価格の算定根拠などの具体的な記載が求められることとなり、公開買付届出書の「買付け等の価格」の欄で、設定した買付価格に関する説明（「算定の基礎」、「算定の経緯」など）が記されることとなった。これに対して、対象者による意見表明報告書には、対象者が当該公開買付に対する立場に関する意見表明をする際に、買付者とは別に、第三者機関に買付価格の算定を依頼した場合のその内容が記載されていることがある。

そこで、公開買付届出書あるいは適時開示情報（買付者側）と意見表明報告書あるいは適時開示情報（対象者側）を調査し、買付価格の算定に関して、(a) 算定機関からの意見聴取に関する記載の有無、(b) 算定機関から意見聴取を行った旨の記載がある場合には、具体的な算定方法の記載の有無、そして、(c) 具体的な算定方法の記載がある場合には、用いた方法を集計した。図表2は、集計の結果を示している。

はじめに、(A) 改正前TOB（N=190）では、算定機関からの意見聴取に関する記載がなかったものは、買付者側で155案件（81.6%）、対象者側で189案件（99.5%）であった。算定機関に意見聴取した旨が記されていた買付者側35案件（18.4%）、対象者側1案件（0.5%）では、いずれも具体的な算定方法は記載されていなかった。

次に、(B) 改正後TOB（N=316）では、算定機関からの意見聴取に関する記載がなかったものは、買付者側で50案件（15.8%）、対象者側で60案件（19.0%）であった。買付者側では266案件（84.2%）で算定機関から意見聴取を行った旨の記載があったが、そのうち21案件は買付者自身が算定機関となっているものであった。また、245案件が第三者の算定機関から意見聴取を行っていたが、そのうち7案件で2機関の第三者機関からの意見聴取を行っていたため、調査対象の第三者算定機関は252機関となった。第三者機関252機関と買付者21者について、具体的な算定方法が記されていないものが、それぞれ2機関と1者であった。一方、対象者側では256案件（81.0%）で第三者算定機関からの意見聴取の旨記載があり、そのうち5案件が2機関から意見聴取を行っており、調査対象の第三者機関は261機関となった。また、この261機関うち66機関については、具体的な算定方法が示されていなかった。

2006年制度改正以降に買付者側（第三者機関250機関・買付者20者）と対象者側（第三者機

図表2 買付価値の算定方法

調査対象 TOB		(A) 改正前 TOB			(B) 改正後 TOB		
件数		190			316		
		買付者側		対象者側	買付者側		対象者側
(a)	算定機関の記載あり	35		1	266		256
	算定機関の記載なし等 ¹⁾	155		189	50		60
(b)	算定機関	第三者	買付者	第三者	第三者	買付者	第三者
	算定機関数	35	0	1	252 ²⁾	21	261 ³⁾
	具体的な方法の記載なし	35	0	1	2	1	66
(c)	算定方法	第三者	買付者	第三者	第三者	買付者	第三者
	DCF法	—	—	—	230	10	188
	DDM法	—	—	—	7	2	1
	収益還元法	—	—	—	1	0	0
	市場株価平均法	—	—	—	232	15	182
	類似公開会社乗数比較法	—	—	—	155	14	102
	類似取引比較法	—	—	—	5	3	1
	株価倍率法	—	—	—	3	0	8
	類似公開買付事例におけるプレミアム分析法	—	—	—	3	5	6
	1株当たり利益希薄化分析	—	—	—	1	0	0
	修正純資産法	—	—	—	14	3	15
	時価純資産法	—	—	—	4	1	4
	清算価値法	—	—	—	1	0	0
	用いた算定方法数(平均)	—	—	—	2.60	2.65	2.60

¹⁾ 算定機関に関する記載がないTOB及び算定機関からの意見聴取は行っていない旨の記載のあるTOB

²⁾ 1案件のTOBで2機関から意見聴取したTOBが7案件あるため、1機関からの意見聴取238案件と2機関からの意見聴取7案件で、合計252機関からの意見聴取が確認された。

