

はじめに

現在、企業価値や株主価値の本質を理解している日本の経営者はどれくらいいるのだろうか。近年、M&Aが増加の一途をたどる中で企業は、敵対的買収の脅威に備えて、防衛策の導入または導入の検討を行っている。そんな中、経営資源が事業に十分有効活用されていない企業や、企業価値に対する認識の低い企業で、株価が安価の場合、敵対的買収の標的にされている傾向がある。敵対的買収はそのような企業に企業価値の重要性に気づかせ、さらなる経営の向上を目指すことに姿勢を向けさせた。敵対的買収で、敵対するのは買収者と対象会社の経営者であり、買収者は従業員、株主、顧客などのステークスホルダーに敵対する訳ではない。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、その期待に応じて企業価値向上を実現する使命がある。よって、敵対的買収で問われるのはどちらが高い企業価値を生み出せるかという点である。

法務省が公表した「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の指針」によると防衛策を設計導入するに際して重要な論点は「当該防衛策は、経営者の保身目的ではないかどうか」「株主共同の利益を確保しているかどうか」ということである。つまり、防衛策が経営者の保身と判断される場合や、株主の利益を損なうと判断される場合、または買収者意外の株主の中で特定の株主だけを有利に扱っていると判断される場合には、違法性が高いか、違法でなくとも株主、投資家から評価されない可能性がある。

このように、敵対的買収の増加に伴って、その防衛策という点から企業価値が再びクローズアップされている。ここでは、敵対的買収時代におけるガバナンス効果、そして本質的な防衛策について考えてみたい。

1 章敵対的買収のガバナンス効果

2 章本質的な防衛策としての企業価値最大化

3 章本質的な防衛策としての企業価値最大化

4 章日本企業に共通する企業価値最大化のための課題と施

策

2章敵対的買収に対する防衛策の是非とその限界

敵対的買収と買収防衛策

買収防衛策の防衛対象は、あくまで企業価値・会社利益を損ないかねない買収、そういう意味で会社利益に対する「敵対性」への防衛である。企業価値を損なう買収に対する防衛であるからこそ、防衛策が法的に正当化されうる。つまり、**企業価値に対する「敵対性」への防衛策であれば認められうる。**

(参考) 企業価値・会社利益を損なう敵対的買収とは、ステークホルダーの犠牲の下に、自らの利益の実現を図る買収行為である＝グリーンメイラー

そこで…

重要基本原則

- ① 株主・投資者に対して十分な適時開示が行われていること。
- ② 防衛策の発動、解除、維持の条件が不透明でないこと。
- ③ 買収者以外の株主・投資者に不測の損害を与える要因を含むものでないこと。
- ④ 株主の意思表示が機能しない防衛策でないこと。

防衛策の合理性と判断基準

1. 防衛策と株主平等原則との関係

⇒企業価値を高めるために合理的な範囲内で利用される防衛策は株主平等に違反しない。

2. 防衛策の合理性は企業価値基準で判断

⇒企業価値に対する脅威と防衛策の相当性で判断。

- ・ 敵対的買収により企業価値が損なわれる脅威があること
- ・ 脅威に対して防衛策が過剰でないこと

適正防衛＝過剰防衛阻止

買収防衛策が企業価値の向上につながるよう、買収防衛策の合理性・適正性に関する指針を明確にする必要がある。つまり、いかなる（敵対的）買収もはねつけてしまうような買収防衛策は、それ自体が、適正さを欠く過剰防衛となり、認められない可能性が大きい。

- ・ 慎重かつ中立的な経営判断プロセスの確保

上記を考慮した上で、市場から支持を得るための3つの段階

【第1段階】 まずは平時に導入し、開示を行い、説明責任を全うする

- 平時に導入して、開示を行い、株主、投資家、将来の買収者の予見可能性を高める
- 経営戦略（財務改革など）を提案し、株主などのステークホルダーの理解と納得を得る

