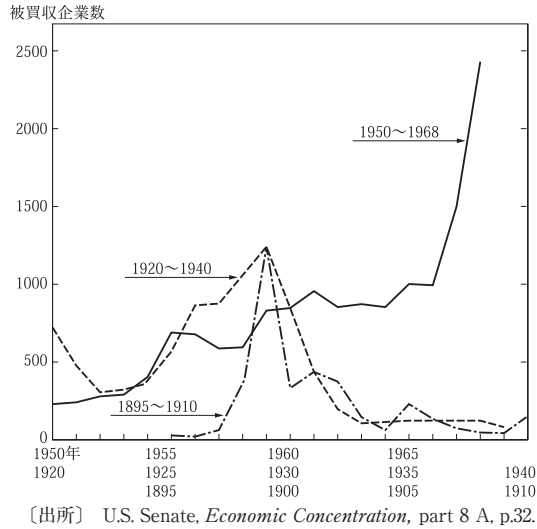


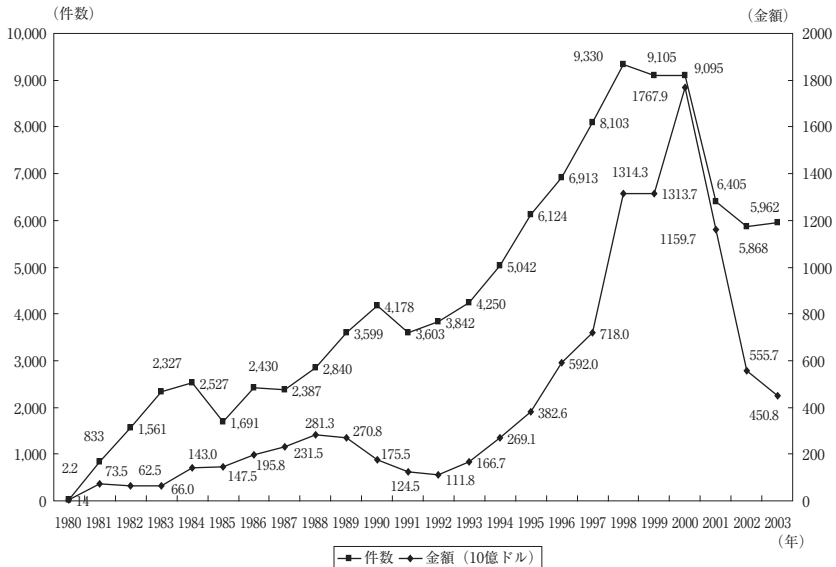
第10章 M & A活動と証券市場

1. M & Aの歴史 アメリカにおける企業の合併・買収（Mergers & Acquisitions, M & A）活動は、19世紀の末から幾つかの高揚期を記録している。第1の波は、19世紀末から20世紀初頭にかけてである。この時期には、鉄鋼、鉄道、石油などの基幹産業において独占的な大企業が形成された。その代表的な企業はUS スチール、スタンダード石油などである。これを仲介したのが、モルガン、ロックフェラー、メロンといった投資銀行、プロモーターである。こうした動きに対して、1914年には反トラスト法（クレイトン法）が強化され、連邦取引委員会が創設された。第2の波は、1920年代の好況期である。第1次世界大戦を契機に債権国となったアメリカは、自動車、エレクトロニクスなどの耐久消費財産業の成長を中心に、未曾有の繁栄を謳歌した。この過程で、公益事業、化学、食品加工などの産業分野で活発なM & A活動がみられた。第1期との違いは、市場シェアの独占を意図した水平的合併に対しては司法省の監視が厳しくなっていたため、垂直的な統合が進められたことである。この時期に生まれた巨大企業には、ベツレヘム・スチール、アライド・ケミカル、ゼネラル・フーズなどがある。第3の波は、1960年代のコングロマリット合併である。戦後、セラー・キフォーバー法は水平合併と垂直合併を厳しく規制したために、需要の停滞していた軍需企業を中心として異業種合併が活発になった。この時期を代表するコングロマリット企業としては、ITT、ガルフ・ウェスタン、リットン・インダストリーズなどがあげられる。コングロマリット合併は、合併によるシナジー効果への期待、また財務レバレッジを効かせることによって1株当たり利益と株価を高め、それによってさらに有利な買収を進めるというパターンを採った。しかし、十分な技術的裏付けや経営のノウハウを伴わなかったため、期待されたようなシナジー効果は発揮されず、60年代末の株価の下落によってコングロマリット合併は下火になった。第4の波は、1970年代後半から始まり80年代末まで続いたM & Aブームである。このときはUS スチール、エクソン、GE等の米国を代表する一流企業が合併運動の舞台に登場した。80年代後半からは、ジャンク債を利用したLBOの流行や会社買占め屋による敵対的買収の増加とも相まって、M & Aはマネー・ゲーム的な色彩を帯びるようになった。

