

# 企業価値評価に基づく M&A意思決定上の課題



第2回

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

前回述べたように、M&Aの成功率は三〇〇程度であり、およそ三件のうち二件が失敗に終わっている。そして、その失敗の多くは高値掴みが原因であることから、投資意思決定において高値掴みを避けるために必要なプロセスとして、「事前の戦略策定」「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」「計画的なPMI」の三つがあることを述べた。今回は、「事前の戦略策定」について、深掘りして検討を行う。

## 事前の戦略策定

### スタンドアロンでは高値買いが基本

M&Aの世界ではよい売案件が少なく、買手の競争が起こりやすいことから、結果的に「高値買い」となるのが基本である。ただし、ここでいう「高値買い」の基準は、買収対象会社がスタンドアロンで稼ぐ将来CFの価値と比較して、という意味である。

すなわち、M&Aではバリュエーション（買収価格と対象会社のスタンドアロンの価値の差額（図一））があるのが基本であり、M&Aを「実行」ではなく「成功」させるためには、バリュエーションを超えるシナジーの実現が最大のポイントとなる。したがって、M&Aの目的（シナジー）が明確でないディールは失敗しやすい。

### M&Aの目的の明確化

前述したようにM&Aの成功にはシナジーの実現

が不可欠であり、初期的な検討段階において自社の事業戦略に沿っているかについて、定性的に検討する必要がある。そのためには、M&Aによって何を達成したいかという目的が明確でなければならない。

例えば、M&Aで成長している企業といわれる代表格のネスレやP&GのM&Aは、①海外・新市場へのアクセスを持つ企業を買収して既存の自社ブランド商品を投入すること、②ローカルブランドを獲得して自社のグローバルなプラットフォームで販売すること、に区分できるものが多い。いずれもシナジーの要素が明確であり、企業の成長戦略との関係も明確である。日本企業の事例でいえば、業界は異なるものの武田薬品工業によるナイコメッドの買収が①の代表例であり、また、ファーストリテイリングは前述した①②の方針のいずれかに合致する企業に投資する旨を明確にしたIRを行っている。

業界や企業状況によって達成すべきM&Aの目的は異なるものの、いずれにしても投資銀行や金融機関から案件を持ち込まれてから検討するのではなく、自社のM&A戦略（達成すべきシナジー）を事前に明確にしておくことが重要である。

具体的には、M&A戦略の策定にあたっては、まずは業界内のベストプラクティスや失敗事例を中心とした類似M&Aについて、目的、取引価格、成否等の調査・分析を行うことで、業界として達成しやすいシナジー等を構造的に分析する必要がある。次に、M&Aは事業戦略を達成するための一つのオプションに過ぎないため、自社の事業戦略との適合性

を検討することで自社のM&Aの戦略(達成すべきシナジー)を明確化する必要がある(図2)。

### 投資基準の設定

定性的な戦略目標を満たしていたとしても、その達成のために無限の資金を投入できるわけではなく、定量的な投資基準を持つことも戦略的なM&Aの実施のための重要なポイントである。投資基準作成上のポイントは大きく分けて、①IRR・ハードルレート等の定量的な数値基準の作成、②事業計画検討にあたっての前提の確認、③事後的なモニタリングの実施、の三点が挙げられる。

まず、①の定量的な判断基準としては、IRR・ハードルレートやROIC・ROAに対して一定の判断水準を設けるのが一般的である。これらの指標は、投資対象国、投資対象業界、マジョリティ・マイノリティによって異なるため、自社の投資対象を整理した上で各国・業界におけるROE・ROA・マルチプル水準や自社の過去実績の利益率・自社の資本調達コスト等の調査・分析を行って設定する必要がある。ただし、①で合理的な水準の数値基準を持つていたとしても、過大な成長率の事業計画を容認してしまえば、基準の意味がなくなってしまう。そのため、M&Aの投資判断資料において②事業計画検討にあたっての前提ついて一定の制限を課す必要がある。具体的には、投資意思決定において、投資対象国の成長率・業界平均成長率・過去数年の実績成長率等との比較分析を通じて、事業計画の前提を確認するための仕組みづくりが必要である。

最後に③事後的なモニタリングの実施としては、M&A実施の意思決定を行った事業計画について責任の所在を明確にしておく必要がある。実務的には、M&Aの意思決定に用いられた事業計画は、意思決定時にもみ利用されているケースも多く、意思決定後のモニタリングのルールが定まっていなければ、事業計画が無意味なものになってしまいがちである。②③によって、事業計画の合理性を担保し、①の基準によって定量的な判断を行うことが必要である(図3)。

### まとめ

M&Aは重要な戦略オプションであるものの、失敗した場合の金額が巨額になりやすい。その一方で、実務的には、時間の制約がある中で意思決定を迫られる場合が多く、誤った意思決定を導く場合が多い。

そのため、定性面・定量面の双方の観点から合理的な意思決定を担保する必要がある。具体的には、自社の属する業界のM&Aの特徴と自社の成長戦略の検討により、M&Aの目的を明確にして当該基準に合致するM&Aを実施し、業界の利益率・マルチプル水準や自社の利益率の分析・検討により、定量的な数値目標を設定することで、シナジーによる回収が可能な水準のM&Aを実施する仕組みを構築する。これらの基準により定性的かつ定量的に管理し、M&Aのリスクを最小化する取り組みが必要となる。

図1 ● バリュースギャップとシナジー

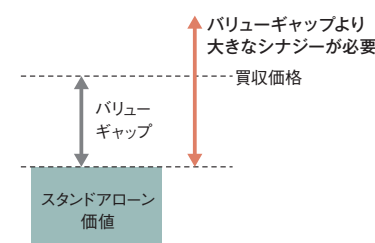


図2 ● M&Aの目的検討

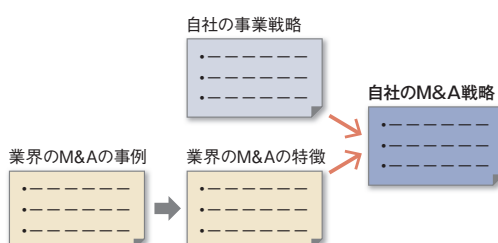


図3 ● 投資基準

