

2007年2月

AMC Letter vol.2

TOB プレミアムは右肩上がりの上昇基調なのか？

買収規模別に見る TOB プレミアムの分析

アビーム M&A コンサルティング (AMC)
マネージングディレクター 野島 篤
シニアアソシエイト 辻田 真実子

はじめに

近年、上場企業に対する株式公開買付 (TOB) が増加してきており、これに伴い「公開買付価格 (TOB 価格) の市場株価に対する上乗せ幅、いわゆる“TOB プレミアム”が上昇基調にある¹」¹という趣旨の報道を目にしたたり、耳にすることも多い。これらの各種報道等を見て「TOB プレミアムが右肩上がりに上昇している」というイメージを持っている方が多いのではなかろうか。

しかしながら、実際に、さまざまな案件に直接・間接的に関わることも少なくない実務家の視点からは、TOB プレミアムは必ずしも右肩上がりの上昇基調ではなく、むしろ、個別案件ごとの特性が TOB プレミアムに色濃く反映されるようになったと感じている。また、買付けに必要となる金額 (買収総額) が増加すると、金融機関からの借入が必要となることも多く、買収総額の大小においても TOB プレミアムは影響を受けることが多い。

そこで、本稿では、TOB 案件の時系列的な変化だけでなく、その買収総額にも着目しながら、TOB プレミアムが本当に右肩上がりの上昇基調にあるのかを検証する。

1 調査概要

本件調査では、2001 年²から 2006 年までに日本企業に対して実施された TOB 案件を対象とし、日本における TOB 案件の傾向を概観するとともに、TOB プレミアムの分析を行う。

TOB 案件の傾向として、年別の TOB プレミアム平均値の推移や、個別案件ごとの TOB プレミアムの分布はどうなっているのかを分析し、有意なトレンドが形成されているかどうかについて検討する。そして、TOB プレミアムについては、買収総額に着目し、より詳細な分析を行う。TOB 案件を買収総額によって大型/小型に分類し、TOB プレミアムの推移や分布を分析することで、大型/

¹ 日本経済新聞 (2006 年 11 月 23 日付、2006 年 12 月 14 日付) 新聞記事等を参照した。

² 企業組織再編税制が施行された年である。

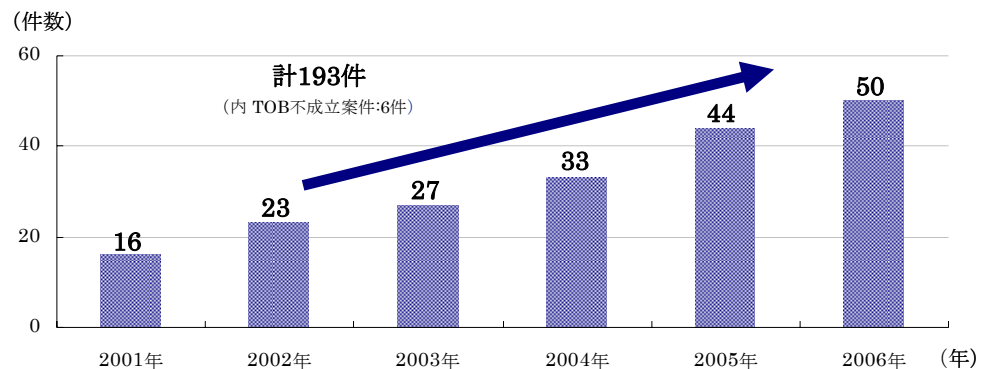
小型案件の共通点、相違点等を探っていく。

2 調査アプローチ

2.1. 調査対象案件

本件調査では、2001年から2006年に実施された上場企業に対する全TOB案件から、TOB不成立案件を除外した計187件³を調査対象案件とした(図表1参照)。

図表1: 日本におけるTOB案件数の推移⁴



(出所: Bloomberg)

2.2. TOBプレミアムの算出

本件調査では、以下の算式に基づき TOB プレミアムを算出した。

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

株価については、

- 公開買付開始に関するプレスリリースが取得できた案件はプレスリリースの前日
- プレスリリースが取得できなかった案件は、公開買付届出書提出日の2日前を基準日とし、データを取得した。

また、本稿における「TOBプレミアム」とは、特段の記載のない限り、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 プレミアムとしている。

³ 2006年未までに公開買付期間が終了した案件を対象としているため、2006年中にTOBの発表がされたものの、2007年にわたって公開買付期間が設定されている案件は含まれない。図表1のTOB案件合計は193件であり、そのうち不成立の案件6件を除くと187件となる。

