

株式公開買い付け(TOB)に対する 市場の反応

目 次

- . はじめに
- . 背景：分析手法の紹介
- . 分析結果：ケース・スタディ
- . おわりに

南山大学経営学部助教授 徳永 俊史

昨年末から今年にかけて日本の株式市場に起きた大きな出来事として、株式市場全体に関しては、株式市場の回復トレンドや増配企業の増加が挙げられるが、個別ケースとしては、ソトーを巡る株式公開買い付け(TOB)^{注1}合戦がある。今回は、TOBの発表があったとき、市場はそれをどのように評価するのかを考察したい。

. はじめに

今年に入り、世界的に M&A(買収・合併)ブームが再来したようである(日本経済新聞(2004.3.7.)「M&A、世界で復調」より)。特に興味深いのは、敵対的買収の増加である。敵対的買収とは、買収を仕掛ける企業が買収相手の意向に関わらず(賛同を得ないまま)買収を仕掛ける方法である。この敵対的買収が目目されたのは、1980年代のアメリカである。日本でも、ボウスキー氏、ピケンズ氏、アイカーン氏などを“乗っ取り屋”と呼んだ本が出版されて話題となった。

TOBは、不特定多数の投資家から特定企業の株式を買い集めることができるので、敵

^{注1} 株式公開買い付け(TOB: Takeover Bid)とは「通常ある企業の経営権の全部もしくは一部分を取得することを目的にして、当該企業の株式の一定数量を、一定価格で、一定期間、取引所市場外で買い付ける旨を(新聞などに)公表し、かつ実行すること」(日本証券アナリスト協会編『基本証券分析用語辞典』白桃書房より)をいう。なお、最近では、自社株買いを目的とした利用も可能である。

図表 1 : M & A の状況

年	件数	2003年の内訳					
1986	418	<マーケット別>					
1987	382		[IN-IN]	[IN-OUT]	[OUT-IN]	[OUT-OUT]	
1988	523	元	国内企業	国内企業	海外企業	海外企業	
1989	645	先	国内企業	海外企業	国内企業	海外企業	
1990	754		78.2%	12.3%	9.1%	0.4%	
1991	638	<形態別>					
1992	483	買収	資本参加	営業譲渡	出資拡大	合併	
1993	397	37.2%	27.4%	24.4%	7.2%	4.1%	
1994	505	<目的別>					
1995	531	既存事業 の強化	関係強化	周辺拡大	パイアウ ト・投資	新規参入・ 多角化	その他・ 不明
1996	621	68.4%	6.8%	3.2%	9.7%	4.5%	7.3%
1997	753						
1998	834						
1999	1169						
2000	1635						
2001	1653						
2002	1752						
2003	1728						

対的買収の代表的な手法である。従って、TOB と聞くと非友好的なイメージを持つ人が多いのも事実である。しかし、敵対的買収が注目された 1978 年から 1987 年の 10 年間、アメリカで実行された TOB 1,053 件のうち 728 件は友好的な TOB であり、逆に敵対的な TOB は 325 件にすぎない(Mergers & Acquisitions 誌より各年の数値を集計)。では、なぜ悪いイメージがあるのか？ 実は、友好的な TOB のうち最終的に不成功に終わった割合は 2.88%であるのに対して、敵対的 TOB のうち最終的に不成功に終わった割合は 51.38%に達する。もちろん、相手の賛同を得ていないということで、敵対的 TOB の成功/不成功は 50/50 という事かもしれない。しかし、あえて相手の同意を得ない TOB を敵対的買収と呼ぶとしても、この敵対的買収は経営のスピードが問われているケースでは有効といえる。

話を M&A に戻すと、昨年の日本における M&A の増加は、持ち合い解消が進み浮動株が増えたことや株価に割安感があることが背景にある(朝日新聞(2004.3.20.)「外資動き M&A 活発」より)。図表 1 は、日本の M&A の状況をまとめたものである。^{注2} 日本における M&A は 1990 年にピークをむかえた後、いったん減少に転じている。そして、2000 年にむけて再び上昇し現在に至っている。2003 年の『経済財政白書』(平成 15 年度年次経済財政報告(平成 15 年 10 月 24 日)、136 ページ)でも指摘されているが、国内企業同士の

注2 本データは、内閣府経済社会総合研究所が主催している M&A 研究会サロンの報告書資料から作成した(梅本建紀(2004)「わが国の M&A の現状と課題(抜粋)」資料より。データ出所は、梅本氏が所属している株式会社レコフによる)。

