

M&A時代の企業価値向上戦略 2

M&Aと企業価値向上はセット

日経NEEDSで読み解く・講演録

2008/9/18

立命館大学経営学部教授 松村勝弘氏

URL:

www.nikkei.co.jp/needs

目 本企業は、これまで株式持ち合いがあり、買収されにくかったわけですが、持ち合いが崩れて、外国人の機関投資家が日本株を大量に持つようになったので、日本企業が買収にさらされやすくなりました。ライブドアが、ニッポン放送株を30%ほど2005年2月8日に追加取得することができたのは、リーマン・ブラザーズの仲介で外国人投資家が売ってくれたからです。そういう意味でも、持ち合い解消で日本企業がM&Aにさらされているのが明白になり、経営者は危機感を感じ始めました。この一件がきっかけで、05年に急激に企業価値に対する関心が高まりました。M&A(合併・買収)と企業価値は、セットで関心を高めています。

買収防衛が許される3原則

05年の5月に経済産業省と法務省が共同の文書として「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」を出しました。その前文で「買収防衛策の合理性を高め、企業買収及び企業社会の公正なルール形成を促す」と述べられています。要するに「企業価値を高めるための買収は意味があるが、企業価値を高めない買収は、これを防衛するのが正しい」と経産省、法務省がルールの指標を作ったわけです。

そこで、買収防衛策の3原則が示されています。「企業価値・株主共同の利益の確保・向上の原則」、「事前開示・株主意思の原則」、「必要性・相当性確保の原則」という基準に基づけば買収防衛していいことが明らかになりました。

同時に、取り組みの副文書とでも言うべきものとして企

業価値研究会の「企業価値報告書」が発表されています。ルールが無いと弊害があるので、あらかじめルールを作っておこうというのが意図するところです。

企業価値研究会「企業価値報告書」

1. ルールなき弊害＝事後的な過剰防衛

2. 日本で確立すべき敵対的買収に関する公正なルールを提案

- 1 会社法制上、欧米並みの防衛策(ライツプランや黄金株など)は導入可能であることから、防衛策に関する開示ルールの整備を急ぐ。
- 2 防衛策の是非は、「企業価値基準」(企業価値への脅威の存在、防衛策の過剰性、取締役会の慎重かつ適切な行動)で判断する。
- 3 過剰防衛を排除し、企業価値を高める合理的な防衛策となるよう、経営者恣意性排除の工夫。

内容は、「こういう条件があれば新株予約権を買収者以外の人たちに発行出来るようにしておく」。それは、買収者側が企業価値を毀損させることが起こり得るならば、その防衛のために新株予約権を発行してもいいということです。要は、企業価値向上を実現するためにこのような防衛も認められました。

企業価値評価は難しい

ただ、企業価値は、わかりづらいのも事実です。基本的には、企業価値には将来の収益性が反映されます。将来の収益性を担保するのは、経営者か買収者のどちらがそれを実現出来るのかということです。買収者が企業価値を高めることが出来れば買収は正しく、経営者側が企業価値を高めることが出来るなら、防衛することは

正当であるということになります。企業価値を高める自信があれば防衛策は認められるということで、買収防衛策が次々と導入されました。ポイズンピルは、新株予約権を買取者以外の株主に発行することが出来ることを指していますが、それに対して当局が条件付きながら前向きな姿勢を示したわけです。

その後相次ぐ、防衛策の導入——防衛策の分類

	04年	05年	06年	07年	08年 3月	構成比
事前警告型	0	20	163	401	439	97%
信託型ライツブラ	0	5	9	9	9	2%
その他 拒否権付株式など	2	4	4	3	3	1%
防衛策合計	2	29	176	413	451	100%
中止社数	0	1	4	9	11	

MARR, 2008年5月号, 91頁より

この件に関して興味深い出来事は、昨年、スティール・パートナーズがブルドックソースに対して仕掛けた敵対的TOB(株式公開買い付け)だと思います。ブルドックソースは買収防衛策を発動しました。スティール以外の株主に新株予約権を発行して、スティールには新株予約権の価値相当分のキャッシュを与える代わりに、新株予約権を与えないことを株主総会の特別決議で3分の2以上の賛成をもって決め、買収防衛を図ろうとしたのです。

これに対して、スティールは差し止めを裁判所に求めましたが、東京地裁、東京高裁、最高裁はこれを却下しました。特に、東京高裁はスティールに対しかなり厳しい言い方をしています。「投資ファンドは、組織の性格上顧客利益を優先、短中期的に株式転売などで、ひたすら自らの利益を追求する存在」だと、さらに「企業価値・株主共同の利益を毀損する乱用的買収者」だという言い方をしました。ただ、最高裁は、そこまでは踏み込んだ表現をしていません。企業価値は、裁判所が判断出来ないということで、最高裁は詳しく言及することを避けたようです。