³⁾ 1件のTOBで2機関から意見聴取したTOBが5案件あるため、1機関からの意見聴取251案件と2機関からの意見聴取5案件で、合計261機関からの意見聴取が確認された。

太字は、利用上位の算定方法を示している。

関195機関)が用いた算定方法を図表2(C)にまとめた。一般的に買付価格の算定には、複数の方法が用いられており、具体的な方法は多岐に渡っているとされる⁴⁾。調査の結果、1機関につき2つもしくは3つの算定方法が用いられており、それらの中でも多く用いられていた算定方法は、DCF法、市場株価平均法、および類似公開会社乗数比較法であった。これら3つの方法は、

買付者側と対象者側で共通して利用が確認されており、一般的な算定方法として利用されているようである。

b, 算定価格と買付価格

次に、上記の方法で算定された買付価格（算定価格）に基づく買収プレミアムの分布と基本統計量を図表3-1に示した⁵。(A) 算定価格に基づく買収プレミアムの分布は、算定された買付価格の最小値に基づく買収プレミアムを縦軸、最大値に基づく買収プレミアムを横軸にとり、それぞれの区分に該当する算定機関数を（買付者側算定機関数/対象者側算定機関数）で示している。(B) 基本統計量は、算定価格の最小値と最大値に基づく買収プレミアムおよび両者の差であるレンジの基本統計量を示している⁶。

(A) 算定価格に基づく買収プレミアムの分布をみてもと、最小値に基づく買収プレミアムは-30%から+10%の4区分に集中しており、買付者側と対象者側でそれぞれ192機関（73.6%）と141機関（75.4%）による算定価格がこの区分に属していた。一方、最大値に基づく買収プレミアムは、+20%から+100%の8区分に集中しており、買付者側と対象者側で167機関（64.0%）と113機関（60.4%）による算定価格がこの区分に属していた。最小値に基づく買収プレミアムが4区分に集中しているのに対し、最大値に基づくそれは8区分に集中しており、算定結果の幅が広がっていた。この傾向は、買付者側と対象者側で共通していた。

(B) 基本統計量をみてもと、算定価格の最小値に基づく買収プレミアムの平均値は、買付者側（-15.70%）に比べて対象者側（-10.94%）が有意に高い状況を示していた（t値2.017, p値0.044）。また、最大値に基づく買収プレミアムの平均値は、買付者側（71.95%）と対象者側（74.11%）で有意な差がない状況を示していた（t値0.361, p値0.718）。これらのことから、買付者側に比べて対象者側の算定機関がやや高い算定価格を設定する傾向にあることが伺える。

さらに、算定価格と実際に設定された買付価格との関係を図表3-2に示した。買付者側（260機関⁷）と対象者側（187機関）において、最小値よりも低い買付価格が設定されたものはそれぞれ1案件であり、最大値よりも高い買付価格が設定されたものは、それぞれ12案件と24案件であった。また、買付価格が最小値と最大値の間に位置する案件において、買付価格が相対的に

図表3-2 算定価格と買付価格の関係

	①最小値未満	②最小値寄り	③最大値寄り	④最大値以上
買付者側 (N=260)	1案件 (0.4%)	46案件 (17.7%)	201案件 (77.3%)	12案件 (4.6%)
第三者機関 (N=243)	1案件	46案件	188案件	8案件
公開買付者 (N=17)	0案件	0案件	13案件	4案件
対象者側 (N=187)	1案件 (0.5%)	31案件 (16.6%)	131案件 (70.1%)	24案件 (12.8%)