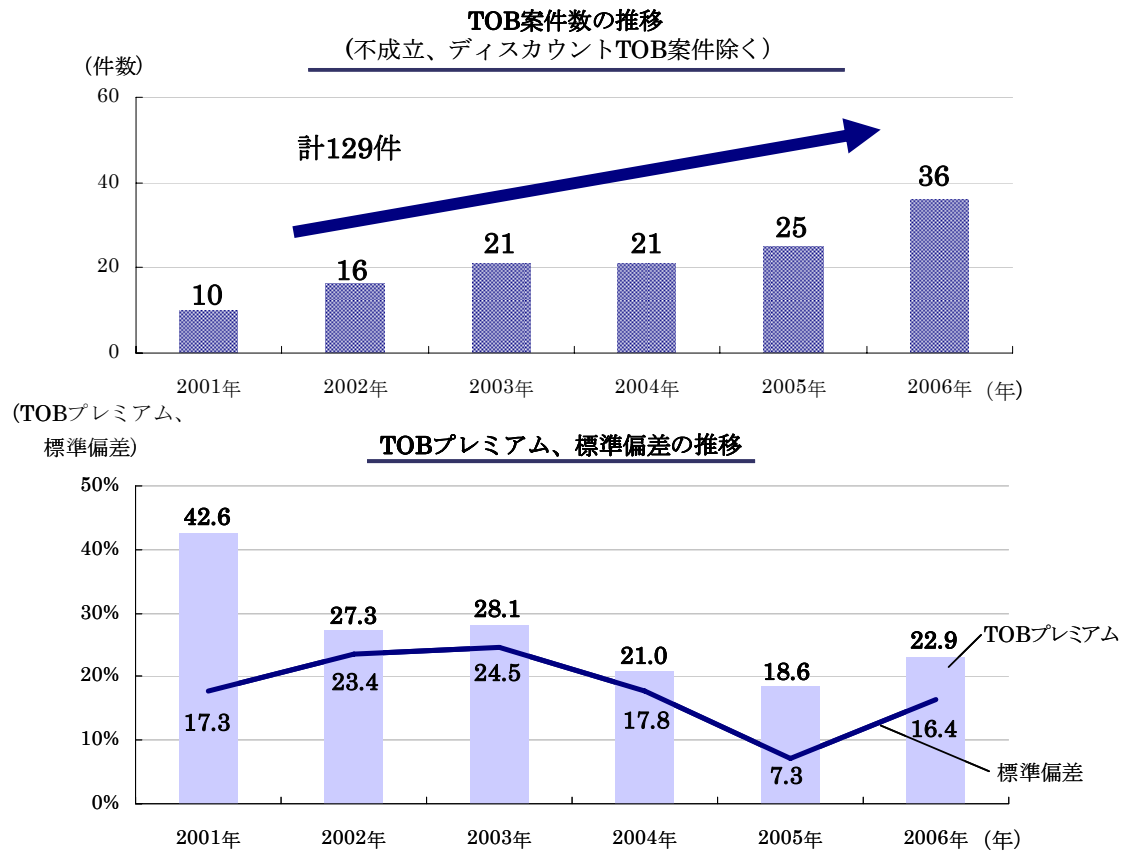
⁴ 各TOB案件は、TOB発表日の年に属するものとした。

3 TOB 案件概観

3.1. TOB 案件の全体傾向

調査対象案件 187 件から、いわゆる”ディスカウントTOB⁵“である 58 件を除外した 129 件を対象として、TOB案件数、TOBプレミアム、標準偏差の推移を比較した。なお、標準偏差については、年ごとのTOBプレミアムのばらつき度合いを示すため、該当年に実施された案件のTOBプレミアムに基づき算出している。

図表 2: TOB 案件数、TOB プレミアム、標準偏差の推移



(出所：Bloomberg データ、各社の公開買付届出書並びに公開買付報告書に基づき
アビーム M&A コンサルティング分析)

⁵ 基準日時点の直近終値、基準日から遡ること1ヶ月の終値単純平均並びに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。

図表 2 上図からわかるように、TOB 案件数は、ディスカウント TOB を除いても増加傾向にある。

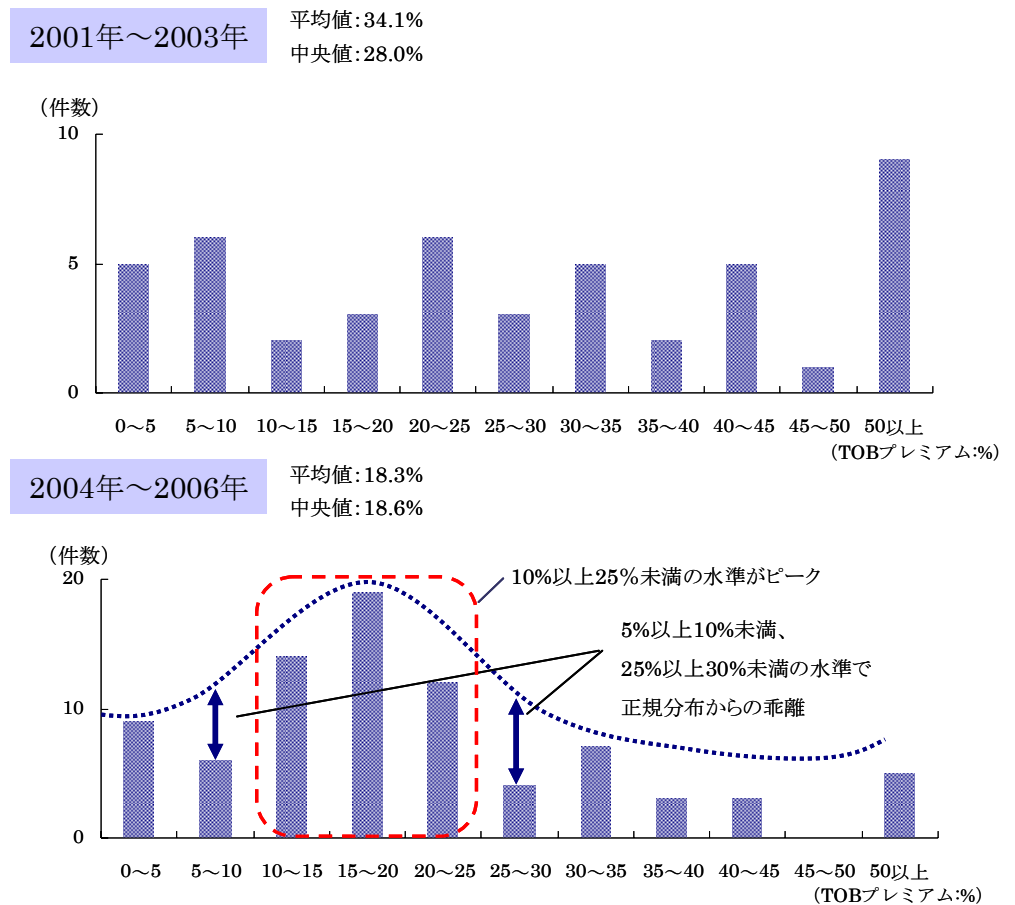
また、図表 2 下図より、TOB プレミアムは、2001 年を除いて 20%～30% 程度の水準で推移しており、2005 年の 18.6% が最も低い水準となっていることがわかる。このことから、TOB プレミアムは、一般にイメージされるような、いわゆる単純な右肩上がりの上昇基調にはないという、意外な結果が見て取れる。

