

検証 TOB プレミアム (1)

リーマンショックが TOB プレミアムに与えた影響とは

アビーム M&A コンサルティング (AMC)

ディレクター	野島 篤
ヴァイスプレジデント	辻田 真実子
アソシエイト	吉江 宣慶

はじめに

近年、TOB 取引における開示資料の記載内容に、1つの特徴が見られるようになった。それは、公開買付者、対象会社ともに、他社事例における TOB プレミアム水準を参考に公開買付価格の妥当性を検証していると思われる案件の割合が増加してきたことである。例えば、公開買付届出書には「過去の発行者以外の者による株券等の公開買付けの実例において公開買付価格発表時点で想定されたプレミアムの実例も踏まえ」等の記載がしばしば見受けられる。

当社としても、当社が2007年に独自に実施・公表している前回調査¹において、「TOB プレミアムに暗黙の水準が形成されつつあることが観察された」旨を報告した。前回調査以降、年間に観測される TOB 案件の件数が後述するように大幅に増加していることを鑑みると、近年の TOB プレミアムは、統計的アプローチによる分析対象として一段と成熟度を増している可能性がある。したがって、平均値や中央値といった統計的な代表値に着目し、個別案件において観測される TOB プレミアムをこれら統計的代表的値との比較において検証することには、一定の有効性が存在するものと思料する。

しかしながら、“いつ”の“どのような”事例(群)の統計的代表的値を参照すべきかという点は、慎重に検討されるべき論点である。特に、リーマンショック²を境に TOB 取引を取り巻く経済環境は大きく変化しており、TOB プレミアムの水準にもその影響が大きく及んでいる可能性が高い。

そこで、本レポートでは、2007年から2010年4月までに公表された TOB 案件から観測される TOB プレミアムについて調査・分析し、リーマンショックが TOB プレミアムに与えた影響について検証するとともに、TOB プレミアムの平均値等を参照する上での留意点についても補足する。

1 調査アプローチ

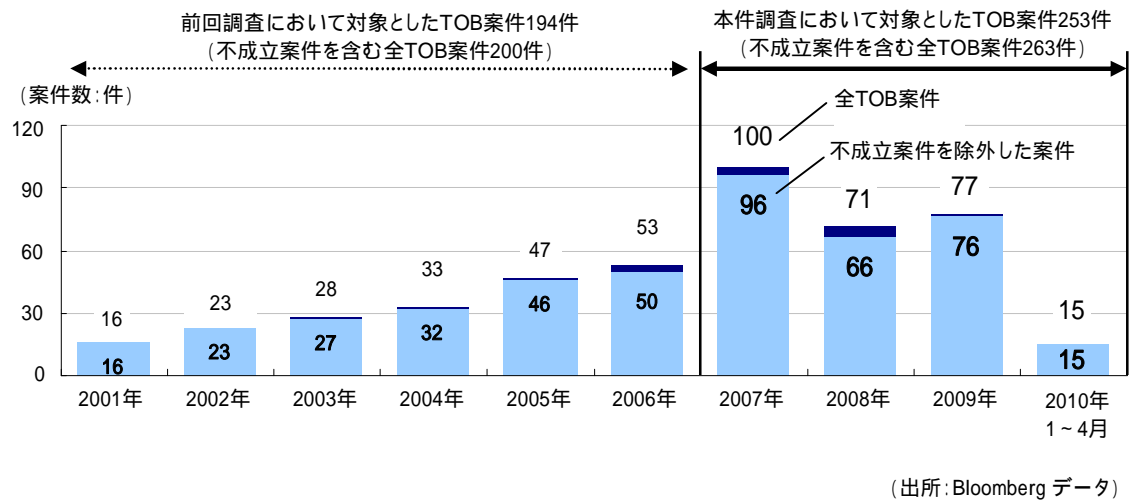
1.1. 調査対象案件

¹ 「TOB プレミアムは右肩上がりの上昇基調なのか？」『AMC Letter vol.2』(2007)

² 本レポートにおいては、サブプライムローン問題などに端を発した米国住宅バブル崩壊を背景として、国際的な金融危機の引き金となった2008年9月のリーマン・ブラザーズの経営破綻とその後の株価暴落などを指して総称する。以下同様。

本件調査において対象とした TOB 案件は、2007 年 1 月から 2010 年 4 月までに公表³された、日本の株式市場に上場する企業に対する全 TOB 案件から、TOB 不成立案件を除外した計 253 件である(図表 1 参照)。この案件数は、前回調査で対象とした 2001 年から 2006 年の TOB 案件 194 件を既に上回っており、統計的アプローチによる分析に耐えるサンプル数が確保されていると考える。

