

WOLFGANG FICKUS(CFA協会 認定証券アナリスト)

## M&Aによる成長とキャッシュの重要性

### はじめに

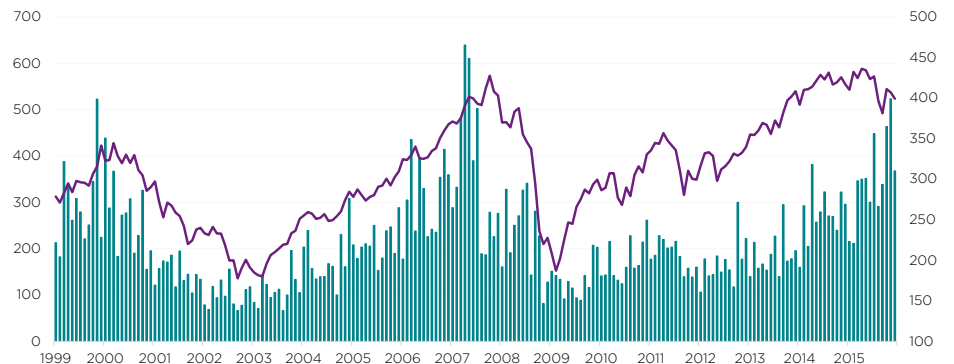
世界のM&A(買収・合併)市場はここ7年で急成長を遂げています。これは、合併によるシナジー(相乗効果)の拡大を意図した動きなののでしょうか。それとも低金利と株価収益率(PER)の上昇が、1株利益(eps)の成長を目的とした企業買収を促し、M&A市場が単に景気動向と歩調を合わせる形で拡大している、ということなののでしょうか。


**Wolfgang Fickus**

 CFA協会 認定証券アナリスト  
 投資委員会委員

コムジェストの経験に基づけば、「EPSの成長」を目的としたM&Aは、長期的な価値創出を目指す上で、注意すべきシグナルと言えます。図表1に示す通り、M&A市場と世界の株価は同時期にピークを付ける傾向にあり、そのタイミングでEPS拡大のためのM&Aを行っても、成功の見込みは低いと考えられます。実際、多くの分析において、M&Aの3分の2は買収企業の株主価値を大幅に低下させ、買収企業よりも被買収企業の方が恩恵を受けると結論付けられています<sup>1</sup>。

コムジェストは長期的な投資戦略を採る運用会社として、クオリティグロース(質の高い成長)銘柄を追求しており、特に、大幅かつ持続可能な利益成長が見込まれる企業に注目しています。この利益成長を最小限のリスクで達成するには、買収、事業分割、為替差益による収益への影響を除く「内部成長(オーガニック・グロース)」が不可欠だと考えます。内部成長は、経営陣が(生産設備、新技術、小売販売網を含め)熟知する本業への継続的な投資を通じて達成される成長であるため、予測可能性が高いという特徴があります。これに対して、企業買収による成長は、不確定要素が多くリスクが高くなりがちです。買収前に被買収企業のデューデリジェンスをどれだけ入念に行ったとしても、企業文化の衝突、円滑な統合を阻む資産規模、業績に悪影響を及ぼす多角化(「多悪化」<sup>2</sup>)、EPSの成長に固執した経営方針などに起因する問題は避けられません。

**図表1. 世界のM&A取引額とMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス(ACWI)の推移**


■ 世界のM&amp;A取引額(10億米ドル、月間): 左軸

■ MSCI ACWI(米ドル建て): 右軸

出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

注1. Martynova, M. and Renneboog, L. "A century of corporate takeovers: what have we learned and where do we stand." Journal of Banking & Finance (2008)および, Campa, J.M. and Hernando, I. "M&A performance in the European financial industry." Journal of Banking & Finance (2006).

注2. 「事業の多悪化」は、著名なファンドマネージャー、ピーター・リンチが自身の著書「One Up on Wall Street」(邦題『ピーター・リンチの株で勝つ—アマの知恵でプロを出し抜け』、2001年)において提示した概念。彼は同書の中で、過度に多角化した企業では、時間、労力、各種リソースが様々な事業に投入されるため、既存の事業が低迷するリスクがあると述べている(Investopedia, <http://bit.ly/2mvYqX1>; Bloomberg, <http://bloom.bg/213VBiW>)

— シナジー拡大への期待がM&A急増の要因なののでしょうか？

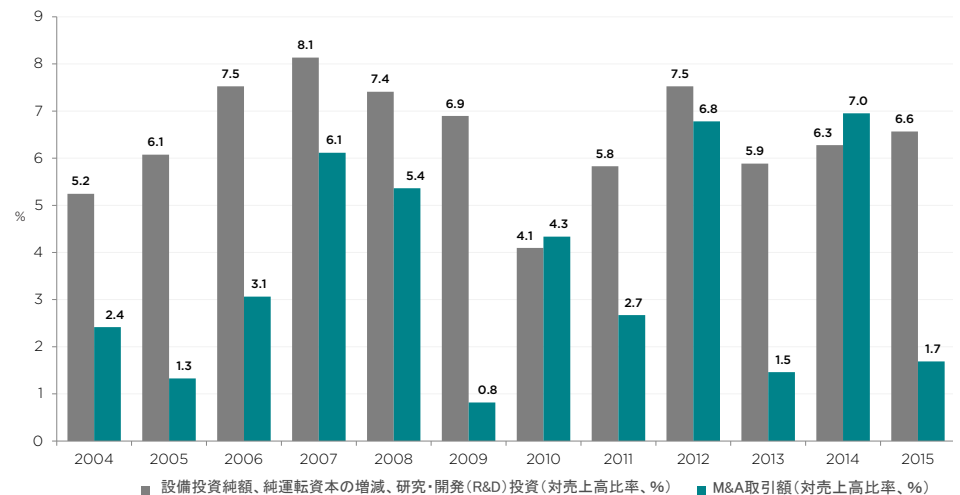
## WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト) M&Aによる成長とキャッシュの重要性

