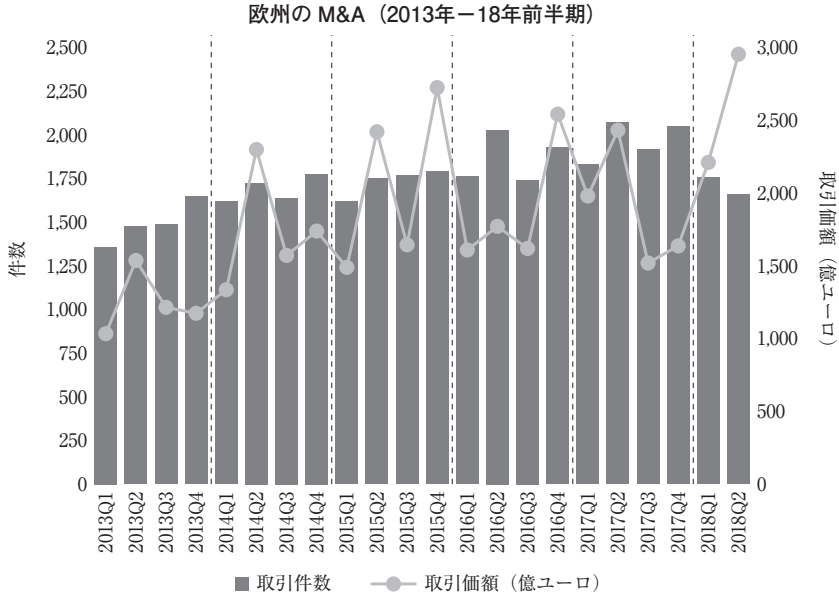


第10章 M&A と証券化市場

1. 欧州の M&A 市場 欧州の2017年および18年前半期の M&A は件数で減少、規模での増加がみられた。18年前半期の M&A は前年同期から12%増加して3,374件となったが、第2四半期は15年第1四半期以来の低水準となった。しかし、18年前半期の M&A の取引価額は対前年同期比16%増加して5,090億ユーロとなった。事実、79件のディールがそれぞれ10億ユーロ超となり、前年同期から6%増加した。M&A 活動はイギリスで最も活発で同期の取引合計額の25%を占めた。ドイツ（15%）、アイルランド（14%）が続いた。同期の最大10位の取引規模のうち3件はイギリス企業がターゲットとなった。

欧州の M&A 活動の買収側の駆動力は、欧州市場の過当競争を再編成すること、および過剰資金（cash-rich）を有する企業の存在である。後者には欧州外からの企業も含まれる。反対に被買収サイドとしては、成長分野への再投資のための資金調達を動機とする企業が最大であり、つづいて非中核（no-core）資産の売却となっている。その結果、欧州企業は生産、サービス分野、および地域的再編成を行っている。一方、16年まではかなりの割合を占めた金融危機後の投げ売りのような売却は17年以降、大幅に減少した。クロスボーダーの M&A では対欧州向けでは北米からの企業が最大であり、つづいてアジア・太平洋、とくに日本企業が先導し、中国企業が続く。18年前半期における欧州最大の M&A ディールは武田薬品による Shire（アイルランド）買収（671億ユーロ）であった。反対に欧州からの対外向け（outbound）M&A では成長の著しいアジア・太平洋の企業が最大のターゲットとなりつつあり、北米企業が続いている。ターゲット業種としては、化学、医薬、バイオなど伝統的に欧州企業が競争力を有する業種および TMT（技術・メディア・通信技術）など先端技術分野が支配的になっている。

また買収主体には通常の事業会社のほかに PE（プライベート・エクイティ）や CVC（コーポレート・ベンチャー・キャピタル）が参入して、各種のバイアウト（buyout）を行い、一定期間後の売戻しによる出口戦略（exit）を敢行している。18年前半期の欧州の PE による買収件数は667件とほぼ前年同期と同じであったが、買収金額は10%増加して748億ユーロに達した。その買収金額の増加には、カーライルグループおよびソブリン・ウエルス・ファンドによるオランダを拠点とした化学企業 Akzo Nobel 買収（100億ユーロ）などが寄与した。



〔出所〕 CMS, *European M&A Outlook 2018*, p.9.

