

## 経営戦略研究情報

2008年3月14日 全3頁

2007年のM&amp;A動向レビュー

## 敵対的TOB

～株主価値を創出する能力を競うプロセス～

経営戦略研究所  
藤島 裕三

2007年のM&A件数は前年比2.8%減の2,696件となった(レコフ調べ)。本シリーズでは同年のM&A動向を主要なテーマごとに概観する。第一回目は敵対的TOB。

敵対的TOBは近年、数件ながら着実に増加している。株式持ち合いの解消や外国人投資家の増加に加えて、敵対的買収が経営戦略として一般に認知されたため。

経営を規律付けるのに敵対的TOBは寄与する。そのプロセスにおいては資本市場の尺度に従って、買収者と経営陣が公明正大に価値創出力を競い合うべきである。

## 敵対的TOBの概念と状況

敵対的TOBとは一般に、対象となる企業の経営陣から同意を得ずに開始された、株式公開買い付け(TOB)のことをいう。その成否は資本市場に委ねられることになるため、TOBの提案者と対象企業の経営陣の間で、株主価値を創出する能力を競うことになる。

M&Aを通じた株主価値の創出には2通りある。1つは双方の経営資源を併せることで相乗効果を導出する「シナジーのM&A」。もう1つは非効率な経営資源を適正化して価値を実現するもので、株主の観点により経営を変えることから「ガバナンスのM&A」とする。

「シナジーのM&A」は、現経営陣のマネジメントを評価した上で、さらに経営資源を有効活用するものである。買収者としては現状の経営を損ないたくないため、強引に敵対的な手法に打って出るとは考えにくい。通常は合併など友好的なプロセスが中心になる。

一方「ガバナンスのM&A」の場合、経営資源の効率性を上げるため、従来のマネジメントを否定することを辞さない。時には経営陣の更迭をも伴うため、協調して買収を進めることは難しい。したがって敵対的TOBの形になりやすく、経営陣にとって脅威となる。

わが国において敵対的TOBが認知されたのは1999年5月、英ケーブルアンドワイヤレス(C&W)による、非上場の国際デジタル通信(IDC)の買収提案からだろう。IDC経営陣は4月にNTTとの統合を決めていたが、NTTの撤退によりTOBは成立した。

また上場会社を対象とする事例としては2000年1月、独ベーリンガーインゲルハイム(BI)によるエスエス製薬の株式取得が挙げられる。BIは事前通知なく33.4%の取得を目指してTOBを開始、エスエスは経営陣が賛成も反対も表明しないまま傘下に入った。



## 2007年の敵対的TOB事例

近年において敵対的TOBは、数件ながら着実に増加している。毎年1・2件ペースだった件数が、2006年に4件、2007年には6件にまで達した。この背景としては、株式持ち合いの解消や外国人投資家の増加によって、TOBが成立しやすい環境になってきたことが挙げられる。

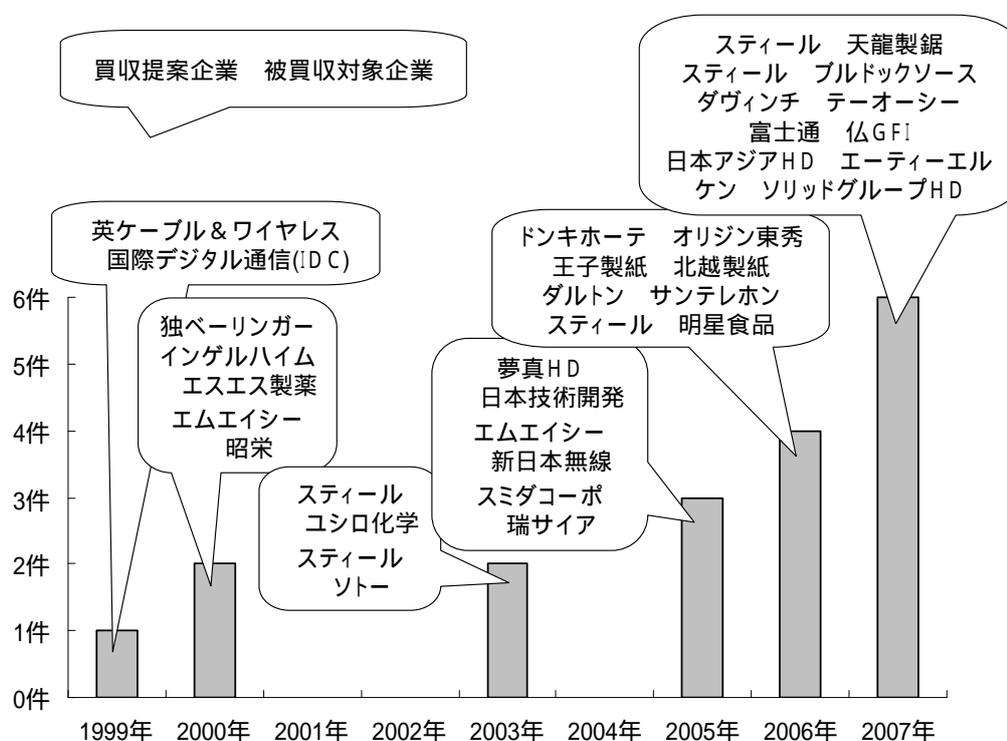
加えて、王子製紙の北越製紙に対するTOBで敵対的買収が経営戦略として一般に認知された、大阪製鐵と東京鋼鐵の合併破談など株主側が待ったをかける事例が出てきた、など直近の状況も影響しているのではないかと。敵対的TOBのイメージは、徐々に改善されてきている。