— 経営陣は、価格決定力や競争優位の確立／向上につながる事業や部門にキャッシュフローを振り向けるべきでしょう。

では、企業のクオリティグロースという点において、M&Aはどのように位置付けられるのでしょうか。この問題の核心は、資本配分に関する経営判断にあります。利益成長や増配を持続させるために、経営陣は、価格決定力や競争優位の確立／強化につながる事業や部門にキャッシュフローを再投資する必要がありますが、それは長期的な成長を実現する上で重要な要素だと考えられます。再投資の例としては、顧客のニーズに合致した新製品の発売、効果的なイノベーション、隣接市場への参入などが挙げられます。経営陣は、内部成長に必要な投資をすべて行った段階で、余剰キャッシュフローの配分先を決定する必要があります。企業買収、配当支払い、自社株買いを行うか、あるいは、安定的な運転資金としてバランスシートで保有するなどの選択肢が考えられます。

M&Aによる価値創出については懐疑的な見方が根強いものの、本業を通じた内部成長と同様に、M&Aによる「外部成長」も企業価値向上の原動力です。内部成長が徐々に企業価値を高めていくのに対して、企業買収は、市場での地位を確立する近道であると同時に、技術や企業規模を短期間で拡大・強化する手段でもあります。図表2に示す通り、コムジエスト・ヨーロッパ大型株ポートフォリオの組入銘柄では、過去約10年間の平均で、キャッシュの40%近くがM&Aに投じられてきました。そのため、コムジエストでは、企業のクオリティグロースを分析するにあたって、M&Aは欠かせない要素だと考えています。

図表2.コムジエスト欧州大型株ポートフォリオの組入銘柄:内部成長／外部成長のための投資状況



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

### M&Aによる価値創出

そもそも、M&Aにおいて、何が価値を創出するのでしょうか。M&Aにおける価値創出の源泉はシナジー（相乗効果）に他なりません。シナジーとは、2つの企業が結合することで、それぞれの合計を上回る価値が創出される効果を指します。シナジーは、コストの減少または売上の拡大を通じて創出されます。コストの減少は、重複コストの削減などを通じて、売上の拡大は、合併により取得した商品を既存の営業部門やグローバルな販路で相互販売すること等により実現します。

WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト)

## M&Aによる成長とキャッシュの重要性

— 企業の長期的な価値創出を捉える際には、CFROI（キャッシュフロー投下資本利益率）が最適な指標であるとコムジェストは考えます。

— CFROIが買収後に持続的に上昇している場合、当該買収によって、買収企業の価値創出力が高まったことを意味します。

では、M&Aによって創出される価値について、買収企業と被買収企業のステークホルダーの間でどのような認識が共有されているのでしょうか。そのカギを握るのは、買収企業のプライシング能力と合併によるシナジーです。厳密に言えば、買収企業にとっての潜在的な価値は、シナジーの現在価値から、（被買収企業に支払う）買収プレミアムを差し引いた金額となります。単純に表すと、「 $1 + 1 = 2 + \text{シナジー}$ 」の図式が成立します。買収プレミアムの金額は通常、合併後の一定期間内に創出される価値の範囲内で算出されます。

買収プレミアムのおおよその目安となるのは、のれん（つまり、純有形資産と無形資産の時価合計を上回る部分）ですが、シナジーの正味現在価値（NPV）はあくまでも理論上の値です。結局のところ、正確な買収価値は事後的にしか確定できず、場合によっては数年を要します。これが特に当てはまるのは、買収企業が株主の承認を得るべく、買収発表時にシナジーを過大評価しているケースです。また、買収企業が新たに取得した事業を自社と切り離して運営する場合、成長力や収益の改善余地を両社に適正に配分して考える必要があり、買収価値は一層見極めにくくなります。

従って、合併後の企業が長期的にキャッシュフロー創出力を高められることが投資家にとって最も重要な点であり、多くの場合、シナジーが効いている証拠となります。キャッシュには、バランスシート上に保有することも、事業に再投資することもできるという強みがあります。本稿では実践的な観点から、M&AがCFROI（キャッシュフロー投下資本利益率）に及ぼす影響について分析を行います<sup>3</sup>。コムジェストが最も注目する「長期的な価値創出」を捉えるに当たって、CFROI（投資に対し、どの程度のキャッシュフローを生み出しているか）は最適な指標と言えます。CFROIが買収後に持続的に上昇している場合、当該買収によって、買収企業の価値創出力が高まったことを表しています。逆に、買収後にCFROIが持続的に低下している場合には、買収企業の価値が低下しているか、あるいは、買収が従来の中核事業の低迷を補いきれていないことを意味します。さらに、本稿で使用する「のれん込みCFROI（transaction CFROI）」には買収価格と被買収企業の純資産価額の差（のれん）が計上され、この点で通常のCFROIとは異なります。

