

特集

経営戦略としての M&Aとその課題

松田千恵子

株式会社コーポレートディレクションパートナー

法月洋

株式会社クレジット・プライシング・コーポレーション 取締役



M&Aは見慣れた光景に

日本企業のM&A（企業の合併・買収）が加速している。規制緩和や意識変化によりさまざまな手法が活用し易くなり抵抗感も薄れ

たことに加え、いわゆる財務リスクの進展とともに資産・資本政策の見直しが進み、事業ポートフォリオマネジメントへの意識が高まったこと、さらには業績向上とともに資金余剰主体となった企業

が改めて事業の成長機会を探索していること、などがその背景にある。もちろん、これらの底流には、資本市場からの企業価値向上圧力があることは言うまでもない。M&Aという手段は、企業価値向上を図るための経営の選択肢のひとつとして、一般の企業においても当たり前のものになってきたといえるだろう。

ストーリーラインの不足

だが、企業側の努力に水を差すようで悪いが課題も多い。ライブドア事件などは論外だが、一流の上場企業が企業価値向上に資すると信じて踏み切るM&Aにもさまざまな課題が存在する。紙面の都合もあるので今回は「経営戦略」という視点に絞って見てみよう。

M&Aを「経営の一つの選択肢」として選ぶ以上は、その前提となる「経営戦略」が存在して然るべきである。自社の将来像を定め、そこに至るために持つべき経営資源を見極め、必要なら外部から調達する。そのための手段のひとつがM&Aである。従って、M&A

を行うのであれば、「なぜそれを行うのか」「行うとどうなるのか」という、その会社なりの将来に向けたストーリーラインが見えていなければならない。企業が打ち出す「将来に向けたストーリーライン」は、経営戦略は、ゴールとそこまでのプロセスが描かれた地図である。それがあつて初めて、交通手段が適切かどうか、即ちM&Aを行うことがどのように企業価値向上に資するかを投資家も判断できるし、企業自身も道に迷うことなくM&A後の統合プロセスなどを進めることができる。

然るに、最近「地図のない旅」に出ようとする企業が多い。投資銀行など「旅行代理店」が囁く「今、旅行がブームですよ」との声に薦められるがまま旅に出てしまうような企業は黙って見送るしかないとして、ここでは最近の新聞記事の中から、二つほど実例を取り上げてみよう。ひとつはNTTデータ、もうひとつはドン・キホーテである。

はじめに「M&A」ありき

「NTTデータ中期計画、ハードル高く、目標達成へM&A不可欠」(*1)。この記事によれば、同社の中期経営計画は二〇〇七年三月期に売上高一兆円を目指している。一方、二〇〇六年三月期の売上見込は約八、八〇〇億円。あと一年で一、二〇〇億円の増収を果たさなければならない。だが、このうち実に半分弱が「これから行うM&A」による売上、にかかっている。つまり未定ということである。当然、今後のキャッシュフロー予測も「M&Aの案件次第で変わる」(*2)状態である。

同社の例などはまだ良い方かもしれない。経営計画説明会で「M&Aに何百億円使います」などと胸を張る企業は後を絶たず、中には「何でもいいたく買いたい」という企業も現れる始末である。対象分野や求める経営資源が特定されていればまだしも、なぜM&Aなのか、行うとどうなるのか、は何も説明されていない。これでは投資家だって困る。旅行計画を

聞きにきたのに「どこに行くか分りませんが、とりあえず車に乗ります。高いです」と言われているようなものだからだ。投資家は、その企業の描くストーリーラインを基に、将来のキャッシュフロー生成能力を見極めて投資判断を行う。生成能力の土台となるものが未定であれば判断のしようがない。