2018年上半期における欧州の M&A 上位10位 (買収価額基準)

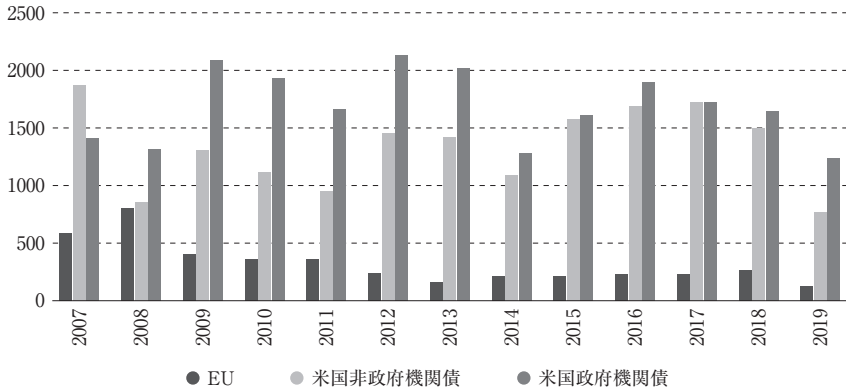
公表月	被買収企業	被買収分野	被買収企業 国籍	買収企業	買収企業 国籍	買収価額 (100万€)
5月	Shire Plc	医薬、バイオ	アイルランド	武田薬品	日本	67,097
3月	Innogy SE	エネルギー、鉱山	ドイツ	E.ON SE	ドイツ	37,859
4月	Sky Plc	メディア	イギリス	Comcast	米国	33,389
3月	Abertis Infraestructuras, S.A.	建設	スペイン	ACS S.A. などによる コンソーシアム	イタリア	32,103
5月	Energias de Portugal S.A.	エネルギー、鉱山	ポルトガル	China Three Gorges	中国	22,947
5月	UPC ハンガリー、UPC ルーマニア、Unitymedia GmbH、UPC チェコ	TMT	ドイツ	Vodafone グループ	イギリス	18,400
3月	Glaxo Smith Kline Consumer Healthcare	医薬、バイオ	イギリス	Glaxo Smith Kline Plc	イギリス	10,499
3月	Akzo Nobel N.V.	化学	オランダ	The Carlyle Group; GIC Private Limited	米国	10,100
1月	GKN Plc	化学	イギリス	Melrose Plc	イギリス	9,890
2月	TDC A/S	TMT	デンマーク	DK Telekommunikation	デンマーク	8,551

〔出所〕 CMS, *European M&A Outlook 2018* p.18.

2. 証券化市場 2007年～08年にかけての世界金融危機は米国のサブプライム住宅ローンの証券化市場の破綻を根因にしていたことは周知のことである。事実、米国の住宅ローン担保証券（RMBS）のデフォルト率は33%にも達し深刻であった。一方、欧州の証券化市場のデフォルト率は米国に比べて極めて低かった。にもかかわらず、金融危機後の証券化市場は米国においては危機以前の水準を回復させている。もちろん証券化商品の内容が変化しており、例えば、消費者の資産担保証券（ABS）や貸付担保証券（CLOs）が増加して政府機関の保証のない住宅ローン担保証券などの減少を埋めている。対して、欧州（EU）の金融危機後の証券化市場は低調に推移している。たとえば、18年EUの証券化商品発行額は2,690億ユーロであって、それは08年のピーク時の発行額8,190億ユーロを大幅に下回っている。さらにここ数年にわたって、発行された証券化商品のうち最終的な投資家に売り捌かれるのは50%内外であって、残りは発行金融機関のバランスシートに保有される。後者はもっぱらレポ取引などによる中央銀行からの資金調達のための担保として使用される。

