

## M & A時代の企業価値向上戦略

NEEDSフェア2008 in 大阪  
2008年7月10日  
立命館大学 松村勝弘

1

## 自己紹介をかねて

- 立命館大学大学院経営管理研究科「経営財務」担当
- そこでのテキスト
- 『企業価値向上のためのファイナンス入門 M & A時代の財務戦略』中央経済社，2007年。



2

## 1. M & Aの時代

- 最近，合併，買収，TOB(テイク・オーバー・ビッド、株式公開買い付け)，MBO(マネジメント・バイアウト、経営者による自社株買い付け)などなどM & A関連の話題に事欠かない。

3

## 「M & A」に関する日経4紙記事事件数

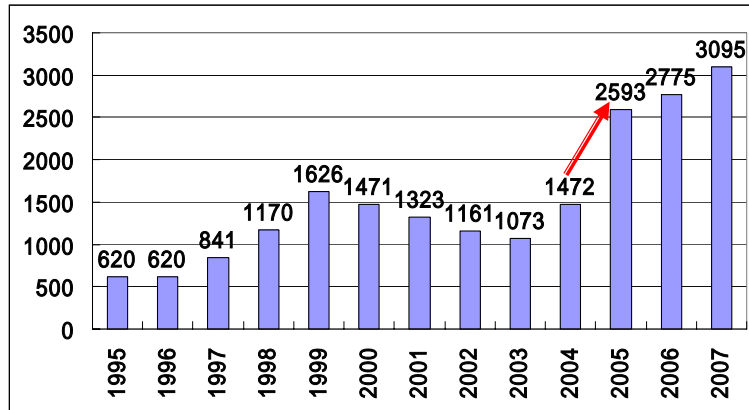
掲載年	件数	掲載年	件数
1975-1984年	3	1999	1626
1985-1989年	4103	2000	1471
1990-1994年	3502	2001	1323
1995-1999年	4877	2002	1161
2000-2004年	6500	2003	1073
2005-2007年	8463	2004	1472
1996	620	2005	2593
1997	841	2006	2775
1998	1170	2007	3095

(注1) 日経テレコンより作成。

- 2008年1月から6月30日までの記事事件数は980件となって，サブプライムローン問題もあってやや沈静化している。

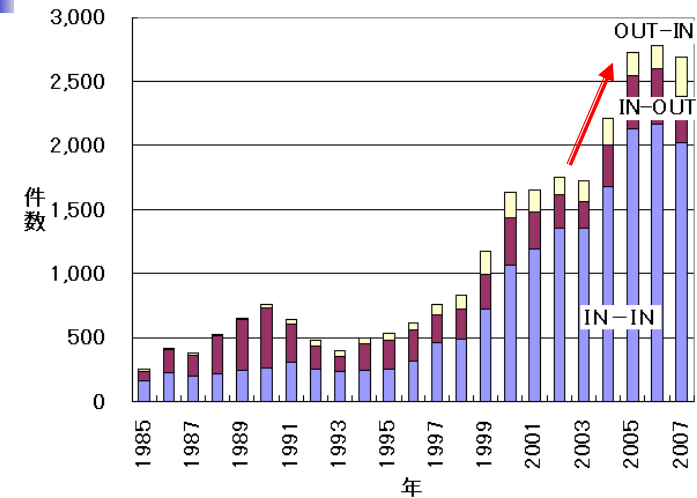
4

## 日経記事事件数をグラフ化すると



5

## M & Aの件数推移



6

## 先のグラフからわかることは

- IN-OUT, つまり日本企業による海外企業の買収は以前から少なくなかったこと。
- IN-IN, 日本企業同士のM & Aが増えていること, 急増していること。
- OUT-IN, 海外企業による日本企業に対するM&Aも増えていること。

