

## 第 25 章 企業買収

本章では、以下の 5 つのステップを元に説明していきます。

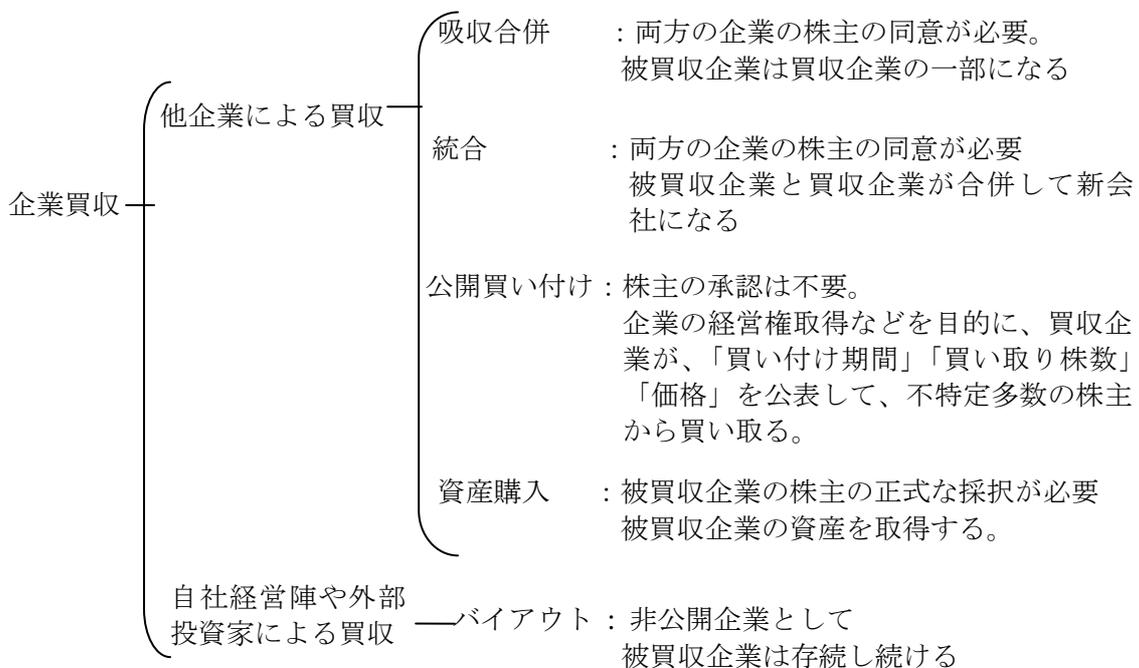
序章	企業買収の概要
第一ステップ	企業買収の動機的确立
第二ステップ	被買収企業の算定
第三ステップ	取引のスケジュール設定と支払い
第四ステップ	買収完了後の買収の成果

### 序章 企業買収の概要

P65

#### <企業買収の分類>

企業買収には様々な方法がある。



#### <企業買収のプロセス>

- ◇ 友好的買収…被買収企業の経営陣は買収を歓迎
- ◇ 敵対的買収…被買収企業の経営陣は買収を嫌がり、買収防衛策をとろうとする。

買収価額は、買収企業と被買収企業の経営陣同士の交渉によって決まる。  
買収する上で、買収価額が市場価格より高い場合、その超過金額を買収プレミアムと呼ぶ。

買収の会計処理の仕方は、(買収価格－株主簿価)の差額が買収企業の帳簿にのれん代として計上されるか、全く計上されないかのいずれかである。これについてはステップ 3 で詳しく説明します。

