

M&A と企業価値

中 井 和 敏

要 旨

企業が行う「M&A : Merger and Acquisition (合併・買収)」には、株式譲渡、事業譲渡 (営業譲渡) あるいは資本提携といったさまざまな形態がある。M&A は、買収する側 (買い手) と買収される側 (売り手) の取引行為であり、当該企業間で合意される企業価値をどのように算定し、どのような組織形態にするのかといったことなどが問題になる。本稿では、まず M&A を行う際、企業価値評価の基礎となる株主価値の算定に関するいくつかの方法について検証し、さらに、新たに制定された会社法における「組織変更、合併、会社分割、株式交換、株式移転」の条項を取り上げ、いわゆる「三角合併」を含めた M&A の諸形態に関する諸規定について概説した上で、M&A が企業価値向上という経営課題に対し、どのような役割を果たすべきかなどといった点についても企業経営の観点から考察した。

キーワード : M&A, 企業価値, 株主価値算定方法, 対価の柔軟化,
シナジー効果

1 はじめに

M&A とは「Merger and Acquisition」の略称で、一般的には、「企業の合併・買収」と訳されている。しかし、この用語は、単なる企業の合併・買収

だけではなく、営業譲渡、株式譲渡、あるいは資本提携といった問題をも含めた、いわゆる企業間における提携全般について使用されるものである。M&Aは、当該企業が不十分であると判断した経営資源（ヒト・モノ・カネなど）をカバーすることを目的としたものや、事業の多角化あるいは事業の再構築（Restructuring）を目的とした経営権の獲得や資産の譲渡など、多様な企業目的を達成するために行われる。特に、中小企業では、買収される側からすれば「後継者対策を目的とした事業継続」、買収する側からすれば「事業の多角化の早期実現」といったことなどが主な要因としてあげられよう。但し、「事業の多角化の早期実現」は中小企業に限定したのではなく、大企業でも有効な手段として行われていることはいうまでもない。ちなみに、合併（Merger）は、複数の会社が1つの会社に結合すること、買収（Acquisition）は、ある会社が他の会社の経営上の支配権の全部もしくは一部を取得すること、というように区別されている。

M&Aは、買収する側（買い手）と買収される側（売り手）との取引行為である。その際、買い手と売り手との間で合意される金額の算定方法にはどのようなものがあり、また、具体的な金額はどのように決定されるのであろうか。このような局面において算定される金額はいわゆる企業価値といわれるものである。企業価値を算定する場合、買い手である企業と売り手である企業の各々が属する業界特性や当該企業の業界内でのポジショニング、個別企業の収益力や保有している経営資源、財務内容など、多くの事項について詳細な検討が必要であろう。M&Aが成功するかどうかは買収価額¹⁾の算定水準が妥当性を有しているのか否かがポイントになる。すなわち、最終的には、合併の場合は「合併比率」、株式交換の場合は「株式交換比率」に対する当事者双方の合意が必要になる。したがって、これらの比率について双方の合意が成立するためには、企業価値を金額的にどのように評価するのかにかかっているといても過言ではない。

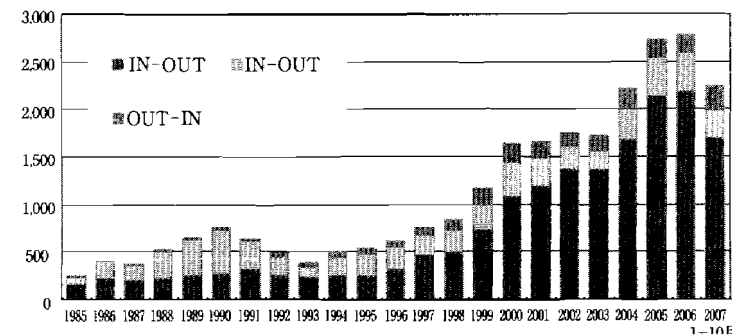
本稿では、企業価値評価を行う場合、特にM&Aで活用される株主価値の算定に関する諸方法について概説し、さらに、新会社法の施行により可能

になった、いわゆる三角合併を含めたM&Aの諸形態についても考察する。

2 株主価値の算定方法

株式会社レコフの調査資料と解説では、「わが国企業のM&Aの件数は、1996年頃から急増し、2006年までの約10年間に約5倍となった。それ以前は、1990年前後のバブル期に海外不動産投資のための『財テクM&A』が盛り上がったこともあるが、基本的には経営手法としては定着しておらず、事業承継等でやむを得ない場合を除いては、事業売却への抵抗感が強い時代であった。1996年頃からM&A件数が急激に増加し始めたのは、金融ビッグバン宣言以降の構造改革・自由化、デフレ経済下の不良債権処理という厳しい環境のもとで、生き残りや成長戦略を目指すためには、自前主義の継続は困難であり、コア事業強化のための『買収』とノンコア事業の『売却』、すなわち、外部との経営資源のやりとりであるM&A手法が不可欠となったからである」²⁾としている。参考までに1985年以降のM&Aに関係した発生件数を示しておく（図表1）。

図表1 1985年以降のマーケット別M&A件数の推移



(注)「データの見方」①IN-IN 日本企業同士のM&A

②IN-OUT 日本企業による外国企業へのM&A

③OUT-IN 外国企業による日本企業へのM&A

(出所) 株式会社レコフ (RECOF Corporation) のホームページより引用。* <http://www.recof.co.jp/>

M&Aは買収する側と買収される側、すなわち買い手と売り手の1対1の「取引」である。取引である以上、貨幣価値に換算する必要がある。そして、そこで算定された金額に対しては、買い手と売り手の当事者双方の合意がなければならない。そのためには、単に当事者だけでなく、客観的にも納得できる合理性を具備した算定方法であることが望ましい。

実務においては、客観性を持った株主価値を中心とした企業価値算定額が当事者双方にとっての交渉のスタートになり、そこから本格的な交渉が展開されることになる。さらに、その交渉過程において、当該企業の財務状況を始めとし、経営環境や当該企業が所属している業界の特性など考慮すべきさまざまな要件が加わる。これらの要件には当事者の個別事情や業界特性などが反映されることになる。したがって、当事者双方が合意する金額については、ケースバイケースにならざるを得ないのである。

