

平成 22 年 6 月 5 日現在

研究種目：若手研究 (B)
 研究期間：2008～2009
 課題番号：20730258
 研究課題名 (和文) 買収プレミアムの決定要因に関する実証分析 —財務および所有構造からのアプローチ—
 研究課題名 (英文) A Study on the determinants of tender offer premium in Japan -focusing on target financial performance and ownership structure-
 研究代表者
 文堂 弘之 (BUNDO HIROYUKI)
 常磐大学・国際学部・准教授
 研究者番号：30337290

研究成果の概要 (和文)：1996 年から 2007 年に実施された日本の TOB335 件の買収プレミアムの決定要因について、先行研究ではほとんど注目されていなかったターゲット企業の財務面と所有構造面の両面に主に注目し、各指標の影響を分析した。その結果、日本の TOB のプレミアムは、TOB 前の業績悪化期間の長さに対するマーケットの消極的な評価と、TOB 前の対象企業の売上高利益率、安全性、業績の伸びに基づく買収者の積極的な評価という財務面への評価がベースとなっており、さらに上場廃止と目標取得比率という買付戦略の側面を加える形で一定程度決定されていることが明らかとなった。

研究成果の概要 (英文)：I investigate the determinants of tender offer premium of 335 Japanese public corporation target deals practiced in 1996 through 2007. The findings suggest that tender offer premium of Japanese deals are mainly determined by target pre-offer financial performance, such as pre-offer length of loss period, sales margin, equity ratio and up-trend of ordinary profit, and by offer strategy, such as delisting policy and targeted ownership level.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2008 年度	500,000	150,000	650,000
2009 年度	100,000	30,000	130,000
年度			
年度			
年度			
総計	600,000	180,000	780,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経営学・経営学

キーワード：M&A、TOB、買収プレミアム

1. 研究開始当初の背景

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、文堂 (1997, 2001) が明らかにしているように、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事例も散見される状況である。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。TOB の買付価格は本来、買付者が評価したターゲット企業の企業価値を基準に設定されると想定される。しかし、我が国のこのような実態を加味すると、TOB の買付価格には様々な要因が影響を与えていると推測される。

先行研究をみると、TOB などの買収における支払対価のプレミアムを分析した従来の研究の数は少なくない。そして、その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。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 (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)。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。

日本企業の買収プレミアムの決定要因を分析したものには、文堂 (2005) がある。この研究は、以上のアメリカの先行研究を踏まえ、日本の TOB を対象にした買収プレミアムの決定要因を所有構造の点から、おそらく初めて行われた研究である。ここでは、次の 3 点が明らかになった。①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。②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り、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。③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。ただし、この研究は先駆的ではあったがいくつかの課題 (プレミアム測定期間の精緻化、業種間の影響の処理、株主分散度および所有集中度の計測方法の精緻化、検出された関係の因果関係の厳密な解明) が残っており、本研究では、これらを克服したより完成度の高い分析を目指す。さらに、文堂 (2005) では分析対象に含まれていなかった 2004 年～2007 年の TOB 案件も含めた分析を行う。

2. 研究の目的

日本企業の買収プレミアムの決定要因を分析したものには、文堂 (2005) がある。この研究は、以上のアメリカの先行研究を踏まえ、日本の TOB を対象にした買収プレミアムの決

定要因を所有構造の点から、おそらく初めて行われた研究である。そこでは、次の3点が明らかになった。①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。②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り、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。③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。ただし、この研究は先駆的ではあったがいくつかの課題（プレミアム測定期間の精緻化、株主分散度および所有集中度の計測方法の精緻化、検出された関係の因果関係の厳密な解明）が残っており、本研究では、これらを克服したより完成度の高い分析を目指す。さらに、文堂（2005）では分析対象に含まれていなかった2004年～2007年のTOB案件も含めた分析を行う。

