

M&A時代の キャッシュフロー



砂川伸幸

神戸大学大学院 経営学研究科 教授

長掛良介

SMBC日興証券株式会社 産業調査部 財務戦略課 部長

生い立ちを含め、最も多くのM&Aを経験した二〇〇年企業といえる。

M&Aとキャッシュフロー

ビジネスの観点からすると、M&Aの特徴は、できあがりの事業を買収したり売却したりすることである。買手は、ビジネスを創り育てるのではない。他社が育てたビジネスを買収し、自社の強みを生かして二気に価値を高めようとする。スピーディーなハイパー・コンペティションの時代において、テンポラリーな競争優位の連鎖をもつて持続的な競争優位とするためには、M&Aが適している。

コーポレートファイナンスのキーワードであるキャッシュフローの観点からすると、M&Aの特徴は、多額の初期投資(キャッシュアウト)とスピーディーな回収(キャッシュイン)にある。多額の投資が短期間で実を結ぶか否かが、M&Aの成否を決めるといってもよい。実を結ばなければ多額の減損が出る。M&Aで時間を買ひ、PMIでは時間と戦うことになる。

スピードが必要なのはM&Aの成果だけではない。M&Aの取引においてもスピードは重要である。自社で完結

する事業投資であれば、投資のタイミングは自社に裁量がある。M&Aではそうはいかない。相手がいるM&Aのタイミングは、自社で決めることはできない。魅力的な案件をものにするためには、CEOが熟慮の末に自らの判断で動かせるキャッシュフローを明確にしておくことが好ましい。これをCEOのキャッシュフローと呼ぼう。IBMが開示しているキャッシュフローは、CEOのキャッシュフローといえる。

CEOのキャッシュフロー

表1は、IBMが投資家への説明に用いたキャッシュフロー計算である。営業キャッシュフローから事業に必要なCAPEXを控除した金額をフリー・キャッシュフロー(Free Cash Flow)としている。注目すべきは、M&A関連の項目(AcquisitionやDivestiture)が、フリー・キャッシュフローの計算過程に含まれていないことである。一般的には、フリー・キャッシュフローは、投資家に配分可能なキャッシュであり、M&A関連の項目を調整した後の金額になる。表2が、一般的なキャッシュフロー計算である。フリー・キャッシュフローはDivestures

稀代の投資家ウォーレン・バフェット氏率いる投資会社バークシャー・ハサウェイがIBM株に投資を行ったことは、二〇二一年度のビッグニュースであった。ハサウェイ社の二〇二一年度のアニユアル・レポートによると、同社はIBM株式の約五・五%を保有している。普通株投資では、コカコーラに次ぐ規模である。

IBMは、経営危機に陥った二九九年以降、組織改革と同時に大規模な事業ポートフォリオの再構築に取り組んできた。ルイス・ガートナーやサムエル・バルミサーノが舵取りをした時代である。同社は、価格競争力が低

下したハードや機器から、付加価値の高いソフトやサービスへと事業ドメインを変えてきた。直近数年間でみても、売上高に占めるハードウェアの割合は低下し、ビジネスサービスやソフトウェアの割合が上昇している。

IBMの事業ポートフォリオ再構築の手段はM&Aである。売り案件では、ハードディスク事業の日立への譲渡、パソコン事業のレノボへの売却、プリントシステム事業のリコーへの売却などがある。買い案件には、PWCコンサルテイング、ラシヨナル・ソフトウェア、ビジネス・インテリジェンス、SPSSなどがある。IBMは、その

表1 ● IBMのキャッシュフロー [CEOのキャッシュフロー]

Cash Flow Analysis (FY11)	\$ in Billions
Net Cash from Operations	20.7
Net Capital Expenditures	(4.1)
Free Cash Flow	16.6
Acquisitions	(1.8)
Divestitures	0.0
Dividends	(3.5)
Share Repurchases	(15.0)
Debt	1.7
Other	2.3
Change in Cash & Marketable Securities	0.3

(出所) IBM社2011年度第4四半期決算説明資料

表2 ● 一般的なキャッシュフロー

Cash Flow Analysis (FY11)	\$ in Billions
Net Cash from Operations	20.7
Net Capital Expenditures	(4.1)
Acquisitions & Divestitures	(1.8)
Free Cash Flow	14.8
Dividends	(3.5)
Share Repurchases	(15.0)
Debt	1.7
Other	2.3
Change in Cash & Marketable Securities	0.3

の後にくる。表1と表2には、わずかな違いしかないが、経営者のメッセージは異なってみえる。
表2は、M&Aを実施した後のフリー・キャッシュフローを報告している。投資家にとって、黒字のフリー・キャッシュフローは、企業が配分可能なキャッシュである。

一方、表1のフリー・キャッシュフローは、CEOがM&Aに使える金額である。そして、その表記は、投資家に配分できるキャッシュをM&Aに用いたことを明示している。投資家の皆様に分配できたキャッシュを熟慮の末にM&Aに使用しました、というメッセージが伝わってくる。M&Aに

において投資家が危惧するのは、高い買い物になることである。慎重さの欠如や自信過剰、価格意識の浅さなどが原因であろう。投資家の危惧を共有するためには、投資家の目線で判断することが必要である。いま手元にあるキャッシュをM&Aに使うことは是非か。私心はないか。CEOのキャッシュフローからは、このように悩み抜いた末の判断が見えてくる。この意味でCEOのキャッシュフローは、M&A時代のキャッシュフローといえよう。

ペイアウト

何十年間もIBMのアニユアル・レポートを読み続けたというバフェットが、このタイミングでIBMに投資をした真意は分からない。しかしながら、IBMのキャッシュフローをみると、投資家を意識していることがよく理解できる。例えば、同社のペイアウトである。表1によると、二〇一一年度のフリー・キャッシュフローのうち、M&Aに使わなかったものは、すべてペイアウトしている。そして、現金配当を上回る自社株買いを実施している。現在の投資家（とくに機関投資

家）は、積極的に自社株買いを行う企業を好むと報告している学術論文を研究しているのであろう。

ペイアウトには、M&Aに対するコミットメントも含意されている。熟慮したM&AとPMIに自信があるため、減損に備えて多額の自己資本を積みこくことはない。M&Aがキャッシュフローを生み出すため、余剰現金を保有する必要もない。ファイナンシャル・フレキシビリティは、M&A戦略が生み出すキャッシュで維持できる。余剰現金がない企業は、危機感が強く、何らかの問題が生じると迅速に対応する。IBMの経営とキャッシュフローの推移をみて、バフェットは納得したのかもしれない。

日本企業

日本企業もM&Aの時代にいる。われわれの調査によると、CEOのキャッシュフローを使用している企業もある。それらの企業はM&Aに積極的である。M&A時代のキャッシュフローの意味を理解し、投資家の希少な資金を適切なM&Aに用いて、企業価値を高める日本企業が増える兆しである。