①買付価格 < 算定価格の最小値

② | 算定価格の最小値 - 買付価格 | < | 買付価格 - 算定価格の最大値 |

③ | 算定価格の最小値 - 買付価格 | > | 買付価格 - 算定価格の最大値 |

④算定価格の最大値 < 買付価格

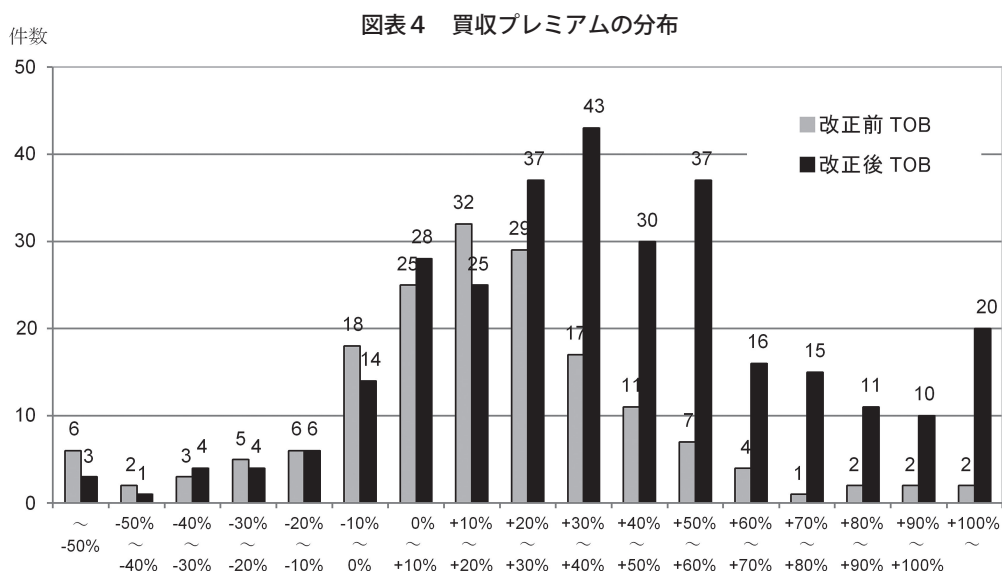
最小値よりも最大値に近い案件が、買付者側で247案件中201案件、対象者側で162案件中131案件であった。これらのことから、一般的に買付価格は、算定価格の最大値寄りの値に設定されていることがわかった。

c. 買収プレミアム

図表4は、実際に設定された買付価格に基づいて計算された買収プレミアムの分布を示している。なお、上場廃止などで株価データが入手できなかった29案件と、買付期間の途中で買付価格が変更された1案件を除いた476案件の買収プレミアムを調査対象とした。

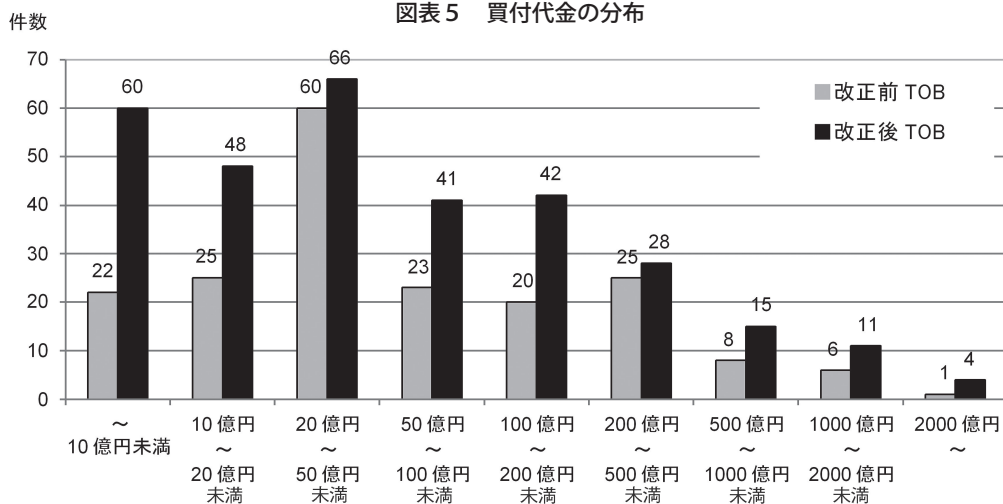
調査対象全体では、買収プレミアムの平均値は32.8%（中央値28.3%）であった。株式公開買付を対象とする先行研究の結果と比較すると⁸、1999年までの48案件を調べた小本（2000）の平均値-5.4%（中央値-2.2%）、および1990年から2007年までの353案件を調べたKruse and Suzuki（2010）の平均値18.2%（中央値18.5%）よりも、本稿における買収プレミアムが、より高い値になっていることがわかる。