M&A が比重を高めている。これは、国内企業の再編が活発化していることを意味する。

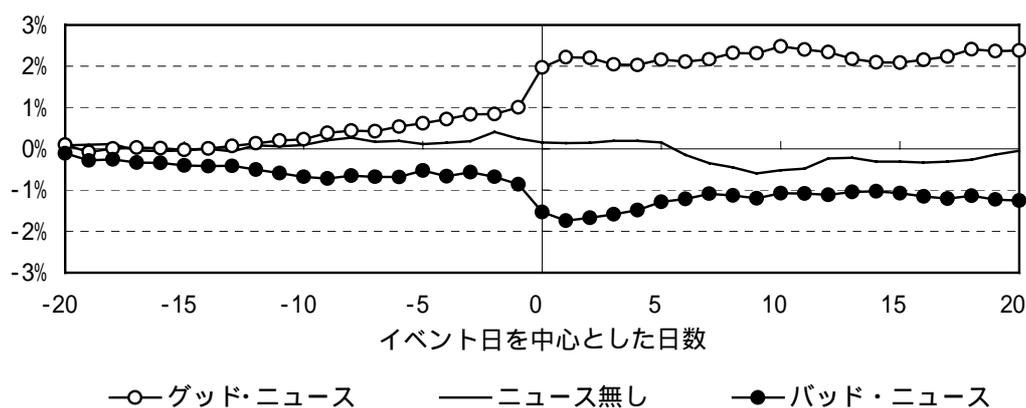
今回の連載では、最近日本で実行された TOB のケースをとりあげ、そのニュースに対する株式市場での反応を伝統的な手法に基づき分析する。次の章ではその分析手法を紹介する。

． 背景：分析手法の紹介

ここでは、次章で行うケース・スタディで利用する分析方法について紹介する。この方法は「イベント・スタディ (Event Study)」と呼ばれ、過去の連載でも何度か利用した。もちろん、TOB の分析に使う手法というわけではなく、様々な現象を分析するのにこの方法が利用されている。この方法の解説としては、Campbell, Lo, and MacKinlay (1997) 「*The Econometrics of Financial Markets*」 Princeton . が具体例からこの方法の問題点まで大変詳細な議論を展開している。

「イベント・スタディ」は、言葉の通り、調査対象となるイベントの前後で株価がどのように変動するのか考察する手法である。具体的に、図表 2 を使って説明する。これは、利益情報の公表日をイベント日とし、その前後 20 日間に株式リターンがその期待される値からどれだけ乖離したのかその累積乖離 (累積超過リターン) をプロットした図である (Campbell, Lo, and MacKinlay (1997) の Table 4.1. と Figure 4.2a. より作成)。

図表 2：市場モデルに基づく累積異常収益率



まず目に付く大きな特徴は、イベント日でのリターンである。利益に関する良い情報が流れた企業は、正の超過リターンを獲得する。逆に、利益に関する悪い情報が流れた企業は、負の超過リターンを獲得する。さらに、情報の無い企業の超過リターンに大きな動きはみられない。

さらに、イベント日以降の超過リターンに大きな変化がみられない。言い換えると、イベント日において株価が情報を素早く織り込むので、その情報はその後の株価に何ら影響を与えないことを意味する。効率的市場仮説を信じる人にとって、イベント日の大きな超過リターンとその後のゼロリターンは、予想通りの結果であるといえる。図表2のケースでは、およそ1日もあれば新しく公表された利益情報は株価に織り込まれることを示している。

最後に、イベント日以前の超過リターンはどうであろうか。将来、利益に関して良い情報が流れる企業の累積超過リターンが、情報公開前にもかかわらずわずかながら右上がりになっている。逆に、利益に関して悪い情報が流れる企業の累積超過リターンは、わずかながら右下がりになっている。そして、情報のない企業の累積超過リターンに大きな変化はみられない。これだけの結果で判断すると、イベント日での利益に関する情報が事前に流れ出たと解釈することができる。

最後に、「イベント・スタディ」の具体的な手順を先ほど紹介したキャンベル教授、ロー教授、マッキンレー教授の著書に従って要約する。

(手順1) イベントの定義

あるイベントに関して初めて公になる日を確定する。よく利用されるのが新聞に載った日をイベント日とする定義である。今回は、「公開買付開始公告」が利用される。しかし、最近では世界中の情報をリアルタイムで入手できるので、ますます注意深い定義が求められる。例えば、公告以前に概要を公表するケースがあれば、これをイベント日として定義する必要がある。

