

2009年9月14日(月) 12:30~13:30

ランチ(講演)「アジアの環境ビジネス発展のための金融の役割」

佐山 展生 GCA サヴィアングループ株式会社 取締役

昨年秋の金融危機後、アジア市場に顕著な変化がみられる。金融危機前は市場に資金が潤沢に供給されていたため、一般に、企業の市場での価値の方が真の価値を上回っていた。しかし、金融危機を契機として市場で流通する資金が減った結果、市場価値が真の価値を圧倒的に下回る状態となった。実際、日本の機関投資家の多くが、景気の先行きの不透明感や日経平均安が続いていることを理由に金融危機後に投資を手控えている。再生市場を見渡しても、金融危機を境目として市場への資金供給が急速に萎んでいく。また、再生市場の場合、経営できる人材が不足していることも市場の回復の足取りを重くする要因となっていることも忘れてはならない。大企業の中にはグループ内の子会社に30代から40代の若手を送り、経営感覚をつけさせようとするものもわずかに見受けられるものの、依然としてごく少数派にすぎない。

また、バイアウト市場においては、総じて、インドや中国のように自国の成長率が高い国への投資については、金融危機前の水準まで回復する足取りは速いものの、日本のように自国成長率が低い場合はその速度は遅くなっている。このような市場価値が低い状況とは何を意味しているのか。それは、真の価値を見抜く力のある企業にとっては、投資の絶好のチャンスだということである。

1990年代を通じて日本の経営統合・買収(M&A)市場は、大きな変化がみられた。1990年代前半には、まだ、日系企業の売却に対する抵抗感が強く、その結果として国内のM&Aよりも日系企業が欧米をはじめとする外国の企業を買収するケースの方が多かったが、バブル崩壊とともに、1990年代後半になると、日系企業が売り手となる国内のM&A案件が増えてきている。この結果、買収の件数や公開買い付けの件数なども右肩上がりに伸びてきた。しかし、M&A市場が国内総生産(GDP)の10%前後を占める欧米に比べて、日本の場合は3%にしか過ぎない。日本のM&A市場はまだまだ大きなポテンシャルを秘めており、発展途上の市場であるといえよう。

次に、過去10年から20年を振り返ってみると、欧米の企業は世界規模でのM&Aを通じて業容拡大してきた。その結果、それらは、同業界の日系企業の時価総額をはるかに上回っている。しかし、日本の企業のM&Aに対する考え方が成熟してくるにつれ、今後、

日系企業が欧米企業のみならずアジアの企業との M&A を行っていくことは十二分に考えられる。

また、環境ビジネスをはじめとする新規ビジネスを拡大するために M&A を効果的に活用する必要があるが、その際には、対象企業の企業価値をしっかりと把握しなければならない。しかし、一般に、日本の上場企業の時価総額が 100% の株式価値をまったく表していない点には注意が必要である。さらに、株価純資産倍率 (PBR) を投資判断に用いることも多いが、そもそも、純資産は清算価値ではないし、余剰キャッシュ等の非営業資産は PBR にまったく反映されない。すなわち、PBR で企業を評価してしまうと、余剰キャッシュ等の非営業資産を持てば持つほど株価は割安になってしまうということである。同様の議論は、株価収益率 (PER) にも当てはまる。

重要な点は、上場企業の株価はあくまでも、「そのときに一株、売ったり買ったりできる値段」でしかなく、その一株の値段に株数を乗じた時価総額は 100% 株式の価値ではまったくないということである。また、買い手と売り手にとっても重要な点は異なり、買い手にとって大切なことは株式価値の 100% であるが、個々の売り手にとって大切なことは一株あたりの値段である。

最近では、M&A のキャッシュの調達方法として、優先株や劣後債などの資金を提供するメザイン・ファンドや、バイアウトファンドの中にも、長期の自己資金とファンドの資金を同時に投資する「ハイブリッド投資」が出てきた。金融危機後、特に日本をはじめ、投資対象となる企業の市場価値が下がっている時期だけに、M&A を通じて企業価値を加速度的に拡大し大きなビジネスを展開する絶好のチャンスが到来しているといえる。

\*\*\*\*\*