TOB プレミアムのばらつきを示す標準偏差は、2003 年～2005 年にかけて顕著な下落基調が観測され、2005 年の 7.3 が最も低い水準となっているが、2006 年には 2004 年並の水準である 16.4 にまで上昇している。このことから、案件ごとの TOB プレミアムのばらつき度合いについて、平均値からの乖離も極端に小さかった 2005 年を除き、特段の縮小あるいは拡大の傾向は読み取れない。

3.2. TOB プレミアム水準別の分布傾向

次に、TOB プレミアムの傾向を見てみる。ここでは、TOB プレミアム水準の案件数による分布形状を見るため、サンプル数確保の点から、調査対象期間を 2001 年～2003 年(前半)、2004 年～2006 年(後半)に分けて、その傾向を比較した。

図表 3: TOBプレミアム水準別の分布傾向⁶



(出所: アビーム M&A コンサルティング分析)

図表 3 からわかるように、2001 年～2003 年の TOB プレミアムの傾向を見ると、その分布にピークとなる水準がない。一方、2004 年～2006 年の TOB プレミアムの傾向を見ると、10%～25% (特に 15%～20%) をピークとする分布となっている。この傾向から、近年、TOB プレミアム自体の必要性や、その水準にかかる検討の重要性が認識されるようになり、徐々に TOB プレミアムの適正水準というべきものが形成されつつあることが推察される。そして、このような傾向が現れるに至っ

⁶ グラフ横軸のTOBプレミアム水準の記載は、「左側の数値以上右側の数値未満」となっている。例えば「10～15」の場合、TOBプレミアム水準は「10%以上 15%未満」となる。グラフ縦軸の件数は、2001 年～2003 年、2004 年～2006 年の総TOB件数比率を鑑み設定している。

た背景には、TOB が企業戦略のさまざまな場面で一般的に用いられるようになってきたこと、TOB に関する法整備が進んできたこと等が挙げられるのではなかろうか。

また、興味深い傾向として、2004 年～2006 年の TOB プレミアムの分布を見ると、比較的山形の分布形状に近いものの、5%～10%未満、25%～30%未満において一段低くなっていることが挙げられる。あくまで筆者の推察の域を脱しないが、この傾向を見ると、TOB プレミアムの最低ラインとして10%(2桁)は確保したいという心理が働いた結果(暗黙の下限意識)、10%～15%未満という TOB プレミアムの案件が増加しているのではないだろうか。反対に、複数社による TOB 価格の吊り上げや、企業実態に比して極めて割安であるなどの特段の要因がない限りにおいては、TOB プレミアムとして 20%～25%程度を確保すれば相当であるとの意識が働いているのではないだろうか。むしろ、25%(4分の1)を超えた TOB プレミアムを付与することは、買収側企業の株主に対する説明責任の面から難しくなってくるものと推察される(暗黙の上限意識)。

4 本分析に用いた TOB プレミアムの定義

本稿においては、既述のとおり、基準日から遡ること1ヶ月間の VWAP に対する TOB プレミアムを算定し、分析に用いている。ここでは、本稿において、TOB プレミアム算出の基礎となる株価として VWAP を、測定期間として1ヶ月間をそれぞれ採用している理由について述べる。

4.1. TOB プレミアム算出の基礎となる株価

公開買付届出書の記載や報道等においては、TOB プレミアムの算定根拠株価として、TOB 発表直前日の終値(直近終値)や1ヶ月間ないし3ヶ月間の終値単純平均が用いられることが多い。その理由としては、直近終値は、一般株主が当然に注目する株価であると同時に、その情報を容易に入手できるからであると考えられる。終値単純平均についても、インターネット等で比較的容易に情報を入手することができ、感覚的にもわかりやすい指標であることから広く用いられているものと考えられる。

これらの株価を基礎として算定された TOB プレミアムが、結果として公表あるいは報道されることについて、それ自体何ら問題となることなく、筆者としても異を唱えるものではない。

しかしながら、TOB プレミアムについて統計的な分析を行い、またその有意性を検討するにあたり、直近終値ないし終値単純平均には、以下に挙げるような短所もあり、必ずしも基礎とすべき株価としては適さないのではないかと考えられる側面がある。

まず、直近終値は、あくまでもある日の株式市場終了時という、一時点での株価であり、それだけをもって、株主の総意であるとは言い難い性質のものである。また、TOB のディール関連の情報が事前に(完全であるか不完全であるかを問わず)報道されているような場合、直近終値は TOB 実施前の、すなわち TOB プレミアムが織り込まれる前の水準にあるとは言えない。