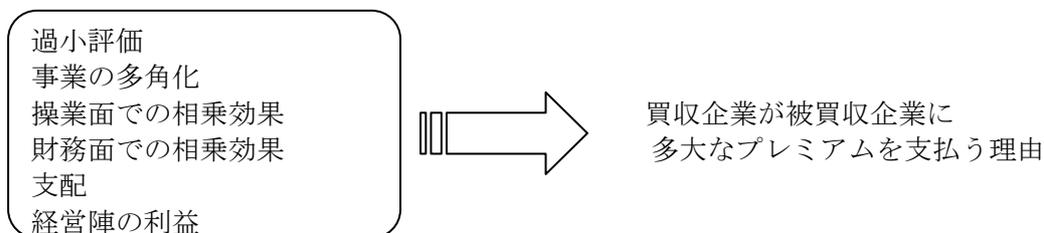
### <買収が価値に与える影響の実証的証拠>P68

- 被買収企業の（株主）場合  
買収発表前後で大きな超過リターン。  
それは買収企業が買収に失敗したとしてもありうる。  
↑  
金融市場の見通し鋭さ、買収に関する情報リークによるもの
- 買収企業の（株主）場合  
超過リターンは、マイナス傾向  
↑  
株主が買収の価値に理解を示さないことを表す。

### 第一ステップ 企業買収の動機の確立

P70

買収には動機があり、それをもとに戦略をたてる。



### <過小評価企業の買収>

買収者は市場価格と買収価格との差額を余剰金として獲得できる。  
金融市場で過小評価されている企業は、買収対象になりやすい。

- ・買収を成功させるための3つの要素
- ① 過小評価されている企業を見つける能力
- ② 買収の資金調達能力と実績があること
- ③ プレミアムを得る実行スキルがあること

### <事業の多角化>

他業種の企業を買収し、事業を多角化 → 利益の変動とリスクを低減

取引されている株式間での(投資家の分散投資⇔企業が他企業を分散化のため買収)に対して支払うコストやプレミアムを比較すると、(投資家の分散投資)のが安価に行える。

※例外

- オーナーが富のほとんどあるいは全てを自社に投資する非公開企業のケース
- 現職経営陣が富の大部分を自社に投資している非公開企業のケース

### <操業面での相乗効果>

相乗効果とは、二つの企業が合併することで個々に得られる以上の営業利益あるいは成長率の両方を上昇させる効果のこと。(1 + 1 = 3)

操業面における相乗効果は、企業の営業利益、成長率がどちらか一方あるいは両方を向上させるといった効果が生じる。

・相乗効果の4つのタイプ

- ①吸収合併によるスケール・メリット
- ②競争の低下や市場シェア拡大による価格支配力の向上
- ③異なる職能的長所の結合
- ④2つの企業の合併による、新興市場あるいは既存市場における成長率の向上

### <財務面における相乗効果>

キャッシュフロー向上もしくは資本コストの低減といった効果が生じる。

具体的には

- ①余剰キャッシュのある企業と優れたプロジェクトをもつ企業との合併
- ②合併による借入余力の向上 - 負債上昇による節税効果
- ③買収による税法上の優遇措置あるいは純営業損失による所得の非課税化によって節税効果が発生する

### 相乗効果の実証的証拠

相乗効果は吸収合併や買収の動機として引き合いに出されることが多い。

$AB$  企業の価値  $>$   $A$  企業の価値  $+ B$  企業の価値

一般に合併企業の価値はほとんどのケースで上昇。相乗効果を調べるには、単独企業として存在する以上に、収益性や成長性が競合他社に比べて改善されているかどうかをみるのがいい。

### <支配>

経営状態の悪い企業を買収し、経営陣を入れ替える

経営状態が悪い企業を買収して、経営方針や経営陣を変えるかすれば、効率経営により企業の価値は上昇し、買収者はプレミアムを得ることができる。

このような価値の上昇を支配価値と呼ぶ。

成功のための条件

- 被買収企業の経営陣が原因で業績が悪いこと
- 経営方針の変更により、企業価値が上昇しなければならない
- 買収の市場価格には現状が反映されている

### 支配価値の実証的証拠

敵対的買収のターゲットとなる企業には支配価値の市場が存在する。

敵対的買収のターゲットとなる企業の特徴

- 業界、市場全体のほかの株式よりパフォーマンスが悪い
- 買収前の数年、業界の他企業より収益性が低い
- 同業他社に比べ、部内者の株式保有率が低い

また、敵対的買収後、対象企業は操業方法を大幅に変更することも実証されている。

敵対的買収は、買収防衛策により買収後に負債の上昇が伴うが、事業再編により被買収企業の60%の部門が売却される。そのため、負債が多くなっても、すぐに減少し資本投資額には大きな変化がない。  
そして、経営陣や経営方針が変わる。

