

企業合併・買収の成立要件と利害者集団

市村, 昭三

<https://doi.org/10.15017/4491779>

出版情報：経済学研究. 54 (1/2), pp.47-64, 1988-06-10. 九州大学経済学会
バージョン：
権利関係：

企業合併・買収の成立要件と利害者集団

市 村 昭 三

目 次

- I 序
- II 合併成立条件と利害者集団
 - (1) 利害対立の存在しない状況下での合併成立条件
 - (2) 利害者集団の利害の対立状況
- III 合併当事会社の利害者集団
 - (1) 序
 - (2) 経営者の合併動機を重視する説
 - (3) 株主動機を重視する説
 - (4) 被合併会社の経営者
 - (5) 被合併会社の経営者と大株主が対立する場合
 - (6) その他の利害対立状況
 - (7) 要約
- IV 株式公開買付けの成功条件としての買付け価格のメカニズム
 - (1) 株式公開買付けにおける株式の買付け価格決定のメカニズム
 - (2) 実証分析結果
 - (3) 株式公開買付け規制法の効果
- V むすび

I 序

1960年代後半に1つのピークを迎えたアメリカ企業の合併・買収は、70年代前半の停滞期を経た後、再び盛り返し1980年代にはいって新しい様相を呈しはじめた。たとえば1981年における百万ドルを超える合併・買収は、2,100件を上回り、1960年代後半の合併の波さえ越えるほどである。またアメリカ企業間だけでも、1984年には1,150億ドル、1985年には1,203億ドル、さ

らに1986年では、取引件数3,541件、取引金額1,652億ドルと報告されている¹⁾。

ところで合併・買収において、株式市価を超えたプレミアムを支払えば、被合併会社の株主がその合併から利益を得ることは明らかである。問題は、買収する企業の側で、なにゆえにこのようなプレミアムをよろこんで支払ってまで、合併・買収を実行しようとするのかという点である。この問題に関しては、多くのことが多くの論者によって論じられている。しかしそれらを集約すると、結局、買収プレミアムは、合併シナジー理論又は新古典派理論 (synergy theory or neo-classical theory of corporate acquisition) と経営者理論 (managerialism) に大別される。前者は、合併当事会社の資産を、合併によって総合的に管理・運用することによって、「増分価値」が創り出され、その公平な分け前が、合併プレミアムの形で支払われるのであると考える。これに対し、後者は、経営者が株主を犠牲にして、その私的目的を達成しようとして、高いプレミアムを支払って合併・買収を追求すると考える。

しかしながら、この二つの理論のうち、どちらが現実に妥当するかという形で議論するには、現実の合併・買収行動はあまりに複雑多様である。本稿は、そのような問題の複雑性に若干の

1) mergers and acquisitions Vol. 19, No. 5, Vol. 20, No. 5, Vol. 21, No. 5.

光を当て、合併成立の条件を利害関係者の利害関係の様々な状況に関連させて検討してみたい。そこで、まず、合併当事会社の利害関係者の間に利害の対立が存在しない状況の下での、合併成立の条件を、P.O. スタイナー (P.O. Steiner)²⁾ にしたがって検討する。

次に、合併当事会社の各利害関係者の利害対立状況を検討し、そのような条件の下での合併成立条件又は不成立条件を考察する。そして最後に、株式公開買付けにおける価格決定のメカニズムを取り上げ、株式公開買付けの成功要件を検討する。

II 合併成立条件と利害関係者

(1) 利害対立の存在しない状況下での合併成立条件

合併に関して、利害関係者集団の利害の対立が発生しうる。しかし、さしあたりかかる可能性を無視して、合併企業と被合併企業双方とも経営者と株主が同質的利害関係をもつと仮定する。そして合併企業を B、被合併企業を S、合併後の企業を C と仮定する。したがって吸収合併 (merger)³⁾ の場合は、 $B=C$ となり、新設合

併 (consolidation) の場合は、B と S が消滅会社、C が新設会社となる。ここでは株式取得合併 (stock acquisition merger) を考え、対価として C 社 (= B 社) の株式を交付する状況、つまり株式交換モデルをさしあたりとりあげる。

かくて吸収合併又は新設合併においては、B 社の株主に対しては、合併後の会社 C 社の株が 1 対 1 の割合で交付され、S 社の株主に対しては、「合併条件」にしたがって C 社株が交付される⁴⁾。かかる株式の交換による合併は、税金のかからない「非課税合併」⁵⁾ としての特質をもつ。

かかる株式交換合併モデルで重要な問題は、被合併会社に提示される合併条件としての株式の交換比率である。その問題を検討するために、被合併会社 (S) の合併前の発行済株数を n_s 、株価を p_s で表わし、合併会社 (B) の株数と株価をそれぞれ n_B 、 p_B で表わすと、双方の会社の総市価は、 $n_s \cdot p_s$ と $n_B \cdot p_B$ で表わすことができる。

いま、分析の便宜上、双方の会社の株価のちがいを株数を操作することによって、等しくなるように工夫する。すなわち $p_s = p_B = 1$ とし、双方の会社の市場価値の差 (企業規模格差) を、

2) P.O. Steiner, *Mergers; motives, effects, policies*, 1975, chapter 2.

3) merger は最狭義では、吸収合併のみを指す。merger が株式又は資産の取得を表わす acquisition と対比して用いられるときは、吸収合併と新設合併 consolidation 双方を含む概念に拡大される。merger and acquisition (M & A) というときは、この用語法である。しかし merger は最広義では、吸収合併、新設合併及び株式又は資産の取得のすべてを含む。かかる用語法は、「合併 (merger)」を一切の合併の経済的効果をもつ活動又は現象に適用する一般化された概念として採用している。たとえば、P.O. Steiner の著書 (*Mergers*, 1975) や松下満雄「アメリカ独占禁止法」(東大出版1982, 第5章第2節 p. 103) などはかかる最広義の用語法に従っている。なお、最広義合併概念は企業結合 combination 概念と対応する。この点に関しては、武田安弘

「企業結合会計の研究」(1982, 白桃書房 pp. 27-36) にくわしい。われわれは、本論文で必要に応じて合併を狭くにも広くにも用いている。ただし狭義で用いるとき、その都度ことわって用いることにする。

4) 現実には、対価としては、普通株、優先株、社債、その他の証券ならびに現金のいずれか又はそれらの一定の組み合わせがありうる。現金のみで株式の対価を支払うときは、株式の公開買付けが cash-takeover bid の形をとるのが普通である。

5) 非課税合併として、アメリカ国内歳入法 (第368条) が認めているのは次の3つの型のリオーガニゼーションである。[A型]法律上の合併、これは会社法にしたがって実施される吸収合併 merger 及び新設合併 consolidation。[B型]株式と株式の交換による合併。[C型]株式と資産の交換。なお、この問題のくわしい内容に関しては、拙稿「合併動機としての節税目的の重要性」[会計]第122巻第4号 (1982年10月号) を参照されたし。

発行済株数の差に変換することにする。かくて n_s と n_B がそれぞれの会社の企業規模をそのまま反映することになる。

次に、株式変換による合併が成功する状況を考察してみよう。合併後の会社 (C) の総発行済株数は $n_c = n_B + kn_s$ となり、その株価は p_c で表わされる。これは B 社に対しては 1 対 1 の交換比率、S 社に対しては k 倍した比率で株式交換が行われたことを反映する。したがって、 k は被合併会社の株式に対して支払われた一株当り合併プレミアムを表わす。

