

## REPORT II

# 公開買付（TOB）の現状と株価への影響

経済産業調査部門 小本 恵照

### はじめに

有価証券市場外で不特定多数の者から株式等を買付け公開買付制度(Tender offer, Take over Bid : TOB)は、日本では71年の証券取引法の改正によって導入されたあと、90年に大きな改正が行なわれ現在に至っている。現行制度の導入後の5～6年間は年間2～3件の低調な利用に止まったが、96年以降は徐々に増加し、98年からは年間件数が2桁となるなど、公開買付が活発化し始めている（図表 - 1）。また昨年から今年にかけて、過去には例のなかった、敵対的な公開買付が相次いで実施されるなど、公開買付の中身についても徐々に変化が生じつつあるようである。

以下では、公開買付制度を米国との比較を交えつつ概要を簡単に解説し、最近10年間に実施された公開買付の内容と公開買付が株価に与える影響についてみていくことにしたい。

### 1. 適用範囲が広いわが国の公開買付制度

公開買付の一般的なイメージは、時価を上回る買付価格を提示し、株式市場外で不特定多数の者から広く株式を買付ける行為と思われる。こうした行為は、当然、わが国の公開買付制度にも含まれているが、これとはやや趣の異なる買付行為も対象とされている点に、わが国制度の大きな特徴がある。すなわち、有価証券市場外で株式等の取得を行う場合は原則として公開買付を義務づけ、公開買付を免除するのはいくつかの例外的な取引に限定しているのである。これによって公開買付の適用範囲が非常に広いものとなっている。

免除される取引として主要なものは2つある。一つは公開買付後の所有株券等の所有割合が5%以下の買付の場合である。90年の改正でいわゆる5%ルール（株券等の大量保有の状況に関する開示）が採用されたことを受け、それま

図表 - 1 公開買付の年度別実施状況

区分	1990	91	92	93	94	95	96	97	98	99	合計
公開企業	2	1	4	2	0	1	6	7	14	11	48
非公開企業	1	0	0	0	0	2	0	1	2	4	10
合計	3	1	4	2	0	3	6	8	16	15	58

図表 - 2 米国の8要素基準

株式所有者に対する積極的かつ広範囲な株式買付の申し込み  
 発行株式の相当な部分に対する買付申し込み  
 時価に対してプレミアムをつけた買付申し込み  
 買付条件は決定されており、交渉によって定められるものではない。  
 一定数の応募を条件に買付が成立する。  
 一定期間について買付が行われる。  
 株主は所有株式を売却する圧力を受ける。  
 買付の広告が、迅速な買付に先立つかあるいは同じに実施される。

での10%から引き下げられたものである。二つめは、著しく少数の者からの買付である。有価証券市場外において60日間に10人以下の者から買い付ける場合については、相対取引とみなして公開買付の手順に則らなくてもよいとされている。しかし、これには例外規定があり、買付後の所有割合が発行済株式総数の1/3を超える場合には、10人以下の取引であっても公開買付によらなくてはならない<sup>(注)</sup>。

この規定は米国の規定とかなり異っている。米国では1968年に1934年証券取引法(Securities Exchange Act of 1934)の修正という形でウィリ

アムズ法(Williams Act)が成立し、公開買付に対する規制が始められたが、法律上には公開買付の定義が設けられていない。このため、判決を通じて、どういう取引が公開買付に該当するかについて大まかな基準が形成され、その中で重要なものとして、図表 - 2のような8要素基準(eight factor test)が提示されるに至っている。SECはこの基準をもとに取引が公開買付に当たるかどうかを判断している。ただ、8要素基準も絶対的なものでなく、その他の条件を総合して最終的な判断が行われると言われている。

図表 - 3 日米の公開買付手続きの比較

項目	日本	米国
公開買付の定義	明確に規定	法律上の定義なし
株主への開示	日刊新聞紙への公告と公開買付説明書に限定	一般紙における詳細な公告、資料請求先を記載した簡易な新聞公告、株主名簿を用いた直接の勧誘、その他の方法のいずれかの方法を選択
買付期間	20日以上60日以内	SCE規則で20営業日という最短期間を定める。
対象会社の意見表明	意見表明義務なし。意見を公表した場合には報告書の提出が必要。	公開買付の開始から10日以内に、買付の受諾を推奨するか拒絶するかを示す書類をSECに提出しなくてはならない。
5%以下の買付	日米とも公開買付の対象外	
別途買付	日米とも禁止	
株主の撤回権	日米とも公開買付の全期間	
超過応募の場合	日米とも公開買付の全期間の全応募者に適用	
買付条件変更	公開買付期間中の価格の引き上げは、引き上げ前の買付応募者にも適用	

