

〈研究ノート〉

企業合併の評価モデル

廿 日 出 芳 郎

〔要旨〕

合併に関する意思決定は、資本予算の投資決定問題の応用と考えることができる。他の企業を買い取る形で合併することは、設備の購入などと同じく、企業にとっての資本の投下を意味する。したがって、一般の資本支出におけると同様、合併を行なう際に投資の経済計算を行なわなければならない。

投資の経済計算を行なうためには、(1) 投資額の大きさ、および(2) 投資からえられる利益を知ることが必要である。

合併比率は、合併の際に吸収される企業の株式1株と交換される合併企業の株式数であると定義される。

もし合併比率が、双方の企業の株価の比と同じ大きさであるならば、合併企業は被合併企業を、株式市場における価額と等しい額で購入したことになる。また、もし合併比率が株価の比よりも大きければ、その場合には、被合併企業の株式は市場価格にプレミアムを付けた価格で買い取られたことになる。すなわち合併企業は、市場価額よりも大きい価額を、他の企業の買収のために投資したことになる。

このように合併比率は、他企業を買収するために使用される投資額をきめるものである。したがって合併比率はどのような基準をもって決定されているか、あるいは、どのような基礎の上に決定されるべきであるかという問題は、企業合併の財務的側面でもっとも重要なものである。

本稿では、この問題について体系的な理論を構成する試みを行なった。これは、資本予算問題と同じ枠組で論じられるべきであり、そこで重要な役割をもつ概念は資本コストである。資本コストは、企業の株主にとって開かれている投資機会からえられる利益率であり、それは資本市場における株式評価と密接なつながりをもつ。

企業の将来の期待利益の見積りと株価との比を資本コストと定義するならば、他企業を買収するための資本支出が合理的であるための判定基準は自ら明らかである。すなわち、企業の買収価格が株価の総額よりも小さいか、あるいは、合併によって企業の将来利益の見積りが大きくなることである。

合併比率が両社の株価の比よりも小さければ、企業の買収価格は市場価格よりも安い。もし合併によってその企業の将来の利益の見積りが変化しないとすれば、企業買収のための資本支出が合理的であるのは、企業の株式の市場価格よりも低い価格で買収する場合に限られる。しかしそれは被買収企業の株主にとって不利になる。双方の株主が損失を受けないのは、買収価格が株式価格と等しい場合のみである。

他企業を買収するために資本支出を行なう以上、何らかの有利な結果が得られるという見透しがある筈である。それはいくつかの場合に起りうる。

(1) 被買収企業の株主に損失を与えるものであっても、あえて買収に応じなければならない事情がある場合。この場合には、株式価格よりも低い価格で会社を買収することができる。

(2) 市場の投資家による被買収会社の利益の見積りが低く、株価が過小評価されていると、買収

会社側が判断する場合。

(3) 買収会社の経営能力を用いれば、被買収会社の利益を増大させることができると判断する場合。

これらの場合には、株式価格にプレミアムを付けて買収しても、有利な結果をもたらすことができる。

他方、日本およびアメリカにおける合併比率の実態について示した。

はじめに

- 1 企業の評価モデル
- 2 合併企業の評価

- 3 合併比率とその影響(1)
- 4 合併比率とその影響(2)
- 5 合併比率決定の実態

はじめに

合併比率は、合併の際に吸収される企業の株式1株と交換される合併企業の株式数である。合併の当事者であるそれぞれの企業の株主が、合併後の企業において占める持株数の比は、合併比率によって決まる。それを決定する問題は、合併を行なう各々の企業の株主の利害に直接関係がある。

合併比率はどのような基準をもって決定されているか、あるいは、どのような基礎の上に決定すべきであるかという問題は、企業合併の財務的側面でもっとも重要なものであり、この問題についてさまざまな議論がなされてきている。

本稿では、この問題についてのより体系的な理論を構成することを試みる。それは資本市場における株式評価の理論を基礎として構成されている。すなわち、合併前と合併後における企業の株式価値がどのように評価されるかを、完全競争市場を想定し検討する。その議論の上に立って、合併比率は合併前两社の株価によって決定される場合に、双方の株主にとって、不利益をもたらさない公平なものであるという結論を導くことができる。しかし現実の合併比率の

