

〈論 説〉

買収プレミアムとシナジー

——なぜ M&A 価格が高騰しているのか——

中 村 公 一

1、はじめに

世界規模で M&A は活発に行われているが、近年の特徴の一つに、買収価格の割高感がみられるようになってきている。2018年1月～3月（第1四半期）に表面化した世界の M&A では、1件当たりが大型化しており、米金融情報会社トムソン・ロイターが金融機関向けデータ配信部門の一部株式を米大手投資ファンドのブラックストーン・グループ¹⁾などに170億ドル（約1兆8000億円）で売却するという100億ドルを超える案件も目立っている。同期における日本企業関連の M&A 公表案件は、7.4兆円（932件）と、前年同期比137.8%（8.1%）になり、金額及び案件数ともに過去最高に達した。1,000億円超の案件も14件となっている（トムソン・ロイター調べ）。

こうした買収金額に割高感があるかどうかは、「EV/EBIT 倍率」によって把握できる。EV/EBIT 倍率は、投資資金を買収した企業の何年分の利益で回収できるのかを示したものであり、EV（Enterprise Value：企業価値）÷ EBIT（Earning Before Interest and Taxes：利払い・税引き前利益）で計算する。例えば、世界の M&A で考えた場合、金融危機後の2009年1～3月期は12.1倍であり、2018年1～3月は19倍となっている（日本経済新聞：2018年4月22日）。

また、日米の買収プレミアムについて、1997年から2006年までの10年間の

平均は、米国企業で36%、日本企業で20%になるという(服部, 2015)。それ以降の調査では、日本企業における2005~2016年の500億円以上の海外M&A案件のうちプレミアムの判明する34件の調査では、平均48.5%であるという結果が出ている(宮島英昭「海外M&Aの統治を問う・上」日本経済新聞: 2017年6月6日)。この期間の日本で最高の買収金額は、2016年のソフトバンクグループのイギリスの半導体設計大手アーム・ホールディングスの買収の約240億ポンド(約3兆2,300億円)であり、買収プレミアムは42.9%である。買収プレミアムが最大の案件は、大日本住友製薬によるカナダの医薬品ベンチャー、シナプサス・セラピューティクスの買収で123%になっている(買収金額は約6億2,400億ドル(約643億円))。

買収価格の高騰は、企業の財務リスクを高めることにもつながる。例えば、2018年7月に産業ガス国内最大手の大陽日酸は、同業で世界3位の米プラクスエアから欧州事業の一部を約50億ユーロ(約6,400億円)で買収すると発表した(大陽日酸の買収に関しては、日本経済新聞: 2018年7月6日を参考にして)。現在、世界規模で産業ガス業界は再編活動をしており、2017年度の売上高は、1位: エア・リキード(フランス) 約2兆6,300億円、2位: リンデ(ドイツ) 約2兆2,100億円、3位: プラクスエア(アメリカ) 約1兆2,600億円、4位: エアプロダクツ(アメリカ) 約9,000億円、5位: 大陽日酸(日本) 6,462億円である。そして、リンデとプラクスエアは2017年6月に合併合意をしたが、欧州独占禁止法当局の審査によって欧州事業の一部売却を求められており、これを大陽日酸が買収した。そして、プラクスエアの事業売却によって当局の承認が下りると、売上高約3兆円の新リンデが1位となり、世界の上位2社で約6割のシェアを握る寡占市場ができる。そのような状況下で、大陽日酸は未開拓であった欧州市場への参入と、上位2社に続くポジションを獲得するために本買収が行われた。

しかし、買収金額は大陽日酸の時価総額と同規模であり、有利子負債は1兆円弱と2018年3月末の約3倍に増加する。格付投資情報センター(R&I)は、各付けについて「シングルA」からの格下げの方向で見直すと発表した。戦略面

では、未開拓市場への参入や産業ガス事業自体の安定的なキャッシュフローを得られるという事業構造の面では確かにプラスの効果が考えられるが、財務とキャッシュフローのバランスや資本と負債の構成などの面では課題が残る。

このように、買収金額の高騰化は世界的な再編活動や競合企業との関係のなかでは、今後も多くの案件が出てくるものと予想できる。そして、買収プレミアムが高額になることは、それを超えるだけのシナジーを組織統合段階で創出しなければならないために、統合マネジメントにも大きな影響を与える。本論文では、そもそも買収プレミアムはなぜ発生するのかということを整理し、今まで議論されてきた学説を整理する。そして、買収プレミアムとシナジーの関係について検討し、高額な買収プレミアムに見合ったシナジーを創出するための課題を検討する。