## 内部成長によるリターンはM&Aによる外部成長を凌駕

コムジェストでは過去数十年間、ヨーロッパ株式戦略およびエマージング市場株式戦略において、堅調な水準の投資価値を実現して参りました<sup>4</sup>。フリー・キャッシュフローの創出を重視してきたことを踏まえれば、両ポートフォリオが参照指数<sup>5</sup>と比較して高水準のCFROI（キャッシュフロー投下資本利益率）を達成していることは驚きに値しません。この点に関し、コムジェストのポートフォリオマネージャーAlistair Wittetは次のように述べています。「我々のヨーロッパ株式戦略の保有銘柄は、利益1ユーロあたり平均80セントのキャッシュを創出しています。これに対して、参照指数では、利益1ユーロあたり平均50セントに留まります（金融株を除く）。一方、新興国の企業は一般的に資本集約度が高いことから（インフラ関連企業が多く、サービス業の比率は低い）、コムジェストのエマージング市場株式戦略では、利益1ユーロあたりのキャッシュ創出額は60セントまで減少します。もっとも、これは参照指数（僅か20セント）を大幅に上回る水準です（金融株を除く）<sup>6</sup>。」コムジェストの戦略においては、CFROIが高い銘柄ほど（資金効率性を表す）キャッシュ・

注3. “HOLT Lens™: An Overview of HOLT® Lens and the HOLT methodology”, Credit Suisse Securities (USA) LLC. [www.credit-suisse.com/holtmethodology](http://www.credit-suisse.com/holtmethodology)

注4. コムジェストの欧州株式およびエマージング市場株式戦略の代表口座のデータ。これらの代表口座は、両戦略の設定来運用されてきた合同運用ビークル。

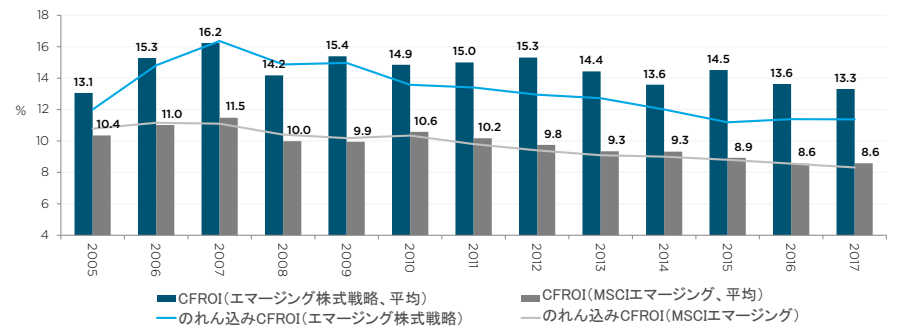
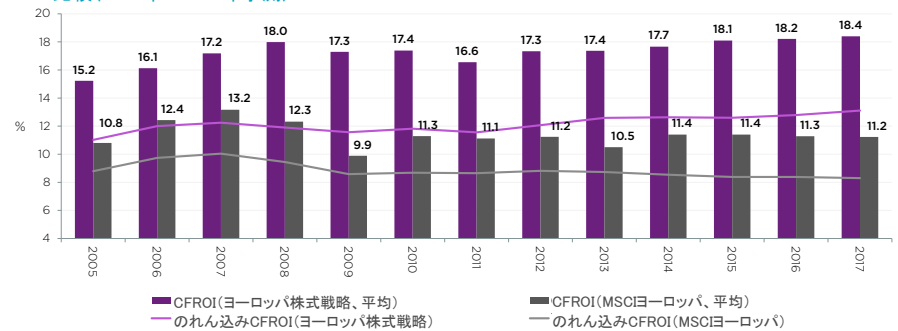
注5. 指数はパフォーマンスの参考の目安としてのみ使用しており、コムジェストのヨーロッパ株式戦略ではこれら指数の複製を目指してはいない。

注6. Wittet, Alistair. “Cash is King.” コムジェスト (2015年1月、<http://bit.ly/2heYXwv>)

## WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト) M&Aによる成長とキャッシュの重要性

コンバージョン・レートも高くなる傾向にあります。企業買収も考慮した場合、エマージング市場株式戦略とヨーロッパ株式戦略では、のれん込みCFROI 12%~16%が良好な価値創出の目安となります。この点に関し、両戦略のCFROIのうち、内部成長に起因する部分と、(M&Aなど)外部成長に起因する部分は、どの程度なのかという疑問が生じます。

図表3. コムジエスト・ヨーロッパ株式戦略/エマージング市場株式戦略と参照指数のCFROI比較(2005年~2017年予測)



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

上の図表3から分かる通り、買収に伴うのれんは、買収企業のCFROIを大きく押し下げる要因となっています。実際、コムジエストの戦略でも、内部成長を遂げる企業が価値創出の牽引役となっており、特にヨーロッパ株式戦略において、その傾向が顕著に見取れます。この点について、同戦略のポートフォリオから、Inditex、H&M、ARM、Coloplast、Hermès、Novo Nordisk 7 を除外することで、M&Aが企業の投資活動の中で非常に大きな割合を占めていることを確認しました。図表4に示す通り、内部成長企業は、買収に積極的な外部成長企業を大幅に上回る価値を創出しています。

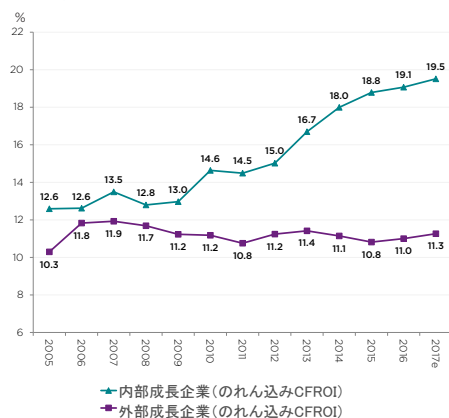
もともと、コムジエストのヨーロッパ株式戦略ポートフォリオで保有する外部成長企業については明らかな変化が確認できます。これら企業では、2004年と2014年に買収が急増した直後から、のれん込みCFROIが拡大傾向にあり、強力なシナジーによって価値が創出されたことが確認できます。但し、のれん込みCFROIは12%で頭打ちとなり、価値創出は限定的となりました。

