

M&A ビジネスと PEF

市場・企業経済の新たな「装置」の功罪

澤田 貴之

目次

1. はじめに
2. M&A 研究の特徴とマクロ経済研究との乖離
3. BCG (ボストンコンサルティンググループ) 調査と M&A 評価
4. M&A の実施主体から見た分類化
5. 日本市場の反応：M&A 受動型機関投資家 (投資信託) の投資行動
6. メガ買収ファンドの投資行動と戦略 (カーライルグループを中心として)
7. 付言として (マクロ経済に与える影響について)

1. はじめに

世界的なマネー余剰は買収ファンドの運用資金を右肩上がり増大させ、これに比例して世界で大型買収を容易にしている。06年買収ファンド (PEF: Private Equity Fund, 以下 PEF と呼ぶ) による M&A 総額は世界全体で 7,444 億ドル (約 90 兆円, 調査会社デューロジックによる数字) にも達している。LBO (レバレッジド・バイアウト), クラブディールなどを通じて買収規模自体も世界的に拡大傾向にある。むろん大型買収が数多く報道される中、実際の M&A 案件は非公開企業, 中小企業が買収対象となっているという事実も看過するべきではなかろう。M&A 規模の案件が大から小まで非常に裾野が広いということは、それだけ M&A に関わるビジネスも参入の機会が幅広いということを意味している。

特にわが国ではここ 10 年の間に M&A をめぐって規制緩和が次々と施行され, 07 年 5 月の三角合併解禁を睨んだ M&A ビジネスへの新規参入や既存国内金融機関の参入予定が次々と報道されるに至っている。MARR 誌の統計に

よれば, M&A 件数は 05, 06 年共に 2,700 件を突破しており, 00-03 年が 1,600 台から 1,700 件台半ば程であったものが, 企業業績回復に歩調を合わせて 04 年には 2,000 件台の大台に乗り, その 80% 近くが IN-IN の M&A となっている。OUT-IN は懸念されているものの, 件数では 10% 以下である。そもそも対日直接投資は欧米諸国に比較して金額は低く, M&A がこれを促進するという期待論がある一方で, 欧米・BRICs と比較した時価総額の相対的低さから外資脅威論が日本では広まっており, 後者の論調が強い傾向も見受けられる。確かに件数だけからすれば, 今や日本のそれは米国に次ぐ世界 2 位の多さとなっている。大中小の規模, 公開・非公開企業を問わず, このような件数の急増は M&A ビジネス自体が市場拡大を続けていることを示している。M&A ビジネスに新規参入者を誘引しているのはハイリターンを獲得できるビジネスチャンスの拡大であり, 売上規模がさほど大きくない target 企業でも, 企業価値向上のために財務上の数字の改善に成功すればハイリターンを期待できるからである。

このように世界的な経済現象でありながら,

実は M&A 研究についてはアナリストによる微細な財務分析を継承する形で、企業価値向上をめぐる M&A 効果を企業価値そのものの変化から株式交換に至る手法的な効果検証まで細分化していく傾向が色濃くなっている。これは研究データ収集上の便宜から、M&A という「商取引」が公開市場（証券市場）で行われた案件を中心としてはいるが、その場合には各業種の市場占有率の変動を生み出すことになるために「独占」化ないし「寡占」化の分析につながるし、「公開市場」外の多数の M&A 案件を加えて総計すれば、景気の下降局面においては、通常の景気循環を描く曲線の部分でより早期的な企業数の減少が起こりうる。

上述の景気下降局面、もしくはそこに至る手前での個別業界での成長の限界点に到達する時点で、M&A はポジティブな企業戦略として、なお成長志向を市場に提起するものとなる。このような性格を持った M&A が実際にシナジー効果を発揮して合併・買収による acquirer 企業と target 企業の単なる足し算の結果、生じた総和を超えたものとなるのかどうかは短期的な側面ではなく、長期的な側面から見ての企業業績の向上にかかってくる。しかしながら、この M&A を評価するのはアナウンス時点での超短期的な側面による「前期間」と M&A 完了後の「後期間」という、いずれにしても短期的な「市場」による評価によるものである。実際の収益実現に至るまでの本来の「後期間」はまた別の次元の問題となる。

ここで、もし当該事業法人以外に従来よりも M&A を促進化する「媒介項」＝「執行役」が現れた場合、M&A 件数の増加、M&A の大型化がより容易になる。後述するように、この促進的「媒介項」が PEF であって、世界中で過剰マネーの運用需要が増大することで、PEF は今や事業法人以上に M&A の事実上の「執行役」になっている。このような M&A は上述の景気

の特定局面に限らず顕在化する可能性がある。つまり世界的に金余りが常態化していることを前提とすれば（言い換えればそれが解消しないことを前提とすれば）、M&A 自体も件数の増減は別にして好不況期を問わず常態化＝装置化することになるろう。

ただし、ここでいう常態化＝装置化とはブームに対する恒久性を何ら保証するものではない。M&A による企業業績の収益増、企業価値の向上が限界に来たときに、また PEF の競合深化によって target 企業のビッド価格が釣り上がることで、M&A 効果が期待される当該企業も PEF も収益と利益幅を狭めるか、損失を出す可能性が生まれる。これまで景気循環の変数として想定されていなかった M&A が、この局面においては余剰マネーの PEF からの引き上げを起し、最早下降局面に移ることを防ぐ下支えとなくなるとなる。

2007 年下半期以降に盛んに喧伝されてきたアメリカ経済のソフトランディング論も実はこうした M&A 効果を織り込んできた部分が強い。M&A 自体が資本主義経済に埋め込まれたものであるならば、そこでは単なる俗説を超えて新たな景気循環変数として M&A を考察し直す機会がもっと増すべきときに来ていると言ってよからう。

2. M&A 研究の特徴とマクロ経済研究との乖離

本来の M&A 研究では、現在の M&A を仕掛ける側（acquirer）として「事業法人」と異なる投資ファンドによる主導については、ファンドの投資行動自体については捨象されるか、投機的な介入として実物的な効果は意図的に無視されるという状況が続いている。特に日本では「外資脅威論」と重なる形で、投資ファンドが M&A の仕掛け主体となるケースでは証券市場

における投資家心理と株価への投機的インパクト、さらには株の売り抜けによる利益追求という社会的批判にも近いネガティブな評価しか得られていないということとも深く関わっているといえよう。

M&A 自体が米国を発端としているため、上述のアカデミックスタディもそうした流れを受け継いだものとなっているが、他方で M&A の内容 (目的, 手段) だけでなく、企業経営の型 (米国型, ドイツ型, 日本型) や金融資本市場, 法制度の違いなどから M&A 効果を計測するための事前と事後の様々な実物効果をあらわす指標は先行組である欧米諸国と後発組である日本とでは当然異なったものとなってきている。

通常行われる M&A に関する実証分析は買収側企業と被買収側企業の 2 社において, CAAR (累積平均異常収益率: cumulative average abnormal return) が統計的に有意に異なっているか否か, を検証するものである。具体的には個別企業の株式投資収益率から市場平均投資収益率を控除したものが異常投資収益率であり, その累積値をもって被説明変数とする線形回帰モデルを用いた分析が現状では主流となっている。