決定は、このような結論で示されるパターンをとるとは限らない。被合併企業の株主にとってより有利な比率で合併が行なわれることも稀ではない。この場合、合併企業の株式をその市場価値よりも高い価格で買いとる。すなわち、より高い価格を基礎に合併企業の株式と交換する。また、このような合併比率が合併企業の株主にとって不利な結果をもたらすことのないための条件についても議論する。

日本およびアメリカにおける合併比率の実態について検討するとき、被合併企業の株価にプレミアムが付けられる場合がかなり多いことが明らかになるであろう。このような合併比率による合併が、合併企業の株主にとって不利な結果にならないためには、被合併企業の有する諸資源が合併前よりも合併後において、より効率的に利用されることが必要である。被合併企業の株価にプレミアムを付けた価格を基礎に合併比率が決定されることが少なくないのは、合併企業の経営者が、その決定の際にこのようなより効率的な利用を行なうことができると判断することが稀でないことを示していると考えられる。

以上のようにして、本稿においては、現実の様々な形態を含めた企業合併の合併比率の決定

に関して、系統的で一貫性のある説明をすることを試みた。

1 企業の評価モデル

これから論じる合併企業の評価の問題は、資本市場における企業評価の特殊の場合として考えることができる。したがって、最初に基本的な枠組となる企業評価の一般的なモデルについての概要を説明することが必要である。

このモデルは、自己資本利益率に対する予測が与えられているとき、その予測にもとずいて、企業の利益に対する持分権である株式が市場において評価される機構を説明するためのものである。

ここにおいて、資本市場は完全競争市場であり、投資家は合理的に行動するものと仮定する。また自己資本利益率に対する予測は、各投資家の間で一致しているものとする。

企業の自己資本（簿価） E を株式数 N で割ったものは、一株あたりの簿価である。

$$P = E/N \tag{1}$$

また自己資本率 r は確率変数で、その予測が期待値 μ および標準偏差 σ について与えられているとする¹⁾。

株式1株あたりの利益は、1株当りの簿価 P と自己資本利益率 r との積である。この1株あたり利益も確率変数であって、一定期間後に株式からえられる利益に対する予測にもとずいて株価が評価されるわけである。

投資家は、株式を簿価 P ではなく、その市場価値 P_m で購入するので、彼にとっての投資利益率 r_m は、1株あたり利益 $r \cdot P$ を市場価値 P_m で割ったものである。すなわち、

$$r_m = r \cdot P / P_m$$

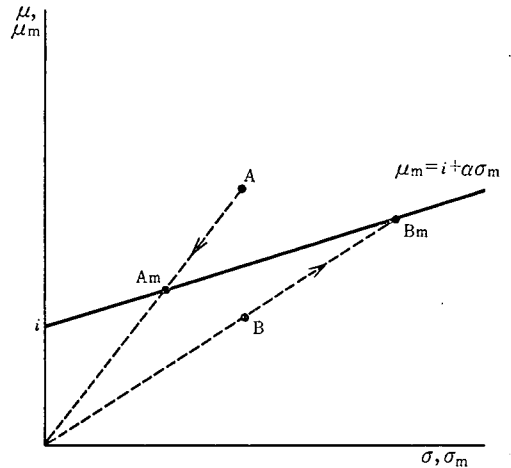
である。またその期待値と標準偏差は、

$$\mu_m = \mu P / P_m \tag{2}$$

$$\sigma_m = \sigma P / P_m \tag{3}$$

で与えられる。株価 P_m が高くなれば、投資利益率は下り、株価が下れば投資利益率は大きくなる。図1において、点 A (σ, μ) は自己資本

図 1



利益率に関する予想に対応する。

投資利益率の期待値および標準偏差を表わす点 M (σ_m, μ_m) は P_m の大きさにより、点 A と原点を結ぶ直線上のいずれかの点をとる。

投資利益率は株価の変動によって変化を受け、それが適当な水準に達するように、株価は市場において調整される。

つぎに投資利益率の期待値と標準偏差は、下の関係を持つこと、すなわち、株価 P_m はこの関係をみたすようなかたちで市場において決定されることを示す。

$$\mu_m = i + \alpha \sigma_m \tag{4}$$

ここで、 i は貸付利率、 α は定数である。

1) 投資家は一定期間（たとえば1年）毎に、投資に関する決定を行ない、その決定は、たとえば1年後の利益の予測にもとづいて行なわれるという状況を想定している。これらの利益に関する予測は、投資家の間で一致しているものとする。

