



経営戦略と M&A —成長戦略, シナジー効果及びリアルオプション—

古川英一

(TOKYO 企業情報)

1. M&A 概論

M&A は、経営環境の変化とそれに伴う経営戦略の中から生じてくるものである。経営環境の変化には、外部環境要因と内部環境要因があるが、それらの要因が絡み合って M&A の契機となる。

現在の M&A 市場は、世界的に見れば第 6 次ブームの最中にある。産業構造の歴史的な変遷の中で M&A が産業再編の触媒となり、世界経済の構造変化が加速している。また、経営環境が変れば、経営の思想、モノサシや手法が変化せざるを得ない。その中で、経営者は全てのステークホルダーから経営の全権を委任された専門家として資質が求められ、企業価値の継続的な向上こそが、企業の持続的な発展に不可欠であるという意識が重要な点である。

2. 経営戦略と M&A

M&A を経営戦略の観点から捉えると、事業戦略と財務戦略が両輪となって、M&A の効果が具現化されるものである。事業戦略の視点では、M&A は持続的な競争優位を獲得するための実行ツールであり、選択された成長戦略における参入方法であると位置づけられる。一方、財務戦略の視点で見れば、M&A は投資行動であり資金調達を伴う取引である。

良い M&A とは、株式価値を増大させる

M&A であり、したがって、NPV が正となる M&A を行なわなければならない。実証研究でも、買収対象企業の株主価値（ここでは、株式時価総額）は大きく増加する一方で、買手企業の株主価値はほとんど増加していないことが報告されている。つまり、M&A は、対象会社の株主に有利に働くような結果であるが、当事会社の合計した株主価値は増大しているため、M&A は総じて株主価値を増加させる行為であると言える。

3. M&A とシナジー

経営者が M&A を行う理由は、主にシナジーが創出されるからだとされている。シナジーの価値は、M&A 後の企業価値と M&A 前の個々の企業価値との差額となる。したがって、NPV が正となる M&A は、「シナジー価値 > 買収プレミアム」の関係を満たすものとも言える。他方で NPV がマイナスの M&A が行われているのも事実で、その原因として、企業規模最大化仮説やエージェンシー問題が指摘されている。

シナジーには、事業シナジー、財務シナジー、マネジメント・シナジーの 3 つに大きく分けられる。事業シナジーには、水平統合、垂直統合、多角化があり、産業構造の変化や経営環境の変化に伴って、期待されるシナジー効果がそれぞれ異なってくる。また、財務



シナジーには、買収原資を借入金とした場合の支払利息による節税効果、規模の拡大で借入金余力の増加、未活用の繰越欠損金の取り込み、また、キャッシュ・フロー問題を持つ会社の買収による解決などがある。さらに、マネジメント・シナジーは、古い経営陣を新しい経営陣に置き換えることによる経営改善のシナジーである。例えば、敵対的な M&A は、経営者を規律づける効果があり、経営を効率化させることが指摘されている。

したがって、M&A を成功させるためには、経営者が、シナジー効果の前提を明確にしたうえで、その実現に責任をもってコミットすることが重要であり、買収価格の算定においても、シナジー価値の計算が具体的に明示されていることが必要である。一方で、シナジーに対する幻想も多く、そもそも、潜在的シナジーが存在しないケース、潜在的シナジーは存在するが実行上の障壁があるために実現できないケースや、潜在的なシナジーが過大評価されるケースなどが M&A を失敗させる直接的な原因となっている。

4. M&A の企業価値の評価方法

M&A の実行プロセスにおいて、企業価値評価は最も重要な手続きであると言っても過言ではない。特にシナジー効果の定量的な推計が M&A の成否を決める鍵となる。M&A 取引価値を導くには、理論価値、市場価値、支配権価値、シナジー価値、流動性ディスカウント、コングロマリットディスカウントなど様々な要因が存在する。

M&A の評価方法の代表的な方法には、コスト・アプローチ、マーケット・アプローチ及びインカム・アプローチがあり、それぞれメリット・デメリットがあるが、M&A におけ

る適正市場価値 (FMV : Fair Market Value) 評価の実務として最も頻繁に使用される方法は、インカム・アプローチのひとつである DCF 法 (Discounted Cash-Flow Method) である。

また、M&A の企業評価の算定に当たっては、M&A のストラクチャリングによる違いも考慮しなければならない場合がある。例えば、買収通貨 (買収による対価の種類) が現金であるか、株式であるかによっても評価が変わってくる点である。TOB による現金対価の買収の場合、買収対象企業の株主は、株式の売却により株主の地位を失い、買収によるシナジー効果を享受できないので、株式売却時には相応のプレミアムを要求する (日本における TOB の平均プレミアムは 27%¹)。これに対し、株式交換等による株式対価の買収の場合、買収対象企業の株主は、取引後も買手企業の株主として将来のシナジー効果及び株価の上昇を期待できるため、取引時点では必ずしも買収プレミアムを受け取る必要がない。このような背景により、現金対価の買収は、買収コストが高くなる傾向がある。

5. DCF 法の限界

DCF 法は、実務界では広く使われているものの、実際の事業や企業の経営における不確実な事象を評価するのに際し、DCF 法は様々な制約の中で株価算定を行うために、ケースによっては適切な結果を算定できない場合がでてくる。例えば、成熟産業や規制業種などは、将来に対する不確実性が限定的で、キャッシュ・フローがある程度確実に予測できるが、投資開始から売上が認識されるまでに長い年月がかかる新薬開発や市場環境がめまぐるしく変わるインターネット産業等、不確実性が高い事業を評価する場合には、DCF 法で