図表 1: 日本における TOB 案件数の推移⁴



1.2. TOB プレミアムの算出

TOB プレミアムは、前回調査と同様に、以下の算式に基づき算出した。

$$\text{TOB プレミアム}(\%) = (\text{TOB 価格} / \text{株価}) \times 100 - 100$$

株価については、公開買付開始に関するプレスリリースの前日を基準日として終値を取得した。

また、本稿における「TOB プレミアム」は、基準日から遡ること 1 ヶ月間の VWAP (Volume Weighted Average Price: 出来高加重平均価格) に対する TOB プレミアムを指す。

2 TOB 案件の概観

本件調査では、いわゆる“ディスカウント TOB”⁵に該当する案件を除外し、TOB 案件数、TOB プレミアムを集計した。その結果を図表 2 に示す。

2.1. TOB 案件数

まず、TOB 案件数は、本件調査の対象期間である 2007 年 1 月から 2010 年 4 月には、ディスカウ

³ 本件調査においては、公開買付開始に関するプレスリリースの公表を指す。したがって、公開買付の条件等が事前に公になっている場合も、当該プレスリリースが公表された時点を基準日として集計を行った。なお、2010 年に公表された案件については、2010 年 4 月末時点で不成立となっていないものは集計に加えた。

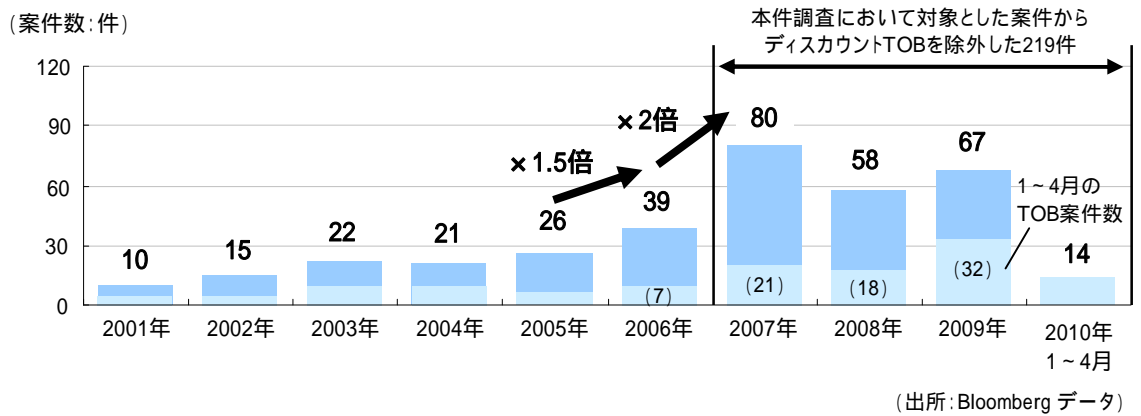
⁴ 前回調査では TOB の開始時点を基準に TOB 案件を各年に区分したが、本件調査では公表時点を基準としたため、案件数に若干の差異がある。

⁵ 基準日時点の終値、基準日から遡ること 1 ヶ月の終値単純平均ならびに VWAP のいずれかの株価に対する TOB プレミアムがマイナスの案件をディスカウント TOB とした。

ントTOBである34件を除き、219件が公表されている。

TOB 案件数の推移を概観すると、2005 年までは漸増傾向にあったところ、2006 年は前年比で 1.5 倍の 39 件、さらに 2007 年は前年比で約 2 倍の 80 件に急増していることが分かる⁶。2008 年以降については、2007 年のピーク時からは減少しているものの、2006 年以前に比べて高い水準で推移している。なお、途中経過ではあるが、2010 年序盤(1~4 月)における案件数は、2006 年以前との比較では増加しているものの過去三年間と比べると低調な水準に留まっている。

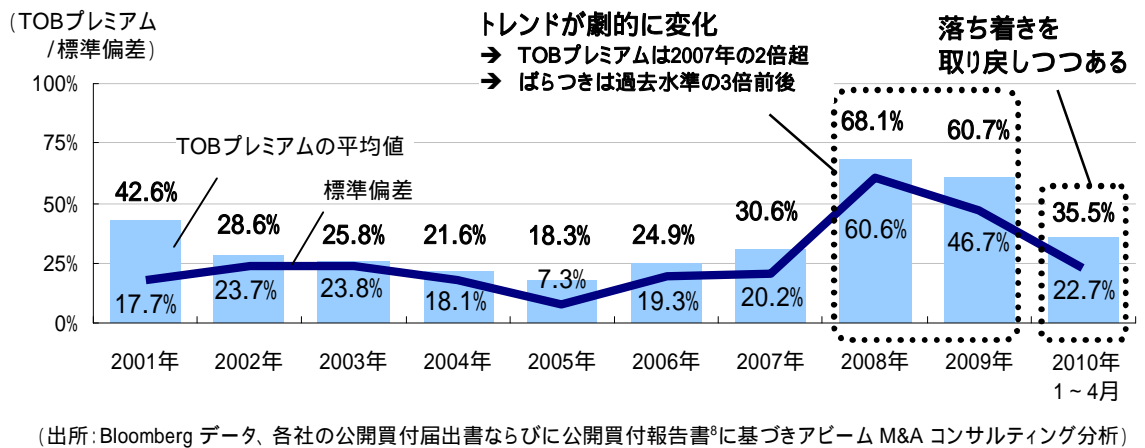
図表 2: TOB 案件数の推移(ディスカウント TOB を除く)