企業価値(EV: Enterprise Value)は事業価値と非事業価値を加えたものとするという方法と、債権者価値³⁾と株主価値を加えたものとする2つのとらえ方がある。ここでは債権者価値と株主価値の総和を企業価値とする観点から、特に、買収する対象企業の経営権の確保ということを考慮した場合、対象となる企業の株式を中心とした株主価値をどのように評価すればよいかということを検討課題とし、株主価値算定方法について概説することにした。株主価値算定に関する主な方法として次のようなものがある(図表2)。

図表2 株主価値算定方法

算定方法		
1	コストアプローチ (Cost Approach)	簿価純資産法 時価純資産法
2	マーケットアプローチ (Market Approach)	類似企業比較法 類似業種比較法
3	インカムアプローチ (Income Approach)	DCF法 収益還元法

*筆者作成

但し、3の「インカムアプローチ」の中の「DCF法(Discount Cash Flow Method: 割引キャッシュフロー法)」の基本的考え方は企業価値を事業価値と非事業価値の総和であると捉える。この点が「コストアプローチ」と「マーケットアプローチ」そして「インカムアプローチ」の中のひとつの方法である「収益還元法」のように「株主価値」を算出し負債(有利子負債を中心として把握する)を加え企業価値とする捉え方とは異なった方法であることを付記しておく。

(1) コストアプローチによる方法

コストアプローチは、貸借対照表に記載されている当該企業が保有している総資産を基礎にした算定方法である。いうまでもなく企業は原材料や部材あるいは他社で製造した製品などを仕入れ、それらを資産として保有しビジネスを展開する。このようなビジネスプロセスにおいては、純資産(自己資本)だけでなく他人資本をも活用する。これらはすべて貸借対照表に記載される。コストアプローチはこのようにして獲得し保有している資産を基礎に算定するのである。その際、貸借対照表に計上されている資産から有利子負債を差し引いた純資産、すなわち株主に属するとみなされる株主資産について算定が行われる。このようにコストアプローチでは保有している株主価値について算定を行うが、当該企業が生み出す将来のキャッシュフローについては一切考慮されていない。

コストアプローチの手法そのものには将来のキャッシュフローを考慮する要素はないというものの、実際の当事者の立場に立てば、買収の対象として設定した企業についての将来的なキャッシュフローの状況に関しても綿密に検討することは当然である。コストアプローチの具体的方法として次の2つが挙げられる。

① 「簿価純資産法」

簿価純資産法では当該企業の貸借対照表に表示されている「純資産」⁴⁾を

株主価値として捉える。従来の言い方でいえば自己資本ということになる。ちなみに、この金額を当該企業が発行している株式数で割れば、1株当りの株価が算出される。しかしながら、この方法では資産価値（純資産）を的確に捉えているかという点では疑問が残る。このため、一般的には活用されにくい方法であるといつてよいであろう。

②「時価純資産法」

時価純資産法は、貸借対照表に表示されている総資産額から負債（流動負債＋固定負債）総額を差し引いたものを株主価値と算定する方法である。その際、資産の評価額は時価で評価されたものを適用する。

いうまでもなく時価は刻々と変化する。特に、有価証券など日々激しく変動する資産は、どの時点の評価額を適用すれば公平性が保たれるのか。また、土地についていえば、実勢価格、路線価格、公示価格などさまざまな評価額がある。こういった場合、どの価格を適用すればよいのであろうか。このような、いわば「一物多価」の資産評価には多分に評価者の恣意性が加わる恐れがあり、株主価値の評価を巡っては多様な評価額が展開されることになる。しかしながら、この時価純資産法は先の簿価純資産法による株主価値評価に比べ実際価格に近いものになることはいうまでもない。

(2) マーケットアプローチによる方法

マーケットアプローチによる方法では、評価対象となる株主価値を算定する場合、比較対象となる同種の企業の株価などの市場価格を参考する。特に、保有している自社株の1株当りの価格の客観的に把握できない未上場企業の価値評価を行う時に用いられる手法である。上場企業の株価は市場によって売買されており、一定程度、株式の評価が可能となる。しかしながら、未上場の株式についてはどの程度の価値があるのか不明である。このため、当該企業が行っている事業内容を精査し、株式が公開されている同じような事業を行っている企業を取り上げ、「1株当りの純利益額」「1株当りの純資産

額」あるいは「1株当りの配当金額」などの平均値を基に株主価値を算定する方法である。代表的なものに「類似企業比較法」と「類似業種比較法」がある⁵⁾。

①「類似企業比較法」

類似企業比較法は、評価対象となる当該企業の事業内容、製品やサービスの特性、販売実績や企業規模など、可能な限り多くの比較可能な要因を分析し、公開企業の中で比較的類似している企業を取り上げ、次のような算式を用いて株主価値を算定する方法である⁶⁾。

(算式)

$$\begin{aligned} \text{株主価値} &= \text{類似企業平均株価} \times \text{類似安定度を加味する項目} \times \\ & \{ (\text{評価対象企業1株当り配当金額} / \text{類似企業平均1株当り配当金額}) + \\ & (\text{評価対象企業1株当り利益額} / \text{類似企業平均1株当り利益額}) + \\ & (\text{評価対象企業1株当り株主資本} / \text{類似企業平均1株当り株主資本}) \} \div 3 \end{aligned}$$

この方法の特徴は、当該企業の「1株当り配当金額」「1株当り利益額」「1株当り株主資本」を類似企業と比較して算定の基礎にしていることにある。

②「類似業種比較法」

類似業種比較法は、公開会社の中から当該評価対象企業と事業内容や経営規模、あるいは企業業績などが比較的類似している業種を選び、1株当りの株価や純利益額あるいは総資産額などを比較し算定を行う方法である。この方法は法人税や所得税、相続税などの税法の関係もあり、国税庁が財産評価のために採用している方法である。

(算式)

株主価値 = 類似業種平均株価 × α

$$\left[\frac{\text{評価対象企業1株当り配当金額}}{\text{類似業種平均1株当り配当金額}} + \right. \\ \left. \frac{\text{評価対象企業1株当り利益額}}{\text{類似業種平均1株当り利益額}} + \right. \\ \left. \frac{\text{評価対象企業1株当り株主資本}}{\text{類似業種平均1株当り株主資本}} \right] \div 3$$
(注) α は大企業0.7, 中企業0.6, 小企業0.5を用いる。

