

「金融理論と経営のM&A」

宮城大学 事業構想学部 教授 大野克人氏

現状、日本はモノづくり以外のことについてはおよそ不得手な国である。金融はその最たるもので、日本の遅れは甚だしい。理科系のかなりしっかりした教育に対して、文科系の教育が全くなっていないことに大きな原因がある。だから、その卒業生たちが金融に手を出しておかしくする。

・日本経営における文科系能力強化の必要性

いかに日本の文科系がなっていないか、米国カリフォルニア大学・バークレー校に留学することになって、行ってみるとそこはとんでもないところであった。日本では想像もできない内容とレベルでもの凄い勉強をさせている。会計だけでも分厚い本を3冊読む。日本ではまったく無かった連結簿記、多通貨会計までやっている。当時ですでにとんでもない格差がついていた。

・注意すべきMBAへの誤解、誤認

今日、日本からも大勢がMBAに留学して帰ってきている。なのに、なぜ問題は解決しないのだろうか。

たとえば、私がいた旧日本興業銀行では総合職3000人中300人がMBAであったが、組織の60%を東大・慶大・一ツ橋出身の都会型秀才が占めていた組織では、少数派のMBAの発想が主流になることはなく、島国スタンダードで金融の自由化、国際化に対応した。そういうことが興銀が時代の大きな変化に対応できずおかしくなった根本にある。

ハーバード・ビジネススクールに3ヶ月間泊り込みでビジネスを学ばせるAdvanced Management Programがあるけれども、それも同様の問題を含んでいる。日本からこれに参加する取締役・部長クラスの多くは帰国後に偉くなっていく。周囲からアメリカを良く知っていると思われるからであるが、そんなことで通用するはずがない。MBAで勉強してきたからといって、そのまま通用するわけではない。本当に力を発揮するためには経営を知る必要がある。

・戦略経営と金融理論—世界と日本の乖離

1950年以降、米国を中心とする学界で、多量、かつ、高度のファイナンス理論の研究と蓄積がなされた。一言で言えば理念の発展である。これまでのファイナンス関係のノーベル経済学賞受賞者の理論を説明すると、それらは全て必ず経営に関係している。その意味で金融の理論は金融だけのものではなくて、企業の経営者にとって不可欠な知識である。だが、日本の経営では金融の理論がそのように認識されているようにはとても思えない。

経済や金融のような社会学的な領域の問題を理論化するということは大変なことで、ノーベル賞クラスの理論を理解することは決してやさしくはない。だが、今日のグローバル・スタンダードで展開する世界の企業経営者の頭の中には、金融理論がしっかり入っているということを我々は知っておかなければならない。

ますますグローバル化する時代にあって、ファイナンス理論や経営理論を軽視しがちな日本の経営と、基礎にそれが打ち込まれている世界の経営では、その違いはきわめて大きい。

・金融技術革命の背景となる理論

金融理論の発達に関して代表的なものをいくつか解説する。（*要約して掲載）

マコービッツ＝投資分散理論

「卵を1つの籠に入れるな」と言う言葉で有名。野球場の前で弁当屋をやるならば、傘屋もやらなければリスク分散できないとも言う。晴れれば弁当を、雨なら傘を売れということである。実際に個別のリスクをマトリックスにしようと思ったら実証データが無いと出

来ないが、ITの発達で膨大なデータを短時間で分析できるようになった。

モジリアーニ+ミラー=自己資本コストと資金調達論

自己資本（E）にはコストがあり、負債（L）より高い自己資本コストの存在を理論づけた。かつて日本では自己資本にはコストがかからないという考え方があった。だが、それを打ち破るのがこれである。すなわち、業績のアップダウンの動きにそってL調達とE調達とを比較するとよくわかるように、負債は約定金利のみ払えば済む資金であるのに対して、自己資本は株主にとっての機会コストであり、他の運用よりも高いリターンを要求する資金。かつて、IBMが復配をしたとたんに株価がさがったように、EがLよりも大きいと言うことは、株主の目からすると経営者はもっと資金をうまく使え。もし使えないのなら、金を返せとなる。

サムエルソン=ワラント・オプション理論。

フリードマン=自由市場メカニズムの重視、先物市場。

シャープ=資本資産評価モデル、リスク・リターン分析。

マートン+ショールツ=オプション理論。

スティグリッツ=信用リスク

金利はお金の値段であり、金利は貸し借りできる信用状態がどの程度かで定まる。貸せる先が無いからオーバーサプライになる。貸せるチャンスがあるのに貸さないことではない。バブル崩壊のときは、信用状態から見て貸せられない。貸しても大丈夫という企業が多かった。与貸率は日本の場合70%である。

カーネマン=行動ファイナンス

理論だけでは決まらない。リスクに対するリターンは人間の心理を入れないと妥当なものはない。M&Aにおける株の売り買いに似ている。

・金融理論とM&A戦略

米国流コーポレートファイナンスのテキストは、「会社は株主のものであるという前提」を置いて書かれるのが基本である。それは、あくまでもそれは理論の前提であると断っているが。

M&Aの場合、代表的なテーマに将来価値を現在価値に引きなおす評価技法がある。このとき、将来のバランスシートの資産（Asset）が膨らみ、その分に見合って負債（Liability）が増える。M&Aでは、それを現在価値に置き換えて買収をする。そうすると将来の事業をどうみるか、キャッシュフローをどう想定するか。それを評価する力量が求められる。将来価値を評価してM&Aを実行することには大きなリスクが伴う。日本ではビジネスはリスクを取ることでありとの認識が不十分で、本当のM&Aはやれない。

・M&Aの系譜－概要

以下、金融理論とM&Aをまとめてみる。（配布資料より）

1. 事業部門の分散・シナジー効果によるリスク・リターンの最適化－PPM、CAPM
2. リスクに対する最低リターン水準の理論的整理－CAPM、MM理論、企業評価
3. M&A手法の多様化－LBO、ジャンク債、セキュライゼーション、SPC
4. 実物市場と資本市場における企業価値乖離の裁定取引
5. コングロマリット型M&A－低PER企業を株式交換によって買収
6. 米国80年代のTOB、敵対的買収、および90年代の規制緩和、技術革新
7. 新規事業戦略－M&Aにより時間を短縮。育成リスク回避。供給過剰回避。
8. 自己資本コスト、EVAなどの定着。「企業価値毀損」の判断、事業売却。
9. 企業のリストラ、業界再編の本格化。
10. 日本電産等の成功モデル、M&Aへの脅威をバネとして業績向上企業の出現。

－参考 大野克人「金融常識革命」1997年5月、金融財政事情研究会

大野・中里「金融技術革命未だ成らず」2005年10月、金融財政事情研究会

- ・ M&A時代に向かう経営の競争力強化

来年から外資による三角合併が解禁になる。本来は、日本にそんな外国からの資金は全く必要ない。日本には、金が有り余っているのだから、どうやってこれを効率よく使って稼ぐか。また、この資金をわれわれの成長のためにどのように使うかが勝負である。

そうすると、日本の金融はいったい何をしているのかといわざるを得ないのだが、一般の企業の経営でもそうである。そこにM&A戦略があるのだから、それをうまくやる必要がある。その時に金融の専門知識や高い技術がどうしても必要になる。今、新しい経営の実力が問われているのだ。