

M & Aの経済学

1 買収に関する基本原則

企業価値と経営改善

企業価値：その企業の生産活動から生み出される利潤（の割引現在価値の合計）

経営者が株主にかわって経営の実質的な運営・決定を行う。

経営者は株主より、多くの知識と情報を有しており、良い決定を行うことができる。

but 自身の利益を考慮しての決定 必ずしも株主の利益を最大にするとは限らない。（エージェンシー問題）

経営能力・インセンティブ向上のための株主の手段

(1) 発言

株主総会での責任追及など、経営判断に口出しする。

(2) 株式売却

売却という「投票行動」 株価が下落し、経営者は経営改善や退任などを迫られる。

(3) 買収（ドラスティックな行動）

敵対的買収による経営改善。

(4) 間接的なインセンティブ効果

敵対的買収は実際に行われなくても、経営改善が行われる。

（買収の脅威自体による経営者の規律付け）

（買収による企業価値改善の）基本メカニズム

株価を入札価格としてオークションを行い、より経営を改善できると考える買収者が支配権を握るというもの。

例1：現在株価100円。150円の株価が実現できると思う投資家が買収し経営を変える。

買収者による経営提案：

A：既存の経営者をそのまま活用して行う経営改革 **友好的買収**

B：経営者の交代や経営者の自由度を奪うような改革提案で経営者が反対 **敵対的買収**

外からの経営改革の圧力にさらされない 企業がより自由度の高い経営を行い、効率性を実現できた。

but

内部の専門家であるがゆえに、見えないものがあったり気がつかなくなったりする。経営をとりまく環境が大きく変化している場合、外部の新しい知識や情報が経営を高める。

企業価値を高める好ましい敵対的買収がある。

買収防衛策は完全に敵対的買収が阻止できるものであってはならない。

基本メカニズムに基づく防衛策の問題点

× 買収防衛策を交渉の手段として用い、買収者にコストがかかったり、買収価格を結果として高くせざるを得ないような買収策。

例 2 : 現在株価 100 円

A プラン : 株価 150 円を実現。現経営者が反対。

B プラン : 株価 130 円を実現。現経営者が賛成。

現経営者の買収策への対抗コストが 1 株 20 円以上 買収者は B プランにする 企業価値にはマイナス。

買収価格を高めることはよいことが
買収価格を高めるような防衛策。

例 3 : 現在株価 100 円

買収者の経営改革プランにより株価は 150 円にできる。

A : 防衛策がない場合、1 株当たり 110 円を支払うことで買収可能。

B : 防衛策がある場合、1 株あたり 145 円の支払いが買収に必要。

防衛策 買収者のレントを失わせ、リターンが低くなる。 経営改善のための方策が低調になる。

経営改善のための提案が買収者側からでてくることは、経済全体にとっては効率性を高め、より企業価値を高めるために必要なメカニズム。それを過少にする買収防衛策は望ましいものではない。

既存の株主は、期待利益最大化の観点から判断。 買収者からより高い買収価格を引き出すようなメカニズムに賛成しがち。(株主総会決定の限界)

現在の株主 v s 将来の株主の利害対立の問題。

経営者に対する規律付け効果

敵対的買収の潜在的脅威 経営者の意識と行動に影響。

買収の脅威 敵対的買収を防ぐため、積極的に情報を開示し適切な株価が市場で形成されるよう努力する。

2 基本原則の例外

情報の非対称性

企業価値は将来もたらされる付加価値に基づいて決まる。 将来に関する予想の値でしかない。 情報の非対称性が問題を発生させる。

買収者以外の株主が十分な情報を持たない中で判断するケース。

例 4 : 現在株価 100 円

経営者が把握している本来の株式価値 150 円

買収者 : 部分的な情報をもっており、清算すれば 120 円の価値が実現できることを知っている。しかし、本来 150 円の価値であることを知らない。

買収 100 円以上 120 円以下の価格で株式が買い占められ、清算。

買収防衛策のプロセスの中で、経営者の情報が株主や買収者に伝達 株主は買収者の提案を受け入れることなく、現在の経営者に経営を任せる。

買収防衛策は、買収を不可能にするものではなく、買収提案が行われた後に、経営陣などが株主に対して反対提案などを行うことによって、株主に十分な情報提供を行い、適切な判断を行わせるだけの時間と機会を与えるものとして設計されるべき。