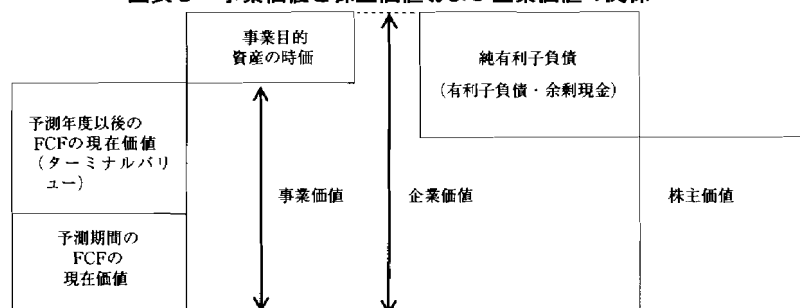
(3) インカムアプローチによる方法

当該企業の収益力から当該企業の株主価値を算定する方法で「DCF法 (Discount Cash Flow Method: 割引キャッシュフロー法)」や「収益還元法」などがある。

① 「DCF法」

DCF法は、将来生み出す収益(将来のキャッシュフロー)の現在価値の合計を事業価値として算定し、これに非事業価値を加算して企業価値と算定する評価方法である。この方法は、先述したように、他の方法と異なり、企業価値算定に当っては企業価値を株主価値と負債で構成されるとみなさない

図表3 事業価値と株主価値および企業価値の関係



(注) 1. 「事業目的外資産」を非事業資産として把握する。非事業資産とは事業に関わっていない遊休資産などのことである。

2. FCFはFree Cash Flowの略であり、企業が株主や債権者などへ自由に支払うことができるキャッシュフローのことである。

(出所) 北地達明・北爪雅彦(2005)『M&A入門』日経文庫, 145頁より作成

で、企業価値は事業価値と非事業価値で構成されるという見方をするのである。参考までに、事業価値と株主価値および企業価値の関係について示しておく(図表3)。

事業価値は「予想期間の事業価値」に「(予測年度以後の)事業価値」を加えることによって算定する。そして、次のようなステップで算出するのである。

(事業価値の算定プロセス)

- ①プロセス1・・・各年度のフリーキャッシュフローを算定する。
- ②プロセス2・・・フリーキャッシュフローを現在価値に割り引いて算定する。
- ③プロセス3・・・各年度のフリーキャッシュフローは現在価値を合計して算定する。

なお、FCFは次のように算出される。

(FCFの算定プロセス)

$$\text{FCF} = \text{税引後営業利益} (\text{「営業利益} \times (1 - \text{税率})\text{」}) + \text{減価償却等 (非現金支出費用)} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増加額}$$

② 「収益還元法」

DCF法はフリーキャッシュフローの現在価値を基礎に企業価値(事業価値と非事業価値の合計)を算定する。これに対し、収益還元法では当該評価対象企業の当期純利益額(会計上の利益)を企業価値の算定基準におく。そして、将来の税引後営業利益の現在価値の合計を「株主価値」として算定するのである。参考までに算式を示しておく。

(算式)

収益還元法で算出される株主価値 = 税引後営業利益 ÷ (割引率 - 成長率)

* 成長要因を加味する場合は「(予測される) 成長率」を考慮する。

収益還元法は、比較的少ない要素で株主価値、ひいては企業価値を算出することができるという利点はある。しかしながら、算定根拠にいわゆる「会計上の利益」を使用している点、また、設備投資、減価償却費や運転資本の増減などを考慮しない点、あるいは時間の経過による価値の増減などを考えると、DCF法に比べ不十分な手法であるといわざるを得ないのである。収益還元法で用いられる売上高や当期純利益といった「会計上の利益」では「キャッシュフロー」すなわち「真実の利益」を捉えることはできない。現実の経営の場面では、事業の永続的な推進（ゴーイングコンサーン）が企業経営の命題であるとするれば、会計的利益よりもキャッシュフローを重視するのは当然である。一方、実務的な観点で言えば、企業規模が大きくなればなるほど集計計算が複雑になりキャッシュフローの把握（認識）に時間がかかる。このため、部門を越えた全社的な合意がタイムリーにできないことも懸念されるのである。

DCF法は将来計画に基づいて将来獲得されると予測されるキャッシュフローを算出し、その現在価値を捉えるという計算プロセスによって金額が算定される。このことにより、DCF法ではビジネスの将来の姿、あるいは将来期待できるキャッシュフローの測定が可能になる。しかし、DCF法で将来獲得することが期待できるとして測定されたキャッシュフローは、あくまでも将来を予測して価値を算出するため、収益還元法のようにすでに確定した実績数値（過去の数字といっても予測ではなく確定した現実的数字である）を使用するものではない。将来の予測といっても、あくまでも計画段階のものであり、計画の中には「主観的願望」といわれるようなものもあるかも知れない。杜撰な将来計画に基づいたもので企業価値を測定したとすれば問題にせざるを得ない。DCF法によって算出された結果としての企業価値

は、計画数値に大きく影響されるものになる。

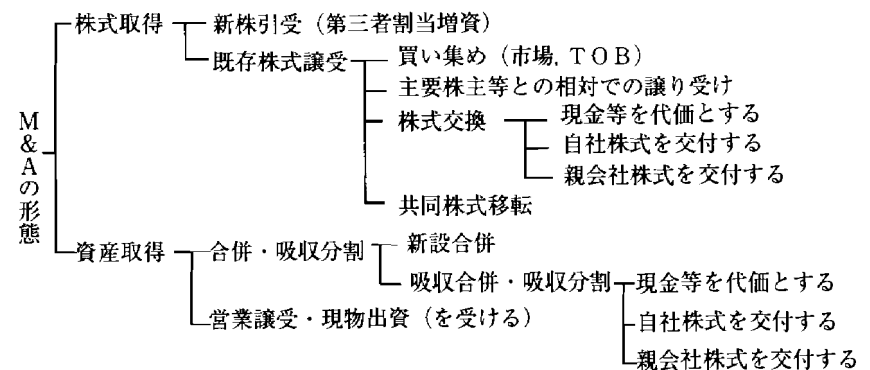
さらに割引率（discount rate）の問題がある。企業サイドからすれば資本コストになり、投資家からすれば期待収益率になる。DFC法では経過する時間も考慮するため、発生する割引率をどのように設定するのも大きな問題になる。これについても、あくまでも予測（仮定）を基に算出せざるを得ない。

