

調査報告

クロスボーダーM&Aの潮流 ～アジアの内需向け企業が狙い目か～

はじめに

プライベート・エクイティ・ファンドに象徴される、第3次M&Aブームがリーマンの破綻とともに終息に向かった。

クロスボーダーのM&Aの潮流に注目すると、近時、英・米などのアングロサクソンのプレゼンスに陰りが目立つ一方で、成長性の高いアジアの内需向け企業が注目されつつある。

日本企業にとって、現下の円高やキャッシュポジションの好転により、こうしたアウトバウンドM&Aを進める好機が到来しているのではなかろうか。アジア新興国の需要の成長力を取り込む手段としての、クロスボーダーM&Aについて考えてみた。

1. 世界のM&Aの潮流

1985年からのM&Aの金額の推移を見てみると、

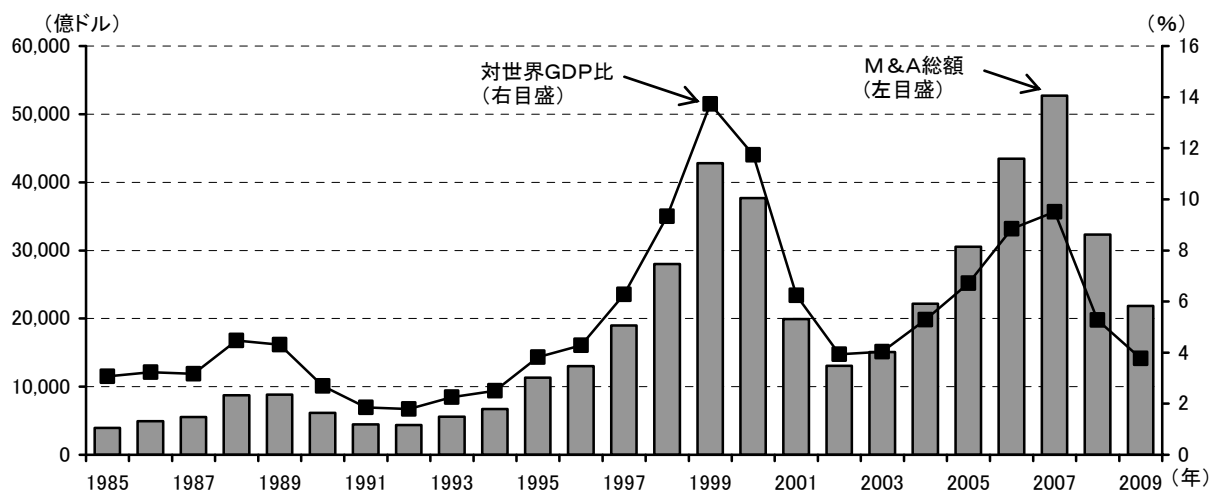
最大規模になったのが2007年で、5.3兆ドルと、日本のGDPを上回る水準まで膨らんだ。また沈滞期は、ピークの半分以下の金額に大きく収縮する傾向にある。

この25年間で3つのブームがあった。第1回目は、図表1ではあまり目立たないが、1980年代後半におけるアメリカで、ジャンクボンド^{(*)1}によるLBO^{(*)2}のブーム(RJRナビスコの買収など)である。次に、世紀が代わる1999年から2000年にかけて、IT革命とユーロの統合を背景とする世界的なブームが起きた。第3回目はつい最近で、プライベート・エクイティ・ファンドが脚光を浴びたが、2008年のリーマンショックで終息に向かった。

*1 回収の可能性が低いとみなされている債権

*2 Leveraged Buy Out の略で、自己資金は少なくとも、梃のように、買収先の有する資産担保価値と将来のキャッシュフローをもとに融資を受けて買収する手法

(図表1) 世界のM&A総額の推移



(資料) トムソン・ロイター

(注) トムソン・ロイター社のM&Aデータ収録基準は以下の通り

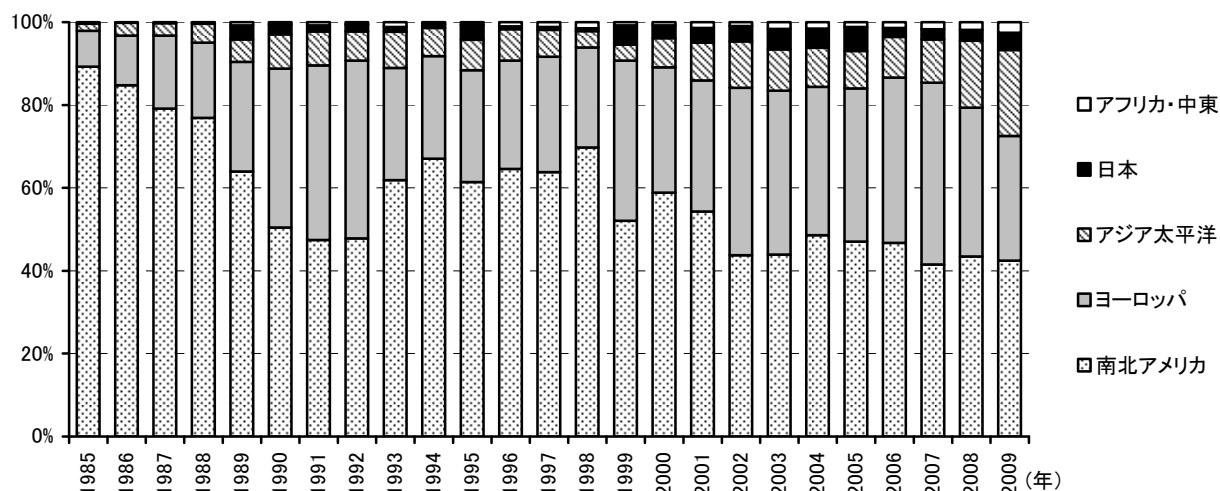
- ・経営支配権の変更を伴う企業・部門・営業資産の取得の他、合併、企業分割や債務の株式化、民営化案件も含む
- ・株式の取得は、5%以上あるいは3%以上かつ取引金額が100万米ドル以上の案件
- ・不動産はREIT案件も含む
- ・自社株買いは除く
- ・金額は、取引金額(理論的には時価ベースの株主価値+支配権プレミアム)+純負債(短期負債+長期負債+優先株式-現金-市場性のある有価証券)