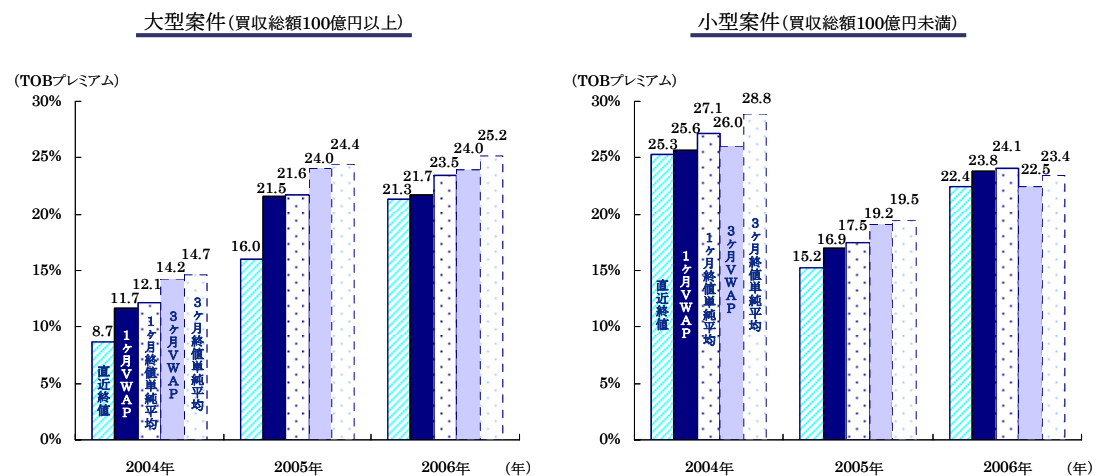
また、終値単純平均は、取引高が一定の水準で安定した推移をしているような場合には特に有用であると考えられるが、株価は決算発表やプレスリリース、当該企業の属する業界動向に関する

報道等、さまざまな要因によって日々変動しており、出来高も一定ではない。特に、新興市場などでは、株価の変動幅も大きく、たった一つのニュースで、特に M&A に絡む情報の場合、数日間のうちに極端な高騰あるいは暴落をすることも決して珍しくはない。このような終値単純平均の短所も、サンプル数が十分に確保されていれば、統計処理における誤差の範疇として捉えられようが、残念ながら日本における TOB 案件数は確かに増加してきてはいるものの、統計的なサンプルという観点からはまだ十分な水準であるとは言い難い現状においては、終値単純平均を用いて分析を実施するのは、筆者としては、いまだ時期尚早ではないかと思料する。

一方で、VWAP は、時々刻々の株価と出来高の両方を考慮して算出される価格であり、取引の中心価格帯を表すものである。そして、企業価値評価の実務においても、しばしば用いられる。VWAP が取引の実態を表すものであると同時に、ある特定の利害関係者に有利もしくは不利になるということがなく、中立的な指標であると考えられているからである。なぜなら、例えば前述のように株価の変動幅が大きかった場合にも、それがあまり取引高を伴わない一時的なものであれば VWAP は強い影響を受けないし、それが一過性の変動ではなかったとしても、その騰落の過程で成立した大量の取引において形成された中心価格帯の影響を色濃く残すため、取引参加者の多数意思を結果的に反映し易いからである。

図表 4 は、2004 年～2006 年の調査対象案件を、買収総額 100 億円未満と 100 億円以上で小型案件、大型案件に分類し、TOB プレミアムの平均値を比較したものである。TOB プレミアムは、直近終値、終値単純平均(1ヶ月、3ヶ月)、VWAP(1ヶ月、3ヶ月)を用いている。

図表 4: 株価指標別 TOB プレミアムの比較



(出所：Bloomberg データ、各社の公開買付届出書並びに公開買付報告書に基づき
アビーム M&A コンサルティング分析)

比較結果から、以下のような傾向が挙げられる。

- 終値単純平均に対する TOB プレミアムのほうが、VWAP に対する TOB プレミアムよりもやや高く観測される傾向にある。
- 株価観測期間ごとの TOB プレミアムを比較すると、(2006 年の小型案件を除き) 一般的に直近株価、1 ヶ月株価、3 ヶ月株価の順に高くなる。

また、終値単純平均に対する TOB プレミアムと、VWAP に対する TOB プレミアムとの間に大きな乖離はなく、VWAP に対する TOB プレミアムは、直近株価に対する TOB プレミアムよりも高い水準にある。

これらの傾向を踏まえると、VWAP に対して TOB プレミアムを算出する方法は、直近終値やある期間の終値単純平均に対して算出する方法と比べて、結果的に、時期や買収総額規模に拠らず、常に中間的な指標となっており、VWAP を用いることは有用であると考えられる。

上記のように、理論面、そして結果面を勘案し、本稿においては VWAP に対する TOB プレミアムをもって分析を行うこととした。

4.2. 株価測定期間

TOB プレミアム算出の際の株価測定期間としては、1 ヶ月間、3 ヶ月間、あるいは 6 ヶ月間等、実務上さまざまな期間が用いられている。本稿においては、一般に投資家が注目している期間であり、市場株価を用いた企業価値評価の実務においても重要視されることの多い、1 ヶ月間を株価測定期間とした。