(資料) 近藤・吉原・黒沼『新訂版 証券取引法入門』、Gaughan.P.A., *Mergers, Acquisitions, Corporate Restructurings*, Hazen.T.H., *The Law of Securities Regulation* 3<sup>rd</sup> ed

8要素基準に該当した場合に公開買付と認定される米国と、有価証券市場外の買付は原則として公開買付によらなくてはならない日本とでは、公開買付の範囲に大きな違いが生じる。例えば、1人の大株主から時価を下回る価格で株式を取得する場合、日本では1/3以上の取得であれば公開買付によらなくてはならないが、米国では公開買付に該当しない。その他の項目を含めた日米の規定は図表 - 3 のように整理できる。

## 2. 時価を下回る買付価格も多い

日本で過去に実施された株式公開企業を対象とする公開買付の内容を、いくつかの観点から整理してみたい。

### (1) 公開買付期間

公開買付期間は、証券取引法によって公開買付開始公告を行った日から20日以上60日以内と定められている。実施された公開買付における買付期間をみると、そのほとんどが期間の下限である21日～23日に集中している（図表 - 4）。公開買付に先立ち買付者と主要株主・経営者間で売買の約束が交わされている友好的な買付がほとんどで、長い買付期間を必要としないケースが多いためとみられる。なお、買付期間が延

図表 - 4 公開買付期間の分布

買付期間	件数(件)
21日	30
22日	8
23日	2
24日以上30日以下	4
31日以上40日以下	2
41日以上50日以下	2
統計値	買付日数(日)
平均	23.6
中央値	21
最大値	50
最小値	21

(注) 50日の買付は当初22日の買付が延長されたもの。

長されたのは、エイボン・ビューティ・プロダクツ(ABP)とエイボン・インターナショナル・オペレーション・インク(AIO)によるエイボン・プロダクツの買収のケースのみである。このケースでは当初の22日間で2回の延長によって最終的に50日間となった。

### (2) 公開買付価格

不特定多数の株主からの株式取得を目的とする公開買付では、公開買付発表時の時価を上回る買付価格が提示される、と一般には考えられる。時価を下回る買付ならば市場で売却するほうが得だからである。

過去の例で、公開買付価格が時価を上回るものは約半数に止まる（図表 - 5）。5割以上のプレミアムを提示した事例は5件みられる。また敵対的買収であったベーリンガー・インゲルハイムによるエスエス製薬の買収は41.9%のプレミアム、エム・エイ・シーによる昭栄の買収は13.6%のプレミアムとなっている。

一方、買付価格が時価を下回るものも半数を占めている。時価を2割以上下回るものが全体の1/3、3割以上下回るものも1/4を占め、5割

図表 - 5 買付価格の分布

買付価格と時価の乖離率	件数(件)
-50%未満	8
-50%以上 -30%未満	4
-30%以上 -20%未満	4
-20%以上 -10%未満	4
-10%以上 0%未満	5
0%以上 10%未満	7
10%以上 20%未満	6
20%以上 30%未満	2
30%以上 50%未満	3
50%以上	5
統計値	乖離率(%)
平均	-5.4
中央値	-2.2
最大値	95.2
最小値	-77.6

(注) 乖離率は(買付価格 - 時価) / 時価 \* 100。

以上低いものも約17%に上っている。最もディスカウントが大きな買付は、時価の約2割の買付であった。大幅なディスカウントにもかかわらず、これら全てのケースで買付予定数に対してほぼ100%の買付がなされている。

こうした大幅にディスカウントされた買付価格が提示され、しかも当初予定した株数の買付が行われるのは、公開買付に先立ち買付者と大株主との間で株式売買の約束が交わされているためである。大株主がディスカウント価格での株式売却に応じるのには次のような理由があると考えられる。