19年3月末現在の発行残高をベースにその内訳をみよう。まず、国別発行残高をみると、欧州（EU）の同月末の発行残高1兆1,913億ユーロのうち26%, 3,162億ユーロはイギリス企業によるもので、さらにその内訳を担保別でみると、住宅ローン債権担保証券（RMBS）が47%, 1,494億ユーロとなっている。欧州全体の証券化商品の担保別構成平均（55%）にはほぼ対応している。担保別で続くのはWBS/PFI（事業証券化／プロジェクト・ファイナンス・イニシアティブ）、資産担保証券（ABS）、商業用不動産担保証券（CMBS）となり、それぞれ19%（615億ユーロ）、17%（534億ユーロ）、13%（407億ユーロ）となっている。とくにWBS/PFIを裏付けとした証券化は欧州ではイギリスに集中している（98%）。イギリスに続くのはオランダ（14%）であり、以下スペイン（12%）、イタリア（12%）、フランス（9%）、ベルギー（5%）、ドイツ（4%）となっている。担保別内訳をみるとドイツを除くその他の国ではRMBSの比率が支配的である（イタリアはABSの比率がRMBSを上回るが）。ドイツではRMBSの比率が極端に低く4.6%, 29億ユーロとなっているが、住宅ローン債権を担保としたカバードボンドがこれを代替していると推測される（186ページ以下参照）。

欧州（EU）と米国の証券化商品発行額の推移（単位：10億ユーロ）



〔出所〕 SIFMA, AFME. 2019年の金額は第1四半期の計数を年換算。

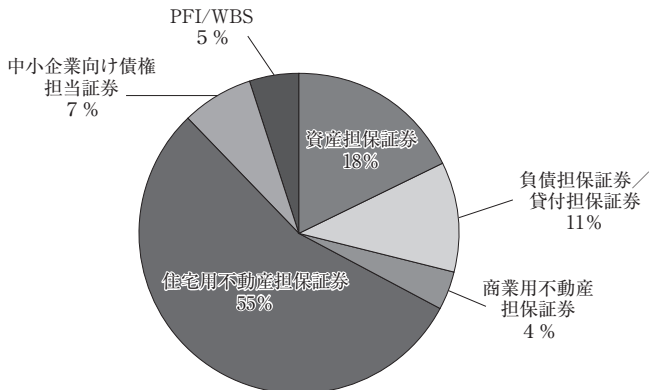
米国と欧州の証券化商品のデフォルト率

	米国	米国	欧州	欧州
証券化のタイプ	発行額（億ドル）	デフォルト率（%）	発行額（億ドル）	デフォルト率（%）
RMBS （住宅ローン担保証券）	4,070	32.9%	480	0.65%
自動車ローン ABS	750	10.2%	40	0.50%

〔注〕 デフォルト率は2007年に発行された証券化商品

〔出所〕 Intex Solution.

欧州（EU）担保別証券化商品残高（合計1兆1,913億ユーロ、2019年3月末）



〔出所〕 Afme, Securitisation Data Report, Q1: 2019, p.11より作成。

3. 証券化市場と STS フレームワーク 2019年3月, Simple (単純), Transparency (透明性), Standard (標準化) = STS フレームワークに基づく最初の証券化取引がユーロ建て・フォルクスワーゲン債, およびポンド建て・ネーションワイド債として発行された。