米国の過去の先行研究では一あくまでも米国の事例であるが一, 被買収側企業の CAAR が買収側企業より高くなる傾向が看取されているが, 日本では少なくとも 1990 年代前半以前にはこのような傾向はみられず, むしろ買収側企業の CAAR が高かったという複数の研究結果がある。この原因としては特にメインバンクが取引仲介をしたときに高くなるという事実から, メインバンクの情報力を利用することで買収側企業のメリットが大きいことが指摘されてきた。

以上の諸点についてイベント・スタディの手法によって, 日本では 1977 年から 2004 年までの上場企業間で行われた M&A アナウンスメ

ントによって acquire 企業と target 企業間で計測されうる新たな価値が, どのように分配されたのか, その背景と要因を仮説検証した松尾, 山本 [2006] の実証研究がある。この研究によれば, 1) 1999 年の商法改正に前後した M&A 市場の変革によって, 過去とは異なり acquirer 企業, target 企業双方ともに + の株主価値がもたらされるようになった, 2) 完全買収 (合併, 株式交換, 株式移転) のアナウンスメントよりも部分買収 (第三者割当増資, TOB) のアナウンスメントに (株式) 市場はより大きく反応する, 3) 経営組織の完全統合をとまなう M&A では合併, 株式交換, 株式移転については, 資本関係のない企業間でのものよりも同一企業グループ内の方がより大きなりターンをもたらす, 4) 親子合併では, 出資比率が高いほど target の株主にもたらされるリターンが大きくなる, という結論が導かれている。

上の研究はあくまでも例示であるが, 多くの研究に共通している事項は, そもそも M&A を通じた企業価値向上とは株式市場における評価であり, それはまた株主価値の向上と同義となっていることである。従って株主にどれほどの利益を生み出すのか, という指標が M&A の前後において比較検討されていくことになる。むしろ実際の M&A 個々の案件については株主価値を毀損する事例もあるが, そうした事例が増えれば法制度の枠内での解決 (株主による訴訟, 監督官庁による規制, 法制度改正等) が図られることになる。

M&A が成功すればシナジー効果を通じた企業価値の向上が達成されるものの, 2000 年を挟んだ前後に実行された米国の大型 M&A にしても中期的には企業価値の向上を達成できたか否かは判断し難く, 一般的な M&A については 7 割が失敗するとまで言われており, このためアナウンスから統合へ至るまでの成功確率を高めるための「技術論」と「経営戦略論」が実務

家間での研究上の大きな焦点となっている。1 + 1 = 3 という正のシナジーがある一方で負のシナジーもあるわけで、成功確率を高めるための総合的かつ指導書的な研究がこの場合にあってはまる (cf. Harding and others [2004])。こうした研究は日本では緒についたばかりであるが、先の細分化された研究同様、実務的な研究に限って言えば、枚挙に暇がないほど増えつつあるのが現状である (例えば吉永 [2007] 上野編 [2005] 中村 [2005] 若杉, 藤島 [2006])。

M&A のマクロレベル的検証においては経済学者・エコノミストの領域というような眼に見える役割分担が形成されているため、市場経済や資本主義との関係からの論及は極端に少なくなっているのが現状である。現行の対外直接投資 (FDI) の主流が既にクロスボーダー M&A になっていることから、世界的なニューモノポリーの形成に警鐘を鳴らす研究も存在するが (関下 [2001])、決して多くはない。総体として見れば、ここで言えることは現行の M&A 研究が戦略論・手法などの効果を肯定的に検証するために各論的な研究に入り込んでいるという実情を窺うことができよう。あくまでも経営戦略、ファイナンス、会計、実務領域からの研究が中心なのである。

3. BCG (ボストンコンサルティンググループ) 調査と M&A 評価

ここでさらにもう一つの例示として実務領域からの研究を見ておくことにしよう。旧来の調査とは異なり、BCG の設計した調査はある意味、企業サンプルの区分けと長期的な視点からみた M&A 効果の検証という点で、一石を投じたものといえる。以下同グループが公表した 2004 年発行のレポート (Growing Through Acquisition) に依拠して、その調査結果の概要を紹介しておこう。

まず BCG 調査レポートが強調する点は、これまでの学会、コンサルティング会社による M&A パフォーマンスの測定は個々の M&A 案件のアナウンス効果を見ているにすぎず、しかも 2~5 年ほどの短期的観察であるとし、その欠陥と限界については以下のように指摘している。

- 1) 個々の案件に焦点を合わせているため、acquirer 企業の経営戦略や M&A 経験のような企業特性が捨棄されてしまい、全案件がひとくくりで分析されてしまう結果になる。
- 2) また旧来の調査ではパフォーマンスが良悪いずれかに極端に傾斜する案件が含まれ、全体評価に歪みが生じてしまう。
- 3) 従来の評価手法ではアナウンスメント効果が、長期的パフォーマンスを予測する上で重要な判断材料になるということが想定されていたが、実際には近年の調査では、その重要性は想定よりも小さいことや必ずしも中長期に相関するものではないということがわかってきている。

3) の限界事項について同レポートは Mitchell [2004] らの研究を引き合いに出して、M&A 発表時点での、acquirer の株価変動については、その変動の 50% は、マージャーアービトラージ (買収・合併裁定取引) による短期売りに起因したものであるとしている。つまり市場サイドが当該 M&A 案件を実物的なメリットとして認識したのではなく、一種の短期的かつテクニカルな要因から発生したにすぎないとしている。

同調査では米国上場企業 705 社を対象として、M&A 活動の程度に応じて 3 グループに分

けて、1993-2002年までの10年間にわたる株式市場パフォーマンスを計測しており、その結果から5点を示している。要約すれば、1) 積極的にM&Aを行った企業グループはTSR (total share return = キャピタルゲイン + 配当金の合計 / 基準時の株価)の中央値が最も高いこと、2) 平均すると、M&Aで成功している企業グループは、M&Aを行わない自前の成長で成功している企業をしのぐパフォーマンスをあげていること、3) M&Aに積極的な企業の中で成長率が高いグループは他グループよりも負債比率が高く、配当も低い。また収益率も平均レベルであった。にもかかわらず投資家の評価が高いのは、M&Aによって価値が創出されたと考えられること、4) バリューマネジメントの原則が改めて確認されたこと、すなわちacquirer企業はキャッシュフロー投資収益率(CFROI)が資本コストを上回ることを確認した上で、初めて資産を増加させていること、5) サンプル企業の中なかで最も成功している企業群は、成長戦略に関わらず、平均超の収益成長を達成し、同時に高いCFROIを実現していること(またM&Aに積極的な企業は、行わない企業に比較して成長率が倍近く、市場シェアの獲得スピードが速い)というようになる。

以上のBCGの調査結果についてはM&Aそのものが企業価値を引き上げる側面を強調している。コンサルティング会社らしく、その実行効果の成否は持続可能な競合優位性を創出するためのM&Aとそのための実行スキルを必須条件としながら、経営戦略が核とならなければならない、という結論が導き出されている。M&Aを活用した代表的な戦略としては、1) コスト優位の確立、2) 必要な組織能力の獲得、3) 新たなビジネスモデルの構築、が代表的なものとして挙げられている⁽¹⁾。

これら3点はM&Aを実行する上での予測される競争優位性と経営資源の獲得を目指すも

のであり、市場がこれらのメリットを認識した場合、BCGに限らず、多くの調査が示すように総体としてM&Aが企業価値向上に作用するという結果が引き出されることになる。