DFC法による企業価値算定にはこのような問題もあるので、事業計画あるいは将来計画については、経営環境の変動や事業に影響を与える諸要素の慎重かつ精細な分析、検討が求められ、作成される将来計画は実現性の高い現実的なものでなくてはならないのである。但し、DCF法は、事業評価を基にした企業価値だけに使われる手法ではない。金融機関などが行う貸倒引当金の算定、あるいは証券化を目的とした資産評価、投資対象の資産や企業の事業性に関する測定評価など、経営の多くの場面で活用されることを理解しておく必要がある。

3 M&Aの主な手法

M&Aの主な手法を企業の支配形態という視点から区分すれば、「株式の

図表4 M&Aの支配別形態による区分



(出所) 北地・北爪「前掲書」32頁、一部修正

取得」と「資産の取得」に大別できる(図表4)。

M&Aの主な手法(所有支配の構造)は、まず「株式取得」と「資産取得」に大別され、「株式取得」は「新株引受(第三者割当増資)」と「既存株式譲受」に区分される。「資産取得」については、「合併・吸収分割」と「営業譲受(事業譲渡)」などに区分することができる。

この点について、経済産業省に設置されている企業価値研究会が、平成17年4月22日に発表した「論点公開～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」において、「M&Aの手法としては、その定義どおり、『合併』と『買収』に細別される」とし、「『合併』には、2社を1社に統合する文字どおりの『合併』と、『株式交換』や『三角合併』を使った対象会社の子会社化の2つがある。これらは、ともに会社組織の再編を伴う行為(組織再編行為)⁷⁾であり、株主総会の承認が必要で、会社法に定める規定に沿って行われる。」とし、さらに「『買収』とは、株主の支持を集めることであり、手法としては、TOBなどによる株式の買い占めや、委任状合戦による経営陣の入れ替えが活用される。」⁸⁾としている。この分類はM&Aを言葉の文字に沿って説明するもので分かりやすい。しかし、会社法に沿ってM&Aを考える場合は、会社法の条文に従えば「組織変更、合併、会社分割、株式交換、株式移転」という項目およびこれら諸事項に関する「手続き」(「会社法第5編第5章」)などについての検討が必要であろう。

ここでは会社法に沿って、法律的側面を考慮しながら、M&Aの中心的問題(合併、会社分割、株式交換・株式移転それに伴う買収など)について概説することにしたい。

(1) 「組織変更、合併、会社分割、株式交換、株式移転」について

①「組織変更 会社法(第743条～第747条)」

旧来の商法では株式会社と有限会社、あるいは合資会社と合名会社間での組織変更についての規定はあったが、それ以外の組織変更に関する規定はな

かった。しかし、会社法では「合同・合資・合名といった、いわば人的結合による持分会社」は「組織変更する持分会社は、効力発生の前日までに、組織変更計画について当該持分会社の総社員の合意を得なければならない(会社法第781条1項)」としているが、社員の合意があり、かつ規定の書類が整備されていれば株式会社への組織変更が可能になった。

②「合併 会社法(第748条～第756条)」

合併は買収会社と買収される会社(買収対象会社)が1つの会社として結合することをいう。また、合併には、1つの会社が存続して、他の会社を吸収するという形態の「吸収合併」と、合併する当該会社(買収会社と買収される会社)のすべてが解散・消滅し、新たに別の会社を設立する「新設合併」とがある。いずれの場合でも、会社法では「合併する会社は、合併契約を締結しなければならない」⁹⁾と規定している。

さらに、「吸収合併」を行う場合は、合併後も存続する会社が株式会社である時は、吸収合併契約において、次の事項を定めなければならないとしている¹⁰⁾。

- 1) 存続会社と消滅会社の商号と住所
- 2) 合併によって消滅する会社の株主に対する株式の代わりに交付される金銭等に関する事項
- 3) 消滅会社の株主や社員に対する金銭等の割当てに対する事項
- 4) 消滅会社が新株予約権を発行している時は、新株予約権者に対して交付する存続する会社の新株予約権または金銭に関する事項
- 5) 4)の新株予約権または金銭の割当てに関する事項
- 6) 吸収合併の効力発生日について

これまで消滅会社の株主には存続会社の株式が交付されていたが、今回の会社法の制定における「対価の柔軟化」の導入によって、金銭等の種々な対価が交付できるようになったのである。なお、会社法は株式会社が行う吸収合併だけでなく、持分会社である合名会社、合資会社、合同会社が行う吸収

合併についても諸事項について規定している。

「新設合併」を行う場合、それが2つ以上の株式会社である時は、新設合併会社契約において諸事項について規定しなければならないとしている。これらの規定については吸収合併とほぼ同じ内容であるが、新会社を設立することになるため、吸収合併と比べ煩雑な手続き等が求められることになる。

③「会社分割 会社法（第757条～第766条）」

「会社分割」は合併と異なり、既存会社が消滅するといった組織変更行為ではない。あくまでも、当該会社の保有しているある事業に関する権利義務の全部もしくは一部を、他の会社に継承させるものである。「会社分割」には「吸収分割」と「新設分割」がある。会社が吸収分割を行う際は、当該会社（吸収分割会社）とその事業に関する権利義務の全部もしくは一部を継承する会社（継承会社）の間で、次の事項について吸収分割契約を締結しなければならないとしている¹¹⁾。

- 1) 吸収分割会社と継承会社の商号と住所
- 2) 吸収分割会社から継承する資産、債務、雇用契約、その他の権利義務に関する事項
- 3) 継承会社が継承する株式に関する事項
- 4) 吸収分割会社に継承会社が事業に関する権利義務の全部もしくは一部に代わる金銭等を交付する時の当該金銭等に関する事項
- 5) 吸収分割会社の新株予約権者に対して継承会社の新株予約権を交付する時の内容等
- 6) 5) の新株予約権の割当てに関する事項
- 7) 吸収分割の効力発生日