これらは市場の状況によりきまるもので、このモデルは与えられているものとする。利子率については、投資家の借入額には関係なく一定であると仮定する²⁾。

証券価値 P_m は、投資から得られる利益の予想にもとずいて決定され、ここでは、それは利益率の期待値とリスクの大ききで与えられている。

市場における投資利益率の期待値と標準偏差の関係が(4)式のような一次式で表わされることを説明する。

企業Aの自己資本利益率 r の期待値と標準偏差が与えられている。これは図1において、点Aで示される。この企業の株式を市場価格 P_m で購入したときこの投資家にとっての投資利益率 r_m に関する予想は点 A_m で示される。図で例示したものは $P_m > P$ である場合である。Aおよび A_m と原点との距離の比は $P_m ; P$ である。

投資家は利子率 i の利回りの債券に投資することもできるし、同じ i で借入れて企業Aの株式に投資することもできるので、企業Aの株式への投資との組合せによって、 i と A_m を結ぶ直線上の任意の点に対応するポートフォリオをつくることができる。

利子率 i の債券Aと株式のポートフォリオは、点 A_m から i 寄りの点に対応し、また資金の一部を借入れてAの株式に投資した場合には、点 A_m の右上方のある点で表わされる。

企業Bの株式の市場における投資利益率の予想が点 B_m で示されるとする。これは企業Aの株式への投資とくらべると、等しいリスクに対して、より低い期待利益率しかもたない。したがってこのような証券は売られ、企業Aの株式が買われる。企業Aの株価は上り、企業Bのそ

れは低下する。点 A_m と点 B_m は i を通る同じ直線上に位置するように、それぞれの株価は調整されるであろう。

このように、上で仮定されたような資本市場においては、投資利益率の期待値と標準偏差の関係は(4)式のかたちをとることが明らかである。そこでは株価はこれを満足するようなかたちで市場において決定される。すなわち、(2)~(4)式の方程式体系において、自己資本利益率の期待値および標準偏差(μ および σ)と、1株当りの簿価 P が与えられているならば、株価 P_m と、株式への投資利益率の期待値 μ_m と、リスク σ_m は内生的に決まる。資本市場における投資行動を示した(4)式をみたとすように株価 P_m が決定されるのであって、これらの関係は図1によっても示すことができる。

2 合併企業の評価

つぎに、企業1と企業2とが合併する場合の、市場における企業の株式評価の問題を検討する。ここでは、企業1が企業2を吸収合併する場合を念頭においているが、その他の場合についても事情は同じである。資本市場についての仮定は前節と同じものとする。また以下の議論で用いる変数は、合併後の企業については前節のものと同じものを用いるが、企業1および企業2についてはそれぞれ添字 1, 2 をつけたものを用いる(たとえば E_1 , および E_2 は、企業1および企業2の自己資本額を表わし、 E はこれらが合併した後の企業の自己資本を表わす)。

合併企業に関しては、その自己資本 E は、企

2) 投資家が株式購入のための資金を借入れる場合であり、その返済は一定期間毎に、改めて投資決定が行なわれる時に、行なわれるものとする。また投資家は利子率 i で貸付けることもできる。

業1および企業2の自己資本の和であり、また自己資本利益率の期待値および標準偏差はそれぞれ企業1および企業2の自己資本利益率の期待値および標準偏差の加重平均であると仮定する³⁾。すなわちこれらの仮定はつきおとおりである。

$$E = E_1 + E_2 \quad (5)$$

$$\mu = (E_1\mu_1 + E_2\mu_2) / (E_1 + E_2) \quad (6)$$

$$\sigma = (E_1\sigma_1 + E_2\sigma_2) / (E_1 + E_2) \quad (7)$$

$$N = N_1 + n \quad (8)$$

合併前の企業1と企業2の自己資本、および純利益率についての予想が与えられるならば、合併後の企業におけるそれらは(5)~(7)式で知ることができる。したがって、合併後の企業の株式も合併前と同じ市場で取引されるとすれば、企業1と企業2に関する上のような情報が与えられるならば、合併後の企業評価は単なる計算によって得ることができる。また、合併企業の株式数が与えられれば、1株当りの価格も直ちに計算できるのであって、この問題で残っているのは、合併後における株式数について決定することのみである。事実、合併企業の自己資本と自己資本利益率に関する予想が(5)~(7)式で与えられ、株式数Nが与えられるならば、(1)~(4)式の方程式体系の中のすべての変数は決定される。