### 買収のタイミングと長期的視点が違いを生む

ここで最初の問いに立ち返ると、買収企業の立場から考えた場合、のれんがCFROIを低下させ、価値創出も限定される可能性がある中で、敢えてM&Aを行う理由はどこにあるのでしょうか。

注7. これらは現在、コムジエストのヨーロッパ株式戦略(合同運用ピークル)ポートフォリオの組入銘柄となっている。

図表4. コムジエスト・ヨーロッパ株式戦略: 内部成長企業と外部成長企業のCFROI比較



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

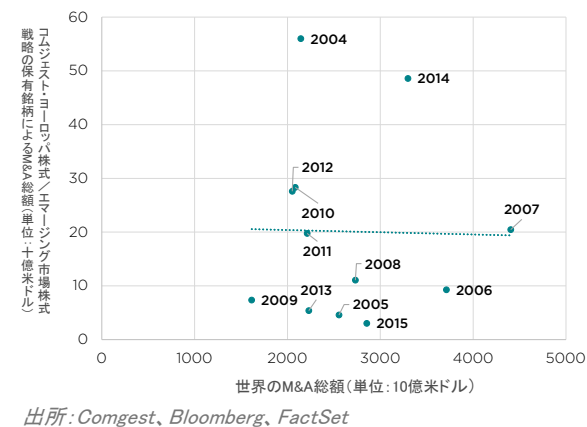
WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト)

## M&Aによる成長とキャッシュの重要性

第一に言える点として、すべてのM&Aが同じ形で実施されているわけではありません。適切なタイミングで買収できるかが、M&Aの成功を左右する一つのカギとなります。具体的には、買収対象企業の価格が低く、その先行きに楽観的な見方がない時期に購入することで、割高な買収プレミアムを支払うリスクを抑えることができます。買収プレミアムが低い場合、買収企業が価値を創出できる可能性は高まります。当然、景気低迷期における買収行動はリスクを伴いますが、経営の質、様々な戦略的ビジョン、強力な実行力次第で、良好な成果を上げることも十分可能です。企業買収の成功例としては、ブラジルの食肉加工大手JBSによる米国の鶏肉生産会社Pilgrim's Prideの買収（2009年）や、インドの自動車メーカーTata Motorsによる英国の同業Jaguar Land Roverの買収（2008年）などが挙げられます（詳細は後述）。

図表5に示す通り、過去11年を振り返ると、コムジェストの2戦略が保有するクオリティグロース企業によるM&Aと、世界のM&A市場の動向の間に、相関関係は見られません。仮にマイナス相関であれば、M&A市場のトレンドに反する買収の

図表5. 買収のタイミング次第でM&Aによる価値創出は拡大



説得力がより高まったかもしませんが、少なくとも、買収がタイミング次第である程度成功している点は示唆されます。コムジェストの戦略の保有銘柄は、その財務力を背景に買収資金を外部から調達する必要がないことから、経営陣は資金条件のみを理由に、性急な買収に踏み切ることはありません。つまり保有銘柄の場合、M&Aにおいて「経営の質」が重要な要素となります。

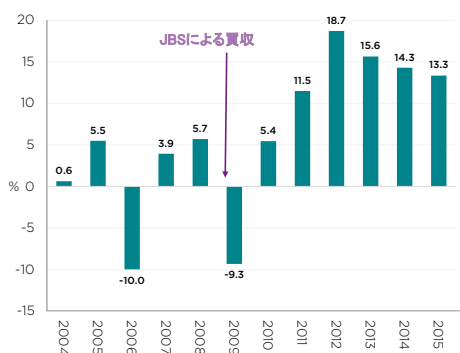
## M&Aのケーススタディ

クオリティグロース企業へ投資するコムジェストでは、過去10年にわたり、多くのM&A案件を分析し、その後の動向を追跡してきました。以下では、その中から数例を取り上げ、買収の経緯や背景を明らかにします。

### JBSによるPilgrim's Pride買収：業績改善につながるM&A

JBS S.A.（以下、JBS）は食肉加工（牛肉、豚肉、鶏肉）で世界最大手のブラジル企業です。金融危機が深刻化した2009年、世界のM&A取引額は10年ぶりの低水準に沈んでいましたが、その中で同社は、米国の鶏肉生産会社Pilgrim's Pride（以下、Pilgrim）を買収しました。Pilgrimは当時、米連邦破産法11条に基づく破産申請を行っており、JBSは8億米ドルでPilgrim株の64%を取得しました。この買収額は2008年のPilgrim'sの売上高の15%前後と割安で、同社で過去に行われた買収と比較して50%ディスカウントされた価格でした。Pilgrimは2008年に記録的な損失（1株当たり14.4米ドル）を計上しており、このマイナス分は割安な買収価格によってカバーされたものの、ギアリング・レシオ（負債比率）は約550%のままでした。つまり、Pilgrim's Prideは、財務危機に瀕

図表6. Pilgrim's PrideのCFROI(2004年～2015年)