などについて規定している。

また、「新設分割」について、会社法第762条に「一又は二以上の株式会社又は合同会社は、新設分割することができる」とし、さらに、新設分割計画で規定しなければならないこととして、次の事項を挙げている¹²⁾。

- 1) 新設分割設立会社の目的、商号、本店の所在地及び発行可能株式総数
- 2) 1) のほか、新設分割設立会社の定款で定める事項
- 3) 新設分割設立会社の設立時取締役及びその他監査役等役員の氏名
- 4) 新設分割設立会社が新設分割会社から継承する資産、債務、雇用契約その他の義務（株式及び新株予約権に係る義務を除く）に関する事項
- 5) 新設分割設立会社が新設分割会社に交付する当該事業に関する権利義務の全部又は一部に代わる株式の数、社債等、新株予約権に関する事項
- 6) 5) の株式、社債等、新株予約権の割当てに関する事項

などについて規定し、さらに、会社法第764条において「新設分割設立会社は、その成立の日に、新設分割計画の定めに従い、新設分割会社の権利義務を継承する」と規定している。なお、会社法では「吸収合併」や「新設合併」と同様、株式会社だけでなく、持分会社である合名会社、合資会社、合同会社が行う「会社分割」についても諸事項について規定している。

こういった「会社分割」は、事業を分割する会社にとっては、本来の意味のリストラ（事業の再構築）という経営手法になり、また、事業を継承する企業にとっては、多角化戦略の一環として活用できる経営手法であるといえよう。

④「株式交換及び株式移転 会社法（第767条～第774条）」

「株式交換」についても、会社法第767条で「株式会社は株式交換ができる」とした上で、「当該株式会社の発行済株式の全部を取得する会社との間において株式交換契約を締結しなければならない」と規定している。発行済株式の全部を取得するので会社法では「株式交換完全親会社」と称している。但し、この場合は「株式会社と合同会社に限る」と制限を設けている。

株式交換契約の締結の際、定めておかなければならない事項として、

- 1) 株式交換完全親会社と株式交換完全子会社の商号と住所
- 2) 株式交換完全親会社が株式交換完全子会社の株主に対して、株式に代わる金銭等、あるいは新株予約権に関する事項
- 3) 2) の金銭等及び新株予約権の割当てに関する事項
- 4) 株式交換の効力発生日

などがある。

「株式移転」は、会社法第772条において「一又は二以上の株式会社は、株式移転をすることができる」とし、その際は「株式移転計画の作成」を義務付けている（二以上の株式会社が株式移転する場合は、共同して株式移転計画を作成しなければならない）。

株式移転は当該株式会社が発行済株式の全部を、新たに設立する株式会社に取得させる制度である。このことによって新たな完全親会社を設立するのであるが、株式交換と異なる点は、既存の会社を親会社にするのではなく、新たに完全親会社を設立するのである。

株式移転に当って作成される株式移転計画には、次のような事項を定めなければならないことになっている¹³⁾。

- 1) 株式移転により設立する「株式移転設立完全親会社」の目的、商号、本店の所在地及び発行可能株式総数、並びに定款で定める事項
- 2) 株式移転設立完全親会社の設立時取締役の氏名、及び会計参与等役員の氏名
- 3) 株式移転設立完全親会社が株式移転する株式会社（株式移転完全子会社）の株主に交付する株式に代わる当該株式移転設立完全親会社の株式の数、その数の算定方法、当該株式移転設立完全親会社の資本金と資本準備金に関する事項
- 4) 株式移転完全子会社の株主に対する、3) で設定された株式の割当てに関する事項
- 5) 株式移転設立完全親会社が株式移転に際して、株式移転完全子会社の株主に対してその株式に代わる株式移転設立完全親会社の社債等

に関する事項及びその社債等の割当てに関する事項

- 6) 株式移転設立完全親会社が株式移転に際して、株式移転完全子会社の新株予約権の交付を受ける新株予約権者に対して、その新株予約権に代わる株式移転設立完全親会社新株予約権を交付する時の新株予約権についての諸事項及びその割当てに関する事項

などがある。

そして、株式移転設立完全親会社は、その成立の日に、株式移転完全子会社の発行済株式の全部を取得することになる（会社法 第774条）。

旧商法から分離独立した形で制定された「新会社法」や関連する法整備など、特に、企業再編に係る対価の柔軟化等の整備が図られたことにより、企業間における機動的な組織変更が可能となった。そして、このことが企業におけるM&Aを、これまで以上に活発化させる要因になるのではないかとと思われるのである。

(2) 企業結合（合併）の会計処理

企業結合の実態は2つに大別される。1つは「企業買収（取得）」であり、もう1つは「持分の結合」という形態である。これは三角合併の場合にも適用される。

「企業買収（取得）」は結合する企業のうち一方が他方を支配するという形態であり、「持分の結合」は結合するいずれの企業も支配する企業（取得企業）とみなされないとする形態である。

「企業買収（取得）」とみなされる場合は、パーチェス法による会計処理が求められ、「持分の結合」と看做される場合には、持分プーリング法による会計処理が求められる。但し、「持分の結合」と判定されるためには、結合する当該企業同士の間で株式と株式の交換が行われる取引であることが条件となる。持分結合の条件としては以下のような規定がある。

- ① 企業結合の対価が議決権のある株式であること。
- ② 結合後の企業の株主が有することになった議決権比率が50:50の上

下概ね5パーセントポイント以内であること。

③議決権比率以外の支配関係を示す一定の事実が存在しないこと。

この3つの要件を満たしている場合、「持分の結合」とみなし、持分プーリング法による会計処理を認めることとしているが、持分プーリング法にはいろいろ問題があるため今後は認めない方向で検討が進められている¹⁴⁾。

1) パーチェス法は、被結合企業から受け入れる資産・負債の取得原価を、対価として交付する現金および株式等の時価（公正価値）とする方法で、この方法による会計処理は、取得企業は被取得企業の資産および負債を取得原価で受け入れる。さらに、資産および負債の受入額と取得の対価に差があれば、その差額は営業権（のれん）として認識され、資産に加算される。したがって、純資産は確定した受入れ資産から負債分を差し引いたものを計上する。この方法は、企業が合併する相手企業を買収したとみなし、買収される企業の資産と負債を時価で評価し、目に見えない企業の資産である営業権（のれん）などを、負債と純資産との差額として認識し、営業権の金額を資産総額とするのである。