まず、株式市場の流動性が指摘できる。発行株式の数10%を保有する大株主が全保有株式を市場で短期間に売却しようとする、一時的にせよ大幅な株価下落が生じることは容易に想像できる。大株主は市場売却に伴う株価下落を考慮してディスカウントされた買付に応じていると考えられる。また、時価を下回る買付価格によって、大株主が確実に持株を売却できることが保証される。

次に、企業を売買する市場が未発達なことが挙げられる。わが国では依然として内部的成長を志向する企業が多く、企業買収を積極的に行おうとする風土に乏しい。大株主や経営者が株式の売却を希望しても買手を見つけるのは容易でない。このため、売手は大幅なディスカウントを余儀なくされることになる。

第3点としては、企業の実態が株価に正確に反映されていない可能性があることが挙げられる。企業の内部情報に精通している大株主からみると、現在の時価が企業の実態の過大評価となっているかもしれない。その場合、大株主はディスカウントされた買付価格であっても買付に応じて考えられる。いずれ企業実態に見合うように価格が下落すると予想されるためである。

### (3) 応募株式数

買付予定株式数に対する応募株式数の割合をみたものが図表 - 6 である。予定数を超える応募のあったものが全体の83.3%を占め、予定の9割以上の取得なら89.6%に上る。一方、予定数の超過の程度をみると、5%以上超過したものは超過事例のうちの3割に過ぎず、大半が100~105%の範囲に収まっている。

この結果をみる限り、ほとんどのケースで、当初予定した買付数にほぼ等しい応募が行われていることになる。これは、先に指摘したように、公開買付前に売買の約束を交わし、時価に比べディスカウントされた価格で売買が行われていることが大きな理由である。

図表 - 6 買付予定株式数と応募株式数の関係

応募株式の割合	件数(件)
30%未満	1
30%以上 50%未満	2
50%以上 70%未満	1
70%以上 80%未満	1
80%以上 90%未満	0
90%以上100%未満	3
100%以上105%未満	28
105%以上110%未満	4
110%以上120%未満	1
120%以上130%未満	2
130%以上150%未満	2
150%以上	3
統計値	応募株式の割合(%)
平均	104.5
中央値	100.0
最大値	233.3
最小値	6.5

### (4) 買収総額

買付価格と買付株数から買収総額を計算してみると平均118億円、中央値27億円となり、50億円未満の件数が31件と過半数を占めており(図表 - 7)、小規模な買付が中心とであることがわかる。過去最大の買収はダイエーとマルエツによる忠実屋の買収で買収総額は約1,000億円である。

図表 - 7 買収総額の分布

買収総額	件数 (件)
10億円未満	11
10億円以上 20億円未満	9
20億円以上 50億円未満	11
50億円以上100億円未満	5
100億円以上300億円未満	4
300億円以上500億円未満	6
500億円以上	2
統計値	
平均	買収総額 (億円)
平均	118
中央値	27
最大値	1023
最小値	1

### (5) 株式所有割合

公開買付後の株式所有割合は平均52.9%、中央値50.9%であり、40%~60%に分布は集中している(図表 - 8)。発行済株式の約半分を取得する買付が中心となっているといえよう。敵対的買収が少ないこともあって保有割合が30%に満たない事例はわずか2例にとどまっている。

### 3. 被買収企業の株価は上昇

公開買付によって関係企業の株価がどのような影響を受けるかについて、いわゆるイベント・スタディ(event study)の手法によって分析を行った。

企業の公開買付が新聞で報道されると株価が急騰することはよくみられるが、イベント・スタディでは、こうしたマスコミ報道によって生じる、通常とは異なる株価の変動を取り出すものである。推計に当たっては、公開買付前のデータから推定される個別銘柄と市場全体の統計的な関係を利用して、株式市場全体の変動の影響を除いた。株式市場全体が上昇すると個別銘柄も同時に上昇するのが一般的であり、市場全体の影響を除外する必要があるためである。

以下では、通常とは異なる日々の株価変動率すなわち市場全体の影響を除いた株価変動率

図表 - 8 公開買付後の株式保有割合の分布

株式保有割合	件数 (件)
20%未満	1
20%以上30%未満	1
30%以上40%未満	7
40%以上50%未満	12
50%以上60%未満	16
60%以上70%未満	4
70%以上80%未満	2
80%以上90%未満	2
90%以上	3
統計値	
平均	保有割合 (%)
平均	52.9
中央値	50.9
最大値	97.6
最小値	6.5

