

研究指導 大橋 良生 准教授

企業再編活動の手法と実態調査

安藤 優雨

1. 本研究の目的

1.1 本研究の背景

はじめに、本研究の背景として、武田薬品工業がシャイアーの買収を行った事例を紹介する。昨年、日本では過去最高額である価格でM&Aが行われたと注目された。その内容は次の通りである（日本経済新聞 2018a、2018b、2018c、2019）。

2018年5月8日、武田薬品工業はアイルランド製薬大手シャイアーを総額約460億ポンド（約6兆8千億円）で完全子会社化すると発表した。12月5日、株主の同意を得るために臨時株主総会を開いた。創業者の一部が反対していたが、株主の過半数を占める機関投資家が賛成し、株主全体の3分の2以上を得ることができ、株主の同意を獲得した。買収が承認されたものの、巨額負債による財政悪化が懸念されたことから、武田薬品工業の株価が急落した。買収完了後、3年後には年14億ドル（約1500億円）のコスト削減が可能になるとしている。また、武田薬品工業の重要研究分野としてきた消化器、中枢神経、がんに加え、シャイアーが強みを持つ希少疾患、血管製剤がグループ全体の売上高75%を占めることになる。

武田薬品工業の創業者一族は、買収価格に対する効果に不安を感じ、買収に対し反対意見であった。大株主の承認が得られ、本案件は実行される運びとなったが、株価下落が示しているように、投資家の中には、その効果に疑いを抱いていることがわかる。そこで、M&Aの手法と成果について検証することとした。

1.2 M&Aの期待される成果と問題点

M&Aの期待される効果と事例からあげられる問題点を整理する。M&Aの期待される具体的な効果として、第一に、規模の経済性を拡大することがあげられる。不動産や設備などの有形資産や、技術、ノウハウ、顧客、取引先などの無形資産を取り込むことで事業が拡大する。第二に、収益性を安定させるために事業の多角化の効果があげられる。新規事業への参入などリスクが考えられる場合は、既にその分野で成果を上げている企業を買収することでリスクの低減ができる。それに伴う技術力の向上効果もあげられる。第三に、海外企業に対しM&Aを行う場合の節税対策がある。税率の低い国の企業を買収することで、第三国に新本社を設立し、合法的に節税を行うこと

ができる。

また、これらのM&Aの具体的な効果に加え、相乗効果とも言われるシナジー効果が期待できる。シナジー効果とは、1+1が2以上になることと表現されている様に、M&Aを通じて当初の両社の合計以上の効果を獲得する源泉となりうるものである。

他方、問題点として、買収価格に対する効果が不確実であることがあげられる。上記の事例では、買収価格が約6兆8千億円という高額であることが指摘されている。過半数を占める機関投資家が賛成した一方、創業者一族は買収対価に見合うリターンが獲得できるか否かに懸念を抱いていた。すなわち、相応のシナジー効果を得ることができるのかについて不確実な要因が多いことが想定される。

そこで、本研究ではM&Aの手法を整理した上で、実際に用いられている手法やその成果について実態調査を行う。実態調査から、M&Aを行った企業において上記の期待される効果が実現したのか否かを考察する。

2. M&Aの手法

本節では、M&Aonlineに基づいて、M&Aの手法を説明する。図表1は手法の一覧である。企業再編成の手法の一つであるM&Aは、Merger and Acquisitionの略であり、「合併」と「買収」からなる。

「合併」から説明していく。合併は「新設合併」「吸収合併」に分けられる。

「新設合併」とは、二以上の企業が行う合併であり、合併により消滅する権利義務の全部を合併により設立する企業に承継させるものをいう。経営者は消滅企業の株主に対し、株式（または社債など）を対価として渡す。すなわち、新設会社の株主は、両消滅会社の株主で構成される。

「吸収合併」とは、企業が他の企業と行う合併であり、合併により消滅する企業の権利義務の全部を合併後存続する会社に承継させるものをいう。経営者は消滅企業の株主に対し、金銭又は株式を対価として渡す。すなわち、消滅会社の株主は株主の地位を手放すか存続会社の株主となることとなる。

次に「買収」について説明する。買収は「株式買収」と「事業買収」に分けられる。まず「株式買収」について説明する。「株式買収」はさらに「株式譲渡」、「株式交換」及び「株式移転」に分けられる。

