

研究指導 大橋 良生 准教授

## 被買収企業における株式公開買付の影響

香西 澄佳

### 1. 本稿の目的

#### 1.1 M&A の定義

M&Aとは、Mergers and Acquisitionsの略であり、合併と買収を意味しており、広義には事業統合や提携を含んでいる。

合併とは、複数の会社が一つの会社になることであり、新設合併と吸収合併の二つの方法がある。

買収には、株式買収と事業買収があり、ある企業が他の企業を支配目的で議決権のおおむね過半数以上を買い取ったり、事業部門を買い取ったりすることである。

本稿が取り上げる株式公開買付(Tender offer: TOB)は株式買収の一形態であり、大量の株式を短期間に取得することを目的として、新聞広告等を行い、株式市場外で対象企業の株主から直接株式の買い付けを行うことである。TOBを行うメリットは、不特定多数の株主から短期間で大量の株式を取得でき、デメリットとして市場価格より高い価格での買い付けを募集するため、割高に購入しなければならないことがあげられる。

#### 1.2 M&A の現状

図 1は日本企業のM&A件数の推移を表したものである。1990年代後半からM&Aが急速に増加している。その後2007年以降は、M&Aの件数が若干減少したが2012年から件数は増加している。そして2017年のM&A件数は過去最高の3050件に達した。

M&Aが1990年代後半以降、増加した要因として次の二点があげられる。第一に、産業構造の変化である。規制緩和や政府の産業政策の転換、そしてグローバル化が進んだことがその内容である。

第二に、法律・会計・税制が変化したことにある。持株会社の解禁、株式交換・移転制度や会社分割制度の創設、会社法の施行、組織再編税制の創設は、多様なM&Aを実行可能にした。

#### 1.3 M&A に期待される効果

買収側のM&Aを行う目的として主に次の二点があげられる(兼弘2006)。第一に、大幅に時間を短縮することができることにある。新規で事業を始めようとすると、技術習得、販売網の整備、人材育成が必要で、立ち上げには時間がかかる。M&Aによってこうした経営資源を持つ既存の企業や事業を買収すれば、それらをすぐ受け継ぐことができ、即座に新規事業を始めることができる。

第二に、シナジー効果により、企業価値を大きくすることがあげられる。これは、M&Aによって元の両社が持っていた価値の総和以上の価値が生み出されることである。規模の経済性や範囲の経済性による経営の効率化、市場シェアの拡大による交渉力の強化、不足する経営資源の相互補完などによって可能になる。

他方、被買収企業側に期待される効果は次の二点である。第一に、財務力の強化があげられる。これは買収企業の子会社となることで金融機関や買収企業などからの資金調達がしやすくなると期待される。

第二に、前述のシナジー効果である。買収企業のもつ取引先を通じて商品の販売により売り上げの増加や仕入れ先を統合することでコストダウンが図れることが期待される。

#### 1.4 問題の所在

企業を取り巻く環境の変化を背景としてM&Aの件数は近年増加傾向にあり、注目が高まっているといえる。そして、M&Aは時間の短縮やシナジー効果など企業にとって有効な経営手段といえる。またTOBであれば一度に大量の株式を買い集めることができ、被買収企業の経営権をすぐに取得することができる。そのため、TOBには買収企業に対して即座に効果をもたらすことが期待される。

ただし、M&Aが行われると、買収企業だけではなく、被買収企業も大きな影響を受けることになる。加えて株式買収の場合、買い手である買収企業と売り手である被買収企業の二つの企業が存在することになり、買収の影響は両社を対象に分析することで明らかになると考えられる。すなわち買収企業だけではなく、被買収企業にも前述したような財務力の強化やシナジー効果が実現しているかは検証する必要がある。そこで本稿では、被買収企業を対象として、TOBの影響を分析することとする。

### 2. 先行研究

#### 2.1 株価変動を検証した先行研究

田邊(2010)では、日本国内における日本企業同士のM&Aを対象として、イベント・スタディを用いて、買収企業の長期株価効果、及び、短期株価効果と長期株価効果の相関関係を明らかにすることを目的としている。分析の結果、長期株価効果の影響はなく超過投資収益率はゼロと有意に異なることが

