

研究指導 大橋 良生 講師

株式公開買付の財務的効果

収益性と売上指標の観点から一

安齋 朱美

1. はじめに

企業が競争社会で生き残っていくためには、経営の多角化や大企業化などが不可欠であり、近年でも企業同士の合併や買収が多く行われている。そこで、本稿ではM&Aの歴史や期待される効果についてまとめ、収益性と売上高の観点からM&Aの効果について研究した。

1.1 M&Aとは

M&Aとは「Merger（合併） and Acquisition（買収）」の略語であり、日本語では企業の合併・買収と訳される企業の組織的戦略をいう。形態はさまざまだが、その本質は経営権の移転にあり、「合併」と「買収」に大別される。

合併とは複数の会社組織を1つに統合することである。合併する会社をすべて消滅させて新たな会社をつくる新設合併と、1つを存続会社とし他の会社は消滅させる吸収合併がある。

買収は株式や事業(資産)を買収し、会社の所有権を得ることであり、主な方法に株式買収と事業譲渡がある。事業譲渡は、必要な事業だけを選択して取得できること、買収された企業は消滅しないことが特徴的な方法である。株式買収は、企業の株式を買うことでその企業を手に入れる方法で、発行済み株式の買収か新たに発行された新株の買収かの2通りのやり方がある。どちらにせよ、すべての株式を取得せずとも一定割合以上の株式の取得により、所有株式の割合に応じた議決権を得ることができるのが株式買収の利点である。

発行済み株式の買収の方法は主に3通りある

が、そのうちの1つはTOB（株式公開買付）である¹。新聞などで公告し、市場を介さずに不特定多数から株式を買い集める方法である。近年のM&A増加に伴い、TOB実施件数も増えつつある。

1.2 M&Aの歴史(参考:堀井、2007)

M&Aのはじまりはアメリカである。基幹産業においてシェアの拡大を目的とする水平統合型の同業間買収が相次いだ1890年頃から1900年初頭が第1次M&Aブームとされる。1920年代の第2次ブームでは、原料供給源の確保やコスト競争力の強化など生産効率の向上を目指した垂直統合型の合併・買収が多く行われた。その後、1960年代には経営の多角化による企業成長を目的とした異業種間の第3次M&Aブームが起こる。第4次ブームとされるのは、第3次ブームによる企業の肥大化を改善させ、より高度な成長が見込める分野へ進出することを目的とした1980年代の合併・買収である。そして、1990年代から現在に至るまでを第5次ブームとしている。

日本では、1980年代頃からM&Aが企業に普及し、80年代後半にはバブル景気を背景に、日本企業による外国企業の買収が盛んに行われるようになった。M&A増加の主な要因として、株式交換制度や持株会社制度の解禁など、企業が合併・買収を実施しやすくなる制度が整備されたことが挙げられる。

¹ 他に、証券市場で株式を買う市場取引、市場を介さずに特定の株主と1対1で取引を行う相対取引がある

1.3 M&A に期待される効果

一つ目は、シナジー効果である。流通経路や研究技術、設備などを共有することによって売上の増加やコスト削減が可能となり、生産や技術、経営管理などの面で有効である。

二つ目に、時間を買うことができる点である。既存の企業の経営資源や世間からの信用などを受け継ぐことができ、新たに事業を始めるよりも大幅に時間を短縮することができる。

後継者難のために企業を売却する場合でも、創業者利益を得られる、廃業せずに済むので従業員の雇用確保が可能であるなどの利点が挙げられる。また、事業譲渡などによって不採算事業からの撤退が可能となり、経営資源を企業の核となる事業に集中させることもできる。

2. 先行研究概観

宮宇地(2007)はM&A実施企業の収益性について研究した。分析によると、M&Aによる業績改善効果は年度毎の変化としては観察されないが、累積的な差として観察される。つまり、M&Aによって本業の収益性(営業利益)は改善する可能性があるとしている。

鈴木・小倉(2007)はM&Aにおけるコスト低減活動と研究開発活動が財務効果として表れるかを検証した。分析結果によると、M&Aによる研究開発活動は財務指標の改善に効果を示さないが、コスト低減活動は財務指標の改善を促すとしている。