この合併企業における株式数Nをきめる問題は、一般に合併比率とよばれているものと関係がある。合併比率は、被合併企業(ここでは企業2)の株式1株と引換えに、交付される合併後の企業の株式数をいう。企業2の株式数N₂に対して、合併後の新企業の株式nが交換される場合、合併比率はn:N₂である。この合併比率は、企業1と企業2の株主の合併後における持分を左右するものであるため、合併後における

意思決定の重要な項目の一つとされ、従来さまざまな議論が行われてきたところである。

各企業の株主にとって関心のあるのは、持株の市場価値や1株当りの利益であろう。合併後の自己資本や利益率については(6)~(7)式で与えられているとき、合併比率や合併後の株式数によって、各企業の株主にとってどのような影響があるかをみる必要がある。

まず、合併後の企業の主な変数を定式化しよう。合併後の企業の株式と市場価値と簿価との比は、

$$P_m/P = \frac{\mu - \alpha\sigma}{i} \quad (9)$$

である。(5)~(7)式の仮定により、これは、企業1および企業2の同じ比(P_m/P)の自己資本による加重平均に等しい。

$$P_m/P = \frac{E_1P_{m_2}/P_1 + E_2P_{m_2}/P_2}{E_1 + E_2} = \frac{N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2}}{N_1P_1 + N_2P_2} \quad (9-a)$$

また、合併後企業の株式の投資利益率の期待値および標準偏差も自己資本利益率についての同じ仮定の下ではつぎのように表わされる。

$$\mu_m = \frac{P}{P_m} \mu = \frac{N_1P_{m_1}\mu_{m_1} + N_2P_{m_2}\mu_{m_2}}{N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2}}$$

$$\sigma_m = \frac{P}{P_m} \sigma = \frac{N_1P_{m_1}\sigma_{m_1} + N_2P_{m_2}\sigma_{m_2}}{N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2}}$$

すなわち、合併後の株式投資利益率の期待値および標準偏差は、合併前の企業1および企業2のそれぞれの値を、各企業の株式総市場価値

3) この仮定は、企業と1企業2が別の存在であったものが、単に一つにまとめられた状況を示す。したがって合併によるシナジー効果は含まれていない。確率変数である各企業の自己資本利益率を合成した合併企業の利益率の標準偏差が(7)式のようになるのは、r₁とr₂の相関係数が1のときである。同一業種の企業同士の合併、すなわち水平合併の場合はこれに近い状況であろう。いわゆる垂直合併やコングロメリット合併などにおいては、リスクが分散されることが多い。ここで議論しているのは主として水平合併についてである。

$N_1P_{m_1}$, $N_2P_{m_2}$ のウェイトで加重平均したものに等しい。

以上の関係は、図2において示されている。点 P (σ , μ) が点 P_1 および P_2 を結ぶ直線上にあるのは、(6)~(7) 式の仮定によるものである⁴⁾。これは、企業1と企業2の自己資本 E_1 , E_2 の比で $\overline{P_1P_2}$ を内分した点である。

原点と P (σ , μ) を結ぶ直線上に資本市場直線 (4) 式をみたす点 P_m がある。図の上で、 P_m と P の比は、(4) 式の縦軸の切片 i と、(4) 式と平行な点 P をとおる直線の切片との比で示される (この関係は、企業の利益率の予想がどのようなものであっても成立する)。

合併後の企業の利益率に関して、(6)~(7) 式のように仮定するとき、 $P_m(\sigma_m, \mu_m)$ は、企業1および企業2の株式総市場価値、 $N_1P_{m_1}$, $N_2P_{m_2}$ のウェイトで $\overline{P_{m_1}P_{m_2}}$ を内分したものに等しい。

以上の関係は、合併企業の株式数に関わりなく成立する。つぎに株式数を考慮に入れよう。合併前の各企業の株式数と合併後の株式数とが同じ場合、すなわち、 $N=N_1+N_2$ の場合、

$$P = \frac{E}{N} = \frac{N_1P_1 + N_2P_2}{N_1 + N_2}$$

であり、(9-a) 式より

$$P_m = \frac{N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2}}{N_1 + N_2}$$

である。すなわち、合併後の株価は、単に合併前の株価の加重平均である。しかし、多くの場合、合併後の株式数は、合併前の各企業のそれを合計したものではない。それは、被合併企業 (ここでは企業2) の株主には、企業2の株式と交換に合併企業 (企業1) の株式が交付されるが、その比はちょうど1対1であるとはかぎらないからである。