M&Aの一番の狙いは「時間を買う」

結局、企業価値が非常に重要な問題になっています。ここで、企業価値とM&Aの関係を考えておきます。M&Aを行なう理由は、一つにはM&Aによって時間を買うことが出来ることが挙げられます。ソフトバンクはボーダフォン日本法人を買収しました。ソフトバンクが、何もない状態から携帯電話事業に参入して基地局などを作っていたら大変な時間がかかりますが、ボーダフォン日本法人を買収したらそんなことは必要ありません。これは典型的な時間を買う買収です。M&Aの一番の狙いは、時間を買うことです。

もう一つの理由としては、日本の様々な製品市場が少子高齢化の中で飽和状態になっているということが挙げられます。企業が成長するためにはM&A以外の選択肢が少なくなってきました。

さらに、買収が可能になるような制度整備が進んだことも見逃せません。事業譲渡をしやすい企業分割が、商法上、会社法上容易となり、独禁法上、純粋持ち株会社が容認されました。あるいは、株式交換で買収も出来るようになりました。ただ、三角合併は2007年5月まで1年間延期となりました。

もう一つは、金融市場で資金が余っていたことも大きいと思います。村上ファンドが当時あれだけの資金を集められたのは、世の中がカネ余りだったためです。ここ半年、M&Aが減っているのは、信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)問題で、市場に資金が少なくなったのが原因の一つと思われます。つまり、海外の金融機関のお金が滞りつつあるのが、M&Aが減っている理由だと思います。

それから、株式の持ち合いが崩れ始めたことでM&Aが容易になりましたが、これは経営戦略の幅が広がったというように積極的な面もありますし、投資ファンドからすれば利得を得る機会が広がったとも言えます。

百貨店業界に見る市場飽和

ここで、市場が飽和した事例を見てみましょう。日本

経済新聞デジタルメディアの総合経済データバンク「NEEDS」のデータで、伊勢丹、高島屋、阪急、大丸、三越、松坂屋の連結売上高合計をグラフにすると、完全に市場は飽和状態ということがわかります。成長するのは至難の業です。少子高齢化が進んできた影響が大きいでしょう。百貨店では海外に進出するのも容易ではありません。

そんな状況の中で、伊勢丹と三越、大丸と松坂屋の経営統合が起きました。伊勢丹と三越の統合は、伊勢丹が三越を救済した統合とも言えます。逆なのではないかと思う人もいるかもしれませんが、NEEDSのデータから「企業力指数」を算出して比較すると、昔とは違って、伊勢丹のほうが上なのです。大丸と松坂屋も、かつては松坂屋が上でしたが、今は大丸のほうが上ですので、大丸が松坂屋を統合したと言えます。 **【第3回につづく】**

松村 勝弘 氏(まつむら・かつひろ)

立命館大学経営学部教授
立命館大学大学院経営管理研究科(MBA)教授

立命館大学経営学部卒業、同大学院経営学研究科単位取得退学。

1972年立命館大学経営学部助教授、85年同教授。証券経済学会常務理事、日本財務管理学会副会長、日本経営財務研究会評議員、経営学博士。専門は、経営財務、資金調達、コーポレートガバナンス。

この講演録は、2008年7月10日に開催された「NEEDSフェア2008 in 大阪」での講演内容の一部をまとめたものです。

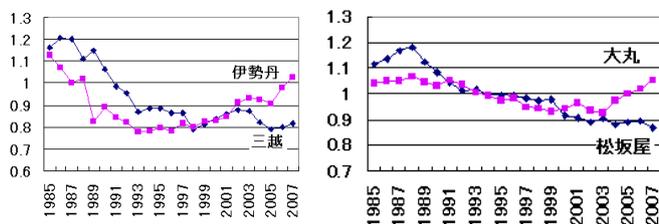
市場飽和の一例：百貨店の場合



日経NEEDSより作成

伊勢丹・三越、大丸・松坂屋のM&A

「企業力指数」の推移



日経NEEDSより作成

企業力指数とは

企業の収益力、支払能力、活力、持久力、成長力の5指数を合成して、総合的な企業の力を測る指数。5つの指数は、財務諸表の項目から計算される。例えば、収益力指数は、売上高を営業費用と支払利息の合計で割って算出する。