(手順2) 分析対象データの収集

本来は、できるだけ偏り(企業規模、業種等)のないデータをできるだけ多く収集する必要がある。結果の信頼性を高めるためにも重要な作業である。今回は、ケース・スタディであるので、全体の傾向について議論することはできない。

(手順3) 超過リターンの抽出：モデル定義と推定方法の確定

例えば、図表2では超過リターンを、市場モデルにおける非説明部分として計算する。今回はデータ間隔が日次で、分析期間が短いため、規模効果やバリュー効果は無視する。また、直近の低金利水準を考え、安全資産リターンはゼロとして計算する。

$$\text{超過リターン} = \text{個別企業のリターン} - \text{定数} - \text{ベータ} \times \text{市場リターン}$$

今回、定数とベータは、イベント前150営業日から51営業日までの100サンプルを使って推定される。次に、イベント前50営業日から毎営業日、上記式に従って超過リターンを計算する。

．分析結果：ケース・スタディ

今回、分析対象としてとりあげたのは図表3に示された8ケースである(日本経済新聞(2004.3.7.)「どう対応? 株式公開買い付け」より、一部情報を削除・追加して作成)。1番から6番まではM&Aの範囲内であり、7, 8番は自社株買いとしてTOBを採用しているケースである。基本的に、イベント(プレス・リリース)日は、公開買付開始公告日に一致するが、松下電工と松下電器産業のケースは、かなり早い段階で概要が発表されたケースである。三菱ウェルファーマと三菱化学、松下電工と松下電器産業の2ケースは、買付対象企業と買付企業の両社が日本市場に上場しているため、両社の株価について分析する。

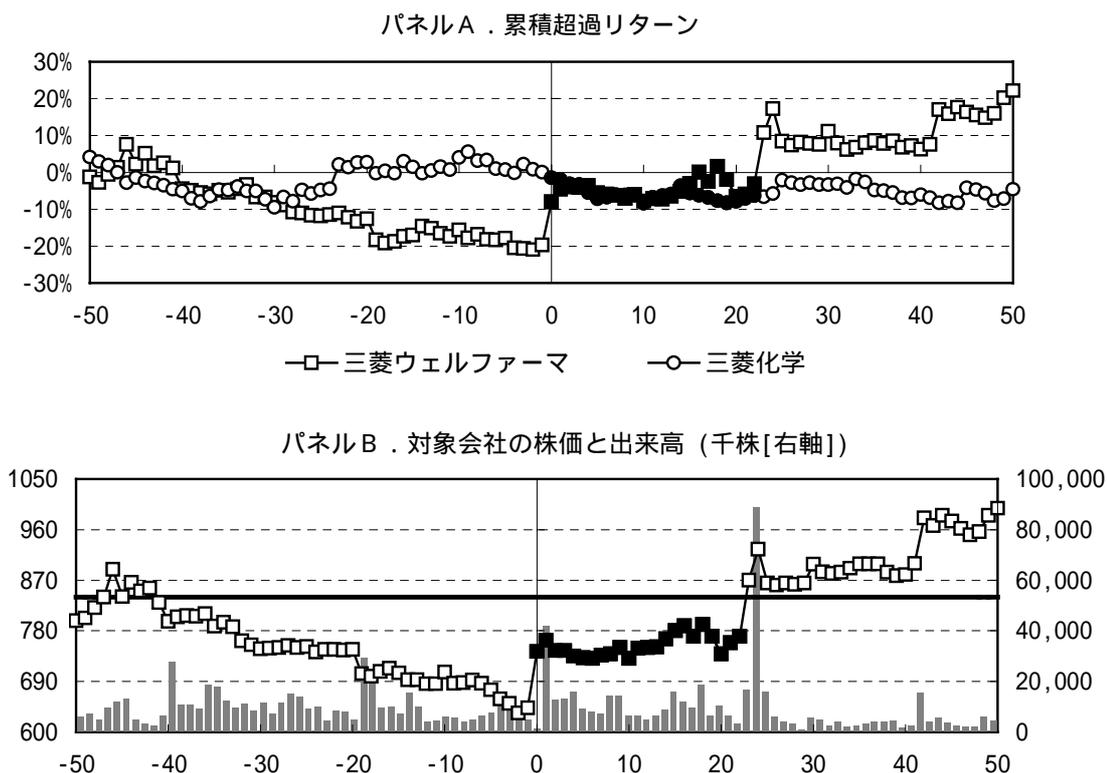
図表3：最近の主なTOB事例
(日本経済新聞(2004.3.7.)「どう対応? 株式公開買い付け」より作)

