



## パラドックスに満ちているM&A ー 企業価値におけるソフト要素

今回はパラドックスをめぐる話である。変化にさらされる多くのビジネスは、パラドックスに満ちている。事前の予測通りに物事が進むならカンタンであるが、あいにくそうならない。そして困ったことに、M&Aプロセスの成否を左右する重要な局面で、これらがひょっこり姿を見せ、悪さははたらく。ここでのパラドックス、すなわち逆説という意味は、合理的と思われる行動が、望まない結果を招くという、皮肉な関係のことを指している。

### 例えばバリュエーションのこと

今回は「バリュエーションを精緻に行えば価値を正しく捉えることができる」という伝説について取り上げてみたい。

バリュエーションは対象企業の「価値」を正しく理解するために、必須の作業であるし、正当な売買「価格」であることの裏付けとなる。事業計画を評価し、修正し、シミュレーションを繰り返す作業は、連日の徹夜を伴うこともある。しかし問題がある。

ひとつは技術的な側面だ。DCF法でいうなら、WACCやターミナル・バリューをどう設定するか「さじ加減」次第で、計算結果が大きく変わる。グッド・ニュースは、仮にここでミスしても、修復可能なケースがあることである。戦略にかかわるミスは取り返しがつかないのに比べ、はるかにマシである。

もうひとつは戦略の側面だ。大切なのはその「価値」をいかにして増大させるのか？そもそも潜在的「実力」を備えているのか？である。現実とはいえば、いくら精緻に定量分析による企業価値評価を行っても、その「実力」は掴め切れない。なぜなら：

- 買収監査で捉えることが可能なのは、「能力」の一部のみである
- バリュエーションは定量化であり、数値化できるものしか扱えない
- 企業の重要な価値（例えば「知識」）は目に見えず、定量化もできない

持続的成長に欠かせない「能力」と「意図」を掴むには？

持続的に成長を遂げたい、多くの企業は成長戦略でそう期待する。そして勝算をもってM&Aに着手する。企業が成果をあげるには「能力」と「意図」を機能させ、「機会」を捉える必要があるが、これらの多くはソフト要素であって、残念ながらバリュエーション作業の外にある。そのために、例えば買収監査を通じて、次のような質問への回答を得なければならない。

- M&Aにかけるリソースの配分において、マネジメント、キーとなる従業員、企業文化、顧客との関係、にフォーカスしているか？
- 重要顧客は誰か？関係は良好か？関係は長期間に亘るものか？顧客内シェアはどうか？彼らはターゲット企業の強みや改善エリアをどう認識しているのか？なぜ顧客はターゲット企業を選ぶのか？
- ターゲット企業は、主要顧客のニーズとその期待に応え顧客から支持されているか？その支持率はどう変化しているか？
- 業界の競争環境にあって、ターゲット企業はどのように認知・評価されているのか？競合他社と比べてどうか？業界の主要特性は何か？ターゲット企業はその業界特性に対して、どう振舞っているのか？
- 顧客が求めているものに対し、ターゲット企業あるいは業界そのものが、応えられていること・いないことは何か？まだ実行されていない投資機会とは何か？
- ターゲット企業と文化はどう違うか？価値観や未来を共有できるだろうか？

これらを理解するための活動は、ピーク時のリソース不足などもあって、思ったほど易しいことではない。もしバリュエーションに多大な時間を割き、作業に没入するなら、これらのソフト要素はカンタンに軽視される。やるべきこと、やりたいこと、できること、は違うのである。ゆえに、私たちはソフト要素の情報収集・分析・評価・予測にフォーカスするのである。

(渋野雅告)