

第 32 章 企業合併

今西 亮介

合併とは複数の企業が合体して 1 つの企業になることをいう。合併は、二つの会社が別々に事業を行うより一緒に行う方がその価値が高くなる場合にのみ企業価値を増大させる。本章では、動機、疑わしい動機、便益と費用、仕組み、買収合戦と戦略、合併と経済の流れで議論する。

32.1 賢明な合併の動機

合併には同業との合併である水平的合併、バリューチェーンを拡大するために行われる垂直的合併、関連のない事業を営む企業を合併するコングロマリット型合併がある。実際の利益を生み出す事が多い合併の動機であっても、買収が失敗に終わることも多々ある。経済的には意味があると思える多くの合併が異なる生産過程、会計方法および企業文化を持つ二つの企業を統合するという複雑な責務を経営者がうまく取り扱うことができないためである。

みずほ銀行もその一例である。みずほ銀行は日本の最大の銀行のうち三行が合併して誕生した。三行を合併する費用は 1300 億円と予想されたが、経営陣はそれ以上の年間 4600 億円の利益を見込んでいた。しかし、実際は三行が持つ異なるシステムの連携がうまくいかず、システム障害を起こしてしまう。みずほ合併の目的の一つであったシステム統合による規模の経済というシナジーは達成されなかった。

ここからは合併によって生まれるであろうシナジーについて考える。

➤ 規模の経済

二つの企業が合併することによって費用が節減されることを目的として行われる。その多くは水平的合併によって達成される。

➤ 垂直的統合の経済

垂直的統合を企業は原材料の生産への方向と最終的な消費者への方向に事業を拡大することで生産過程に対するコントロールを得ようとしている。これを成し遂げる方法が供給者または顧客との合併である。しかし、最近ではアウトソーシングした方がより効率的であることから、垂直型統合のうねりは消えてきている。

➤ 補完的な資源

一方が他方の必要としているものを有しているとき、また同時に他方が一方の必要としているものを有しているとき、互いに補完的な資源を求め合併に至る。2つの電力会社は一方は夏の需要が多く、他方は冬の需要が多い。そのため、両者が合併し、発電システムを組み合わせることで節約額は 4500 万ドルにまで上るという例もある。

➤ 余剰資金

成熟した産業にある企業は相当額の現金を生むが、得た利益を投資する先が乏しい。そういった企業は本来ならば自社株買いや配当を支払うが、しばしば精力的な経営者はこのような縮小していく政策をとりたがらない。そのため潤沢な余剰資金を保有し、買収の対象となる。買収側は会社のキャッシュフローが負の NPV のプロジェクトに投資されることを防ぐために買収する。

➤ 非効率性の排除

問題のある経営陣に浪費されるのは現金だけではなく、費用削減や売り上げ・利益拡大の機会を活用していない企業は常に存在する。そういった企業の経営陣をより優秀なものに置き換えるため企業買収、合併が行われる。

➤ 産業における統合

効率を改善する最大の機会は、企業数が過大で、生産能力が過剰な産業にある。合併・買収により設備能力と雇用の削減が余儀なくされ、経済のその他の分野での再投資のために資本が移動する。それは、防衛産業であったり、金融業界であったり。イギリス最大の銀行の一つ、ナットウェストは 210 億ポンド(350 億ドル)のバンク・オブ・スコットランドによる敵対的な買収提案に対応する積極的な防衛策に着手し、1650 人の雇用削減を行ったが、既に産業に存在する銀行数は過剰であり、統合されるのは時間の問題であったため、結局は買収された。

32.2 いくつかの疑わしい合併理由

1 では合併の利益はみな経済的に意味を有するものであったが、時として合併を支持する議論に疑わしいものがある。

➤ 多角化

成熟産業における潤沢な資金を持つ企業は新しい事業分野を求めて他業種の企業を合併し多角化を目指す。多角化という分散投資を行うことでリスクを減らすことは明らかではあるが、分散投資は法人が行うより株主が行う方が容易で安価である。よって投資家は多角化した企業にプレミアムを払うということはない。

➤ 一株当たり利益の増加:ブートストラップ・ゲーム

合併の際、経済的利益が何も生まれてこないとき、両者は合併しても別々の時と同じ価値しかないはずである。しかし、下に示した合併では、合併後の株式総数の違いから一株当たりの利益の額が大きくなっているように見えるが、総市場価値は変わっていない。これは A 社は合併後現在得る利益は低くなるが、より急速な成長を期待でき、一方で B 社は現在の利益は大きくなるが、見込める成長は緩やかとなってしまふ。両者がこの取引を正確に理解していれば、どちらの側も得も損もすることはない。