2、買収プレミアムの源泉

(1) 買収プレミアムの概念

M&Aにおける議論はさまざまな分野からされているが、組織管理（マネジメント）と経営戦略（ストラテジー）に関するものとともに、財務面においては企業の価値評価（バリュエーション）と買収価格の決定（プライシング）が重要な課題になる。実際には、企業の市場価値＝買収価格とはなっていないケースがほとんどであり、企業価値評価においてはプレミアム（割増）とディスカウント（割引）という概念を考慮する必要がある。

株主には企業を支配できる株式数を所有する支配株主と、企業を支配できる株式数をもたない少数株主が存在する。そして、支配株主の所有する株式価値は、その企業の支配権に相当する価値の分だけ、少数株主の株式価値よりも高いと考えられる。企業の支配権を持つ割合の株式を取得する場合に支払う対価の上乗せ分を買収プレミアムという。これは、コントロール・プレミアムとも呼ばれる。上場企業にTOB(takeover bid:株式公開買付け)が実施された場合は、TOB発表前の株価と公開買い付け価格との差が買収プレミアムとなる。

また支配株主価値からみた少数株主価値の割引価値は、マイノリティ・ディスカウントといわれる。買収プレミアムとは立場が変わっているだけであり、金額自体は同一となる。次に非流動性ディスカウントの存在がある。流動性とは、所有株式が市場価格に近い価格で最小の売買手数料をもって即時に現金化される能力を示す。非公開株式は流動性が低く現金化しにくいのでその分だけ価値が低くなり、これを非流動性ディスカウントという。

また、国際会計基準(IFRS)では、のれんは定期償却処理の対象ではないために、回収可能価額が下落した場合は、一時に多額の減損損失が計上されることになり、業績へも多大な影響を与える可能性がある。

買収プレミアムの増加は、企業ののれん金額を増加させることにもなる。のれんは、被買収企業の帳簿額(純資産)と実際の買収額の差額である。買収後に期待したような収益が見込めない場合は、減損処理をする必要があり、純資産を目減りさせることにもなる。日本の会計基準では、最長20年でのれんを均等に償却し、毎年一定額を費用計上してのれんを減らすことができる。一方、国際会計基準や米国会計基準では定期償却は行わない。期末などに減損テスト²⁾を実施して、収益が上がっていない場合は一括損失処理となる。そのために、のれんの減損処理によって自己資本を減らすことにもなり、財務を毀損するリスクも存在する。

例えば、東芝は2006年に約5,400億円で米原子力会社ウエスチングハウス(WH社)を買収し、のれんとして約29億3,000万ドル(当時のレートで約3,500億円)を計上した。その後、リーマンショックや福島第1原発事故などが起きるなど、経営環境は悪化してきたが、減損処理などは行われなかった。しかし、2016年3月期に、東芝自体の格付け引き下げなどに伴うWH社の資金調達コストの増加などを背景に、約2,600億円の減損損失を計上すると発表し、財務状況を大きな影響を与えた。

(2) 買収プレミアムの意味

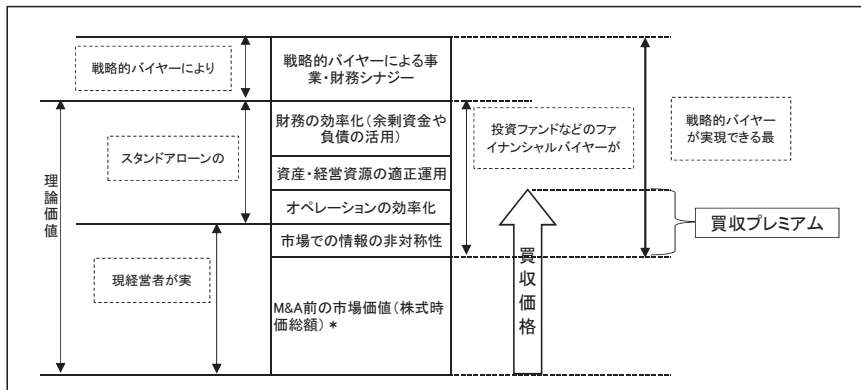
ここでは、ある企業を買収する場合の市場価値、買収価格、買収プレミアム、

シナジーの位置づけに関して整理する。まず、市場価値とは株式が上場されている場合の時価総額である。この市場価値に、企業内部者が市場に対して有する情報の非対称性に依拠する価値が加わる。また、経営権の移動を前提とせず、現在の経営方針を継続するスタンドアロンを前提とする場合に、将来生み出す株主に帰属するキャッシュフローの現在価値の総和であるスタンドアロン支配権価値が加わったものが理論価値となる。