かくて合併後の C 社の株価は次式で示される。

$$\begin{aligned} p_c &= \alpha \left[\frac{n_B p_B + n_s p_s}{n_B + kn_s} \right] \\ &= \alpha \left[\frac{n_B + n_s}{n_B + kn_s} \right] \end{aligned} \quad (1)$$

ただし、すでに述べた規準化仮定により、 $p_B = p_s = 1$ である。

[] 内の項は、株式市場が、合併前の価格に基づいて、合併後の会社 (C 社) の株価を評価するとすれば、どのような評価をするかを表わす。 α は、株式市場がその合併をどのように評価しているかを表わす評価係数である。すなわち一般投資家の評価した合併シナジー係数 (public synergism coefficient) である。それは多くの理由——たとえば、合併による事業活動又は管理活動における実質的経済性、独占効果、節税効果、多角化効果その他の理由——のために通常 1 より大である。いうまでもなく、新古典派の合併理論や合併シナジー理論は、この合併シナジー係数が 1 より大であることを合併の主要な動機とみるのである。 α は、合併に関する一般投資家の見解の株価への反映であって、内部者 (insiders) の見解の反映ではないことに注意すべきである。つまり市場評価係数である。

被合併会社の株主にとって、その合併が有利

であるためには、S 社の持株と交換に、合併後に交付される C 社株の価値部分 (V_{sc}) が、(1) 株式交換のために手離した彼らの旧株の価値 (V_s) に、(2) 合併取引コスト及び (3) 株式交換に伴う彼らの危険の三者を加えた合計額を補償するに十分な額でなければならない。この条件式は (2) 式で表わされる。

$$V_{sc} > V_s(1 + \gamma_s) \quad (2)$$

ただし、 γ_s は、被合併会社株主にとっての合併に伴う取引コストと危険の期待値 (率) を表わす。

V_{sc} は、被合併会社株主がその持株との交換に受取った、合併会社 (又は新設会社) の株の価値であるから、

$$V_{sc} = kn_s p_c$$

となる。

しかしスタイナーは、さらにこれに a_{sc} という乗数を加える。また、

$$V_s = n_s p_s$$

であるが、これにも乗数 a_s を加える。かくて、

$$a_s k n_s p_c > a_s n_s p_s (1 + \gamma_s) \quad (3)$$

が合併成立条件となる。

ただし a_{sc} は、被合併会社の株主が、旧自社株との交換に受取った合併会社 (又は新設会社) の株の価値に与える評価係数である。 a_s は同じく被合併会社の株主が旧自社株に与えた評価係数である。通常モデルは、 $a_{sc} = a_s = 1$ と仮定することによって、この評価係数を無視しているが、スタイナーはこれを加えることによって、株式に対する、ある利害者集団の与える評価の特性を反映しようとする。たとえば、保有株数の多い大株主が、解約期をむかえた投資信託の場合のように、その会社の持株すべてを売却しようとする、株価が著しく低下することがある。したがって、たとえ市価より少しばかり安

くても、その全株をプライベート・オファ (private offer) に応ずることが安全なことがある。同様に、取引費用や税金上の不利益性のために、市価以下に評価している株を持ちつづけることがある。したがって、スタイナーの追加した乗数 a_{sc} と a_s は 1 よりも大きいことも小さいこともありうる。

かくて (3) 式において、 $p_s=1$ 及び

$$p_c = \alpha \left[\frac{n_B + n_S}{n_B + kn_S} \right] \dots\dots\dots((1)式より)$$

であるから、(3) 式は次のように整理されうる。

$$\frac{a_{sc}}{a_s} \alpha k \left[\frac{n_B + n_S}{n_B + kn_S} \right] > 1 + \gamma_s \quad (4)$$

(4) 式の右辺は、被合併会社の株主の合併コスト (合併前評価額 1 ドル当り) を表わす。左辺は同じ単位当りの合併収益を表わす。われわれは、この式の左辺の項にみられるスタイナーのグルーピングの仕方に注目したい。

まず、評価係数の比、すなわち a_{sc}/a_s は、合併会社 (又は新設会社) と被合併会社の株主持分の株価比率を表わす。それが 1 より大であれば、合併会社の合併後の株価を、被合併会社の株主が、自社株市価より高く評価したこと (プレミアム付評価) を意味する。それは内部者評価を表わすものである。

次に、 α が 1 より十分大であれば、合併結果として真の利益又は投機的利益が、合併会社と被合併会社双方の株主によって実現されることを意味する。

k は、被合併会社の株主が株式交換合併に応ずるように支払われるプレミアムである。

[] 内の項は、合併前の双方の企業の株数の合計 ($n_B + n_S$) よりも、合併後の会社 (C 社) の発行株数の方が増加している分だけ、株式の稀薄化が行われていることを表わす。被合併会社の株主は増加した株数を余分 (kn_S) に受取る

ので稀薄化に対する不満はない。

しかし、合併会社の株主は、合併後の (新設) 会社の総株数 ($n_B + kn_S$) のうちから n_B 部分のみを受け取るだけである。したがって株式の稀薄化危険をもろに負担する。それでも次式が成立するときは、かれらもその合併から利益を得ることができる。その限りで、合併会社株主がその合併に反対する理由はない。つまり (5) 式は合併会社株主にとっての合併成立の必要条件式である。

$$a_{BC} n_B p_c > a_B n_B p_B (1 + \gamma_B) \quad (5)$$

(5) 式におけるすべての項は (3) 式と同じである。ただ添字だけが異なる。 $p_B=1$, $p_c = \alpha \left[\frac{n_B + n_S}{n_B + kn_S} \right]$ であるから、この (5) 式を整理すると次のようになる。

$$\frac{a_{BC}}{a_B} \alpha \left(\frac{n_B + n_S}{n_B + kn_S} \right) > 1 + \gamma_B \quad (6)$$

いま合併の阻止条件の内部・外部双方の要因を表わす (4), (6) 式の右辺を、次のように定義して、両者に共通の外部要因と、差異が生じる内部要因とを区別するための工夫をする。

$$(1 + \gamma_s) = D_s (1 + r)$$

$$(1 + \gamma_B) = D_B (1 + \gamma)$$

γ は合併に伴う取引コストと危険を表わす係数であるから、 $(1 + \gamma)$ は合併当事会社双方に共通の外的阻止要因である。 D_s と D_B は双方の会社のそれぞれの内部者コストを表わす。 D_s と D_B は 1 より大か、1 に等しいと仮定されている。

$$D_s, D_B \geq 1$$

さらに次のように定義する。

$$A_s = \frac{a_{sc}}{a_s} \quad (\text{合併会社と被合併会社の株式評価係数比})$$

$$A_B = \frac{a_{BC}}{a_B} \quad (\text{合併会社の合併前と合併後の株式評価係数比})$$

$$Y = \frac{n_B + n_S}{n_B + kn_S} \quad (\text{合併会社の合併前と合併後の株数比})$$

したがって Y は稀薄化定数である。

上の定義を使って、(4) と (6) 式を次のように書きかえることができる。

$$\frac{A_S}{D_S} \frac{\alpha}{1+\gamma} kY > 1 \quad (4)'$$

$$\frac{A_B}{D_B} \frac{\alpha}{1+\gamma} Y > 1 \quad (6)'$$

この2つの式において注意すべき点は、第1に双方に全く同一の項 $\left(\frac{\alpha}{1+\gamma}\right)$ がみられる点である。すなわち株式市場の合併に対する評価を表わす外的シナジー係数 α が十分に大きければ、双方の合併当事企業は合併へと動機づけられるであろう。他方、合併の一般的阻止要因 γ が十分に大きければ、合併への意欲は失われてしまうであろう。稀薄化定数 (Y) は常に1より小さいが、合併企業 (B) と被合併企業 (S) の規模格差が大きいほど合併に対する不利益は少なくなる。