～情報の非対称性の問題を軽減し、最適な意思決定を株主に行わせる。

最適な買収防衛策は、平時の株価を高くするような情報提供や情報開示を行っておくことであり、そのような方向での「防衛策」をもっと行うような仕組みづくりが大切。

買収者の誤った判断

株主ではなく、買収者が誤った判断をして、実現できないような高い株価で株式を買い取る買収提案。

例5：現在株価100円。

経営者が把握している本来の株式価値100円。

買収者：誤った情報を持っており、買収により200円が実現できると考えている。実際には80円しか実現できない。

買収者は200円が実現できると信じる 現在の株価より高い価格で株式を購入し、経営支配権を獲得。結果的に80円に低下。

当該買収者だけでなく、経営者や従業員も解雇などによって損失を被る。企業価値全体としても不必要な価値の低下が実現。

不必要な買収を回避できる買収防衛策の必要性を考慮する余地。

交渉の機会と時間を与える買収防衛策 買収者に情報提示。

中立的な第三者が買収者と経営者とどちらの方が正しいかを判断。

but 中立的な第三者が現実に存在するのか。そのような正しい判断をできるのか。という問題はある。

3 ステークホルダーへのインセンティブ効果

経済理論における企業価値

企業が順調にいけばRだけの収入を得る。

投資家： $(1+r)I$ の受領が最低限必要。

技術者は最低限W（他社で働いて得られる給料）が必要。

$R > (1+r)I + W$ でないと、会社を設立する経済的な意義はない。

R（収入）の分配方法。

投資家が $aR > (1+r)I$

技術者が $(1 - a)R > W$

現実には、企業がスタートする段階では将来のRをどのように分配するか確定していない場合が多い。
配当などは、事業を継続して行く過程で交渉によって確定。

aは投資家と技術者の交渉で決定 交渉力(どの程度相手に脅しをかけられるか)が問題。
技術者が辞めることでプロジェクトがストップ 企業利益に大きなダメージ 投資家は譲歩する必要。

法的権利の重要性

事後的な交渉力を維持できない投資家は、自身の投資リターンを十分確保できない 株主に法的権限が与えられる。

but

法的権限が与えられたとしても、事後的にこれを完全に行使することが望ましい結果をもたらすとは限らない。

ex . 技術者の利益が害される可能性 会社の設立に参加しなくなる。

人的資源は重要であり、それに対する報酬を事後的に大きく低下させるような行動や人的資産の蓄積を妨げるような行動は、全体の収益性を大きく損なう。(敵対的買収防衛策や企業再編のあり方を考える上で重要なポイント。)

インセンティブへの影響

企業価値を高めるためには、どのような判断をするべきか。

特に経営者は誰のための利益を最大にするべきなのか。

Rを増やすことについて利害対立は生じない。

企業価値(R)を高めること = 各ステークホルダーの取り分を高めること。

ステークホルダー全体が経営に貢献している 各ステークホルダーに帰属する付加価値の合計であるRを最大にするよう経営を行うべき。

A : 株主利益最大化で考えるべき

株価というひとつの明確な目標を定めることによって、経営者の評価がより正確にできるというメリットがある。

パラメーター a が変動しない場合 : 株主利益の最大化 = 企業価値の最大化

but

企業再編・敵対的買収などの場合、aの大きな変動を考慮する必要がある。(他のステークホルダーから株主への利益の移転)

(ex . 研究開発者の付加価値帰属分が敵対的買収により減少)

インセンティブを損ない、将来の付加価値の実現を大きく妨げる可能性。)

技術者がCのコストで努力 RはR_hになる。

努力せず R_l

前提：R_h - R_l > C

技術者に努力のインセンティブを与えるには、次の2つの条件を満たすよう、高い(1 - a)を保障する必要がある。

$$(1 - a) R_h > W + C$$

$$(1 - a)(R_h - R_l) > C$$

努力をした場合に得られるリターン(1 - a)R_hがその場合の費用(W + C)を上回る。

努力したことによるリターンの増加分(1 - a)(R_h - R_l)が、努力のコストCを上回る。

敵対的買収者が(1 - a)を引き下げ、高い株価を目指す。

努力のインセンティブを失い、RはR_lに縮小。

aR_l > a'R_hとなるなら、株式価値は上昇するが、企業価値は低下する。

不可欠な設備を売却してしまうケースや、将来の投資に不可欠な流動性資産を、買収者が配当として払いだすケースにも生じる。

企業価値を高めるようなリストラ策や不必要な資産の売却等と、単なる所得移転策とを客観的に峻別することは難しい。

ステークホルダーの取り分増大という点が、企業価値を最大にしていけない言い訳や経営者の保身に使われてしまう可能性も高い。

企業価値について十分な判断能力のある第三者(ex. 裁判所や社外取締役)によって判断される仕組みをつくるのが望ましい。

4 法的ルールで規制すべきか

マーケットメカニズムのメリット

一律に禁止 経済全体にとってプラスに働くケースを排除してしまう。

A : 100%問題が生じると明白なケースを除いては、法的ルールで規制するのではなく、自由な選択に任せて市場に評価させたほうが、結果的に選択の自由度も広がって望ましい。