#### <経営陣の利益>

買収を決定し、価格を決めるのは、経営陣である。

そのため、経営陣の自己利益に対する欲求を満たすこともある。

- 帝国の建設  
市場において最大かつ最も影響力のある企業にすることにしか興味を示さない場合
- 経営陣のエゴ  
競合が存在する場合、勝者になりたいという考え方
- 報酬と副次的利益

### 第二ステップ 被買収企業の算定

P81

買収動機がきまったら、被買収企業の選択と、支配価値、相乗効果について考えていく。

#### <被買収企業の選択>

過小評価	過小評価されている企業を選ぶ
事業の多角化	買収企業の事業とは無関係で相関性のない企業
操業面、財務面での相乗効果	目的とする相乗効果を生むような企業
支配	経営陣が理由で株価リターンが市場リターンを下回る企業
経営陣の利益	経営陣の自己利益に対する欲求を満たす企業

※ 被買収企業の選択と動機の設定は順次行うというよりも、同時に行うことが多い

※ 買収の動機が複数ある場合が多い

#### <被買収企業の評価>

現状評価→支配や操業効果の価値を評価

これを元に支配プレミアムと相乗効果プレミアムを推定する。

現状評価とは被買収企業を、現在の投資、資金調達、配当政策の下で企業価値を推定することである。

#### ・操業面における相乗効果の評価（支配価値も同じ）

相乗効果はとらえどころがない→評価不可能

ただし次の2つのポイントに答えられれば評価可能

1. 価値評価に必要な4つの入力量（キャッシュフロー、成長率、成長期間、資本コスト）のうちどれに影響を及ぼしているか。
2. 相乗効果の影響がキャッシュフローに出始める時期（キャッシュフローの現在価値に影響）

#### 評価プロセス

1. 買収、被買収企業それぞれの企業価値を算出
2. 1で算出した企業価値を足し合わせる（相乗効果のプレミアムは含まれていない）
3. 相乗効果の影響を反映させた入力量を用いて企業価値を求める



3 - 2 が相乗効果の価値となる

#### ・ 財務面における相乗効果の評価

相乗効果を生む3つの要素

1. 余剰キャッシュ（ゆとりキャッシュ）
2. 節税効果
3. 借り入れ余力の向上 ← 事業の多角化により利益の分散が減少（利益の安定）

1. 余剰キャッシュのある企業と優れたアイデアを持った企業の合併



2つの企業が合併したことによる付加価値（プレミアム）が生じる  
この場合新たに始めることのできたプロジェクトの現在価値として評価

2. 所得が多く税金支払いが莫大な企業と損失を出し税控除分が残っている企業との合併



この場合節税額の現在価値として評価できる

3. 利益の相関の低い企業間による合併（事業の多角化）



キャッシュフロー（利益）の変動性が低下



借り入れ余力の上昇（負債比率の上昇）※金利の調整



企業価値の上昇

#### ・ 事業の多角化

事情の多角化のみを動機とする企業買収は、買収企業が公開企業で、投資家が自ら分散投資できる場合、得られる価値はゼロである

しかし買収企業は買収に当たって市場価値を上回る多額のプレミアムを支払う。  
実際には次のようなメカニズムが働いている。

- 多角化による合併企業の利益の分散は、合併前の単独企業として得る利益の分散より大幅に低い。利益の分散は企業固有のリスクであり、期待リターンには何の影響も及ぼさないと仮定されているため、利益の分散が減少しても価値には何の影響も与えない
- 分散の減少は借入余力の余力を上昇させるため、価値も上がる