企業価値向上努力の履き違い

こうした企業には二つの共通点がある。ひとつは「自分で言い出した売上目標により自縄自縛に陥る」ことであり、もうひとつは「資金だけは豊富にある」ということだ。逆立ちしたって実現しそうでない高い売上の目標数字を掲げ(断っておくがこれは経営戦略ではない)、現状とのギャップを余剰資金にモノを言わせてM&Aで埋めようとする。いったん数字を約束すれば周囲は実現を求めるが、そう簡単に売上は買ってこれられないので非難されて苦境に陥る。「そうは言っても、それだけ株主の企業価値向上への圧力が強いんだから仕方ないじゃないか」と

憤る企業もある。だが、株主が求めているのは「高い売上」ではなく「企業価値の向上」である。積み上げた資金をどのように再投資してさらにリターンを上げ株主に還元していけるのか、を問うているのであり、大枚叩いて売上を買ってきて資本コスト割れ、などという結果を求めているのではない。それ位なら積み上げた資金を返せ、というのが投資家の本来の要求である。はじめにM&Aありき、の戦略なきM&Aを見ていると、手元に余剰資金を抱えた経営者が、「株主還元」する位なら自分で使おうと、必要のない「事業投資」に走っているようにも見える。だが、手元にあるその「余剰資金」は、投資家のカネであって経営者のカネではないことを、改めて肝に銘じるべきである。

M&Aで戦略不足は補えない

もうひとつの事例はドン・キホーテである。オリジン東秀への敵対的買収、およびTOBが不調に終わった後の株式買い増しなどが議論を呼んでいるが、ここでも経

営戦略という観点からは疑問符がつくように見える。ドン・キホーテは「次世代コンビニエンスストア(CVS)」構想のためオリジン東秀が必要、としているが、この「次世代CVS」の具体的な将来像はほとんど示されていない。飽和状態のCVS市場において、年間一〇〇店もの出店がなぜ可能なのか、どのような業態や客層を考えているのか、なぜそれに必要なのがオリジン東秀なのか、当事者ならずとも質問状でも出したくなる。

「弁当、惣菜と激安生活雑貨が一度に揃う初めての店」(*3)というが、ドン・キホーテとオリジン東秀では戦略の核となる強みが全く違う。共通するのは二十四時間営業であること位である。同じく便利だといっても、前者が「安さ」を売り物にあらゆる種類の雑貨を詰め込むことで伸びてきたのに対して、後者が打ち出してきたのは「安心・安全」にある。家庭内調理よりも便利さを求めるが外食続きでは健康にも不安、添加物や品質などの問題も気になる、という流れに後押しされて中食業界は伸び

特集

てきた。オリジン東秀の弁当、惣菜はむしろ既存のCVSへのアンチテーゼであったといえる。最近の成長鈍化は、競合の増加に加え既存のCVS自体がこうした流れを意識し始めたからでもあり、同社の今後の成長は更なる差別化・高付加価値化にこそあれ、激安雑貨と一緒にすること、にはない。ドン・キホーテが「利便性の追求、低価格での商品提供の実現等をコンセプトとする次世代型のCVS」(*4)を目指すと言うほど、(なぜそれが次世代型なのかはさておき)戦略的には水と油であることがより際立つだけである。

また、大規模商圏を念頭に都心部や主要幹線道路への出店を得意とし、時には周辺住民との摩擦も辞さないドン・キホーテの出店戦略に対して、オリジン東秀の場合には「弁当が冷めない距離」を守り、駅前の商店街や住宅地など小規模商圏を主体として地元住民の支持を店舗基盤とする、といった違いもある。こうした違いは、仕入れやコスト管理などについても見られる。同じチェーン展開企業

でも、ビジネスモデルが異なるのである。だが、公表情報を見る限り、こうした差を埋めることのできる「将来に向けた地図」は示されていない。M&Aは経営戦略上のひとつの選択肢にはなり得るが、「M&Aをやること」を以って経営戦略の不在や戦略分析の不足を補うことはできない。

