

経営オーナー様への重要メッセージ

(全文)

弊社の M&A アドバイザリー業務は、「売り手」側のみの立場に立ち、各「売り手」に対してカスタマイズされた最高峰の M&A アドバイスを行います。この「売り手」側の専門的 M&A サービスを高度に専門特化して提供しているという特徴を持つアドバイザリーファームは、本文執筆時点で日本で他にはないものと自負しています。

日本の中小規模の M&A 市場においては、諸外国では存在しえない「仲介」や「マッチング」というスタイル(売り手・買い手双方の立場に立ち双方から報酬を受領する支援スキームまたはマッチングのみを行うスキーム)が主流を占めます。単純に相場の M&A 報酬を双方から受領すれば、片側支援をする場合に比べて報酬額が 2 倍になるからです。しかし、以下に述べる話を理解していただければ誰でも理解できると思いますが、「売り手」が M&A プロセスを成功させるには、「売り手」側だけの利害を考えることのできる専属アドバイザーでなければ価値を発揮できないものと考えられます。過去、弊社でも仲介スタイルによる業務支援を行った経験もありますが、やはりこうなると「売り手」側にたったサポートは契約関係上実施できず、大変やりにくい思いをしてきた経験があります。さて、それではなぜ「売却型 M&A」には「売り手」側のみ立ったサポートが必要となるのでしょうか。少し例を挙げて説明すれば、これは誰にでも理解できると思います。

お水の価格はどうやって決まるでしょうか？少し考えてみてください。実はお水の値段を決めるのは比較的簡単です。お水のように何度も同じ「売り物」を複製し販売できるような市場であれば、「売り手」は比較的完全市場に近い状態でもあり販売を色々と試行し需要レベルや相場を理解し、かつ最大限利潤を得ながら販売可能な価格を決定していくことができます。もし製造者が 300 円で販売でき、お水の採取や販売に 200 円かけていれば、100 円の売上総利益を得ます。すると製造者はその利益を糧に、より多くのお水を販売しようと考え、より良い水源を探したり、効率的にお水を採取する方法を見つけたりという努力の連続の過程で、結果的に世の中には革新が生まれ、お水がより高い効率性をもって生産され、まだお水を十分に手にできない人々にも効率的に良いお水が行きわたるような未来が実現されます。ビジネスの世界ではこのような自然なカタチで市場が調整され「適正価格」が決定されていくのが通常です。これが通常の商取引の良いところではないでしょうか。

一方、世の中に一つしかない絵画や骨董品等の「売り物」の価格を決めるのは難しいものです。株式非上場の会社(厳密にはその「株式」)や事業の売却もこれに似たところがあります。このような「売り物」は当然ながら複製が原則としてできません。販売の試行により相場を得て価格が自然形成されることが起こりにくいといえます。よって、一回限りの相対的交渉やオークション等を経て価格が決定されていくのが通常の流れです。このような場合、もし絵画の取引経験がない素人が「売り手」となり、買い手を仲介する業者を頼って絵画の取引経験豊富な「買い手」と相対交渉すれば、当然ながら「全く売れない」か「安く売ってしまう」可能性が大きくなります。「売り物」が希少であればあるほど、相場が分からない「売り手」として、この問題はより深刻になります。

もし「売り物」が「株式非上場の会社」や「事業」であれば、話はさらに複雑になります。なぜでしょうか？それは、希少性の高いことだけでなく、上に例示した骨董品等の「売り物」と比較しても、さらに追加的に次のような特別な特徴を持つからです。

①市場が整備されておらず、上場企業の株式やその他資産の取引のように「競争売買の原則」を基本に取引が行わ

れる環境にあると必ずしもいえない点

- ②会社や事業は金融資産の側面を強くもつことから、その価値はキャッシュフローの予想モデルを軸に評価される点
- ③上記の理由から、価値の説明には売り手側から専門的知識を基にした説明が必須であり、それ無しでは低い価値に評価されがちである点
- ④買い手次第でシナジー価値に大きな差がでることから、「売り手」としてはシナジー価値を評価してもらいたいと考えるのが通常であるが、その評価にあたって専門的知識が必須である点
- ⑤買い手次第で価値が異なることから最適な価値を評価してくれる買い手を探すべきであるが、それが素人には困難であり、十分な市場原理が働くまで(最も高く評価してくれる買い手と出会うまで)、適切な方法で「買い手」と交渉しにくい点
- ⑥多くの場合「売り手」は会社や事業の売却の初心者であることが多く、その交渉相手である百戦錬磨ともいえる「買い手」に比べ、交渉の大枠から細部に至る全ての点で、情報負け・経験負けしやすい点
- ⑦「売り手」が会社や事業を「売って終わり」とはならない点
- ⑧販売行為と購買行為自体に機密性が伴うことから情報管理に専門性が求められる点

等が挙げられます。

ここで、「売り物」の「適正価格」とは何を意味するのかを考えましょう。我々是这样考えます。「売り手が許容できる価格のうち十分に市場原理を働かせた上で決定した価格で、かつ当該取引により買い手もリスクに応じた十分な期待ターンを享受できる価格」こそが「適正価格」であるという考え方です。したがって、売り手が許容できる価格と市場原理(一定の競争を含む)により最終的に最も高い価値を提示できる買い手の提示価格が折り合わない場合には取引が成立しないということになります。

