

株式公開買付における買収プレミアム

札幌大学 梅根嗣之

本研究は、株式公開買付（以下 TOB）を通じて実施された企業買収において、買収者が他の株主に対して支払う買収プレミアムの多寡を実証的に分析する。買収者が TOB を実施する際に提示する買付価格と TOB 公表前の市場価格との差異を買収プレミアムという。先行研究は、分析対象を完全子会社化（親子上場の解消）、MBO（経営者による買収）、PE（プライベートエクイティファンド）によるバイアウトないし株式非公開化を目的とする TOB に絞ったうえで、買収プレミアムの多寡を決定する要因を、主として被買収者の属性に結び付けて分析している。

本研究では、分析対象に他の事業会社による TOB（事業戦略買収を含める。第一段階として、TOB 全体の買収プレミアムと TOB を経て取得する持分比率の関係を分析し、持分比率が 3 分の 2 を超える場合にプレミアムが顕著に増加することを確認する。一般的に、株式会社は株主総会において過半数の株式の賛成を得ることに基づく普通決議に加え、特に重要な事項（定款変更や種類株の発行等）について株式総会における 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。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」等が含まれていて、欧米の会社法より適用される範囲が広い。単純化して言えば、特別決議議決権の獲得により、買収者は被買収企業の資産を自由に処分することができ、さらに種類株発行などにより、完全子会社とすることもできる。すなわち特別決議議決権の価値が買収プレミアムの多寡に反映しているといえる。

実証分析の第二段階は、買収の形態ないし買収者の性格が異なる場合に上述の特別決議議決権の価値が変化するかを観測する。そして先行研究で検証されてきた買収プレミアムの決定要因のうち特別決議議決権に関連の深い仮説として、情報の非対称性に基づく「アンダーバリュー解消仮説」（大規模なリストラ等による経営の抜本的改善）や完全子会社化等を通じた少数株主の排除による「上場維持コストの削減仮説」を主として被買収者の属性に照らして検証する。

そして第三段階として、買収者が開示する買収後の経営改善策を公開買付届出書の記載に基づいて手掴いで把握し、買収プレミアムとの関係を論じる。仮に属性が同じ 2 つの被買収者が存在しても、買収者が異なった経営改善策を講じるのであれば、プレミアムは異なる水準となるはずである。公開買付届出書に明示された経営改善策、明示されていないが推定される経営改善策も含めて、買収プレミアムへの影響を検証する。