3. 研究の方法

回帰分析を用いて分析をおこなう。具体的には、TOB発表日前株価終値、公告日前株価終値、発表日前6ヶ月間単純平均株価、発表日前6ヶ月加重平均株価を被説明変数とする。説明変数には、TOB前のターゲット企業の財務指標（純資産簿価時価比率、企業規模（時価総額、連結総資産、連結純資産）、業績の伸び（売上高の伸び、経常利益の伸び、当期利益の伸び）、赤字の期間数（経常赤字期間数、当期損失期間数）、株主資本比率、資本利益率（総資本経常利益率（ROA）、株主資本当期利益率（ROE））、売上高利益率（売上高経常利益率、売上高当期利益率）、総資本回転率）、所有構造指標（株主分散度（株主数

の自然対数、一株あたり株主数、純資産あたり株主数）、所有集中度（筆頭株主所有比率、筆頭株主所有比率スプレッド、5位10位株主集中度）、主体別所有比率（金融機関所有比率、事業法人所有比率、外国人所有比率、個人等所有比率、取締役所有比率）に加え、プレミアム設定に影響しうる買付戦略指標（事前取得比率、目標所有比率、対象会社の賛同ダミー、上場廃止ダミー）を用いた。

4. 研究成果

以上の研究方向を実施した結果、次のような結果を得た。

まず財務指標では、多くの変数について有意な結果を得た。とくに影響を与えている指標として、純資産簿価時価比率のプラス、赤字の期間数のマイナス、売上高利益率のプラス、株主資本比率のプラス、業績の伸びのプラスである。これは、マーケットが業績悪化期間数の長さを重く見て対象企業の株価を低く評価している一方で、買収者は売上高利益率、株主資本比率、業績の伸びを見て、対象企業を高く評価している可能性を示唆する。

所有構造指標については、文堂（2005）とは異なり、有意な結果を検出できなかった。一方、買付戦略指標については、目標取得比率のプラスと上場廃止の可能性ダミーのプラスが検出された。

以上の結果から、日本におけるTOBの買収プレミアムは主にターゲット企業の財務指標によって決定され、さらに買収者の買い付け戦略による影響を受けていることが明らかとなった。

重回帰分析結果(財務面)	前日株価基準プレミアム				6ヶ月平均株価基準プレミアム			
	モデル(1)		モデル(2)		モデル(3)		モデル(4)	
	係数	t値	係数	t値	係数	t値	係数	t値
定数項	-0.43 **	-2.07	-0.32	-1.54	-0.4 **	-2.11	-0.48 **	-2.17
マーケット	0.149 ***	6.998	0.146 ***	6.964	0.124 ***	5.822	0.145 ***	6.546
時価総額(対数)	0.022 *	1.848	0.016	1.275			0.025 *	1.955
規模					0.022 *	1.877		
連結総資産(対数)								
連結純資産(対数)								
売上高の伸び								
業績の伸び								
経常利益の伸び			196.9 **	2.105			178.8 *	1.809
当期利益の伸び								
赤字の期間			-0.1 ***	-3.89	-0.09 ***	-3.81	-0.1 ***	-3.8
経常赤字期間数								
当期損失期間数								
安全性								
株主資本比率	0.156 **	2.117	0.159 **	2.196	0.129 *	1.667	0.139 *	1.812
資本利益率								
総資本経常利益率(ROA)	0.472 **	2.174						
株主資本当期利益率(ROE)								
売上高利益率			0.493 ***	2.598	0.492 **	2.452	0.491 **	2.452
売上高経常利益率								
売上高当期利益率								
資本回転率								
総資本回転率								
補正R ²	0.24		0.25		0.22		0.23	
F値	21.73		19.37		19.89		17.53	
p値	0.00		0.00		0.00		0.00	
n	335		335		335		335	

(注)***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

〔雑誌論文〕(計0件)

〔学会発表〕(計2件)

- ① 文堂弘之「日本企業のTOBと買収プレミアム」日本経営教育学会関東部会、2010年3月27日、立教大学
- ② 文堂弘之「TOBの買収プレミアムの決定要因」証券経済学会第73回全国大会、2010年6月5日、明治大学

6. 研究組織

(1) 研究代表者

文堂 弘之 (BUNDO HIROYUKI)
常磐大学・国際学部・准教授
研究者番号：30337290

(2) 研究分担者

なし

(3) 連携研究者

なし