2) 持分プーリング法は、当該結合会社の資産、負債および純資産の各々の適切な帳簿価額で引受ける会計処理方法で、評価された資産総額から負債の金額を差し引いて純資産が算出され、貸借対照表に表示される。このように、プーリング法では、貸借対照表に示される「資産、負債および純資産」を帳簿価額で引き継ぐため、企業の資産・負債を帳簿価格のまま結合させる。また、土地などの資産も帳簿価額で引き受けるため、外部からは資産の内容（特に合併時に時価評価で明確になる含み益や含み損）が分かり難いということがあり、投資家保護の観点からは問題である。

参考までに、それぞれの方法ごと当該企業の貸借対照表にどのように計上されるのか、この点について極めて簡単な事例で示しておく。

【事例】

合併する企業の資産状況および評価

帳簿価額：資産 500, 負債 280

時 価：資産 700, 負債 400, 営業権（のれん）の評価 50
という企業を合併する場合

●パーチェス法での会計処理

資産 (700 + 営業権 50)	負債 400
	純資産 350

●持分プーリング法での会計処理

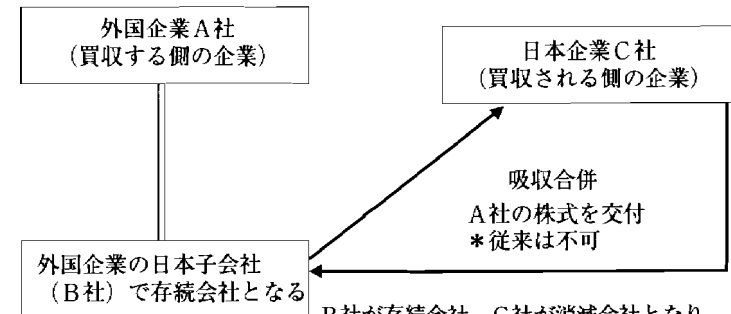
資産 500	負債 280
	純資産 220

(3) 三角合併とそれに伴う会計処理

①三角合併

三角合併とは2006年5月1日施行の会社法に、対価の柔軟化規定¹⁵⁾が新設されたことによって可能となった合併手法で、「存続会社が消滅会社の株主に対して、存続会社自身の株式でなく、存続会社の親会社の株式を交付する方法」¹⁶⁾である（図表5）。

図表5 三角合併の事例



B社が存続会社、C社が消滅会社となり、A社がC社を買収したことに同じことになる。

*筆者作成

例えば、外国企業 A 社（買収する側の企業）が日本に 100% 出資の子会社 B 社を設立する。そして、A 社の子会社である B 社が日本企業 C 社（買収の対象となった企業）を吸収合併し、C 社は消滅会社となり B 社は存続会社となる。この場合、B 社は C 社の株主に対し、B 社の株式ではなく親会社である外国企業 A 社の株式を交付する。これによって、実質的には、B 社の親会社である外国企業 A 社が日本企業 C 社を買収したことになるのである。

（図表 5）で示したように、存続会社である B 社は、消滅会社 C 社の株主に対し自社の株式を交付するのではなく、B 社の親会社である外国企業 A 社の株式を交付する。従来は消滅会社（C 社）の株主に合併の対価として交付される対価は存続会社（B 社：外国企業 A 社の子会社）の株式に限定されていたが、「対価の柔軟化」の規定により、吸収合併を行う場合、消滅会社（この場合は C 社）の株主に対して交付する対価を存続会社（この場合は B 社）の株式だけに限定しないで、金銭その他の財産を含め、その対価とすることができるようになった（会社法 第 749 条および第 751 条）。事例では、子会社（B 社）が他の会社（C 社）を吸収合併する場合、親会社（A 社）の株式を対価として交付する合併ということになる。これが三角合併といわれる企業結合の形態である。

②三角合併の会計処理

三角合併の会計処理を行うためには、まずは「企業結合に係る会計基準」（以下「企業結合会計基準」と称する）の規定に準じなければならない。これによれば、先述したように、合併などの企業間の結合に伴う会計処理は、「取得による結合」か「持分による結合」の判定を行う必要がある。三角合併は親会社が子会社を利用して、買収の対象として設定した会社との「結合取引」であり、企業結合会計基準においても親会社と他の会社との企業結合とみなして、取得か持分による結合かの判定を行うこととしている（「企業結合会計基準及び事業分離等会計基準に関する適用指針 9」）。

しかし、取得と持分の結合の識別判定については、先に挙げたように、企業結合会計基準では、①企業結合の対価が議決権のある株式であること、②結合後の企業の株主が有することになった議決権比率が 50：50 の上下概ね 5 パーセントポイント以内であること、③議決権比率以外の支配関係を示す一定の事実が存在しないこと、の 3 つの要件を満たさない限り、その合併は「取得による結合」と判定される。このように判定されれば、その会計処理は持分プーリング法ではなく「パーチェス法」による会計処理が適用されることになる。

企業結合会計基準は、当該合併行為を「持分による結合」とみなす場合は、先述した 3 つの要件を満たしたものに限定しているため、多くの合併は、いわゆる三角合併を含め、パーチェス法による会計処理が行われているのである。

（4）業務提携

広義的にみた M&A には、単にある企業が他の企業を支配する形態ではなく、「業務提携」と称される企業間同士でシナジー効果を目的とする手法もある。業務提携は M&A のような経営権の支配を軸とする企業行動ではなく、企業間同士が双方の「強み」や「弱み」を補完・充足し合う事を目的とした企業行動である。提携の形態は多様なものがあり、当該企業間の目的によって異なるが、主な形態としては次のようなものがある。

（業務提携の諸形態）¹⁷⁾

- 1) 技術提携・・・研究開発機能の相互補完、協力体制
- 2) 販売提携・・・代理店機能、販売拡張
- 3) 生産提携・・・部品供給、外注、OEM（相手先ブランドによる生産）
- 4) 株式の持ち合い・・・契約でなく永続的な関係構築
- 5) 合併会社・・・ジョイント・ベンチャー、プロジェクトの