5 TOB プレミアムの分析

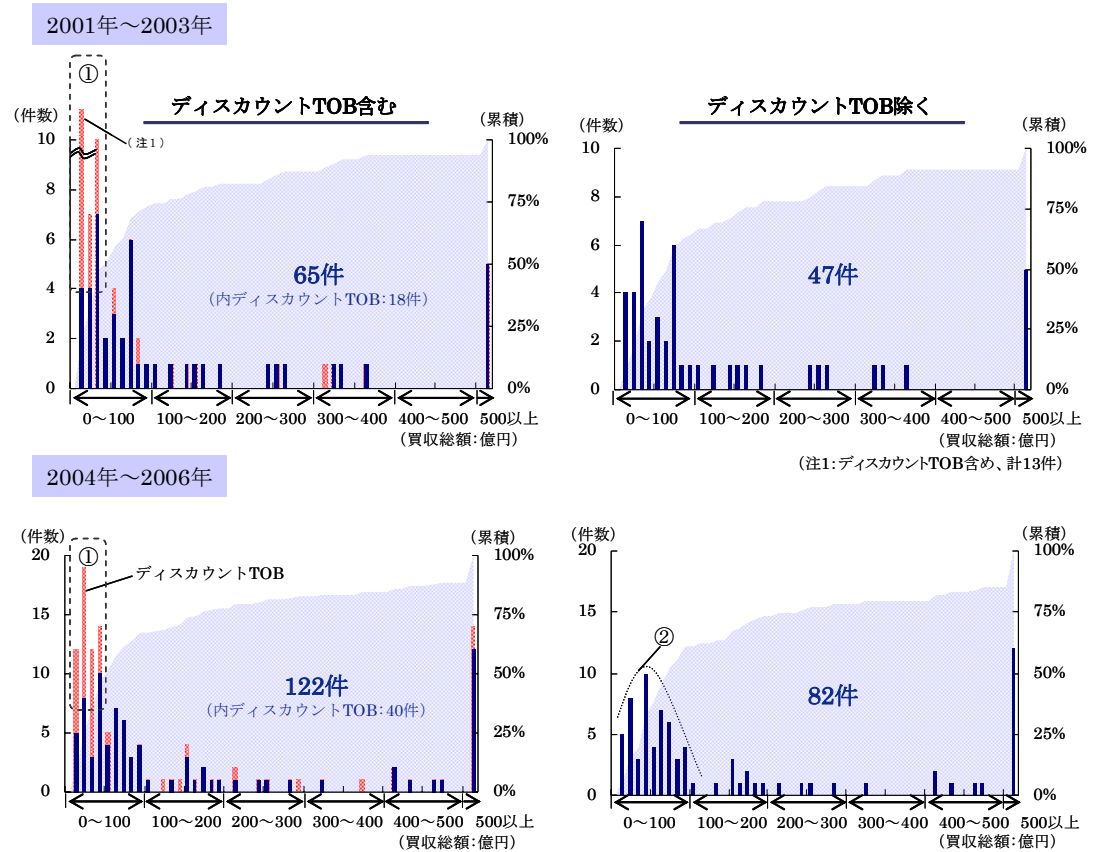
いうまでも無いことであるが、TOB が成立すると、応募株券の買取が行われる。

買収企業が極めてキャッシュリッチな場合を除き、通常、株券の買取に必要となる金額を賄うため、買収企業では金融機関からの借入(ファイナンス)が必要となる。株券の買取に必要となる金額を買収総額とすると、買収総額が大きくなればなるほど、ファイナンスの必要性は増していく。敵対的 TOB には当てはまらないが、TOB 価格を決定する際には、買収側企業と被買収企業の間で入念な交渉が行われる。そして TOB のために多額のファイナンスが必要になれば、重要なステークホルダーとして、金融機関も登場してくる。ファイナンスの担い手としての金融機関が登場し、当該ファイナンスのストラクチャーが買収側企業のリスク/リターンに強い影響を及ぼすに至ることで、TOB 価格は、当然に買収総額の影響を色濃く受けることとなる。そこで、本章では、買収総額の規模に着目し、買収総額別の TOB 案件の傾向の概観と TOB プレミアムの分析を行った。

5.1. 買収総額別 TOB 案件の傾向

3.2 と同様、調査対象期間を 2001 年～2003 年、2004 年～2006 年に分け、買収総額⁷別、ディスカウント TOB 案件の有無別にその傾向を比較した。

図表 5: 買収総額別 TOB 案件数の分布



(出所：アビーム M&A コンサルティング分析)

図表 5 に示したように、ディスカウント TOB を含めた案件数の分布(左側上下図)を見ると、ディスカウント TOB 案件の大半が買収総額 50 億円未満の案件であることがわかる(図表 5 の①)。そしてこの傾向は 2001 年～2003 年、2004 年～2006 年のいずれにおいても見られる。

一般に、買収総額が 50 億円未満というような小規模案件には、株式の買い増し案件が多く見られる。株式の買い増しの場合、ある特定の大株主からのみ株式を買い取りたいというようなケースが多く、特定の株主以外からの TOB 応募を避けるため、敢えてディスカウント TOB という手法がとられることも少なくない。そのため、結果としてディスカウント TOB が小型案件で多く見られるという結果になったと推察される。

⁷ 買収総額=TOB価格×買付株式数にて算出した。

また、ディスカウントTOBを除いた案件数の分布(右側上下図)を見ると、2001年～2003年にはいわゆる山形の分布形状は見られないものの、2004年～2006年では買収総額が100億円までの間で、40億円程度をピークとした、山形の分布が形成されつつある(図表5の②)。

これは、2004年～2006年には、日本においても企業戦略実行のためのひとつのツールとして、TOB制度を活用したM&Aが一般的に用いられることが多くなってきたことから、その実施理由や規模も多様化したことが背景にあると考えられる。