図表2は、被買収国の所在地、つまりM&Aのマーケットの分布を地域別にみたもので、M&Aが、アメリカ大陸から1990年代にヨーロッパ、2000年以降は、アジア地域に急速に広がっていったことが見てとれる。

図表3は、産業別に世界のM&Aの金額のシェ

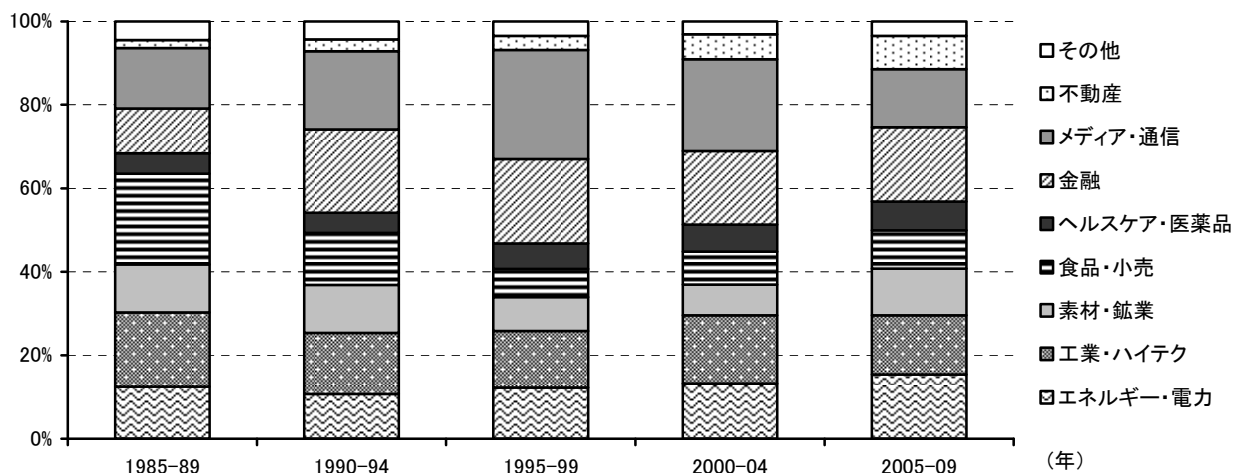
アをみたもので、90年代後半から2000年代前半にかけてメディア・通信のシェアが膨張したが、これはIT革命で、その関連の株価が急騰したことと関係がある。最近のブーム期は、不動産を含めた幅広い業種でM&Aが広がった。

(図表2) 被買収企業・地域別推移 (金額ベース)



(資料)トムソン・ロイター

(図表3) 被買収企業・産業別の推移 (金額ベース)

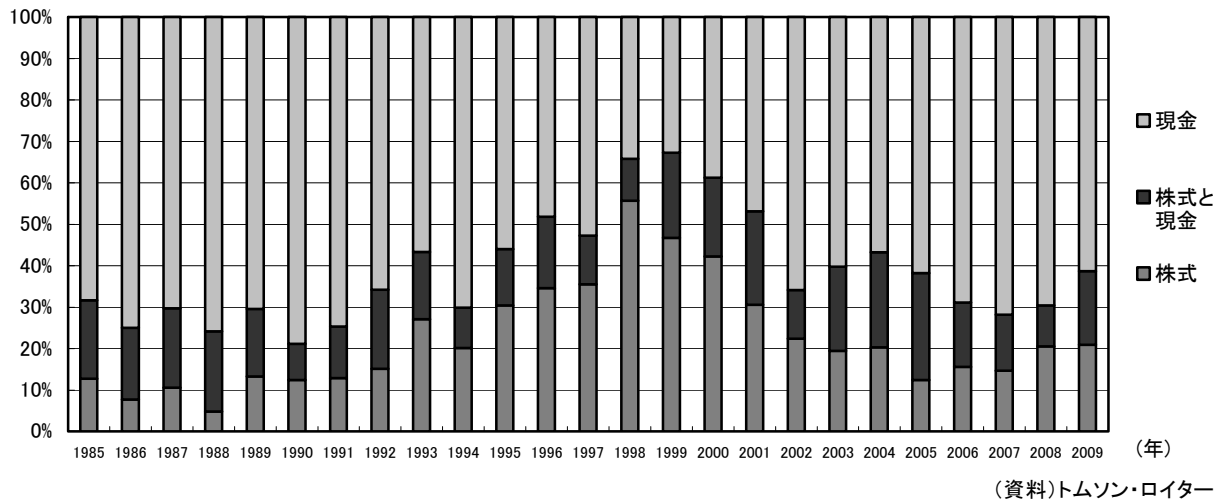


(資料)トムソン・ロイター

図表4は、M&Aの買収対価の内訳を金額ベースでみたものである。基本的に、買収の形態には現金買収と株式交換がある。1980年代後半は、ジャンクボンドによるLBOを背景に現金買収が多くを占めていたが、ITバブルの時期には株式交換が急増した。図表5のランキングにある、