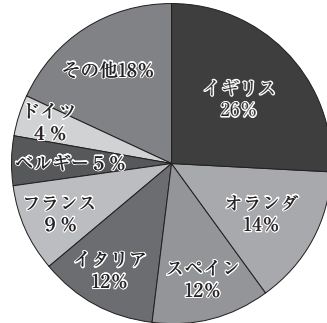
欧州における証券化市場改革を主導したのは欧州委員会であるが, 同委員会は15年9月末, 資本市場同盟 (Capital Markets Union) 創設の一環として証券化に関する共通ルールを規定する規則 (regulation) を提案した。そこでは STS 証券化に関する枠組みが規定された。この提案の目的は二重であって, 第1にこれまでの様々な規則に換えてすべての証券化を単純化する, すなわち STS 証券化商品を明確にするフレームワークを創設することであり, それとともに投資家の信頼を向上させ市場活動を再建することであった。この証券化に関する枠組みには証券化商品に対してオリジネート (発起), スポンサー (保証), 投資する金融機関の資本要件規制 (RCR) に関する改定がともなわれている。

STS の簡単な概要は以下のとおりである。

単純性: 裏付けとなる資産の所有権が証券化特別目的事業体 (SSPE) へ移転もしくは事実上の譲渡がなされる証券化のみが STS である。証券化資産は同種で, 通常の事業活動に起因したものでなければならず, 再証券化は排除される。証券化に際しては, 貸付は債務不履行や信用の毀損した債務者へのものであってはならないし, その貸付に関してはすくなくとも1回の支払いがなされていなければならない。透明性: オリジネーター, スポンサー, SSPE は債務不履行および損失に関する歴史的データを提供しなければならない。データのサンプルに関しては適切で独立した機関による外部的な検証がなされなければならない。オリジネーター, スポンサーは投資家に対して, 証券化の価格付けがなされる前および継続的に負債のキャッシュフロー・モデルを提供しなければならない, 等。標準化: 原貸手, スポンサー, あるいはオリジネーターはリスク保持要件を満たさなければならない。金利リスクおよび通貨リスクは軽減されなければならないし, その軽減方法は開示されなければならない, 等。

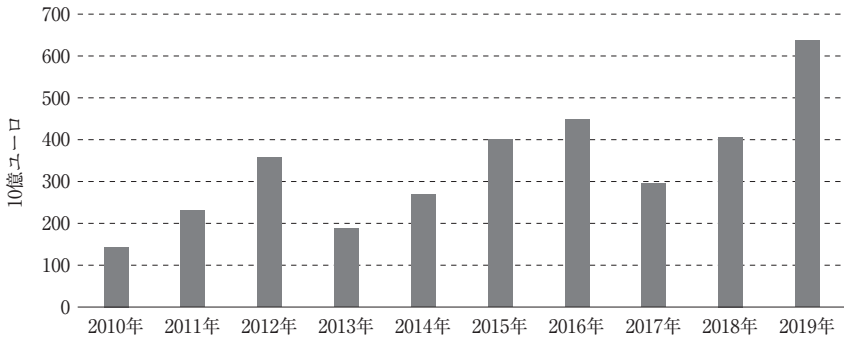
18年12月, 欧州委員会から委託を受けた欧州銀行監督局 (EBA) は非 ABCP 証券化および ABCP 証券化に関する STS 基準に関するガイドラインを公表し, 19年1月から実施したが, EU による証券化改革は依然として未完である。