第2に、(4)' 式には被合併会社の株主に対し支払われるプレミアムを表わす係数 k があるのに、(6)' 式にはそれが無い点が注意をひく。 k の増加につれて、その合併は被合併企業にとって有利となるが、合併企業にとっては魅力が薄れる結果となる。ただし、合併企業に対する k の効果は、(6)' 式で含意されている $Y = \left(\frac{n_B + n_S}{n_B + kn_S}\right)$ の分母を通して反映される。

第3に、内部者の合併に伴う利害得失は、合併企業と被合併企業とでは著しく異なる。たとえば、公開買付けにおいて、支配に必要な株数 n_S の買付けに成功しなかったときは、そのために、支配権獲得によって得られたはずの利益を達成することができないであろう。支払ったプレミアムは、支配権獲得いかに依存するので、

これらの株の換金は損失を伴うことになる。この損失の期待値が D_B の中に含まれている。

(4)' と (6)' 式は合併当事会社双方が合併に満足するための条件式である。もしこの2つのグループ (双方の株主) が合併に関する唯一の当事者グループであるならば、これら2つの条件式が、その合併のための十分条件である。

スタイナーのこれらの条件式は、合併意思決定に含まれる潜在的決定要因を明確化する。すなわち株式市場の合併に対する評価係数 (α) と、合併取引コスト及び危険評価係数 (γ) は外的決定要因を表わし、内部者利益 A と内部者コスト D は内部的評価要因である。したがって A/D は合併企業、被合併企業の株主にとっての合併に伴う内部評価係数を表わし、1より大であれば有利、1以下であれば不利であることを示す。

k の増加は、(4)' 式では左辺を増加させるが、(6)' 式の左辺を減少させる対称的役割を果たす。これは、したがって相互に有利な合併を実行するための満足条件を発見するものに役立つ。

(2) 利害者集団の利害の対立状況

以上の分析は、合併当事企業の双方の株主が、合併を意図しようとするときに主に考慮すべき影響要因を、スタイナーにしたがって明らかにしたものである。そこでは5組の影響要因が選り出され、さらにそれらが (4)' と (6)' 式のような二つの行動不等式へとまとめられている。そこで、これら2つの式に含まれている5組の諸要素を要約し、合併に対する利害者集団の利害の対立状況を考察することにしよう。

① 実質的、又は財務的外的シナジー (α)

これは、合併前の合併当事会社双方の「単なる合計」以上の価値が、合併後の企業において規模の経済性、独占的地位の利用機会、その他の多くの可能性によって実現され、それが株式

に反映されるものと考えられる。合併当事会社双方に対するかかるシナジー利益のゆえに、これは関係式において対称的である。そして十分に高いシナジーがあれば、他の条件の等しい限り、双方の当事者会社に合併動機を与える。

(2) 外的阻止要因 (γ)

合併を実行する場合の取引コスト又は独禁法による規制などのような外的阻止要因 (γ) は、先のシナジー効果とは逆の役割を演ずる。これらもまた対称的に式の中にはいりこんでいる。

阻止要因が十分に大きければ、合併当事者双方の合併意欲を冷やす効果をもつ。

(3) 被合併会社の内部者利益 (A_s) と内部者阻止要因 (D_s)

これらは被合併会社の株主にとっての合併前後の株式市価に適切に反映されない損益の潜在的結果すべてが含まれている。阻止要因に対する利益の割合 A_s/D_s は、被合併企業の内部者の正味損益率 (有利性) と考えられる。被合併会社の株主が独立を維持するよりも合併されることによつて自分達が有利になると考える程度に応じて1以上になったり1以下になったりする。

(4) 合併会社の株主にとっての内部者利益 (A_B) と阻止要因 (D_B)

これらは式の上では被合併企業のものと同じであるが、合併会社のそれらが、被合併会社のものと同一である必要はない。また事実上、一般に、同一ではない。

(5) 被合併企業の株主が合併に応ずるよう
に、合併会社によって支払われるプレミアム。

このプレミアム (k, Y) は、被合併会社の株主の抵抗をやわらげ、合併に同意させるための価格である。したがって、それは、利害者諸集団の間に、合併から生じる利益をいかに分配する

かという分配方法を決定する。この問題に関するスタイナーのモデルは、支払プレミアムが合併前の双方の株式合計数よりも、合併後の会社の発行済株数を多くし、被合併会社の株主にその増加分をプレミアムという形で支払う構成をとっている。かくて、合併会社は、その株主持分の稀薄化によって被合併会社の株主へプレミアムを支払ったことになる。

以上の合併条件式 (4)', (6)' 式は、多くの合併状況において妥当するものであるが、それに含まれていない重要な要素がある。合併はすべての利害関係者集団がいずれも合併利益にあずかることができれば、それはどの利害集団にとつても明らかに魅力のあるものである。しかし合併当事会社の双方の株主と経営者が、矛盾した目標や権力闘争 (struggles for power) を意図するときは、もはや (4)' や (6)' 式のような単純な関係式では不十分となる。この点は以下で検討される。

III 合併当事会社の利害者集団

(1) 序

ところで合併に利害関係をもつ集団には、少なくとも合併当事会社の双方の大株主、小口株主、経営者及び金融機関などがあげられうる。しかし小口株主は、最終的な決定では、経営者か大株主のいずれかに追従することによって、間接的に合併問題に参加するにすぎず、独立の集団として単独で機能することはないと考えられる。

これに対し、各種の金融機関は、一方では、機関大株主として機能する側面をもつと同時に、他方で、金融機能やブローカーとして機能する側面をもつ。前者の機能に関しては、大株主機

能に含めて検討するのが適当である。後者の金融機能はアドバイザー機能をも含み、現実の合併問題において極めて重要な役割を果たすと考えられるが、ここでは、企業内部の利害者集団の行動を検討することを意図しているので、考察の枠組みからは一応除外される。かくて企業内利害者集団としては、次の4つの集団が、合併との関連で基本的に重要となる。

- ①被合併会社の大株主集団
- ②被合併会社の経営者集団
- ③合併会社の大株主集団
- ④合併会社の経営者集団

これら4つの利害者集団のすべてが合併に賛成であれば、合併が成功的に実施できることは明白である。また逆に、すべての利害者集団が、合併に反対であれば、その結果も明白である。しかし多くの場合、その両極端な状態の中間的状态が存在しており、そのような状況がむしろ合併において一般的とさえいえよう。このような中間状態において、非友好的合併に発展するような事態になれば、上述した4つの利害者集団以外の集団が主要な役割を演ずることもありうる。とくに被合併会社における利害の対立は、買収側の対立よりもはるかに重要である。その場合には、被合併会社の小口株主が重要な役割を演ずる機会が発生しうる。