4. M&Aの実施主体から見た分類化

4-1. 事業法人からPEFへの移行

事業法人による事業法人のM&Aを通常考えられていた「型」とすれば、これ以外にもacquirerの違いによって数種類に分類化することができる。事業法人による事業法人の買収という形態は企業価値向上を目指す上でのM&Aの根幹となるものであるが、実際には相当規模のM&Aを実行する場合、acquirerにとって資金調達の問題がその成否の鍵を握っている。従って買収資金の目処が立たなければM&Aのアナウンスと実行も不可能となる。この意味で欧米では投資銀行、わが国ではメインバンクの役割が過去大きかった。いわば仲介役として金融機関が介在するケースである。これとともに表面的にも対等扱いの合併が比較的多く、買収プレミアムも低かったが、買収する主体が大きく変わることでM&A市場にもはっきりと変化の兆しが近年現れている(例えばプレミアムの上昇)⁽²⁾。

周知のごとくわが国では株式持合い制の解消が急速に進展するとともに、従来のメインバンクの役割も急速に縮小してきた。長期的に見ればメガバンクは欧米型投資銀行を目指しつつあるものの、リテール業務への比重が高く、投資銀行への転換に至るまでなお一定の時間を要するものと考えられる。また国内大手証券会社においても事情は同じである。2006年の野村証券のように王子製紙による北越製紙の敵対的買収にあたって、M&Aアドバイザーとしての仲介業務を試みたが失敗した事例もある⁽³⁾。

わが国では伝統的な仲介役としては銀行に代

わって、企業業績の回復に伴って総合商社が復権を果たし、この面での役割が再び重要になりつつある。上述の北越製紙については三菱商事が出資しており、流通業の事例では産業再生機構の下で再建が進められたダイエーに対する丸紅の出資など、企業再編に絡む出資者としての役割については枚挙に暇がない。しかしこの場合も再編絡みや大株主といった伝統的な形での役割が多く、総合商社も積極的な acquirer となっていない。

このように近年、わが国で acquirer として登場しそのプレゼンスを高めてきたのは「伝統的な仲介者」ではない。既に多くのメディア媒体で伝えられてきたように「投資ファンド」である。日本企業側や経済団体側が憂慮してきたのは、特に外資系ファンドによる M&A であり、日本の技術が流出する危険性なども含めた外資系ファンド脅威論は何度も浮上してきた。世界的な金余り現象の一つとして、運用先としての投資ファンドに資金が集中する傾向が強くなっており、米国金融市場では PEF が既に acquirer の中枢に位置するようになっている、また欧州でも同様のことが起きている。

公務員、大学などの退職者年金、年金基金からの資金流入がこれら「投資ファンド」の資金力を強め、そうした潤沢な資金力に加えて、買収に際しては借入金を組み合わせる LBO 方式を用いるために大型買収が容易になっている。target となる業種も半導体、メディア、病院からカジノまで様々で、今や 100 億円超の M&A も米国では珍しくなくなっている。こうした大型 M&A の多くでは、KKR (クラビス・コールバーグ・ロバーツ)、トーマス・H リー・パートナーズ、ブラックストーン、アポロ・マネジメント、GS キャピタル、カーライル、TPG (テキサス・パシフィック・グループ) などの PEF が acquirer となっている。

これら買収ファンドの中でも既に日本で活動

し名前を知られるようになった投資ファンドも少なくない。しかも M&A の規制緩和が進展する中で、その活動の矛先を日本に向けつつある。

4-2. 投資ファンド acquirer 型

先に説明した「事業法人 acquirer 型」よりも主流となりつつあるのが、「投資ファンド acquirer 型」である。ここでは関係業界以外の者が acquirer となるか、仲介者のな役割を果たす場合をさらに広く「M&A ビジネス型」と仮に呼んでおくことにしよう。このビジネスに関わる、伝統的な仲介者は金融機関 (銀行、証券会社) だが、「投資ファンド」による買収活動が主流となっている現在、米国でも銀行のような金融機関は世界的な低金利の影響もあって、むしろ投資ファンドの LBO のための融資を行い、間接的な関与を行うという利害関係者の一人となっているケースが多い。

事業法人を中心とした「型」と違い、この型がしばしば問題となるのは買収の目的と真意であろう。日本のファンドでは旧村上ファンド、プリヴェ・チューリッヒなどが、外資系ではリップルウッド、また直近ではスティーラーパートナーズによる明星食品、サッポロホールディングスなどへの M&A もしくはアナウンスメントが話題となった。これらファンドは一部にすぎないが、市場へ買収がアナウンスされた時点で target 企業の株価が急騰し、正式な TOB (公開買付) の設定価格が高めに設定された場合、現株価が TOB 価格を目指して連日ストップ高になることも珍しくなくなっている⁽⁴⁾。過去に特定のファンドは非常に似た行動形態を示してきたことで、市場はファンドが表面的に発するアナウンスメントとは別に、買収と経営権の獲得自体に目的があるのではなく、target 企業やホワイトナイト側に高値で保有株を買い取らせること (いわゆる売り抜け) が目的であること

を織り込む傾向がある。つまりこの場合、投資ファンドは自ら市場に対して企業経営を通じて実質的に企業価値を高めるプロセスに参画するわけではない。このケースを繰り返す特定ファンドを PEF と呼ぶには定義上の困難が伴うので本稿では PEF とは見なさない。

むしろ PEF 自体も必ずしも単一的な投資行動を行うものでなく、ファンド自体も複数の選択肢・シナリオを描いて行動している可能性があることは否定できない。TOB の失敗や撤退措置に伴う結果としての売り抜けもありうるわけだが、この点はあくまでも M&A 実績による判断から PEF と認知することは比較的容易であろう。一般的には破綻・不振企業の買収が完了して経営の再建・再構築を実施する再生ファンドは PEF と見なされよう。日本では先のプライベート（公開会社）やリサパートナーズ（公開会社）のような再生ファンド的な性格をもったファンドがこれに相当しよう。また旧村上ファンドのように上述通りの行動（売り抜け）をとるケースもあり、これを PEF と見なすのは困難である。

この他に当初買収ファンドではなくても私募投信が投資戦略を転換し PEF に転換することもありうるので、これら転換型も広く PEF に含めておく必要があろう。これを考慮して転換の可能性のあるヘッジファンドなども含めれば PEF は投資環境やファンド自体の戦略変更を通じて、市況次第で全 PEF の数と運用資金総額を増大させることになろう。厳密な意味での個別 PEF は運用資産をすべて買収のための運用に回しているわけでないので、全体の余裕資産はかなり大きくなる。また買収用資産自体は LBO を通じて膨れ上がるのが通例である。しかも年金基金などの機関投資家の資産が買収ファンドに流れこんでいるのが世界的な現状といえる。

4-3. PEF 主導による投資プロセスの精緻化と調整問題

上述の二分類は一つの（極めて魅力的な）買収案件に複数のファンド、事業法人、金融機関が acquirer として群がる場合もある。例えばメガファンド同士の連合による買収、いわゆるクラブディールのケース、ファンドと事業法人の混成型などがさらに acquirer の型を細分化し、その買収資金力を強化することになる。他方、target 企業側にもファンド、金融機関、親会社などの株主が存在しており、状況によっては M&A は長期化と利害関係の相克と複雑化を生み出すことにもなりかねない。例えば後者で MBO（経営陣による買収）の動きが出た場合などがこれに相当しよう。こうした場合、金融機関などによって target 企業の資産価値評価（ドューデリジェンス）が行われ、入札などの方法で買収が迅速に行われることも少なくない。