この定義を鑑みた場合、我々の評価においては、世の中で実際に行われている会社売却取引はその多くが「適正価格」になっていないと考えています。具体的には、たとえ「売り手が許容できる価格」で取引が成立していたとしても、「十分に市場原理を働かせた」価格とまでは言えないケースも多く存在するように見受けられます。取引当事者が賢明であれば、十分に市場原理を働かせた価格で取引が成立すれば、そうでない場合に比べて当然企業価値評価額は高くなりますし、このような取引が成立したということは、結果的に対象会社や事業の潜在性(特定の買い手が得られるシナジー価値を含む)を市場で最も引き出し得る買い手との取引が成立したということと同義なのです。そして、対象会社や事業の潜在性が、賢明な「買い手」の努力と併せて M&A 取引により十分に引き出された場合、その新たに引き出された価値こそが M&A 取引によって社会に創造し得る創造価値となるのです。また、これら最適な M&A 取引が行われることが常態化してくれば、「売り手」も適切な対価を享受でき、それが一般に知られるようになることで、再創業や投資家の流動性向上等を含めた、さらなる新産業創出のための基盤が形作られていくこととなります。

お水の例と絵画の例を見ていただければわかるとおり、売り手にとっても買い手にとっても適正な価格で取引が行われ、最適な買い手が取引主体となることで、お水の例において、「さらに良いお水の製造」や「効率的生産方法」等の革新が起こると同じように、「新規事業開発」、「技術革新」、「本来単独では実現しえなかったシナジー価値発生」等が連鎖的に起こります。会社売却や事業売却が適切な形でスムーズに実施される環境が整い、この連鎖が起こることで、結果的には世界中の人々が思い描く夢の実現を促す仕組みや、世界中の人々に幸せをもたらすきっかけを創造し、世界中の人々が平和に毎日が暮らせるような社会基盤を醸成することにもつながるというのは大げさな話ではないと考えています。

また、売り手やビジネスオーナーにとっては、株式公開との比較も重要なファクターだと考えています。よく、「株式公開は手段であって目的ではない」という言葉を聞きますが、これは確かにそのとおりだと我々も考えています。株式公開を絶対的な目的として事業推進をするというのは、上場すなわち利益確定となりやすい金融投資家の立場であれば理解できますが、売り手やビジネスオーナーにとっては誤った判断になりえるといえます。また、加えていえば、「株式公開は手段である」という事実を理解していても、「本来株式公開が何のための手段なのか」という点も理解した上で株式公開をすべきか否かを検討することが肝要だと考えます。

株式公開は、資金調達の実選択肢を広げ、また会社としてのブランド力を上げて事業拡大に資する・・・等のメリットがよく語られます。確かに、それは事実として正しいでしょう。しかし、我々はより重要なことはこれらメリットのさらに背景にあると捉えています。株式非上場の会社にとって株式公開というのは、「私的な会社」から「社会が主体となって成長をけん引していく会社」へと会社の性質を大きく変化させるだといえます。それでは「社会が主体となって成長をけん引していく会社」に変化させることの目的は何でしょうか？

我々は株式市場の本質的な意味は、私的な力では通常は実現できないような大規模な事業を、経済社会全体の力で創造していくことにあると考えています。このため、株式市場が育てるべき企業というのは、社会的に意義があり、資金の拠出者である社会そのものが大きな価値を享受しうるような事業を行う企業でないと論理がとおらないということになります。実際に、大企業と呼べるようなクラスにまで成長した上場ベンチャー企業をぱっと頭に思い描いてみてください。それらの資金調達の経緯を調べてみると上場直後に百億円単位の資金調達をしている頻度が非常に高いことがわかります。

つまり、企業にとって上場の最適なフェーズとは、「これから社会のバックアップによりパブリックな組織として大きな価値を創出しようとする最初の段階」であるべきであり、だからこそ継続的な成長や定期的な社会からのモニタリングが当然に求められるのです。このため、上場直後から成長が止まってしまうたり、対象とする市場のサイズが小さかったり、経営者に強い目標意識がなかったり、またはまだ社会に大きな価値を創出できると確信を持てるようなフェーズに至っていない場合という場合には、上場により逆に対象会社や経営陣の首を絞めてしまうということもあります。

もちろん、上場した後に M&A や新規事業等を行い事業拡大に成功したり、そのまま成長し一定の安定感のある状態まで何事もなく到達することも可能でしょう。しかし、そういった企業にとっては「結果論」として上場したことが正解であったということにすぎず、やはり本来は上場時点での企業の状態がある程度社会にインパクトをもたらし得ることが自他共に確信される段階ではじめて上場を果たすのが本来の姿なのではないかと考えています。

このように、経営者自身が自社を上場させるべきか否かという点も、売却型 M&A を考える際に非常に重要な検討事項といえるのではないのでしょうか。弊社では、これらの諸問題についても併せて徹底的な議論をする用意があります。

弊社では、これらの検討を経て、M&A を現実的な選択肢として検討を始めた売り手候補者の方々に最適な羅針盤を提供する用意があります。M&A の世界では、「買い手」側の M&A と「売り手」側の M&A には、その方法、戦略、考え方、具体的な作業、ノウハウ等のどれをとっても全く別の者と言っていいほど大きな違い・隔たりがあります。弊社では、特に情報弱者となりがちな「売り手」側のアドバイスを、「売り手」側のみの立場に立って提供することで、上記に挙げたような「売り手」側固有の問題を解決し、ここでいう「最適な M&A 取引」を増加させるお手伝いをしたいと考えています。