### ・成長率とPERの上昇

企業買収のなかには、成長率や株価キャッシュフロー倍率(あるいは PER)の上昇を目的とするものがある。

買収が妥当なものかどうかは、支払った代価によって決まる

支払った代価が適正な市場価値を上回る場合、買収企業のキャッシュフロー成長率は上昇するが株価は下がる。

### <買収の評価 — 偏見と犯しやすい過ち>

各企業の経営陣は他社の株主に対して買収を正当化しようとする

敵対的買収の場合

- ・買収企業…被買収企業の株主に正当な取り分を受け取っていると主張
- ・被買収企業…その逆を主張

友好的買収の場合

- ・買収企業…自社の株主に対して買収には真の価値以下で行っていると主張
- ・被買収企業…自社の株主に対して真の価値以上の金額を受け取っていると主張

### 類似企業と倍率の利用

買収価格の正当化における4つのステップ

1. 買収企業は被買収企業の類似企業を選定
2. 被買収企業の評価に用いる倍率を選択 (PER, PBR, PSR、取引倍率など)
3. 類似企業の平均倍率を計算
4. 得られた数値を主観的に調整

どの段階においても自分たちの望む結論に合わせて調整 — 偏見が入り込む

※取引倍率…買収の対象企業のみを類似企業とし、買収価格を倍率とするもの。  
標本が偏っているため、過大評価される場合が多い。

### キャッシュフローと割引率のミスマッチ

ミスマッチの例

1. 買収企業の株主資本コストもしくは資本コストを被買収企業の割引率に使用  
↳株主資本コストはその企業のリスクを反映させている
2. 資本コストを使って株主帰属キャッシュフローを割り引く  
↳投資家の株価は資金調達方法により異なってしまう

↓

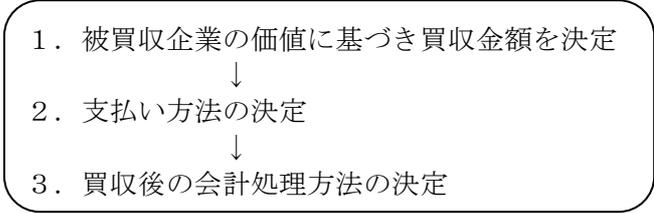
キャッシュフローと割引率に一貫性を持たせなければならない

### ・被買収企業に対する援助

被買収企業の価値には買収側企業に起因する分を含んではならない。  
つまり、現状が反映されること。

第三ステップ 買収のスケジュール設定

P107



1. 買収金額の決定

買収企業 — 買収金額をできるだけプレミアムを上乗せした価格以下に抑えたいと考える  
つまりできるだけ多くのプレミアムを確保しようとする

買収額決定の際の制約

- ①買収前の被買収企業の市場価格（公開企業の場合）
  - ・市場価格が高いほど買収側が利益を得る可能性は低くなる
- ②合併に寄与する大きさ（合併による便益の配分がきまる）
  - ・目的とする効果とその企業でなければ達成できないかどうか
- ③買収側企業が複数存在
  - ・被買収企業が有利になり、便益の大部分が被買収企業へ配分

2. 支払い方法

・買収資金の調達を負債とするか株式とするか  
買収側と被買収企業の借入れ余力または負債比率によって決まる

・支払いにはキャッシュを使うか株式を使うか

買収取引に利用する3つの方法

- ①累積されたキャッシュバランスを用いる
- ②新規株式の発行により得たキャッシュを用いる
- ③被買収企業に株式を提供（株式交換）

↑

取引方法は次の3つの要素によって決まる

- ①多額の手持ちキャッシュの有無
- ②現在の株式価値（自社株が過大評価なのか過小評価なのか）
  - 過大評価 — 株式を資金調達または提供という形で利用
  - 過小評価 — 株式は買収の支払い手段として使うべきではない
- ③税的要素