欧州（非 ABCP）証券化商品発行残高国籍別構成（1兆1,913億ユーロ：2019年3月末）



〔出所〕 Afme, Securitisation Data Report, Q1: 2019, p.12より作成。

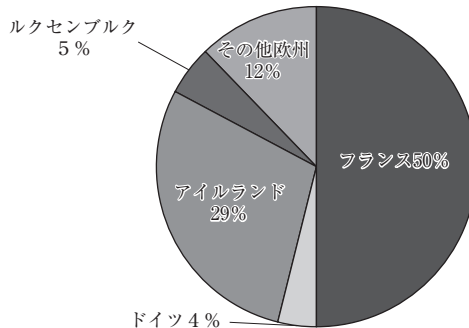
欧州の ABCP 発行額の推移



（注） 2019年は第1四半期の発行額を年換算。

〔出所〕 AFME, Securitisation Data Report, Q1: 2019, p.26より作成。

欧州の ABCP 発行者国籍別構成（2019年3月末：残高204億ユーロ）



〔出所〕 Afme, Securitisation Data Report, Q1: 2019, p.26より作成。

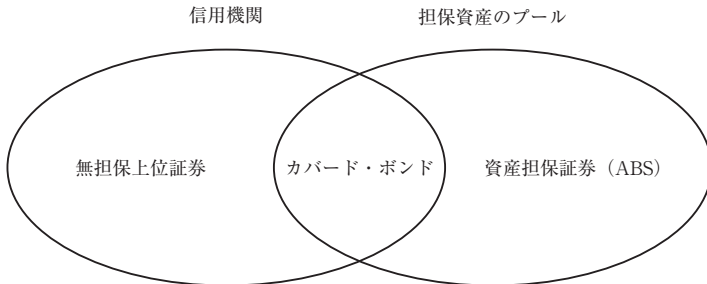
4. カバードボンドー発行市場と趨勢ー カバードボンド（以下 CB と略す）は欧州で古い歴史を有しているが、19世紀までにほとんどすべての欧州諸国では CB システムが存在した。しかし20世紀半ば以降インターバンク市場、小売預金市場の発展が不動産担保ローンの資金調達を提供した結果、多くの欧州諸国では CB 市場はその重要性を喪失させた。この状況が大きく変化したのは20世紀最後の10年であった。1995年には最初のドイツの大口のファンドブリーフ（Jumbo Phandbrief）が発行され、ベンチマークとされた。共通通貨ユーロの導入とその後の金利低下は欧州に信用ブームを招来したがその過程で、欧州の銀行は CB システムを再活性化させ、さらに金融危機は金融機関の最も強靱な卸売資金調達としての CB の重要性を際立たせた。

CB はそれを発行した金融機関とプールされた担保資産が二重の遡及権（dual recourse）を負っている。投資家は第1に CB 発行機関に対する債権を有し、発行者（≡金融機関）が破綻した際にはカバーされた資産に対する優先債権を保持している。投資家が発行者への遡及権を有し、したがって信用リスクの移転がないことは CB を資産担保証券（ABS）から区別する徴表（メルクマール）である。信用リスクは貸付実行者＝オリジネーターにとどまっており、損失のリスクに対しては資本を維持しなければならない。一方、CB は金融機関の資金調達の一つであって、その資金調達構造を多様化し、資産・負債管理（ALM）を容易にする。

2000年代初頭から欧州のカバードボンドの発行額は順調に増加し、07年に発行残高2兆ユーロに達した後も07年～08年の世界金融危機の影響をさほど受けず、12年にピークの2兆8,000億ユーロを更新した後は償還額が新規発行額を上回るか、ないし相殺してほぼ横ばいで推移している。発行者の国籍別区分ではデンマーク、ドイツ、フランス、スペイン、スウェーデンが上位を占め、上位5か国のシェアは75%と比較的、少数国に集中している。またカバードボンドのプールされた担保資産別の区分では不動産抵当貸付が支配的であり近年では8割以上を占める。つづいて公的部門向け貸付であるが近年ではそのシェアは2割を下回っておりオーストリア、フランス、ドイツ、ルクセンブルク、ノルウェー、スペイン、イギリスなど特定国に限られている。船舶向け貸付を担保とするカバードボンドはまれであり、デンマーク、ドイツにみられる。