M&A がディールに至るまでの迅速性と計測の精緻化が M&A 成功の一つの要件であるだけでなく、企業価値を高めるという前提に立つならば、また PEF の利益回収までの期間が事業法人よりも短いのが常であることから、コアコンピタンス、従業員の削減、不採算部門からの撤退または売却、資産売却などの一連の経営改革・リストラクチャリングにはディール後の経営改革プロセス全体を通じて迅速性が絶対的な要件とならざるをえない。

米国では近年日本円換算で 1 兆円を超える大型買収案件も少なくなく、買収案件そのものが大型化する傾向が強くなれば、先に分類した純粋な「事業法人 acquirer」型よりも「投資ファンド acquirer」型が世界的な主流となることは、その資金力と資金調達能力から理にかなっていることになる。PEF については米国でもアセットストリッパー（資産の切り売り人）という批判的な表現が多く、日本でもハゲタカと

いう表現が用いられることが多い。そして、こうした表現は現在でも払拭されているわけではない。一連の買収行動・経営改革プロセスにおいて企業再建というよりもまず実質的には企業解体が先行せざるをえず、target 企業のステークホルダー（経営陣、株主、従業員、取引先、顧客など）が巻き込まれることになることが批判を呼び起こす大きな一因となっている。従って M&A から経営改革の成果が出るまでの期間を可能な限り短縮化し迅速性を重んじれば、従業員組合との交渉と調整を PEF 側は無視できなくなる。経営・資本レベルでのステークホルダー以外にも従業員組合との交渉の成否が迅速性を実現できるか否かの鍵となってこよう。

他方で悪評を超えて個別案件レベルでは 1990 年代以降、M&A が target 企業の再建・再生・経営改革を通じて企業価値が高まるという現象も米国で広く見られてきたことも事実である。企業価値向上という点では事業法人も PEF も目的はほぼ一致するものの、資金・利益回収が PEF の場合、期限設定が事業法人より短くなるため、混成型 acquirer の場合、双方の調整が必要となる。厳密な意味での PEF 以外にもヘッジファンド、その他の私募投資ファンドなどの数が過去世界的に増加の一途を辿り、多数存在することは、これらファンド同士の魅力的な案件（例えば近年の日米半導体メーカーをめぐる争奪戦）をめぐる争奪戦が激しくなりやすいことを意味している。これは長期保有を目的として target 企業の株式を保有しているファンドをも巻き込むことになる。従ってこの面でもファンド間の駆け引きが生じることになる。

ただし従業員組合との交渉・調整とは異なり、M&A 自体への負の影響は限られよう。acquirer 以外でも物言う株主、いわゆるアクティビストヘッジファンドが target 企業の株主である場合、オーナーシップ維持のため、入札のコン

ソーシアムか参加を通じて、よりオークションを活発化させるし、多くの大手ヘッジファンドは当初の戦略面で PEF とさほど変わらない（Betzen and Chasanoff [2007] p. 72.）。このように acquirer は事業法人から PEF へと主体が移りつつあるが、逆に入札競争の激化で買値物価格が上がり上がるという最終落札者に対する負の影響も考えられる。また市場との関係で TOB 価格との不整合性（高くつけすぎるか、低くつけすぎるか）をめぐる思惑違いが発生することも考えられる。買収に参加しようとする acquirer は案件次第で様々なりリスクを想定した上で、随時様々な局面で調整を迫られることになるため、同じ投資ファンドでも買収と経営改革を第一義的目的とする PEF でなければ M&A の完遂が行いにくいという事情がある。

5. 日本市場の反応：M&A 受動型機関投資家（投資信託）の投資行動

5-1. 日本企業へのインパクトと関連ビジネスの広がり

敵対的買収というものは近年その数が増加しつつあるものの、日本では成功事例が皆無に等しい。買収案件自体が増加するようになった背景としては法・規制緩和の進展があり、その起点を求めるとするならば、1997 年の独禁法第 9 条改正による純粋持株会社設立の解禁及び同年の商法改正（簡易合併制度）を挙げることができよう。続く 1999 年には商法が改正され株式交換・株式移転が、2000 年には同じく会社分割が導入され、2001 年には企業組織再編税制の整備が行われた。

このような法整備進展の背景には、日本の長期不況下（いわゆる「失われた 10 年」あるいは「失われた 15 年」）でリストラに代表されるような事業再構築が、親会社を頂点とした企業グループ内で急務の課題となったことと、さらに

は企業会計制度における連結決算重視型への移行に伴う法制度的運動性が確認でき、戦後、そして1960年代後半の資本自由化以来、安定的に機能してきた、いわば日本の株式会社の「型」(系列、持ち株制、メインバンク制等)に重大な転機をもたらすことになった。

06年は07年5月の三角合併解禁を前にして、日本では内外のM&Aに加速する動きが見られた。その総額は15兆円にのぼり、前年比3割増を記録している(数字はMAAR)。M&Aの総額が一つのピークを迎えた99年には銀行再編が総額を押し上げたが、直近の総額・件数増加は事業法人によるものが目立っているという特徴がある。数年前まではメディアでもなじみの無かった「敵対的買収」、「TOB」、「MBO」(経営陣による買収)という言葉が最早珍しいものではなくなってきた。しかしながら、日本のM&A規模15兆円も世界全体では5%弱を占めるにすぎない。日本国内でM&Aが増加傾向を示しはじめたのはITバブル期の1999年と非常に新しく、ITバブルがはじけてからは一端減少傾向を辿り、企業業績が回復傾向を示す03年から再び増加傾向を見せはじめ、成長戦略を取り込んだ本格的なM&Aが浸透するようになってからは僅か5年ほどしかたっていない。

日本でも05年12月にJTによる英国ガラハー、06年に入るとソフトバンクによるボーダフォン日本法人買収というように各々2兆円前後に達するM&Aが成立し、この他にも東芝などによる米国ウェスチングハウス、日本板硝子による英国ピルキントン、東京電力などによるミラント・アジア・パシフィック、ダイキン工業によるOYLインダストリーズというように「IN-OUT」の大型買収が相次いだ。「IN-IN」でも阪急ホールディングスによる阪神電気鉄道、三井住友フィナンシャルグループによるSMBCフレンド証券の買収などに示されるよ

うに戦略的な事業構築をベースにしたものがある一方で、投資ファンドによる敵対的買収を通じて、ホワイトナイトが現れ結果的に事業法人による買収が行われた事例も少なくなかった。

日本におけるM&Aビジネスはそうした業務に携わる企業を生み出し、ビジネスチャンスを獲得するために既存の内外金融機関(銀行、証券)から法務ビジネス(ファーム)、仲介・アドバイザーの専門業者、そしてこれをテーマとする投資信託まで登場している⁽⁵⁾。M&A自体も企業規模の大小、業界再編を狙ったものから企業再建に至るまで幅広く、むしろM&Aの数の面では小規模の案件が大多数を占めており、こうした大多数の案件(非公開企業を対象とするもの)も関連ビジネスを生業とする業者にとっては重要な収益源であることに変わりはない。

日本の大手銀行によるレバレッジドファイナンスは06年で2.4兆円にのぼり、前年の3.8倍と過去最高を記録している。メガバンクの収益源として急成長している領域であるとともに外資の参入も盛んになっている。これと同時に関連ビジネスも拡大している。M&Aアドバイザーでは助言額ランキング(07年1-3月)で、GCA(日)、シティグループ、野村証券、みずほFG、メリルリンチが上位に名を連ねている(公表案件ベース)。ただし拡大基調を示しているものの、欧米のレバレッジドファイナンス市場の比ではなく、既に米国では07年2月にKKRなどのPEF連合によって電力大手TXUに対して5兆4千億円で買収アナウンスメントがされており、LBOとクラブディールによって10兆円以上の買収も可能になっている(『日経金融新聞』07年4月19日、20日)。