2007年の幕開けは5月、スチール・パートナーズ・ジャパンによる2件、天龍製鋸とブルドックソースに対するTOBだった。しかし天龍のTOBに応じた株主は僅かで、ユシロ化学とソトーの件のように増配や、明星食品の件のように対抗TOBなどにも結びつかなかった。

ブルドックに至っては買収防衛策を争い、株主総会そして司法の場でもスチールの主張は退けられた。防衛策の発動後にTOBを続行したものの、やはり応募した株主は僅かに止まる。ただし投資を上回る現金を得た模様であり、ファンドとしては失敗ともいい切れない。

同じく5月にダヴィンチ・アドバイザーズは、テーオーシーのMBO（経営陣による買収）が資産価値を過小評価していると判断、より高い価格を提示して対抗TOBを仕掛けた。これによってMBOは失敗に追い込んだものの、過半数の支持を得るには至らず不成立となった。

図表：日本企業が関係した敵対的TOBの推移



出所：レコフ「MARR」を元にD I R経営戦略研究所が作成

7 月には富士通が仏 G F I インフォーマティークに対して、G F I 取締役会の反対決議を受けつつ、当初予定していた価格のまま T O B を続行した。結果として敵対的な形に転じたケースで、海外企業を対象とする珍しい例だったが、成立条件の 3 分の 2 には達しなかった。

10 月末、日本アジアホールディングスは出資先のエーティーエルシステムズ( A T L )に対して、子会社化を目的とした T O B を予告なく開始した。A T L 経営陣による反対表明もあって、目標の過半数にこそ満たなかったが、日本アジアは議決権の 3 分の 1 強を取得した。

ほぼ同じ時期、ソリッドグループホールディングスに対して、ケンエンタープライズが T O B を開始した。ソリッド経営陣は反対を表明したものの、成立要件である 48% の応募を得ることに成功。ただし報道によると、特定の大株主のみ応募した模様と伝えられている。

### 敵対的 T O B の意義と課題

スティールによる 2 件は、金融資産に着目したものだろう。ダヴィンチはテーオーシーの不動産を有効活用するため、A T L とソリッドの背景には業績不振があったと思われる。結果的に G F I 経営陣と対立した富士通を除けば、全てが「ガバナンスの M & A」である。

「ガバナンスの M & A」の脅威から逃れるには、常に経営資源を有効活用することで、株主価値を最大化しておくことに尽きる。敵対的 T O B は経営の規律付けに寄与するものであり、最適なマネジメントを引き出すインセンティブとなり得る点、軽視すべきでない。

優れた経営を実践する企業に対しては、経営陣を信認して「投資」するのが自然である。その場合は投資リスクを低減する観点から、少なくとも過半数を占めるという発想にはなるまい。あえて「支配」を狙うということは、経営に改めるべき余地が大きい証左であろう。

なお敵対的 T O B に際しては、買収者が統合後のプランに基づきプレミアムを提示、それに対して経営陣が自らのプランの正当性を訴え、株主の支持を得た側が勝利するプロセスが望ましい。すなわち資本市場の尺度に従って、公明正大に価値創出力を競い合うべきである。

しかし双方が説明責任を尽くしたと評価できる例は、2007 年には現れなかったのではないか。むしろ議論が噛み合っていない例が目立った。株主価値を基軸とした議論の応酬という、本来あるべき敵対的 T O B の姿が定着するには、まだ時間がかかるのかもしれない。

- 以上