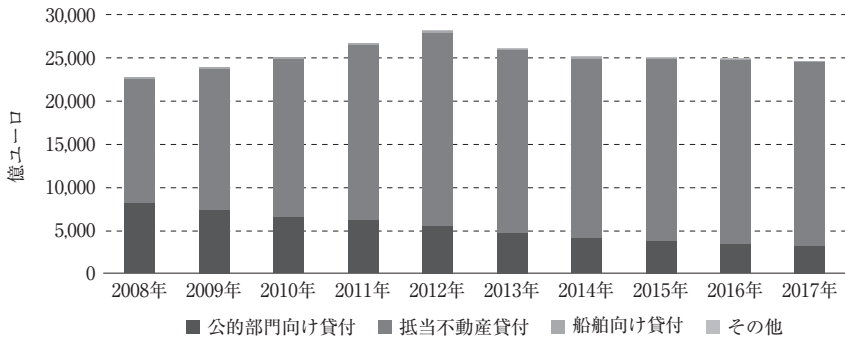
二重の遡及権（dual-recourse）を有するカバード・ボンド

以下に対して債権を有する証券



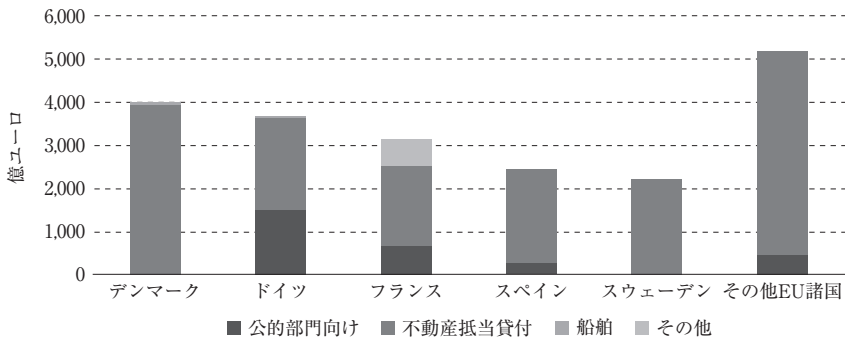
〔出所〕 ECB, Covered Bonds in The EU Financial System, Dec. 2008, p.6, Chart 1より。

欧州（EU）カバード・ボンド担保別発行残高推移



〔出所〕 ECBC, Fact Book, 2018, p.582より作成。

EU 諸国のカバード・ボンド国別・担保別発行残高（2017年末、単位：2兆540億ユーロ）



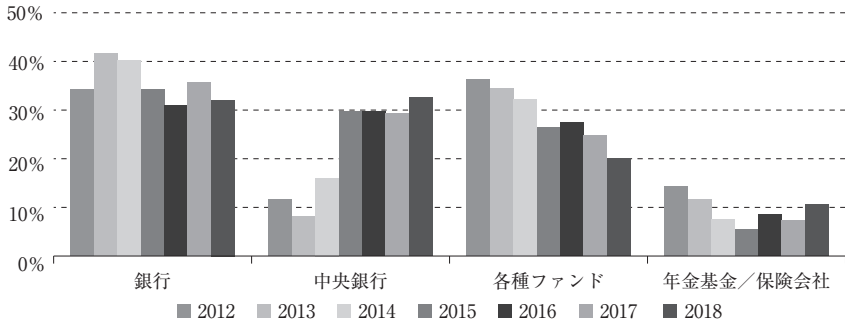
〔出所〕 ECBC, Fact Book, 2018, p.141, Figure 5より作成。

5. カバードボンドー流通市場とユーロシステムー ネットの発行額、取引（特にベンチマークの）規模、規制要件、および投資家ベースなどがカバードボンド（以下CB）の流動性を規定する。2015年にはユーロ建てベンチマーク債の供給増がみられたがそれにはユーロ域内所在の銀行による発行増加が寄与し、後者はユーロシステムによる第3次CB買取プログラム（CBPP3）によって促進された。しかしユーロ域のグロスのCBの供給増加はCBPP3の下でのユーロシステムへの一次的配分によって相殺された。したがって、ネットベースでは伝統的な投資家による取引規模は増加することはなかった。16年にはECBの長期資金供給オペ（TLTRO2）によってこれらの銀行は超低（≒マイナス）金利資金をユーロシステムから供給され、規制の変更によって無担保の債券が銀行の資本構成を引き上げた。結果的には15年、16年の取引額と流動性はユーロシステムの金融政策によって低下し、取引規模は大幅に減少した。ここで特にCB買取プログラム（CBPP）に注目すると、それは当初のCBPP1（09年7月～10年6月）、CBPP2（11年11月～12年10月）に続いて14年10月末にCBPP3がECBによって導入された後、14年に開始されていた広義の資産購入プログラム（いわゆるQE）に組み込まれた。18年6月15日現在で、ECBはCBPP3下でCB2,544億ユーロ（償還額ベース）を保有しており、発行市場から73%、流通市場から63%を購入したと報告している。