no	コード	対象企業 買付企業	買付価格 補足	期間 プレス・リリース	TOB後
パネルA . グループ再編型					
1	4509	三菱ウェルファーマ	840	2003.11.13.-2003.12.16.	買付側が約59%保有, 上場維持
	4010	三菱化学	総合的に助案	2003.11.13.	
2	6991	松下電工	1,040	2004.1.28.-2004.3.25.	買付側が上限51%保有, 上場維持
	6752	松下電器産業	過去1か月平均に30%上乘せ	2003.12.19.	
3	7738	チノン	350	2004.1.23.-2004.2.26.	買付側が約87%保有, 上場廃止
	-	コダック	過去1か月平均に37%上乘せ	2004.1.22.	
パネルB . 買収型					
4	4529	日研化学	330	2003.10.21.-2003.11.20.	買付側が約62%取得, 上場維持
	-	興和	総合的に助案	2003.10.21.	
5	5013	ユシロ化学工業	1,150	2003.12.19.-2004.1.26.	年間配当を200円に増配, 募集はゼロ
	-	スティール・パートナーズ	過去1か月平均に35%上乘せ	2003.12.19.	
6	3571	ソトー	1,150	2003.12.19.-2004.1.26.	年間配当を200円に増配, 募集は1%以下
	-	スティール・パートナーズ	1,400 1,550	2003.12.19.	
パネルC . 自社株買い型					
7	8113	ユニ・チャーム	5,330	2003.8.22.-2003.9.11.	買付予定数を超えたため, あん分比例で約100万株を買い付け, 約32万株返還
			決議日前日の株価から約3%割引	2003.8.22.	
8	8112	東京スタイル	1,167	2004.2.20.-2004.3.11.	890万株を予定
			決議日前日までの1週間の平均株価	2004.2.20.	

一般に、米国の過去の分析結果をみると、イベント前の超過リターンはほとんどゼロであり、イベント日とその後の超過リターンは正になる。すなわち、事前に公開買い付け対象企業を見つけることができれば、超過リターンを獲得することができる。

図表4は、三菱ウェルファーマのケースである。パネルAは、両社の超過リターンをイベント日前50営業日から累積したものである。後半、黒塗りの部分は、公開買い付け期間中であることを示している。まず、買収側の三菱化学の累積超過リターンをみると、ほとんど横ばいである。すなわち、TOBを実施するというアナウンスは、三菱化学の株価に影響を与えていないことを表す。一方、TOB対象企業である三菱ウェルファーマの累積超過リターンをみると、米国における過去の分析結果に似た動きをしている。イベント

図表4：(ケース1) 三菱ウェルファーマ



前はやや低下傾向にあるが、まずイベント日で大きな正の超過リターンを獲得する。その後、横ばいとなるが、予定通り公開買い付けが終了した翌営業日に再度大きな正の超過リターンを獲得する。

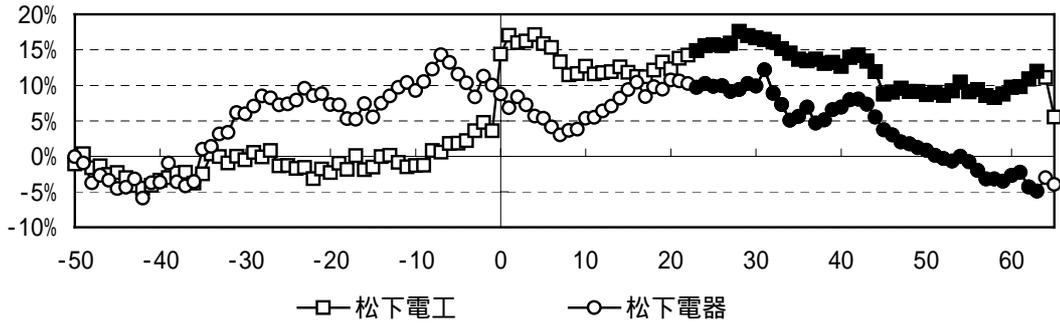
パネルBは、TOB 対象企業の株価と出来高の推移をプロットしたものである。イベント日において株価が大きく上昇していることがはっきりみられる。ただし、買付価格の水準までは上昇していない。また、公開買い付け開始後と終了後に出来高が急増している。これより、様々な情報が交錯したことが読みとれる。

図表5は、松下電工のケースである。パネルAをみると、イベント(プレス・リリース)日において、TOB 対象会社である松下電工の累積超過リターンが急増している。一方、買付会社の累積超過リターンはほとんど変化しない。約1か月後に買い付けが開始されるが、累積超過リターンは減少傾向である。興味深いのは、買い付け終了後に累積超過リターンが大きく減少している。期間がほとんどないのではっきりした結論を出すことはできないが、今後の推移を注意深く考察する必要がある。株価の推移は、三菱ウェルファーマのケースと似ている。イベント日に大きく株価が上昇しているが、買付価格までは達しない。また、出来高はイベント日とその翌日に急増している。