リスクヘッジ

これらの事業形態でビジネスを展開すれば、提携を目指した企業に対し有益な結果をもたらすケースもあるが、事業提携レベルでは相手企業の経営戦略に関する諸問題にまで踏み込んで議論する機会は少ないものと思われる。したがって、場合によっては当初目論んでいたような成果が期待できないことも考えられる。こういった場合、経営戦略を効果的に推進するためには、一步踏み込んだ「経営支配（経営権の獲得）」ということ視野に入れざるを得ないであろう。このような観点からすれば、M&Aは業務提携と比較した場合、企業経営の迅速性や有効性という点で極めて有力な経営手法であるといえるのである。

4 M&Aによるシナジー効果と企業価値

(1) シナジー効果

M&Aを経営戦略の一環に組み込む場合、買収対象企業との合併もしくは買収が結果として、「シナジー効果」が現実のものになることが必要である。結論的にいえば「シナジー効果のないM&Aは失敗である」との認識が必要である。シナジー効果については次のようにまとめられる。

①事業シナジー

1) 収益貢献シナジー

- ・販売チャネルの相互利用による収益拡大
- ・顧客基盤の拡大による収益向上
- ・技術・ノウハウの移転による将来の収益拡大
- ・提案営業力の強化による収益向上
- ・ブランド価値向上による収益拡大

2) コスト削減シナジー

- ・人件費削減
- ・販売拠点の統廃合によるコスト削減

- ・本部機能の集約化によるコスト削減
- ・一括調達による原材料費削減
- ・物流施設の共同利用によるコスト削減
- ・取扱商品・サービスの拡大による一人当たりの営業コスト削減
- ・システム統合によるシステム運用費用の削減
- ・子会社の整理・統合によるコスト削減

②財務シナジー

- ・財務上のベネフィット
- ・買収企業の節税効果
- ・被買収企業の格付上昇による調達金利低減
- ・負債調達余力の増加

*田畑昌生「経営計画を柱としたM&Aへの取り組みについて」『情報未来』No.23(2006年4月号)、NTTデータ経営研究所、46頁より作成

通常のM&Aは「事業シナジー」の中の「収益貢献シナジー」を経営目的とし、それを達成するために推進する。このような収益向上を目的としたM&Aは、昨今世論をにぎわしているような「敵対的買収」といわれるものも多くある。しかしながら、もし、買収対象企業となった場合、そのM&Aが受け入れ難いものだとなれば、企業防衛を図ると同時に、先述したシナジー効果について一度冷静に目を向ける必要がある。自社のこれまでの経営に、収益力向上、営業力強化、コスト削減、生産効率の向上といった経営上の問題に何らかの改善すべき点はなかったのだろうか。もしも、改善すべき点を認識することができたならば、全社を上げてそれらに改善すべき事項の解決に向けた経営努力が望まれる。このような地道な作業を行うことが、将来的な自社の企業価値向上につながるものと思われるのである。

(2) 企業経営と企業価値の向上

近年、企業価値や企業価値を意識した経営、特に「モノ言う株主」を意識した経営が注目されている。多くの株主の意見は「企業価値向上目指せ」というものである。特に、それは上場企業を例にとれば、「株価向上を目指せ」といったものと同様のことを意味するものと思われる。

「企業価値」を分かりやすくいえば「企業を貨幣価値で表現したもの」ということになり、「時価総額」あるいは「将来キャッシュフローの現在価値合計額」というようなさまざまな言い方がある。また、企業価値を表す経営指標として「ROA: Return On Asset」や「ROE: Return On Equity」など多くの指標があるが、これらの指標の有効性についても多くの議論が展開されてきた。ただ、これらの議論には短期的な経営数値の良否に一喜一憂していることが垣間見える。典型的な議論は上場企業では特に「株価が上がった、下がった」ということに現れている。M&AあるいはTOBの際、売り手側からすれば、自社の株価が上昇すれば「株式時価総額」は高くなる。このように、株価の上昇によって株式時価総額が多額になればなるほど、自社にとって取引条件の設定に当っては有利に働くことはいうまでもない。

しかしながら、企業経営の在り様をこのような角度からだけで議論することは、企業が社会的公器として存在価値を保持し得るかどうかといった問題に真摯に向き合うことになるであろうか。経営の効率性という点では「最少の投資（資産あるいは経営資源）で、最大の成果（利益）を上げること」であるかも知れない。しかしながら、企業経営の命題は「ゴーイングコンサーン」すなわち「永続的維持・発展にある」という認識に立てば、短期的な利益至上主義ではなく、あくまでも経営組織の維持・発展という経営目的を如何にして実現することができるかという長期的課題が最優先に掲げられなければならない。企業にとって真の企業価値向上のためには、時価総額の極大化とともにゴーイングコンサーンをどのように実現していくのかという両方の経営課題の追求が必要である。

わが国のM&Aは、経営目的を効率的に達成するための有効な手段とし

て、今後ますます多く活用されるであろう。昨今話題になっている「三角合併」も、新会社法の中に新たに規定された「対価の柔軟化」により可能になった。例えば、合併で消滅する会社をA社、存続会社をB社とし、B社の親会社をC社とした場合、A社の株主はこれまでは、存続会社であるB社の株式を受取ることを、対価としてB社の親会社であるC社の株式を受け取ることができるようになった。中でも特に、C社が外国企業である場合、子会社である日本法人のB社を通して、日本企業であるA社を傘下に収めることができるようになったことは特筆すべきである。

2007年9月、これまでの証券取引法を「金融・資本市場をとりまく環境の変化に対応し、投資家保護のための横断的法制を整備することで、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、『貯蓄から投資』に向けての資本機能の確保及び金融・資本市場の国際化への対応を図るため」¹⁸⁾に改正し、新たに「金融商品取引法」が施行された。この法改正により、投資家など利用者に対する多種多様な金融商品を提供する際の新たなルールの確立、企業が行っている情報開示の再整備、内部統制の強化など、企業にとってはさまざまな場面でこれまで以上の経営努力が必要になったのである。