「株式譲渡」とは、売り手が買い手に保有株式を売

却することで、会社の経営権を譲り渡すことである。

株式譲渡の一形態である「MBO」とはManagement Buyoutの略であり、企業や事業部門の経営陣が、会社や事業部門を買い取り、経営権を獲得する手法である。「MEBO」とはManagement and Employee Buy Outの略であり、経営陣と従業員が一体となって自社の経営権を取得する手法である。これらが行われると既存株主は株主の地位を離れ、経営者や従業員といった企業内部者が株主となる。

「TOB」とはTakeover BidまたはTender Offerの略であり、株式公開買付のことである。大量の株式を短時間で取得するために、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手続きを行う必要があり、この手続きがTOBである。これにより、既存株主は株主の地位を離れ、一定数以上の株式を持つ大株主が登場することとなる。

「株式交換」とは、買い手企業が自社の株式と売り手企業の株式を交換することで、既存会社を自社の100%子会社とする手法である。これにより、買い手企業の株主は、既存株主と子会社化された株主から構成されることとなる。

「株式移転」とは新たに持株会社となる親会社を設立し、既存会社の株主に新しく設立した会社の株式を割り当てることで、親会社の100%子会社になる手法である。子会社となる企業の株主は新設された親会社の株式と交換し、親会社の株主となる。

続いて、「事業買収」について説明する。事業買収は「事業譲渡」、「会社分割」及び「現物出資」に分けられる。

「事業譲渡」とは、会社の事業のみ、あるいは特定の事業部門のみを売却する方法で、複数の事業を手がけている企業が、1事業のみ切り離したい場合によく行われる手法である。買い手企業は、新事業を獲得するために、譲渡代金を現金で支払う。この時、一般的には株式の移動はないため、両社とも株主構成は変化しない。

「会社分割」とは、企業を複数の法人格に分割し、それぞれに組織や事業を引き継がせる手法である。グループ内組織再編としても用いられ、分割した企業を他社が引き継ぐ手法としても利用される。会社分割が行われると存続会社に加えて、その一部の事業を引き継ぐ新設会社が成立する。このとき、存続会社の株主は変わらない一方、存続会社は新設会社の株主となる。

「現物出資」とは、現金以外の株式や事業などで出資することである。このとき、買い手企業は、新事業を獲得するために、株式を発行する。すなわち、現物出資を行った主体が、買い手企業の株主となる。

このように、M&Aの手法は多岐にわたり、また、手法により経営者や株主、事業内容に異なる影響があることがわかる。

3. 先行研究

井上・加藤(2003)は、1990年から2002年までの国内上場企業間のM&Aについて、M&A取引の目的や性格が取引全体の経済性に影響を持ち、さらに買収価格の設定が買い手側企業と売り手側企業間の価値の配分に影響を持つという見通しに基づき、株価効果の要因分析を行っている。分析結果は、M&Aが全体として株主価値を増大していることを示している。M&Aの取引目的と性格が、株価効果の背景となる取引のNPV(正味現在価格)の大きさに関連性があること、買収プレミアムが買収企業と対象企業の価値の配分を決定付けていることが判明した。なお、M&Aによる付加価値は、経営改善効果ではなく、事業上の関連性に基づくシナジー効果によるものであると考えられると考察している。

この先行研究では、買収価格の設定に基づいて、買い手側企業と売り手側企業の株価効果について検証されている。株価を用いた検証を行っている先行研究に対し、本研究では財務諸表で公開される利益数値からM&Aの効果を考察することとする。

4. 実態調査

4.1 M&A 件数の調査

マネックス証券のホームページに掲載されているリストを用いて、2013年から2018年の間で行われた合併、株式交換、株式移転、TOBのそれぞれの件数の推移を調べた。なお、次項で示すM&Aの成果の調査との関連から、東日本大震災の影響が反映されていると考えられる2012年及びそれ以前のデータは除くこととした。図表2はその調査結果を示している。

合併案件数は調査した手法の中で件数が最も少ないことがわかる。調査期間で最も多いときで年間10件であった。株式交換は合併よりは多く行われているが、多いときで20件程度である。株式移転は株式交換よりもやや少なく、平均して年間10件であった。TOBは、4つの手法の中で最も多く利用されており、平均して年間50件程度であった。