【第2段階】 防衛策は1回の株主総会の決定次第で消却が可能な設計にする

- 買収者が委任状合戦で取締役会の過半数を占めれば、防衛策を消却可能とする

【第3段階】 経営者の保身ではないことを明らかにするための機能を追加する

防衛策を過剰にすればするほど、経営者の保身の度合いが強くなり、株主の利益を損なう可能性がある。そこで、

- 第3者のチェック = 独立社外取締役、社外監査役などの導入

⇒ 彼らは主要取引先でない、親族でない、元従業員ではない、顧問アドバイザーではないということが必須要件 = 独立性の概念

- 客観的解除条件設定 = 企業価値を高める買収提案なら自動的に防衛策を解除

以上のことを経て行われれば、買収防衛策が合理的で妥当と判断される可能性は高い。

①有事導入・有事発動型と②平時導入・平時発動型

①有事導入・有事発動型

この防衛策の場合、株主に対して何らの事前開示もなく行われる行為となるので、その合理性に疑問符がつく。

例：ライブドア対ニッポン放送での新株予約権の発行

②平時導入・平時発動型

この場合、平時に防衛策を導入し、その内容が株主などに開示されているため、発動した場合、合理的と見なされる。

（参考）黄金株の導入は？？

株主のほぼすべてが合意した上で、黄金株を導入する場合は可能。しかし、他の株主の権利を著しく狭めまたは無効にする効果がある場合は許されない。

ヨーロッパでは、**1980**年代から**1990**年代における公的企業の民営化に際して、民営化後も政府が一定の支配権を保持するために黄金株は利用されている。だが、**EU**となってヨーロッパ統一市場上では、「資本移動の自由」に反するとして、1つの阻害要因となっている。

アメリカでは黄金株ではなく、複数議決権付株式を利用していた。しかし、これも**2001**年以降の企業の不祥事を受けて、コーポレート・ガバナンスに対する見方が厳しく、廃止する動きが見られる。

このように、企業は適時開示や透明性などの段階を踏んで、平時の防衛策を重視すべきである。

しかし、防衛策には限界があることも最近の情勢として現れてきている。つまり各企業

は必然的に自身の企業を守ろうとするため、おのずと過剰な防衛策へと発展していき、また、平時導入を目指して防衛策に該当するような議案を株主総会に提出しても、「株主の利益を損なう」などと投資家に受け入れられないケースがでてきているのだ。

では、どうすればいいのか。結局は**企業価値を高める**ことが最大の防衛策となる。

3章本質的な防衛策としての企業価値最大化

適正な買収防衛策は、株主の利益が確保されるように設計することが重要である。防衛策を過剰にすればそれだけ、経営者の保身の度合いが強くなるため、技術的な防衛策には限界がある。敵対的買収が仕掛けられた場合には、経営者が買収者よりも高い企業価値を生み出し、株主の利益を確保できることを説明できれば、買収提案に十分に対抗できる。

企業を高めることによる防衛効果

結論から言うと、企業価値を高めることが最大の防衛策である。

また、企業価値を高めることには2つの防衛効果がある。

第1に、企業価値を高める方法をとることで買収の対象から外される効果がある。

一般的に、次の3つの課題を抱えている企業は、敵対的買収のターゲットにされやすい。

- ① 公正価値よりも株式時価総額の方が小さい（株式が割安）
- ② 現預金や有価証券など換金性の高い資産を多く保有する（流動性が高い）。
- ③ 会社に対する愛着の弱い株主が多く、株主が比較的簡単に株式を手放す（浮遊株比率が高い）。

第2に、仮に敵対的買収提案が行われても、取締役がこれを拒否できる効果がある。

例えば、自社でライツプランを導入している場合、敵対的買収者は、買収提案とともにその消却を求めてくる。この場合、通常、独立委員会の判断を受けて取締役会が消却すべきか否かを判断するが、その判断基準は『企業価値』である。買収者よりも現在の経営者の方が企業価値を向上させられることを定量的、定性的に説明できれば、ライツプランの消却を拒絶できる。

