

「企業価値を高める戦略の新技術」

株式会社土井国際経営研究所 代表 土井秀生氏

現代社会はアングロサクソンの価値観で動いている。そしてアングロサクソンの経営の原点は企業価値を高めることにある。特にアングロ・アメリカ型の資本市場においては、企業の合併と買収は、企業の多角化、成長、ならびに収益性の改善に重要な役割を長年にわたって果たしてきた資本投資の一形態である。総合的な企業の価値が経営の原点であるのに、日本の企業のM&Aはハードアセットを第一の狙いとした部分的企業価値の追求であったため、結果的に失敗した。その失敗例がご存知のかつてのブリヂストンによるファイヤーストーン買収である。

企業の合併・買収とは、2つ以上の企業が結合し、経営資源に関する支配権が移転することと定義づけられる。つまり企業間の結合は、被買収企業の資産の一部や組織全体に対する支配権を買収側が取得することによって成立する。友好的なM&Aにしる、TOB(敵対的買収としての公開買付)にしる、経営資源に関する移転を伴うという点では変わらない。

では、なぜ企業結合が生ずるかといえば、企業が絶えず一定の経営資源を有効に活用してキャッシュフローの最大化を追及するからである。M&Aは買収企業にとってはもちろん被買収企業にとっても、キャッシュフローの最大化の源である営業利益の増加を達成する為の成長戦略の一つに他ならない。

キャッシュフローをもとに企業価値をどのように評価するか。実際に評価するときは、割引キャッシュフロー法、いわゆるDCF (Discounted Cash Flow) 法を使う。即ち、

- ① 一定期間（通常3～5年の中期と10年までの2段階）のフリーキャッシュフローを予測する。  
最初の3年はできるだけ詳細に計算すると良い。
- ② 予測期間以降に生ずるキャッシュフローの価値（ターミナル・バリュー）を企業価値の評価に組み入れる。
- ③ 各年に生ずるフリーキャッシュフローの額を資本コストで割り引く。
- ④ ③の割り引いた金額を合計して推定現在価値（現在価値：Present Value、PV）を求める。

キャッシュフロー算出の基礎になるのが営業利益である。営業利益率が高ければ、当然キャッシュフローの額も大きくなる。実際にPVの計算に当たって、NPV a + NPV bの相乗効果をどう数値化して、 $1+1=3$ となるようなNPV a bを算出するか。将来の期待キャッシュフローを予測するのは非常に難しい。企業価値分析の結果は、予測キャッシュフローの正確性に左右される。

そこで重要なことは、第1に、DCF法を利用する場合は、特定の投資計画が自社の企業価値にどのような影響を与えるか、そして企業行動のより広い組合せが企業価値にどう影響するのか、経営戦略目標に沿った投資計画が重要なのである。将来発生するであろう様々な要因を分析検討して、将来のキャッシュフローの純増額を予測するのである。第2に、割引率の問題である。投資資金を内部留保でまかなうのか、外部から調達するのによっても違ってくる。そこで、割引率をLow /Middle /High の3パターンに分けて、Low—5～6%、Middle—9～12%、High—13～16%で計算しても差し支えない。

A,B両社を統合してC社を作った場合、A社の価値1とB社の価値1を足した2がC社の価値であったら何の変哲もなく価値もない。 $1+1=3$  でないと統合の意味がない。企業価値の中身は、キャッシュフロー、長期の戦略、将来の価値をどれだけ計上できるかの3つに集約できる。M&Aは所有権が付くし、51%以上の株式を取得すればマネジメントもできる。それらも価値で

あるが、実際に評価する場合一番大きな価値は何かというとキャッシュフローであり、キャッシュフローを生み出すもとなるのが営業利益率の向上である。100のうち50から60は営業利益率で決まる。トータルのキャッシュフローの中でCSRは10程度である。営業利益率は中長期経営計画にも必ず表記される最も重要なファクターである。

もう一つは被買収企業の企業文化の価値である。20%以上の優秀な人材が辞めていったら失敗である。技術革新が早いから人材の確保は重要である。そのためには事前に極秘に優秀な人材を説得して、もしM&Aが成功しても退社しないという言質をとっておくことである。また良い会社の組織をあまりいじらないことが肝要である。

DCFレートの計算結果が高いほど、つまり運用資金を高い金利で借り入れても採算に合うという結果がでた場合には問題ないが、この逆の場合はドンブリ勘定ではなく、ロジックで追及する。