

「ウィズコロナ」のM&Aはどう変わるのか

不安定な時期のうちに顧客と議論し、案件成立につなげる姿勢を

株式会社日本総合研究所
リサーチ・コンサルティング部門
シニアマネジャー 林 信行

コロナショック以前のM&Aは好調に推移していたが、足元は金額・件数いずれも落ち込みが激しい。ミニバブル的なM&Aの価格水準はリセットされ、企業価値は下落している。しかし、このような時期こそ良質なM&Aを見出す好機でもある。従来は売り手・買い手いずれも価格ありきのM&Aに陥りがちだったが、企業の成長戦略に資するというM&Aの原点に戻り、金融機関はコロナの影響が残る今のうちから顧客企業と議論を深め、案件成立につなげる役割が求められる。

リーマンショック時は早期に海外買収案件が伸長

コロナショックが起こる前のM&Aは極めて好調に推移していた。2018年には金額ベースで29.3兆円と過去最高を記録、19年にはM&A件数が初の4000件超えとなる4088件に達するなど、M&Aは件数・金額共に順調に伸長してきた。

一方、競争過熱により、買収価格は高水準となり、買収した企業ののれんの問題もしばしば取り上げられてきた。

足元では新型コロナウイルスの影響により経済先行きに不透明感が続くなか、M&Aは件数・金額いずれも大きく落ち込んでいる。特に大型のクロスボーダーM&Aについてはリスクが読み切れないことから減少傾向が著しく、20年1～5月の金額ベースでは、前年同期比77%減と落ち込みは深刻である（図表1）。大手企業の「子会社」や「事業」売却が数多く見られ、当面は慎重な動きが続かざるを得ない状況だ。

図表1：2020年1～5月のM&A件数と金額

	国内同士 (IN-IN)	国内→海外 (IN-OUT)	海外→国内 (OUT-IN)	合計
件数 (件)	1,176	269	76	1,521
前年同期比 (%)	▲ 9.7	▲ 26.3	▲ 29.6	▲ 14.4
金額 (億円)	10,222	8,932	5,205	24,360
前年同期比 (%)	▲ 40.6	▲ 76.9	▲ 38.8	▲ 62.1

(出所) レコフ M&A データベース (図表2も同じ)

ここで、リーマンショック時のM&Aについて振り返ってみる。08年9月に起きたリーマンショック後、09年、10年はM&A全体の件数・金額共に大きく減少した。しかし意外にも、10年には日本企業による海外企業の買収（いわゆるIN-OUT案件）の金額・件数はいち早く増加に転じている。国内市

場の先行きが見通せないことから、製薬・飲料・金融等が成長戦略を海外に求める「大型海外企業買収の伸長」が積極的に動き出したためである（図表2）。

図表2：2010年、2011年の大型M&A (億円)

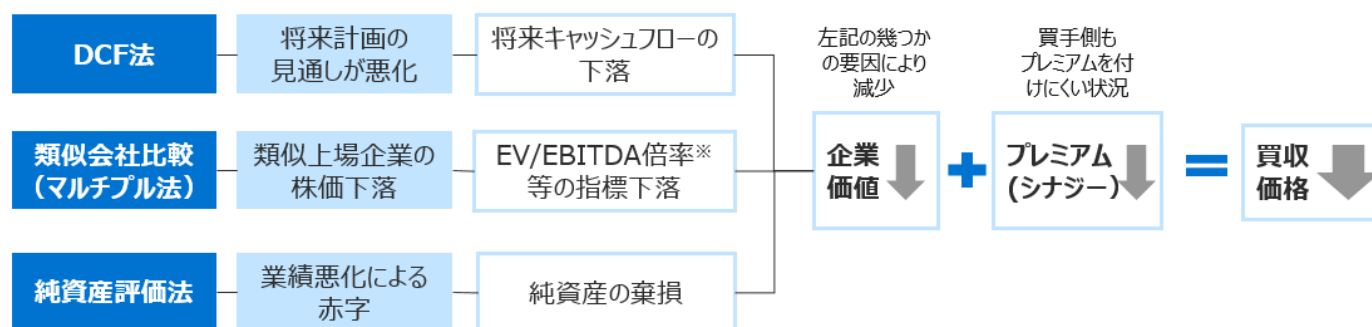
年	買収企業	被買収企業	買収金額
2010	三菱東京UFJ銀行	ロイヤル・バンク・オブスコットランド (RBS)	4,900
	アステラス製薬	OSI ファーアマシューテイカルズ	3,709
	NTT	ディメンション・データ	2,860
	資生堂	ベアエッセンシャル	1,800
2011	武田薬品工業	ナイコメッド	11,086
	テルモ	カリディアン BCT (ガンプロ AB)	2,163
	東京海上日動火災保険	デルファイ・ファイナンシャル・グループ	2,050
	キリンホールディングス	スキンカリオール・グループ	1,988

