

第 31 章 企業合併 (p491~545)

2015 年 4 月 22 日

担当：竹内

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。

31.1 賢明な合併の動機

- 合併の種類
 - 水平的統合…同じ事業を行っている企業の組み合わせ
 - 垂直的統合…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統合…関係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
 - ブートストラップ効果…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
 - 企業 A と B はそれぞれの社債を保証しなければならないことにより損失を被る

31.3 合併の利益と費用の確定

- なぜ二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
 - 企業 A と企業 B が合併して新しい企業 AB になる場合
 - 合計の利益 = $PV_{AB} - (PV_A + PV_B) = \Delta PV_{AB}$
 - この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…

$$\text{費用} = \text{現金支払額} - PV_B$$

よって、企業 A にとっての企業 B と合併することによる純現在価値は…

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

- 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という点に注目する
- 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という点に注目する

例：企業 A の企業価値： $PV_A = 2$ 億ドル

企業 B の企業価値： $PV_B = 5,000$ 万ドル

合併による利益： $\Delta PV_{AB} = 2,500$ 万ドル

合併後の企業価値： $PV_{AB} = 2$ 億 7,500 万ドル

企業 B が、現金で 6,500 万ドルで買収される場合の費用は…

$$\text{費用} = 6,500 - 5,000 = 1,500 \text{ 万ドル}$$

企業 B の株主は 1,500 万ドルの利益を得る

したがって企業 A の株主は得る利益は、合併の利益全体から企業 B の株主の利益を控除した額になる

$$NPV = 2,500 - 1,500 = 1,000 \text{ 万ドル}$$

投資家は企業 A と企業 B の合併を予期していなかった場合、合併の公表は企業 B の株式価値を 5,000 万ドルから 6,500 万ドルに引き上げる(30%)

一方で、企業 A の株式価値は 1,000 万ドル上昇する(5%)

➤ 合併の利益を推計する正しい方法と誤った方法

- DCF 法の場合

合併による収入の増加または費用の削減を予測に含め、それを現在価値に割り引いて、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

問題点

賢明で訓練を受けたアナリストでも事業評価を間違ふことがある

- 株価が合併を織り込み済みの場合

投資家が、企業 A が企業 B を買収することを予測している場合や、誰かが企業 B を買収することを予測している場合

問題点

B の市場価値が単独企業としての価値になっていないかもしれない

- 株式交換による合併の場合
株式交換での企業買収の費用は…

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

必ず合併公表後の、合併の利益が投資家から評価された株価を用いなければならない。

- 資金調達手段としての現金及び株式のあいだの相違点
 - 現金の場合には、合併の費用は合併の利益に左右されない。一方で株式交換の場合には、合併後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予測が、現金の場合は楽観的、株式交換の場合は悲観的である(情報の非対称性による)

31.4 合併のメカニズム

企業を買収するの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、税務上および会計上の諸問題がある

- 合併、反トラスト法および世論の反対
- 買収形態
- 合併会計
- いくつかの税務上の考慮事項

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に所有者と経営陣を企業に合致させるメカニズム
→企業再編により企業価値が増加するならば経営陣の変更をもたらす誘因となる
- 経営陣を変える3つの方法
 - 1,委任状獲得競争の成功によって新しい取締役の選任する
 - 2,公開買い付けによる乗っ取り(takeover)
 - 3,非公開の投資グループによる企業のレバレッジド・バイアウト(leveraged buyout)
- 乗っ取りに対する防衛策
 - サメ除け(shark-repellent)
 - ゴールデン・パラシュート
 - ポイズン・ピル
 - ホワイトナイト

31.6 合併と経済

➤ 合併の波

企業買収の波は断続的に訪れるが明確な経済的動機は見当たらない

➤ 合併は純便益をもたらすのか

- 合併後は被買収企業の株主に利益をもたらし、合併した二社の企業価値合計の増加は見られる
→長期的な影響を測るのは困難であり一概に便益をもたらすとは言えない
- 乗っ取りの脅威が乗っ取られていない企業の経営努力に繋がる一方で、乗っ取りの脅威に対応するためのコストがかかる

コメントと議論したいこと

- 実際に合併は理論通り上手くいくとは限らず、従業員や株主の反対を受けることもある。合併をする時、最も重要なのは人的資本をどう評価し扱うかだと感じた。
- 合計利益を推計する際の、市場価値(PV)と割引現在価値の違いは？
- 純便益が一番受けるのは結局誰なのか？