敵対的買収時における企業価値の分析方法

敵対的買収における企業価値の具体的な定量的、定性的分析方法

まず、自社の成長戦略の内容と、買収された場合のシナジーとアナジー（買収者と自社との間での価値破壊）を定性的に分析する。

次に、上記の定性分析を基に自社が買収された場合の企業価値の増減を **DCF**（ディスカウントキャッシュフロー）法で定量的に評価する。

***DCF** は、その企業が将来獲得する **FCF**（フリーキャッシュフロー）、つまり株主や債権者などに支払うことのできるキャッシュフローを、現在価値に換算して評価する手法である。

～敵対的買収に対する定量、定性分析の方法～

最初に、自社が買収されない前提での成長戦略に基づく企業価値を算定し、次に買収された後のシナジーによる創造価値を加え、さらに買収によるアナジーに基づく価値破壊部分、および買収価格を減算する。その結果、計算結果がプラス、すなわち買収されて企業価値が増加する場合には、本件買収により株主の利益を確保されると評価されるため、買収提案を拒絶するのが困難となる。逆に、マイナスの場合は、買収が株主の利益を害すると評価されるので、買収提案を拒絶できる。

買収提案を拒否するには、経営者は内部成長に基づく企業価値の最大化を実現するために、日頃から自社の経営資源の有効活用とシナジーの創出に努めることが重要である。

4章日本企業に共通する企業価値最大化のための課題と施策

敵対的買収に対する本質的な防衛策は、企業価値の最大化である。なお、財務的に企業価値とは、将来生み出す **FCF** を現在価値に換算した合計額（すなわち **DCF**）であり、これは株主価値と負債価値の合計額と定義される。負債価値は、金利水準の変化に応じて変化するが、株式に比べると変化幅は小さく、また金利は外部影響に左右されるため、経営者がコントロールすることはできない。そこで、経営者にとって企業価値の最大化は株主価値の最大化と同じである。すなわち、企業価値は結局、株主価値の向上に帰着する。企業価値＝株主価値を表す定量指標の1つを株式時価総額とすれば、企業価値を高めるためには、株価形成の適正化と、フェアバリューとしての企業価値の増大が必要である。この2点については、多くの日本企業に共通する課題が存在する。

1、株価形成の適正化

- ①マイノリティ・ディスカウントの解消：事業への余剰な手元資金(現預金、有価証券)を保有する場合、その部分が過小評価され株価に反映されない。このマイノリティ・ディスカウントを解消するためには、事業活動に必要な範囲以上の手元資金を持たないことである。自社株消却または増配によって株主に還元することで、ある程度対応できる。
- ②多角化ディスカウントの解消：多角化ディスカウントとは、多角化企業の株式時価総額が、各事業の個別価値の総和を下回る現象である。一般的にコングロマリットディスカウントと呼ばれている。多角化ディスカウントを解消するためには、事業部門別の情報開示を強化することである程度の対応ができるが、抜本策は事業再編を行うことである。
- ③情報開示の改善：IRで開示する内容は、会社全体を説明するよりも、自社の成長性のアピールに焦点を絞るべきである。一般に、投資家は会社の成長性を評価する。そこで、コア事業で確固たる地位を築くための競争戦略、コア事業が成熟領域にあれば、成長領域への進出を図る戦略、国内市場が飽和状態にある業界であれば海外戦略に重点を置いた内容を考える。

2、フェアバリューとしての企業価値の増大

企業のフェアバリューを向上させるためには、将来の **FCF** を増大させることがもとめられる。そのためには、中長期的な視点に基づくグループ成長戦略が必要である。この戦略は企業が属する業界や各企業の実情によって異なるはずだが、以下の3点が多くの日本企業に共通して解決されるべき課題である。