リーマンショック後、早期に海外企業のM&Aが実現したということは、リーマンショックの最中に大手企業中心に迅速に買収検討に動き出していたということである。特に、日本企業は、手元流動性が欧米企業よりも厚く、D/Eレシオ（負債資本倍率）も低いことから、いち早く買収を仕掛ける体力があった。これは、コロナ状況下でも同様で、日本企業は先んじて買収攻勢を仕掛けられるだけのキャッシュと自己資本を保有しているといえる。

コロナ禍こそM&Aに関わる好機

世界経済が停滞している今、ミニバブル的なM&Aの価格水準はリセットされ、企業価値は下落している。一般的な買収価格下落の要因は図表3のとおりである。不況期のM&Aは、買収価格が低いことに加え、自社が本当に必要とする優良企業を買収できる可能性が高まることから、好況期と比較すると成功する確率が高いともいわれている。

図表3：買収価格下落の要因



<p>※EV/EBITDA倍率</p> <ul style="list-style-type: none"> EV（企業価値）がEBITDAの何倍になっているかを表す指標 企業の買収に必要な時価総額と、買収後の純有利子負債の返済に必要な金額を、EBITDAの何年分で賄えるかを表す 	<ul style="list-style-type: none"> EV（企業価値）＝株式時価総額＋（有利子負債－現預金および同等物）＋非支配株主持ち分 EBITDA＝営業利益＋減価償却費＋のれん償却費
--	--

出所：筆者作成

図表4に上場企業のマルチプル(特定の財務指標と企業価値、株式時価総額の倍率に基づく相対価値)の数値の19年12月末と20年3月末の指標を記した。医薬・バイオ業界はコロナ禍で上昇し、運輸・食品等生活に密着した業界は落ち込みが小さいが、その他業界は軒並み減少している。コロナショックの影響が大きかった3月以降は、DCFの算出基礎となる将来計画も見通しが立たず、類似会社比較(マルチプル法)に活用する上場企業株価も乱高下するなか、企業価値評価のメカニズムが崩壊し、M&Aも延期になるという状況が続いていた。足元の日経平均株価はだいぶ戻しているが、まだ上下動は大きく、買収価格については慎重な数字にならざるを得ない状況が続くだろう。

図表4：国内全上場企業のマルチプルデータ

	EV/EBITDA		
	2019年12月末(倍)	2020年3月末(倍)	増減率(%)
輸送機械	4.51	3.56	▲ 21.1
中間流通	8.18	6.67	▲ 18.5
金融	12.68	12.18	▲ 3.9
広告・情報通信サービス	15.30	9.67	▲ 36.8
エネルギー	7.48	6.72	▲ 10.3
機械・電気製品	7.15	5.44	▲ 23.8
小売	9.39	7.37	▲ 21.6
公共サービス	11.77	11.01	▲ 6.5
素材・素材加工品	6.36	5.28	▲ 16.9
不動産	11.65	8.80	▲ 24.5
医薬・バイオ	11.84	12.08	2.0
運輸サービス	8.42	7.69	▲ 8.6
法人サービス	12.87	8.44	▲ 34.5
食品	9.28	8.86	▲ 4.5
建設	5.03	3.97	▲ 21.1
消費財	10.38	8.41	▲ 19.0
石炭・鉱石採掘	7.88	6.14	▲ 22.1
消費者サービス	11.08	8.61	▲ 22.3
外食・中食	14.54	11.04	▲ 24.1

(注)