この調査結果から、毎年、M&Aが行われていることや、各手法が用いられていること、及び、4つの手法の中ではTOBが最も利用されていることがわかる。

4.2 M&A 成果の調査

EDINETに収録されている、各上場企業の有価証券報告書を用いて、損益計算書に記載されている当期純利益、営業利益、経常利益を効果を測定する指標とした(谷・桜井2009)。株式移転は実際に行われている手法だが、新設会社を設立するため、データが存在しないので調査から除く。

当期純利益とは、企業が設定した期間(通常、1年)の企業活動の結果、獲得した最終的な利益のことである。営業利益とは、営業活動からの利益であり、本

業の成果であり、重要視される利益である。経常利益とは、日常業務の成果を示す利益である。

M&A成果の測定は、M&A実施日を含む会計期間をt期とし、その前期t-1期の実績との比較により行った。t期の利益がt-1期の利益を上回っていればプラス効果があったとみなすこととした。また、データがそろった案件に基づき、プラス効果の案件とマイナス効果の案件のそれぞれの割合を手法ごとに計算した。

第一に、当期純利益の調査結果である。調査結果は図表3に示されている。合併では、データがそろった案件は23件であった。プラス効果は18件で78.3%、マイナス効果は5件で21.7%であった。株式交換では、データがそろった案件は83件であった。プラス効果は62件で74.7%、マイナス効果は21件で25.3%であった。TOBの136件は、プラス効果76件で55.9%、マイナス効果60件で44.1%であった。マイナス効果であった案件がプラス効果の案件とほぼ同等数であった。

第二に、営業利益の調査結果である。調査結果は図表4に示されている。合併では、プラス効果は16件で69.6%、マイナス効果は7件で30.4%であった。株式交換では、プラス効果は44件53%、マイナス効果は39件47%であった。TOBでは、プラス効果は77件56.6%、マイナス効果は59件で43.4%であった。

第三に経常利益の調査結果である。調査結果は図表5に示されている。合併では、プラス効果は16件69.6%、マイナス効果は7件30.4%であった。株式交換では、プラス効果は50件60.2%、マイナス効果は33件39.8%であった。TOBでは、プラス効果は77件56.6%、マイナス効果は59件43.4%であった。

以上から、全体的にはプラス効果の案件が多いことがわかるが、M&Aの手法によってはマイナス効果である案件も存在していることがわかる。

5. 結論と課題

本稿の目的は、M&Aの手法を整理し、実際のどれくらい用いられているか、及び、M&Aに期待されている効果が利益数値に表れているのかを調査することであった。

実態調査の結果、合併、株式交換、株式移転、TOBの中では、最も実施件数が少なかった手法は合併であり、最も多かった手法はTOBであることが分かった。同じM&Aの手法でも、実際に用いられる手法には偏りがあることが指摘できる。

続いて、合併、株式交換、TOBの3つの手法別に、当期純利益、営業利益、経常利益のM&A前後の比較を調査した結果、各手法とも、概ね、プラス効果の案件が、マイナス効果の案件よりも多いことが確認さ

れた。ただし、TOBでは他の手法と比べ、プラス効果の案件数とマイナス効果の案件数が均衡していることがわかった。今回の調査は、実施前後の利益数値の比較であったが、必ずしもプラス効果となる案件ばかりではないことが示された。

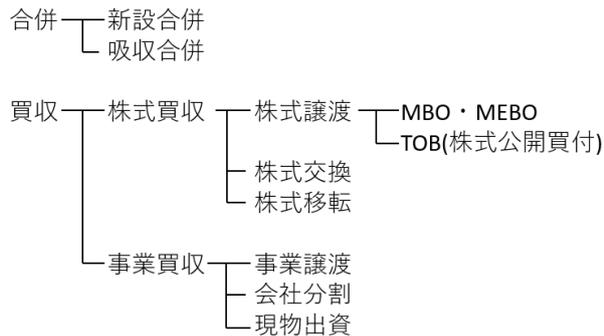
経営者は、M&Aを行う際、対象企業の選択が期待される効果を実現するために重要であるといえる。M&Aを行う前に、対象企業の業績や営業活動の内容から、M&A後に実現される効果を見積り、それと対応する適正な買収価格を設定する必要が求められる。