これに対し、合併会社における経営者と株主との政策をめぐる鋭い対立が存在する場合には、概して合併の方向へは進まないものである。むしろ、このような会社内部での対立が存在する企業に対しては、逆に、他企業から合併・買収のターゲットとされる可能性の方が多い。

潜在的合併会社の経営者が、株式の公開買付け (tender offer) を仕掛けたとき、それを受入れるか否かについて究極的決定を下すのは、潜

在的被合併会社の大株主である。その意味で合併会社の経営者と、被合併会社の大株主が、それぞれの会社の他の利害者集団よりも、合併に対しより直接的影響力をもつ。

潜在的被合併会社の株主と経営者の合併に対する意欲が十分に強く、潜在的合併会社の大株主と経営者双方が、その合併を望んでいるとすれば、その合併の実現可能性は大である。合併会社と被合併会社双方の二組の主要利害者集団が、どちらも合併に「熱心である」か、少なくとも「反対でない」場合がそれである。

ところで多くの論者は、経営者と株主の2つの利害者集団が、それぞれ独自の利害関係を持ち、独自の判断をする可能性を無視して、何らかの単一動機によって合併活動ないし合併現象を説明しようとする。たとえば、M. ゴート (M. Gort)⁶⁾ は株主の評価を取り上げるが、株主と経営者との意見の対立問題には全く触れていない。

他方で、D. C. ミュエラー (D. C. Mueller)⁷⁾ は、株主の評価よりも、経営者の評価を決定的に重要なものとみなしている。それは、合併会社の経営者の方が、株主よりも、合併に関して積極的である、と信じているからである。

しかし、P. O. スタイナー (P. O. Steiner) は、かれらの見解にみられるような、どちらか一方の集団のみを重視する考え方に反対する⁸⁾。そして、双方の集団がやや非対称的ではあるが、いずれも考慮されるべきであると考えている。

6) M. Gort, An Economic Disturbance Theory of Merger, Quarterly Journal of Economics, Nov. 1969. pp. 624-642.

7) D. C. Mueller, A Theory of Conglomerate Mergers, Quarterly Journal of Economics, Nov. 1969. p. 643.

8) P. O. Steiner, op. cit., 1975. chapters 2, 3, 4, 5, 6.

(2) 経営者の合併動機を重視する説

経営者は、合併に積極的であるが、株主が無関心か反対の場合、経営者支配の問題が重要となる。この場合、たとえその合併が株主にとって不利益であることがわかっていても、その不利益性よりも、合併に熱心な経営者を追放して合併を中止させるための費用やリスクを考えると、まだ合併から生ずる不利益を負担する方が犠牲が少なくすむと判断されることがある。この場合は、その合併は実行される可能性が大である。これは、いわば株主の相対的費用最少化行動である。

経営者支配論を主張する R. マリス (R. Marris)⁹⁾ や D. C. ミュエラー¹⁰⁾ などは、経営者が企業成長を追求し、株主の富の極大化点を超えた成長を、合併によって達成しようとする主張する。ミュエラーは、とくにコングロマリット合併の現象を取り上げ、経営者の成長極大化目的が、割引率を著しく低く設定することによって、たとえシナジー効果が得られない場合、すなわち α が 1 以下の場合でも、合併を追求すると主張する。

しかしミュエラーの成長極大化論は、なんら制約なしに成長極大化を主張している点で、理論的に不備である。けだし、現実には経営者が追求する成長には、一定の限界があり、その限界を明らかにすることが経営者支配論にとって極めて重要な課題であるからである¹¹⁾。

ところでスタイナーは、株主が合併に賛成の状況から出発して、無関心な状況を経て、さら

に合併に積極的に反対する状況へと考察の視野を拡大している。株主を犠牲にするような合併に対して、もし株主が立ち上がって、そのような経営者グループを排除するための行動をとるとすれば、その合併は著しく困難となってくることは明白である。具体的には、このような状況において、大株主は一般株主の白紙委任状を獲得するためのいわゆる委任状争奪戦 (proxy fight) を試みる。あるいは公開買付けを意図する別の会社を探し求めるようになる¹²⁾。

これを要するに、経営者支配論はシナジー効果が全く存在しない場合でも、合併が発生することを説明できる長所をもつ。しかし、この理論は、合併の波がなにゆえ発生し、またそれがなにゆえに終息するのかという現実の合併の波のダイナミックな動きを説明できないという重要な欠点をもつ。

そこで、この経営者支配論を色々な方法で、より合理的合併理論へと転換しようとする試みがなされる。

その1つは、成長機会は、株式市場価格、利子率及びその他の基本的現象の1関数であるとする見解である。しかしそれが事実だとすれば、経営者の態度は、合併を推進する主要な要因で

11) ミュエラーは、グラボウスキーとの共同論文 (D. C. Mueller and H. G. Grabowski, Managerial and Stockholder Welfare Models of Firm Expenditures, Review of Economics and Statistics, Feb. 1972, p. 9, 23.) で、この問題にみずから答えようとしている。

また、マリスは経営者の成長指向行動が、株主の反撃すなわち乗っ取りの脅威によって限界づけられていることを理論化している (Marris, op. cit. pp. 49-40)。この問題の吟味については、村田稔「経営者支配論」(東洋経済新報社, 1972, pp. 196-213) をみよ。

12) これは、White Knight (白馬の騎士) といわれる友好的な第三者企業が、買収合戦に新たに加わり、競合ビッドの状態を作り出し、最終的に、この第三者企業に買収してもらう形で終結する企業買収である。

9) R. Marris, The Economic Theory of Managerial Capitalism, 1964 chap. 2. 邦訳「経営者資本主義の経済理論」大川勉、森重泰、沖田健吉訳 東洋経済新報社。

10) ミュエラーの成長極大化論については、村松司叙「企業合併論」1973, 同文館, 第6章, 第8章をみよ。

はなく、合併活動の単なる派生的受動的側面を表わすものとなってしまふ。それは経営者支配論のそもそもの立論と矛盾する議論になってしまう。

もう1つの試みは、経営者の成長追求の動機は常に存在するが、それを制約する株主の力が変化するという説明である。しかしもしこの説明が正当であるとする、合併の波を決定するものは、経営者の態度ではなく、株主の態度であるということになってしまい、経営者支配論をみずから放棄することになる。

さらに別の試みは、経営者の影響力は、株主の影響力とは相当に異なっており、しかもその経営者の影響力が相対的に強まってきて、支配力を次第に増してきているという説明である。

これらの説明は、まだ十分に確立された理論とはなっていないが、それなりにアピールする内容を持っている。そこで、恐らく一定の条件のもとで、それらが合併に対し重要な影響要因となりうると考えるのが、これらの問題の適切な取り扱い方であろう。しかしそこでは、それぞれの要因が、どのような条件のときに合併に対し重要な影響要因となるかを明確化することが次の課題となる。

(3) 株主動機を重視する説

他方、株主の動機ないし態度によって合併を説明しようとする論者は、合併に当って経営者の影響力を決定的に重要な要素とはみなさない。あるいは経営者と株主との間の区別が不必要なほど類似していると仮定する。このような仮定によって、合併において利害関係の矛盾する状態の発生可能性を無視する。