企業2の合併前の株式数 N_2 と交換に、合併企業の株式 n が交付される場合、すでに述べたように、 n/N_2 の比を合併比率とよんでいる。

3 合併比率の決定とその影響 (1)

企業1と企業2が合併する場合の一つの形として、企業1が企業2を吸収合併するというケースを検討している。ここで合併比率を決める問題は、被合併企業の株主に対して、どのような比率で合併企業の株式を割当てるかということであり、合併後の株式数を決定する問題に他ならない。被合併企業 (企業2) の合併前の株式数 N_2 に対して交付される合併後の株式数 n を決定するためのルールについて、前節までの議論の枠組の中で検討する。

ここでは、合併比率が、企業1および企業2の株主に対して与える影響を検討し、どのような決定を行なうことが、両者にとって合理的であるかを結論づける。その議論は、資本市場における企業の株式評価モデルに基礎をおいている。

式 (1)~(8) の体系において、合併後の企業の株式の総価額は、合併前の各企業の株式価値の和に等しい。

$$NP_m = N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2} \quad (10)$$

である。これは以下のように証明される。

$$\begin{aligned} NP_m &= \frac{EP_m}{P} = \frac{E(\mu - \alpha\sigma)}{i} = \frac{E_1(\mu_1 - \alpha\sigma_1)}{i} \\ &\quad + \frac{E_2(\mu_2 - \alpha\sigma_2)}{i} = N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2} \end{aligned}$$

したがって、企業1と企業2の株式価値の総計

4) もし σ が (7) 式に表わしたものでなく、たとえば、 $\sigma = \sqrt{\sigma_1^2 + \sigma_2^2}$ であるならば、すなわち、企業1と企業2の自己資本利益率が独立な確率変数であるならば、 σ は (7) 式よりも小さく、 P は P_1 と P_2 を結ぶ直線よりも左側にあるであろう。

がそれぞれ、合併後においても、 $N_1P_{m_1}$ 、 $N_2P_{m_2}$ であるならば、合併によって株主の持株の価値に過不足は生じない。このような状態に達するためには、適当な合併比率を定めることが必要である。合併比率を決定することによって、被合併企業の株式と交換される合併企業の株式数が決まる。したがって、それは、合併後の企業の株式数をきめることである。事実、(1)~(8)式の体系において、内生変数の数は方程式数よりも1つ大きい。そのうちの一つ、たとえば、 n (企業2の株式と交換される株式数)を外から与えるならば、この体系のすべての変数は定まる。

このような体系のなかで、合併前と合併後において、両企業の株式の市場価値に過不足が生じないような合併比率をきめることができる。それは $n/N_2 = P_{m_2}/P_{m_1}$ で与えられる。合併比率が企業2と企業1の合併前における株式価格の比に等しい場合に、両企業の株式価値は合併によって不変であり、一方の企業の株主が利益を受け、他方の株主が損失を被むることはない。

企業2の株式 N_2 と交換される合併後の企業の株式 n は、企業2の株式総価値を企業1の株価で除したものに等しい ($n = N_2P_{m_2}/P_{m_1}$)。合併比率を上のように与えることによって、企業1および企業2の株式の総価値は、合併後も、 N_1PP_1 および $N_2P_{m_2}$ となり、合併前の旧株式の総価値にそれぞれ等しくなることは容易にたしかめることができる。この場合、合併後の株式の市場価値 P_m は、企業1の合併前の市場価値 P_{m_1} に等しい。

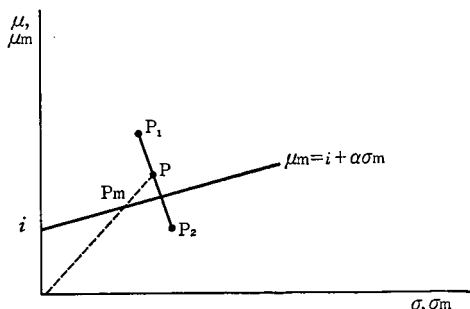
状況についての同じ想定の下で、合併比率が被合併企業の株価と合併企業の株価との比に等しくない場合は、いずれかの株主は利益を受

