

企業価値評価に基づく M&Aの意思決定上の課題



永田伸之

デロイトトーマツファイナンシャル
アドバイザー株式会社
パートナー

吉村隆史

デロイトトーマツファイナンシャル
アドバイザー株式会社
ヴァイスプレジデント

はじめに

各種サーベイによると、M&Aのうち成功しているものは全体の三割程度であるといわれており、失敗しているM&Aのほとんどは高値掴みが原因とされている。DCF法やマルチプル法に代表される企業価値評価の手法は浸透しつつあるものの、それらの評価は合理的な意思決定に結びついていないというのが現状である。本稿(予定…全四回)では企業価値評価の考え方を軸としながら、「成功する」M&Aを実施するためにM&Aの主要なプロセスにおいて検討すべき事項について整理を行う。

企業価値の一物多価性とM&Aシナジー

企業価値は一物多価であり、誰が評価するのかわかって全く異なる価値となる。これは、企業価値評価の基本的な考え方であり、M&Aの根幹をなすともいえる。仮に企業価値が売手と買手で同じ場合、すなわちシナジーを実現できない場合は、M&Aによって売手と買手の価値の合計は増加しないことから、M&Aはサムゼロの取引となり、経済合理性の観点からは、買手と売手のいずれかが損をする取引となることになる。

一般的にM&Aの世界では良い売却案件は少なく、売手はオークションにより高値入札の買手を選択することも可能であることから、対象会社単独のキャッシュフローで回収できる価格で買収を行うことは難しい。したがって、通常対象会社単

独の価値と買収価格にはバリュエーギャップがあり、このギャップを埋めるのに十分な潜在的なシナジーがなければ、その時点で経済合理性の観点からは買収は必然的に失敗することになる。

その一方で、M&Aの意思決定は通常短い期間で下す必要がある、不確実性の高いシナジーを適切に分析して定量化し評価することは相当困難である。そのため、定量化できない前提のもとで、M&Aの各プロセスにおいてどのように分析と意思決定をするかが重要となる。

成功するM&Aのための各プロセス

①事前の戦略策定

シナジー実現のためには、当該M&Aによりどのようなシナジーを実現させたいか、というM&Aの目的を検討する必要がある。しかし、実務的には、M&Aは証券会社や投資銀行等の各種アドバイザーの持込によって突然検討が始まることも多く、案件開始後は不十分な時間と情報のもとで意思決定を迫られるのが通常である。

そのため、M&Aの目的と戦略を事前に検討する必要がある。戦略という大仰に聞こえるが、通常どんな業界でもM&Aで成長している企業があるため、ケーススタディを通じて、当該業界においてどのようなシナジーが想定され、どのようなM&Aが成功しているかといった分析をふまえて、定性的にどのようなシナジーが期待できる案件であれば、検討するか整理しておく必要がある。

② デューデリジェンス／バリュエーション／交渉 過程での撤退判断のプロセス

M&Aにおいて、最も難しい意思決定は撤退（検討中止）の判断である。検討に少なくない社内リソースを投入し、対象会社との関係も構築され、また各種アドバイザーにフィーが発生する状況の中で、撤退の判断をすることは実務的には難しい。しかし、M&Aのうち成功するものが三割といわれていることからわかるように、本来は社内検討の段階で相当数の案件に撤退判断を下す必要がある。

すなわち、事前に想定したシナジーがデューデリジェンスの過程で実現が困難と判断される場合や、価格がバリュエーションで想定したラインを上回っている場合、交渉過程で重要な条件で折り合わない場合にすみやかに撤退する意思決定ができる仕組みを社内につけておくことが必要である。基本的に案件を検討する事業部は前のめりになることが多いため、独立した投資委員会や社内投資判断基準等によって判断をする必要があるが、これらの仕組みを持っている会社は一部の商社、ファンド等であり、事業会社ではまだ少ない。

③ 計画的なPMI (Post Merger Integration) の実施

買収が完了した時点はM&Aの「成立」であり、統合によるシナジーを実現し企業価値を向上させてはじめてM&Aは「成功」したといえる。そのた

め、M&Aの成功のためにはPMIが重要であるが、PMIの成否は新会社の事業開始日すなわちDay1にかかっているとについても過言ではない。何故ならばDay1を境に、当該買収に関連する活動の目的が「買収会社A社による被買収会社B社の買収」から「新会社C社の企業価値向上」に転換されるため、この時点をどのような状態で迎え、その先の方向性がいかに設計されているかが非常に重要となるからである。

つまり、PMIはM&Aの戦略(M&Aの目的は何であるか)を受けて、買収が完了する前段階から実施し、Day1までに計画作成フェーズを終了させておく必要がある。そのため、実務的には兼任されることの多いM&Aの交渉チームとPMI担当チームの目的と役割を整理して、必要に応じて外部アドバイザーを使いながら計画的なPMIを実施することが重要となる。

まとめ

今日ではM&Aは成長のための重要なオペションであると認識されているが、一方で経済合理性の観点からはシナジーの実現可能性に依存したリスクの大きな手法である。そのため、M&Aを成功に導くには、①事前の戦略策定、および②個別案件の合理的な撤退判断により、一定の確度でシナジーの実現が見込まれ、経済合理性に適用案件を推進し、③適切なPMIによってシナジー実現を加速する必要がある。