- ①事業構成の最適化：持続成長のためには、安定的に利益を確保できる事業の保有、将来の利益のタネとなる成長事業への投資、企業価値を破壊する赤字事業からの早期撤退といった、ポートフォリオの考え方が求められる。そのために最初に行うべきことは、自社グループの持続的成長に向けた経営判断を最適に行い得る事業ポートフォリオの基準を選定することである。事業構成の改革のためには、**M&A** や事業再編が有力な手段の1つになる。
- ②価値創造の促進：価値創造の促進、すなわちシナジーの追及である。1プラス1が2以上の価値を生む、グループ全体の価値が個々の事業価値の総和を上回ることを求めるからこそ、企業は何らかの関係で複数の事業を束ねたグループを形成する。グループを形成する以上、企業価値を最大化するためにはシナジーを創造しなければならない。
 - (1)付加価値を提供する本社機能の構築：求心力を強化するためには、本社がより高い付加価値機能を発揮できる方向へ再構築されることは必要である。本社は、傘下の各事業部門、子会社の競争優位を獲得するために必要なKFS(重要成功要因)を把握し、事業部門、子会社では実現できない部分を支援する機能を保有すべきである。
 - (2)組織統合のインフラの構築：グループ共通のコミュニケーションと価値観の共有化手段、制度、仕組み、組織風土である。これらを「組織統合インフラ」と呼ぶ。組織統合インフラが求心力として作用し、戦略上の必要性に応じて自立性の高い事業部門間の連携、

協調関係をうまく図り、企業価値を創造する(例、松下電器産業)。自社にとって、最適な組織統合インフラは、自社の経営課題や組織風土との親和性などを勘案して選定する必要がある。

- ③価値破壊の排除：企業は必ずしも相互にシナジーのある事業だけから構成されているわけではない。シナジーのない事業ばかりか、他事業の価値破壊を招くように作用する事業を保有していることがある。たとえば、業界特性が大きく異なる事業や、成長事業と成熟事業が同じ事業体の中に存在していると、アナジーの発生する可能性がある。意思決定のスピードや質の面での不合理、事業間での利益相反など、一方が他方の事業経営上さまざまな支障を発生させることがある。この場合、一方の事業を本体から切り離すことが解決策になる。

3、企業価値を高めるためのステークホルダー価値

中長期的な企業価値向上を図る上で、株主とともに顧客、従業員、社会と言った株主以外のステークホルダーに対してバランスよく価値を提供していくことは、日本企業の共通の課題である。こうした取り組みが中長期的な企業価値を高める上で極めて重要な要素になってきており、CSR(企業の社会的責任)活動はステークホルダー価値を高めるための有力な手段の1つである。ステークホルダー価値と企業価値との間には密接な関連性がある。CSR活動は、ステークホルダー価値を高めるものだが、それはまた企業価値を高めるための知的資産投資になる。また、CSR活動は企業価値を高める仕組みの構築に該当する。たとえば、CSR活動の一環として行うコーポレートガバナンス体制の構築は、企業価値の向上に直結し、さらにはコンプライアンス(法令順守)といった社会貢献にもつながる。さらに、CSR活動は競争力の源泉である企業の個性を構築する。

<今後の敵対的買収について>

1、敵対的買収を成長機会ととらえる

敵対的買収への対応を意識し、既存の経営資源による内部成長を前提とした施策を提言してきたが、現実には、内部成長だけでは、成長に限界のある企業が多い。内部成長を前提とする施策と同時に、現在保有する経営資源の棚卸しを行い、内部成長の可能性と限界を適正に見極めるべきである。成長のために必要な外部資源を明らかにすることで、自社にとって不足する資源を充足しえる買収対象の企業を比較的容易にリストアップすることができる。仮に、敵対的買収をしかけられた場合、当該買収者が自社のリストアップした買収対象企業に含まれていれば、友好的に統合する方向に持ち込むことも検討すべきである。

2、敵対的買収と企業価値の本質

敵対的買収を仕掛けてくる買収ファンドは、対象企業が株主価値を最大化する潜在的能力があるからこそ投資するのであって、株主価値の最大化のために経営者が最大限に経営資源を活用するよう、圧力をかけてくるのである。敵対的買収が仕掛けられた場合に、経営者が最適な意思決定を行うためには、企業価値と株主価値の本質を理解しておくことが重

要になる。敵対的買収の経済効果については肯定的な評価が定着していること、近年、日本では敵対的買収案件が増加していることから、今後も敵対的買収は増加していきだろう。今後、敵対的買収が行われる時、企業価値や株主価値を考えた良い敵対的な買収が行われていくことを望みたい。