

Bevalco Report Vol.19

2007年4月25日

TOB(公開買付)プレミアムはいくらが妥当か？(2006年全データ分析)

ここ数年のM&A件数の増加は目を見張るものがあった。それに伴って、経営陣同士で合意していた経営統合を株主が否決したり、逆に大株主であるファンドが経営統合の触媒になるケースも増えてきた。今後はM&Aをすることそのものではなく、M&Aの質も問われるようになっていくひとつの兆候だろう。

M&Aにおける重要な関心事は、プレミアムがいくらかということだ。今回のレポートでは2006年のTOBデータをもとにプレミアム分析を行った。

2006年TOBプレミアム分析

[2006年TOBプレミアムデータ]

プレミアム	対前日株価		対1ヶ月平均株価		対3ヶ月平均株価		対6ヶ月平均株価	
	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比	件数	構成比
～0%未満	17	29.8%	13	22.8%	10	17.5%	13	22.8%
0～10%	13	22.8%	9	15.8%	8	14.0%	9	15.8%
10～20%	10	17.5%	11	19.3%	18	31.6%	13	22.8%
20～30%	10	17.5%	13	22.8%	8	14.0%	10	17.5%
30～40%	2	3.5%	5	8.8%	5	8.8%	5	8.8%
40～50%	1	1.8%	1	1.8%	4	7.0%	2	3.5%
50%超	4	7.0%	5	8.8%	4	7.0%	5	8.8%
合計	57	100.0%	57	100.0%	57	100.0%	57	100.0%
プレミアム平均	9.9%		15.2%		16.2%		15.6%	
プラス平均	20.5%		24.7%		24.3%		25.8%	
最大プレミアム	87.0%		81.6%		79.6%		97.6%	
最小プレミアム	- 44.6%		- 44.2%		- 51.7%		- 49.6%	

データの集計対象は2006年に発表されたTOBのうち上場企業の普通株式を対象としている57件。

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) Bevalco Japan. All Rights Reserved.

一般的に M&A の際にプレミアムとして 30% 程度上乗せするといわれているが、現実には時価よりディスカウントされているものが 20~30% もあることが分かる。中にはセボンによる旭ホームズの TOB のように株価より 50% 安い価格、つまり時価の半額で TOB が成立しているものもある。逆にアサヒビールによる和光堂の買収では過去 6 ヶ月平均株価に対し 98% のプレミアム、つまり倍ほどで TOB を行っている。

各個別案件にはそれぞれの事情があるものと推測されるが、プレミアムがプラスとなっている案件の平均値をみれば、直前株価に対して 20.5%、1 ヶ月平均株価に対して 24.7%、3 ヶ月平均株価に対して 24.3%、6 ヶ月平均株価に対して 25.8% のプレミアムが付されており、「プレミアム 30% 説」がおおむね正しいことを裏付けている。

ただし、データの読み方には注意が必要で、たとえば 3 ヶ月平均株価を例にとると、プラスの平均プレミアムは 24.3% となっているのに対し、件数ベースでは 10~20% のプレミアムの案件が構成比では 31.6% と最大となっている。つまり、大きなプレミアムをつけた案件が含まれていると平均値も押し上げられてしまうということである。念のため、3 ヶ月平均株価に対するプレミアムデータを記載しておく。

【 3 ヶ月平均株価に対するプレミアムランキング 】

対象企業	実質買収者	平均株価	TOB 価格	プレミアム
セントラルユニ	グリーンホスピタルサプライ	603	1,083	79.6%
日本ファイリング	経営陣	412	735	78.4%
和光堂	アサヒビール	4,518	7,900	74.9%
旭ダンケ	経営陣	278	450	61.6%
オリジン東秀	イオン	2,128	3,100	45.7%
ヤギコーポレーション	経営陣	463	659	42.2%
オリジン東秀	ドン・キホーテ	1,975	2,800	41.8%
ベルテクノ	ウッドワン、経営陣	606	850	40.2%
神明電機	エヌ・アイ・エフ SMBC バンチャーズ、経営陣	1,363	1,900	39.4%
遠州トラック	住友倉庫	914	1,250	36.7%
大阪港振興	辰巳商会	1,945	2,650	36.2%
クラリオン	日立製作所	173	230	32.8%
明星食品	日清食品	665	870	30.8%
グラフィックプロダクツ	アーク	519	675	30.0%
住信リース	住友信託銀行	1,596	2,050	28.5%
メルシャン	麒麟麦酒	289	370	28.2%
菱和ライフクリエイト	リヴァンプ、リーマン・ブラザーズ	748	950	27.0%
サンテレホン	ジェイエムビー・オー・ファンド・リミテッド	891	1,100	23.4%
キャビン	ファーストリテイリング	609	740	21.6%
北越製紙	王子製紙	665	800	20.3%
三菱伸銅	三菱マテリアル	374	450	20.3%