スタンドアロン支配権価値は、将来の生み出される価値であるので、オペレーションの効率化によるコスト削減、資産・経営資源の適正運用によるコスト削減、余剰資金や負債の活用による財務の効率化によって発生するものである。これらは、M&Aによって企業の戦略が変わるというようなことから発生するものではなく、買収企業との間にシナジーがなくても生じる。買収ファンドのようなファイナンシャルパイヤーが買収して、経営改善やレバレッジを効かせることによって高められた株主価値であり、買収プレミアムの源泉になる。つまり、買収価格はスタンドアロン支配権価値をどのように算出するのかに大きく関係しており、実際の買収価格－市場価値が買収プレミアムとして認識される。

次に、買収プレミアムがどの程度まであれば合理的なのかということを検討する必要がある。戦略的に買収される場合、理論価値にシナジーを加えることができる。この範囲内であれば、買収プレミアムは合理的であると考えることができる。ただし、近年のM&Aをみると単純な事業シナジー以外の要素もみることができる。例えば、自前で新設するよりも買収した方が時間的なメリットを得ることができるということや、自社にはない技術やブランドを一気に手に入れることができることなども重要な要因である。また、対象企業が競合相手の手に渡ることによって、自社の市場シェアが小さくなるようなことを避けるということも動機としては考えられる。こうした定量化が難しく、長期的な視点から検討すべき要因についても経営者は考えており、それが買収プレミアムの高騰化にもつながっている原因としても考えることができる。

買収プレミアムの源泉



* 正確には対象企業の発行済み株式総数のうち買収実施企業が取得する株式数の比率を乗じた金額。
 出所) 丹羽昇一「買収プレミアムは高すぎるか～ M&A のメリットと買収プレミアムの源泉～」
 『MARR』2014年4月2日を加筆修正

3. 買収プレミアムに関する諸理論

買収前に行われる買収価格の決定に際して、プレミアムがどのような性質のものであり、何を示すのかということを先行研究を通して整理する。

(1) 会社支配権市場について

バーリー & ミーンズ (A.A.Berle&G.C.Means) は、1930年代のアメリカの大規模株式会社を対象に、最大株主の持株数の発行済株式総数に対する割合を基準にして、所有と経営の分離に関する先駆的な実証研究を行った。この調査時点では、44%の企業が経営者支配の状態（最大株主でも持株比率が10%を割るような状態）であると結論付けた。これは、株式所有の分散化を意味し、最大株主でも株式所有を基礎とした経営の支配はできず、企業の支配権は専門経営者が握っていること、そして小口株主の議決権には実質的な権限がないに等しいことを示す。

しかし、この研究は所有と経営の分離の傾向分析に焦点が置かれており、小口株主と経営者の間の支配関係については必ずしも明確ではない。この点について、マン (H.G.Manne) は小口株主の権限が無視されるならば、株式は債券と何ら変わるものではなく、議決権を有している必要もないととらえた。そして、経営者支配の段階にあるとはいえ、小口株主にも持分に相応した権限は存在するという事実を会社支配権市場の存在を提唱することによって説明した。

会社支配権とは、ファーマ&ジェンセン (E.F.Fama&M.C.Jensen) の定義に従えば、会社の諸資源 (物的・人的) についての経営管理上の決定権、例えばトップマネジメントの採用、解雇、俸給・報奨額を決定する権限を指す。マンは会社支配権をそれ自身が価値のある資産として考え、この資産を巡って取引が行われる特別な市場が存在し、そこでの活動の結果の1つが M&A であるとする。M&A に関わる市場とは、経営者同士が会社支配権の取得を巡って競い合う市場であり、株主は法的には重要な存在であるが、受動的な役割を果たすものとして扱われる。株主は当該企業の事業に関する詳細な知識は持ち合わせず、経営者に対しても特別な忠誠心を持っているわけではない。従って、会社支配権に対して最も高い値を提示してきた所に持株を売却するという合理的な行動をとる存在として考えられる。また、この取引に参加するのは事業会社に限らず、企業売買の仲介業者や金融機関も含まれて会社支配権市場を構成している。また、会社支配権市場は株主総会に代わり経営者を決定し、経営を監視する機能を有し、経営者が株主利益の極大化から逸脱した行動をとることを抑制する働きをする。

会社支配権市場のメカニズムは、企業の経営管理効率と株価の間に高い相関関係が存在するという認識を前提に成立している。経営者の経営効率が同業他社のものと比較して劣る場合は、株価が低下するという現象が生じる。株価は、企業の経営効率を示すとともに、キャピタルゲインを得る機会でもある。低株価企業は経営効率が悪いためにそのような状況になっているので、優れた経営能力を持つ外部の経営者グループなどが買収し、彼らが経営を行って業績を上げることができれば、株価の向上から利益を得ることができる。この点につ