ゴートは、一定の経済的環境たとえば、急速な技術変化、急激な株価の変化などが将来の正確な予測を困難にし、それが企業内外の利害関

係者の評価の食い違いを生み出すと主張する。合併会社は、被合併会社の株に対し、その株を手離してもよいと考えている人々よりも高い価値を見出している。それは過度に楽観的な評価か、金賭け機会の抜け目のない発見のいずれかによるものである。ターゲット企業の株式の今までのパターンを攪乱する要因すべてが、ある人々のその株に対する評価を引き上げ、他の人々の評価を引き下げる。低く評価した人々は、その株を買い取ることはもちろん、現に保有する株を引き続き保有することにも、もはや興味を持たなくなる。かくて、高く評価した人々は、潜在的な買手となり、低く評価した人々は、その持株の潜在的売手となる。

ゴートのこのような評価差異説 (valuation discrepancies) は、合併動機が一定の経済状態の関数であることを明らかにした点で有用な説である。しかし彼の理論には、理論的ならびに実証的見地から、いくつかの問題点が指摘されうる。

第1に、ゴートは、合併会社の株主の動機が、合併に関して決定的に重要であると仮定している。そして評価の違いによって導入された内部者の合併動機を、独占、規模の経済、多角化、その他の動機のいずれの追求よりも重要な説明変数とみる方が、より満足な結果を提供しうると考える。しかし合併の波を説明するために、あまりにも単一の要因のみを追求し、何故に、ある1つの利害関係者の評価のみが、理論的に決定的に重要であるとみなさなければならないかについて、はっきりした説明を提供していない。

第2に、ゴートの理論が特定の期間の合併活動を説明できるとしても、合併会社の株主を合併へと駆り立てた評価(判断)¹³⁾そのものが妥

当なものであったのか、それとも誤っていたのかについては、全く沈黙を守っている点が指摘されうる。もし合併へ駆り立てた期待が不適當であったことが後になって判明すれば¹⁴⁾、ゴートの理論は、株主が、その期待を誤ったものであると悟ることがなかったときのみ有効なものとなる。株主が、過去の誤ちから何も学ばず、学習的効果を見捨て、一貫して楽観的であると仮定することがゆるされるならば、ゴート理論の一般的妥当性を認めることができよう。しかし、かかる仮定は全く合理的ではない。

そこで、スタイナーは、評価差異を合併活動の唯一の要因と考えるのではなくて、それをいくつかの要因の中の1つの要因として受入れるのが妥当であると考えた。合併会社の株主の株価値上りを見越した評価は、他の動機とともにその合併の動機づけを強める役割を果たす。そして内部・外部の諸々の動機の相対的強さは、経済的及び制度的諸事情に応じて、上昇したり低下したりするとみるのが適當であるというわけである。このスタイナーの弾力的な考え方は、われわれにはより説得的であると思われる。

そこで株主は合併に積極的であるが、経営者はそれに反対の場合を考えてみよう。このように合併会社の内部で合併に関する意見の分裂が生じるのは、株主が自社の経営者をあまり積極的（攻撃的）でないと感じたり、合併によって株主の受け取る主要な利益が、経営者の参加しない内部者の投機利益であったりするときに発生する。たとえば、合併がその会社の株を一時的

的に上昇させると考えて、合併を動機づける力となることがある。株主グループは、このような合併を計画し、実行した後で、その株を売却することによって、インスタント利益をかぜくことがある¹⁵⁾。かかる場合には、株主は合併利益を手に入れるが、経営者は新しい株主をいただき、かれらと協力しながら、かれらに奉仕しなければならない、という結果だけに終る。しかしかかる場合には、株主は、経営者の積極的な反対にもかかわらず、公開買付けによる買収を成功的に実行することができるであろうか、という疑問が残る。合併会社のこの2つのグループの間で、合併問題に関して鋭く対立する状況は、実は、公開買付けの意図そのものに関する対立というよりも、むしろ会社の支配権をめぐる争いの形態——多分、委任状争奪戦の形態をとると考えられる。

(4) 被合併会社の経営者

従来の合併問題の研究文献では、被合併会社の動機問題は、合併会社のそれほどには注意されなかったといつてよい。しかし被合併会社の利害関係者の合併に対する態度のちがいがから生じる事前の防衛策や事後の訴訟や防衛的合併その他の対抗策の数は相当にみられる。また、公開買付けは、管理の経済性に関係することが多い。すなわち被合併会社の経営者の交替や配置替を伴う、経営管理の改善の機会によって、

15) 合併の投機的動機の問題と、かかる投機的合併の成立条件については、拙稿「コングロマリット合併における投機利益獲得のメカニズムと合併会計」（産業経理 VOL. 42, No. 5, 1982, 10月, pp. 50-65.）を参照されたし。なお、合併動機として株主動機を主張する理論と、その実証研究に関しては、拙稿「合併動機としての株主の富極大化仮説を支持する実証研究とその問題点」（九州大学「経済学研究」第47巻第5・6合併号, 昭和58年3月）, 及び「アメリカの合併動機と効果」（荒川邦寿編著「会社合併・分割の会計」中央経済社昭和58年2月）第3章）を参照されたし。

13) 合併・買収における企業評価に関しては、村松司叙「合併、買収と企業評価」同文館, 1987, 第II部をみよ。

14) かかる不適當な評価に関しては、最近、「思い上り」仮説が提唱され、それをめぐって論争が展開されている。村松司叙「合併・買収と企業評価」（pp. 52-59）をみよ。

合併が動機づけられることが多い。

ところが被合併会社の株主には、現行株価以上のプレミアムが即座に提供されるために、かれらは経営者よりも、容易に公開買付けに応ずるように仕向けられることができる。被合併会社の株主は、経営者とは異なって、合併利益を得る機会が多く、損失をこうむる機会は少ないからである。

このような被合併会社の株主と経営者との利害関係の相違が、最も普通に発生する非友好的合併の原因である。まず被合併会社の株主が合併に賛成であるが、経営者は、それに抵抗感をもち、小口株主その他に働きかけてその公開買付けを拒否し、その合併を不成功に終らせるように説得することが可能である。

しかしかれらの抵抗感が相対的に小さい場合には、経営者にストック・オプション (stock option) を提供したり、合併後の会社において満足のいく地位を保障したり、又は十分な退職金を支払ったりすることによって¹⁶⁾、あるいは合併をめぐる戦いが終わった後に発生するであろう事態についての恐れから、合併に経営者を同意させることができることがある。

しかし真に重要な問題は、被合併会社の経営者が、その合併を真にしかも深刻に恐れているために、どうしても同意できないときには、経営者はその合併を防止することができるのである。

うかという問題である。もちろん経営者は、株主グループの説得に失敗しても、合併を阻止することは可能である。社内的闘争又は法廷闘争にもちこむことによって、かれらは合併の取引コストを増加させ、公開買付けの成功可能性に影響を与えることができる。これらの合併反対活動は¹⁷⁾、すべての利害関係者にとっての合併コストを上昇させることになるからである。そしてそのような合併取引コストの上昇すなわち合併阻止係数 (γ) の上昇は、魅力的合併の魅力そのものを喪失させることにもなりうるからである。また内部闘争の典型である現在の経営陣を総入れ替えるための委任状争奪戦は、合併成功のためには、必ずしも適当な方法とはいえない。というのは、かかる争奪戦は、その企業の収益力を損ない、魅力ある合併の魅力そのものを喪失させてしまうからである。