2.2. TOB プレミアム

次いで、TOB プレミアムの推移を概観する。

図表 3: TOB プレミアム、標準偏差⁷の推移



2007 年までの TOB プレミアムは、20~30%程度の水準で推移していたが、2008 年から 2009 年の二年間に限っては 2007 年における水準の 2 倍超に急上昇している。同期間は、TOB プレミアムの統

⁶ 案件数が急増した要因・背景については、本レポート内での議論は割愛する(次稿以降での分析を予定)。

⁷ 標準偏差の算出に際しては、各年(期間)に該当する TOB 案件を標本データとして扱った。

⁸ 以下、公開買付届出書および公開買付報告書をあわせて「公開買付資料」とする。

計的なばらつきの大きさを表す標準偏差も、2007年までの水準に比べて3倍前後に急上昇しており、案件毎のばらつきが急拡大していることがうかがえる。

一方で、2010年序盤のTOBプレミアムは、プレミアム水準、標準偏差ともに再び下落している。2007年までの水準に比べると、TOBプレミアムは若干高い水準にあるものの、標準偏差は同程度の水準まで回帰しており、落ち着きを取り戻しつつあるものと推察される。

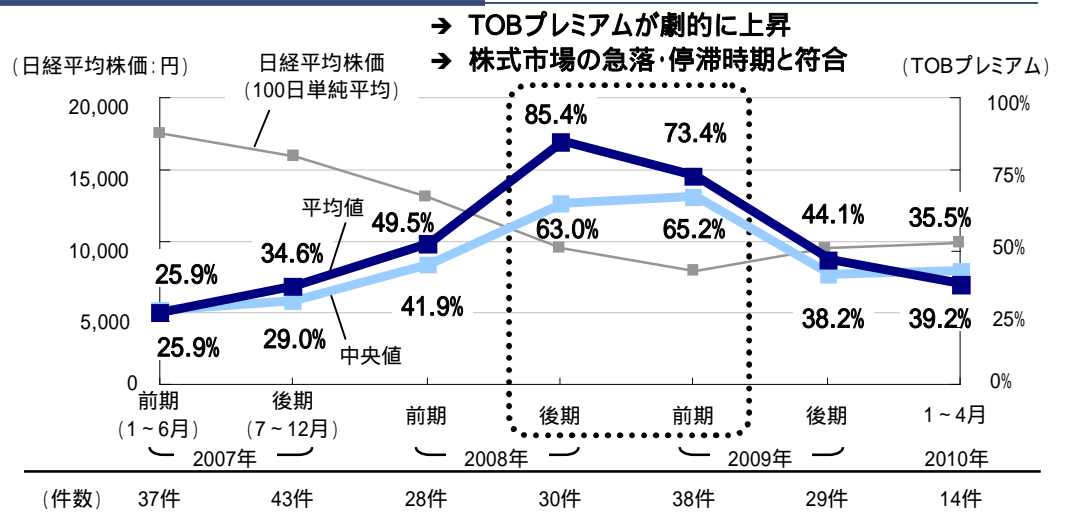
3 TOBプレミアムの分析

上記の分析により、TOBプレミアムは2008年から2009年までの二年間、そのトレンドが劇的に変化し、2001年からの約10年間を通じて極めて“異質”な状況にあったのではないかという兆候がうかがえる。そこで以下の分析では、同期間においてTOBプレミアムのトレンドが激変した背景や、変化の牽引役となった案件群の特性について検証する。

3.1. TOBプレミアムと株式市場全体との関係

TOBプレミアムの変化を詳細に観察するため、TOBプレミアムを半期ベースで算出し、図表4に示した。すると、TOBプレミアムは2008年後期(6~12月)から2009年前期(1~6月)にかけての一年間において、前後の時期と比較していわば“常軌を逸する”ほどの水準であったことが分かる。