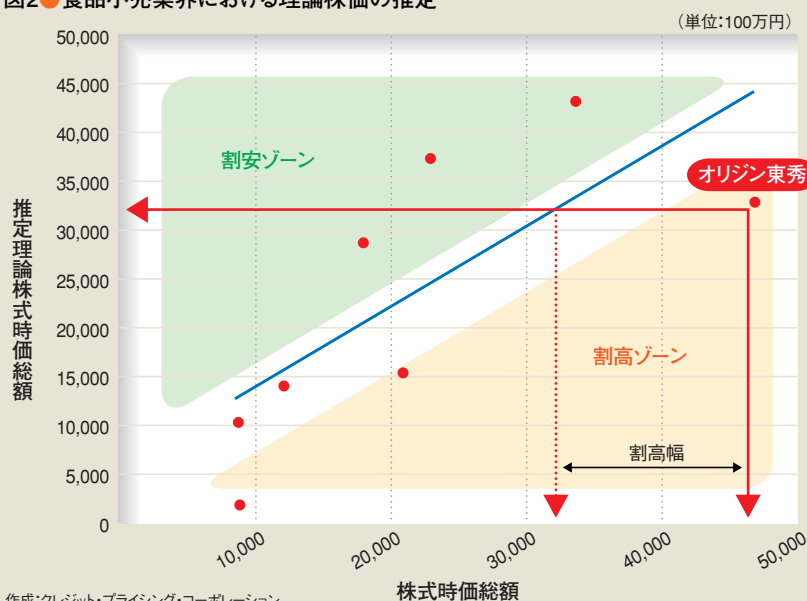
「高い買い物」が増えていく

せっかくドン・キホーテの例を出したので、TOB価格についても見てみよう。当初のTOB価格は発表日前日株価に一九・七%のプレミアムをつけた二、八〇〇円である。その後、イオンが参戦してTOB価格は三、一〇〇円まで釣り上がっているが、この価格は買い手にとって魅力のある価格なのだろうか。まずはM&Aのバリュエーションツールを開発しているクレジット・プライシング・コーポレーション社(以下CPC)による、マーケットアプローチを見てみよう。業界平均株価マルチプルを個別の企業の財務数値に掛け合わせた結果に重み付けを与え

図1 ● 食品小売業界の平均マルチプルと重み付け

	売上	営業利益	PER	EBITDA	純資産
食品小売業界の平均マルチプル	0.5	10.4	22.2	7.5	2.3
各マルチプルに対する重み付け	2%	4%	37%	42%	14%

図2 ● 食品小売業界における理論株価の推定



ることにより、理論的な株価総額を推定することができる。食品小売業界については図1のようなマルチプルと重み付けが算出される。ここからは、オリジン東秀の時価総額四六八億円(*5)に対して、理論株価総額は三二九億円(図2)となり、時価が割高であることが窺われる。

また、インカムアプローチにお

いても、CPCの推定した理論株価総額は約三二億円である。株式市場においてもこうした見方が多く、JPモルガンはドン・キホーテによるTOB発表翌日に「株価に割安感はないと考えレーティングを引き下げる」とのアナリストレポートを出している。

もちろん、ドン・キホーテにとっては、TOB以前の取得株を含

図3 ●オリジン東秀における将来キャッシュフロー生成能力の推定(*6)

	実績	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目	6年目以降
売上高	47,456	52,002	60,000	69,228	79,876	92,160	92,160
営業利益	3,127	3,179	3,668	4,233	4,883	5,635	5,635
営業利益に課される税金(想定)	1,651	1,431	1,651	1,905	2,197	2,535	2,536
税後営業利益(NOPLAT)	1,476	1,749	2,018	2,328	2,686	3,099	3,099
減価償却費		1,434	1,405	1,382	1,363	1,349	
営業キャッシュフロー(OCF)		3,183	3,423	3,710	4,050	4,448	
FCF法運転資金		247	434	500	577	666	
FCF法ネット固定資産投資		1,294	1,294	1,294	1,294	1,294	
その他資産負債増減		0	0	0	0	0	
フリーキャッシュフロー(FCF)		1,642	1,695	1,915	2,178	2,488	3,099
加重平均資本コスト(WACC)		7.48%	7.86%	8.07%	8.29%	8.51%	
割引率(乗算値)		93.04%	86.26%	79.82%	73.70%	67.92%	