こうした結果が示された要因として、買付価格の算定根拠が示されることとなったことが考えられる。そこで、制度改正前後でサンプルを区切った結果をグラフに示した。制度改正前172案



統計値	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
調査対象 TOB (N=476)	32.79%	41.02%	-80.20%	8.94%	28.27%	51.43%	274.7%
■改正前 TOB (N=172)	17.15%	33.14%	-75.35%	0.10%	18.38%	31.83%	214.1%
■改正後 TOB (N=304)	41.64%	42.43%	-80.20%	17.37%	36.70%	58.97%	274.7%

図表5 買付代金の分布



(単位：百万円)

統計値	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
調査対象 TOB (N=505)	21,373	84,024	10	1,545	4,026	14,496	1,629,717
■改正前 TOB (N=190)	25,041	121,669	105	2,040	4,125	15,877	1,629,717
■改正後 TOB (N=315)	19,161	49,078	10	1,372	3,857	13,922	422,206

件の買収プレミアムの平均値が17.2%（中央値18.4%）であったのに対し、改正後304案件の平均値が41.2%（中央値36.7%）と2倍を超える値になっている。グラフをみると、度数が最大となる区分は、制度改正前では+10%から+20%の区分であるのに対し、改正後では+30%から+40%の区分であった。また、分布が全体として右側に移動しており、改正後においてより高い買収プレミアムが設定されていることがわかる。

なお、制度改正前後の買収プレミアムについて、平均値の差および中央値の差に統計的な有意性が確認できるかを検証した。t検定（t値6.526, p値<0.000）とU検定の結果（Z値7.158, p値<0.000）は、いずれも、改正前と比べ、改正後の株式公開買付で買収プレミアムが統計的に有意に高く設定されていることを示していた。ここで示された結果は、当該制度改正を示す変数が買収プレミアムに対しプラスの影響を与えているとの結果を報告している Kruse and Suzuki (2010) と整合的である。

次に、日本における株式公開買付の特徴として指摘されているディスカウント・プレミアムに着目する（鈴木、2007）。ディスカウント・プレミアムとは、市場価格よりも低い買付価格が設定されることを意味する。先行研究において、小本（2000）は48案件中25案件（52.1%）、服部（2004）は1996年から2003年までの88案件のうち32案件（36.4%）、Kruse and Suzuki（2010）

株式公開買付の実務と制度改正後の傾向

は353案件のうち85案件（24.1%）が、ディスカウント・プレミアム取引であったことを報告している。買取プレミアムの定義（計算式）が異なるため、比較には注意が必要であるが、近年のサンプルを含むほど、その割合が減少していることがわかる。

本稿のサンプルでは、全体として72案件（15.1%）でディスカウント・プレミアム取引が観察された。制度改正前後で比較すると、ディスカウント・プレミアム取引の割合は23.3%から10.5%と減少傾向にあり、この傾向は先行研究の結果と整合的である。

d. 買付代金（取引規模）の分布

ここで、株式公開買付の買付代金（取引規模）について、制度改正前後で違いがみられるか否

図表6 株式比率（事前・買付・買付後）の分布

株式比率	改正前 TOB (N=190)						改正後 TOB (N=316)					
	事前株式比率		買付株式比率		買付後株式比率		事前株式比率		買付株式比率		買付後株式比率	
	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
0%～10%	94	49.5	9	4.7	0	0.0	139	44.0	13	4.1	0	0.0
10%～20%	10	5.3	30	15.8	0	0.0	15	4.7	35	11.1	5	1.6
20%～30%	15	7.9	21	11.1	3	1.6	31	9.8	34	10.8	4	1.3
30%～40%	36	18.9	23	12.1	13	6.8	39	12.8	29	9.2	7	2.2
40%～50%	6	3.2	36	18.9	24	12.6	33	10.4	50	15.8	26	8.2
50%～60%	16	8.4	32	16.8	68	35.8	37	11.7	54	17.1	62	19.6
60%～70%	5	2.6	25	13.2	34	17.9	16	5.1	41	13.0	63	19.9
70%～80%	6	3.2	3	1.6	6	3.2	3	0.9	12	3.8	15	4.7
80%～90%	1	0.5	1	0.5	1	0.5	2	0.6	6	1.9	7	2.2
90%～100%	1	0.5	10	5.3	41	21.6	1	0.3	42	13.3	127	40.2
計	190	100	190	100	190	100	316	100	316	100	316	100