もし、A 社と B 社の合併のメリットが生まれると投資家をだまし、合併後の一株当たり利益はその成果によるものだと思うことができれば、企業価値は高まる。

これは「ブートストラップ」ゲームあるいは、「ねずみ講」ゲームである。資本投資や収益性の改善ではなく、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している。こういった方法で投資家をだまし続けるには、永遠に同じようなことを続けなければならず、いずれは事業拡大は鈍化するか、停止する。

	合併前のW/E	M&S	合併後のW・E
一株あたり利益	2.00ドル	2.00ドル	2.67ドル
株価	40ドル	20ドル	40ドル
株価収益率	20	10	15
株式数	1000000	100000	150000
純利益	200000ドル	200000ドル	400000ドル
総市場価値	4000000	2000000ドル	6000000ドル
株式投資1ドル当たりの現在の利益	0.05ドル	0.10ドル	0.067ドル

➤ 資金調達コストの低下

合併した企業は別々の企業でいるより低いコストで借り入れが行うことができる。証券を発行する時はもちろんのこと、社債によって借り入れる金利も低く抑えることができる。二つの企業が別々の間は、一方が倒産したからといって債権者は他方の会社に弁済を求めることはできないが、合併後は両者がお互いに保障を付すようになる。そのため、リスクは軽減され、債権者が求める利率は低くなる。しかし、低い金利は合併のメリットとはならない。なぜなら両者は互いの債権の保障を付すことによって金利は下がったからである。言い換えてみると、損失をこうむる可能性を考えて、債権者は要求する金利を下げた。そのため、得られる低金利と、損害を受ける可能性を差し引きすると利益は存在しない。

社債が安全になることで企業価値が上がることもある。支払利息の節税効果を活用した場合、金利が下がることで借り入れをもっと増やし、節税効果を活用することによって純利益が生じる。

32.3 合併の利益と費用の推定

財務担当者は企業を買収する際、合併からの経済的利益があるかどうか考えないといけない。経済的利益が発生するのは二つの企業が別々の事業を行うよりも合併した方が価値がある場合のみである。合併後の企業の価値を PV_{AB} とし、合併前の各企業の価値を PV_A および PV_B とすると、

$PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}$ という関係になる。

この利益が正であれば、合併には正当な理由が存在する。

また、企業 B を買収する時に発生する費用について考えたとき、

費用 = 現金支払額 - PV_B となり、B との合併の A にとっての純現在価値は利益と費用の差として推計される。

つまり、

$NPV = \text{利益} - \text{費用} = \Delta PV_{AB} - (\text{現金支払額} - PV_B)$ が正となる時合併を推し進めるべきである。

利益を推計する時、費用を推計する時に注意しなければならない。

例えば、企業 A は 2 億ドルの価値があり、企業 B は 5000 万ドルの価値がある。2 社の合併は現在価値で 2500 万ドルの費用節約を可能としている。

例

企業 A の企業価値を $PV_A = 20000$ 万ドル 企業 B の企業価値を $PV_B = 5000$ 万ドル
合併による利益 = $\Delta PV_{AB} = 2500$ 万ドル 合併後の企業価値を $PV_{AB} = 27500$ 万ドル

B が現金で 6500 万ドルで買収されるとするとき、合併の費用は

費用 = 現金支払額 - $PV_B = 6500 - 5000 = 1500$ 万ドル

企業 B の株主は 1500 万ドルの利益を得る一方、企業 A の株主は 1000 万ドルしか受け取らない。これは、企業 A からこの買収を見たとき、合併によって得られる利益 2500 万ドルのうち、企業 B の株主に 1500 万ドル ($6500 - 5000$) 支払ってしまったため、残りの 1000 万ドルしか受け取れないからである。 ($2500 - 1500$)

つまり企業 A の株主の NPV は

$NPV = \text{合併後の資産価値} - \text{合併前の資産価値}$

$= (PV_{AB} - \text{現金支払額}) - PV_A$

$= (27500 - 6500) - 20000 = 1000$ 万ドル となる。

投資家が企業 A と企業 B の合併を予期していないとき、企業 B の株式の価値を 5000 万ドルから 6500 万ドル (30% 上昇) に引き上げるが、企業 A の株式の価値は 2 億ドルから 2 億 1000 万ドル (5%) しか上昇させない。