け、他方の株主が同じ額だけ損失を被むる。

合併比率 $n/N_2 > P_{m_2}/P_{m_1}$ ならば、合併後の株式の市場価値 P_m は P_{m_1} よりも小さくなる⁵⁾。したがって、企業1の旧株主の合併後の株式の総価値 N_1P_m は、合併前の総価値 $N_1P_{m_1}$ よりも小さい。(10)式より、株式の市場価値の総額は合併前と合併後において等しいから、企業2の株主の合併後の株式の総価値 nP_m は合併前のそれ $N_2P_{m_2}$ よりも大きくなる。これは、被合併企業の株主に対して交付される合併企業の株式数 n が大きすぎるため、被合併企業(企業2)の株主には有利となったものである。企業1の株主にとっては、株式数が水増しされたために市場価値が低下し、損失を受けることになる。

合併比率が、被合併企業の株式価値 P_{m_2} と合併企業のそれとの比より小さいならば ($n/N_2 < P_{m_2}/P_{m_1}$ ならば)、上とは逆の結果が生じる。合併後の企業の株価 P_m は P_{m_1} よりも大きくなる。したがって、合併企業の株式の総市場価値は合併前にくらべて合併後は大きくなり ($N_1P_m > N_1P_{m_1}$ となり)、合併企業の株主にと

図 2



5) (10)式より

$$P_m = \frac{N_1P_{m_1} + N_2P_{m_2}}{N}$$

$$N = N_1 + n > N_1 + N_2P_{m_2}/P_{m_1} \text{ ならば } P_m < P_{m_1}$$

って有利になる。被合併企業の株主の側からみると、合併後の市場価値額は減少することになるが、それは、合併により企業2の株主に交付される株数 n が少なすぎるために生じる結果である。

4 合併比率とその影響 (2)

前節における合併比率の決定とその影響についての議論は、合併後の企業の利益率の予想に関する仮定にもとづいている。それは(6)、(7)式で与えられている。合併後の企業の利益率に関する予想は、合併前の企業それぞれの利益率の予想の加重平均である。このような仮定の下では、合併比率が、合併前の企業の株価の比に等しい場合に、両方の株主の利害が一致する。そうでない場合に、一方の株式の総市場価値の損失に等しい額だけ、他方の株主が合併によって利益を得ることになる。

本節では、合併後の企業の利益率の予想に関する仮定をいく分緩めた場合について議論をする。これによって、企業が被合併企業の株式をプレミアム付で買いとることを理由を説明することができる。これに対して、前節の枠組の中では、もし合併企業が被合併企業の株式にプレミアムを付けて買取るならば、自社の株主の持株の市場価値は減少してしまうことになる。したがって、このような状況の下では、合併比率を P_{m_2}/P_{m_1} よりも大きくすることは許されない。

本節では、合併企業(企業1)と被合併企業(企業2)の経営能力などが異っているため、企業2の利益率の予想が合併前と合併後(あるいは合併が発表される前と発表後)において、変化することを想定する。

合併前(またはその発表前)における企業2

の利益率の予想、すなわちその期待値と標準偏差 μ_2 、 σ_2 はすでに与えられている。合併後(またはその発表後)における企業2の利益率の予想が μ'_2 、 σ'_2 で与えられるとすれば、これらは μ_2 、 σ_2 と等しいとは限らないと考える⁶⁾。

被合併企業(企業2)の利益率の予想の変化は株式の市場価格の変化をもたらす。もしその変化が、合併前にその発表が行なわれただけで生じたならば、単に企業2の利益率の変更された予想にもとづいて、新しい市場価格 $P_{m'_2}$ が評価される。このとき、

$$P_{m'_2} = \frac{\mu'_2 - \alpha\sigma'_2}{i} P$$

である。もし

$$\mu'_2 > \frac{P_{m_2}}{P_2} i + \alpha\sigma'_2 \quad (11)$$

であるならば $P_{m'_2} > P_{m_2}$ である。

企業1の利益に対する予想が合併の発表によって変化する場合、(11)式の条件があるときには、企業2の株式の市場価値が上昇する。もし合併比率が、この新しい価格を基礎にきめられるならば、企業2の株主は価格上昇の利益を得ることができる。企業2のもつ資源が経営能力などのよりすぐれた経営者の手に委ねられることによって、その株主に利益が生じることになる。この場合には合併企業である企業1の株主の株式価値には変化は生じない。

合併比率決定後に、2企業の利益率の予想が変化するならば、それによる株式の市場価値の変動の影響は、両方の株主にとって等しい。もし $P_m > P_{m_1}$ ならば、両方の株式市場価値は、同じ率 P_m/P_{m_1} で増加する。