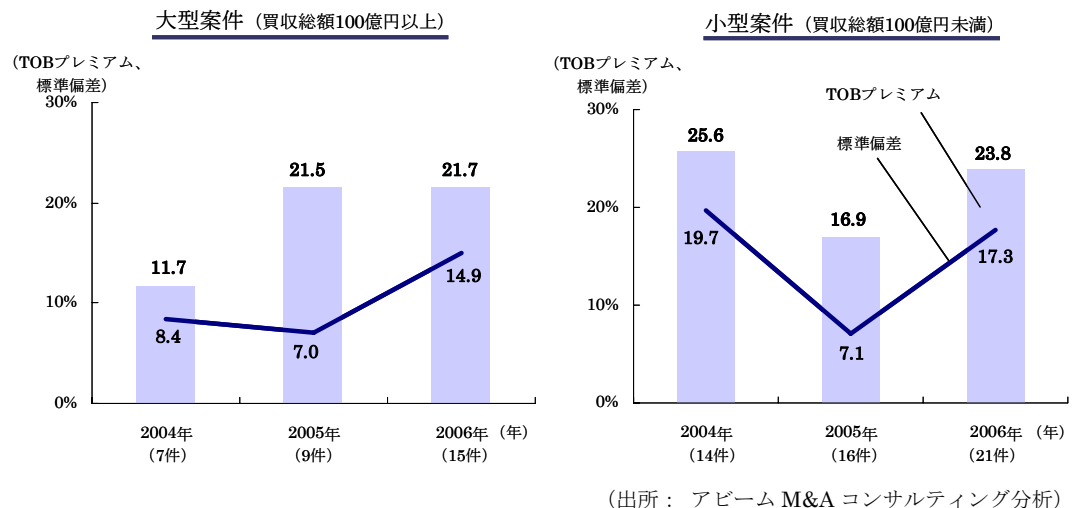
その結果、TOB案件規模の分布が2つの群、すなわち、100億円を超えない程度と比較的小規模だがその件数がまとまって観測可能な(従って、必要なファイナンスにおいても多種多様なプレイヤーの参加が期待される)いわゆる小型案件群と、規模の面で類似する案件がまだまだ多くない、いわゆる大型案件群に、大別されてきているのではないかと推察される。

そこで、次節においては、2004年～2006年を対象に、TOB案件を買収総額100億円未満の小型案件と、買収総額100億円以上の大型案件に大別し、TOBプレミアムの詳細を見ていく。

5.2. 大型／小型案件別の TOB プレミアムと標準偏差

買収総額100億円以上の大型案件、100億円未満の小型案件別にTOBプレミアムと標準偏差を分析したものが図表6である。

図表6: 大型、小型案件別 TOB プレミアムと標準偏差



大型案件は、2004年のTOBプレミアムが10%程度と比較的低い水準にあったものの、2005年、2006年は20%程度の水準で落ち着いている。このことから、2005年以降、既述の「暗黙の下限意識(TOBプレミアム最低10%を確保)」が働くようになってきたと推察できる。その一方で、TOBプレミアムのばらつき度合いを示す標準偏差は2006年に急激に上昇していることがわかる。

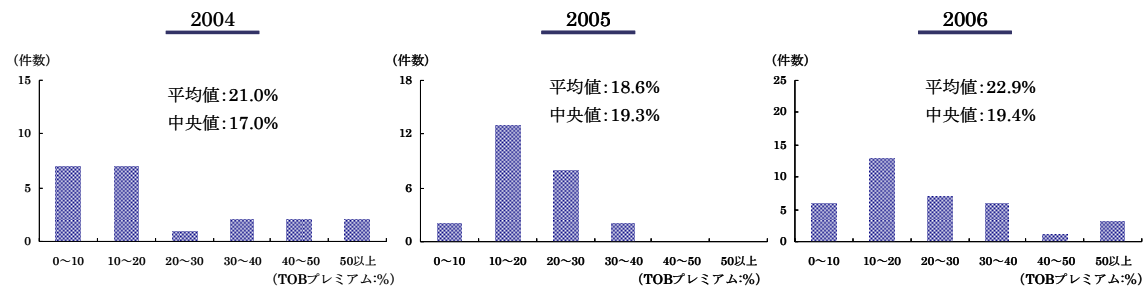
小型案件は、2004年と2006年のTOBプレミアムが25%程度と同水準であるのに比して、2005

年は TOB プレミアムが低い。この傾向は標準偏差でも同様であり、2005 年が極めて低くなっている。小型案件については、2005 年の TOB プレミアム並びに標準偏差の落ち込みが一時的なものであるかどうか定かではなく、このことのみをもって何らかの傾向に言及することは難しい。

5.3. 大型／小型案件別の TOB プレミアム水準分布

5.2 では TOB プレミアムの平均値を見てきたが、本節においては、年別、大型/小型案件別に TOB プレミアム水準の分布を見ることで、その傾向や特徴を探っていく。

図表 7: TOB プレミアム水準分布



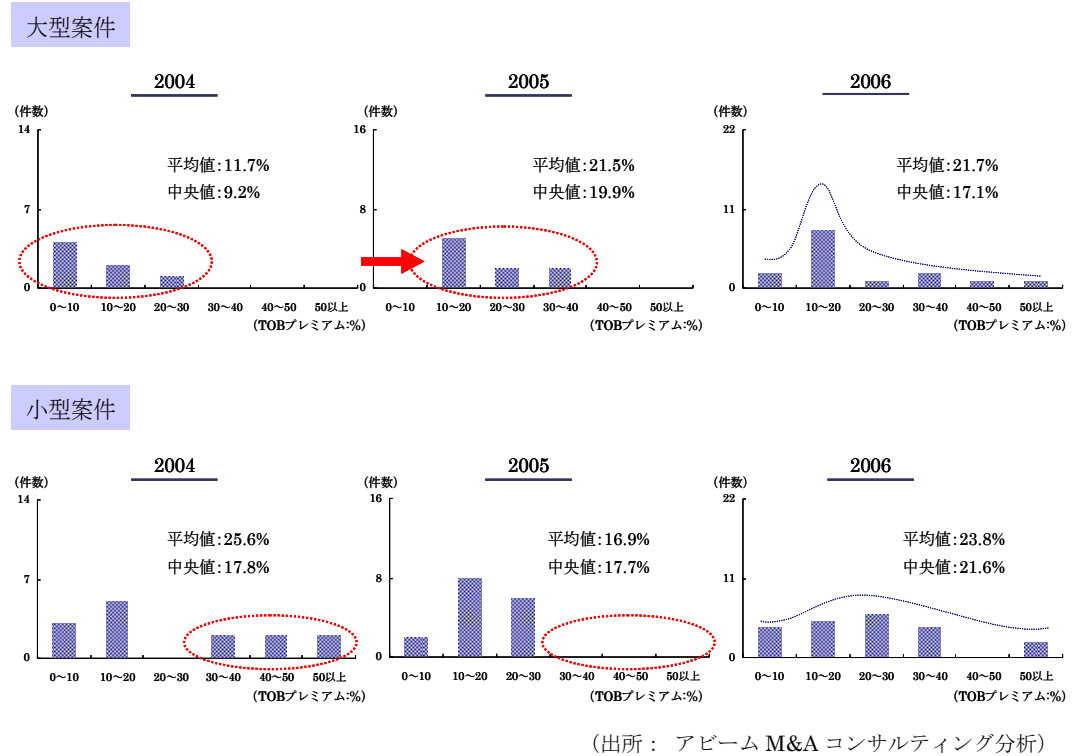
(出所：アビーム M&A コンサルティング分析)