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

## WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト) M&Aによる成長とキャッシュの重要性

— JBSとPilgrimの合併による潜在的なシナジーとして、物流、梱包、販売・一般管理費を年間2～3億米ドル削減することが見込まれました。

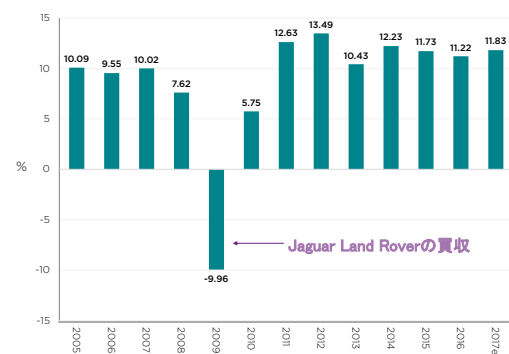
した企業そのものだったと言えます。

Pilgrimが苦境に陥った根本的要因については、景気の影響を受けやすい業種でありながら、長年にわたり不適切な経営が行われていたことだと、コムジエストは分析していました。JBSは最適な価格で買収できるよう、慎重に分析を重ね、忍耐強くタイミングを待ちました。またこの段階で、買収後に必要な対応も練られ、大規模なコスト削減、市場の再編、JBSのグローバルな経営基盤へのPilgrim資産の統合などが策定されていました。

JBSにとって、この買収は戦略上、重要な意味を持つものでした。というのも、同社は当時、それまで牛肉と豚肉のみだった米国産食肉の商品構成に、鶏肉を追加する方針を採っていたためです。そのため、この買収による潜在的なシナジーとして、物流、梱包、販売・一般管理費を年間2～3億米ドル削減することが期待されました。これは、Pilgrimの2008年の利払い・税引き前利益（EBIT）が5億2,700万米ドルの赤字であったことを思えば大きな効果です。またJBSでは、従業員が8万6,000人から12万5,000に拡大、生産拠点も103から140に増加するなど、非常に大規模な合併となりました。買収した当初、グループ全体の売上高と利払い・税引き・償却前利益（EBITDA）の中でPilgrimが占める割合は20%程度でした。2008年と比較して、PilgrimのEBITは15億米ドル以上伸長して10億3,000万米ドルの黒字となり、負債比率も45%前後の正常な水準に回帰しました<sup>8</sup>。現在、JBSが保有するPilgrim株の時価総額は38億米ドルです。

### Tata MotorsによるJaguar Land Rover買収：販路拡大につながるM&A

図表7. Tata MotorsのCFROI(2004年～2017年予測)



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

インドの自動車会社Tata Motors（以下、Tata）<sup>9</sup>は、世界のM&A市場が低調であった2008年に、米国の同業Ford Motorsから23億米ドルでJaguar Land Rover（以下、JLR）を買収しました。買収額は売上高の0.3倍と、ドイツの高級自動車会社各社と比較しても、大幅に割安な水準にありました。JLRは当時、欧米市場への偏重、英国の生産拠点における高コスト、新型ジャガー車の開発・投入の遅れなど、様々な問題に頭を抱えて

いました。Tataが買収を行った目的は明確でした。それは、インドの自動車・トラックメーカーの一角に過ぎなかった自社を、世界各地で事業を展開する自動車メーカーに進化させることでした。特に、成長著しく、利益率の高いプレミアムSUV（スポーツ用多目的車）市場への参入を主眼としていました。

JLRの買収は、景気の低迷局面で行われました。そのため、合併後最初の10ヶ月間（2008年6月～2009年3月）、JLRの売上高は32%減少し、3億600万英ポンドの損失を計上しました。それでも、Tataは新モデルへの大型投資を中止することなく、生産拠点の再編や、新興国（特に中国）での販売網の見直しを行いました。

注8. JBSアニュアル・レポート（2008年～2015年）

注9. コムジエストの各戦略ではTata Motorsは保有していない。

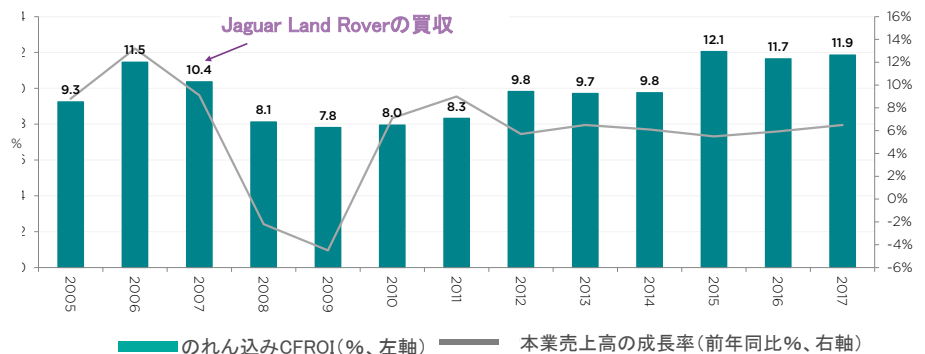
— Tataの狙いは、インドの自動車・トラックメーカーの一角に過ぎなかった自社を、世界各地で事業を展開する自動車メーカーに進化させることになりました。特に、成長が著しく、高収益のプレミアムSUV（スポーツ用多目的車）市場への参入を主眼としていま

WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト)  
**M&Aによる成長とキャッシュの重要性**