イギリスのボーダフォンによるドイツのマンネスマンの買収、AOLによるタイムワナーの買収は、日本円で20兆円に及ぶ株式交換の超大型案件である。そして2000年代後半には、再び現金買収が増えた。

(図表4) 案件・買収対価の推移 (金額ベース)



(図表5) 世界のM & A 案件ランキング

年	被買収会社	国	業種	ステータス	買収会社	国	金額 (億ドル)	対価
1999	Mannesmann AG	ドイツ	通信	上場会社	Vodafone AirTouch PLC	英国	2,028	普通株式(非米国企業)
2000	Time Warner	米国	メディア、 エンターテインメント	上場会社	America Online Inc	米国	1,816	普通株式(米国企業)
2007	Philip Morris Intl Inc	スイス	食品、生活雑貨	子会社	Shareholders	スイス	1,130	普通株式(非米国企業)
2007	ABN-AMRO Holding NV	オランダ	金融	上場会社	RFS Holdings BV	英国	982	現金 新規発行普通株式
2006	BellSouth Corp	米国	通信	上場会社	AT&T Inc	米国	894	現金 普通株式(米国企業)
1999	Warner-Lambert Co	米国	ヘルスケア	上場会社	Pfizer Inc	米国	888	普通株式(米国企業) 普通株式(米国企業)
1998	Mobil Corp	米国	エネルギー電力	上場会社	Exxon Corp	米国	851	普通株式(米国企業)
2004	Shell Transport & Trading Co	英国	エネルギー電力	上場会社	Royal Dutch Petroleum Co	オランダ	803	米国預託証券 B種普通株式(非米国企業)
2000	SmithKline Beecham PLC	英国	ヘルスケア	上場会社	Glaxo Wellcome PLC	英国	788	米国預託証券 普通株式(非米国企業)
2006	Suez SA	フランス	エネルギー電力	上場会社	Gaz de France SA	フランス	752	普通株式(非米国企業)

(資料)トムソン・ロイター

図表6は、プライベート・エクイティ・ファンド^(※3)が絡んだ案件の総金額の推移で、最近のM&Aブームの特徴を示している。プライベート・エクイティ・ファンドとは、主に非上場・非公開企業を長期的な戦略に基づき買収し、経営者を送り込むなどして企業価値を向上させた上で、上場・売却等を行うことにより収益を追求するファンドである。その買収原資の多くは、金融機関からの借入れに依存するため、M&Aの分類ではLBO案件でもある。

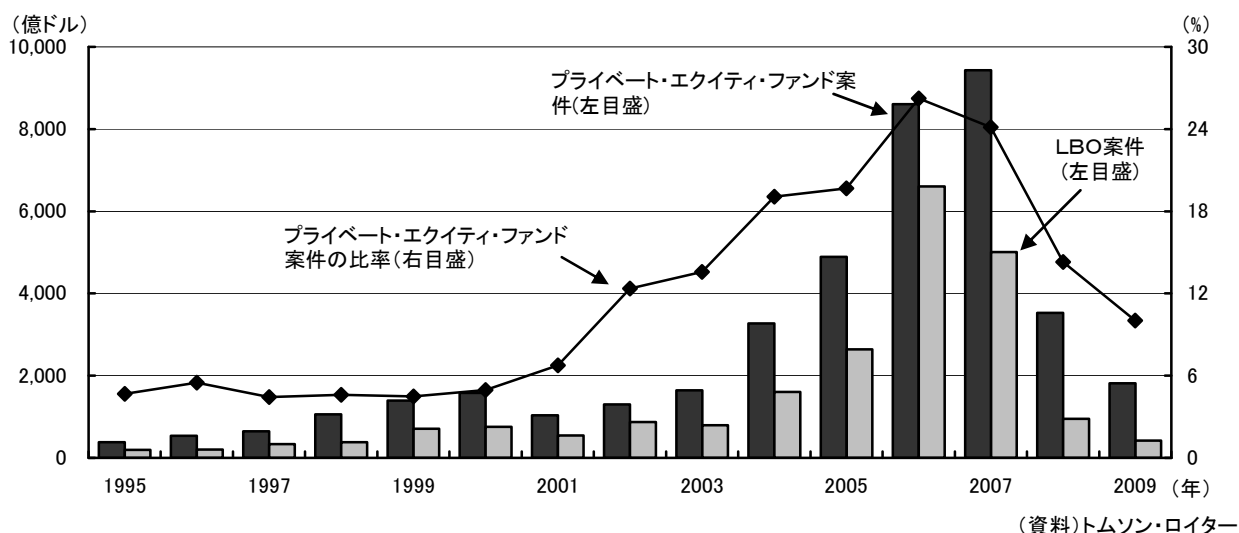
2006～7年のM&Aのブームでは、プライベート・エクイティ・ファンドの絡んだ案件が全体の25%近くまで上昇しており、同時にLBO案件の金額も急増した。そして、リーマンショッ