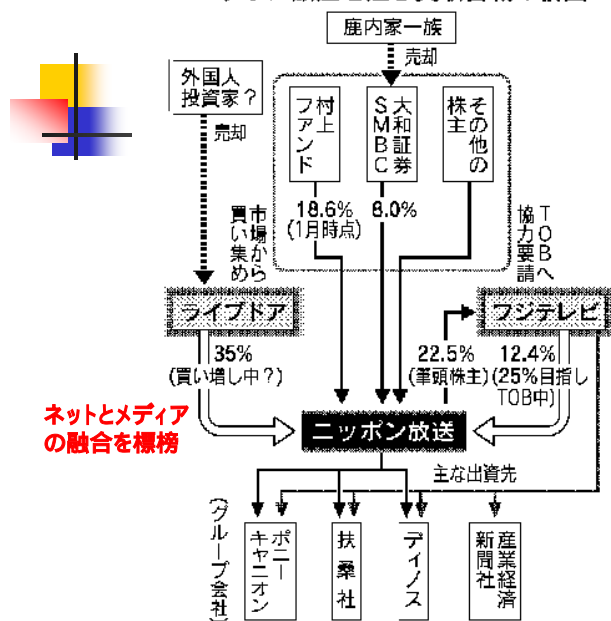
7

## 近年のM & Aと買収防衛策

2005年	2月~4月	ライブドア対ニッポン放送・フジテレビ
	8月	村上ファンドが阪神電鉄株を大量取得、転換社債含め27%。
	10月	村上ファンドが阪神株38%取得 重要案件への拒否権握る。 (案)楽天、TBS株大量取得 10%超、業務提携を模索。 (案)TBS株保有19.09%に増加、楽天、協議入り迫る。
	11月	(案)楽天・TBS、和解協議入り合意。
2006年	12月	村上ファンド、阪神株を42.36%に買い増し(1月43.37%)。
	1月	ライブドア堀江社長逮捕、その後USENがライブドアを買収。
	3月	ソフトバンク、携帯電話日本法人(現ソフトバンクモバイル)を二兆円近い巨額を投じて買収し、携帯電話事業に参入。
	5月	阪急ホールディングスが阪神電気鉄道と経営統合を発表。
	6月	村上世彰氏逮捕。
2007年	8月	王子製紙、北越製紙TOBへ、北越防戦し、TOB成立せず。
	10月	スティールパートナーズが明星食品TOBを仕掛けるも失敗、日清食品がホワイト・ナイトとしてこれを統合。
	11月	レックスHD(牛角)におけるMBO(2007年4月上場廃止(不服株主による裁判中))。
2008年	2月	上記スティールによるサッポロHDへのTOBとサッポロによる防戦(2006年から続くも決着せず)。
	7月	上記スティールとブルドックソースの攻防、東京高裁による「濫用的買収者」(最高裁は外す)の認定、ブルドック防衛成功。
2008年	3月	スティールはブルドック株全株売却。
	5月	アデランス株主総会で取締役再任否認

8

### ニッポン放送を巡る買収合戦の構図



大鹿靖明「ビル入黙示録」朝日新聞社、2006年を紹介しておきたい。

堀江社長ばかりが目立つが、陰の主役は米リーマン・ブラザーズ  
ライブドアによるニッポン放送株購入の関連図

800億円投資

ライブドアグループ 堀江 貴文社長

リーマン・ブラザーズグループ

800億円投資

● 取締役の引き受け  
● 株価より10%安く株式に購入される  
● 毎週株価を見直す  
● 株価に3-7%上昇させた時点でライブドアが買い取ることもある  
● ライブドアの堀江貴文社長が持つ同株株を譲り受ける

購入 総額約700億円で1147万7000株(35%)

TOB (公開株式買い付け)

フジテレビジョン

ニッポン放送株

大和証券SMBC

注：2004年3月の名簿より作成

先知らせと考えられる株主	株数	割合
国内外の機関投資家等 (実質株主は不明)	630万株	19.21%
サワセ・インベストメント・マネジメント	348万3000株	10.62%
ピーター・ケンディール・ファンド (アソシエイツ/ハイムユード)	131万7000株	4.02%
その他	615万株	6.15%