図表4: TOBプレミアム、日経平均株価⁹の推移



(出所: Bloomberg データ、公開買付資料に基づきアビーム M&A コンサルティング分析)

当該期間は、日本の株式市場が歴史的な急落・低迷局面にあったタイミングと結果的に重なる。具体的なデータに基づいて議論するために、当該期間における日経平均株価の推移と比較してみると、TOBプレミアムが劇的に上昇した時期は、日経平均株価が急落・低迷した時期と符合していることが読み取れる。この事実から、TOBプレミアムを劇的に上昇させた要因のひとつとして、多くのTOB案件における対象会社の株価が、同様に急落・低迷していたことが強い影響を与えたとの推定が働く。

⁹ 日経平均株価は、各期末(6月末および12月末)時点から遡ること100日間の終値単純平均値を示した。具体的には、2007年前期は、2007年6月末日から遡ること100日間の日経平均株価(終値)を単純平均した値を示した。

なお、このような局面において特に留意すべき点として、同水準の TOB プレミアムが観測される TOB 案件であっても、既出の算式 (TOB プレミアム (%) = (TOB 価格 / 株価) × 100 - 100) において分母となっている「株価(公開買付開始に関するプレスリリースの前日終値)」が置かれた状況によって、株式市場による解釈および反応は異なる可能性があるが、TOB プレミアムの数値自体にはそうした違いは反映されない、という点が挙げられる。例えば、過去最高値を付けた「株価」に対する 50% の TOB プレミアムと、急落した結果の底値圏にある「株価」に対する 50% の TOB プレミアムは、数値上は同じく「50%」という値を示すが、そうした背景に言及されることなく、一般に「TOB プレミアムは %」という具体的な数値が独り歩きしやすい傾向にあるのもまた事実である。

ゆえに、前述のような劇的なトレンド変化を解釈する上では、変化の源泉となった構成要素を適切に把握することが客観的な分析を行う上で重要であり、以下ではその点について深堀していきたい。

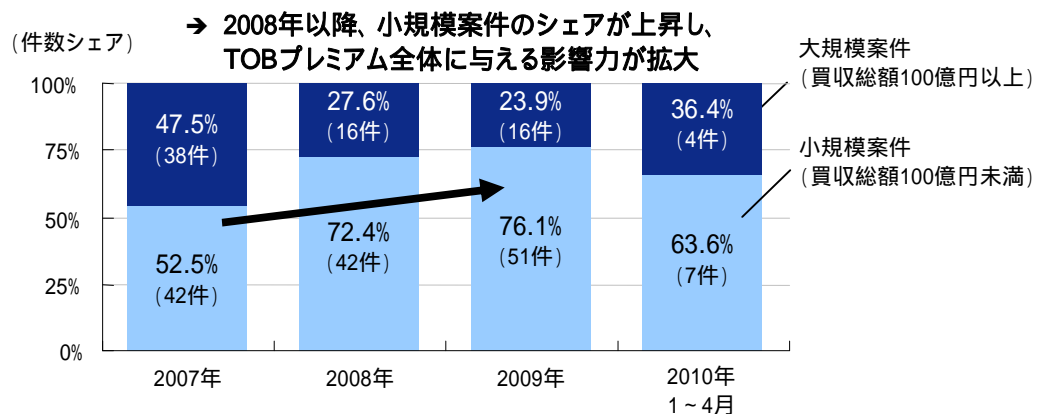
3.2. 買収総額の規模別に見た TOB プレミアム

では、TOB プレミアムは、どのような案件(群)において特に大きく変化していたのだろうか。以下の分析では、「買収総額の規模」および「対象会社の株価下落率」の 2 点に着目して検討を試みる¹⁰。

まず、TOB 案件の買収総額に着目し、TOB 案件を大規模(買収総額が 100 億円以上)と小規模(買収総額が 100 億円未満)の 2 群に分類し、件数シェアの推移を観察した結果が、図表 5 である。

小規模案件の件数シェアは、2007 年の約 50% から、2008 年には 70% 超に上昇しており、2009 年にはさらに高まっていることが分かる。つまり、小規模案件が TOB プレミアム全体に与える影響力が、2008 年から 2009 年までの間、急激に高まっていたことが読み取れる。2010 年においても、サンプル数は少ないが、案件シェアは 60% 超と 2007 年に比べると若干高い水準となっている。

図表 5: 買収総額の規模別に見た TOB 案件の構成比



(出所: Bloomberg データ、公開買付資料に基づきアビーム M&A コンサルティング分析)

次いで、上記で分類した買収総額の規模別に、TOB プレミアムを集計した結果が図表 6 である。

まず、2007 年に着目すると、小規模・大規模ともに TOB プレミアムは同程度の水準であり、TOB プレミアム急上昇の前年においては買収総額の規模による差は特段見られなかったことが分かる。