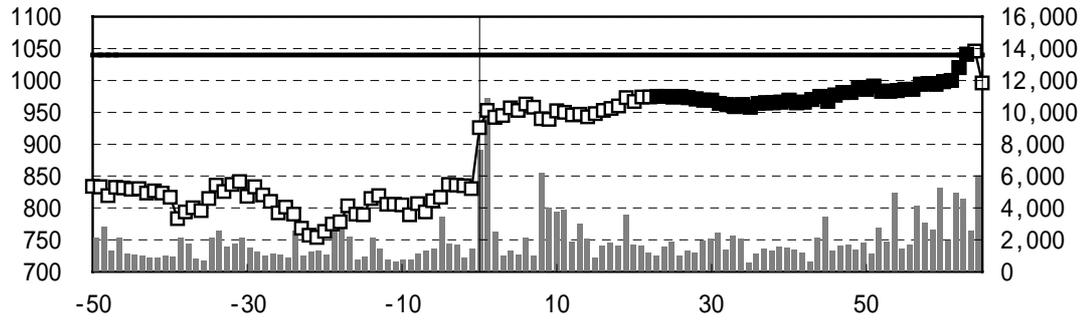
図表6のチノンのケースも基本的には前2ケースに似ている。ただし、イベント日前の累積超過リターンが大幅に下落している。一貫して下落していることから、TOB以外の

図表5：(ケース2) 松下電工

パネルA：累積超過リターン

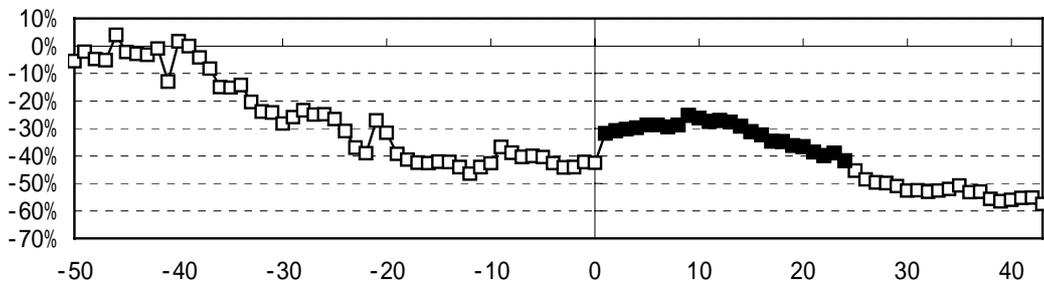


パネルB：対象会社の株価と出来高 (千株[右軸])

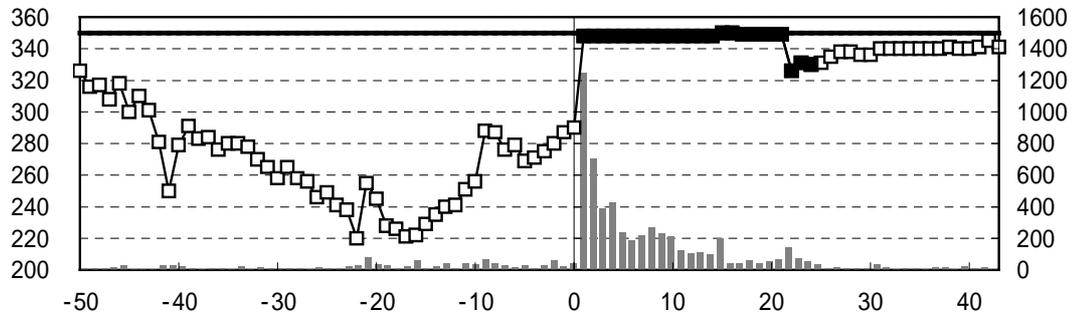


図表6：(ケース3) チノン

パネルA：累積超過リターン



パネルB：対象会社の株価と出来高 (千株[右軸])