被合併企業のもつ資源が合併によってより有

6) 合併後については、(6)、(7)式のなかの企業2に対応する部分の利益の予想 μ_2 、 σ_2 は μ'_2 、 σ'_2 とおきかえられる。

効に利用され、その株式の市場価値が高まる場合の2つのケースについて検討した。第1のケースは、その利益が、被合併企業の株主にのみ帰属するものであり、第2のケースは、それが合併企業と被合併企業の株主に等しい割合で配分されるものである。

第1のケースは、合併比率の決定前に、被合併企業の利益率に対する市場の予想したがってその株式市場価値が修正される場合に生じるものである。第2のケースはこのような修正が合併比率の決定後に行なわれた場合に生じる。またこれら2つの極端なケースの中間にさまざまな程度のものであることも考えることができるであろう。

合併比率が株式の市場価値の比によって決定される限り、この種の合併による利得が、被合併企業の株主にのみ帰属するが、合併企業と被合併企業の双方の株主に配分されるかは、市場における企業利益の予想が修正される時点がいつであるかによってきまるものである。しかし合併比率をどのように決定するかは、選択の問題である。

前節の枠組の中では、一方の企業の株主の損失によってしか他方の企業の株主の利得をもたらすことができないので、選択の余地は小さかったが、ここでは、合併による利得を配分するための方法として合併比率を論じることが必要になるであろう。

被合併企業の株式の市場価値の修正は、合併が発表されただけでも生じうる。このような修正は、被合併企業の持つ資源が、合併によってより効率的に利用されるという予想にもとづくものである。もし、合併比率の決定前に、このような修正が生じて、被合併企業の株式価値が上昇するならば、新しい価格を参考に合併比率

をきめることができる。この場合、合併比率を株価の比に等しくすれば、合併による利得はすべて被合併企業の株主に属することになる。その利得の一部を合併企業の株主にも配分するためには、合併比率を株価の比よりも小さく定めるべきである。

しかし、合併比率の決定以前に、市場において株式の評価がすべて修正されるとは限らないし、かりにすでに修正されたとしても、今後さらに修正されるかも知れない。このような状況の下では、合併比率が株価の比に等しければ、被合併企業の株主にとって当面何らの利得も生じない。また合併後に株価の修正が行なわれた場合にも、それによる利得は、合併企業と被合併企業の双方の株主に等しい率で配分される。

合併比率を株価の比よりも高く定めることは、この場合、被合併企業の株主に合併への誘因を与えることになる。これは、被合併企業の株式を市場価値にプレミアムを付けた価格で購入することを意味している。合併後に株価の修正が行なわれ、株価が上昇するならば、合併企業が被合併企業の株式をプレミアムを付して購入しても、その株主に損失を与えることにはならない。

株価の比よりも大きい合併比率で他企業を吸収合併することは、現実にも多く行なわれている。それは合併後の株価の修正を見透した上で、その範囲内で行なわれるならば、自社の株主の利益を損なうことなく、被合併企業の株主に合併への誘因を与えることができる。

他方、被合併企業の株式が値引きされた価格で合併企業に買取られることもある。プレミアム付の場合にくらべてこのようなケースは数が少ない。被買収企業が合併を迫られる事情があるか、あるいは買収側が強気である場合に、こ

のようなケースは生じうるが、被合併企業の株主は少なくとも当面は損失を受ける。その値引が適当な範囲内であるならば、その後の株価の修正によって、損失分を埋合わせ、さらにそれを上廻る回復をみることもできるであろう。その場合にも、合併企業側の株主にとってより有利な結果になるであろう。

5 合併比率決定の実態

前節までの議論において、合併比率は、合併の当事者である各企業の株価の比率によってきめられるならば、双方の株主にとって不利益な結果を生むことにならないという議論が導かれた。それとともに、被合併企業がプレミアム付きの価格で買収されるような場合に、合併企業の株主にとって不利益にならないための条件について論じた。これは本節において示すように、被合併企業の株価にプレミアムを付けた価

格での合併が少なくないからである。

日本における合併比率の実態は、表1からある程度、知ることができる。これは昭和38年から41年度までの合併企業のうち、双方の企業の株式が株式市場に上場されているものすべてを含んでいる。また株価を観察した時点は、合併実施前6カ月の月始である。わが国では合併実施の少なくとも1カ月前（場合によっては2カ月前）には、公正取引委員会に届出なければならぬので、届出の時点ではじめて合併することが公けにされたとして、公表の5カ月前の株価であるといえる。しかし、これは公表の時点と株価を観察した時点との間隔の理論上の最大値であって、届出が法律で定められた時点よりも早かったり届出以前に合併することが公表されたりする場合には、これよりも短い期間を意味することになる。