株式交換の場合、キャピタルゲイン（株式売却益）税の支払いを遅らせられる  
∴被買収企業の株主の承認を得やすい

3. 会計処理（パーチェス法かプーリング法か）

○パーチェス法

- ・買収の全体価値（買収価格）が買収企業の貸借対照表に反映
- ・買収価格と被買収企業の資産（時価）の差額がのれん代として計上

↓  
減価償却されるので利益が減少

↑

プーリング法を適用したがる理由

○プーリング法（対等合併の場合に適用できる）

- ・被買収企業と買収企業の簿価を合算
- ・プレミアムは貸借対照表には計上しない

※プーリング法適用条件

- ① 2年以内においてどちらの企業も独立していなければならない
- ② 買収の資金調達に株式を用いる場合、議決権付き普通株のみ発行できる
- ③ 自社株の買戻しなど、資本配分を変更させるような行動は禁止
- ④ 一部の株主のみの利益となるような取引は禁止
- ⑤ 合併企業は必要以上に既存資産（事業）を売却してはならない

なぜプーリング法

1. のれん代を計上しない点

のれん代の減価償却が利益を減少させる（キャッシュフローには影響しない）

↓  
利益の低下は株主に負のイメージを与える

∴ のれん代を計上しないプーリング法を企業は好む

2. キャピタルゲイン税の支払い

プーリング法…キャピタルゲイン税をすぐに支払わなくてよい

パーチェス法…買収時にキャピタルゲイン税を支払う必要がある

※実際にはどちらの会計処理を用いても決まった超過リターンを得ることはない

○テクノロジーセクターにおける会計処理

買収時に支払ったプレミアムを進行中R&D（研究開発）として一括償却できる

↓  
臨時費用とみなされ営業利益には一切影響しない

企業にとっては魅力的な会計処理だがキャッシュフローにも価値にも全く影響しない

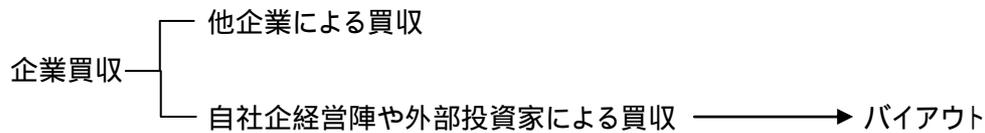
↓  
企業は発表する利益に固執しすぎている

**最終検討事項**

会計処理の選択によってマイナスの影響をうけるのは買収側の株主

- 望む会計処理ができないために得になるような買収を却下する場合
- 会計処理方法にプレミアムを払い買収価格を上げすぎる場合
- 経済的価値のない資産、事業を売却できない場合

## マネジメント・バイアウトと LBO の分析



その違いは...

- ① 2つの企業が関与し合って合併企業が生まれるわけではない
- ② 被買収企業が非公開企業になるのが一般的

なぜバイアウト？

関係会社からの独立や非公開企業になることで被買収企業リスクから解放されたり、株価動向に左右されない安定した経営を行えたりする

そのためには経営陣を含めて豊富な資金や知名度の向上が不必要な企業に多い

バイアウトの種類

- ① マネジメント・バイアウト・・・経営陣が買収
- ② レバレッジド・バイアウト・・・買収先の CF や資産を担保に負債を調達し買収

(マネジメント)バイアウトの評価

評価は簡単 関与する企業が被買収企業のみで、そのため相乗効果などもないため

問題は2つ 投資家が知り得ない情報も持っていることと、バイアウト後も経営陣が変わらないこと

↓  
関係会社からの独立や自社が過小評価されている

↓  
経営陣の責任感や向上心が変化する

この2つ価値に織り込んで評価する。非公開企業になることで長期的には価値が割引かれることになるが、再び株式公開をするという明確な意図があるため、その価値の割引は小さい

LBO の評価

問題は2つ 最適負債比率

と

資本コストの変化

↓  
負債が大幅に増えるため CF のリスク度が上昇

↓  
実例 25・6