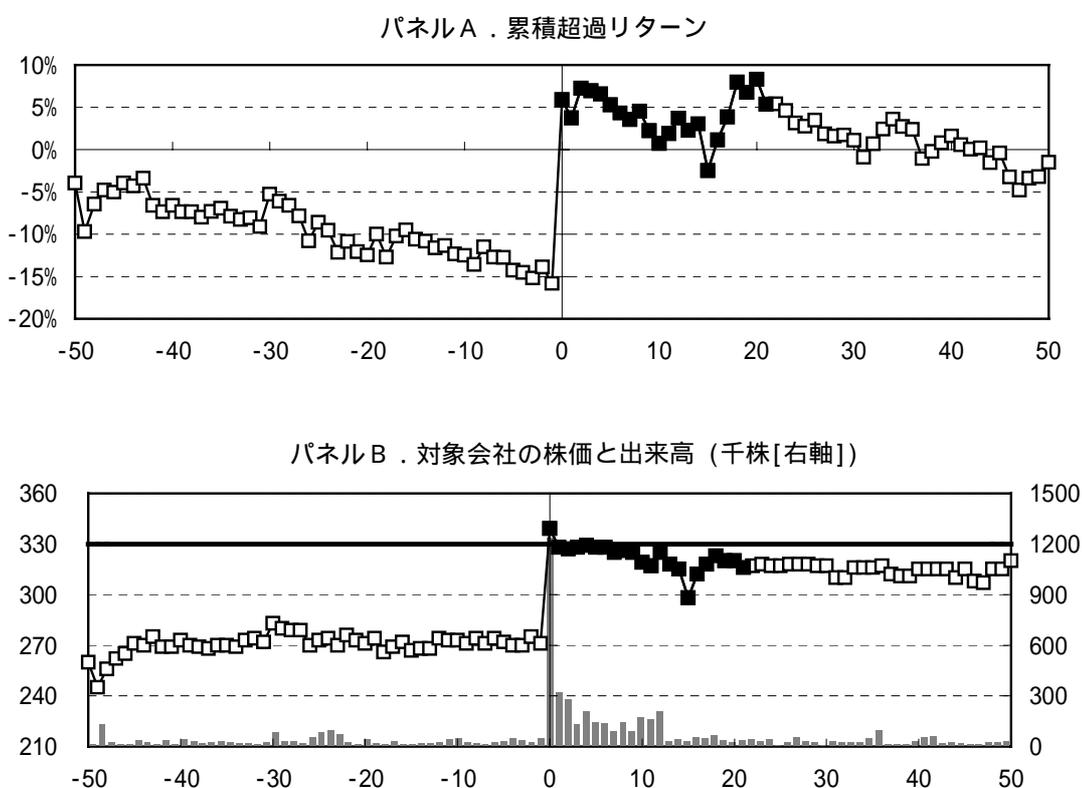


情報が影響しているか、モデル推定後に何らかの構造変化があった可能性が考えられる。ただし、少なくとも、イベント日で累積超過リターンは上昇している。その後、再び累積超過リターンは減少傾向になる。株価は、イベント日で上昇している。2円ほど届いていないものの、買付開始日においてすでに株価は買付価格にかなり接近している。出来高も買付開始公告が出された直後に急増している。

ここまでの3ケースは、グループ再編型のTOBである。いずれのケースもイベント日に正の超過リターンを生み出している。ただし、イベント日の株価は買付価格に達しない。また、イベント日前に対して出来高は急増する。

次に、買収型のTOBについて考察する。図表7は、日研化学のケースである。タイプは異なるもののやはり、これまでのケースと同様の傾向を示している。ただし、株価をみると、イベント日で買付価格を超えている。これは、たった1営業日の現象であり、翌営業日には買付価格を割っている。イベント日には、かなりの出来高を記録していることから、TOBの情報にやや過剰に反応していることが予想される。イベント日における超過リターンは約20%であり、これまでの中では最も高い数値である。イベント日以外には大きな変化がみられないことから、株価はかなり効率的に情報を織り込んでいるようである。

図表7：（ケース4）日研化学



図表 8 と図表 9 は、昨年末(12/19)に米国系投資ファンドのスティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンドが TOB を仕掛けた 2 つの日本企業のケースである(株価に欠損値が多くみられるため、超過リターンの計算は省略)。この発表がその後の日本の株式市場に大きな波紋を投げかけた。相手の賛同を得ない TOB という点に注目すれば、これはまさに敵対的 TOB である。最終的には、ユシロ化学工業もソトーも大幅な増配で、この TOB を失敗に導いた。