クを契機とする世界的な信用収縮で、このブームは終息に向かった。

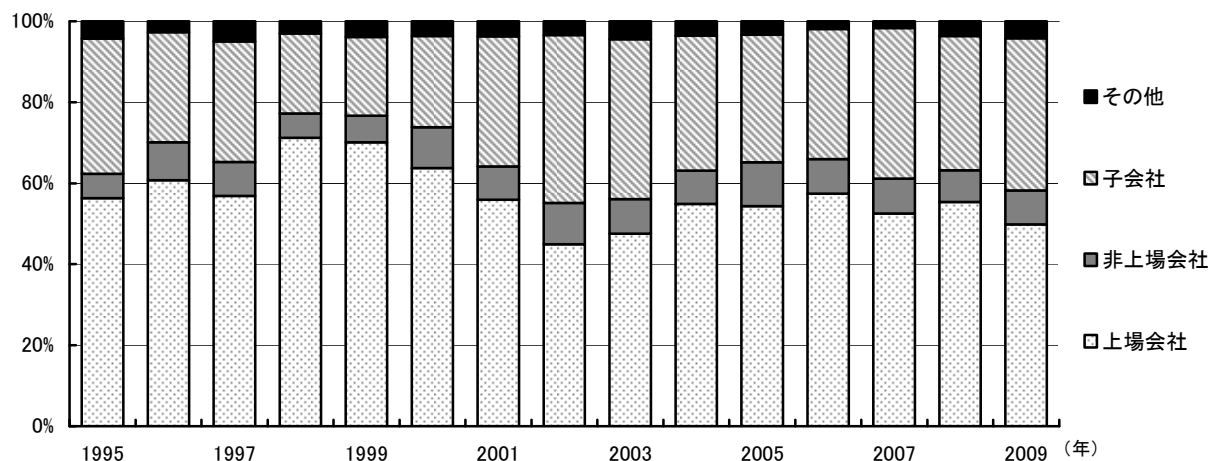
図表7は、被買収企業の属性をみたものである。99年から2000年、あるいは2000年代後半のM&Aブーム期には上場会社の買収が多かったが、M&Aの後退期には子会社の比率が増えている。これは不況期の事業再編で、子会社の売り物が増えていくことも関連していると考えられる。

※3 一般的に株式を公開・上場していない企業に投資し、その企業の成長や再生の支援を行なうことを通じて株式価値を高め、その後IPOや他社への売却を通じて利益を得る投資ファンドのこと。世界的には、ブラッドストーン、KKRなどが有名。

(図表6) プライベート・エクイティ・ファンド案件とLBO案件の推移(金額ベース)



(図表7) 被買収会社の属性(金額ベース)



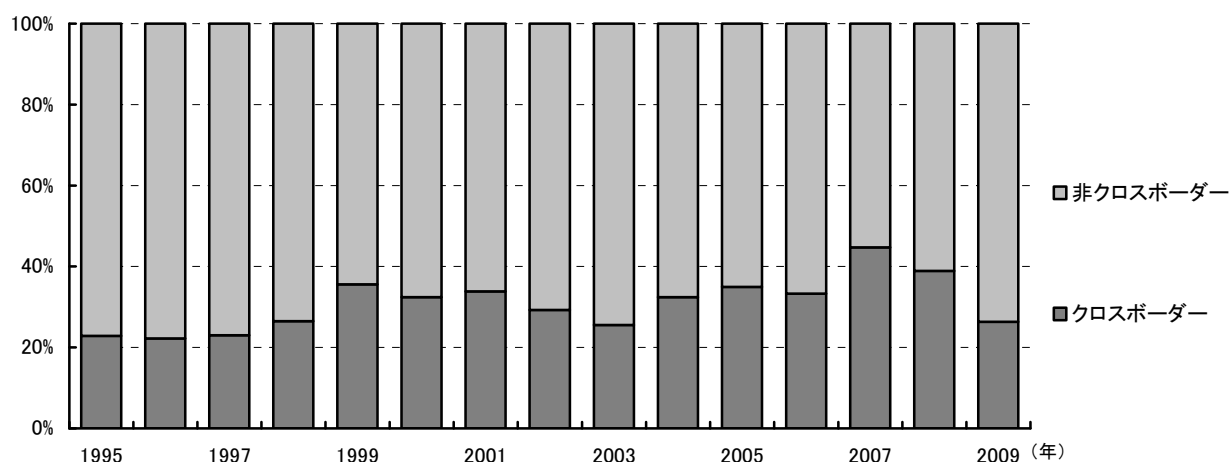
(注) 上場子会社は子会社に含まれるが、欧米ではあまり例がない

(資料)トムソン・ロイター

図表8は、買収会社と被買収会社の国籍が異なるクロスボーダーM&Aの比率を見たものである。買収会社の国籍は、最終親会社の国籍で認識した。このように、M&Aのブーム期にはクロスボーダー比率は上昇し、後退期にはその比率

は低下する特徴があるが、この間の趨勢では、クロスボーダー比率は傾向的に上昇しているとみられる。(図表にはないが、2010年クロスボーダーの比率は回復)

(図表8) クロスボーダーの比率 (金額ベース)