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

筒中プラスチック工業	住友ベークライト	446	535	20.0%
宇徳運輸	商船三井	384	461	19.9%
小僧寿し本部	すかいらーく	922	1,105	19.9%
インターネットセキュリティシステムズ	米国親会社	200,556	240,000	19.7%
すかいらーく	野村プリシパル・ファイナンス、経営陣	2,098	2,500	19.1%
キリンビバレッジ	麒麟麦酒	2,861	3,350	17.1%
キューサイ	エヌ・アイ・エフ SMBC ベンチャーズ、経営陣	1,650	1,920	16.4%
バンプレスト	バンダイナムコホールディングス	2,982	3,450	15.7%
ギャバン	味の素	866	1,000	15.5%
ダイヤモンドシティ	イオン	4,794	5,500	14.7%
NEOMAX	日立金属	2,181	2,500	14.6%
サンテレホン	日本産業パートナーズ、ベインキャピタル	986	1,120	13.6%
住商リース	住友商事	6,197	7,000	12.9%
レックス・ホールディングス	アドバンテッジパートナーズ	204,317	230,000	12.6%
アトラス	インデックス・ホールディングス	483	544	12.6%
ビジネスブレイン太田昭和	日立ソフトウェアエンジニアリング	554	615	10.9%
ユニダックス	菱洋エレクトロ	650	720	10.8%
東芝セラミックス	Unison Capital, Carlyle, 経営陣	542	600	10.7%
テスコ	乃村工藝社	441	480	8.7%
明星食品	スティール・パートナーズ	645	700	8.5%
コージツ	小杉産業	257	270	4.9%
テン コーポレーション	ロイヤルホールディングス	537,224	550,000	2.4%
日本技術開発	エイトコンサルタント	143	145	1.7%
タイホー工業	イチネン	223	225	0.9%
オザキ軽化学	盛田エンタプライズ	687	690	0.4%
コムシード	サイカン	96,163	96,500	0.4%
八千代工業	本田技研工業	2,621	2,600	-0.8%
阪神電気鉄道	阪急ホールディングス	1,002	930	-7.2%
うかい	船井財産コンサルタンツ	1,866	1,700	-8.9%
リゾートソリューション	三井不動産	552	491	-11.0%
カーチス	ソリッドアコースティックス	116	98	-15.6%
サンボット	日本みらいキャピタル	503	400	-20.5%
コマツ電子金属	SUMCO	3,399	2,400	-29.4%
カウボーイ	ゴールドマンサックス、スパークス証券	341	240	-29.6%
江戸沢	ジー・テイスト	427	230	-46.1%
旭ホームズ	セボン	234	113	-51.7%

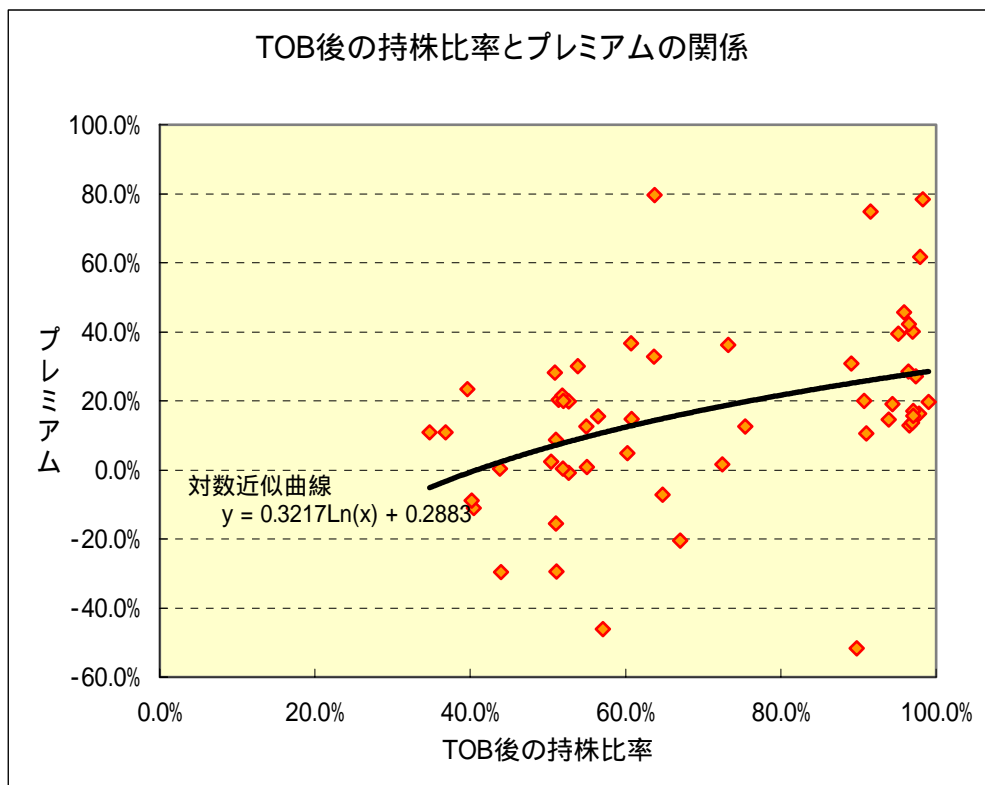
本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意をはらい、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