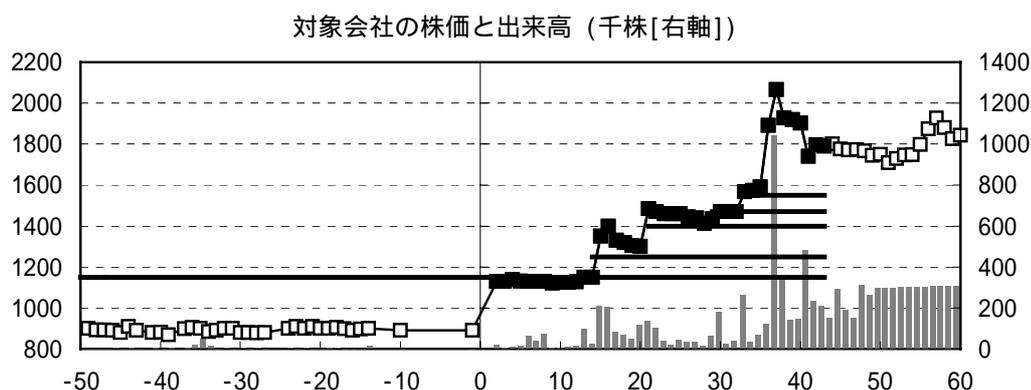
図表 8 のユシロ化学工業のケースは、対抗策として公開買付公表日後わずか 1 か月以内(1/15)に配当を 14 円から 200 円に増配することを決めたため、市場はこれを高く評価し、株価が大きく上昇するとともに、株主は TOB に応じなかった。これにより、この敵対的 TOB は失敗に終わる。その後の株価の推移をみると、株価は TOB 公表前の 2 倍近い水準を保ち、過剰反応していた証拠はみられない。

図表 9 のソトーのケースはやや複雑である。最終的には、ユシロ化学工業と同様、配当を 13 円から 200 円に増配したことで、TOB は失敗に終わる。ただし、増配発表がユシロ化学工業から遅れることさらに 1 か月(2/16)であり、その間、買付価格のつり上げがエスカレートしていった(図中に引かれた複数の水平線)。

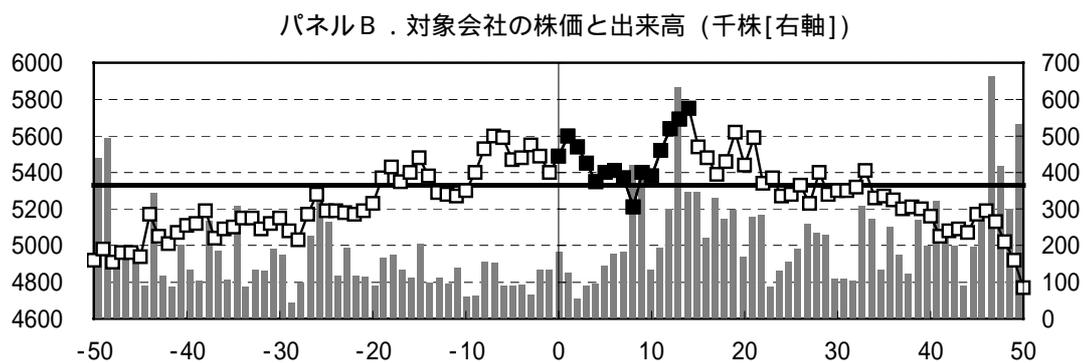
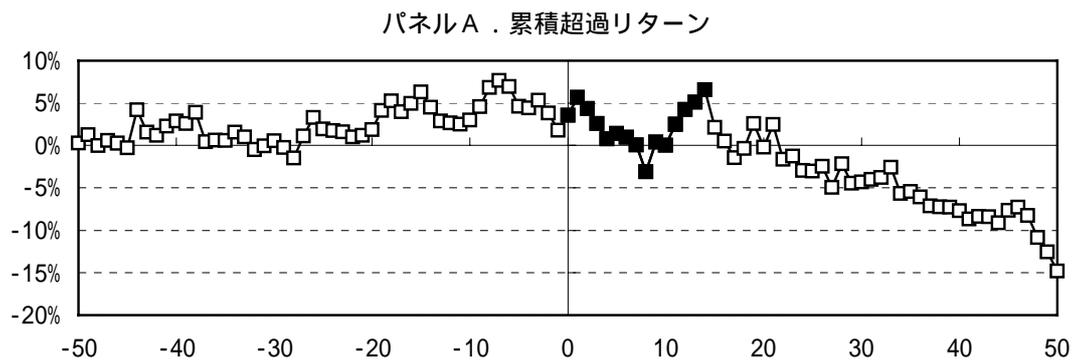
図表 8 : (ケース 5) ユシロ化学工業