(注) 買収側の子会社が被買収会社と同じ国籍でも、その最終親会社が異なる国籍の場合はクロスボーダーに含める

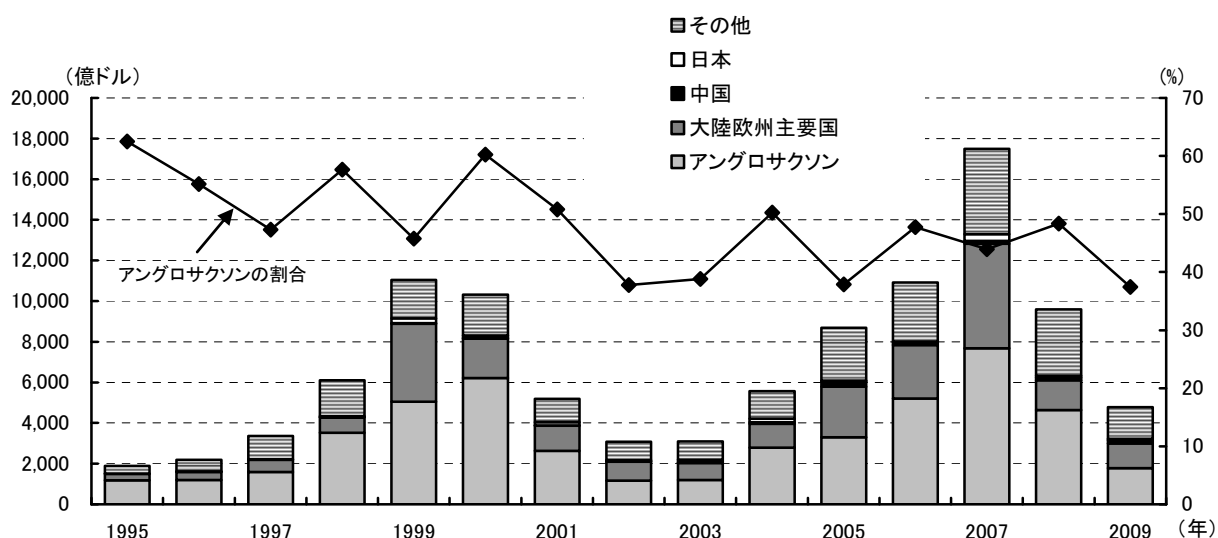
(資料) トムソン・ロイター

2. クロスボーダーM&Aと日本企業の狙い目

以下では、クロスボーダーM&Aに焦点を当てて見ていく。

図表9と図表10は、世界のクロスボーダーM&Aの総額の推移を見たものであるが、2007年のピークには、2兆ドル近くまで上昇したが、昨年はその4分の1にまで落ち込んでいる。

(図表9) クロスボーダー被買収国・国籍の推移



(資料) トムソン・ロイター

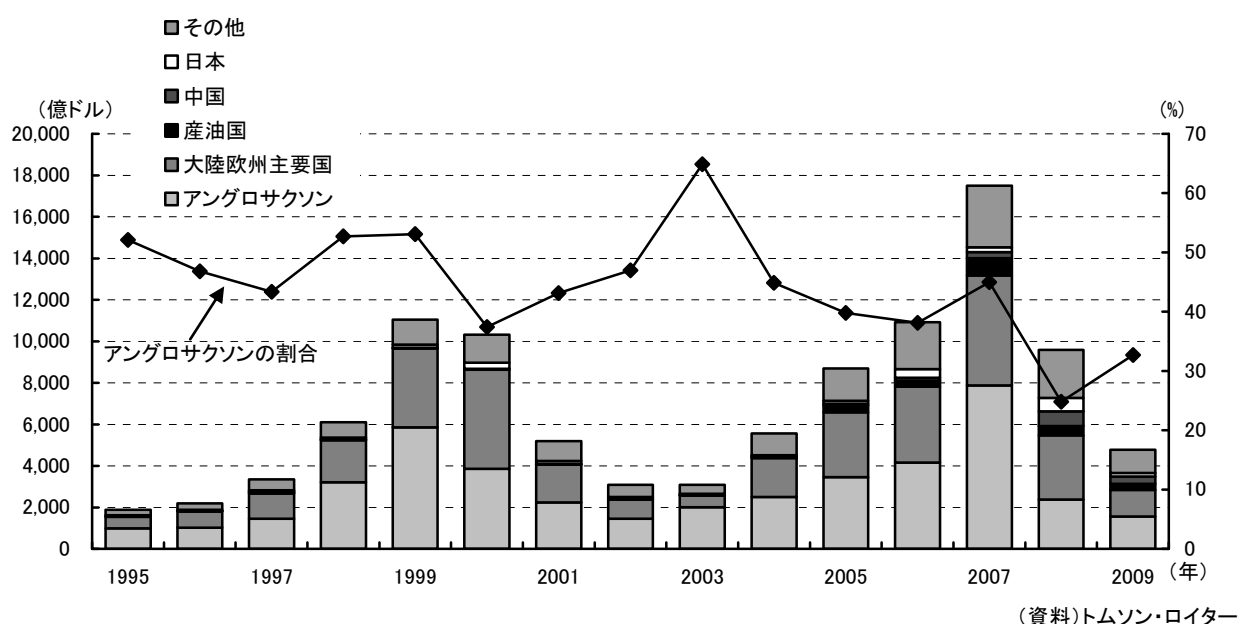
(注) アングロサクソンは、英・米・カナダ・オーストラリア

大陸欧州主要国は、ドイツ・フランス・イタリア・スペイン・オランダ・スイス・ルクセンブルグ

国別の内訳では、買収国、被買収国とも、アメリカ、イギリス、カナダ、オーストラリアのアングロサクソン4カ国のプレゼンスが際立っている。しかし、図表10の買収国でみると、リーマンショック後、アングロサクソンのプレゼンスは急速に落ちてきており、中国や産油国がやや頭をもたげてきている。日本は、双方においてグローバルにはほとんど目立っていない。

図表11は、日本の2005年以降のM&Aの規模をさらにGDP対比で国際比較したものである。日本は、買う方でも、買われる方でも、主要先進国最低水準で、M&Aに関しては中国よりも閉鎖的な地位にある。この立ち位置が日本の将来にとってどう影響してくるか、大いに議論の余地がある。

(図表10) クロスボーダー買収国・国籍の推移



(図表11) クロスボーダーM&Aの対GDP比 (2005～2009年の平均)

(億ドル、%)

	名目GDP	アウトバウンド (買収)	アウトバウンド (対GDP比)	インバウンド (被買収)	インバウンド (対GDP比)
日本	46,496	321	0.7	112	0.2
米国	137,625	1,785	1.3	2,058	1.5
英国	24,788	1,357	5.5	1,582	6.4
ドイツ	32,134	661	2.1	615	1.9
フランス	25,117	895	3.6	431	1.7
中国	35,247	317	0.9	375	1.1

