

2020年1月8日

第31章 企業合併 (491p~539p)

担当：片岡

本章の目的：なぜ企業が合併すると企業価値が増大するのか、そして買収取引がどのように行われるのかを理解すること

31.1 賢明な合併の動機

合併の種類

水平的合併：同じ事業を行っている企業を組み合わせる

垂直的合併：生産の異なる段階にある企業を取り込む

コングロマリット型合併：関連のない業種の企業を取り込む

- 合併のシナジーをもたらす可能性のある要因
 - 規模の経済
 - 垂直的統合の経済
 - 補完的な資源
 - 余剰資金
 - 非効率性の排除
 - 産業における統合

31.2 いくつかの疑わしい合併理由

- 多角化
リスクの分散投資は、企業よりも株主の方が安く簡単にできる。
- 1株当たり利益の増加
ブートストラップゲーム（ネズミ講ゲーム）：低い株価収益率の低成長企業を買収することで利益の成長を作り出す。
- 資金調達コストの低下
社債の相互保証により低い借入金利になるが、株主は損失を被る。

31.3 合併の利益と費用の推定

- 企業AとBのそれぞれの価値を PV_A 、 PV_B とし合併後の価値を PV_{AB} とすると、

$$\text{合併の利益} = PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}$$

この経済的利益がプラスであれば、合併には経済的な正当性がある。

企業 B を買収する費用は、

$$\text{費用} = \text{現金支払い額} - PV_B$$

したがって、次の純現在価値がプラスであれば合併を進めるべきである。

$$NPV = \text{利益} - \text{費用} = \Delta PV_{AB} - (\text{現金支払額} - PV_B)$$

- 利益を推計する際には、合併から実現されるべき利益が存在するかに注目する。
- 費用を推計する際には、これらの利益を二つの会社にどう分配するかに注目する。

➤ 合併の利益を推計する正しい方法と誤った方法

- 対象企業の将来 CF 予測から始めるとき

合併による収入の増加または不要の削減を予測に含め、それを現在価値に割り引き、買収価格と比較する。

純利益の推計値 = 合併利益を加えた対象企業の DCF 価値 - 取得に必要な現金額

これは、賢明なアナリストでも大きな誤りを犯すことがあり危険である。

- 対象企業の株価が合併を織り込み済みのとき

投資家が企業 A が B を買収することを予想している場合、または誰かが企業 B を買収することを予想している場合は、企業 B の市場価値が過大評価されている可能性があることに留意すべきである。

- 株式交換による合併のとき

株式交換での企業買収の費用は、売却側が P_{AB} の価値の株式を N 株受け取るなら

$$\text{費用} = N \times P_{AB} - PV_B$$

ここでは、必ず合併公表後の投資家から評価された株価を用いる。

➤ 資金調達手段としての現金及び株式のあいだの相違点

- 現金で行われた場合は、合併の費用は合併の利益には左右されない。株式交換の場合は、合併の利益が合併後の株価に反映されるため、費用が合併の利益に依存する。
- 合併に対する経営者の費用の予測が、楽観的な場合は現金による買収が行われ、悲観的な場合は株式交換による買収になる。(情報の非対称性)

31.4 合併のメカニズム

企業を買収することは非常に複雑であり、専門家たちが取り組むべき種類の法律上、税務上及び会計上の諸問題が存在する。

- 合併、反トラスト法および世論の反対

米国のクレイトン法は、合併が「競争を実質的に減殺するかもしれない、または、独占を形成する傾向にある」ときにつねに買収を禁止している。

- 買収形態

合併の他に、売却側の株式を現金や株式または他の証券と引き換えに購入すること、およ

び売却側企業の資産の一部あるいは全部を購入することがある。

- 合併会計
- いくつかの税務上の考慮事項
米国税制上、企業買収は課税対象になるときも非課税となるときもある。

31.5 委任状合戦、乗っ取りおよび企業支配権の市場

- 企業支配権の市場：企業の資源を最も有効に用いることができるよう、所有者と経営陣を企業に合致させるためのメカニズム
 - 経営陣を変えるには、以下の三つの方法がある。
 1. 委任状獲得競争（proxy contest）を成功させ、新しい取締役と経営陣を決定する。
 2. 企業による別の企業の乗っ取り（takeover）
 3. 非公開の投資家グループによる企業のレバレッジド・バイアウト（leveraged buyout）
- 委任状獲得競争
- 委任状：別の株主の保有株式に伴う投票権
 - 取締役会と経営陣に不満を抱く株主は、自らの推す候補者を取締役会に選任するのに十分な委任状を得るように試みる。
- 乗っ取り
- 乗っ取りとは、買収側が株主に直接、公開買付（tender offer）を提案することである。
- 乗っ取りに対する防衛策
- サメ除け
 - ポイズン・ピル
 - ポイズン・プット
 - ゴールデン・パラシュート

31.6 合併と経済

- 合併の波
- 合併の波は断続的に訪れるが、そこに経済的な動機は見当たらない。
 - 合併活動は比較的少数の産業に集中しており、技術や規制の変化に対処している産業で頻繁に起こる。
- 合併は純便益をもたらすのか

- 合併は被買収企業の株主に利益をもたらす、二社の企業価値の合計も増加する。
しかし、長期的な収益見込みは必ずしも担保されていない。
- 乗っ取りの脅威は企業の厳しい経営努力を引き出すが、乗っ取りに対応するために経営者は多大な時間や努力を費やす必要があり大きなコストがかかる。

コメント

- 合併の最大の課題は、二社の人的資産を無駄にせずうまく扱うことだと感じた。
- 合併が経営改善のための簡単で現実的な方法とあるが、本当にそうなのか。株主総会での経営者交代などよりも合併の方が簡単なのだろうか。(500p)
- 合併対象企業の株価が合併を織り込み済みの場合とそうでない場合とは、どのように見分けるのか。判断できるものなのか。