を異常収益(AR)とし、一定期間についてARを累積したものを累積異常収益(CAR)として表現する。

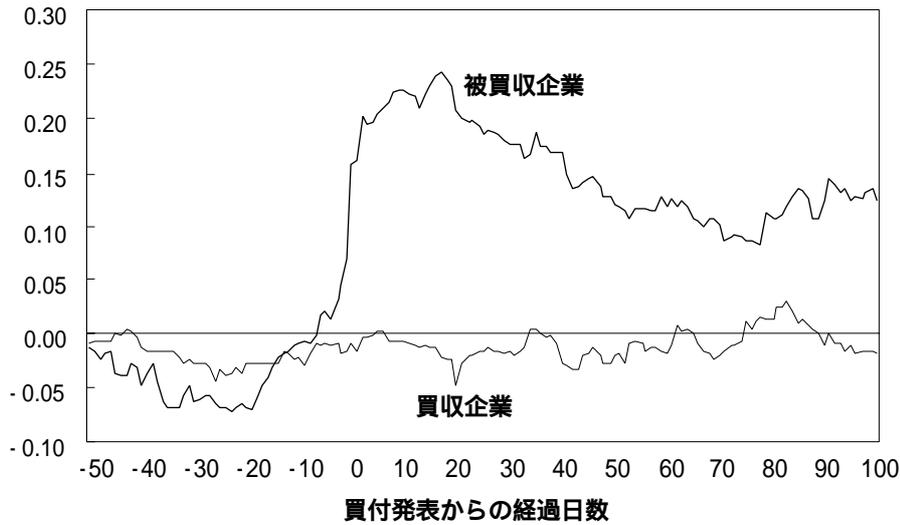
調査対象は90年から99年にかけて実施された公開企業を対象とする公開買付である。このうち、株価データ数が十分でないもの、買収者が個人や海外企業のもの除外したため、最終的な調査対象は、被買収企業40社、買収企業24社となっている。

公開買付の発表日については、日本経済新聞に掲載された日付とした。買付公告前に新聞掲載がない場合には買付開始日を発表日とした。公開買付の発表日を分析の基準日とし時点0とする。発表から日を溯るごとに、-1、-2、-3、...、経過するごとに、1、2、3、...と表現する。なお、対象企業の日次株価データは日経Quick情報から入手した。

その結果を示したものが図表 - 9である。被買収企業のCARは公開買付発表の約20日前から上昇が始まり、公開買付の発表日には約25%に達する。その後は徐々に低下していくが、発表から80日を超えても15%程度のCARが維持されている。

一方、買収企業については、公開買付の前後

図表 - 9 CARの推移



で大きな変動はみられず、CARはゼロ近辺を推移する。

被買収企業の株価が上昇するのは、いくつかの要因がある。

株式市場の時価を上回る買付価格が提示されると、買付期間中に買付価格近くまで価格が上昇する。また、買付期間が終了しても、時価を上回る価格の提示によって、当該企業の企業価値が上方修正され、株価が上昇することが多いと考えられる。

一方、時価を下回る価格提示が行われた場合については、規模や信用力などの点において、従前の大株主に優る企業が親会社となることによって信用リスクが軽減され、株価が上昇することが少なくない。

買収企業については、CARの動きからみると、公開買付は目立ったプラスの影響もマイナスの影響も与えていないといえる。これは、時価を上回る価格で買い付けたケースを中心に、被買収企業とのシナジー効果が評価され、買収企業の株価が上昇するケースがある反面、業績不振の被買収企業を買収することが、買収企業の事業展開にとってむしろマイナスになると評価さ

れるケースがあり、両者が相殺し合うためとみられる。

以上のように、被買収企業に対する公開買付の影響はプラス、買収企業に対する影響はマイナスとみられるため、両者を合計した公開買付のトータルとしての経済効果はプラスと考えられる。

(注) ただし、1/3を超える場合でも、既に発行済み株式総数の過半数を取得している場合には、公開買付によって買付ける必要はない。