太字は、各項目の上位区分を示している。

(単位：%)

株式比率	統計値	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
事前	調査対象 TOB (N=506)	22.33	23.72	0.00	0.00	17.70	40.12	93.93
	改正前 TOB (N=190)	20.53	23.46	0.00	0.00	12.33	33.61	93.27
	改正後 TOB (N=316)	23.41	23.85	0.00	0.00	20.61	45.81	91.86
買付	調査対象 TOB (N=506)	47.47	25.36	2.46	27.82	48.50	65.24	100.0
	改正前 TOB (N=190)	42.58	22.40	2.46	22.63	43.94	54.01	100.0
	改正後 TOB (N=316)	50.42	26.59	5.15	29.63	49.83	66.67	100.0
買付後	調査対象 TOB (N=506)	69.79	23.64	10.24	50.58	66.67	100.0	100.0
	改正前 TOB (N=190)	63.10	21.50	21.42	50.01	54.09	71.09	100.0
	改正後 TOB (N=316)	73.82	23.98	10.24	51.27	66.74	100.0	100.0

かを確認する。買付期間中に買付価格が変更された1案件（制度改正後）を除いた結果を、図表5にまとめた⁹。

調査対象全体の平均値は213億73百万円（中央値40億26百万円）であった。2006年改正前後で比較してみると、改正前の買付代金の平均値は250億41百万円（中央値41億25百万円）であり、改正後の平均値は191億61百万円（中央値38億57百万円）であったものの、両者に有意な差は観察されなかった¹⁰。ただし、図表5より制度改正後において10億円未満、および10億円から20億円未満の相対的に小規模の案件が増加している傾向にあることがみてとれる。

③買付数量（株式比率）

次に、株式公開買付公表時点における買付者の保有比率（事前株式比率）、公開買付で買い付ける予定の株式比率（買付株式比率）を調査し、両者の合計である買付後株式比率を算定した¹¹。図表6は、この結果をまとめたものである¹²。

事前株式比率が0%～10%に属する件数が、2006年制度改正前後において、それぞれ94案件（49.5%）と139案件（44.0%）と最も多くなっており、この数字は、事前の株式所有割合が10%に満たない企業を対象とする公開買付が最も多い傾向にあることを示している。その次に多いのが、事前株式比率が30%～40%、すなわち関連会社に該当する企業に対する公開買付であり、制度改正前は36案件（18.9%）となっていた。この傾向は、改正後もみられたものの、その割合は減少しており、代わりに事前株式比率が40%～60%、すなわち子会社に該当する企業に対する公開買付が増加している傾向が見てとれた¹³。

買付株式比率をみると、制度改正前と比べて90%以上を買い付ける案件が増加していた。また、買付株式比率を制度改正前後で比較した結果は、制度改正後の買付株式比率（50.42%）が改正前（42.58%）よりも有意に高いことを示していた（t値3.399, p値=0.001）。

最後に、買付後株式比率に注目してみると、制度改正前では、子会社化を目的とする案件（50%～60%）、特別決議を単独で決定できる議決権数を目標とする案件（60%～70%）、完全子会社化を目的とする案件（90%～）の3区分が上位を占めていた。この3区分が上位を占める傾向は、制度改正後も変わらなかったものの、制度改正後は、完全子会社化案件の占める割合が制度改正前と比較して約2倍となっていたことが特徴としてあげられる¹⁴。

IV. 本稿のまとめ

本稿では、株式公開買付制度の変遷を踏まえた上で、2002年以降の株式公開買付の実務内容を調査し、特に2006年12月に施行された制度改正後の公開買付実務の傾向を分析した。本稿の発見事項は、次のとおりである。