確認された。ただしサンプルを細分化した分析の結果、合併契約時の短期株価効果がプラスであり、取引内容が水平合併のM&Aのみ長期株価効果が有意なプラスであることが示された。

森・王(2013)では、1990年代に比べて著しく増加しているM&Aを取り上げ、その長期株価効果を調査している。分析の結果、買収企業では、平均的にはプラスの株価効果を発見できなかった。しかし取引手段がTOBであり、同業種企業を対象とした水平型買収のときプラスの株価効果がもたらされていることが示された。

以上の研究結果から、取引内容が、同業種企業を対象とした水平型のM&Aであり、M&A契約時の短期株価効果がプラスである案件で、長期株価効果がプラスであることが確認された。換言すると、M&Aに期待される効果から、プラスの株価効果が予想されるが、実際にはM&A実施企業全てがそうなっている訳ではないことが示されている。

## 2.2 財務諸表データに基づき検証した先行研究

小本(2002)は、合併が企業業績の向上に寄与しているのかについて測定することを目的としている。分析の結果、ROAの改善は水平合併に対してのみ有意なプラスの値が観測された。

岡部・関(2006)はM&A実施企業にとっての経営の安定化(倒産確率の低さ)、及び効率化の面に焦点をあて、その二つの面でのどのような影響があったのかを明らかにすることを目的としている。その結果、M&Aの実施後に経営の安定化と効率化を共に実現した場合が5割弱のケースでみられた一方、それ以外のケースが5割強あった。

以上の研究結果から業績改善が認められたのは水平型合併である一方、M&Aが必ずしも業績改善に結びついている訳ではないことが示された。

上記の研究結果に基づくと、M&Aにより業績が改善しているとは必ずしもいい切れない。ただし、これらの研究は買収企業に焦点をあてた研究であり、被買収企業への影響を把握することが、M&Aの全体的影響の理解には必要であろう。そこで本稿は、買収された側である被買収企業に注目する。この点が本稿の新規性である。

## 3. 分析方法と結果

### 3.1 サンプル

分析対象企業は、2014年から2017年3月までの間でTOBが行われた企業である。本稿ではマネックス証券のホームページにあるTOBのリストからサンプル企業を抽出し、財務諸表をEDINETにある有価証券報告書から収集した。そして分析する期間としてTOBが行われた日を含む会計期間をt期とし、その前年

(t-1期)とその翌年(t+1期)を用いた。

なお期間中に上場廃止となった企業、同一企業で複数回TOBが行われた企業、データに欠損値などの不備がありデータが取得できない企業、及び決算期の変更により財務諸表データが1年に満たない企業は分析対象企業から除外した。最終的に抽出された分析対象企業は40社である。

### 3.2 分析方法

本稿では、被買収企業におけるTOBの企業業績への影響を、収益性、安全性、及び成長性の3つの観点から検証する。

第一分析の対象は収益性であり、投下された「資本」から、どれだけ多くの「利益」が生み出されたのかをみるもので、資本の利用効率を測定するものである。収益性の指標には、総資本事業利益率(ROA)と自己資本当期純利益率(ROE)を用いる。ROAは企業の総合的な収益性を測る指標であり、営業利益に持分法利益、受取利息と配当金を足して使用総資本で割り計算した。ROEは株主に対してどの程度の利益を還元しているのかを測る指標である。TOBによりシナジー効果が期待され、売り上げの増加やコストダウンが図られ、利益の増加が期待されることから、収益性の指標は改善すると予想される。

第二分析の対象は、安全性であり、企業の財務構造や資金繰りが健全であり、債務不履行などの形で倒産に陥ることがない程度をみるものである。分析の指標には自己資本比率を用いる。自己資本比率は総資本に占める自己資本の割合のことで、企業経営に必要な資本を返済義務のない資本でどれだけ賄っているかを表す指標である。TOBにより、被買収企業の財務力の向上が期待される。買収企業が親会社となることで、金融機関からの借入れや、買収企業や投資家からの出資をうけやすくなると考えられる。もし、返済義務のある借入れで資金調達が行われれば、自己資本比率は低下し、他方、返済義務のない出資の形で資金調達が行われれば、自己資本比率は上昇する。