図表 7 からわかるとおり、2004 年は、TOB プレミアムが 0%～10%未満、10%～20%未満という 2 つの層で最頻値が見られ、何かしらの傾向を読み取ることは難しい。しかし、2005 年、2006 年では、いずれも 10%～20%未満の層が最頻値となっており、いわゆる正規分布的な形状に近づいてきている。また、2004 年には TOB プレミアムが 40%を超えるような案件が見られたにも関わらず、2005 年には 0 件となり、2006 年に再びそのような高プレミアム案件が出てきたことも特徴的である。

全体として見ると、2004 年には TOB プレミアムというものが特段重視あるいは注目されておらず、TOB 案件ごとに TOB プレミアムにかなりばらつきがある中、比較的低プレミアム案件が多数派であったと言える。それが、2005 年、2006 年と TOB 案件が増え、(良くも悪くも)世の注目を浴びるにつれて、TOB プレミアムの必要性や水準が重視されるようになり、その平均的な水準についてのコンセンサスがゆるやかに確立されつつあるものと考えられる。

この分布を大型案件、小型案件に分けて見ると、図表 8 のようになる。

図表 8: 大型、小型案件別TOBプレミアム水準分布



大型案件を見ると、2004 年は TOB プレミアムが 10% 未満の案件が多数派であったが、2005 年には、2004 年の分布が全般的に一段階上昇したような形で、TOB プレミアムが 10%~20% という案件が多数派となった。そして 2006 年では、2005 年と同じく TOB プレミアムが 10%~20% という案件が多数派を占めているものの、一方では、TOB プレミアムが 10% 未満の案件や、40% を超えるような案件が出てきている。

一方、小型案件を見ると、2004 年は TOB プレミアムが 10%~20% の案件が多いものの、10% 未満の案件、30% を超えるような案件も相当数存在している。ところが、2005 年になると、TOB プレミアムが 10%~20% の案件が最頻値となり 30% を超える案件は 0 件となっている。そして 2006 年では、最頻値が 20%~30% となっているが、その他の層にもかなりの案件が存在しており、分布が山形の形状に近づいてきた。

本稿においては、各案件の個別具体的な背景等への言及は避けるが、これらの分布を概観すると、以下のような特徴が推察される。

まず、大型案件を見ると、ひとつの傾向として、従来からの持分法適用会社や連結子会社に対する TOB である「グループ再編型 TOB」のプレミアムが上昇している状況が伺える。具体的には、

2004年のグループ再編型 TOB には、10%未満の TOB プレミアムで実施された TOB が多く見受けられ、例として、商船三井によるダイビルへの TOB (TOB プレミアム 1.8%)、東京急行電鉄による東急百貨店への TOB (TOB プレミアム 5.7%) 等が挙げられる。他方、2005年、2006年のグループ再編型 TOB には、10%~20%程度という TOB プレミアムが付与された案件が多く、例として、信越化学工業による三益半導体工業への TOB (TOB プレミアム 19.9%)、イオンによるダイヤモンドシティへの TOB (TOB プレミアム 13.8%)、等が挙げられる。過去には、グループ再編型 TOB がディスカウント TOB という形で実施されることも多く、結果として TOB プレミアムの水準が全体的に低く抑えられ、被買収側企業の株主は、株主保護という視点からは、ともすれば軽視されがちであったのかもしれない。一方で、近年、グループ再編型 TOB においても TOB プレミアムの必要性が認識されるとともに、被買収側企業の株主にも配慮するような水準に近づいてきたのではないかと推察される。

また、2005年、2006年の TOB プレミアム水準の分布を見ると、TOB プレミアムの必要性が認識された結果、2005年に、一般的に必要とされる TOB プレミアムの水準の共通認識ができつつあり、2006年には、その共通認識に基づき、さらに個別案件ごとの多様性が TOB プレミアムに反映されるようになったことから、いわゆる山型の分布形状に近くなってきたのではないかと筆者は分析している。

次いで、小型案件を見ると、2005年には TOB プレミアムが 30%を超える案件が全く存在しない。小型案件の中には JASDAQ 等の新興市場に上場している会社に対しての TOB も多いが、2005年は、新興市場を中心として株価が上昇基調にあったため、結果として 30%を超えるような TOB プレミアムを付与することが困難な市場環境だったのではないだろうか。ところが、2006年には、いわゆる「ライブドアショック」等の影響もあり、新興市場の株価が下落基調だったこと、そして既述のとおり、TOB プレミアムに個別案件ごとの多様性がより一層反映されるようになったことから、結果として 30%を超えるような TOB プレミアムの案件が再び出てきたものと推察される。

