

## M&amp;A時代の企業価値向上戦略 3 最終回

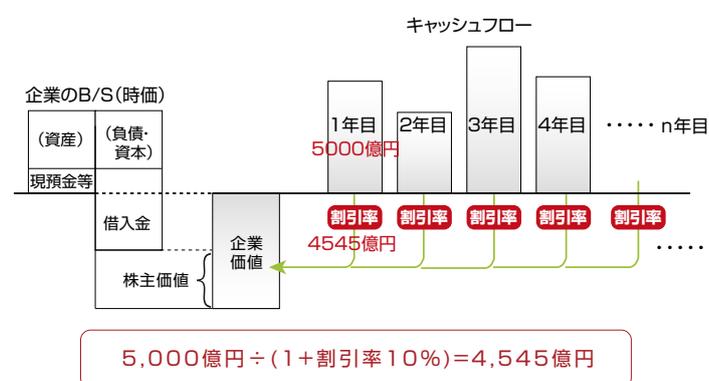
## 企業価値を高めて買収防衛

立命館大学経営学部教授 松村勝弘氏

**M**&A(合併・買収)は、財務論的には企業価値向上を目指して行うわけですが、ファイナンス論的な数式でいうと「M&Aによって増加すると考えられる将来のキャッシュフローの割引現在価値合計」マイナス「買収価格」がプラスである場合、M&Aにゴー・サインが出されます。これをファイナンスでは正味現在価値(NPV=Net Present Value)がプラスならゴーサインが出ます。

例えば1年目に5,000億円のキャッシュフローがあると見込まれ、これに対して割引率10%と仮定します。これは金利と考えてもらっても構いません。要するに、割引率10%で5,000億円を(1+0.1)で割ると4,545億円、つまりこれが現在価値です。現在価値を毎年割り引いていき、これを合計したのがファイナンス理論でいう企業価値です。この企業の「理論価値」から借入金を引いたものが株式の理論価値です。理論的な株価は、企業価値合計から負債を引いたものということです。

## 企業価値を図解する



## ゴーサインが出せるM&amp;Aとは

M&Aでどれだけキャッシュフローが増えるのかを仮に100%自己資本という単純なケースで考えてみましょう。初年度1,200億円で、その後、毎年5%ずつキャッシュフローが増加していき、6年目以降は3%に成長が鈍化すると考えた場合、将来キャッシュフローの割引現在価値合計は1兆8,300億円になります。つまり、こういうキャッシュフローが期待できる企業があると仮定したとき、この企業を買収してどれだけ企業価値が得られるかというと1兆8,300億円。買収価格が例えば1兆5,000億円なら3,300億円のNet Present Valueが発生しますので、このM&Aはゴーサインを出していいことになります。これが、ファイナンス理論に基づいた買収を実施する理論的な根拠です。

裁定に基づくM&Aというのがあります。これは、情報を知っている人と知らない人がいるとして、この両者では、情報を知っている人が経営したほうがシナジー効果が増え、こういった情報の非対称性、つまり情報格差が収益の獲得につながり、これがM&Aを行う根拠にもなります。

その他の動機としては、金融的利得などがあります。投資銀行や法律事務所など、売り手企業、買い手企業以外の関係者のほか、M&Aを業とする投資ファンドもこれを目的にしているケースもあります。

## ゴーサインの出せるM&A

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	
キャッシュフロー	120,000	126,000	132,300	138,915	145,861	2,146,243
期待収益率(割引率)	10%	10%	10%	10%	10%	
1年目のCFの割引現在価値	109,092					
2年目のCFの割引現在価値	104,126					
3年目のCFの割引現在価値	99,397					
4年目のCFの割引現在価値	94,879					
5年目のCFの割引現在価値	90,565					
上記1~5年目の合計(1)	498,059					
5年後の企業現在価値(2)	1,332,602					
現在価値合計(1+2=3)	1,830,661					
買収価額(4)	1,500,000					
買収の正味現在価値(3-4)	330,661					

単位:百万円

ただ、数年前から日本の株式市場で注目を集めてきた投資ファンド、たとえば、スティール・パートナーズによるM&Aが利得目的なのか、有能でない経営者を交代させるという企業価値を本当に高める目的なのかの判断は難しいです。

要するに、経営戦略的に企業価値を高めるM&Aは非常に社会的に価値があるわけです。他方で金融的利得だけ、例えば、投資ファンドが、余剰資金の多い企業のキャッシュを狙い、金融的利得だけを得ようとしているのならば、これは企業価値向上につながりづらいとも言えます。