第三分析の対象は成長性であり、企業経営の拡大発展の度合いや今後の可能性を測定することである。安全性の指標には売上高成長率と営業利益成長率を用いる。売上高(営業利益)成長率とは、当期の売上高(営業利益)と前期の売上高(営業利益)を比較し、前期から比べてどれだけ伸びているかをみる指標である。TOBによって買収企業側の取引先を通じて売上高の増加やコストダウンにより営業利益の増加が見込まれることにより、成長性の指標は上昇すると予想される。

以上の指標を用いて分析を行う。分析手順は次の通りである。はじめに各企業の財務諸表データより、収益性、安全性、及び成長性に関する指標を計算する。次に、t期とt+1期の値からt-1期を差し引き、差

を計算する。最後に各社のt-1期との差の値について、統計的に有意であるかt検定を用いて検証する。t-1期との差がプラスで、有意性が確認されれば、TOB実施後に当該指標における効果を示していることになる。有意な差が確認できた指標に関しては、統計的に影響があったと判断することができる。

### 3.3 分析結果

表 1はROAとROEの分析結果である。はじめにt-1期からt+1期までの各年の平均値を計算したところ、ROAは0.97%、1.20%、1.37%、ROEは4.48%、3.33%、8.78%であった。続いてTOB前のt-1期との差について計算したところ、ROAは0.29%、2.20%、ROEは-1.15%、4.30%であり、t検定の結果はROAとROEのいずれもt+1期の値が、t-1期の値よりも有意に高いことを示している。このことは、TOBが行われた1年後に収益性が改善したことを示唆している。

表 2は自己資本比率の分析結果である。はじめにt-1期からt+1期までの各年の平均値を計算したところ、自己資本比率は43.68%、43.96%、45.88%であった。続いてTOB前のt-1期との差について計算したところ、0.29%、2.20%であり、t検定の結果はt+1期の値よりも有意に高いことを示していた。このことは安全性が上昇したことを示唆しており、又、資金調達が出資により行われたことを暗示している。

表 3は売上高成長率と営業利益成長率の分析結果である。はじめにt-1期からt+1期までの各年の平均値を計算したところ、売上高成長率は3.21%、4.19%、-1.75%、営業利益成長率は-25.79%、-5.16%、77.54%であった。続いてTOB前のt-1期との差について計算したところ売上高成長率は0.98%、-4.96%、営業利益成長率は20.63%、103.33%であり、t検定の結果、有意な差が確認できなかった。これらの結果はTOBにより成長性が上昇したとはいえないことを示唆している。

## 4. 結論と課題

### 4.1 結論

本稿の目的は、被買収企業におけるTOBの業績への影響を分析することであった。

はじめに収益性分析では、買収実施後に収益性が改善している傾向があることが示唆された。次に安全性分析では、買収実施後に安全性は高くなる傾向があることが明らかになった。最後に成長性分析では、統計的に有意であることが確認されなかったため、必ずしも改善につながっているとはいえない結果となった。

以上のことから、成長性では効果が確認されなかったものの、TOBにより被買収企業の収益性と安全性が上昇していることが示唆される結果となった。

本稿の分析結果は、全体的にみれば、TOBが被

買収企業の企業業績にプラスの効果を与えると結論付けることができる。また収益性が上昇していることが示唆されたが、このことはコストの削減効果や企業経営の効率が良くなったことを含意している。そして安全性が高まったことから、財務力強化により、借入れではなく、出資により資金調達が行われていることが示唆された。

以上のことからTOBは被買収企業の業績にプラスの効果があるといえるので、企業グループの業績にもプラスの影響を与えているといえる。そのため親会社の経営者に対して、TOBは企業グループ全体を強化するための経営手段の一つであると提案される。

### 4.2 課題

最後に、今後の研究課題を提示する。

第一に、合併やその他の買収方法にも焦点を当てることである。本稿ではTOBのみに限定し検証を行った。しかしM&Aには合併に加えて多種多様な手法があり、それぞれで得られる分析結果が異なってくるものと考えられる。

第二に、本稿で分析対象とした企業は、2014年から2017年3月までに行われたTOBの対象となった企業40社に限られていることである。少なくとも2014年に行われたM&A件数が2200件を超え、さらに年々増加していることを考えるとサンプルの少なさは否定できない。そのため今後は、より多くのサンプルを取り入れた研究が行われることが必要になってくる。