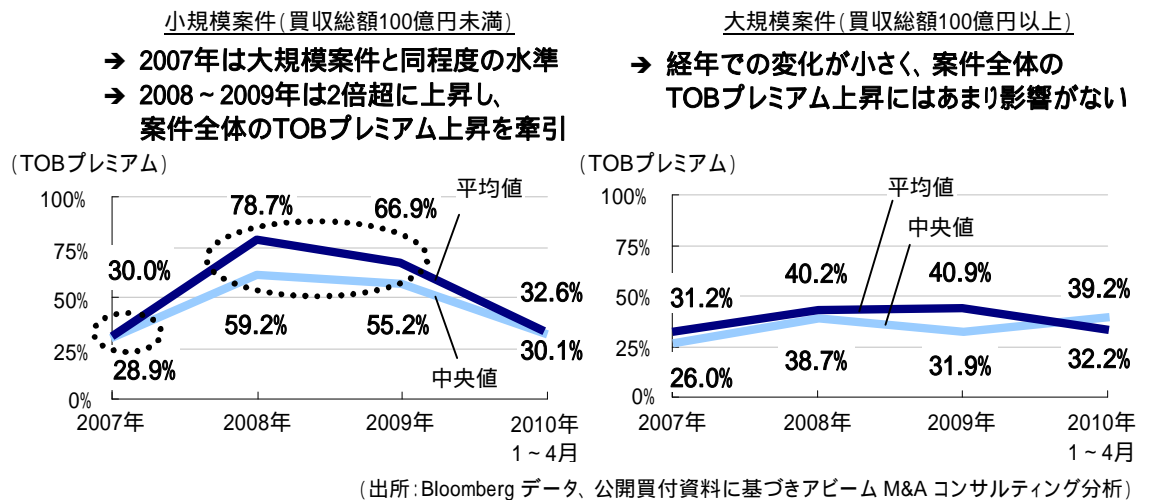
¹⁰ 以下の分析においては、2010 年の TOB 案件は、本レポート発行時点までに公開買付の結果が公表された案件を集計した。

次いで、2008年から2009年の小規模案件に着目すると、TOB プレミアムが2倍超に急上昇している。先ほどの TOB 案件の構成に関する議論を考え合わせると、2008年から2009年にかけての TOB プレミアムの急上昇を牽引した要因のひとつとして、TOB 案件の7割超を占める小規模案件において、TOB プレミアムが急上昇したことが強く影響したことが推定される。

2010年の小規模案件については、TOB プレミアムは2007年と近い水準まで再び下落してきている。しかし、期の途中であり、いまだ案件数も少ないため、今後もこの水準で推移するか否かについては現時点で断定できる材料はない。

一方、大規模案件に着目すると、同じく2008年および2009年に TOB プレミアムの上昇が若干見られる。ただし、小規模案件に比べると変化が小さく、TOB 案件全体の TOB プレミアム変動に対しては、あまり大きな影響を与えていなかったものと想定される。

図表 6: 買収総額の規模別に見た TOB プレミアムの推移



3.3. 株価下落率別に見た TOB プレミアム

3.1 で述べた通り、一般的に TOB プレミアムは、対象会社の株価が著しい下落傾向にある場合に高く観測されやすいと考えられる。したがって、2008年から2009年に小規模案件の TOB プレミアムが上昇した要因のひとつとして、小規模案件における対象会社の株価が同期間に急落していた割合が高かった可能性が疑われる。そこで、株価下落の程度を示す指標として複数の候補が挙げられるが、ここでは算出方法の簡便性や直感的理解の容易さを重視し、TOB 公表前日の株価が同日から遡ること1年間の高値(1年来高値)よりどの程度下落していたか(株価下落率)を算出し、当該株価下落率に基づいて TOB 案件を以下の3グループに分類した。

$$\text{株価下落率}(\%) = (\text{TOB 公表前日の株価} \div \text{TOB 公表前日から遡ること1年間の高値}) \times 100 - 100$$