図は「日経ビジネス」2005年2月21日号より。

### フジテレビとライブドアの和解内容の骨子

- フジはライブドアの保有するニッポン放送株全株を1株6300円、総額1038億円で買い取る。
- ニッポン放送はフジの完全子会社になり、上場廃止へ。
- フジはライブドアの第三者割当増資440億円を引き受け、12.75%の第2位株主に。
- 業務提携を協議する「推進委員会」を設置。
- フジ、ニッポン放送のライブドアへの支払総額は1473億円。

### フジテレビvs.ライブドア事件の教訓 - - 規定整備に向かう

- ライブドア事件の結末から
  - (1) 和解内容からわかること = フジテレビは高い買い物をした。
  - (2) TOBによらず立会外取引を利用したことは一般株主無視ではないか。
  - (3) 新株予約権に関する司法判断ももたらした。
  - (4) 総じて、ルール不備を浮き彫りにした。
  - (5) この過程で一番も受けたのは米投資銀行リーマン・ブラザーズ？

## フジテレビvs.ライブドア問題が我々に問 いかけているもの - 企業価値向上

西岡孝一氏署名入り解説記事(日経, 05年4月)

- 「本来なら対抗する両者の間で、**企業価値の増大プランの競り合いになるはずだった**。それがほとんど付き合わせることなく終わった。動いたカネは大きい本格的な敵対的買収の一步だが、実りの点では微細な一步だ。.....株式時価総額の大きさ、親子で上場している場合の企業価値のねじれ、など持ち合い構造の崩れで丸腰になっている企業はあわてた。株主価値の増大、株価を見据えた経営が一段と大きな目標になった。」

13

## 「企業価値」への関心の高まり

「企業価値」日経4紙記事件数

掲載年	件数	掲載年	件数
1985-89	45	2002	464
1990-94	71	2003	516
1995-99	610	2004	562
2000-04	2625	2005	1248
2000	538	2006	1060
2001	545	2007	1216

日経テレコンより作成。

14

## 経済産業省・法務省共同の取組

- 「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」(2005年5月)
- その(前文)に意図・目的が明確に述べられている。「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」
- そこでは、買収防衛策の3原則が提示されている。  
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

15

## 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。

16

## 企業価値研究会「企業価値報告書」

- 「企業が利益を生み出す力は、経営者の能力のみならず、従業員などの人的資本の質や企業へのコミットメント、取引先企業や債権者との良好な関係、顧客の信頼、地域社会との関係などが左右する。株主はより高い企業価値を生み出す経営者を選択し、経営者はその期待に応えて多様なステークホルダーとの良好な関係を築くことによって**企業価値向上**を実現する。」
- 株価が現経営陣の生み出す将来収益を正しく予想して形成されているとすれば、買収者がそれよりも高い価格で株式を買い付ける提案をするということは、買収者に将来収益をより高める自信があることにほかならず、こうした時価を上回る買収提案は拒否してはいけないという結果となる。」

17

## 企業防衛策の続出

- 指針発表記事に関わって下記の見出し
- 「ポイズンピル 国がお墨付き 導入促す効果も」(2005年5月30日読売新聞)
- 事実その後企業防衛策が続出した。

4月以降に買収防衛策の導入を決めた主な企業

即効性	けん制	足元固め
▼グループ再編・資本のねじれ解消 イトーヨーカ堂グループ、シチズングループ	▼新株予約権などを活用 TBS、西濃運輸、イー・アクセス、松下電器産業、ニレコ	▼取締役の定員を削減 フジテレビジョン、テレビ朝日、住友不動産、デサント、テック
▼発行できる株式総数を拡大 鹿島、松竹、フジテレビジョン、新日本石油、住友不動産、マツモトキヨシ	▼株主確定の基準日を取締役会で変更可能に ソントン食品工業、東京製綱、大和、飯野海運、松竹、マルゼン	▼株式持ち合い 新日本製鉄、住友金属工業、神戸製鋼所
▼取締役の解任要件を明確化 東海パルプ、水戸証券、電気興業	▼種類株制度を導入 日本航空	