いては、買収ファンドがその役割を担う場合もある。従って、効率の悪い経営を行って株価を下げている企業を巡って市場が形成されるのである。マンは、M&Aの意義を経営者の自由裁量経営による経営効率の低下を防ぎ、多数の小口株主を保護するための効果的な手段として捉えられる。

会社支配権市場における株式売買の特徴は、買収企業は被買収企業の株式の市場価格だけではなく、プレミアムを上乗せして買収を申し込む点にある。プレミアムの平均は40～50%であり、100%を超えるものもある。そこで、このプレミアムの存在について議論が展開されていく。

(2) 合併シナジー説

M&Aが当事者企業の株価にどのような影響を与えるのか、ということについてジェンセン&ルウバック(M.C.Jensen&R.S.Ruback)は1958～81年までの多くの研究報告を整理するとともに実証研究を行った。この研究はM&Aの株価に与える影響についての先駆的な研究として取り上げられている。買収手法をTOB、合併、委任状奪取の3つに分類し、買収成立の場合と不成立の場合における株価のアブノーマルな変化を確認している(CAR: Cumulative Abnormal Return、累積超過収益)。それは、成立の場合には被買収企業の株価がすべてのケースで大きく上昇し、不成立の場合にはわずかながら被買収企業の株価が下落するという対照的な違いを示した。つまり、被買収企業の株価はTOBの場合で30%、合併で2%の短期的上昇を見ることができている。そして、成立したケースでも買収企業の株価はほとんど変化していない。この結果から、買収行動から被買収企業側に経済的利益がもたらされること、買収利益は被買収企業の会社支配権が買収企業に移転した時に実現されるということが判断できる。

ジェンセン&ルウバックはこうしたアブノーマルな収益は、買収企業の優れたマネジメント能力の被買収企業への導入による経営効率性の向上、買収後に発生する諸種のシナジーへの期待、市場支配力の増大などからもたらされるとする。つまり、被買収企業は買収されることにより、その市場価値を超える

キャッシュフローが生み出されるととらえ、こうした考え方は合併シナジー説と言われる。しかし、留意すべき点は、合併後企業の投資収益率の向上の源泉を買収時では実証的には確認できないことである。この源泉は、期待や可能性に過ぎない。

合併シナジー説では、なぜ被買収企業の株主の方の利益が大きくなるのかということの原因を考えることを課題とする。当時のアメリカの M&A 市場は、買い手と売り手の間で需給バランスがとれていない状況であった。つまり、買収に関する仲介業者の発達や買収が新規設立よりもコスト的に優位にあると考えて、M&A という外部成長戦略がとられるのである。一方、売り手企業は M&A に対するマイナスイメージや不利になる可能性があるという認識から、買い手に比べると数が少なく、供給不足の状態にある。従って、数少ない売り手企業に多くの買い手企業が群がり、入札競争が行われることによって買収プレミアムが向上した。これは、結果的に買収企業にとっては当初よりも巨額の投資が必要になり、財務を圧迫し株価の下落を引き起こす。被買収企業の株主は、プレミアム分だけ利益を得ることになる。以上のことから、両社の株主間ではリターンの不公平配分が行われる。

買収が不成立に終わった場合、つまり会社支配権が企業間で移転しなかった場合でも、被買収企業の株主に対してアブノーマル・リターンがみられる（委任状奪取のケースで8%のゲイン）。これは合併シナジー説では説明できないことであり、情報仮説によって説明できる。情報仮説では、被買収企業の株式の評価が買収の成否にかかわらず向上するのは、TOB が行われている間に新しく形成された情報によるものであるとする。それは、今まで過小評価されていた株式が広く知れ渡ることにより、被買収企業の株主を含めて市場一般が、将来にはより高価格で TOB を受けるかもしれないという期待からプラス評価され、プレミアムが向上していくからである。しかし、情報仮説の問題点は、TOB が1回限りではなく、次々に行われることが要求される。次のオファーがないならば、上昇した株価はもとの水準に戻ってしまう。従って、情報仮説は合併シナジー説を否定するほどの根拠を持っているわけではない。

(3) 思い上がり仮説

ロール (R.Roll) は、経営者の思い上がりがプレミアムを支払う原因であるとする (hubris hypothesis)。資本市場、製品市場、労働市場が効率的で完全情報下にあるとすれば、M&Aから利益を得る機会はなくなる。この仮定のもとでは、市場価値を超えた価格を付けて買収申し込みをする企業行動は、買収企業の経営者の評価エラーの結果であると考ええる。買収は「せり」と同じように限られた時間内でお互いが競っていくので十分な検討が行えず、その過程で意思決定当事者が評価エラーを誘発されるのである。従って、被買収企業の価値の見積もりは確率変数であり、買収プレミアムは確率的エラーとして示される。