このようにPEFを主体としたM&Aのグローバル化は従来にも増して世界的な好況期を通じてM&A運用資金を増幅させており、こうしたファイナンス市場がフラット化しつつある

ことを物語っている。単なる M&A 件数の多さだけからでなく、資本金融市場という観点から見たとき、日本が M&A 市場として依然として緒についたばかりであることは明らかであろう。

5-2. 受身型機関投資家（投信）の対応

M&A とその現場で仲介をビジネスとして行う業者には、資金調達方法は別にして報道では見えない様々な交渉と時間および調整に関わるコストが発生する。通常案件のほとんどは非公開企業、すなわち中小企業が M&A の当事者となりうるが、公開企業を対象としたものについては 07 年 5 月の三角合併解禁を睨んで、投信業界によって M&A をテーマとした金融商品が販売されるようにまできている。末端の個人投資家までが買い付けることのできる公募投信では、現在日本市場が置かれた状況が最もわかりやすい形として表象されていると言ってよい。M&A 期待による株価上昇を睨んだ株式市場の期待、投信のような買収当事者とならない一般的な機関投資家の期待、さらには個人投資家のそれをも含めたものが各投信の投資方針・戦略・組込み銘柄に含まれていると思われる。

まず個別投信の 07 年 4 月時点での M&A 関連テーマのものとして、主なものが 07 年に入って三本集中して設定されている。それらの商品は和投信のダイワ M&A チャンス 2007、日本投信の日本 M&A オープン、大和住銀の M&A フォーカスファンドであるが、これら投信の投資方針を各々の『交付目論見書』から一覧すると、M&A フォーカスファンドの銘柄選定プロセスとしては財務的 M&A 評価と戦略的 M&A の二つに大別されており、財務的評価では二つのステップが踏まれてスクリーニングが行われている。第一段階で資産価値評価が M&A レシオ（株式時価総額×50%－ネットキャッシュ/予想営業利益＋原価償却費）また

は PBR（株価純資産倍率）によって行われ、これらのいずれかが業種平均以下であること、続いて選定された資産価値から見て割安な銘柄の中から、株主重視の経営を行っている銘柄、財務的 M&A 評価にかかわらず、定性判断による M&A 魅力度の高い銘柄を選別し、最終的にポートフォリオの構築に際して、ファンドマネージャーの定性判断、時価総額および流動性等を総合的に勘案するとなっている。

ステップ 2 の段階での株主重視度評価では 5 点が挙げられており、1) 買収防衛策：株主価値を不当に毀損するような防衛策（例えばボイズンピル）の有無、2) 株主構成：大株主に偏りがいないか等、3) 株主還元：余剰キャッシュの株主還元（例えば増配）で株価上昇が期待できるか、4) 企業収益力：経営改革により企業業績の改善が期待できるか、5) 説明責任：IR 姿勢の増強（例えば中期経営戦略の積極的開示）で市場評価の向上が期待されるか、というように列挙されている。同じく戦略的 M&A 評価については、1) 企業の成長戦略による価値（相乗効果、規模の拡大、範囲の拡大、時間短縮、2) 財務諸表に現れない資産価値、というようになっている。

次に日本投信の日本 M&A オープンについて、同様に『交付目論見書』から投資方針、選別方法を一覧すると、企業価値に比べて株価が割安であること、戦略的企業価値判断および財務的企業価値評価を重視するようになっており、前者は定性判断として技術力の向上、市場シェアの拡大、競争力の強化、事業展開のスピードアップなどに、財務的企業価値評価では定量評価として割引超過利益モデル、M&A レシオ、PBR などに、定性評価としてマネジメント力、技術力、成長力、競争力などに注目している。ちなみに割引超過利益モデルとは、現在の株主資本と、将来得られる超過利益（純利益－株主資本コスト）の現在価値との合計が、企業価値

(時価総額) であるとするモデルである。

依存する判断指標としては定性・定量判断とも大和住銀の場合と M&A レシオなども含めて全く同じであるが、割引超過利益モデルについてだけ異なっている。同モデルは産学連携の一種として、一橋大学大学院国際企業戦略研究科の研究者からファイナンス学会の当該情報の提供を受けている点が目新しいと言えよう⁽⁵⁾。なおモデルでは、株主資本+超過利益の現在価値=理論的な時価総額であり、ここから市場での評価を通じて現在の時価総額を引いたものが株価の上昇余地部分とされている。

残る大和投信の「ダイワ M&A チャンス 2007」の場合でも銘柄選定プロセスは上述の割引超過利益モデルを除けば全く変わるところはない。このことは投信を通じた銘柄選択は市場の評価一般に収斂する可能性が高いことを示しており、割引超過利益モデルにしても特に革新性が見られるわけでもないからである。ここでひとまず「投信=市場一般の評価」と仮定した上で実際の組み込み銘柄を三投信ごとに見てみることにしよう。

大和投信の場合、東証業種別の組入比率で一番高いのは電機機器の 15.81%に続いて化学 7.16%、情報・通信 6.01%、銀行 5.74%、医薬品 5.52%、鉄鋼 5.15%の順となっている。個別銘柄の 1 位から 10 位までは 1. トヨタ自動車、2. 東芝、3. 武田薬品、4. 新日本製鉄、5. ソニー、6. 三菱 UFJ フィナンシャル G、7. 三井住友フィナンシャル G、8. 第一三共、9. 住友商事、10. 信越化学(大和投信 Fund Letter, 2007 年 4 月 11 日より)となっている。日本投信の場合では機械 7.6%、鉄鋼 7.5%、電機機器 7.3%、医薬品 6.4%、小売業 6.2%、情報・通信業 6.1%で、組入れ銘柄は戦略的企業価値判断からの上位 10 銘柄が 1. 武田薬品工業 3.4%、2. 新日本製鉄 3.1%、3. 石川島播磨重工業 2.9%、4. 小松製作所 2.8%、5. 日

本郵船 2.7%、6. JFE HD 2.6%、7. キヤノン 2.6%、8. 三菱マテリアル 2.5%、9. NTT データ 2.5%、10. 住友商事 2.4%、財務的企業価値評価では、1. 富士フィルム HD 2.9%、2. テルモ 2.0%、3. 日清紡績 1.8%、4. 協和発酵工業 1.8%、5. ユニ・チャーム 1.4%、6. ニチレイ 1.4%、7. 東京製鐵 1.4%、8. シチズン時計 1.4%、9. 富士ソフト 1.4%、10. ヤマト HD 1.4%となっている(同月次運用レポート, 07 年 3 月 30 日より)。