グループ : 25% 株価下落率

グループ : 50% < 株価下落率 < 25%

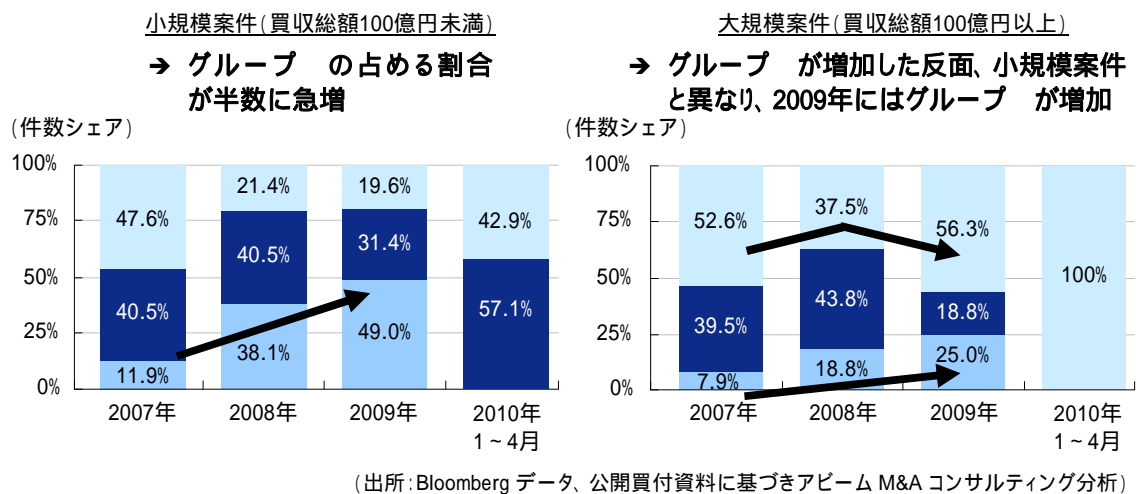
グループ : 株価下落率 50%

上記定義に基づく株価下落率による TOB 案件の分類結果(件数シェア)を、図表 7 に示す。

小規模案件に着目すると、2008 年から 2009 年にグループ A がおよそ半数を占めるまでに急増している。なお、株価下落率が 50%という水準は、2007 年以降、日経平均株価が 1 年間で最も下落した期間¹¹における水準(51.3%)と同程度の水準である。他方 2010 年序盤に目を移すと、2007 年の案件構成に近づきつつあり、一時期の株価の急落・低迷局面からの変化の兆候が読み取れる。

大規模案件においても、小規模案件に比べて変化は小さいものの、2008 年および 2009 年にグループ B の増加が見られる。一方、2009 年にはグループ C が増加するなど、小規模案件とは異なるトレンドを示している。

図表 7: 株価下落率別に見た TOB 案件(件数)の構成比



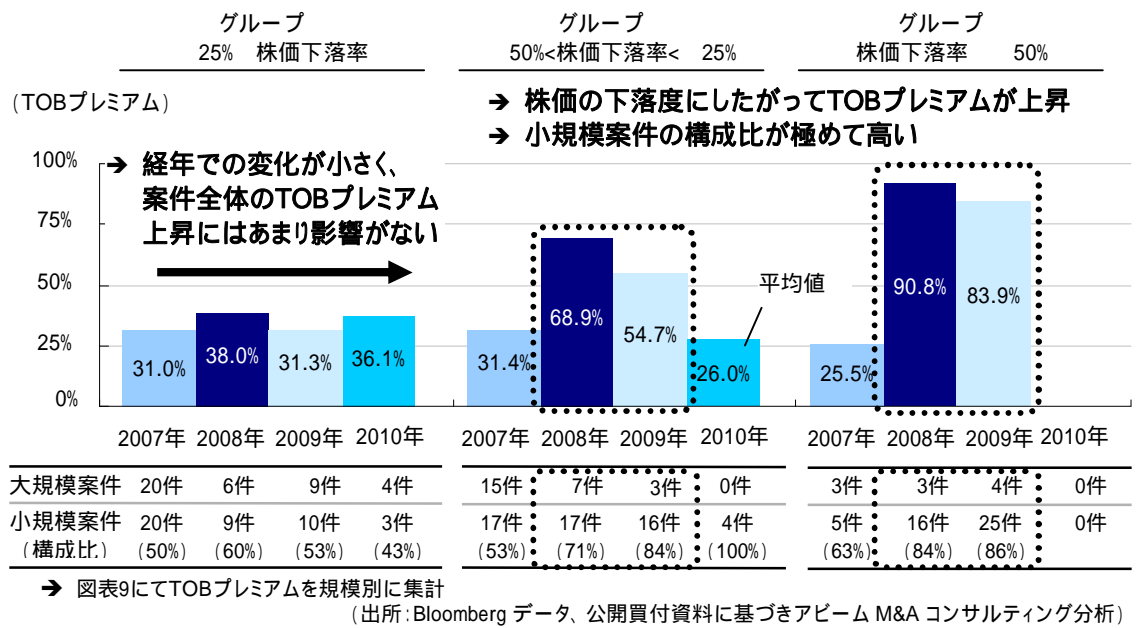
上記のグループ A ~ C の分類に基づき、TOB プレミアムを集計したのが図表 8 である。