評価エラーの原因としては、①複数の買い手の間における被買収企業の期待ゲインに関する見解の違い(ある買い手は買収からの期待ゲインを過大評価し、ある買い手は過小評価するという)、②被買収企業の支配権を巡る競争(支配権獲得競争が激しくなると買収価格は競合により上昇するために、買収に成功した買い手の買収プレミアムは必然的に上昇する)が考えられる。これは、買収企業の経営者が被買収企業の市場価値は、買収後の企業の経済価値を完全には表していないと確信し、自分の評価の方が正しいと判断した結果である。その評価には、過大評価と過小評価があるが、多くの場合は過剰に評価してしまい、買収プレミアムの平均値は買収後に期待されるシナジーよりも高い価格になる。

(4) 経営者裁量権極大化仮説

これはミュラー (D.C.Mueller) によって提唱された仮説で、M&Aの動機が企業規模の拡大にあるとする。ここでの企業規模の拡大とは、成長戦略において意味するものとは異なる。経営者の報酬は利益よりも売上高で示される企業規模と正の相関があり、買収企業の業績が下降している時でさえ上昇するという調査がある。そして、さらに経営者は報酬に加えて自分の権力と名声のために、企業の意思決定における自由裁量権の拡大を望む。

また、M&Aによって業界内での順位を上げることができ、業界内での影響

力を増すという面や、社会的なステータスを高めるという面があり、企業帝国の建設のために行われる場合がある (Jensen, 1986)。

この仮説では、合併は、成長のための最速で確実な方法であり、たとえ合併が利益と株主価値の増大を保証しないとしても、経営者はそれに着手するだろうと指摘し、M&Aの動機を経済的利益以外のものに求めている。M&Aは経営者の自己利益の極大化のための手段に過ぎず、買収プレミアムは何らかの価値を示すものではなく、経営者が自分の目的を追求するために支払ったものであると解釈できる。

以上では、買収プレミアムに関係する見解をみてきたが、それぞれ異なった見方から説明されており、完全に説得力を持つものではない。合併シナジー説では、将来発生すると予想したシナジーを買収価格に反映させた結果としてプレミアムをとらえている。思い上がり仮説では、経営者の企業評価における判断ミスがプレミアムの原因であるとする。経営者裁量権極大化仮説では、経営者自身の権力や名声を高めるための手段として考えている。

M&Aを成長戦略の手段の1つとして考える場合には、合併シナジー説の視点から買収プレミアムを考えることが適切である。次に、買収プレミアムとシナジーの関係に焦点を当てる。

4、買収プレミアムとシナジーの関係

買収プレミアムが妥当な金額かどうかは、M&Aを行った後の組織統合のマネジメントを通して実現されるシナジーに依存する。しかし、シナジーに関しては考慮すべき点が存在する。第1に、シナジーの有無を事前に客観的に測定できないことである。期待したシナジーが実現するかどうかは、事後的に任意に設定したある特定期日における財務データを分析することによって判断するしかない。

第2に、経営学分野における M&A 研究では、M&A の戦略面や組織統合のマ

ネジメントに焦点を当て、シナジーに関しては論じられているが、プレミアムとの関係についての認識は欠如している。M&A マネジメントに関する研究では、買収価格は暗黙的に公正な市場価格によって決まるという自由競争市場を想定している。しかし、現実には被買収企業のもつ資産や技術の市場価値以上の価格を支払っている。そのために、シナジー創造のためのマネジメントという文脈のなかで、プレミアムをどのように考えるのか、ということを論じる必要がある。

(1) 買収プレミアムの意味するもの

買収プレミアムが企業統合によって発生するシナジーの期待であると考えるとき、独立した部分の合計価値よりも、M&A によって結合した全体の価値の方が大きくなるので、買収企業は被買収企業の市場価格を超えた額を支払うということになる。そして、プレミアムが合併後に新たに創造される将来価値を見越してのものだとすると、それは買収企業へのリターンの先行指標になり、買収の成功・失敗の水準を予測することができる。つまり、当該 M&A が成功するためには、シナジーがプレミアムよりも大きくなることが要求され、売上高などによる収益増加や経営効率化によるコスト削減から、合併後のキャッシュフローが増加する必要がある。なぜならば買収後企業の正味現在価値は、シナジープレミアムで示されるからである。