突然のそして慎重に保たれた秘密裡の買付けは、潜在的に反対の経営者に気づかれずに、合併を達成する方法と考えられている。けだし目標企業の経営者が、それに抵抗するための組織づくりをする前に、買収を成功的に達成することが可能であるからである。そのような場合、反対経営者が、公開買付けの禁止命令を裁判所から手に入れることができなければ、それを打破する力を著しく損なわれてしまうであろう。

電撃戦的戦略によって、合併が、不意打ちの乗っ取りの形で事実的に確保されてしまえば、合併に反対の経営者も激しく反対することが自殺行為であることを悟るであろう。かくて反対

16) 公開買付けを仕掛けられて買収される企業の経営者に対する、このような各種の身分保証方策は総称して、ゴールドデン・パラシュート (golden parachute) とよばれる。短期の業績及びそれを反映する株価の動きによって、経営者の能力が評価される米国では、合併・買収のターゲットにされること自体が不名誉であるばかりか、買収後も経営者がその地位にとどまれる可能性はない。それで被合併会社の経営者は一般に合併に反対である。このような経営者の反対を緩和し、積極的に賛成へ仕向けるための諸方策が重要になってくるのである。

17) 買収防衛策には、Pac-Man Defence とよばれる、買収仕掛け企業の株を逆を買収するやり方や、Poison Pill とよばれる非友好的買収に加担していない株主に対して、買収を仕掛けられたときに、きわめて有利な条件 (たとえば時価の50%) で、株式などの証券を購入できる権利を与えるなどがある。

であるにもかかわらず、経営者は自分の意見を述べることを差し控えることによって、自分達の損失を最少限度にいとめようとするであろう。

たしかに、1969年ウィリアムズ法¹⁸⁾が議会通过する以前では、買収取引に要する日数が極めて短かく、一旦、買収が仕掛けられると、ターゲット会社のほうは、降伏する以外ほとんど手の施しようがなかった。ところがウィリアムズ法の施行以降、買収申込みをしてから4週間たたないと、買収会社は相手会社の株式を買い取れなくなった。その結果、買収防衛手段、交渉、訴訟などの対抗策を講ずることのできる時間的余裕がでてきた。

(5) 被合併会社の経営者と大株主が対立する場合

これに対し、経営者は合併に賛成であるが、大株主が反対の場合には、大株主の反対が、その合併に対してほとんど無関心程度のものであれば、経営者が株主を説得して公開買付けに応じ、その持株売却の方向に仕向け、合併を実現できる可能性が大である。

しかし、大株主がはっきりと合併反対であることを表明する場合には、経営者が賛成であったとしても、その合併を実現できるとは限らない。しかし不可能になると結論するのはあまりに短絡的である。たとえば、やや高めのプレミアムを合併会社に支払わせることによって、合併に反対の株主の抵抗を和らげることができるからである。その場合、経営者は、株主へ提供される合併プレミアムの一部分を吸収するために、合併後の雇用条件について、ある程度の妥

協を余儀なくされることになるかも知れない。

株式取得 (stock acquisition) による合併の成功は、小口株主の動向又は経営者が大株主を株式交換に応ずるように説得することに成功するか否かにかかっている。株式取得合併は、被合併会社の経営者の同意は必要でなく、被合併会社の株主と合併会社との間の直接的な契約関係である。しかし株式のすべて又は大部分を買収しなければならないので被合併会社の大株主のみならず多数の小口株主の態度が決め手になる。

被合併会社の資産のすべて又は一部及び事業を取得する営業譲渡 (asset acquisition) ないし買収は、被合併会社の株主の承認 (株式総会の特別決議) を必要とするが、合併会社の株主の承認は通常必要ない。それは被合併会社の資産が取得されるのであって、株式が取得されるのではない点が、株式取得合併と異なる。

(6) その他の利害対立状況

合併当事会社の経営者も大株主も、ともに合併に反対の場合は合併の可能性はない。しかし、合併会社の経営者と潜在的被合併会社の株主が合併に賛成の場合は、他の2つの利害者集団が合併に反対であっても、合併会社の株主と潜在的被合併会社の経営者との間には、その合併を中断させるだけの共通の利害関係がないので、合併成功の可能性がある。すなわち合併会社の経営者が自社の株主の反対している株式の公開買付けを、相手側会社の経営者が反撃に出る前に、株主と交渉し終ることによって事実上、合併成功へもっていくことができる。

ところで、それとは逆に、合併会社の株主と潜在的被合併会社の経営者だけが合併に賛成の場合は、一般的には合併は不可能である。

合併当事会社双方の株主集団だけが、合併に

18) ウィリアムズ法については、村松司叙「合併・買収と企業評価」(前掲書 pp. 129-132)を参照されたし。

賛成の場合は、合併企業の経営者の説得か解雇以外に、その合併を実現することは不可能である。双方の経営者が、合併に反対していること自体が、合併に対する負のシナジー効果の前兆である。

この状況とは逆に、双方の経営者のみが合併に賛成の場合でも、株式交換合併—持分プーリング法の会計手続をとる—はほとんど不可能である。もちろん営業護渡も株式公開買付けも、潜在的被合併会社の株主が反対する限り不可能である。

(7) 要約

スタイナーは、合併当事会社の4つの主要な利害者集団が、相互に影響し合う関係を明らかにし、そのことを通して、合併の経営者理論と株主理論の諸仮説を展望し、非友好的合併、防衛的合併又は不可避的合併の成立条件を検討した。

そのことは、合併の一般理論として、株主動機説か経営者動機説を単独で取り上げるような仕方で追求することが全く実りなき努力でないとしても、あまり実り多い試みとはいえないことを含意している。

スタイナーは、合併動機が決して単純でなく、利害関係者の複雑な利害のからみあいの中で、複合的動機の種々の結びつきによって合成されており、それらが合併を成功させたり不可能にしたりすることを認識し、そのような状況のもとで合併成立の条件を解明している。そのような複合的な関連に分析の光を当てた点がスタイナーの研究の大きな業績といえよう。しかし合併において極めて重要な影の役割を果たしている合併ブローカーや金融機関の機能を無視している点に重要な限界がある。この点はスタイナー自身自覚している限界である (p. 129-130)。

それは今後の研究課題として残されている。

IV 株式公開買付けの成功要件としての買付け価格

(1) 株式公開買付けにおける株式の買付け価格決定のメカニズム¹⁹⁾

株式公開買付け (tender offer, take-over bid) は、企業買収を目的とする企業経営者が、買収候補企業の株主に対し、

- (a) 総発行済普通株の一定割合 (通常過半数) を、
- (b) 特定の価格 (通常、市価を超えるプレミアム付価格) で、
- (c) 特定の日に買取る旨の申し出を、
- (d) 公表によって行う、

ことによって始まる。その株の買付け申し出 (offer) は、目標企業の株主に対し直接的に行われるものであって、通常の合併 (merger) のような目標企業の経営者の承認を必要としない。そのためにも買収申し出は、目標企業の経営者の反対に直面することが多いことは既に述べた通りである。