(注)間接的に同じ効果が得られる定款変更や防衛策と明記していない企業、検討中も含む

18

## その後相次ぐ、防衛策の導入

防衛策の分類

年(末時点の累計)	2004年	2005年	2006年	2007年	2008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。

19

## ブルドックス対スティール・パートナーズ事件での裁判所の判断

- 2007年8月7日最高裁判断
- 今回の最高裁判断で**企業価値**を毀損(きそん)する買収者への対抗措置が明確に認められた。国内のM&A(合併・買収)の歴史に残った。('日経金融新聞', 2007年8月8日号)
- ブルドックスの買収防衛策を巡る仮処分申請で最高裁はスティール・パートナーズの特別抗告と許可抗告を棄却する決定を下した。東京高裁が認定した「濫用(らんよう)的買収者」については判断しなかった。最高裁が買収防衛策に対して判断を示すのは初めて。
- 最高裁は株主総会で買収防衛策が8割を超える賛成票を集めたことから「買収者以外のほとんどの既存株主が認めた」と判断。またスティールの新株予約権をブルドックが買い取る仕組みになっており「買収者が対価として現金を受け取れる」と適法性を認めた。
- これに先立つ7月9日、東京高裁・藤村裁判長は「投資ファンドという組織の性格上、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」と指摘。「**企業価値**、株主共同の利益を毀損(きそん)する濫用的買収者」と認定した。('日本経済新聞', 2007年7月10日号)

20

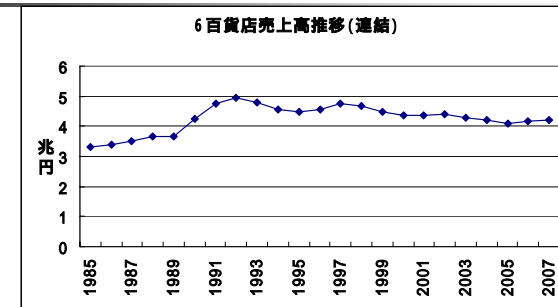
## 2. 企業価値向上とM & A

(1) わが国でM & Aが盛んになってきた背景

- M & Aにより時間を買うという考え方
- 製品市場の側での飽和状態
- 買収が可能となるような制度整備
- 金融市場での資金余剰
- 株式相互持ち合いが崩れ始めている
- 金融自由化を求める外圧, 市場万能論的風潮  
戦略の幅が広がるとともに利得の機会も増えた

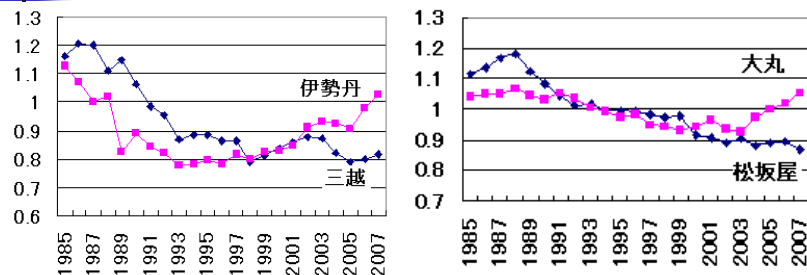
21

## 市場飽和の一例(百貨店の場合)



- 伊勢丹, 高島屋, 阪急, 大丸, 三越, 松坂屋売上高推移(日経NEEDSより作成)

## 伊勢丹・三越, 大丸・松坂屋のM & A



- 伊勢丹, 三越, 大丸, 松坂屋の「企業力指数」の推移(日経NEEDSより作成)