しかし、多くの企業はどのように買収プレミアムが業績に影響するのか注意を払っていないために、その意思決定は短絡的であり、現実には期待シナジーを超える額として過剰に支払っている傾向がある。まず、シロワー (M.L.Sirower) がシナジー・トラップとして説明したシナジーの過剰評価が考えられる。買収価格の算出の際には、将来発生する不確実なシナジーを現時点で評価するためには、当事者の主観に頼るところもあり、誤った意思決定をしてしまう恐れがある。さらに、買収は複数の利害関係者、つまり企業、投資銀行、仲介会社、法律事務所、会計事務所などが関係してくる複雑な過程であり、特に、仲介会社はディールを成立させることが高額な手数料収入の獲得につながる。そのた

めに、過剰な入札競争になってプレミアムが高額になったとしてもディールを完了させようとする傾向が強い。従って、買収企業の経営者は自己の判断ミスばかりではなく、周囲の関係者からの圧力からも過度な支払いを強いられる傾向をみることができる。

また、買収プレミアムをみることによって、買収後に要求される最低限のシナジーを求めることができる。プレミアムを多く支払うほど、買収後に実現しなければならないシナジーも大きくなり、買収後企業には高い業績向上が要求されることになる。この点に関して、シロワーは買収企業が市場価格で買収を行えたとしてもシナジーを達成することは難しいので、初めに買収がゼロ・プレミアムで価値を生むために遂行しなければならないものを考えることが必要となると指摘する。つまり、現在の株価にはその企業の将来の成長と収益に対する市場の期待が反映されている。しかし、これはシナジーではなく、企業が単体として存続することから発生するものである。

シナジーとは、市場が期待している業績目標と買収プレミアムによる高い目標の合計である。従って、プレミアムは市場が予想した成長率を超えたものを意味し、経営者は市場が現在の戦略計画から期待するもの以上、つまり競争的環境のもとで企業が合理的に期待するもの以上の良好な業績が要求される。多くの買収プレミアムは、最高の業界環境のなかで最高の経営者が経営を行っても実質的には実現不可能な業績向上を要求する。シナジーは株主の力ではどうすることもできず、もしシナジーが達成されないならば、買収プレミアムは買収企業の株主から被買収企業の株主への贈り物となってしまう。つまり、買収企業の株主は打撃を受け、被買収企業の株主はリターンを得ることになる。

プレミアムが高ければ高いほど要求されるシナジーは高くなり、その達成は困難になるので、買収戦略による価値破壊は大きくなると考えられる。従って、買収企業はプレミアムを支払う前に、現在の戦略または企業の実力から予想した結果を達成できるのかを十分に認識する必要がある。経営者はプレミアムについての知識を持っていれば、買収戦略がどのくらいの資金を失うのか、買収企業の株主の価値をどのくらい破壊するのかということの評価に役立つ。買収

後に目標シナジーを達成できないと判断した場合には、速やかにその M&A から撤退する意思決定をすることも経営者には要求されよう。

以上のように、過度のプレミアムを含む買収価格は企業の潜在的価値を逸脱したものであり、プレミアムが公正な価格であるかどうかは、当該 M&A の組織統合マネジメントを実践していくうえでも重要な問題である。

(2) 買収プレミアムとシナジーの関係

プレミアムとシナジーの関係について次のようなシナリオが考えられる (Sirower, 1997)。なお、シナジーは将来発生するものであるので、割引いた額によってプレミアムと比較することが可能となる。

まず、シナジー \geq プレミアムのケースである。これは正のシナジーの総計が被買収企業に支払ったプレミアムを超えている場合であり、買収の成功を示す。正のキャッシュフローが創出され、企業業績も増加して、買収企業の株主に対しても価値が創造される。次に、 $0 \leq$ シナジー \leq プレミアムのケースである。これは買収において頻繁に生じるケースであり、企業全体のキャッシュフローからみれば、正のシナジーを示しているので失敗ではない。しかし、シナジーはプレミアムとして支払った額を補うには不十分な水準である。また、買収企業の株主の視点からすれば、経営者は過剰に支払ったといえ、株主は富の減少としてとらえる。さらに、シナジー < 0 のケースである。これは買収企業の株主価値を破壊しているケースであり、支払われたプレミアムの損失を示す。買収後企業の業績は低下し、営業利益に損失を与える。つまり、富が被買収企業の株主に移ってしまったといえる。典型的なマイナス・シナジーが生まれるケースである。

以上のシナリオから言えることは、企業はプレミアムを超えるようなシナジーを創造する必要がある、それが買収企業の株主価値を高めるのである。このことが達成できない場合は、買収価格の算出ミスを示し、企業が買収戦略を行ったことは誤りであったといえよう。