➤ 合併の利益を推計する正しい方法と間違った方法

合併による利益を

純利益の推計値 = 合併の利益を含めた対象企業の DCF 評価 - 買収に必要な現金

とするのは、アナリストが事業価値を過大評価もしくは過小評価しているかもしれないという点で、危険である。

本章で紹介した方法は、対象企業単独の市場価値(PV_{AB})から始め、合併によって生じるであろうキャッシュフローの変化に集中し、なぜ企業がべつべつで経営されるよりも合併した方が価値が高いのかを問う。

- さらに費用の推計について—対象企業の株価が合併を織り込み済みの場合はどうするか

企業 A が企業 B を買収する時、企業 A は買収価格をどのように決定すればいいのか。企業 B が株式上場会社の場合、時価総額がそれにあたるかもしれないが、既に投資家を買収されることを見込んだ株価をつけて、企業の市場価値(MV)と単独企業としての真の価値との相違点が存在しているかもしれない。もし、合併の実現を見込んだ株価である時は企業 B の MV は PV_B を上回る。

企業 A が企業 B を買収する時、費用は

$$\text{費用} = (\text{現金支払額} - PV_B) = (6500 - 5000) = 1500$$

しかし、B が好ましい合併案件の提案を受けたとうわさのため、B の株価がすでに 12 ドル上昇している場合、市場価値は $12 \times 50000 = 600$ 万ドルだけ過大評価となっていることを意味する。企業 B の真の価値は 4400 万ドルにすぎないので、費用は

$$\text{費用} = (6500 - 4400) = 2100 \text{ 万ドル} \quad \text{となる。}$$

合併の利益は 2500 万ドルであるため、企業 B の株主が利益の大部分を得ることとなる。

もし、企業 B が $MV < PV_B$ という状態にある時、企業 A が企業 B を買収する際にかかる費用マイナスとなり、企業 A の株主は利益を得、企業 B の株主は損失を被る。

企業 A が賢ければ、費用が利益を上回る場合には合併を進めず、逆に企業 B は企業 A の利益が大きすぎて企業 B が損失を被る時に合併に同意することはない。こうしたことから、合併が実現可能となる現金の支払額の範囲が明らかになる。

- 株式交換による合併の場合の費用の推計

株式交換での企業買収の場合、その費用は

$$\text{費用} = N(\text{株式数}) \times PV_{AB} - PV_B \quad \text{で表される。}$$

企業 A が 6500 万ドルの代わりに 32 万 5000 株を提供することとする。合併が発表される前の株価は 200 ドルであるならば、合併の費用は

$$\text{見かけ上の費用} = 32.5 \times 200 - 5000 = 1500 \text{ 万ドル}$$

しかし、企業 A の株価には合併後の価格となっていない。合併後の企業は 132 万 5000 株の株式数で 2 億 7500 万ドルの価値を有する。新しい価値は $27500 / 132.5 = 207.55$ ドルになり、真の費用は

$$\text{費用} = 32.5 \times 207.55 - 5000 = 1745 \text{ 万ドル} \quad \text{となる。}$$

一般に企業 B の株主が合併後の会社の x の割合だけの株式を与えられる場合には
費用 = $x PV_{AB} - PV_B$ という関係式が成り立つ。

➤ 情報の非対称性

買収を行う際に現金で支払うか、株式によって支払われるかによって違いが現れる。企業 A が自社の株価にもっと株価があがるという自信や情報を持ち合わせているとき、企業 A は企業 B を買収する時、現金で支払う方が買収費用を軽減でき企業 A の株主に還元できる。一方で、自社に自信がなかったり株価が下落するような情報や事実が存在する時、企業 A は企業 B を買収する際、株式で支払う方が買収費用を低減できる。

32.4 合併の仕組み

企業を買収するには複雑な問題を伴う。

➤ 合併と反トラスト法

合併は連邦の反トラスト(独占禁止)法で難航する恐れがある。クレイトン法では商業のいかなる分野においても、また国のいかなる地域においても、その影響により、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かもしれない、または独占を形成する傾向にある時、常に買収を禁止している。

これによって 1990 年代、航空宇宙産業、アルミニウム、電気通信、スーパーマーケット、レンタルビデオ、オフィス用品などの産業で様々な買収が阻止された。

➤ 買収形態

合併においては買収する企業のすべての資産、すべての負債を引き受ける。その時、その企業の少なくとも 50% の株主の承諾を受けなければならない。買収する方法は企業の株式を現金、株式または他の証券と引き換えに購入することが可能である。

➤ 合併会計

企業 A と企業 B が合併する際、新会社 AB の貸借対照表はどうなるのか。

B 社の資産は 1000 万ドルであるが買収価格の 1800 万ドルには 800 万ドルのプレミアムが付されている。このプレミアムは B 社の持つ将来有望な製品や技術に支払われている。このプレミアムはパーチェス法の下、新しい資産科目の営業権に計上される。