この各投信の違いは後述するとして、続いて設定(06 年 3 月 29 日)が最も早かった大和住銀投信の場合では業種順位が、電機機器 12.0%、医薬品 9.5%、機械 9.0%、銀行 8.4%、輸送用機器 7.0%、化学 4.8%となっており、上位 10 銘柄は、1. アマダ 2.4%、2. 日清紡績 2.3%、3. 小野薬品 2.1%、4. スズキ 2.1%、5. JFE HD 2.1%、6. 昭栄 2.0%、7. 田辺製薬 1.9%、8. 豊田自動織機 1.6%、9. 住友信託銀行 1.4%、10. りそなホールディングス 1.2%となっている(同「運用報告書」06 年 10 月 20 日より)。三投信の共通する点としては業種順位として電機、医薬品などの以前から業界再編が活発に言われている業種が上位にきており、ほぼ同じ指標を用いているものの、上位の個別銘柄の組入れについては各ファンドマネージャーと運用チームの個性と総合的判断力の違いによってやや異なったものとなっている。

ただ個別銘柄についてやや異なっているものの、07 年設定組が大型株・国際優良株が中心なのに対して、06 年設定組の大和住銀の場合、中型株の組み入れがやや多い。これらの投信は設定後日が浅いため売買による組み入れ銘柄の変化を十分に検証することができないが—通常投信は設定来 3-5 年経過した後の運用成績を見る必要があるが、ここではできない—、おおよその投資方針の違いを知ることができよう。日本投信の場合、財務企業価値からの上位銘柄には

特徴があり、これは先に紹介した異なるモデルを導入していることが大きいと考えられる。

使用する指標・モデルや経営戦略面と財務面いずれに比重を置くのかで組入れ銘柄に違いが出てくるものの、通常の日本株投信と大きく変わるところがない点も指摘できる。特に大和投信の場合がこれに該当するといえる。上位銘柄については明らかに大型すぎて target 企業ではなく買収側・再編リーダー企業として評価しているように思われる。また各投信とも上位銘柄だけでなく各投信の組入れ銘柄全体を通観した場合、組入れ銘柄数の違いはあるものの（大和住銀 200 以上、日本投信 67 銘柄、大和投信設定が新しいため運用報告なし）、中型株を中心に上位業種の銘柄がほぼバランスよく組み込まれており、この点でも通常の日本株投信と大きく変わるところがないように見受けられる。

各投信の運用報告・レポート（前掲）に掲載された今後の運用方針として戦略・財務双方を重視した方針を貫きつつ、「財務指標には表れない技術やブランド、商圏などの評価に加え、買い手となり得る企業の動向、経営方針などにも注目」（大和住銀 06 年 10 月 20 日、傍線部引用者）、「業界再編型 M&A が期待される銘柄や事業譲渡などによる事業ポートフォリオの見直しから企業価値の向上が期待される銘柄などに注目」（日本投信、同 07 年 3 月 30 日）、というような方向をうちだしている。このように組入れ比率の高い銘柄からも察せられるように投信ゆえに「売り手」ではなく「買い手」企業側となる国際的優良銘柄を重視して組み込んでいかざるをえない。なぜならば公開されている「売り手」企業に注目した場合、これら企業が仮に財務的な指標から割安と判断されても、業績だけでなく戦略面や業界シェアの劣位から低株価に甘んじているケースが多く、投資家（投信購入者である受益者）に対する運用パフォーマンスを悪化させる可能性を持っているからであ

る。

以上のごとく投信を通じて日本市場における M&A の展望を見るに際しては、投信ゆえの限界を考慮しなければならないが、そこには業績の回復と増益基調の持続性を促すような M&A に対する市場の期待が存在していることも事実である。特定業種を中心にしてそれはかなりはっきりと表れている。いわゆる市場一般の見方と投信の見方はかなり近いと言えるのではなからうか。こうした市場期待と展望の下で、今概観したのが最もネガティブ、傍観的な投資家とすると、この対極に位置する買収側の機関投資家・執行役として PEF を取り上げる必要が出てこよう。

6. メガ買収ファンドの投資行動と戦略 〈カーライルグループを中心として〉

07 年 5 月の三角合併解禁を前にして、日本では欧米系大型 PEF の上陸が相次いでおり、これに日本勢・アジア勢の PEF を加えれば、同年を日本における M&A 元年と後年呼ぶことが可能かもしれない。実際ファンドが日本市場に本格的に触手を伸ばしてきたのは、三角合併解禁に先立つ 2 年程前の 2005 年頃からのことである。つまり規制緩和を前提としつつ、企業業績が急速に回復してきた局面であるとともに、世界的に過剰マネーが顕在化してきた時期と一致している。

こうした本格的進出に先立つ PEF の日本における活動は、90 年代にバブル崩壊後の長期不況を通じて破綻の憂き目に遭った企業の買い手としてスタートしている。この時点で日本国内には事業法人、投資ファンドを見回しても依然として acquirer としての余力などなく、メガバンクも不良債権処理から脱しきれていなかったからである。従って当時の旧日本長期信用銀行の再建には外資ファンドによる買収参加とい

う道筋しか残っていなかった。旧長銀に対する1,200億円にのぼる(共同)投資に応じたのがリップルウッド(ベルギー)だった。リップルウッドは旧長銀の抜本的な経営改革を進め、新生銀行として2004年に再上場させ巨額な株式売却益(約2,200億円)を得ている。この案件を手がけたことでリップルウッドは日本で最初に最もよく知られたPEFとなったのである。

リップルウッドは現在RHJ internationalに名称を変更し、その後03年には日本テレコムに約2,500億を投資し、ここでも巨額の売却益(約900億円)を手にして、引き続き日本での投資業務を継続している。2000年に東京オフィスを開設したTPG(米)やカーライル(米)などのような大型PEFや2000年以後から旧日債銀買収を手がけたサーベラス(米)があるものの、05年にベルミラ(英)が、06年にKKR(米)やベイン・キャピタル(米)がオフィス開設しているのを見ても、また07年に開設予定のブラックストーン(米)を見ても、さらにそれ以前に開設している先行組も含めて、日本での大型PEFによるM&A実施が時期的には2000年代後半に集中するであろうことを予期させるものとなっていることがわかる。

基本的にPEFは未公開投資会社のため、その概要や投資家の内訳から財務状況までを詳細に知ることは困難が伴う。ここでは2000年に東京オフィスを開設し米国の大型PEFとしては比較的早く日本でM&A実績を積んできたカーライルグループに焦点を当ててみることにしよう。カーライルは米国ではブッシュ政権前期に政権閣僚との関係がしばしば取りざたされ、軍事関連産業への投資比率が高いことで知られているが、日本では典型的な外資系大型PEFと言える。なおここで紹介する内容は入手可能な情報の制約によって、同社のウェブサイトとプレスリリースの範囲にすぎないことを断っておく。

カーライルグループは1987年に設立されたグローバルな事業展開を行っている典型的なPEFであり、MBO、戦略的少数持分投資、Buy & Build、成長資金投資等が主な事業となっている。グループ全体の運用コミットメント総額が急速に伸びる分岐点となった時期は03年である。折れ線グラフで描けば、元々90年代から2000年代にかけて緩やかな増加傾向にはあったが、03年には約200億ドルから06年には400億ドル超へ急激に右肩上がりを示すような変化を示している。大型M&Aの実施と大型PEFへの資金流入という世界的な潮流に一致したものとなっている。設立以来500件以上の投資実績を誇っており、世界15カ国に670名超の専門スタッフを擁し、グループ投資全体での売上規模は約460億ドル超、18万超の従業員を抱えている。

2007年上半期現在でルイス・V・ガースナー会長の下で、日本では既に第1号500億円、第2号2,156億円のバイアウトファンドが組成されている(スタッフ構成は日本人中心)。海外での投資先としてはHerz Corporation、Dunkin Brands、Jazz Semiconductorが、日本では学生援護会、ウィルコム、キトー、アサヒセキュリティ等を主なものとして挙げることができる。