プレミアムは M&A によって創造していく価値を具体的な数字で示したもの

であるともいえる。買収によって株主価値を創造するには、なぜ買収を行うのかという目的意識や事業戦略を事前に明確にする必要がある。そして、企業買収が成功したかどうかは、買収時点で決めるのではなく、買収後の株主価値の創造によって判定される。つまり、被買収企業の買収価格を上回る株主価値を事後的に創造することである。プレミアムが課題に支払われたとしても、それ以上のシナジーを創出させることができれば問題はない。しかし、実際には組織統合においてはさまざまな障害が存在し、シナジーの実現には困難が伴う。プレミアムが高ければ、それだけ失敗の可能性が高くなることから、過剰な支払いは問題になるのである。

5、終わりに

買収プレミアムの高騰は、ポスト M&A において創出する必要があるシナジーが大きくなることを意味する。つまり、買収プレミアムは M&A の組織統合マネジメントにも多大な影響を与える。ジェミソン&シトキン (Jemison&Sitkin) が提示した M&A 研究のプロセス・パースペクティブでは、M&A を一連の流れとしてとらえて、プレ M&A の意思決定プロセスとポスト M&A の統合プロセスの両方に焦点を当てている。プレ M&A における買収価格や買収方法がその後のマネジメントにも大きく影響し、どのように企業が変革していくのかというダイナミックな側面を分析した。

買収価格の算出において、プレミアムが高額になる要因は、買収企業の経営者が M&A の意思決定の際の問題としても考えられる。まず、買収企業と被買収企業の利害の不一致から発生するものである。これは、買収企業は少しでも安く買収したいと望み、一方で被買収企業は少しでも高く売却したいという、両者の考え方の違いに由来する。被買収企業は少しでも高く売却できるように、重要な情報を隠蔽し歪んだ情報を提供する可能性があり、その結果、意思決定を行うために利用できる情報は常に相手企業の正確な状態を示したものとは限らず、不均衡情報としての特徴を有するということである。こうした不均衡情

報は被買収企業を正当に評価することができず、潜在シナジーを具体的に実現していく上で障害になる。

また、外部アドバイザーの存在も考える必要がある。彼らは手数料収入や成功報酬にあり、M&A 契約をすること自体を目的にしている。一方で、買収企業当事者は、M&A から効果を上げていくというポスト M&A 段階を重点にしているので、両社の利害関係は異なるということを認識しなければならない。外部アドバイザーのこうした特性は契約の早期完了を促し、また M&A では競合ビッドを割けるために秘密性が重んじられるので、企業側にも契約を短期間で終わらせたいという動機が生じる。従って、将来の統合プロセスにおいて予想される障害への対処策を十分には分析・計画する時間がなく、さまざまなプレッシャーから不十分な意思決定のまま実行に移される可能性が高い。つまり、できるだけ短期間で秘密的に手順を行おうとすることがプレミアムの高騰化につながるともいえよう。

以上のように、M&A のマネジメント研究では買収プレミアムに関する議論は一般的にはされてこなかった傾向があるが、シナジーとの関係からすれば極めて重要な論点である³⁾。また、M&A マネジメントに関わる研究では、マネジメントとストラテジーの焦点が当てられるが、バリュエーションとプライシングという視点も疎かにはできないと言えよう。

本稿では、高額の買収プレミアムの支払いをどのように防ぐのかということまでは議論していない。買収プレミアムの高騰は、結果として、買収企業側の株主に対してはマイナスになる。経営者に対する監督をどうするのかというコーポレートガバナンスの問題や、現在のコーポレートガバナンス・コードとの関係についても重要な論点であるので、別稿で行う予定である。

<注>

- 1) ブラックストーン・グループとは、1985年にスティーブン・シュワルツマン現会長とピーター・ピーターソン氏が創業した世界最大級の投資ファンド運用会社である。KKR(コールバーグ・クラビス・ロバーツ)、カーライルとともに米

投資ファンドの御三家のひとつとされる。2017年末の投資運用残高は4340億ドル(約46兆円)であり、PEファンド、不動産ファンド、メザニンファンドなどを扱う資産運用ビジネスのほか、M&A アドバイザリーや私募債発行等のサービスも手掛けている。2018年4月に日本市場で今後3～5年で5,000億円規模の投資をすると発表した(日本経済新聞:2018年4月17日)。