マーケットメカニズムの限界

広い意味でのマーケットメカニズムが、うまく機能するための条件

それぞれの企業が採用する買収防衛策(導入・発動とも)について十分な情報がマーケット側に提供されていることが必要。

将来行動に関して、十分なコミットメントがなされて

いる必要。

問題点

既存の株主は保有株式の価値が低下する選択を見過ごす必要が有るのか。重要事項として開示させ、なんらかの形で株主総会の了承を得るべき。

株主が合理的な判断ができるとは限らない。

マクロ的ショックを引き起こす可能性や他の企業に与えるネガティブなインパクト。

b u t

8割の株式を保有しているベンチャー企業のオーナーが、株を購入しても支配権が得られないことを明確に宣言して、残り2割の株式を市場に売却する行為を禁止する理由はない。

5 株式公開の意義と役割

上場の意義に関する理論

株式公開のデメリット

(1) 逆選択問題

株式価値に関して投資家が十分に情報を持っていない
平均的な予想に基づいた株価をつけざるを得ない
株式は市場で過小評価される。

b u t

会社に関係するのは新株発行の場面でのみ。
逆選択の問題は、株式を公開するか非公開とするかの決定に関して大きな要因とはならない。

(2) 事務費用などの負担

費用負担（アンダーライターに対する費用、登録費用、監査費用、コンプライアンス体制の整備や内部会計情報の整備等）

b u t

情報の非対称性を解消するためのものは、それがないと投資する人間がいなくなる。

(3) 情報流出の可能性

株式公開のメリット

(1) 借入れ制約の改善

一般投資家から新株発行という形での資金調達が可能に。資金調達能力の拡大。
資金調達手段の多様化 銀行に対する金利交渉などの交渉力増大のメリット。

b u t

ファンドやベンチャーキャピタルがある程度存在すれば、非公開会社でも、資金調達の能力は十分に確保できる。

公開による資金調達手段の確保というメリットは、株式公開に伴って生じる情報開示義務から生じるメリットであり、必ずしも株式公開そのもののメリットではない。

- (2) 流動性の高まりとポートフォリオ分散化
(多くの投資家の参加・情報開示による情報収集コストの節約) 流動性 より高い価格で投資家に株式を販売しやすくなる。
- (3) 投資家認知度の上昇
取引所の情報提供機能。
- (4) コーポレート・ガバナンスの効果
取引所が持っているモニタリング機能
敵対的買収の可能性
ストックオプション等株価を経営者のインセンティブに用いることのメリット
より高い価格で企業売却を可能にする

上場メカニズムの検討

「流動性の高まり = 多数の取引者がそこに参加すること」から生じるメリット

取引所によって情報提供 情報の非対称性の問題の軽減。

取引所の支配権移転の可能性 経営者の規律付け コーポレート・ガバナンス上の機能。

ルール設定のあり方

2つの考え方

A: 取引所が企業業績や望ましいコーポレート・ガバナンス、あるいは買収防衛策等について、一律の(場合によっては高い)基準を設け、その基準を満たしたものだけに上場を認める考え方。

B: 多様な基準を設け、それぞれを差別化して、上場の多様性を増やしていく考え方。

買収防衛策やコーポレート・ガバナンスのあり方等は個別事情に依存する部分が多く、一律な判断が難しい。多様な選択肢を用意して、それらの選択肢の中で投資家及び企業が自由な選択と投資を行わせた方が、より良い選択につながる可能性は高い。

株主価値を損なう蓋然性の高い買収防衛策であっても、それを企業側も株主側も認識しているのであれば、上場させて流通性を高めることにはメリットがある。

b u t

それぞれの基準に応じて明確に差別化されたマーケットを作り、

それぞれのマーケットではどのような上場基準になっているかを投資家に明確に伝達する必要がある。

6 企業再編の課題

敵対的買収以外の企業再編の選択について。

相互補助のマイナス

内部資金力の増大

プラス面：相互に資金を融通することが可能になったり、大きな投資等を行いやすくなる。

マイナス面：インセンティブ上の大きなマイナス面（各事業部門やそれぞれの組織での評価が明確でなくなる 不採算部門が撤退されない。）

より身軽にして効率的な資金活用を目的とした部門売却やスピ
ンアウトなど。

人的資産蓄積

人的資本への投資において重要なのは、**実際に生産活動や営業活動を行う中で相互依存関係の強い少人数のグループ（チーム）への投資。**

相互の補完関係が強く、蓄積された人的資本もそのグループ活動に関係特殊的であり、ばらばらにしてしまうと大きく生産性を落としてしまう。

このようなチームをいかにうまく形成し、かつ充実させていくか、そのためにどのような組織を築いていくかが重要なポイントとなる。

合併が必要か

A；合併 v s 調整コストなどがかかる。

B；提携関係

商品やサービスの提供段階で、統合された総合商品や協調行動の結果でてくる商品を提供できた方が消費者の利便性が高い場合。むしろ組織は切り離しておいて自由度を高めておいたほうが、より柔軟な商品提供が可能になるケースも考えられる。