

M&A と株主価値向上

井上光太郎（慶應義塾大学）

本報告では M&A と株主価値に関する実証分析結果に基づき、日本の M&A が当事者企業の株主価値の向上に貢献しているのか、その要因は何かを示す。さらに、最近の買収防衛策の導入傾向の中で、敵対的買収の代替としての役割が期待されるアクティビストファンドのもたらす企業価値への効果を検証し、昨今、日本で批判の対象となることの多いファンドのもたらす影響を再検討する。最後に、最近の M&A 市場で重要性を増している TOB 市場に関する新たな実証分析結果から、そこでの潜在的問題点を指摘する。

M&A は、日米ともに、規制緩和された経済において、業界固有の事業環境の変化に対する企業側の対応として発生している。その中で、M&A は効率的企業による非効率企業の淘汰という性格を持つこと、M&A が実際に株主価値の向上をもたらししていること、その背景には事業上のシナジー効果があることを示す。こうした M&A の発生状況、株主価値への効果は、M&A が経済合理性をもつ企業行動であることを示唆する。また、企業再生においても、M&A は代替的な企業再生の手法に比較して、株主価値向上への貢献が確認できる。

日米の M&A 市場の比較という視点では、日米とも買収価格の過剰支払いにより、買い手企業の株主価値に対するネガティブな影響が確認できるが、日本では過剰支払いがそれほど深刻ではないため、米国市場に比較して、買い手企業に有利な富の配分が実現してきた。しかし、こうした傾向も、昨今の日本の M&A 市場の米国市場化の流れで変化しつつある。特に TOB では、最近になり非公開化取引が増加し、買収プレミアムの増大が見られる。こうした取引環境の変化の下では、これまでの買収プレミアムが小さい環境下とは異なり、買い手企業によるシナジー効果の明確な追求が要求される。

M&A 市場には、本来、非効率な経営を行う経営者に対する規律付け効果が期待できる。しかし、買収防衛策の導入が進めば、敵対的買収の発生可能性は低下し、そうした規律付け効果は阻害されよう。そうした中で、ブロック株式の取得と経営陣への発言により株主価値の向上を目指すアクティビストファンドが非効率企業に対する規律付け効果を果たすことが期待される。実際、アクティビストファンドは相対的に非効率な企業をターゲットとして、その株主価値を上昇させており、敵対的買収の代替的機能を果たしている。

一方で、昨今の TOB には少数株主利益の保護の視点では課題もあるようだ。非公開化を目指す取引では、株主に売却応募（テンダー）を強いる効果があることを示す。