このように波乱の船出となった買収ですが、結論から言えば、Tata経営陣の戦略は実を結び、あらゆる面でその実行力が発揮されました。Tataのインドの販売シェアはJLR買収前の82%から買収後には14%に低下しましたが、グローバル市場での地歩を固めることに成功し、特に買収前にJLRが全く参入していなかった中国市場への進出を果たしました。巨額の先行投資を行っていたにもかかわらず、Tataは潤沢なフリー・キャッシュフローを創出し、2009年3月期に590%だったギアリング比率を、2016年3月期には40%まで低下させました。また、JLR買収前に6%だった営業利益率は9%前後まで上昇、株主資本利益率（ROE）は約40%となったほか、JLRの販売台数は2008年～2015年の間に約140%（年平均13%）増加しました<sup>10</sup>。

Luxotticaによる戦略的M&Aの終着点: Essilorとの合併

図表8. Luxottica: CFROIと本業による内部成長率(2005年～2017年予測)



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

Luxotticaはイタリアを拠点とする欧州のフレームメーカーでしたが、メガネブランドのRay Ban（1999年）やOakley（2007年）のほか、メガネ小売のLensCrafters（1995年）やSunglass Hut（2003年）を相次いで買収した結果、世界的なメガネブランドや、フレーム・レンズの開発・販売網を傘下に収める企業に成長しました。メガネ業界の長期的なトレンドを追い風に、Luxotticaは比較的短い期間内に多数の買収を成功させることができました。

Luxotticaは、コムジエストのポートフォリオで保有する銘柄の中で、最も不適切なタイミングで買収を行った企業に数えられます。同社によるOakley買収は、世界的なM&A市場が10年振りの活況に沸いていた2007年のことで、買収額は約20億米ドルと割高な金額でした。米国を代表するスポーツサングラス・ブランドのOakleyを買収したことで、Luxotticaは、ライセンス・ブランドへの依存度を低下させ、北米小売市場における存在感を高めることができました。その結果、Luxotticaの売上高は15%増加しました。しかし、買収額がOakleyの2007年予想純利益の約30倍と割高な水準にあった上、その後発生した金融危機の影響で、業績も大幅に悪化しました。グループ全体ののれん込みCFROIは、11.5%（2006年）から8.2%（2008年）に低下し、投下資本利益率（ROCE）も13.5%から8.1%とほぼ半減しました。ところが、この合併直後の苦境を経て、Luxotticaの業績は目覚ましい回復を遂げました。その要因として、同社がブランドや販売網への投資を継続しつつ、コスト削減・売上増のシナジーを実現させたことが挙げられます。Luxotticaは再び力強い内部成長を達成し、のれん込みCFROIは2015年、

注10. Tata Motorsアニュアル・レポート（2008年～2015年）

ー メガネ産業の長期的なトレンドを背景に、Luxotticaは比較的短い期間内に多数の買収を成功させることができました。

WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト)

## M&Aによる成長とキャッシュの重要性

一 両社の垂直的・水平的な統合によるシナジーが実現すれば、相互補完の効果が生じ、さらなる成長につながると考えられます。

過去最高水準に達しました。この成長に大きく貢献したのが、OakleyとRay Banです。Ray Banは、米国の光学機器メーカーBausch & LombからLuxotticaが1999年に僅か6億4,000万米ドルで取得したメガネ・サングラスブランドです。取得後、Ray Banの売上高は年平均10%のペースで増加、2015年までに24億ユーロに到達し、この間におけるLuxotticaの内部成長を支えました<sup>11</sup>。

2017年1月16日、LuxotticaはEssilorと合併する方針を発表しました。Essilorは、世界屈指の眼科用メガネレンズメーカーで、コムジェストのヨーロッパ大型株戦略でも1998年から保有している銘柄です。過去数十年にわたり、LuxotticaとEssilorはそれぞれ必要な資産を好条件で取得・買収すべく、経営手腕を発揮してきました。2005年以来、Essilorの売上高は年平均10%の成長を遂げ、その約55%をM&A等の外部成長に依存してきました。現在、Essilorは眼科用メガネレンズ市場で41%のシェアを有し<sup>12</sup>、一方、Luxotticaもサングラス市場で圧倒的なシェアを誇る会社です。

EssilorとLuxotticaの両社は、持続的成長につながる買収を繰り返し、それぞれの市場で確固たる地位を築いてきました。近年、両企業が新たな分野への参入を模索していたことを踏まえれば、合併という形で2社の成長軌道が合流したのは当然の成り行きであったとコムジェストは見ています。合併によって、Luxotticaが、洗練されたメガネレンズ事業への参入を果たした一方、Essilorはターゲットとしていた2つの事業分野（サングラス事業とeコマース事業）を獲得しました。

両社はともに強固な基盤を持っており、垂直的・水平的な統合によるシナジーが実現すれば、相互補完の効果が生じ、さらなる成長につながると考えられます。想定されるシナジー効果としては、Luxottica小売事業における相互販売の導入、イノベーションの加速、市場展開戦略の強化、新興国市場での事業機会の拡大、スケールメリットなどが挙げられます。そのため、LuxotticaとEssilorの合併では、個々の企業の合計を上回る価値創出が見込まれます。向こう10年間ににおける2社の成長と株主リターンを考えた場合、この合併と同程度の成果が期待できる内部成長はないとコムジェストは考えます。