1. 2020年6月16日時点における国内全上場企業のマルチプルデータをもとに業界平均値を算出。
2. 業界平均値については、SPEEDA業界大分類(アナリスト選定かつ主要分類)をベースに算出。
3. 異常値排除を目的に所属企業の値のうち上下5%を除く単純平均にて算出。

(出所) SPEEDAより取得したデータを日本総研加工。

他方、このような状況は好機と捉えることもできる。コロナの影響はいったん落ち着きつつも長期化の様相を呈するなか、モノの流れ、ヒトの流れがすぐ元に戻ることは考えにくく、今後、弱いプレイヤーがあぶりだされるとともに、強いプレイヤーが一層力を持ち、さらなる業界再編が起こり得る。M&Aを

うまく活用し成長している企業は、この買収価格下落時にさまざまな案件を検討しているはずだ。

最近の事例としては、ホームセンター業界で、LIXILビバをアークランドサカモトが買収することを発表した。LIXILの本業集中・ノンコア子会社売却による業界再編だ。そのほか、ニチイ学館などオーナー系上場企業のMBOや、近年ガバナンスが問題視される親子上場では、ソニーによる上場子会社ソニーフィナンシャルホールディングスの完全子会社化等、「株価が下がったときこそ」の大型案件も見え始めている。

日本企業の海外企業買収については、コロナショック以降大型のものは見受けられないが、コロナショック後、特にアジアで売却を急いでいる企業もあるとの話も聞かれ、それにつられ買収価格も下落しているようである。かつては高過ぎて、のれんの償却負担を考えると手が出せなかった企業についても、再度買収候補の俎上に上がってくる可能性もある。

また、今までは売却の可能性がなかった企業も、他社とのアライアンスを検討する時期に差し掛かってきている。財務体力がある大企業は、普段検討することが難しい良質な案件（独自の強みを持ち成長性のある企業）を多数検討し、ある程度時間をかけて案件の見極めをできるチャンスであり、うまくM&Aを活用している企業は今も積極的に検討をしているはずである。

前述のLIXILビバの案件については、ほかにも買収に名乗りを上げたファンドも複数あったようだが、銀行の融資がうまく付かず最後まで苦戦した模様である。このような時期は銀行も融資に慎重になることから、手元キャッシュが潤沢な事業会社が活躍する機会となるのが特徴である。金融機関としては、このような時期だからこそ、顧客とM&Aの話を切り出し、深く議論していくチャンスと感

じる。コロナの影響から完全に脱却できたときにあらためてM&Aについて議論するのは、顧客から1歩も2歩も遅れた動きになってしまうことになりかねない。

オーナー企業経営者の戦略は多様化

中堅・中小企業を中心とするオーナー系企業の動向はどうか。コロナショックで、オーナーはさまざまな思考を巡らせているだろう。今まで売却など考えられなかった「超優良企業」も、このコロナショックを契機に考え方を変える可能性もある。

近年、経営者が代替わりし、40～50代の若手が経営者になっているケースも多いが、彼らは良い意味で合理的である。優秀で事業にやりがいがあり、経営者として継続していく意欲は十分あるが、「株式を保有するリスクは避けたい」「従業員の長期的な安定を望むなら大手傘下入りも抵抗を感じない」といった考えの人も意外と多いことに驚く。従業員が不安にならないようオーナー株も残しつつそのまま社長として経営には携わり、段階的に株式を減らしていく事例や、オーナー持ち分を残しながらファンド傘下に入り、ファンドから資金投入・経営ノウハウを得て、自社を短期間で急成長させ経営体制も整えることで、最終的に優良大企業傘下に入り従業員を安心させるというスキームを検討しているオーナーもいた。いかに個人で経営リスクを負うことの負担が大きいのか、また若手経営者が今後のことを真剣に考えているかということだろう。

図表3の価格下落メカニズムは一般的な例であり、いったん経営が悪化しても、将来の回復見通しが立ち、かつ他社に無い強みを持つ優良企業であれば、コロナ禍であっても高い値段を出してでも欲しいという買収企業は多いと思われる。被買収側の企業としても、不透明な景況感が続くなか、自社の従業員を守るために「今後どのような企業と一緒にすることで自社の価値が増していくのか」ということを深く考え、自ら買収側企業にアプローチしていくくらいの心持ちが必要になっていくと感じる。