1. 公開買付期間は、実日数で制度改正前は平均28.5日であったが、改正後は平均39.8日と長

くなっている。なお、2006年改正以降、公開買付期間が30営業日未満の154案件のうち140案件では、対象企業から買付期間の延長を請求する旨が記載された意見表明報告書が提出された場合に、30営業日に延長するとされていた。これは、当初設定した買付期間が30営業日未満の場合には、対象者が買付期間の延長を請求することができるとの制度上の要請にこたえるものである。これらのことから、当初から買付期間を30営業日に設定している案件が増加し、その結果、平均的に買付期間が長くなったと考えられる。

2. 買付価格は、公開買付公表41日前の株価と比較して、制度改正前では平均すると20%のプレミアムが上乗せされていたが、改正後では40%を超える水準となっていた。また、日本における株式公開買付の特徴の一つであるディスカウント・プレミアム取引も減少傾向にあることがわかった。このように、制度改正後に買取プレミアムが上昇している背景のひとつとして、設定した買付価格に関する説明が求められるようになったことが考えられる。制度改正後には、買付者側および対象者側の80%以上で、第三者算定機関からの意見聴取が行われており、さらに買付価格は算定結果の最小値よりも最大値に近い価格に設定される傾向にあることが明らかとなった。
3. 調査対象となった株式公開買付の買付代金（取引規模）の平均値は、統計的に有意ではないものの、制度改正前よりも制度改正後の方が小さくなっていた。これは、制度改正後において相対的に小規模の案件が増加しているためであると考えられる。
4. 株式比率に注目すると、全体として2分の1を超える議決権の取得を目的とする案件、3分の2を超える議決権の取得を目的とする案件、および全議決権の取得を目的とする案件が多い傾向にあった。制度改正後は、それらの中でも、全議決権取得を目指す、すなわち完全子会社化案件が増加している傾向にあることが分かった。

なお、株式比率に関連して、持株比率が3分の1を超えると拒否権、2分の1を超えると経営権、3分の2を超えると支配権が生じるため、それぞれの持株比率を超える株式の取得にはプレミアムが追加されることが先行研究では指摘されてきた（佐山、2005）。これらの法的権限プレミアムが買付価格（買取プレミアム）の設定に際して実際に観察されるのか否かについては、今後の研究課題としたい。

（たかはし みおこ・高崎経済大学地域政策学部非常勤講師）

（おおはし よしたか・会津大学短期大学部）

註

- 1 金融審議会第一部会報告「公開買付制度等ワーキング・グループ報告～公開買付制度等のあり方について～」（2005年12月22日）pp.6-7。
- 2 なお、一般的に、「算定の基礎」と「算定の経緯」は、公開買付者が公表する適時開示情報にも記載されている。
- 3 買付数量を株式比率に変換した上で、記述統計量にまとめている。変換した理由は、対象企業により発行済株式数にばらつきが大きく、株式数にもとづく記述統計量では一般的な傾向を把握できないからである。実際、調査対象となった506案件での買付予定株式数は、467株から3,070,985,000株であった。そこで、本稿では、注11に示す計算式により、買付数量を株式比率に変換した上で、記述統計量にまとめた。なお、事前保有数量、買付後数量についても、同様の理由により株式比率に変換している。