組成しているファンドの種類ではバイアウト68%、レバレッジド・ファイナンス14%、不動産11%、ベンチャー7%となっている。投資先の業種別内訳では電気通信・メディア26%、不動産16%、エネルギー10%、自動車・運輸、消費財、テクノロジー・ビジネスサービスは各々9%で、以下航空7%、ヘルスケア6%、製造業6%、防衛1%、その他1%となっており、防衛に間接的な軍事関連産業といえるような航空等を加えても、全体での比率は小さく、投資比率だけ見ると一時期ささやかれたような軍事産業中心の投資ファンドというわけではな

い⁽⁶⁾。

時系列で見た場合のデータを入手できないので確定的なことを言うことができないが、業界全体の再編が期待されている分野(電機・メディア)や株式以上に収益率の高い不動産分野に投資が集中していることから、target企業や業種の絞込みについてはPEF一般の事業戦略に特に大きな違いが見られるというわけではない。

次に投資の地域別内訳に眼を転じてみると、北米67%、ヨーロッパ18%、アジア15%となっており、欧米中心であることも外資系大型買収ファンドの共通した特徴であるが、ただアジアが欧州に接近するほどの比率に達していることには注意が必要であろう。この点でも時系列で見ることができなくて残念であるが、この点は直近で公表されている個別の投資・買収案件を見ていくしかない。

まず日本を除くアジア地域での投資先(カーライル・アジア・パートナーズによる)を列挙すると、Boto International Holdings(中国・香港、消費財・流通、人工クリスマスツリーの製造販売など)、Caribbean Investment Holdings(中国・香港、ビジネス・システム、世界各地においてオフショア持株会社の売却、管理・運営を実施)、China Pacific Life Insurance(中国・上海、生保、中国国内第3位の生保)、Kor Am Bank(韓国、銀行、韓国国内第7位の商業銀行)、Pacific China Holdings(中国・上海、太平洋百貨、小売)、TBC(台湾、メディア、台湾第3位のケーブルTV運営会社)、というように5社のみとなっている。そして、その内の3社は中国に本社がある。

次に日本での投資先を見ると(カーライル・ジャパン・パートナーズ、カーライル・パートナーズ、カーライル・アジア・パートナーズによる)、ウィルコム(通信関係)、アサヒセキュリティ(警備、05年豊田自動織機へ全株式譲渡)、イーアクセス(通信関係)、学生援護会(求

入サービス、06年インテリジェンスと合併)、キトー(製造業、ホイスト・クレーンの大手メーカー)、コーリンメディカルテクノロジー(医療機器の製造・販売、05年6月にオムロンヘルスケアへ全株式譲渡)、Qualicaps Group(ヘルスケア)、Rhythm Corporation(自動車部品製造)、東芝セラミックス(半導体製造)の9社にのぼっている。これらの投資類型はパイアウトであり、アジア地域の中で日本はカーライルグループにとって最も主要な投資国ということになる。

PEFによって投資方針や投資手法は異なっており、一律に論じることはできないが、ここではカーライルの場合、主要な投資対象業界は、IT、メディア、通信、自動車、消費財、機械・部品、ヘルスケア、企業向けアウトサービス等になっており、投資対象業種は幅広い。また投資対象のイメージとして挙げられているのは、1) 強力で確立した既存経営陣、2) 確立した競争優位性、3) 安定したキャッシュフロー、4) カーライルグループとして付加価値を提供できる余地、の4点である。

以上の投資方針に基づいてカーライルグループが日本で手がけた代表的案件3点を参考までに示しておこう。

1) 学生援護会

総合雇用情報ビジネスを展開する学生援護会(本社、東京)とその傘下15社を05年MBO方式で買収、06年インテリジェンスと合併、同社のマッチング事業との融合を通じて人材総合サービス会社としての領域拡大を図る。07年秋の上場を目指す。

2) クオリカプス・グループ

クオリカプス(本社、奈良県大和郡山市、04年度グループ売上高約121億円、従業員数579人)は05年にカーライルの出資によってMBOを実施、当時クオリカプスは

塩野義製薬の100%子会社で、日米、スペインに現地法人を擁して、医薬品カプセル市場において国内シェア6割で業界トップ、世界市場でも2位というように、その高度な技術力とマーケティング力は業界によく知られていた。同案件は大手製薬業者がPEFを活用して事業売却を行った最初の事例となった。その後MBOを終えたクオリカプスは積極的な成長戦略を進め、07年1月には米国のハードカプセル製造会社ファーマフィル社の買収を行っている。

3) 東芝セラミックス

06年ユニゾンと50%ずつ出資のエスアイシー・インベストメント(SPC)を通じて、東芝セラミックスに対して10月末MBOおよびTOBアナウンス、同年12月4日TOB終了。

3件ともMBOの事例であり、これはポッカコーポレーションやワールドと類似の事例であり、3)の東芝セラミックスのケースについては大型買収としてカーライルにとって最も新しい案件なので、少し補足しておくことにしよう。TOB終了後、東芝セラミックスは上場廃止となり、親会社の東芝の手を離れることになった。ウェア事業とセラミックス事業の両輪を用いて成長機会と資金調達をうかがっていた経営陣としてはユニゾンとカーライルというPEFの登場は渡りに船という状況だった(週刊『ダイヤモンド』07.3.10)。このようにPEFは敵対的買収というようなイメージが先行しがちだが、実際に敵対的買収が成功した事例は日本にはほとんどなく、現在までのところMBO方式を通じてPEFはその有効性を発揮してきたと言ってよい。

既に日本経済の屋台骨といわれる電機業界が最も市場からM&Aによる再編が期待されていることは確認したが、これは特定の業界、特

定の売却案件に対して事業法人も含めて複数のファンドが名乗りをあげるという状況を既につくりだしてきたからである。不振から脱却できない三洋電機グループの場合、グループ会社である三洋半導体や松下電機産業の子会社日本ビクターがそれらの典型的事例である。日本ビクターについては最終的に07年3月にTPGがサーベラスに競り勝っている。これは日本最初の入札による買収交渉権獲得(その後、交渉決裂)となった。

7. 付言として〈マクロ経済に与える影響について〉

日本を中心としたM&Aの現象的側面からの観察という狭い範囲に限定されたものではあるが、本稿で見てきたようにM&A件数の多さからすれば、近年の日本は米国に次ぐM&A大国と言える一方で、その実質面を問うとすればまだ緒についたばかりであることがわかる。しかし資本金融市場から関連ビジネスまで、その裾野は急速に広がっている。個別案件のM&Aの成否と企業価値の向上については制度面の未整備だけでなく、日本企業そのものが適切にM&Aをその経営戦略に組み込んでいるか否かが最も重要視されるべき問題の焦点となつてこよう。ただし多くの実証研究成果から主張されるようなM&A後の企業価値向上が実現されているか、という点も当面は5-10年の長期的タームで検証され続けていくことが、米国のケースも含めて関連研究者に残された課題として残っている。この点はM&A実務家とは異なる研究者の義務的な領域に属すと言っても過言ではない。

仮にM&A実務家と研究者の短期的なターム分析と、世界的な余剰マネーの運用とビジネスという観点から、乖離でなく一致という方向が今後も進展するとなれば(いわゆる産学連携