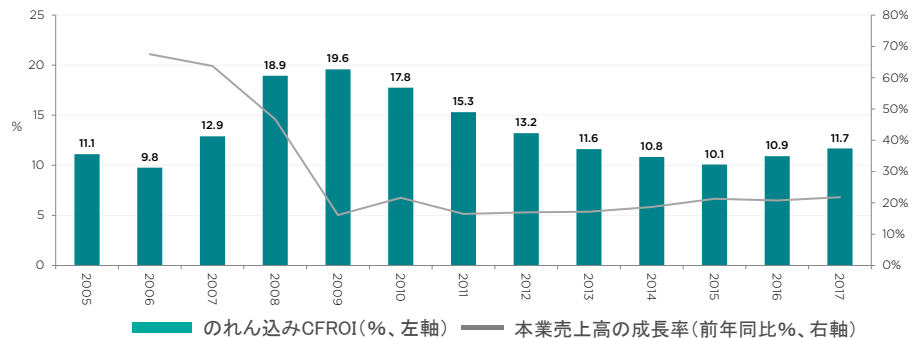
注11. Luxotticaアニュアル・レポート (2008年～2015年)  
注12. Essilorアニュアル・レポート (2008年～2015年)



WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト)  
**M&Aによる成長とキャッシュの重要性**

Wirecard : 長期的な成長軌道

図表9. Wirecard: CFROIと本業による内部成長率(2004年~2017年予測)



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

— Wirecardは、コムジェストのヨーロッパ株式戦略ポートフォリオの中で、M&Aに最も積極的な企業の一つです。

Wirecardは、オンライン・モバイル決済サービスを手掛ける欧州有数の企業であり、コムジェストのヨーロッパ株式戦略ポートフォリオの中で、M&Aに最も積極的な企業の一つです。同社では、M&Aに厳格な地理的条件を設けており、長年にわたり、欧州に軸足を置いてきましたが、オンライン・モバイル決済サービス市場が著しい成長を遂げる中、グローバル市場への参入が急務と考えられました。但し、海外市場に進出する場合、認可取得や販売網の構築に相当な時間を要することから、単独での内部成長による進出は極めて非効率と想定されます。そのため、WirecardはM&Aを活用してアジア市場への参入を果たし、その結果、ほんの6年前に0%であった売上高比率を35%に伸ばすことができました<sup>13</sup>。オンライン決済サービスがさほど浸透していなかったアジア市場は、欧州市場と比べてはるかに急ペースで成長しており、同社は既存の技術/サービスを新たな市場で展開することにより、長期にわたり高成長を享受できる可能性が生まれました。

では、Wirecardの買収活動は、どのような形でリターンや成長に影響を及ぼしたのでしょうか。同社は急成長を遂げた2007年~2008年に、オンライン決済プラットフォームへの初期投資を償却し、堅調なキャッシュ・リターンを実現しました。金融危機の最中だったにもかかわらず、のれん込みCFROIは20%に迫り、ピークを付けました。その後、引き続き欧州事業を収益基盤とする選択肢もありましたが、Wirecardは、モバイル決済プラットフォームへの投資に着手するとともに、M&Aを通じてアジアでの外部成長を加速させました。このように、積極的な外部投資を行ったことを受け、のれん込みCFROIは10%まで半減しました。

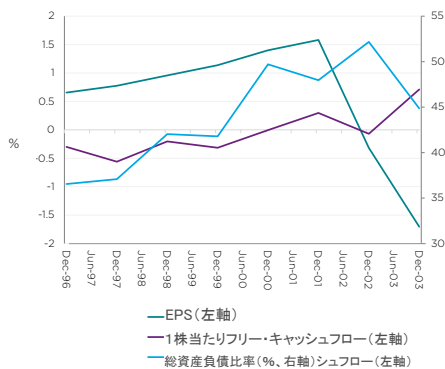
CFROIは一時的に低下したものの、これらの内部・外部投資によって、Wirecardは長期的な成長軌道を確保することができました。現在、同社は再び、収益拡大局面を迎えています。ここ数年、内部成長の加速が続いており、のれん込みCFROIは12%近辺まで回復しました。仮にM&Aを行っていなければ、現在よりも高水準のキャッシュ・リターンを実現できたかもしれませんが、長期的な価値創出の源泉、つまり成長機会を逃していた可能性があります。

注13. Wirecardアニュアル・レポート (2008年~2015年)

## WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト) M&Aによる成長とキャッシュの重要性

Royal Ahold : EPS拡大目標への固執が裏目に

図表10. Royal Ahold: 失策に終わったEPS拡大目標



出所: Comgest, Bloomberg, FactSet

オランダの小売大手Royal Aholdは1990年代後半～2000年代初頭、野心的なEPS成長目標とM&A戦略が好材料視され、株式市場で人気の銘柄となっていました<sup>14</sup>。低成長の小売食品市場の中であって、同社は、売上高と利益を倍増させる5ヶ年目標を定期的に掲げていました。もっとも、この強気の利益成長目標は、M&A等による外部成長の力を借りずには達成し得ないものであり、特に、オランダ国内市場の小ささを踏まえれば尚のことでした。

AholdはEPSの成長を目的として、米国、チェコ、中南米の食品小売/サービス市場でM&Aを行ってきましたが、その間、様々な問題が浮上しました。同社では1990年代後半、株価がPER25倍～35倍で推移し、資金調達能力は十分にありました。そのため、1995年～2001年に掛けて、株式で100億ユーロ、社債で65億ユーロの資金を調達、比較的割安な価格で複数の企業を買収し、EPSの押し上げを実現しました。

1995年～2001年の間、EPSは年平均19%上昇しましたが（売上高は24%増加）、負債が拡大したことを受けて、フリー・キャッシュフローはこの6年のうち5年でマイナスとなりました。同社はEPSの持続的成長を最優先課題に掲げ、「小が大を食う」買収も辞さなかったため、合併による実質的メリットやシナジー（コスト削減等）は限定的でした。世界進出の結果、経営能力以上に事業規模が肥大化し（売上高は1995年～2001年の間に4倍）、強気のEPS成長目標は非現実的と見られました<sup>15</sup>。