➤ いくつかの税務上の考慮事項

米国税制上、企業買収は現金による場合、課税対象になり、株式による取得の時、非課税となる。非課税の時、合併後の企業はあたかも、もともと一緒に事業を行ってきたかの

ように課税され、課税対象となる時、資産の評価損、評価益に課税される。

32.5 買収合戦と戦術

合併が困難に思われる場合、買収側は株主に直接訴えかけることができる。その一つの方法は委任状合戦、もう一つは公開買付である。

➤ Boone Pickens がシティーズ・サービス、ガルフ・オイルおよびフィリップス・ペトロリアムの乗っ取りを試みる

買収合戦は Pickens(メーサ)が公開買付の準備としてシティーズの株式を購入したときに始まった。シティーズもこれに反撃し、メーサの公開買付を始めた。両者の株価は上昇し、最終的にはメーサは買収提案を下げたが、シティーズはメーサの高騰した株式を購入しなければならなく(グリーンメール)シティーズは 8000 万ドルの利益を得た。シティーズは友好的な買収先(ホワイトナイト)を探したが、結局はオキシデンタル・ペトロリアムに買収された。買収の際には 45%を株式で、残りの 55%を確定利付債券にて支払うことにした。(二段階買付)

次にメーサはガルフに目を付けたが、シェブロンによつての買収が決まった。この提案はまた、メーサに多額の利益をもたらした。

合併は企業の経営上の非効率を取り除くこと、または過剰な現金を分配することが動機である場合、対象企業の最善の防衛策は乗っ取り屋が行おうとしていることを自ら行い、買収合戦に伴う費用、混乱、予期せぬ災難を避けることである。

または成熟産業に属し、豊富なフリーキャッシュフローを有している場合、投資家は負の NPV の投資を行うことを懸念し、株価は下落する。その時、乗っ取り屋が出現する。

➤ 合併で誰が利益を得るのか

合併においては売却側の方が一般に買収側よりも利益を得ている。Andrade,Mitchell と Stafford は買収提案の公表後に売却側の株主が平均 16%という健全な収益を挙げていることを見出した。合併した売却側と買収側の両企業を合計した総企業価値は平均して 2%増加している。したがって、合併した企業は別々に事業を行っているよりも合併した方が価値があったということになる。しかし、買収側の企業の株価は平均して下落しているように思われる。どうして、それほどの多くの企業が企業価値を棄損するようになる企業買収を行うのであろうか。これの一つの理由は、買収の対象となる企業の経営陣よりもうまく経営することができるという思いあがりから引き起こされる。もう一つの理由は、新規参入する際に、新たな設備投資を購入するか、もしくは、その市場の企業を買収することで参入が可能である。その市場が成熟しきっている場合、企業買収によって事業拡大するこ

とは理にかなっている。

なぜ、売却側がより高い利益を得ることになるのか。これには二つの理由がある。一つには、典型的に、買収側の企業は売却側の企業よりも大きく、相当額の純利益も買収側の企業の株価に反映されない。二つ目には、買収提案している者間にある競争である。いったん最初の買収提案をおこなった者が対象企業を買収先にすると、次々にホワイトナイトとして買収競争に入り、買収提案を打ち負かす度に、合併の利益が対象企業に向かっていく。

32.6 合併と経済

➤ 合併の波

集中的な合併活動は 20 世紀の初めに起き、二番目は 1920 年代に起きた。67 年から 69 年にも一層のブームがあり、80 年代及び 90 年代にも再びブームが起きた。しかし、これらの合併には経済的な動機が存在していない。つまり、どうして合併活動にそのような変動があるのかわかっていないのである。

合併活動は比較的少数の産業に集中する傾向がある。しばしば、規制緩和や技術・重要パターンの変化により促進される。90 年代前半の電気通信分野や銀行分野の規制緩和は両産業での数多くの合併を引き起こした。

➤ 合併は純利益をもたらすのか

買収には良い買収と悪い買収があるが、総合的にみて買収が純利益を生み出すのかについてはわかっていない。買収された企業の株主に多額の利益をもたらし、合併した 2 社の企業価値の合計を向上させることもわかっている。しかし、同時に合併は長期的な収益見込みに対して十分に考慮されていないと唱える者もいる。と同時に合併後、収益性が上がったと示す学者も存在する。

企業買収の最も重要な効果は実際には乗っ取られていない企業の経営者が感じているものかもしれない。乗っ取りの脅威が経営者に経営努力を駆り立てているからである。