

買収価格に伴うシナジー効果とCFOの役割



谷山邦彦

デロイトトーマツFAS株式会社
バリュエーション
ディレクター

背景

① 買収価格とシナジー効果の関係

ストラテジック・バイヤーやファイナンシャル・バイヤーとの競合を背景に、買収価格の上限価格設定にあたり、シナジー効果の定量化を慎重に検討することが昨今求められている。

CFOにとって、こうしたM&Aの買収価格の決定に際して、事業部長、経営企画室長とともに、その意思決定プロセスに善管注意義務を払うことやシナジー効果に対応する買収プレミアムが妥当である旨を株主へ説明することも要求されることになる。

② シナジー効果と会社法との関係

一方、CFOは、法務室あるいは社内および社外弁護士等とともに、

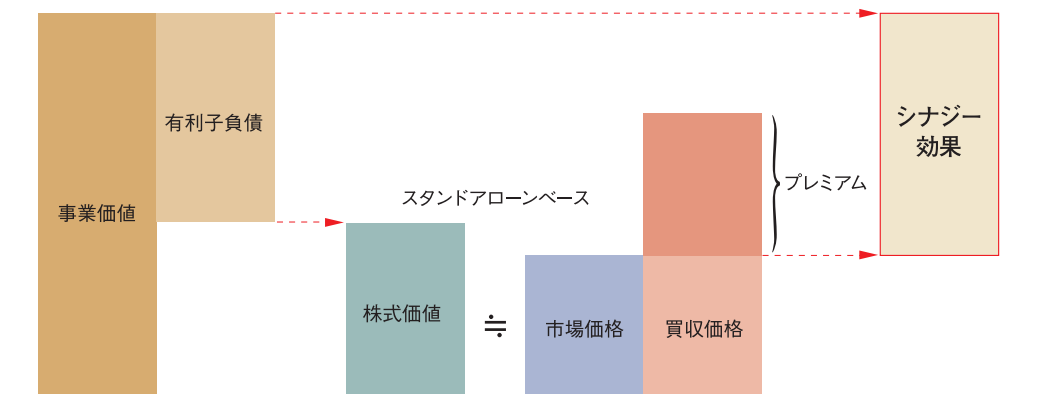
会社法上での株式買取請求権の取り扱いについて事前検討する必要があるかもしれない。従来の商法規定から「決議ナカリセバ其ノ有スベカリシ」の語が削除され、「公正な価格」は株式の客観的な価値に、今後の株価上昇への期待を評価した価値（プレミアム）を加算したものと解釈されており、シナジー効果とプレミアムとの関係を整理することが求められている。

CFOとしては、株主からの株式買取請求の可能性を視野に入れ、シナジー効果がどのように測定され、どのように分配されているかについて、事前に確認する必要もでてきている。

シナジー効果とプレミアムの関係

シナジー効果とは二つ以上の企業ないし事業が統合して運営される場合の価値がそれぞれの企業ないし事業を単独で運営するよりも大きくなる効果をいう。買い手は通常プレミアムを支払うので、実質シナジー効果とプレミアムとの差額は、シナジー効果が予定通り発現すれば、買い手に

とっては新たなNPV（正味現在価値）を構成することとなる。この差額分であるNPVは更なる買い手にとっての株式価値向上の源泉となる。



シナジー効果の種類

シナジー効果の種類は、次のように分類することができる。

売上シナジー	クロスセリングの実現、販売チャネルの拡大、ブランド効果の発現
コスト・シナジー	営業拠点の統廃合、生産拠点の統廃合、価格交渉力の強化、重複部門における間接部門費の削減、物流コストの削減
研究開発シナジー	研究開発投資力の集中化、技術のノウハウの融合
財務シナジー	有利子負債コストの削減、有利子負債調達余力の増加

売上シナジー、コスト・シナジー、研究開発シナジーは、主に事業部門（製造部門、販売部門、研究開発部門）の所管となるだろうし、財務シナジーは、特にCFOの所管となる。

市場参加者とシナジー効果の関係

市場参加者として、ストラテジック・バイヤーやファイナンシャル・バイ

ヤーの存在が想定される。シナジー効果の測定については、株式買収を前提とした場合には、潜在的な買い手によってシナジー効果の影響額が変わってしまう点に特徴がある。

たとえば、市場参加者がストラテジック・バイヤーとファイナンシャル・バイヤーであった場合には、投資対象の経営資源は同一であるが、ストラテジック・バイヤーにおいては期待されるシナジー効果は、より広範囲に見積ることが可能となるので、ファイナンシャル・バイヤーより、高い買収価格の提示も可能となる可能性が高い。一方、中期的にイグジットを目標としているファイナンシャル・バイヤーにおいては、期待されるシナジー効果の範囲と水準が限定的になり、一般的には、買収価格のフロア価格として提示される場合が多い。

また、同じストラテジック・バイヤーであっても、買い手の有する経営資源や投資先に対する将来計画の見解の違いにより、将来における期待されるシナジー効果は定量的にも定性的にも異なることになる。

このように、CFOは、自社のシナジー効果の検討に加え、市場参加

者の属性についても注意を払う必要があることがわかる。

シナジー効果の測定方法

一般的なシナジー効果の測定方法としては、実務的には、買い手が期待している、売上シナジー、コスト・シナジー、研究開発シナジーの効果について将来の売上高予想額、コスト削減期待額を将来にわたって年度ごとに予測し、増分キャッシュ・フローの現在価値額を集計することになる。このように、シナジー効果の範囲と影響額を明確にし、その確度についても慎重に検討する必要がある。また、財務シナジーの効果については、調達コストであるWACC（加重平均資本コスト）に織り込むことになる。

次に財務シナジー効果について、具体的にみていくことにする。

財務シナジーとCFOの役割

CFOにとって、財務シナジーの見積もりと達成は特に重要な課題となる。コーポレート・ファイナンス

の観点から、買収することによって、利益、キャッシュ・フローが安定的に獲得されることが前提となるため、有利子負債余力は上がることが期待される。したがって、CFOにとって、格付けを維持しながら、レバレッジ効果を最大限に活用することが求められ、具体的な最適資本構成の設定と買収後の調達コストとなるWACCをいかに下げるかが財務シナジー発現のポイントになる。たとえば、将来、事業のROIC（投下資本利益率）が下がりはじめたとすると、買収後の買い手のWACCを下げる事が実現できれば、超過収益力の源泉となるからである。

また、買い手が余剰現金をもっている場合には、買収される会社がつ、よりNPVの高いプロジェクトに投資することができれば、増分NPVを得ることができ、財務シナジー発現につながる。結果として、資金の効率的な機会が増え、NPVの増分による株式価値向上を達成することができるともなる。