深尾ほか(2006)は、日本企業と外国企業で買収のターゲットとなる企業に財務面での違いはあるのかを研究している。日本企業は低利潤率や負債比率が高く、収益性や生産性の低い企業をターゲットにする傾向にあるという。そしてその効果は特に得られていないとしている。これらの理由として、日本企業のM&Aの目的は企業の再編や救済にあること、外国企業は迅速な事業展開と確実なシナジーを狙っていることなどを挙げている。

花村(2010)は、M&Aによる買い手およびターゲット企業の株価効果を分析している。分析の結果、買い手企業の株主にとって、TOBや株式交換では短期的には株主価値は増大しないとしている。

このように、企業のM&Aの効果を分析した先行研究ではM&Aによって財務効果は表れる可能性はあるものの、短期的な見方ではあまり効果は期待されないことがわかる。これらの先行研究では主に利益に着目してM&Aの効果を検証している。そこで、本稿では企業の収益性に加え、売上高の観点からもM&A実施の効果を分析する。

3. 本研究の枠組み

3.1 サンプル・セレクション

一般に、M&Aの効果が表れるまでには3年程度かかるとされる。そこで本研究の分析対象は、現在から遡って財務データの入手が可能な2007年にTOB(株式公開買付)を実施した35社²とする。なお、この数は2007年のTOB実施企業102社³から内部の経営者による買収(MBO)やTOB不成立、買手またはターゲット企業どちらかのデータがすべて揃わなかったなどを除いたものである。

分析に用いる財務データは、金融庁が運営する有価証券報告書等の開示書類を閲覧するホームページ(EDINET)に掲載されている連結財務諸表もしくは単独財務諸表のものである。

本稿では2007年を軸として、TOB実施の1年前である2006年、実施後1年の2008年から2010年までの財務データを用い、TOB実施企業について売上と収益性の指標を用いてM&Aの効果を分析した。

3.2 収益性と売上指標

収益性は、利益をいかに効率的に得られてい

² 収益性分析は、異常値が発生した2社を除いた33社で行った

³ M&A情報サイト「ストペディア」調べ

るかを表すもので、本稿ではROE(株主資本利益率)によって分析する。ROEは当期純利益を純資産で除することで求められる。2006年のROEは、買い手とターゲット企業それぞれのROEをもとに算出した値を用いている。合併前と比べ、年ごとにどう変化したのか分析する。

売上高指標の1つは、売上高である。買い手企業とターゲット企業の2006年の売上高を単純合計し、合併前の仮定の売上高とする。2006年の合計売上高と各年との差を求めて分析する。

2つ目は、市場占有率⁴である。占有率は各年度の『日経市場占有率』(日本経済新聞出版社)によって調べた。買い手およびターゲット企業が同業種ならば占有率は伸び、異業種であるならば合併後の占有率に変化は生じないことが予想される。買い手企業のそれぞれの市場に占める割合の推移を検証する。

4. 分析の結果

4.1 収益性指標

表1は、企業ごとにROEを求め、分析した結果である。

全体の2006年の株主資本利益率は平均すると11.29%であるのに対し、3年間の平均は2.80%で、8.50ポイントの減少となっている。また、年ごとに合併前の数値と比べても平均はすべてマイナスの数値となっている。

企業別⁵では、各年で合併前よりROEが高くなったものもある。しかし、2006年比が高くなったのは3年間の平均では33社中5社しかなく、そのほとんどの増加幅は7ポイント以下である。逆に、最大の減少幅は85ポイントで、3年間平均では最大で44ポイントのマイナスがみられる。

これらを総合すると、買収によって収益性は必ずしも向上するとは言えないものとなった。これは、深尾ほか(2006)や宮宇地(2007)が

すでに明らかにしている研究結果と同様である。

表1 収益性の分析結果

年	ROE (%)		ROE改善 (社/33)
	平均	2006年比	
2006年	11.29		
2008年	5.26	-6.03	11
2009年	-1.58	-12.87	5
2010年	4.70	-6.60	8
08~10年	2.80	-8.50	5

4.2 売上高指標

表2は、各企業の売上高を年別に分析した結果である。

売上高の全企業の3年間の平均は、合併前と比べると121,823百万円の減少である。3年間平均の最大の増加は233,896百万円で、最大の減少は3,082,000百万円である。