金融機関としては、目下、企業支援や資金繰りが話の中心になるのは当然ではあるが、「この時期にM & Aの話題はタブー」という先入観は捨て、この時期だからこそ、オーナー経営者とじっくりと議論し、寄り添ってみる良い機会であろう。

買い手・売り手・金融機関はM & Aの原点回帰を

コロナショック以前は、上場企業は中期経営計画の数値目標達成へのプレッシャーが強く、計画達成のためM & A実現に望みを託すという、本末転倒な状況に陥っていた側面もあった。一方の被買収側企業は「売り手市場」に目がくらみ、とにかく高値で売却を、という「売却価格ありき」になっていた。

本来M & Aとは、自社の成長戦略に必要な不可欠な、「時間を買う」「独自には得られないノウハウを獲得する」ために行うものである。その原点に立ち戻るべきだ。買収側の企業は自社の取り得る戦略の見直しと、その戦略実現のために必要なアライアンス先、およびその具体的なシナジーについてあらためて考え直すことで、自社にとって「本当に必要なM & A」について検討する時期である。

加えて、M & Aのプロセスを丁寧に実施することも必要だ。近年のM & Aでは買収前に、買収企業・被買収企業がひざ詰めでお互いの戦略や目指す方向性について議論を重ね、理解を深めるプロセスが欠けている。両者が「一緒になっても良い」と納得できた時点でM & Aプロセスをスタートさせることが本来の姿である。それを実現するためには、買収企業側では、自らが被買収企業にアプローチし、被買収企業と議論する機会を積極的に作り出していくことが重要となる。

また、買収企業にとっては、M & A推進のプロセス、企業価値評価の社内基準、買収後の管理ルール・自社との適合化について、過去の反省を踏まえ体制を見直す良い機会だ。多数のM & Aを実現している大企業でも、買収前の戦略が曖昧で、買収後の一体化に人員が割けず、管理ルールも未整備のまま「買っぱなし」になっているケースが多く見られる。M & Aの実現がゴールではなく、スタートであるという認識をあらためて持ち、買収後も確実に被買収企業をマネジメントできる体制を作っていく必要がある。数多くM & Aを手掛けている企業でも、掘り下げていくと実は多くの問題を抱えており、その体制見直しについて自社で改善できるノウハウを持っている企業は少ない。金融機関、およびグループのコンサルティングファーム等の活用による支援の機会も出てくるものと考えられる。

他方、被買収企業も、他社と一緒になるということについて、アドバイザー任せにしないことが肝要だ。自らの強み・弱みを理解し、自ら買い手を選びにいくような動きをし、また臆せず積極的に買い手候補と議論を深めていくことが重要だ。最近では、被買収企業が買収企業を「名指し」してくるケースもある。

コロナショックは、今後のM & A案件を早期に実現させるための重要な機会であると同時に、これまでのような「M & Aありき」の考えでは成功に至る確率は低くなるだろう。買収企業・被買収企業共に、買収後の戦略・シナジーについて深く考えた上で、議論を深めていく過程で両者の理解が深まり、買収後もスムーズな統合が図られると考える。そして、その貴重な場を作るのは、顧客との中長期的な関係を大事にする金融機関が得意とする分野である。M & Aにおいて金融機関はアドバイザーでもあるが、M & Aの成立を目指すだけでなく、経営者の良き相談相手になれることが他のアドバイザーにはない強みである。今はまさに、顧客と将来に向けて真摯に議論していく絶好の機会だと感じる。

コロナショックを機に、価格とリターンという数字中心のM&Aの考え方を変え、競争に巻き込まれない確固たるM&A戦略を推進する時期に差し掛かっている。その中で、顧客の中長期的な発展を考える金融機関の役割は、今後ますます大きくなるはずだ。ピンチの際は、経営者とじっくり向き合えるチャンスでもある。目先のこともさることながら、一歩先の未来について、議論を深めていただきたいと考えている。

はやし のぶゆき

都市銀行を経て、19年日本総研に入社。都市銀行およびグループ証券会社で主にファイナンシャルアドバイザーとして、上場企業から中小企業にわたる多種多様なM&A案件に関与し、多数の成約実績を持つ。日本総研入社後は主としてM&A戦略策定、ビジネス・デューデリジェンス、Post Merger Integration等に関わる。