また皮肉にも、買収した企業の一つで不正会計が発覚し、AholdのM&A戦略の失敗が決定的になりました。2003年2月24日、Aholdは5億ユーロに及ぶ利益の過大計上を発表し、株価は55%もの下落に見舞われました。このスキャンダルを引き起こしたのは、同社が2000年に買収した米国の食品サービス会社US Foodserviceで、営業利益の水増しを行っていたことが明らかとなりました。US Foodserviceが計上していたメーカーからの販促費は、実際にはその期に支払われておらず、多くが架空収入でした。この不正な会計処理は、Aholdの買収以前に行われたものであったため、M&Aにおけるデューデリジェンスの限界が浮き彫りとなりました。

## 結論

コムジエストの各戦略は、企業の内部成長を価値創出の主たる源泉としており、今後もその点に変わりはありません。M&Aによるリターンは内部成長によるリターンには及びませんが、投資対象事業の長期的な成長軌道を強固にするものであれば、M&Aも積極的に評価すべきとコムジエストは考えます。

前述のLuxotticaとWirecardの事例では、M&Aを通じた外部成長が、息の長い内部成長を支えたことが明らかとなりました。また、JBSとTata Motorsの事例では、(1) 景気低迷期というタイミングでの果敢な判断、および(2) 質の高い経営と実行力がM&A成功に欠かせない要因であることが示されました。

注14. コムジエストの各戦略ではRoyal Aholdは保有していない。

注15. Royal Ahold アニュアル・レポート (2008年～2015年)、Factset

## ー コムジエストの戦略における価値創出の源泉：企業の内部成長

WOLFGANG FICKUS (CFA協会 認定証券アナリスト)  
**M&Aによる成長とキャッシュの重要性**

— 潤沢なフリー・キャッシュフローは、  
 企業の成長の条件

コムジェストのリサーチ・チームでは、内部成長と同様に、各企業の外部成長に向けた取り組みについても十分な時間を掛けて精査しています。とは言え、本稿の冒頭で述べた通り、「シナジーの正味現在価値」はあくまでも理論的に算出した値であり、その妥当性が判明するのは多くの場合、事後的です。コムジェストの経験上、不確定要素が多くリスクの高いM&A戦略よりも、障害が少なく予測可能性の高い内部成長戦略の方が、分析しやすい傾向にあります。前述のLuxotticaを例に挙げると、コムジェストの欧州株式リサーチ・チームは当初、同社と小売業者との垂直的合併を懐疑的に見ていましたが、Luxotticaのメガネブランドと小売網のシナジーが明確になったため、見通しを引き上げました。一方、JBSとTataのケースは、大胆ながらもリスクの高い買収であったため、Tataについて、中国市場で成功する兆しが見られたこと、またJLRについては、新車種の開発とディーラー網が増強されたことを確認した後に、コムジェストでは両銘柄への投資に踏み切りました。こうした兆候を待っていたため株価上昇の初動に乗れなかった可能性もありますが、コムジェストのクオリティグロース・アプローチでは、長期的な成長見通しを最重要視しており、その確信を得るには見極めの期間が欠かせないと考えています。

Luxotticaの事例では、長期的なシナジーが創出され、恐らく、M&Aを行わなかった場合よりも、同社は高水準の成長を実現できたと見られます。また、Tataのケースと同様、景気低迷期というタイミングでの買収であったことも、価値創出に寄与しました。一方、Royal Aholdの事例では、EPSの成長という目標のみに固執すれば、経営が間違った方向に進む可能性があることを示唆していますが、その悪影響を受けるのは多くの場合投資家です。コムジェストでは、潤沢なフリー・キャッシュフローは、企業の成長に欠かせない要素であると考えます。キャッシュが十分でない場合、投資家は当該企業の先行きに不安を抱き始め、最終的には資金の引き揚げを余儀なくされるか、あるいは、投資家自らがリスクを負うことが避けられなくなるでしょう。



Wolfgang Fickus, CFA  
 Member of the Investment Committee

Wolfgang Fickus is a graduate of the University of Cologne (Germany) with a degree in business administration (Diplom-Kaufmann) and studied at the London Business School. He also holds a CEMS Master's in international management and is a CFA® charterholder. Wolfgang began his career in 1995 at Paribas Asset Management Paris as a European-equity fund manager. In 2000, he moved to WestLB where he worked as an analyst for European technology stocks before becoming the Head of Mid- and Small Cap Research in 2005. Wolfgang joined Comgest in September 2012 and is a Member of the Investment Committee.

## FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY

## 資料ご利用に当たっての留意事項

**業務内容**：当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融取引業及び投資助言・代理業を行っております。

**運用報酬(消費税込)**：当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

**ご負担頂く費用等**：当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

**リスク情報**：投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

**注記**：本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。本資料は、別途記載のない限り、2016年12月31日時点のデータを使用しております。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づきコムジエスト・アセットマネジメント株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。また、本資料に記載されている証券はコムジエストのポートフォリオに過去組み入れられていたとは限りません。組み入れられていたとしても、お客様が本資料をお受け取りになった時点で組み入れられていない可能性があります。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。

## コムジエスト・アセットマネジメント株式会社

東京都千代田区隼町2-13 プライムビル5F 〒102-0092

Tel: 03 5212 4371 Fax: 03 5212 4372

Mail: DL-MARKETING-JP@comgest.com

<http://www.comgest.co.jp>

関東財務局長(金商)第1696号 加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会