わが国の合併比率では、ほぼ株価の比によっ

表 1

合併企業 (A)	被合併企業 (B)	合併期日	合併比率	株 価 A B	プレミアム(%)
三 菱 製 鋼	三 菱 鋼 材	39. 2. 1	1:1*	円 円 50:54	0
大 日 電 線 (大日本電線)	日 本 電 線	39. 3. 1	4:5	62:78	△1
日 本 郵 船	三 菱 海 運	39. 4. 1	3:2	49:26	38
日 東 海 運 (ジャパンライン)	大 同 海 運	"	10:7	26:17	17
三井船舶(三井船舶大阪商船)	大 阪 商 船	"	1:1	32:29	10
山下汽船(山下新日本汽船)	新 日 本 汽 船	"	1:1	18:17	6
昭 和 海 運	日 産 汽 船	"	1.6:1	27:15	8
新 三 菱 重 工 (三菱重工)	三 菱 造 船	39. 6. 1	1:1**	86:79	△1
"	三 菱 日 本 重 工	39. 6. 1	1:1	86:79	△1
神 戸 製 鋼 所	尼 崎 製 鉄	40. 4. 1	1:1	49:50	△2
丸 紅 飯 田	東 洋 紡 績	41. 4. 1	4:1	98:30	△18
東 洋 紡 績	呉 羽 紡 績	41. 4. 26	1.6:1	79:65	△2
日 産 自 動 車	プ リ ン ス 自 動 車	41. 8. 1	5:2	145:64***	△9

資料 公正取引委員会「日本の企業集中」： 東洋経済「株価総覧」
株価は、合併期日より6カ月前の月始値

* 三菱製鋼は1:0.02、三菱鋼材は1:0.1の無償交付を38年9月に行なったので、これを含めて、プレミアムを算出した。

** 三菱重工は1:0.1の無償交付を39年3月に行なった。プレミアムの計算にはこれが含まれている。

*** 40年12月終値

$$\text{プレミアム} = \frac{A \times \text{合併比率} - B}{B}$$

て決定されるケースが最も多い。2%程度以内のプレミアムを無視するならば、12件のうち6件の合併において、株価の比と等しい合併比率が決定されている。また被合併企業の株価にプレミアムが付けられているのは、5件である。そのプレミアムの率は、6%から38%とばらつきが多い。逆に被合併企業の株価にマイナスのプレミアムが付けられるケースもあった。丸紅が東通を合併したケースでは、-18%とかなり大きなマイナスのプレミアムが付けられている。また日産自動車とプリンス自動車との合併でも、被合併企業のプリンス自動車側にいく分不利な条件がきめられている。このような場合、被合併企業の株主にとって、少なくとも当面は不利な結果とならざるをえない。

アメリカにおける合併比率の実態は、より包括的に調査されている⁷⁾。1962年から1968年までの期間における10,000件をこえる合併のなかからランダムサンプリングを行なってえられた標本のうち、合併時に合併企業が新株を発行したものの142件について、合併比率と株価の比の関連を分析している。株価は、最初に合併が公表された時点より2カ月前のものが用いられている。

それによれば、被合併企業がプレミアム付で

買収されたもの120件、値引きされたもの20件、等価で交換されたもの2件である。またそのプレミアム又は値引率の大きさはプレミアムの場合の方が大きい。すなわちプレミアム付で買収された120社の中位値は22%であり、なかには50%を超える例もみられる。これに対して値引き率は一般にそれより小さく、中位値は12%であった。

アメリカにおいては合併比率が株価の比と等しいケースはやや少なく、プレミアムの率が±3%以内のもので142件のうち12件、±2%以内のものは9件にすぎない。日本の合併比率は、それと比較して株価の比に近い値をとるものが多いだけでなく、株価の比から離れている場合でもプレミアムの率が比較的小さい。このように日本の企業の合併比率の方がより強く株価の比を反映しているが、合併比率が株価の比を中心として、やや被合併企業の株価にプレミアムを付けた価格でもって決定されるケースが、比較的多いという点では両国の傾向は一致している。

(はつかで よしろう・電力経済研究部)

7) McCarthy and Healy, *Valuing a Company*, Ronald Press Co. 1971 pp. 341~355