TOB プレミアムは、3.1 で述べた通り、グループ A、グループ B へと株価の下落度にしたがって、高くなっていることが分かる。特にグループ A は、2008 年から 2009 年に 80 ~ 90%と突出して高い値を示している。ただし、2010 年には該当する案件が減少し、グループ B の TOB プレミアムも 2007 年と同程度となっていることを鑑みると、2008 年から 2009 年が定常的な水準とは想定しがたい。つまり、2008 年および 2009 年の二年間における TOB プレミアムについて「あるべき」ないし「代表的な」水準といった議論をする上では、グループ A およびグループ B の平均値等は、あまり重要視すべきではない(すなわち、「類稀な環境において出現した特異点」にすぎない)ものと思料する。

一方、グループ C は、2008 年および 2009 年の二年間においても市況の急落・低迷局面の影響が比較的軽微であった案件群であり、経年での TOB プレミアム変化が小さいことから、TOB 案件全体の TOB プレミアム変動に対しては、あまり大きな影響を与えていなかったものと想定される。

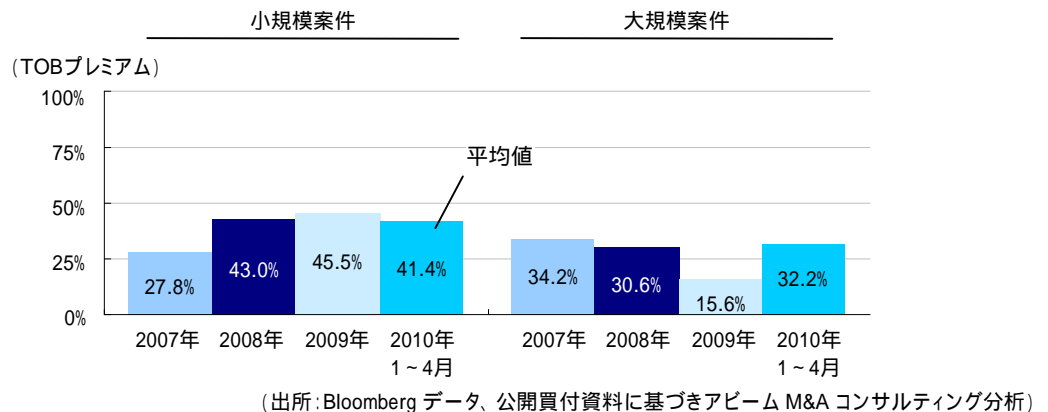
¹¹ 2008 年 3 月 11 日から 2009 年 3 月 10 日の 1 年間を指す。

図表 8: 株価下落率別に見た TOB プレミアム、TOB 案件の構成



なお、サンプル数が少なくなるため参考値とするが、グループを規模別に分けた場合の TOB プレミアムを図表 9 に示す。少なくとも、これらの推移からは、リーマンショックによる影響よりも、買収総額規模の違いによる差異が感じられる。前述したように、2010 年序盤において小規模・大規模案件ともにグループの比率が高まっている点も鑑みるに、図表 9 で示したようなデータ推移について引き続き注視することが時系列データの連続性という観点からは重要であるものと思料する。

図表 9: (参考値) 買収総額の規模別に見たグループの TOB プレミアム¹²



¹² 大規模案件の 2009 年における TOB プレミアムは、公開買付開始のプレスリリース以前に TOB の実施が公となった案件を複数含んでいる。

まとめ

リーマンショックが TOB プレミアムに与えた影響はどのようなものであったか。これまでの調査結果について、もう一度振り返ってみたい。

1. TOB プレミアムは、2008 年および 2009 年の二年間、特に 2008 年後期から 2009 年前期の一年間に急上昇し、TOB プレミアムの水準としては 2001 年からの約 10 年間を通じて極めて“異質”な期間があった。
2. 上記の期間には、TOB 案件に占める小規模案件の割合が大幅に上昇したため、小規模案件の TOB プレミアムが TOB 案件全体のプレミアム水準に与える影響力が高まった。
3. TOB プレミアムの上昇を牽引していたのは、対象会社の株価が急落した一部の TOB 案件であり、そのような案件の多くは小規模案件であった。

以上を踏まえると、2008 年および 2009 年というリーマンショックの影響を色濃く受けた二年間と、それ以前とは、非常に劇的な変化、言い換えれば「断層」と呼んでも差し支えないほどの質的变化が存在したことが指摘できるであろう。