- 4 それぞれの詳細は、伊藤（2007）、中嶋・明石（2012）や田中（2012、第6章）などを参照されたい。
- 5 買付価格と第三者機関等が示した算定価格については、買取プレミアムに変換した上で、記述統計量にまとめている。変換した理由は、個々の銘柄に応じて買付価格や算定価格のばらつきが大きく、それらに基づく記述統計量では一般的な傾向を把握できないためである。実際、調査対象となった506案件での買付価格の最小値は1株あたり3円で、最大値は860,000円であった。同様に、算定価格についても、最小値は0円から374,856円、最大値は16円から543,391円であった。そこで、本稿では、株式公開買付公表41日前終値を基準とする次の計算式により、買付（算定）価格を買取プレミアムに変換した上で、記述統計量にまとめた。買取プレミアム（%） $=\{（算定（買付）価格 \div 株式公開買付公表41日前終値） - 1\} \times 100$ 。
- 6 買付者側と対象者側の両方で該当する算定機関数がゼロであった区分は空欄にしている。
- 7 買付者側で算定結果が収集できた算定機関は261機関であったが、買付期間中に買付価格が変更された1案件を除いているため、260機関が調査対象となった。
- 8 なお、買取プレミアムの計算式として、小本（2000）では、買付価格と時価の乖離率（買取プレミアム $=\{（買付価格 - 時価） \div 時価\} \times 100$ ）としており、時価がどの時点の株価を指しているかは示されていない。Kruse and Suzuki（2010）では、本稿と同じく、買取プレミアム $=\{（買付価格 \div 株式公開買付公表41日前終値） - 1\} \times 100$ で求めている。後述の服部（2004）では、ディスカウント案件とは買付価格が公開買付発表日の終値以下の場合とするとされている。このように、買付価格と比較する株価（の時点）が一律ではないため、買取プレミアムの単純な比較には注意が必要である。
- 9 ここでは、買付価格に買付予定株式数を乗じて買付代金を求めた。
- 10 t検定の結果（t値0.761, p値=0.447）およびU検定（Z値1.035, p値=0.301）の結果より、両者に有意な差が観察されなかった。
- 11 本稿では、株式比率は、該当する株式数を、発行済株式数から買付予定にない対象者が保有する自己株式数を控除した株式数で除することで算出している。これは、株式公開買付では議決権数が着目されるためであり、一般的に議決権を有しない対象者が保有する自己株式を除いて計算を行っている。
- 12 事前株式比率、買付株式比率および買付後株式比率は、それぞれ次のように求めた。事前株式比率（%） $=（株式公開買付公表時点における買付者の保有株式数 \div （対象者の発行済株式数 - 対象者が保有する自己株式）） \times 100$ 。買付株式比率（%） $=（株式公開買付において買付けける予定の株式数 \div （対象者の発行済株式数 - 対象者が保有する自己株式）） \times 100$ 。買付後株式比率（%） $=（事前株式比率（%） + 買付株式比率（%））$ 。
- 13 なお、制度改正前後における平均値（改正前20.53%と改正後23.41%）の差に対するt検定の結果は、統計的に有意な差ではないことを示していた（t値1.324, p値=0.186）。
- 14 制度改正前後における平均値（改正前63.10%と改正後73.82%）の差に関するt検定の結果は、制度改正後の買付後株式比率が改正前よりも、1%水準で有意に高いことを示している（t値5.062, p値<0.000）。また、U検定もこれと整合的な結果を示した（Z値5.064, p値<0.0000）。

引用文献

- 服部暢達. 2004. 『実践M&A マネジメント』 東洋経済新報社.
- 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.
- 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.
- 伊藤邦雄. 2007. 『ゼミナール企業価値評価』 日本経済新聞出版社.
- 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). 第58巻第1号. pp.21-38.
- 小本恵照. 2000. 「公開買付 (TOB) の現状と株価への影響」. 『ニッセイ基礎研 REPORT 2000年12月号』. pp.5-10.
- 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.
- 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>)
- 中嶋克久. 2012. 「株式評価の視点」. 株式会社ブルータス・コンサルティング編著『企業価値評価の実務Q&A [第2版]』 中央経済社. 第1部I. pp.2-40.
- 中嶋克久・明石正道. 2012. 「評価手法」. 株式会社ブルータス・コンサルティング編著『企業価値評価の実務Q&A [第2版]』 中央経済社. 第1部II. pp.41-201.
- レコフデータ. 2014. 「日本で届け出をしたTOB件数と買付金額の推移(自己株式を除く)」. 『M & A 専門誌MARR』. 第232号. p.108.
- 関口智弘・粕谷宇史・大串嘉誉. 2010. 「TOBの取引規制」. 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4章. pp.133-181.
- 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号. pp.15-19.
- 佐山展生. 2005. 「日本のM&A市場とパイアウト」『証券アナリストジャーナル』 第43巻第4号. pp.5-18.
- 田中佑児. 2012. 『M&Aにおける投資価値評価と投資意思決定』 中央経済社.