(資料)トムソン・ロイター、IMF

ここからは、日本のアウトバウンドM&Aの可能性に焦点を当てていく。

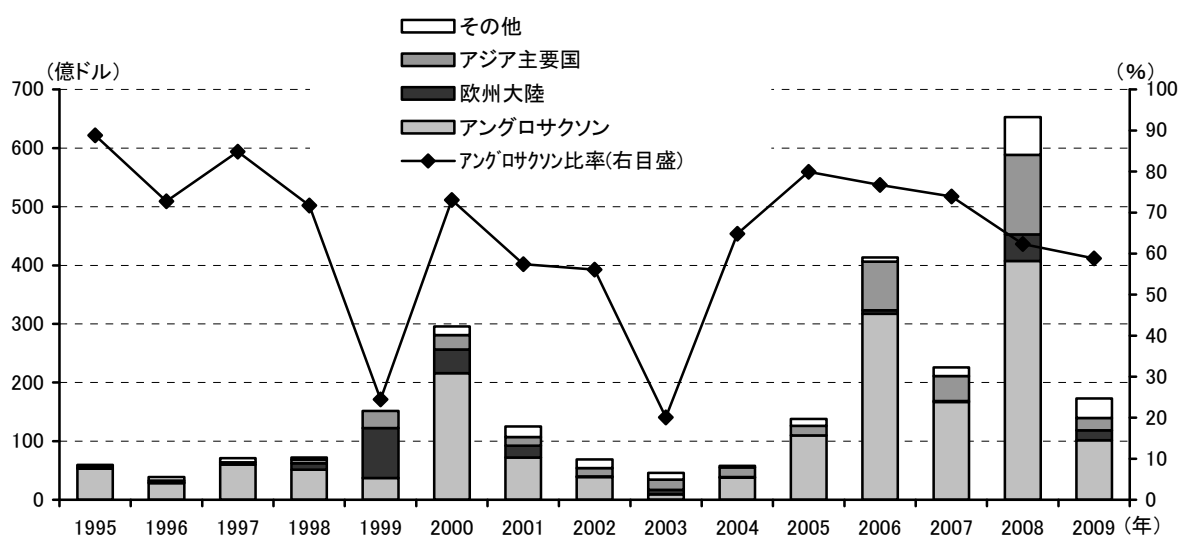
図表12は、日本のアウトバウンドM&Aのタ

ーゲット国を金額ベースで集計し、その推移を見たものである。アングロサクソン諸国の比率が、かなり高い水準で推移している。アジア地

域も増加しているが、図表13の参考ランキング表にもあるように、大型案件がアングロサクソンに偏っているため、このような分布になっている。アングロサクソン諸国は、日本から見てM&A関連の法制度が整備されており、買収およびその後のオペレーションにおいてリスクが少ないのではないかと推測できる。

但し、これからの日本のアウトバウンドM&Aの対象地域として注目されるのは、成長のエネルギーを持ったアジア地域であると思われる。そして、ターゲットとなるのは、販売のネットワークを持った現地あるいは欧米国籍の企業ではないかと考えられる。

(図表12) 日本のアウトバウンドの推移(相手国別)



(注) アジア主要国とは、韓国、中国、香港、台湾、インド、ASEAN

欧州大陸とは、ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、スイス、ルクセンブルク、スペイン

(資料) トムソン・ロイター

(図表13) 日本のアウトバウンドの上位10件

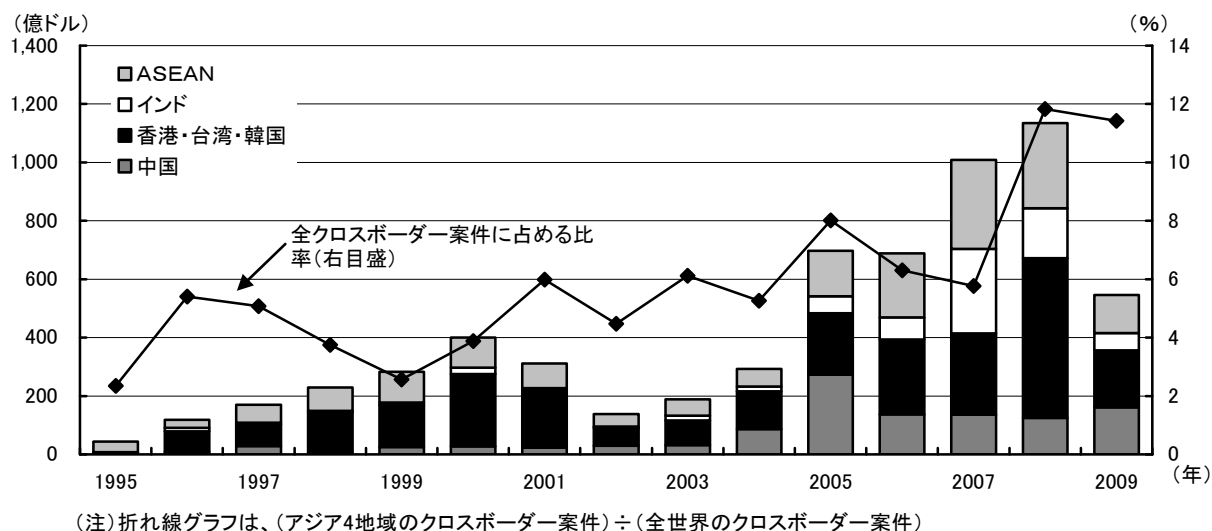
年	被買収会社	所在国	業種	ステータス	買収会社	金額 (億ドル)	対価
2006	Gallaher Group PLC	英国	たばこ	上場会社	日本たばこ産業	188.0	現金
2000	AT&T Wireless Group	米国	通信	上場会社	NTTドコモ	98.1	現金・ ワラント
2008	Millennium Pharmaceuticals Inc	米国	医薬品	上場会社	武田薬品工業	81.3	現金
2008	Morgan Stanley	米国	金融	上場会社	三菱UFJフィナンシャル・グループ	78.4	現金
1999	RJ Reynolds International	オランダ	たばこ	子会社	日本たばこ産業	78.3	現金
2000	Verio Inc	米国	通信	上場会社	NTTコミュニケーションズ	63.2	現金
2006	Westinghouse Electric Co LLC	米国	電力	子会社	東芝、石川島播磨重工業等	54.0	現金
2008	Ranbaxy Laboratories	インド	医薬品	上場会社	第一三共	50.3	現金
2008	Philadelphia Consolidated Hold	米国	保険	上場会社	東京海上ホールディングス	46.9	現金
2005	Pilkington PLC	英国	ガラス	上場会社	日本板硝子	42.1	現金