### M&Aの主な動機——企業価値向上戦略?

#### 1. シナジー効果=企業価値「向上」

合併によってどれほどのキャッシュフロー増加が期待できるか予測して、その割引現在価値と投下資本(買収価格)を比較して、買収に踏み切る。

#### 2. 企業価値の裁定に基づくM&A=企業価値「発見」

自社が新規投資するより既存事業を買収した方が安上がり、「私が経営した方が企業価値を上げられる」ということでもある。

#### 3. その他の動機=金融的利得など

単なる多角化、表面上の財務数値の改善、余剰資金の有効投資、参入障壁を乗り越える手段として、投資銀行や法律事務所などの手数料収入。直截的動機は案外重要。

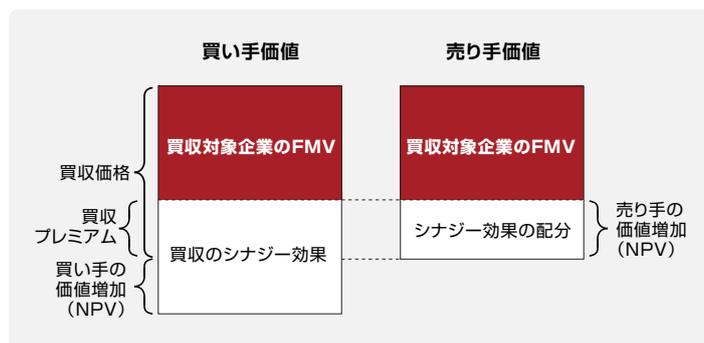
## 将来のキャッシュフロー増加が重要

最近様々な形のM&Aが増えていますが、特に株式市場を利用したM&Aが非常に増えています。百貨店業界で言うと、阪急阪神ホールディングスのように持ち株会社を利用するケースもあります。大丸も持ち株会社化されました。そごうと西武百貨店がミレニアムリテイリングの傘下に入り、ミレニアムリテイリングがセブン&アイ・ホールディングの完全子会社化となるといったことになっていますが、持ち株会社を利用することで、M&Aもしやすくなっており、これがM&Aを促進する一つの要素かもしれません。

実際のところ、企業価値評価は非常に難しいものです。例えば、フジテレビがニッポン放送株を買取ったのは、1株当たり6,300円だったと聞いています。ライブドアがニッポン放送株を買ったのは、平均推定1株6,286円。フジテレビが2005年1月にTOB(株式公開買い付け)を実施した株価は5,950円。ニッポン放送株の理論価値としてどれが正しいのかは非常に難しい。最終的に6,300円で買ったのだから、それが正しいというような簡単な話ではありません。企業価値評価の難しさを表す一つの事例と言えます。

企業価値、将来キャッシュフローの割引現在価値が、ファイナンス理論的には極めて単純に決まりますが、友好的M&Aの場合でも、売り手と買い手との間で微妙な交渉が行われます。売りたいほうは高く売りたいし、買いたいほうは安く買いたいと考え、交渉で決まるのが実態です。

### 買い手価値と売り手価値



※ FMV: Fair Market Value(適正市場価値)  
渡辺・井上・佐山「M&A とガバナンス」中央経済社、2005年、17頁より

以前読んだ信越化学工業の金児顧問の本では「M&Aの交渉プロセスは、アフターM&Aのためにある」と書かれていました。将来キャッシュフローが増えるかどうか重要で、それが出来る経営者が乗り込めば上手いいきます。典型例として日本電産の永守社長を挙げておきます。

### 人的融合の難しさ

M&Aの過程で難しいのは、人の問題です。例えば、かつては大手銀行同士が合併して、両行のディーリング室と経営陣室が並存していたと言う話もありましたが、これでは効率がよいとは言えません。人的な融合を図らないと、M&Aの効果、つまり企業価値向上は困難でしょう。

豊田通商がトーメンと合併したときは、「維新伝心プロジェクト」により、人的交流を図りました。会社が宴会の費用を負担するようなことで、カルチャーの統合を図ったようです。そうしないと、企業価値は増えないと考えたのでしょう。

ライブドア関係に話を戻しますが、05年の上場企業平均年取トップ10は、1位がフジテレビ、以下、朝日放送、

日本テレビ、TBS、電通と続き、7位がテレビ朝日、9位にニッポン放送が入ります。これらの会社は、会社としてもそれだけ稼いでいるということでしょうが、電波法など業界を守る規制があるからトップ10入りが成立しているともいえます。将来、規制緩和が進めば、その辺りに合理化余地が出てくる可能性が高く、ライブドアの堀江社長(当時)はそこに目を付けたという可能性も考えられます。

企業価値を表すのに株式の時価総額を使う場合があります。確かに、時価総額を企業価値と言ってもあながち間違いとはいえません、しかし実際は、株価は企業価値通りに提示されているわけではありません。本当の企業価値より株価が安過ぎると、買収をかけられる可能性を否定出来ません。それを防ぐには、IR(投資家向け広報)活動などで情報をきちんと提供することが必要です。

M&Aが活発に行なわれる時代ですが、企業価値を高めておけば、それほど容易に買収されないでしょう。つまり「私が経営すればもっと上手に経営するのに」というような人が出てくる恐れはないということです。さらに、株価が実態よりも安い場合は、IR活動などで経営者が情報をうまく社会に伝える必要があります。いずれにしても、「M&Aは企業価値をめぐって争われる」感じさせる時代になってきました。 **【おわり】**

### 松村 勝弘氏(まつむら・かつひろ)

立命館大学経営学部教授  
立命館大学大学院経営管理研究科(MBA)教授

立命館大学経営学部卒業、同大学院経営学研究科単位取得退学。

1972年立命館大学経営学部助教授、85年同教授。  
証券経済学会常務理事、日本財務管理学会副会長、日本経営財務研究学会評議員、経営学博士。専門は、経営財務、資金調達、コーポレートガバナンス。

この講演録は、2008年7月10日に開催された「NEEDSフェア2008 in 大阪」での講演内容の一部をまとめたものです。