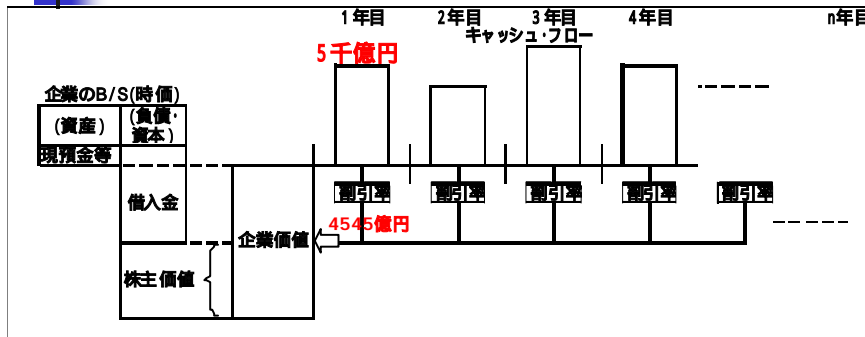
## (2) M & Aの目指すもの

財務論的にはきわめて簡単で, それは企業価値向上を目指して行われる。望ましいM & Aかどうかは, ファイナンス論的には次の公式で説明される。

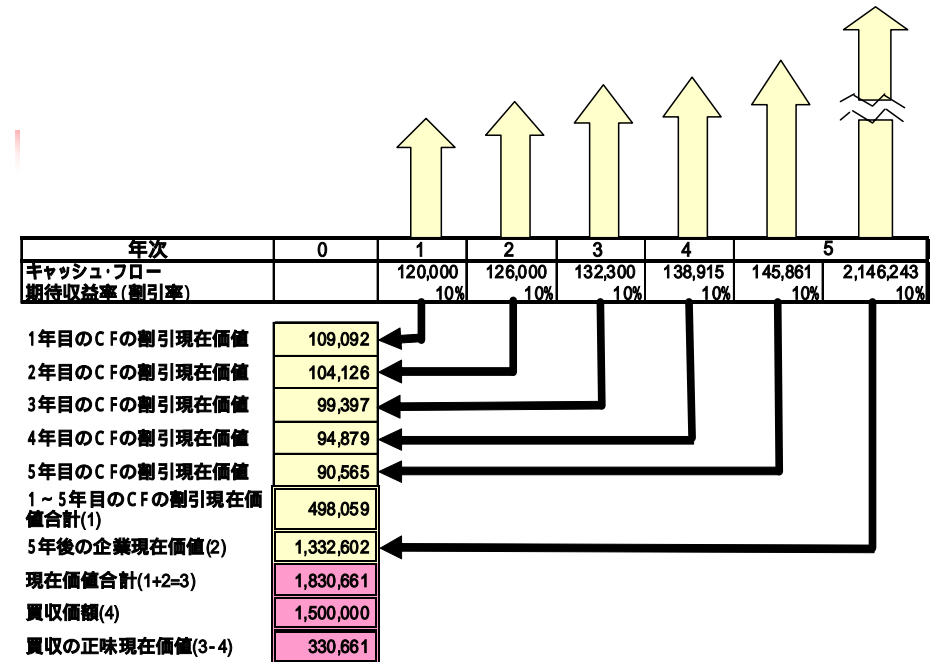
「M & Aによって増加すると考えられる将来のキャッシュ・フローの割引現在価値合計」マイナス「買収価額」がプラスである場合M & Aにゴー・サインを出してよい

24

# 企業価値を図解する



■ 5千億円 ÷ (1 + 割引率10%) = 4,545億円



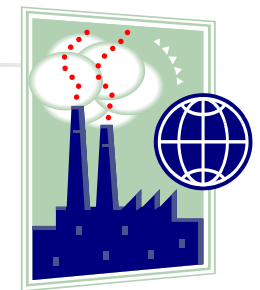
# M & Aの主な動機

## - 企業価値向上戦略？

- シナジー効果 = 企業価値「向上」
- 合併によってどれほどのキャッシュフロー増加が期待できるか予測して、その割引現在価値と投下資本(買収価格)を比較して、買収に踏み切る。  
企業価値の裁定に基づくM & A = 企業価値「発見」
- 自社が新規投資するより既存事業を買収した方が安上がり、「私が経営した方が企業価値を上げられる」ということでもある。  
その他の動機 = 金融的利得など
- 単なる多角化、表面上の財務数値の改善、余剰資金の有効投資、参入障壁を乗り越える手段として、投資銀行や法律事務所などの手数料収入。直截的動機は案外重要。