第三に、分析期間を広げることである。本稿では、財務諸表分析の期間をt+1期までとして分析を行った。これは、期間が長いとTOB以外のその他の要因が影響を及ぼすと考えたためである。ただし、2.2でレビューした岡部・関(2010)では「M&Aの企業経営への効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるのは一般に3年程度を経過した後である」としていた。そこで期間をt+3以上に伸ばして長期間の検証をすることが必要になってくると考えられ、そのことによりTOBを含むM&Aの効果を把握することができると考えられる。

第四に、買収した側の企業である買収企業の水平型や多角化などの属性の違いや業種の違いがもたらす業績への影響がどのような結果をもたらすのかを検証することである。これらの点が今後の研究課題である。

### 引用文献

- [1] 井手正介・高橋文郎(2009)『ビジネス・ゼミナール 経営財務入門(第4版)』日本経済新聞社。
- [2] 岡部光明・関晋也(2006)「日本における企業M&A(合併および買収)の効果-経営の安定化と効率化に関する実証分析-」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』 No.107, pp.1-52.
- [3] 小本恵照(2002)「合併によって企業業績は改善し

たか?」『経営分析研究』第19号, pp.1-22.

[4] 小本恵照・尾関純(2009)『なるほど図鑑 M&A のしくみ(第3版)』中央経済社.

[5] 桜井久勝(2017)『財務諸表分析(第7版)』中央経済社.

[6] 田邊豊(2010)「日本の M&A における買収企業の株効果」『立教ビジネスデザイン研究』第7号, pp.33-45.

[7] 谷武幸・桜井久勝(2009)『1からの会計』中央経済社.

[8] 弘兼憲史(2006)『知識ゼロからの M&A 入門』幻

冬舎.

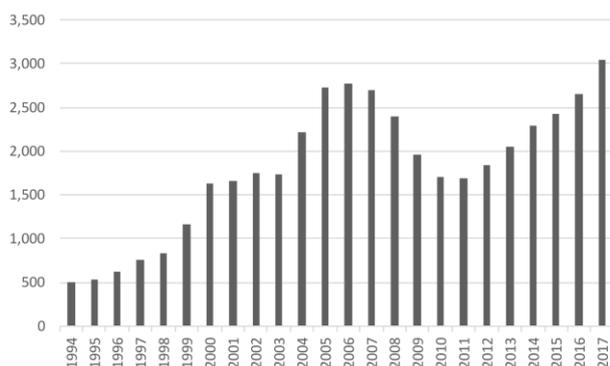
[9] マネックス証券:  
<https://mst.monex.co.jp/mst/servlet/ITS/info/Tab>

[10] 森久・王子婿(2013)「わが国における M&A の長期定期株価効果」『経営論集』60巻 第2・3号, pp1-26.

[11] MARR Online-M&A 情報・データサイト-:  
<https://www.marr.jp/genre/graphdemiru>

[12] M&A Online: <https://maonline.jp/>

図 1 M&A 件数の推移



(出所)「MRRR Online」より筆者作成

表 1 収益性分析の分析結果(N=40)

	ROA			ROE		
	平均値	t-1期との差	t値	平均値	t-1期との差	t値
t-1期	0.97%	-	-	4.48%	-	-
t期	1.20%	0.23%	0.55	3.33%	-1.15%	0.57
t+1期	1.37%	0.39%	1.92*	8.78%	4.30%	1.79*

\*は、5%水準で有意であることを示している。

表 2 安全性分析の分析結果(N=40)

	自己資本比率		
	平均値	t-1期との差	t値
t-1期	43.68%	-	-
t期	43.96%	0.29%	0.33
t+1期	45.88%	2.20%	2.04*

\*は、5%水準で有意であることを示している。

表 3 成長性分析の分析結果(N=40)

	売上高成長率			営業利益成長率		
	平均値	t-1期との差	t値	平均値	t-1期との差	t値
t-1期	3.21%	-	-	-25.79%	-	-
t期	4.19%	0.98%	0.46	-5.16%	20.63%	0.25
t+1期	-1.75%	-4.96%	1.40	77.54%	103.33%	1.46