そして、大型案件、小型案件に共通して見られる傾向として、2005年、2006年には経営陣による企業買収、いわゆる MBO が増えてきたことが挙げられる。2005年にはワールド、ポッカコーポレーション、学研クレジット等が MBO を実施しており、2006年にはすかいら一く、ヤギコーポレーション、キューサイ、レックス・ホールディングス等が MBO を実施している。これらの案件の TOB プレミアムを見ると、5%~50%と、その水準にはかなりばらつきがある。MBO は、事例自体がここ数年で急増してきたとは言うものの、未だその件数は少ない。従って、MBO に限定した場合の、TOB プレミアムに必要あるいは適正とされる水準についての共通認識の形成や、そのような認識に基づいての、さらなる個別案件特性の適切な反映といった段階までは到達していない。今後、MBO 案件の TOB プレミアム水準については注目が集まる分野であり、筆者も引き続き注視していきたい。

6 おわりに

本稿では、2001年～2006年に実施されたTOB案件を対象に、TOB案件の傾向の概観とTOBプレミアムの分析を実施した。

その結果、TOB案件数は顕著な増加傾向にあるものの、TOBプレミアムについては、必ずしも右肩上がりの上昇基調にはないことがわかった。

しかし、TOBプレミアムについては、その必要性や、一般的に必要と考えられるTOBプレミアムの水準についての共通認識が形成されつつあるのではないかという一面も垣間見える。

例えば、TOBプレミアム水準の分布からは、TOBプレミアムとして10% (2桁)を確保したいという「暗黙の下限意識」や、20%～25%程度のプレミアムを付与すれば相当程度であろうという「暗黙の上限意識」が色濃く表出してきたように感じられる。

また、大型/小型案件別にTOBプレミアム水準の分布を見ると、大型案件では、2004年にはTOBプレミアムがかなり低かったものの、2005年には、10%～20%という水準が、いわゆる「標準的なTOBプレミアム水準」として、結果的にはあるものの認識されるようになってきた様相が伺える。さらに、2006年には「標準的なTOBプレミアム水準」を意識しつつも、より個別案件ごとの多様性がTOBプレミアムに反映されてきた結果、「分布」と呼ぶにふさわしい状態が観測されたことは興味深い。小型案件では、株価の上昇基調、下落基調の影響を受けつつも、大型案件と同様、2006年には個別案件ごとの多様性がTOBプレミアムに反映されつつあるように感じられる。

このような傾向から、日本においてもTOBという手段は一般的なものとなりつつあるところ、ある程度、日本における標準的なTOBプレミアム水準というものができあがって来たかと推察される。

今後もTOB案件数は増えていくであろう。そして、TOBプレミアムについては、2006年以上に「個別案件ごとの多様性のTOBプレミアムへの反映」という傾向がより一層高まっていくだろうと筆者は考えている。

しかしながら、TOBを実施するにあたってはさまざまなステークホルダーが存在し、交渉も、必ずしも定量的な側面からのみ行われるわけではない。また、実際のM&Aの現場を見ていて感じることであるが、M&Aにあたっては、当事者間でも重要事項以外の情報は公開されないし、当事者以外の一般投資家に至っては、かなり限定された情報しか公開されず、その妥当性を自らが判断するには、特に定量的な情報が足りず、心理的、感覚的な判断しかできないことも少なくない。そのような現状を鑑みると、TOB価格を検討する際には、特段の要因のない限り、「暗黙の下限意識」「暗黙の上限意識」が働き、結果として、心理的、感覚的に比較的納得感が得やすいと考えられるTOBプレミアム水準である10%～25%程度から(上にも下にも)外れづらいという意識が働くと思定されることから、この10%～25%という水準は、TOB価格の決定に大きな影響を及ぼし続けるであろうと考えている。

また、TOB に関する情報開示は、ごく最近になって急速に充実化の方向に向かっているが、過去事例等を鑑みると、特に一般投資家に対して、TOB に至る経緯や TOB 価格決定の根拠等の説明には不足があるのではないかと感じる部分がある。その意味で、全般的に情報開示の充実がより図られるべきと考えているが、特に、TOB プレミアムの標準的な水準から見て乖離傾向が見られるような案件については、「なぜ、TOB 価格をこの価格で決定したのか」という部分について、より積極的に説明を試みる姿勢が求められるであろうと料する。

一方で、MBO については、その特殊性から、本稿で見てきたような「通常の」TOB の枠組みからは外れた、別枠での議論が必要であると思われる。

本稿執筆時点においても、調査対象とした案件に加えて、TOB、特に MBO に絡む案件が何件か発表されており、その中には、買収総額から見ると小型の案件で、TOB プレミアムとして 40%、50% 超といったような高プレミアムが付与された案件もいくつか見受けられる。このような事例を見て、「TOB プレミアムはさらに上昇」という意見が出ることも想像に難くないが、既述のとおり、TOB プレミアムの水準についての相場感は、案件全体の平均値のみをもってその高低を単純に判断できるものではなく、筆者としては「TOB プレミアム平均値の上昇」という事実のみが先行してしまうことに警鐘を鳴らす次第である。

以上

参考文献

書籍

- ・『M&A と株価』(東洋経済新報社)、井上光太郎・加藤英明(2006)
- ・『実践 M&A マネジメント』(東洋経済新報社)、服部暢達(2004)

レポート

- ・「M&A における買収プレミアムについて」『KPMG FAS Newsletter Vol.9』(KPMG FAS)、塩澤武(2006)

各種資料、新聞記事

- ・各社公開買付届出書
- ・各社公開買付報告書
- ・日本経済新聞 2006.11.23、2006.12.14

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

マネージングディレクター
シニアアソシエイト

野島 篤 (amc@abeam.com)
辻田 真実子

限定事項

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。