は説得力に欠ける場合がある。

DCF方式の制約として、第1には、全てのキャッシュフローを固定して予測するため、算定時点における意思決定によって、全ての事象が1本のシナリオに反映してしまうこと、第2にCAPMを用いて算定される株主コストやそれを基にしたWACCは、評価対象に関する全てのリスクを反映しているわけではないこと、第3に評価対象期間に亘って一定のWACCを用いるが将来に資本構成が変化した場合にWACCの変化を反映できないこと、などである。

キャッシュ・フロー予測の不確実性や経営上の柔軟性を企業価値評価に折り込むために、M&Aの評価実務では、意思決定ツリー法を基に複数のシナリオを想定し、その発生確率に応じて加重平均をしたDCF法を用いたりする。これにより、製鉄会社、航空会社、製紙会社、化学会社のような市況産業と言われる周期的な変動のある企業の企業評価やインターネット関係などの高成長企業の企業価値評価などでもDCF法がある程度有効な評価手法であると言える。

6. リアルオプション法のM&A実務への応用

DCF法を使った企業価値評価には、経営の自由度に対する価値を考慮に入れていない。しかし、実際には、経営者は、経済環境の変化に合わせて経営戦略や事業計画を変更したりする。経営の自由度の価値は、将来キャッシュ・フローを単一ないしは複数のシナリオを使って予想しても算定できない。

リアルオプション法は、「事業を行う上での不確実性に対応する柔軟性（経営上の選択権）は経済的価値を持つ」という考え方から

導き出されたアプローチである。経営上のオプションも不確実性あるいは変動性が高いほど、その価値は高くなり、オプションにより、成功シナリオにおける多額の利益を享受できる一方で、ダウンサイド・リスクが限定的となる。リアルオプション・アプローチは、NPV法に代わる規範的な手法であり、このアプローチを正しく適用することで、より正確な企業価値の評価ができる可能性がある。リアルオプション法は、景気変動、競業企業の動向等の外部環境要因の変動に対するマネジメントの柔軟性をDCF法による評価額に織り込むことができ、また、リスク（不確実性）が大きいほど、マネジメントのもつオプション価値が大きくなる可能性がある。

M&Aの意思決定の際に、従来のDCF法による評価ではマイナス評価となりM&Aを断念するような案件でも、リアルオプションを適用することでプラス評価²と判断され、投資機会を逸失しないかもしれないという点で、大変意義深いものである。また、将来の意思決定を含めて検討がなされることにより、短期的なキャッシュ・フローと長期的な成長オプションが同時に議論されることで、より戦略的な意思決定が可能となる。さらに、リスクに対する考え方も大きく変わる可能性がある。つまり、従来は、できるだけ不確実な状況を小さくしたり、あるいは予測の精度を高めたりして、不確実性に対応してきた（自らコントロールが及ばないリスクをマイナス要因として捉えた）が、リアルオプションでは、不確実性を制御できないもの（必ずしもマイナス要因ではない）として捉え、その代わりに、それを利用して戦略を構築しようと考えることができる。

しかしながら、リアルオプション法を導入



すれば、企業価値が直ちに上がるものではなく、利用方法を間違ったり、濫用したりすれば、間違った意思決定を行う可能性がある。リアルオプション法による評価は、あくまでも不確実な環境の下での評価であり、当然ながらその価値は必ず実現可能なものであるとは限らない。また、経営上の正しい意思決定を促すための重要な企業価値評価プロセスにおいて、リアルオプション法が、単純にプロジェクトの価値を過大評価させるための道具と化しては本末転倒である。

7. 新たな企業評価モデルの期待

M&A のアドバイザーとしては、経営者が M&A の意思決定を正しく行うためには、企業価値に関し良質な情報が提供されるようにしなければならないと考える。そのためには、企業価値評価者が、矛盾した仮説を排除し、整合性のあるキャッシュ・フロー予測を作成すること、予測値に評価者のバイアスの介入を限りなく少なくすること、意思決定者に必要な情報を正確に提供されるように評価者の作業バランスをとること、意思決定者と株主との利益相反を排除すること、などがポイントとなる。

M&A の実務においては、企業価値評価は、M&A 取引価格を決定するために行われる。

実際の M&A 取引価格は、当事者間の交渉の結果、取引を行うことができる価格であり、理論的な企業価値評価とは全く違う。M&A における企業価値評価の作業は、事前の分析から交渉過程、最終的な価格決定時まで、繰り返し実施され、常に新しく入手した情報を反映し、再評価を何度も行う。そして、M&A 取引全体の付帯条件 (M&A 契約に織り込まれる表明・保証条項やクロージング条件等) も含めて、売り手と買い手のあらゆる経済的要件を内包してうえで決定される。

新たな企業評価モデルの普及は、M&A 当事者や関係者にとって、企業価値評価において新たな共通認識を生み出すとともに、M&A が企業価値の向上のための役割を果たすことにつながることを期待される。そして、M&A が経営戦略の実行ツールとして、企業の成長と発展に大きく寄与することになる。M&A の実務に携わる者として、M&A の健全な発展を促す実務的なツールの開発は喜ばしいことであり、研究者の方々には平易で説得性のある評価モデルの提唱を期待したい。

¹ 平成 18 年 7 月 19 日「日本経済新聞」株式会社 KPMG による調査結果 (対象期間: 2000 年~2005 年)

² 「事業価値=DCF 法による評価額+オプション価値」が成り立ち、オプション価値の分だけ従来の DCF 法による評価額より、NPV が上昇する。