年ごとの平均値をみると、2008年は合併前に比べて増加しているものの、年々売上高が減少し、その減少幅は大きくなっている。合併前よりも売上高が増えたのは35社中最大でも19社で、年を経るごとにその数も減少している。

企業ごとでは、年々売上高を伸ばしているものも僅かながら見ることができるが、ほとんどの企業は減少している。

売上高増加をもたらす可能性はあるが、平均的にみると、売上高の向上を促すとは一概には言えない結果となった。

市場占有率は、それぞれの事業において年経過とともに市場占有率が高くなっているものもあれば、低くなっているもの、さらにはその年によって占有率が増減しているものもある。

また、売上高と市場占有率の関係性についても調べた。売上高は増加(または減少)しているのに市場占有率は減少(または増加)しているいわゆる比例関係にある年と、売上高が増加しているならば市場占有率も増加、減少ならば減少、といった反比例の関係にある年が見られた。

さらに、買い手企業とターゲット企業は同業

⁴業界全体の売上高に占めるある製品やサービスの売上高の割合

⁵スペースの関係上、表としての分析結果は省いた

か否かも調べたが、どちらの場合でも合併前に比べて市場占有率の増加と減少が見られ、関係性を見いだせなかった。同業であれば占有率は高まり、異業種間であれば変化しないと予測していたが、それとは異なる結果となった。

以上のことから、市場占有率と売上高との間には連動関係は見られないという研究結果とする。

表 2 売上高の分析結果

年	売上高（百万円）		売上高増 （社/35）
	平均	2006 年比	
2006 年	1,435,952		
2008 年	1,452,182	16,230	19
2009 年	1,329,938	-106,014	16
2010 年	1,160,266	-275,686	13
08～10 年	1,314,128	-121,823	16

5. まとめと今後の課題

検証の結果、売上高・収益性のどちらの観点からも、企業が M&A を行うことの効果は本研究では見受けられなかった。

しかし、本稿では売上高・収益性を判定する指標としてそれぞれの年の単純合計もしくは単純平均の値を用いただけで、統計的な検定はサンプル数の関係上行っていない。そのため、行った場合は結果が変わってくる可能性がある。

また、今回分析に用いたデータは 2006 年から 2010 年までのもので、世界的な経済問題となったリーマンショックが起きていた時期と重なる。それにより、本来の営業活動が出来ていなかった可能性も示唆されるため、短期間だけの分析でなく、より長期的な分析を行うことも必要である。

市場占有率については、今回占有率がわからなかった小さな企業などについてもさらに詳しく検証することで新たな研究結果が生まれる可能性は捨てられない。

これらが本研究からの今後の課題である。

主要参考文献・URL

- [1] 菊地正俊『日本企業を強くする M&A 戦略』株式会社 PHP 研究所、2010
- [2] 鈴木浩三・小倉昇「M&A と提携が財務業績に及ぼす影響：コスト低減の視点を交えた企業間関係の効果測定」*管理会計学*、15(2)：77～91、2007
- [3] 田村俊夫『MBA のための M&A』有斐閣、2009
- [4] 『日経市場占有率』日本経済新聞社、2007～2011 年版
- [5] 花村信也「M&A の短期株価効果に関する検証：2000 年から 2007 年の M&A 取引の実証分析」*年報経営分析研究*、(26)：20～29、2010
- [6] 樋口沙也香・宗像亜美「銀行と信用金庫の再編効果」*会津大学短期大学部卒業論文*、2009
- [7] 弘兼憲史『知識ゼロからの M&A 入門』幻冬舎、2006
- [8] 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆「M&A と被買収企業のパフォーマンス：対日 M&A と国内間 M&A の比較」*独立行政法人経済産業研究所*、6 J 024、2006
- [9] 堀井直美「日本企業と M&A ～歴史的観点における今後の考察～」*会津大学短期大学部卒業論文要旨集*、2007
- [10] 宮宇地俊岳「M&A 実施企業の収益性推移の分析」*企業会計*、61(8)：133～139、2009
- [11] 宮島英昭『日本の M&A』東洋経済新報社、2007
- [12] EDINET <http://info.edinet-fsa.go.jp/>
- [13] ストペディア <http://www.stpedia-ma.com/>