# 論点整理

- 経営戦略面 = 企業価値「向上」「発見」



- 金融・財務戦略面 = 金融的利得



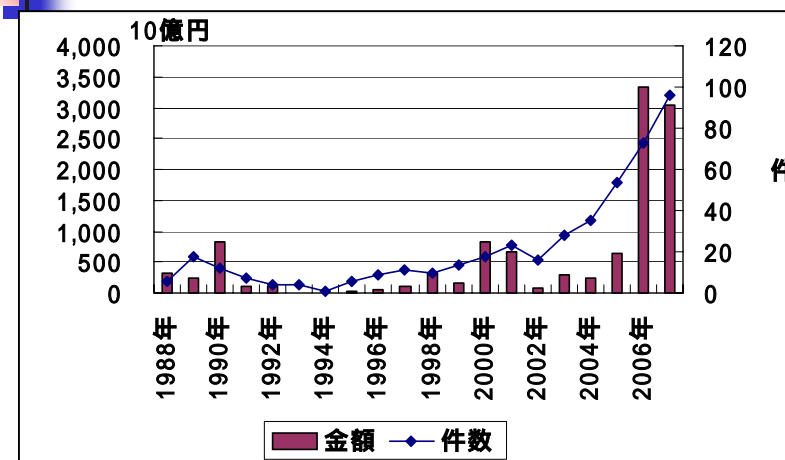
### 3. M & Aの類型化と 企業価値向上戦略

M & Aの類型化 - いずれが企業価値向上に有効か、そして市場利用の拡大

- 敵対的M & Aか友好的M & Aか - 今日もとも注目される論点
- 合併と買収, 営業譲渡, 資本参加, 出資拡大 - 従来からあったが営業譲渡が増え, 市場経由が増えた
- 吸収合併と新設合併, そして持株会社の利用

29

### TOB (株式公開買付) 件数・ 金額の増加 - 市場経由



30

### 企業価値評価の難しさ

- ここまでの所では, 企業価値は容易に計算できるかのごとくに論じてきた。しかし実際にはそれは容易なことではない。たとえば, ライブドアとフジテレビの間でニッポン放送の買収を巡って争われたが, 最終的にはフジテレビがライブドアから買い取ったとはいえ, その買収価額は異なっていた。

・ニッポン放送株の買い取り価格は, 1株あたり6,300円  
 ・ライブドアが持つニッポン放送株の推定平均取得価格は6,286円  
 ・フジテレビが行ったTOB価格は5,950円

31

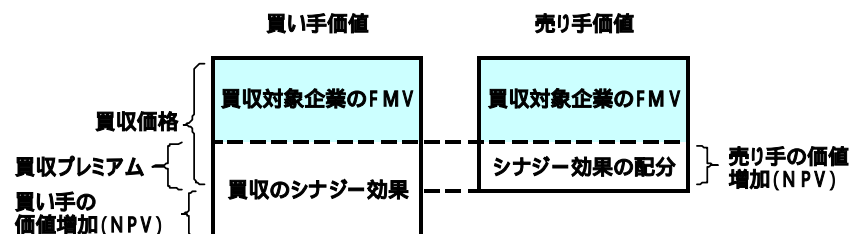
### 買収の価格交渉

- 友好的M & Aの場合でも, 買収側と被買収側で交渉が行われ, 被買収側はできるだけ高く売りつけようとするだろうし, 買収側はできるだけ安く買おうとするだろう。厳しい価格交渉がここで行われることになる。買収側にとって, それがいかにほしい企業であったとしても, 高く買いすぎると採算がとれなくなる虞がある。だから「M & Aにおける買い手と売り手の立場の違いと, 企業価値評価がしばしばアートと評されるように科学的計算とは言いきれないため, 1つの価格で買収価格が即決されることはない」

