

第 32 章 企業合併 (P.427~P.449)

2014 年 6 月 4 日

担当：神崎

- 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ものである。

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、生産の異なる段階に従事する垂直的合併、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。そして、その合併においては、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であっても失敗する理由としては、異なる生産過程、会計方法および異なる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ことがあげられる。

➤ 規模の経済

二つの企業が合併することによって経費が節減されることを目的として行われ、その多くは水平的合併によって主張、達成される。しかし、上記した通り、異なった設備や人材を適切に活用し、適切な経営を行わない限り、合併における規模の経済性は達成され得ない。

➤ 垂直的統合の経済

垂直的合併を行う企業は、垂直的統合の経済を追求している。つまり、垂直的な合併を行うことにより、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し、生産過程に対するコントロールを得ようとしているのだ。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、近年では、企業はサービスの提供をアウトソーシングした方がより効率的であるといった見解が一般である。

➤ 補完的な資源

多くの小企業は、大企業の欠けている要素を「補完」する資源を持ち、また大企業は、小企業の小規模な設備等を「補完」する資源を持つことがある。そういった、補完的な資源を有する二つの企業の関係においての合併は有意義かもしれない。そして、同時に2社の合併は、そうでなければどちらの企業も追及しなかったであろう事業機会が開くかもしれない。

つまり、補完的な資源を持つ企業同士の合併が「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ものである」ことに当てはまると筆者は考える。

➤ 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ほとんどない。そのような企業において、経営者は本来ならば自社株買いや配当を支払うが、そのような縮小していく政策をとりたがらない。そのため、良い機械投資が不足している企業は、しばしば資本を移動する一つの方途として現金で資金調達する形の合併に目を向ける。

また、余剰現金を保有しているが、株主に支払うこともせず、賢明な企業買収を行わない企業もある。そういった企業は、現金を有効活用することを提案する他の企業による買収の対象になることもよく見られる。

➤ 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。無論、上記した通り、そういった企業は経営陣をより優秀なものに置き換えるため企業買収、合併の対象となる。

経営者は、当然自ら職を辞したり、降格したがるのが自然であり、また大規模な公開企業の一株主は通常、企業がどのように経営されるか、または、誰が経営するかにあまり直接的な影響力を持っていない。つまり、経済界において、合併こそが非効率性を持つ企業の淘汰作業であると筆者は考える。

➤ 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。そして、これらの産業における合併・買収の主な動機は経費削減である。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。

※Example：ナットウエストの防衛策はなぜまったく役に立たなかったのか？

32.2 いくつかの疑わしい合併理由

上記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。しかし、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、完全市場において、多角化自体は企業価値に影響を与えることはなく、企業は多角化を目的とすることは誤りである。

➤ 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、実際には数年間の1株当たり利益の上昇につながることもある。表32.2の図に表されている合併では、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、実際の総市場価値は変わっていない。このように資本投資や収益性の改善からではなく、低い株価収益率の低成長の企業を買収することで利益の成長を作り出すことができるのだ。

➤ 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入れが行うことができると言われるがそれは部分的には正しいと言える。それは、証券の発行時に存在するコストを節約することからも言えることである。加えて、よく機能している社債市場において、より大きな規模の経済性を手に入れた企業は、合併後の相互保障により社債リスクが軽減されるため、貸し手はより低い金利しか求めなくなり、より低いコストで借入れを行うことができるのだ。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、損失を被る可能性を考えて、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。

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、まず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、

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

となり、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ると、

$$\text{費用} = \text{現金支払額} - PV_B$$

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、 $NPV = \text{利益} - \text{費用}$

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

➤ 合併の利益を推計する正しい方法と間違っただ方法

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

と推計するのは、危険である。この推測においては、「合併が有意義であるから純利益が正となる。」とは断言できず、むしろ単にアナリストキャッシュフローの予測が楽観的過ぎるので、純利益が正となっているかもしれないからだ。

よって、正しくは対象企業単独の市場価値 (PV_B) 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する。なぜ 2 つの企業が別々でいるよりも合併した方が、価値が高いのかを問うのである。

また、合併の利益を推測する際に重要な常識として、買収対象企業が、(買収を凶ろうとしている) 他の企業にとってより自分にとっての方が、価値があるものなのか否かを問うべきである。もしその答えがノーであれば、買収提案競争には慎重になった方がよい。つまり、競争に勝つことが必ずしも利益に繋がらないということである。

➤ さらに費用の推計について一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

買収の費用は、買収側が被買収企業単独での価値を上回って支払うプレミアムである。その価値は、買収対象企業が公開会社である場合には、その市場価値から始めることができる。つまり、発行済み株式数に株価を乗じればよいのだ。しかし、もし被買収企業の買収が誰かが予想していれば、被買収企業の事情価値はその単独の価値を過大に評価しているかもしれないということに留意する。

➤ 株式交換による合併の場合の費用の推計

近年では、企業合併の約 70% が全部または部分的に買収企業の株式での支払いを含んでいる。株式交換での企業買収の場合、その費用は買収される側の企業の株主が受け取る新会社の株式の価値に依存する。例えば、売却側がそれぞれ P_{AB} の価値を持つ株式を N 株受け取るのならば、費用 = $N \times P_{AB} - PV_B$ となる。ここで、注意しなければならないことは必ず合併が公表されて合併の利益が投資家から評価されたのちの株価を用いなければならないということだ。

また、資金調達手段としての現金及び株式の間には重要な関係が存在する。売却時に売却側に現金が提供された場合には、合併の費用は合併の利益には左右されない、しかし、株式交換の場合には、合併の利益が合併後の株価に反映される他面、費用が合併の利益に依存することになる。加えて、株式交換は両社の過大、過小評価の影響を緩和する。

➤ **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、自社に対する評価が過小であったり、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。このように、企業の経営者は外部者には入手不可能な企業の見通しに関する情報へのアクセスを有しており、その状況に合わせ株式を用いるか現金を用いるかを決定するのである。