- 2) 減損テストとは、事業等の単位(資金生成単位)に関連する資産等の簿価と、これに対応する回収可能価額の比較を行う。簿価－回収可能価額＝減損の発生ということになる。IFRS(国際会計基準)では資金生成単位に買収時に生じたのれんが配分される場合、每期、減損テストを実施する必要がある。
- 3) 私がゲスト討論者として招聘された日本ディスクロージャー研究学会(第9回研究大会)では、統一論題を「M&Aの促進は経済の成長戦略に効果があるのか」と決めて討論が行われた(2014年5月10日開催:名古屋大学)。座長を黒川行治氏(慶應義塾大学)が担当し、次のような問題提起がなされた。当時の経済産業省がアベノミクスの成長戦略の手段の1つとしてM&Aの促進のために、「のれん」の償却に関して、日本基準の定期償却からIFRSおよびSEC(アメリカ証券取引委員会)基準の非償却－減損処理にするということがASBJ(企業会計基準委員会)で検討することが報道された。つまり、高額な買収プレミアムを支払うようなM&Aの場合、巨額なのれん額を每期償却することになり、利益を押し下げてしまうことになる。こうした償却処理がM&Aが進まない原因の1つであるとして、その変更が検討されたのである。この点について、実務の視点、財務の視点、組織の視点から議論が行われた。そして、実際にM&Aから成果を出していく組織統合段階の課題について、私が「M&Aマネジメントの組織的課題－M&Aによって競争力を高めるために－」で報告を行った。このように、分野の異なる報告者が討論を行うことはとてもユニークで、M&Aの現状と課題について多くの示唆を与えるパネルディスカッションであった。

(参照)『年報 経営ディスクロージャー研究』第14号(2016年3月)、pp.13-24.

＜参考文献＞

- 蟻川靖浩・宮島英昭 (2007)「M&A はなぜ増加したのか」(宮島英昭編『日本の M&A』東洋経済新報社、pp.45-79)
- 井上光太郎・加藤英明 (2006)『M&A と株価』東洋経済新報社
- 上野雄史 (2017)「M&A の会計戦略」(佐久間信夫・中村公一・文堂弘之編『M&A の理論と実際』文眞堂、pp.156-168.)
- 薄井彰 (2001)「株主価値と M&A」(薄井彰編『M&A21 世紀Ⅱ バリュースタイル経営の M&A 投資』中央経済社、pp.71-111.)
- 金崎芳輔 (2001)「コーポレートファイナンスと M&A」(薄井彰編『M&A21 世紀Ⅱ バリュースタイル経営の M&A 投資』中央経済社、pp.1-34.)
- 篠原幸嗣・村岡香奈子 (2008)『M&A ファイナンス (第2版)』金融財政事情研究会
- 田村俊夫 (2009)『MBA のための M&A』有斐閣
- 中村公一 (2017)「M&A のプロセス」(佐久間信夫・中村公一・文堂弘之編『M&A の理論と実際』文眞堂、pp.68-79.)
- 長瀬勝彦 (2008)『意思決定のマネジメント』東洋経済新報社
- 服部暢達 (2008)『実践 M & A ハンドブック』日経 BP 社
- 服部暢達 (2015)『日本の M&A ―理論と事例研究―』日経 BP 社
- 文堂弘之 (2017)「M&A とファイナンス」(佐久間信夫・中村公一・文堂弘之編『M&A の理論と実際』文眞堂、pp.140-155.)
- 村松司叙 (1987)『合併・買収と企業評価』同文館
- 森生明 (2001)『MBA バリュエーション』日経 BP 社
- Berle,A.A.&G.C.Means. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan.
- Fama,E.F.&M.C.Jensen.(1983), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol.26, pp.301-325.
- Haspeslagh,P.C.& D.B.Jemison(1991), *Managing Acquisitions*, Free Press.
- Jemison,D.B.&S.B.Sitkin(1986), Corporate Acquisitions: Process Perspective, *Academy*

of Management Journal, Vol.11, No.1, pp.145-163.

Jensen,M.C.(1986), The Agency Costs of Free Cash Flow, *American Economics Review*, Vol.76, pp.323-329.

Jensen,M.C.&R.S.Ruback.(1983), The Market for Corporate Control-the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol.11. pp.5-50.

Lubatkin,M.(1987), Merger Strategies and Stockholder Value, *Strategic Management Journal*, Vol.8, pp39-53.

Manne,H.G.(1965), Mergers and the Market for Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol.73, No.2, pp.110-120.

Mueller,D.C.(1969), A Theory of Conglomerate Mergers, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.83, pp.643-649.

Roll,R. (1986),The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business*, Vol.59, No.2, pp.197-216.

Sirower,M.L.(1997), *The Synergy Trap*, Free Press, (宮腰秀一訳『シナジー・トラップ』トッパン、1998年)