この中で、特に、TOBの開示制度に関しては、一連のM&A関連の諸問題に適切に対応すべく整備が行われた。たとえば、時間外取引による株式の取得や、奇襲的な株式の買収、公開買付中の株式分割など無秩序な株式の取得についての対応といったものを挙げることができる。これは、いうまでもなくキャピタルゲインばかり狙うような「マネーゲーム化した株式市場への警鐘」でもある。元来、株主は当該企業の維持・発展をサポートするために存在するものである。そのためには、当該企業がM&Aを行う場合（買収する側の企業）、あるいはその逆の場合（被買収企業）でも、また、敵対的買収と称される行動を仕掛けられたとしても、買収者の提案が買収対象企業の企業価値向上につながる場合は、提案を受け入れることを真摯に検討してもよいのではないと思われる。そのようなケースでも、先述したようなシナジー効果を視野に、当該企業およびそれら企業の多くの利害関係者（ス

テークホルダー) が納得できる「企業価値向上」に向けた経営努力を期待したいのである。

注

- 1) 売り手(買収される側の企業)からすれば「売却価額」ということになる。
- 2) 株式会社レコフのHP(ホームページ)より引用。http://www.recof.co.jp/
- 3) 債権者価値の算定については簡便的に「有利子負債」とする場合が多い。
- 4) 新会社法の施行により、従来「資本の部」と称されて箇所が「純資産の部」という名称で表示されることになった。
- 5) マーケットアプローチには「PER (Price Earnings Ratio) 方式」という方法もある。PERは時価総額が当期純利益の何倍で評価されているのかを算出するもので「株価収益率」といわれている指標である。ちなみに算式は「時価総額÷当期純利益」で求められる。そして、1株当りの利益ということでは「株価÷1株当りの利益」でその倍率が得られる。この考え方を基にマーケットアプローチによって当該評価対象企業の株価の評価額を求める場合、1株当りの当期純利益と当該類似業種の上場企業各社の平均値などや平均時価総額などを参考にし、「(評価対象企業の1株当りの純資産額÷類似企業の1株当りの純資産額)×類似企業の株価」という算式を使用する。
- 6) これらの算式については、株バリュークリエイティブ著(2005)『企業価値評価の基本と仕組みがよくわかる本』(株)秀和システム、73頁～74頁から引用している。
- 7) この問題について、新会社法では「第5編 組織変更、合併、会社分割、株式交換及び株式移転」の条項に規定されている。ちなみに、この「第5編」は「第1章 組織変更」「第2章 合併」「第3章 会社分割」「第4章 株式交換及び株式移転」「第5章 組織変更、合併、会社分割、株式交換及び株式移転の手続き」という内容で構成されている。
- 8) 経済産業省・企業価値研究会「論点公開 ～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～」平成17年4月22日発表、29頁～30頁
- 9) 会社法「第2章 第1節 通則(合併契約の締結)」に規定されている。
- 10) 会社法「第2章 第2節 第1款 第749条」に詳細に規定されている。
- 11) 会社法「第3章 第1節 第1款(吸収分割契約の締結) 第757条」に規

定されている。

- 12) 会社法「第763条」参照のこと。
- 13) 会社法「第773条」参照のこと。
- 14) 「企業結合会計基準及び同注解」を参照のこと。また、わが国ではこれまで企業の結合(合併など)に関する会計処理については基準が不明確であったため、どちらかといえば「プーリング法による会計処理」が多く行われてきた。しかしながら、近年の国際会計の動向は「プーリング法」適用は限定される傾向にあり、金融庁の企業会計審議会も同様の動きがみられる。なお、この問題について、日本経済新聞2007年12月7日(朝刊)によれば、企業会計基準委員会(ASBJ)は2008年度中に「持ち分プーリング法」廃止する方向で結論を出すとしている。
- 15) 新会社法ではM&Aの対価として現金あるいは親会社の株式なども認められるようになり、合併当事者の多様なニーズに対応できるようになった。これを「対価の柔軟化」といっているが、これにより、従来の規定ではできなかった多様な形態のM&Aが可能になった。
- 16) 神田秀樹(2006)『会社法入門』岩波新書、163頁。
- 17) 北地達明・北爪雅彦(2005)『M&A入門』日経文庫、30頁より引用。
- 18) 「証券取引法等の一部を改正する法律(平成18年3月13日提出、平成18年6月7日成立)」の「概要」より一部抜粋。

参考文献

- 石井 禎・関口智弘編著(2007)『実践TOBハンドブック』日経BP社
 伊藤邦雄(2007)『ゼミナール 企業価値評価』日本経済新聞出版社
 上村達男・金見 昭(2007)『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞出版社
 神田秀樹(2006)『会社法入門』岩波新書
 小倉正男(2006)『M&A(ジャングル)資本主義』東洋経済新報社
 佐藤信祐(2007)『企業買収の税務(第2版)』中央経済社
 笹山幸嗣・村岡香奈子(2006)『M&Aファイナンス』社団法人金融財政事情研究会
 佐山展生・藤田 勉(2007)『新会社法で変わる敵対的買収』東洋経済新報社
 プライスウォーターハウスクーパース・PwCアドバイザー・隼あすか法律事務所編著(2007)『M&A・企業再編の実務Q&A(第2版)』中央経済社
 宮島英明(2007)『日本のM&A』東洋経済新報社

Robert C. Higgins, (1992) "ANALYSIS FOR FINANCIAL MANAGEMENT, 3RD EDITION" Richard D. Irwin, Inc. (梶見芳浩監訳『ファイナンシャル・マネジメント』ダイヤモンド社, 1994年)

Tom Copeland, Tim Koller, Jack Murrin "VALUATION Measuring and Managing the Value of Companies" McKinsey & Company, Inc. 1996 (伊藤邦雄訳『企業評価と戦略経営』日本経済新聞社, 1993年)

McKinsey & Company, Inc., Tom Copeland, Tim Koller, and Jack Murrin, "VALUATION MEASURING MANAGING THE VALUE OF COMPANIES, 3/Edition" McKinsey & Company, Inc., 2000 (マッキンゼー・アンド・カンパニー訳『企業価値評価』ダイヤモンド社, 2001年)

(なかい・かずとし/東洋学園大学現代経営学部教授)