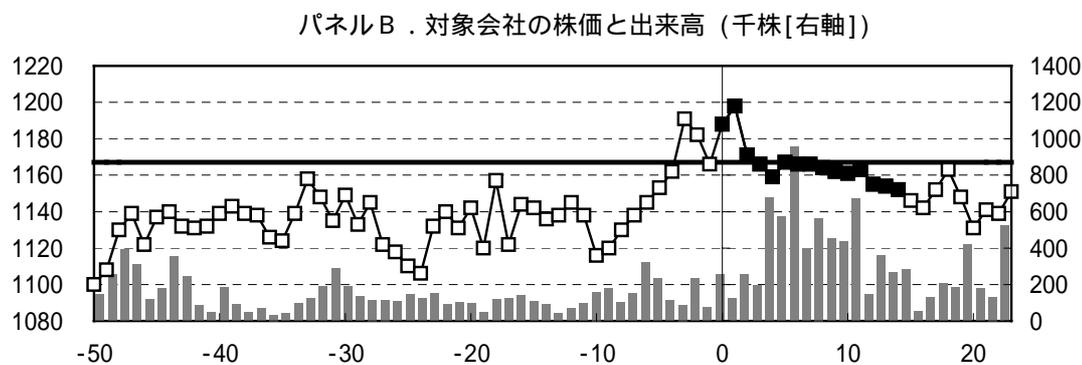
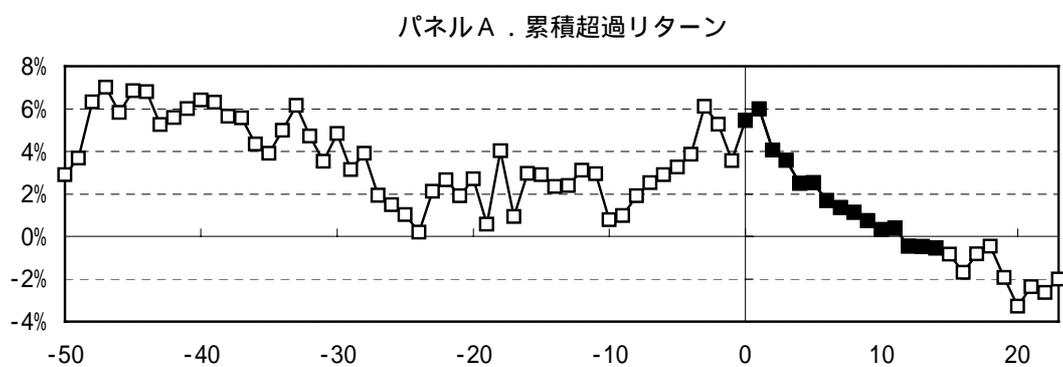
図表 9 : (ケース 6) ソトー



図表10：（ケース7）ユニ・チャーム



図表11：（ケース8）東京スタイル



ユシロ化学工業とソトーのケースでは、既存の株主は2倍近い株価上昇と大幅な増配という恩恵を得た。もしこのまま価格リバーサルがなければ、今回の TOB は失敗に終わったとはいえ、TOB は過小評価されていた企業価値を正當に評価する手助けをしたことになる。ちなみに、ソトーに TOB を仕掛けた米国系ファンド会社は、最終的に保有していたソトー株の4割も売却した。これらの売却は、高配当より売却益を選択したことになる(日本経済新聞(2004.3.19.)「米投資ファンド ソトー株、4割売却」より)。

最後に自社株買い型の TOB について考察する。図表 10 と図表 11 は、ユニ・チャームと東京スタイルのケースである。これまでのケースと異なり、自社株に対する TOB の情報はほとんど価格インパクトを持たないようである。

. おわりに

ユシロ化学工業やソトーに対する敵対的 TOB は、多くの企業に影響を与えているようである。TOB 予防策に関するセミナーは盛況であり、メディアも盛んにこの話題を取りあげている。南山大学が位置する中部地区では、内部留保を優先しがちな経営(中部流経営)の軌道修正を迫られているようである(日本経済新聞中部版(2004.3.24.)「中部企業揺れる羅針盤(上)」より)。

冒頭で、最近増配企業が増えていることを述べたが、名古屋証券取引所の畔柳社長は「増配ラッシュはソトー問題が影響している」とまで述べている。昨年連載で、硬直化した日本の配当政策の話をしたが、今後適正な配当水準について経営者・投資家が考えることで、日本の株式市場はさらに成熟するであろう。

最後に、前章で行った TOB 情報に関するイベント・スタディについて、2003 年の『経済財政白書』でも「合併の株式市場へのアナウンスメント効果」というタイトルで分析結果を紹介している。手法はやや異なるが、ここ数年、アナウンスメント効果が高まっていることを報告している。

(3/30 記)