では、こうした質的变化は現在も継続しているのだろうか？

上記 3 点に対応する形でまとめてみたい。

1. TOB プレミアムは、2010 年序盤には、2008 年および 2009 年の水準からは再び急落していることに加え、TOB プレミアムのばらつき(標準偏差)は 2007 年以前の水準に回帰しており、落ち着きを取り戻しつつあると推察される。
2. TOB 案件に占める小規模案件の割合は、2008 年および 2009 年の水準に比べると低下しているものの、2007 年より若干高い水準にある。したがって、小規模案件が TOB 案件全体の TOB プレミアムに与える影響力は、引き続き高い傾向がうかがえる。
3. 一方、対象会社の株価下落率には、2008 年および 2009 年の構成比と比べると著しい変化が見られる。株価下落率が 50%を超える案件は案件規模に関わらず見られないなど、2007 年の構成比に近づきつつある。

以上を鑑みると、統計的に有意な分析を行うには、今後のサンプル(特に近時において絶対数が少なくなっている大規模案件)数の増加が待たれるものの、ひとまずは“異質”な状態からは脱したと総括することができるであろう。

加えて、冒頭で述べた通り、他社事例における TOB プレミアム水準の参照を重視する傾向が増していることを鑑み、本件調査からの発見事項について、公開買付価格の検証材料に役立てるといふ実務的な観点から述べてみたい。

まず、2008 年後期から 2009 年前期の 1 年間に TOB プレミアムが“異質”な状態にあったことは、繰り返し述べたとおりである。つまり、同期間においては TOB プレミアムの単純な平均値が、必ずしも「あるべき」TOB プレミアムの水準を代表しているわけではないことに十分に留意すべきである。

一方で、対象会社の株価が比較的安定していた TOB 案件群では、概ね TOB プレミアムの水準も安定的に推移しているなど、TOB 案件全体のプレミアム水準の激変に関わらず、一部の案件群では

一定の水準が形成されていることも観察された。本レポートにおいて着目した「買収総額の規模」および「対象会社の株価下落率」の 2 点はあくまでその一例に過ぎないが、このように共通した特徴を有する案件群を抽出し、統計処理を加えることで、平均値等の代表値に基づく比較適正性を高めることは可能と考えられる。

最後に、本レポートにおける分析としては、あくまで統計的アプローチに基づく分析手法にフォーカスしてきたが、個別案件における公開買付価格の妥当性を検証する上では、言うまでもないことであるが、当該案件に固有の属性や前提条件(例:公開買付前後の公開買付者グループ持分比率の変化度合い、対象会社の経営状態、非公開化想定の有無など、他多数)を考慮すべきことは、実務家として付言しておきたい。その場合は、必ずしも統計的に有意な数のサンプルが得られるとは限らず、これまで述べてきたような統計的代表的値に照らし合わせるのではなく、状況の類似した他社事例と個別に、かつ慎重を期した上で比較するなどの対処が求められる。

これら固有の属性や前提条件について議論するためには、調査対象案件(群)がどのような属性等を有し、またその構成等がどのような変化を経てきたかについての適切な把握が不可欠であり、次稿以降の分析テーマとして扱うことを予定している。

参考文献

レポート

「TOB プレミアムは右肩上がりの上昇基調なのか？」『AMC Letter vol.2』
(アビーム M&A コンサルティング)、辻田真実子・野島篤(2007)

マーケットデータおよび各種資料

Bloomberg データ
各社公開買付届出書
各社公開買付報告書

以上

アビーム M&A コンサルティング株式会社
東京都千代田区有楽町 1-10-1 有楽町ビルヂング
03-4288-5005

ディレクター	野島 篤
ヴァイスプレジデント	辻田 真実子
アソシエイト	吉江 宣慶

本レポートに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。本レポートの情報を利用する場合、利用者はすべて自己の責任と判断において意思決定を行うものとし、かかる責任と判断において利用者が行った意思決定の結果、生じた被害または費用負担につき筆者およびアビーム M&A コンサルティング株式会社(AMC)はその責任を負いません。

本レポートは、信頼にたる情報源から得たデータ等を基に作成されておりますが、その情報は正確かつ完全であることを前提としており、それらの正確性及び完全性については独自に検証を行っておりません。また、それらの情報の不確実性または不完全性その他一切の理由に基づく、本レポートの不確実性、不完全性について、筆者及びアビーム M&A コンサルティング株式会社(AMC)はその責任を負いません。

本レポートにおける意見やコメントの部分は筆者の個人的見解であり、アビーム M&A コンサルティング株式会社(AMC)の正式な意見を示すものではありません。また、本レポートに記載されている意見は、事前の通告なしに変更されることがあります。

本レポートのいかなる部分も一切の権利はアビーム M&A コンサルティング株式会社(AMC)に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ無断で複製または転載することは禁止されております。複写および転載、詳細のお問い合わせはamc@abeam.comまでご連絡ください。