なお、今後の課題として次の点があげられる。第一に、実態調査の範囲を2012年以降も行うことである。特に株式移転に関して、実施件数68件に対し、データが得られた企業が2件であったことから、さらに調査範囲をひろげ、効果の測定をすることが必要である。第二に、業種別で効果を測定することである。本研究では業種を絞らずにM&Aを行った企業の財務諸表を用いて検証を行った。シナジー効果の実現には事業内容が影響すると考えられることから、手法に加えて、当事会社の業種を考慮した分析が必要であろう。これらの点は、今後の研究課題である。

参考文献

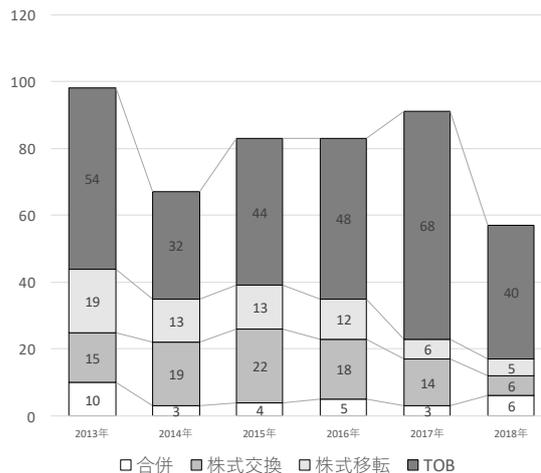
- [1] 井上光太郎・加藤英明(2003)「M&A発表日の株価効果に関する要因分析」『現代ファイナンス』13巻,pp3-28.
- [2] 小本恵照・尾関純(2009)『なるほど図解 M&Aのしくみ(第3版)』中央経済社.
- [3] 谷武幸・桜井久勝(2009)『1からの会計』中央経済社.
- [4] 日本経済新聞(2018a)「武田、シャイアー買収で合意 日本企業で過去最大額」5月18日.
- [5] 日本経済新聞(2018b)「武田薬品、シャイアー買収を承認 臨時株主総会」12月5日.
- [6] 日本経済新聞(2018c)「シャイアー買収の武田株、13年以來の4000円割れ」12月7日.
- [7] 日本経済新聞(2019)「武田、シャイアー買収で新株7.7億株 株価は大幅高」1月7日.
- [8] 服部暢達(2004)『実践M&A マネジメント』東洋経済新報社.
- [9] 弘兼憲史(2006)『知識ゼロからのM&A入門』株式会社光邦.
- [10] マネックス証券 <https://mst.monex.co.jp>
- [11] M&Aonline <https://maonline.jp/categories/.jiten>

図表1 M&A手法の一覧



(出所) M&A onlineに基づき筆者作成

図表2 M&A件数の推移



(出所) マネックス証券のホームページを参考に著者作成

	合併		株式交換		TOB	
	プラス効果	マイナス効果	プラス効果	マイナス効果	プラス効果	マイナス効果
2018年	3	0	0	1	6	4
2017年	2	1	7	7	20	17
2016年	1	4	8	8	11	9
2015年	1	0	16	6	13	10
2014年	2	1	10	8	10	13
2013年	7	1	9	3	17	6
合計	16	7	50	33	77	59
割合	69.6%	30.4%	60.2%	39.8%	56.6%	43.4%

図表3 当期純利益の調査結果

	合併		株式交換		TOB	
	プラス効果	マイナス効果	プラス効果	マイナス効果	プラス効果	マイナス効果
2018年	3	0	0	1	7	3
2017年	2	1	3	11	19	18
2016年	1	4	8	8	11	9
2015年	1	0	15	7	12	11
2014年	2	1	10	8	13	10
2013年	7	1	8	4	15	8
合計	16	7	44	39	77	59
割合	69.6%	30.4%	53.0%	47.0%	56.6%	43.4%

図表4 営業利益の調査結果

	合併		株式交換		TOB	
	プラス効果	マイナス効果	プラス効果	マイナス効果	プラス効果	マイナス効果
2018年	3	0	0	1	5	5
2017年	3	0	10	4	23	14
2016年	2	3	8	8	13	7
2015年	1	0	18	4	12	11
2014年	3	0	17	1	9	14
2013年	6	2	9	3	14	9
合計	18	5	62	21	76	60
割合	78.3%	21.7%	74.7%	25.3%	55.9%	44.1%

図表5 経常利益の調査結果