事業価値(FCFの現在価値合計・BV)	30,609
余剰現預金・短期有価証券	1,023
その他の余剰資産	0
企業価値(EV)	31,632
有利子負債残高	448
推定株価総額(SV)	31,184

永久還元率	8.51%
継続価値	36,416
割引率(乗算値)	62.59%

作成:クレジット・プライシング・コーポレーション

めると平均コストは下がる。また、既存路線は既に頭打ちで「新しい何か」を必要とする台所事情もある。ところで、この「何か」は、本当に買ってきたほうが安くて効

果的なのだろうか。よく「M&Aは時間を買うもの」と言われる。確かに新規事業を一から立ち上げるより、取引自体は早くできる。だが、戦略分析も不十分で買収後のマネジメントにも確たる

見通しのないまま、たまた

ま転がり込んできた案件に

飛びつければ、その後の統合

過程が難航を極めるのは自

明である。割高な価格であ

れば投資回収も難しくなる

し、財務的な負担も大きく

なる。そんなM&Aをする

位なら、立ち位置をしっか

り認識して自力で進んでい

く方が、ゴールへの時間は

意外に短いかもしれない。

ゴールは「経営資源の入手」

ではなく、「事業の成功」だ

からである。

自らの頭で考える

本件に限らず、最近「高い買い物」になりそうな話が多い。多くの企業がM&Aに目覚めたのはいいが、良い商品は少なく売り

手市場なのである。経営戦略という事前準備からしっかりと自分の頭で考えることは、こうした市場において、買い手が状況に流されずに的確な判断が下せるかどうか、を大きく左右する。日本企業によ

るM&Aにありがちな困った特徴、

例えば「決め打ち」(選択肢を吟味

せずに案件に飛びつき、ただ効果

を信じるのみ)、「丸投げ」(投資銀

行などに対象選択や将来予測、価

格算定などはお任せ)、「やせ我慢」

(やると言ったら止められず、撤退

基準もない、あるいは守らない)

などは、事前準備が不足していた

何よりの証拠であろう。

また、「高い買い物」がこのまま

進むと、余剰資金で賄うつもりが

負債を借りざるを得なくなる、と

いうことも起こる。M&Aにより

株式市場の好反応を期待していた

のが、いつのまにか負債が重くな

り格付けのほう下がってしまった

たりする。八〇年代のM&Aブー

ムで失敗した欧米の案件には、釣

り上った価格に対処するために借

金を背負い込み、その負担で倒産、

というケースが多かった。規制や

金利の違いはあるが、現象だけを見れば現在の日本のM&Aブームは八〇年代の欧米と同じである。以前はさして意識せずに済んだ「負債」と「資本」の本質的な利益相反にも、そろそろしっかりと眼を向けるべき時ではないだろうか。

今後は、近視眼的な売り抜けだけを期待する新興ファンドなどが早晚淘汰されていく一方で、中長期的な企業価値向上を求める企業による成長機会の模索、という意味でのM&Aはさらに増えていくだろう。未熟な日本のM&A市場でのブームに惑わされることなく、自らの経営戦略の一環としての着実な取組を行っていかれることを願う次第である。

- (※1) 二〇〇六年一月一日・日経金融新聞
- (※2) 二〇〇五年一月二九日・日経金融新聞
- (※3) 二〇〇六年一月一七日・日経金融新聞
- (※4) 同社ホームページ
- (※5) 二〇〇六年一月末時点。以下時価については同様。
- (※6) CPC社EVシリーズ(多様な将来シナリオに基づく企業価値等の即時算出を可能とするバリユエーションツール)による計算課程の集約