TOB 後の持株比率とプレミアムの関係

一般的に株式は、小口で取引する際には安く、大口で取引するほど高く売買される。これは小口投資家は企業の配当や利益拡大による株価の上昇といった株式の利潤証券としての価値にしか期待していないのに対し、大口取引では利潤証券としての側面のほか、支配証券としての価値が生じてくるためだ。売買高が増加すると株価が上昇するのは直感的にも分かりやすい。平たくいえば「株はまとめて買うと高い」のである。

これを 2006 年のデータをもとに TOB 後の持株比率と株価(公表前 3 ヶ月間の終値単純平均株価)に対するプレミアムをグラフにプロットしてみると、その傾向が明らかに見て取れる。



TOB 価格の算定根拠

M&A の際の買収価額は主に DCF 法などのインカムアプローチや市場株価を基礎としたマーケットアプローチ、類似会社比準方式が採用されることが多い。中には利益体質の会社であるにもかかわらず、PBR(株価純資産倍率)が 1 倍を下回っているケースでは純資産価額方式で評価・分析を行っている事例もあった。

2006 年の 12 月に東京証券取引所から TOB の価格算定根拠の開示充実の通達が出されてからは比較

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

的詳細な情報が得られるようになったが、価格算定は1種類のみの評価方法ではなく、複数の企業評価方法で複数の株価を算定し、収益状況、財務状況、株価状況、経営環境などを総合的に勘案して決定しているケースが多い。株価はTOBを決定する上で重要な要素であるが、決して市場株価のみでTOB価格を決定しているわけではない。

また、利益相反の可能性が指摘されているMBOによる非公開化案件では、利益相反リスクを避けるため、フィナンシャルアドバイザーを起用しているほか、リーガルリスクをケアするためにリーガルアドバイザーとして弁護士・法律事務所を起用している旨をディスクローズしているものもあった。

いずれにしても、TOBの対象となった企業の経営陣は賛同・反対の意見を漫然と述べるだけでなく、株主への説明責任を果たすためにフィナンシャルアドバイザーやリーガルアドバイザーから第三者意見を求める慣行が定着していきだろう。ちなみにアドバイザーの名称を開示しているものも多く、アドバイザーの仕事は市場から監視にさらされるようになっていきそうだ。

EBITDA 倍率

M&Aの際にもう一つものさしとして、EBITDA倍率がある。EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization; 利払前税引前償却前営業利益)の何倍まで評価されたかとする指標である。

EBITDA倍率は平均で9.4倍であったが、このうちEBITDAがマイナスとなっているものが4件あったため、これを除外するとEBITDA倍率は平均で13.1倍となった。(なお、EBITDAはブレの影響を除外するため2期平均値を採用した。)

最大となったのはファーストリテイリングがキャビンを買収した案件であるが、これは前々期のEBITDAがマイナスで平均EBITDAが低く算出されていることによるものである。1期のみEBITDAでの倍率は22.8倍となっている。プラスで最小となっている大和証券グループ本社による日の出証券のTOBではEBITDA倍率は1.99倍と極端に小さくなっているが、これは買収価額の算定に主として純資産価額を適用したためであると見られる。

[EBITDA 倍率]

平均	9.4
プラスの平均	13.1
最大	53.3
最小	-122.5
プラスの最小	2.0

EBITDAが2期いずれもプラスとなっている58件で集計すると12.4倍となる

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

【 EBITDA 倍率の分布 】

EBITDA 倍率	全データ		2期連続プラス	
	件数	割合	件数	割合
マイナス	4	6.3%	0	0.0%
0～5倍	10	15.6%	10	17.2%
5～10倍	18	28.1%	18	31.0%
10～15倍	14	21.9%	13	22.4%
15～20倍	10	15.6%	10	17.2%
20～25倍	2	3.1%	2	3.4%
25～30倍	1	1.6%	1	1.7%
30倍超	5	7.8%	4	6.9%
合計	64	100.0%	58	100.0%
平均	9.4		12.4	

EBITDA 倍率 = (TOB 価格 × 株式数(潜在株式を含む) + 有利子負債 - 現金等価物) ÷ EBITDA

EBITDA 倍率の分布をみると、5～10倍付近で全体の約30%、5～20倍で全体の約70%を占めていることがわかる。

全体の傾向はともかく、企業価値は一面的に捉えられるものではなく、個別案件のおかれている状況によって異なってくる。収益状況、財務状況、株価状況、経営環境のみならず、TOB にいたるまでの経緯、大株主の意向などまでも総合的に勘案しなければ取引は成立しない。多面的に分析した後は最終的には「意思決定」の問題になるのである。

以上
(文責 荒井 邦彦)

本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意をはらい、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。