の進行)、世界と各国経済の証券市場を中軸的な指標に据えたビジネスサイクルに対する従来以上のぶれを生じさせることになる。一つのぶれは M&A による企業価値向上が既成事実として市場によって受け止められることで、全体としての企業部門の調整期、業績向上の持続期における限界点への接近時に PEF や事業法人による M&A が多用されることで、公開市場全体での時価総額を押し上げることになる。つまり従来想定されていたビジネスサイクルの下降局面へ向かう曲線を上方へシフトさせ、縦軸(時価総額)と横軸(ターム)によって描かれる旧来のサイクル曲線とはぶれた曲線の差額だけ時価総額を押し上げることになる。

米国経済のソフトランディングは M&A が必要不可欠な「装置」として市場に組み込まれることで、そして長期的なタームでの M&A 効果が織り込まれることでブームが持続するという側面が強いことを否めない。結果として好況期を従来以上に表面上は長期化させる可能性を持っている。しかし、他方で PEF 主体による M&A の隆盛は PEF 自体の数の増加と事業法人の積極的な戦略を通じて M&A 対象企業への競争を高め時価総額上昇期にビッド(入札)価格を高め、高値で落札した PEF がプレミアムの獲得どころか、資金回収の困難に直面することさえありうる。また M&A の成功確率が全体的に低下傾向を示し、これが市場に織り込まれるようになることも懸念される。さらに LBOF に関わる投資銀行も巨額の不良債権を抱える可能性があるため、現在こうした債権の証券化が行われつつある。

PEF 主体による M&A がビジネスサイクルに対して不安定装置として機能するか否かという議論については、経営戦略のコア部分に食い込んでくる問題だけに、一方的にヘッジファンドに対する批判と同様に世界の金融市場に対する不安定論を展開するには無理があろう。この

点については長期的なビジネスサイクルを通じた PEF の観察分析をするには時期尚早の段階にあるが、PEF の増加と破綻、及び時価総額低下の局面で、新たな PEF の参入もありうるわけで、資金需給面を一定とすれば、時価総額低下に伴い(いわゆるバーゲンセールの出現)、ビジネスサイクルのボトム(谷)からの回復局面では従来サイクル曲線以上に V 字型に近い上方回復曲線を描くという仮説も成立しうる。日米欧、そして世界における M&A の進展はこうした含意を持って、証券市場全般、景気循環、さらには雇用、所得への影響を加味したマクロ的視角からの注視と研究が必要とされている段階に既に来ていると言ってもよからう。

注

- (1) 例えば製薬業界のような分散型事業(比較的小規模な企業が多数存在している業界)が代表例として挙げられる。ここでは 1990 年代後半以降のファイザーによる M&A がよく知られている。また必要な組織能力の獲得という点では、IT 業界に典型的に見られたようにシスコシステムズの例が挙げられている。
- (2) 日本の買収プレミアムは米国に比較して半分以下の低さであることを特徴としていたが、06 年 4 月導入の「企業結合に係る会計基準」によって持分プーリング法からパーチェス法の変更によって買収プレミアムは 05 年平均約 18% から 06 年末には 24% を超え、上昇傾向にある(数字は『日経金融新聞』06 年 12 月 14 日)。
- (3) 欧米においても敵対的買収の成功率は必ずしも高くないが、日本では元々事例そのものが少なく、これは不振企業のグループ親会社による救済措置的な M&A が先行していたこととも関連している。
- (4) 市場が M&A アナウンスメントで過熱し株価が TOB 価格を上回った場合、株主は TOB に応じにくくなる。直近の事例では 07 年 4 月に日興コーディアルの株価がシティグループの提示した 1700 円の TOB 価格を上回った。また主要株主に名を連ねている外資ファンドが TOB 価格に不満を表明したが、結果的には 07 年 4 月に買収は成立した。

(5) これが従来のモデルとどう異なっているのかという点については、日本投信の目論書では、従来のDDM (Discounted Dividend Model = 配当割引モデル) や DCF (Discounted Cash Flow) などのバリュエーションモデルは、将来の配当やキャッシュフローを現在価値に割り引いて対象企業の価値を直接計算するが、割引超過利益モデルは株主資本や会計利益を使って割安・割高を判断すると記している。

例えばDDMの単純な数式を紹介すれば、フリーキャッシュフロー÷(WACC－期待キャッシュフロー成長率)であらわされ、この評価で算出されたDCF価値がX円とすれば、これがおおよそ買収に見合う金額となる。数式中のWACC (Weighted Average Cost of Capital) はレバレッジ使用によるリスク回避のためにdebtとequityの比率から資本コストを産出する方法で、(自己資本比率×自己資本コスト) + (他人資本比率×他人資本コスト)であらわされる。

(6) ただし米国での軍事関連産業の投資先には中心的な関連企業が揃っていることも確かである。例えば、Composite Structures (米), Aviall (米), Avio SpA (伊), EG & G Technical Services (米), Firth Rixson (英), Howmet International (英), Landmark Aviation (米), などの航空関連企業が代表的なものである。

参考文献

上野孝司, ブルームバーグ ニュース編 [2005] 『信用リスクで読む M&A・企業再生』日本評論社
週間ダイヤモンド [2007] 「ファンドが仕掛ける電機解体」2007.3.10。
関下稔 [2001] 「クロスボーダー M&A 旋風と国際直接投資の変調—国連『ワールドインベストメントレポート』の研究(2)—」『立命館国際研究』14巻2号。
大和住銀投信投資顧問株式会社 [2007] 『M&A フォークス・ファンド 交付目論見書』2007年1月。
— [2006] 同『運用報告書』第1期, 2006年10月20日。

大和証券投資信託委託株式会社 [2007] 『ダイワ M&A チャンス 2007 交付目論見書』2007年3月5日。
三井トラスト・ホールディングス [2005] 「調査報告 M&A の潮流を読む—企業支配権市場の活性化に向けて—」No. 50。

MARR [2007] 3月号。

松尾浩之, 山本建 [2006] 「日本の M&A—イベント・スタディによる実証研究—」『経済経営研究』, Vol. 26, No. 6, 日本政策投資銀行設備投資研究所。
中村聡一 [2005] 『企業買収の焦点 M&A が日本を動かす』講談社現代新書。

日本投信委託株式会社 [2007] 『日本 M&A オープン目論見書』2007年1月。

— [2007] 同「月次運用レポート」2007年3月30日。

吉永康樹 [2007] 「企業価値を創造する M&A とは」『青山マネジメントレビュー』No. 11。

若杉敬明, 藤島祐三 [2006] 「コーポレートガバナンスと M&A」大和総研『経営戦略研究』1月, Vol. 7。
BCG (Boston Consulting Group) [2004], Growing Through acquisitions (M&A による成長), 邦訳版。

Betzen Mark & Stuart Chasanoff [2007], “Defusing Hedge Fund Attacks”, *Mergers & Acquisitions*, March.

Carlyle Group, 日本版 & インターナショナル版 Website (carlyle.jp.com) (carlyle.com)

Harding David, Sam Rovit with Katie Smith Milway and Catherine Lemire [2004], *Mastering the Merger*, Harvard University Press, Boston (山本真司, 火浦俊彦訳『M&A 賢者の意思決定 成功企業に学ぶ4つの基本原則』ダイヤモンド社, 2007年)

KKR (Kohlberg Kravis Roberts) (kk.com)

Mitchell Mark & others [2004], “Price Pressure Around Mergers”, *Journal of Finance*, 59, no. 1, February.

TPG (Texas Pacific Group) (tpg.com)