株式の公開買付けを申し出た企業が、市価を

19) この項は、ミシガン大学の M. Bradley の The Economic Effects of Acquisition by Tender Offer, Working Paper in University of Michigan 1983 に基づいている。ブラッドレー教授とは合併問題で議論になり、日本では労働組合ないし従業員が合併に対しどのような態度を示すかが重要である点を強調したが、ブラッドレー教授は、合併問題の中で組合や従業員のことは問題にならない点を力説してゆずらなかつた。この点は、スタイナーの利害者集団の中でも考慮されていない。日米企業の基本的な違いを期せずして痛感させられた次第である。しかし従業員ないし組合が合併後会社に協力的であるか否かは収益力に大きな差が生じるであろう。経営者と従業員とを一体的に考えることができる状況では、問題は比較的簡単であるが、両者が異なる利害関係をもつ場合は独立の利害者集団と考える必要がある。ただブラッドレーのモデルでは、それは P_E (買収後の株価) にインプリシットに反映されていることは認めなければならない。

相当に上回るプレミアムを支払う理由としては、(1) 株価が企業資産の価値を十分に反映していないか、(2) 買収目標企業の資産を支配する権利を獲得することによって、なんらかのシナジー価値が生み出されるかのいずれかである。

他方、この株式公開買付けの申し出によって、目標とされた企業の株主は、次の2つの代替案に直面する。

㉑買収申込み企業に、その持株の提供を申し出る。

㉒手持株を引き続き保有しつづける。

経済的に合理的な株主は、その個人的富を最大化する行動を選択するとすれば、公開買付けの対象企業の株主は、買付け価値を次の3つの要因によって判断する。

㉑買付け価格、㉒買付け目標株数の割合、㉓公開買付け応募後の未買取り株の期待価値（買収終了後の株価）

現行のアメリカ連邦政府の規制のもとでは、公示の10日以内に募集株数以上の応募があった場合、比例配分に基づいてすべての応募者から平等に買取らなければならない。たとえば、目標企業の株式の51%の公開買付けに対し、その企業の株主全員が応募したとすれば、買付け企業は、公募価格で目標企業の株主全員のそれぞれの持株の51%を買い取らなければならない。この場合の公開買付けの1株当たり価値は、目標企業の買付け価格（offer price）と買付け終了後のその株の期待価格との加重平均値である。

すなわち

$$P^* = (P_T \cdot F) + P_E(1-F) \quad (7)$$

P^* = 公開買付けの1株当たりの価値

P_T = 買付け価格

P_E = 公開買付け終了後の目標企業の1株当たり期待価格（買収終了後の株価）

F = 買収目標企業の発行済株数に対する買取り株数の割合。したがって、

$(1-F)$ は買取り終了後の未買取り株の株数割合である。

かくて公開買付けの評価にあたって、買付け目標企業の株主は、買付け条件(P_T と F)のみならず、買付け終了後に売り渡さずに保有している分の株の価値(P_E)にも関心を払わなければならない。そして合理的な富最大化目的をもつ目標企業の株主は、その公開買付けの株の1株の価値(P^*)が、買付けに応じなかったときの1株の価値(P_E)よりも大であるときだけ、公開買付けに応募しようとするであろう。

ところで、公開買付けに応じない方が有利な状況は、次の2つの場合である。

㉑もっと高い価値をつけた公開買付け企業が現われる場合。たとえば、コノコ社の株主はシーグラム社から70ドルの公開買付け価格を提示されたが、その後、デュ・ポン社から98ドルの公開買付け価格を提示された。

㉒公開買付け終了後、買付け価格よりも高い株価が期待できる場合。

買付け企業が、会社乗っ取り (corporate raider) によって少数残余株主の富の収奪をたくらんで、公開買付けを行っていると考えられる場合は、買付け終了後の株価(P_E)は明らかに低くなるであろう。なぜなら買収に応じなかった又は応じてもらえなかったすべての株主は必然的に少数株主となり、買収後の会社内での影響力は弱くなり収奪の危険にさらされるからである。したがって、(7)式の株式公開買付けの価値(P^*)も低くなってしまふのである。その結果、 P_E の見積値が低くなるほど、その公開買付けの成功可能性は小さくなる。コノコ社に対するモービル社とデュ・ポン社の公開買付け競争において、デュ・ポン社の買付け価格の方が低かったにもかかわらず、デュ・ポン社が勝つ

たのは、恐らく、この買収後の株価の期待値 (P_E) のちがいで説明できるのではなからうか。

しかしながら、逆に、買収後の被買収会社の期待株価 (P_E) が高すぎると、その公開買付けの成功可能性は、同じように低下する。けだし、目標企業の株主が、公開買付け価格 (P_T) を合併後の期待株価 (P_E) よりも低いと考えるならば、かれらとその公開買付けに応ずることはありえないからである。買付け終了後20ドルになると期待される株を、10ドルで提供する人はいない。かくて公開買付けが成功するには、目標企業の株の買付け公示価格が買付け終了後の期待市価よりも高いことが必要条件となる。

いま、目標企業の株の公開買付け前の市価を P_0 とすると、公開買付け成功の必要条件は、次式で表わすことができる。

$$P_0 < P_E < P^* < P_T \quad (8)$$

比率で表わすと、

$$0 < \frac{P_E - P_0}{P_0} < \frac{P^* - P_0}{P_0} < \frac{P_T - P_0}{P_0} \quad (9)$$

公開買付けが成功すれば、その結果として、目標企業の株の見直しが生じ、買付け終了後の株価は、買付け前の株価よりも高くなる。

$$P_E > P_0$$

公開買付け価格は、一般に、現行株価に一定のプレミアムをつけて提示される。したがって、

$$P_T > P_0$$

しかし買付け終了後の被買収企業の株価の見直しは、買収価格よりは低くなる。

$$P_T > P_E$$

かくて、公開買付けから得られる被買収企業の株主の1株当たり合併利得は、買付け終了後の値上り部分と、買付け価格に反映されているプレミアム部分との加重平均値となる。

$$\left(\frac{P_T - P_0}{P_0}\right)F + \left(\frac{P_E - P_0}{P_0}\right)(1 - F) \quad (10)$$

いま、発行済株数が100株で、その株価が10ドルの会社に対し、その50株を1株当たり20ドルで公開買付けを行い、残余株の株価が、買付け終了後に、15ドルになると予想されている状況を考えてみよう。

(7) 式の変数に、この状況をあてはめると、

$P_0=10$, $P_E=15$, $P_T=20$, $F=0.5$ である。かくて、この例では、株式の公開買付けの1株当たり価値は、

$$P^* = (0.5)20 + (0.5)15 = 17.50 \text{ ドル}$$

となる。

比率で表わすと、この株式の公開買付けのプレミアムは、

$$\frac{P_T - P_0}{P_0} = \frac{20 - 10}{10} = 100\%$$

であり、公開買付け後の株価上昇率は、

$$\frac{P_E - P_0}{P_0} = \frac{15 - 10}{10} = 50\%$$

となる。したがって、被買収企業の株主の、株式の公開買付けに応じた後の、一株当たり合併利得率は(10)式から明らかかなように、75%である。

$$\begin{aligned} & \left(\frac{P_T - P_0}{P_0}\right)F + \left(\frac{P_E - P_0}{P_0}\right)(1 - F) \\ & = \left(\frac{20 - 10}{10}\right)0.5 + \left(\frac{15 - 10}{10}\right)0.5 = 0.75 \end{aligned}$$

(2) 実証分析結果

ブラッドレーは、1962～1977年の期間中の成功的株式会社公開買付けの事例88と、被買収企業161社の株主の収益率を実証研究している²⁰⁾。買収前株価 (P_0) は公開買付け公示20日前の引値、買収後の期待株価 (P_E) は、公示後40日取引

20) M. Bradley, Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, Journal of Business, Vol. 53 No. 4 (1980) pp. 345-376.