(資料) トムソン・ロイター

図表14は、M&Aの被買収国を、中国、インド、ASEANとNIES（シンガポールはASEANに含めた）の4地域でみたものである。1990年代は、ASEANとNIESが太宗を占めていたが、近年は、

中国、インドがM&Aのターゲット市場として拡大している。そしてこのアジア市場が、全世界のM&A市場に占める割合は、10%を超えるまでに拡大してきている。

（図表14）アジア4地域のクロスボーダーM&Aの実績（被買収国）

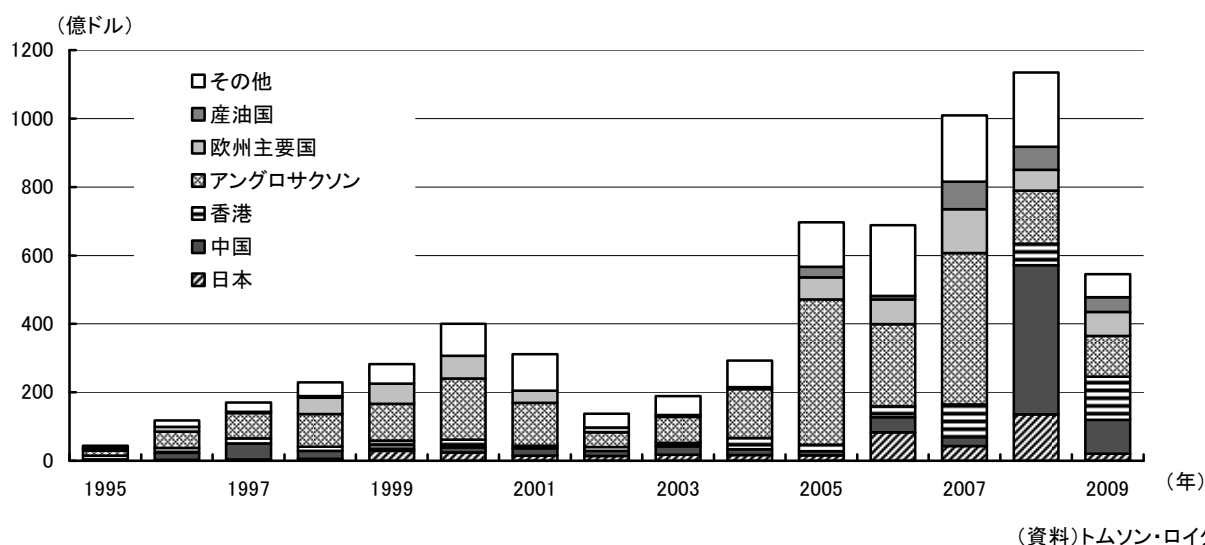


図表15はこれらの地域の企業を、どこの国が買っているかを見たものである。2007年までは、アングロサクソン諸国が過半を占めていたが、リーマンショック以降は、中国や香港、あるいは産油国がプレゼンスを高めている。日本