32



## 買い手価値と売り手価値



33

## 「買収交渉はアフターM & Aのためにある」

- 金児昭氏は買収交渉すなわち「デュアリングM & AはアフターM & Aのためにある」といわれる。
- それは企業価値向上は将来キャッシュ・フローが増えるかどうかにかかっているから。

34

## アフターM & A

- M & Aにはシナジー効果があるというが、これを実現するためには、資源、とりわけ人的資源の移転が効率的に行われなければならない。ある専門に特化した従業員を他の部門へ移転することは容易ではないという。また、シナジーの実現には共同の努力が必要である。コミュニケーションと共同の努力が必要であるが、「これを進めていくには長い時間をかけてお互いに調整していかなくてはならない」

35

## 維新伝心プロジェクト

- 豊田通商・トーメン合併での社員融合プロジェクト。
- 豊田通商は2006年4月旧トーメンと合併し、双日を抜いて総合商社第6位に浮上したが、両社の合併が早くも効果を上げているという。
- 社員の融和のために『維新伝心プロジェクト』を打ち出した。
- 懇親会推進プロジェクトで横のコミュニケーションを図るなど。

36



06年合併後、名古屋本社で行われた引越しパーティで、維新伝心プロジェクトのはっぴを着て社員と歓談する清水順三社長(中央)と浅野幹雄常務(左から3人目)

## M & Aによる価値創造の難しさ1

- 「M & Aで価値を作り出すためには、やはり会社の文化や組織の持つ特性、リーダーシップなどそれぞれの要素をうまくかみあわせないといけない」
- 「トップの強烈なリーダーシップや事業担当者のM & Aを戦略的に活用していこうという思いがない限り、事業会社のM & Aでシナジーを出していくのは難しい」

38

## M & Aによる価値創造の難しさ2

- 「取締役会は、NPV分析で用いられた事業計画が事業統合においてはどのように細分化され、誰がそれぞれの事業計画の実現性に責任をもつのかについて関心を払うべきである」
- M & Aの成功事例では、それがうまくいっている = 日本電産による三協精機に対するM & A, カルロス・ゴーン氏による日産自動車の再建

39

## 上場企業平均年収トップ10

(単位:万円)

順位	社名	平均年収
1	フジテレビジョン	1,567
2	朝日放送	1,525
3	日本テレビ放送	1,462
4	TBS	1,443
5	電通	1,379
6	シンプレクA	1,367
7	テレビ朝日	1,358
8	キーエンス	1,333
9	ニッポン放送	1,279
10	三菱商事	1,277

- その収入の源は？

(注)会社四季報CD-ROM2005年夏号より。

40

## 業種別従業員年収平均

(単位:百万円)

石油・石炭製品	837	建設業	608	金属製品	561
海運業	806	証券・商品先物取引業	607	陸運業	559
空運業	750	電気機器	603	ゴム製品	555
医薬品	725	輸送用機器	595	ガラス・土石製品	549
電気・ガス業	704	パルプ・紙	593	その他製品	542
不動産業	657	機械	592	サービス業	526
鉱業	644	食料品	590	繊維製品	522
その他金融業	633	精密機器	587	水産・農林業	488
情報・通信業	629	卸売業	586	小売業	474
化学	628	鉄鋼	580	保険業	463
倉庫・運輸関連業	621	非鉄金属	570	総計	584

会社四季報CD-ROM2005年夏号, 全上場企業データそろい12799社集計。

## 4. M & Aブームの意味

- M & Aにはこれら**規制産業の経営者を覚醒せしめる**効果が期待できる。
- 他面で**買収者が企業価値を判断できるのか**という問題がある。
- M & Aコンサルタントですら「**事業会社内部の人間でも成否の判定が容易にできないものを, 市場が正確に判定できるとは到底思えない**」(渡辺・井上・佐山, 262頁)といわれるほどである。
- **スティー爾・パートナーズの狙い**は何か? ライブドアは, 村上ファンドは何をしたのか?
- **ニッポン放送, 阪神電鉄, 明星食品, ブルドックソース, アデランス**……