18年の最初の5か月では資産購入プログラム（APP）全体に占めるCBPP3のシェアは9%超になり、17年4月から12月にかけて月々の購入額600億ユーロが占めたシェアの約2倍になった。その結果17年4月以来のネットの購入額は24億～40億ユーロと比較的安定的なレンジに収まっていた。同様にグロスの購入額は38億～50億ユーロに維持されていた。

一方CBPPによる保有額合計は18年5月末現在で2,630億ユーロだったが、これはユーロ圏のベンチマークCB残高の約40%を占めている。順調に進めば、18年末までには2,700億ユーロを超えるであろう。以上のCBPPの下、ユーロシステムによる流通市場および発行市場からのCBの大量購入は、クラウドアウトされた市場の債券価格やスプレッドに有意な影響を与えていることが予想される。

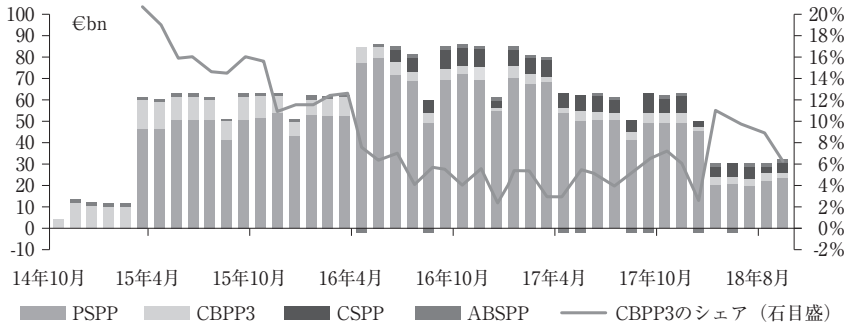
ユーロ・ベンチマーク・カバード・ボンド新規発行における投資家別シェア



〔原出典〕 Bloomberg, ABN AMRO

〔出所〕 ECBC, European Covered Bond Fact Book, 2018, p.60.

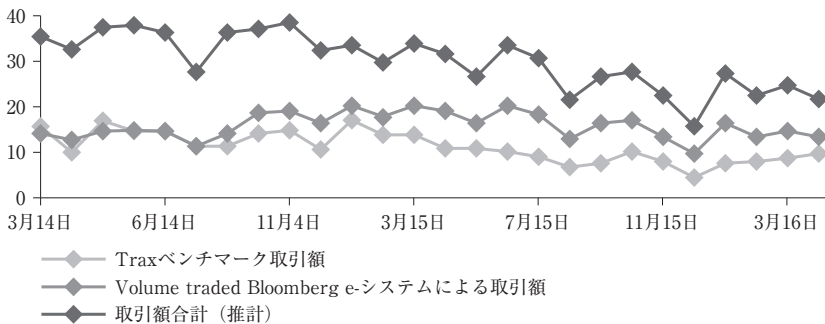
ユーロシステムによる資産購入プランによる購入額内訳と CBPP3のシェア



〔原出典〕 ECB, ING

〔出所〕 ECBC, European Covered Bond Fact Book, 2018, p.51.

カバードボンド月間取引額内訳別 (単位, 10億ユーロ)



〔原出典〕 Bloomberg, Trax, Commerzbank Research

〔出所〕 ECBC, European Covered Bond Fact Book, 2018, p.61.