日の引値を代理定数として用いている。また買付け価値 (P^*) は、成功買付け公示5日後の引値を用いている。

これらの実証研究結果から、被買収企業の株主は平均40%の合併利得を実現している。これは、買取られた株についての49%の平均利得、買取られなかった株の値上り率36%の加重平均値とほぼ等しくなっている。買収株数の割合は、平均50%弱であった。

他方、買収企業の方は、買収株1株につき13% (49-36%) の平均資本損失をこうむっている。そこで、もし買収企業が何らかの合併利得を得ているとすれば、それは、被買収企業の資産に対する支配権の確保の価値から来ているものと考えられる。それは買収企業自体の株の値上りに反映されている。ブラッドレーの調査では、被買収株において発生した資本損失の13%を差し引いた後、なお3~5%の特別合併利得を稼働していることを示している。株式公開買付け後5年間の長期にわたる株価効果に関する実証研究からも、この特別利得が一時的なものでなく、持続的なものであることを論証しているとブラッドレーは考える。また、ブラッドレーは、A. デサイ (A. Desai) 及び E. H. キム (E. H. Kim)²¹⁾ との共同で行った1962-1980年の期間中に発生した成功的公開買付けの実証研究において、合併当事企業双方の株主の結合された富を平均10.5%上昇させていることを発見した。

これらの研究結果から、ブラッドレーは、株式の公開買付けが、社会的に新しい富を全く創り出さず、社会的になんらの有益な目的を達成

しないばかりか、公開買付けの計画と実行に費やされる社会的経済資源は全く浪費であるとする説に反対する。そして、被買収企業に対する支配権の獲得が、成功的公開買付けの企業にとって、その経済的価値を高めるという見解を支持する。そして買収企業と被買収企業との合併利得の差を、両者の企業規模の格差によって説明できることを主張する。かれらのサンプルにおける買収企業の平均的規模は、被買収企業の平均的規模のほぼ5倍の大きさであることから、合併利益がたとえ平等に双方の株主に折半されたとしても、その差を拡大して示す可能性があるというのである。

(3) 株式公開買付け規制法の効果

株式の公開買付けは、1970年代後半からはじまったアメリカの第4合併運動を特色づける1つの著しい傾向である。そのために株式市価の50%ないし100%のプレミアムが支払われることもまれでない有様である。1968年以前では、株式の公開買付けを規制する州又は連邦政府の統制は存在しなかった。しかし1968年議会在証券取引法を改正 (William 修正案) し、1970年にその規制を強化した。多くの州は1969年以降、株式公開買付け禁止法 Anti-takeover Act を施行した。その改正の要点は、公開買付けの期間の延長と、買収に関する詳細な情報の提供、とりわけ被買収企業の資産の運用方法に関する詳細な情報のディスクロージャーを要求している。

ブラッドレーらの実証研究では、法律の規制を受けなかった47の公開買付けの被買収企業の株主は、平均20%の超過収益を得ているのに、連邦政府の規制を受けた90の公開買付けのサンプルでは、それが33%、さらに連邦政府と州双方の規制を受けた10の公開買付けのサンプルでは、その超過収益は35%にも達している。他方、

21) M. Bradley, A. Desai, and E. H. Kim "Specialized Resources in the Market for Corporate Control: The Case of Tender Offers", Working Paper, Graduate School of Business Administration, The University of Michigan, 1982.

買収企業の株主の合併超過収益の方は、10%、5%、4%とそれと逆のパターンを示していることを明らかにしている。これは、ディスクロージャーと延期の規定が被買収企業に対する競合的買収合戦を激化させ、その結果、被買収企業の株主の利得を高め、買収企業の株主の利得を引き下げる効果を発揮していることを示すものであると考えられる。元来かかる規制強化の意図は、被合併企業の株主の無知と非良心的会社乗っ取りの乱用から被買収企業の株主を守ることにあつた。その意図は妥当であるが、実際の効果は逆になっていないだろうか、とブラッドレーは疑問をなげかけている。

ところで、わが国の場合、株式の公開買付けないし会社乗っ取りはほとんどない。このことを論拠に、日本経済はもはや資本主義経済ではないとする主張がなされているほどである²²⁾。しかし、企業の内と外で市場経済が有効に機能している限り、企業の経済活動を資本機能を抜きにして説明することはできない。むしろ企業の資本機能に対する影響要因とその変様過程を分析することが重要である。その意味からも、われわれはスタイナーの合併のシナジー理論と経営者理論双方にまたがった合併理論により強く共鳴する。しかしこのような総合的ないし複合的接近方法は、なおその理論的・実証的研究を深化し展開を必要とする今後の研究課題である。

V む す び

企業合併・買収に関して、まず第1の問題になるのは、合併・買収が真に経済的な価値を創

出しているのか否かという問題である。そしてもし価値を創出しているとすれば、その源泉はなにか、という問題である。これは独占禁止法などの法的規制や消費者保護、さらには一般株主保護などとも関連する重要な問題である。

一般に、企業合併・買収が消費者や一般株主を犠牲にすることなく、価値を創出する源泉としては、

- ①生産・販売活動の過程で、規模の経済、技術的、管理的熟練の移転、資産の再編成（assets restructuring）などによる価値創出及び、
- ②財務的側面における効果的資金利用による価値創出ないしコスト削減、たとえば破産（又は支払困難）コスト引下げ、低金利による借入れ可能性の増大、債務利用能力の拡大ないしレバレッジ拡大などによる資本コスト引き下げ効果、ならびに
- ③合併による税金節約効果などが挙げられている。

しかし、これらの価値が創出されないにもかかわらず、合併・買収が強行されることがありうる。その場合、合併・買収から利得を得る者がある反面、合併から損失を蒙る者が生じ、ゼロ・サム合併が強行され、富の収奪問題が発生する。収奪される者が、合併会社の株主である場合、経営者動機説が成立する。収奪される側が消費者であったり購買者である場合、独占禁止法などの法規制が問題となる。被合併会社の株主ないし経営者の場合、証券取引法やその改正法（ワイリアムズ法）が問題となる。これらの合併では、独占利潤や投機利潤などの形で富の収奪が行われ、社会的にも経済的にも厳しい批判の対象となる。

もちろん合併から真に経済的価値が創出される場合でも、それが合併当事会社の各種の利害

22) 西山忠範「日本は資本主義ではない」三笠書房1981。

者集団の間で、どのように配分されていくのが問題として重要である。ただしこの場合でも富の収奪の可能性は存在しうるからである。また、合併・買収の真の推進者は誰かという問題との関連でも重要になってくるからである。

本論文は、各種利害者集団の存在する状況の

下での合併の成立要件と利害者集団の間に合併利益が配分される過程に若干の光を当てることができた。しかしこの問題はさらに詳しく検討されるべき課題である。本論文はそのための出発点にすぎない。