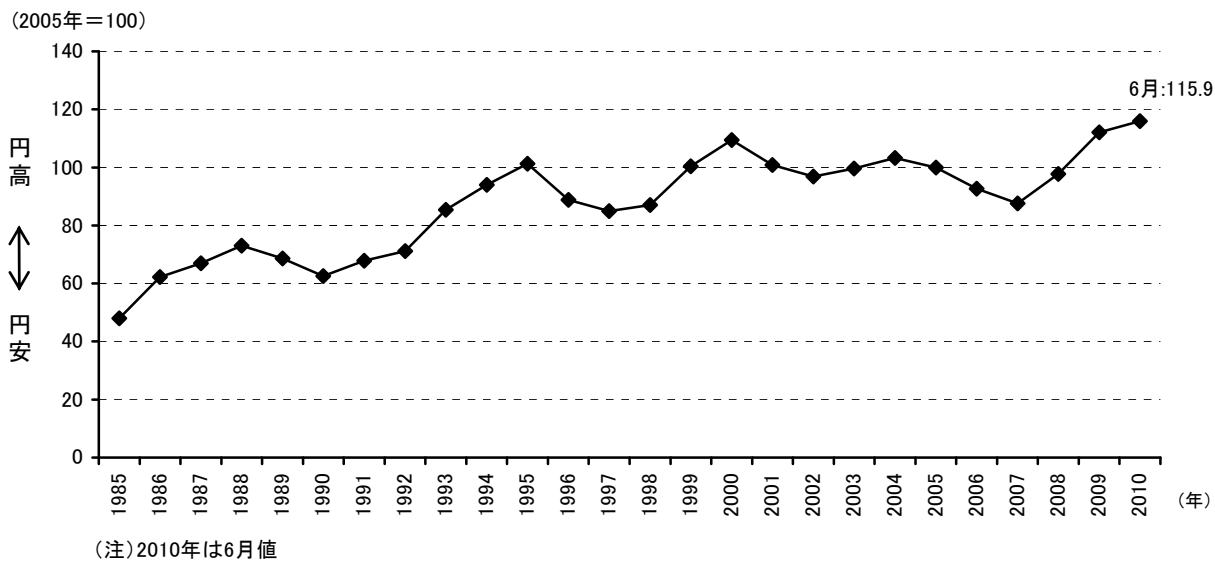
も、近年はやや存在感を示しているが、昨年の2009年は少し慎重になっている。

図表16は円の実効為替レートの水準を見たもので、このところ円は、貿易相手国の通貨に対し歴史的な最高値圏にある。

（図表15）アジア4地域のクロスボーダーM&Aの実績（買収国）



(図表 16) 円の実効為替レート

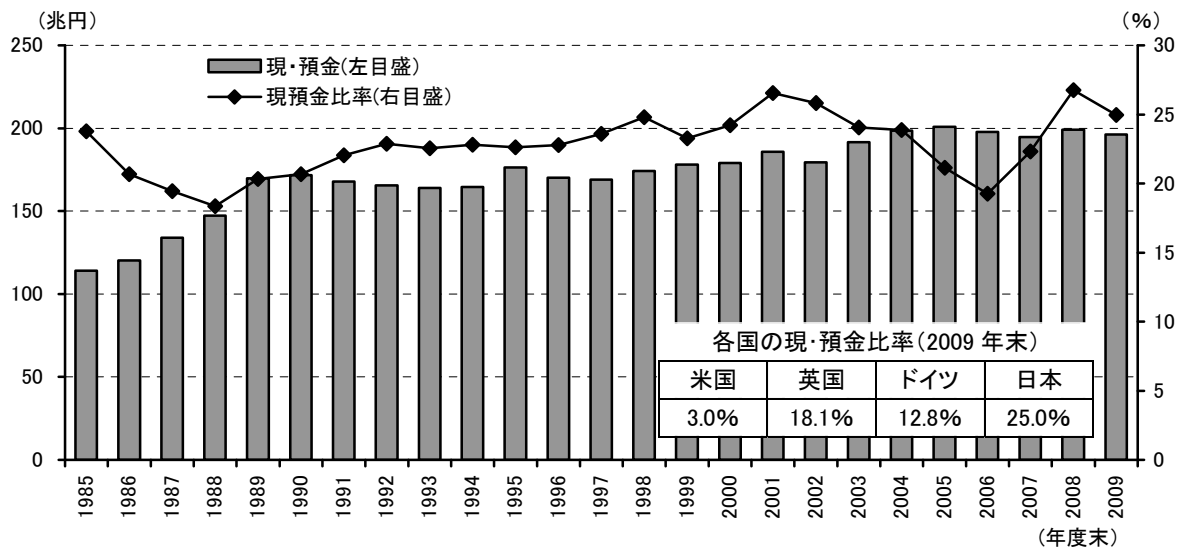


次に図表 17 は、日本企業のキャッシュポジション、つまり総資産に占める現預金の比率を見たものである。日本企業のキャッシュポジションは、25%とバブル期を上回る水準にあり、

欧米企業を大きく凌駕している。

こうしたデータを見る限り、日本のアウトバウンドM&Aは、大きなチャンスが到来しているように思われる。

(図表 17) 日本企業のキャッシュポジション



(図表 18) 日本の対アジア 4 地域 M & A 案件ランキング

年	被買収側 名称	被買収側 所在国	被買収側 業種	ステータス	買収側 名称	買収側 業種	金額 (億ドル)	買収 対価
2008	Ranbaxy Laboratories	インド	ヘルスケア	上場会社	第一三共	ヘルスケア	50.3	現金 現金のみ
2006	Mirant Corp-Generating	フィリピン	エネルギー 電力	子会社	投資家グループ	金融	34.2	現金 現金のみ
1996	Senoko Power Ltd	シンガポール	エネルギー 電力	子会社	Lion Power (2008) Pte Ltd	エネルギー 電力	27.6	負債 現金
2008	Tata Teleservices Ltd	インド	通信	子会社	NTTドコモ	通信	26.5	現金 現金のみ
2006	OYL Industries Bhd	マレーシア	工業	上場会社	ダイキン工業	工業	21.2	現金 現金のみ
2007	PLDT	フィリピン	通信	上場会社	NTTドコモ	通信	16.5	現金 現金のみ
2008	San Miguel Brewery Inc	フィリピン	食品、 生活雑貨	上場会社	麒麟ホールディングス	食品、 生活雑貨	13.9	現金 現金のみ
2003	Dongfeng Motor Corp	中国	工業	政府系	日産自動車	工業	10.3	現金 現金のみ
2007	World Fortune Ltd	香港	不動産	子会社	マルハン	メディア、 エンターテインメント	8.4	現金 現金のみ
1999	LG Group-Copper Refining Bus	韓国	素材	子会社	Nikko Mining & Metals	素材	8.0	現金 現金のみ

(資料)トムソン・ロイター

なお、本稿のデータ作成において、トムソン・ロイター・マーケットツ社の斉藤世英、山口淳也両氏の協力を得た。感謝の意を表したい。

(卯月 勝、高橋 達郎)