鉱工業会社による被買収会社数の推移



アメリカのM & A活動の動向



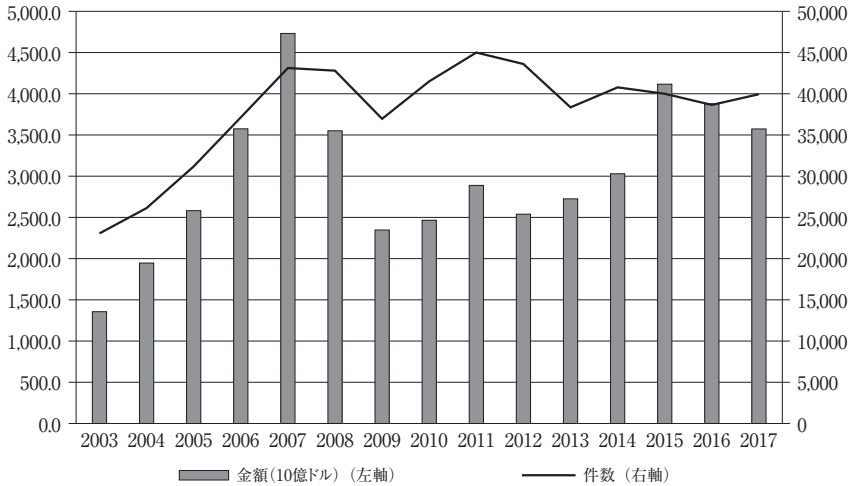
2. 近年のM&A ジャUNK債市場の崩壊によって第4次M&Aブームは沈静化したが、その後90年代末にかけて第5の波が発生した。このときは、規制の撤廃・緩和が行われた通信・メディア、エネルギー、金融サービス等の分野でM&Aが活発化し、トラベラーズによるシティコープ買収、エクソンによるモービル合併、ファイザーによるワーナー・ラムバート買収等、大型M&Aが頻発した。また、通貨統合を控えた欧州企業による米国企業の買収も注目を集めた。金利低下による資金調達の容易化とITバブルを背景とした株高がこの時期のM&Aを後押しした。

21世紀に入って以降もM&A活動は波を伴いつつも世界的に拡大を続け、対象となる産業セクターはあらゆる業種に及んでいる。2007年をピークとする時期では、KKRやブラックストーン等の買収ファンドによるLBO型の比重が高まり、緩和的な金融環境を反映して現金での買収が主流となった。KKRによるTXUの買収やブラックストーン・グループによるエクイティ・オフィス・プロパティーズ買収など、史上最大のLBOといわれた89年のKKRによるRJRNabisco買収の規模を上回る案件が発生した。LBOは、LBOブームに沸いたとされる80年代以来の活況を呈したのである。

リーマンショックによってM&A活動の勢いは衰えたが、それでも世界のM&Aの規模は2兆ドルから4兆ドルの間で推移している。近年ではテクノロジーの発展とその産業に与える影響が関心を集めていることもあり、先端技術分野でのM&Aが注目される。CVSヘルス（ドラッグストア）によるエトナ（医療保険）の買収、インテルによるモービルアイ（画像認識用半導体）の買収、アマゾンによるホールフーズ（食品スーパー）の買収など、セクターを超えたM&Aが発生している。

アメリカにおけるM&A活動は、初期の「規模の経済」を求めるM&Aから、多角化の利益を追求するもの（コングロマリット合併）に変化し、80年代からは部門売却（divestiture）も加わり、事業再編によるコア業務の強化（リストラクチャリング）という性格を強くしてきた。90年代以降、グローバル化と規制緩和という環境変化のなかで、「選択と集中」を進める手段としてM&Aは定着したといえる。経営者には、自社の企業価値を高める手段として常にM&Aを検討することが求められるようになったといえよう。

グローバルなM & Aの動向

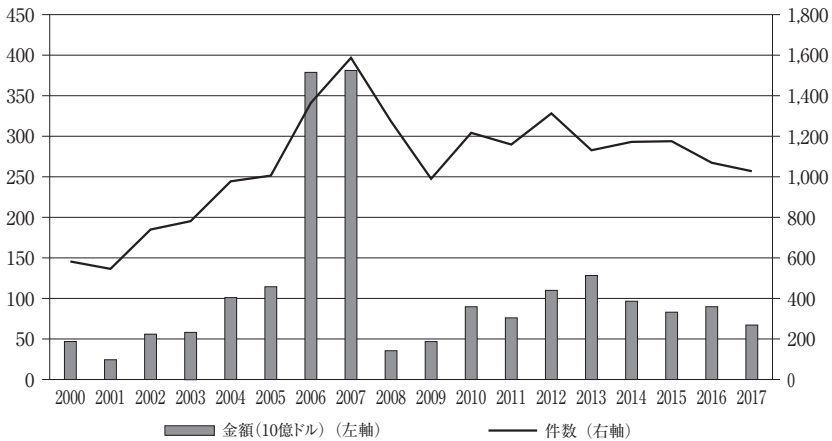


(注) 完了案件

〔資料〕 Dealogic.

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018より作成。

アメリカにおけるLBOの動向



(注) 公表案件、2017年は予測値。

〔資料〕 S & P Global Market Intelligence.

〔出所〕 Mergers & Acquisitions, November/December 2017.

3. M & Aの類型と経済的効果 一般に、M & Aは2つに類型化される。

1つは、財務的M & A (financial M & A) である。これは金融的利得を上げることが目的に企業あるいは事業部門を売買することであり、典型的には財務的な操作により1株当たり利益を増加させることを目的にした60年代末のコングロマリット合併が該当する。また、80年代末のLBOもこうした性格が強いといえる。もう1つは、戦略的M & A (strategic M & A) である。これは事業再構築 (リストラクチャリング) を目的に、企業の買収・合併に加えて、部門の売却 (divestiture) が行われることである。本業が成熟し、収益の伸びが期待できなくなっていることが背景になっていることが多いが、成長性の高い事業への新規参入の場合、既に実績のある既存の業者を買収する方がコスト的に有利との判断から行われることもある。低採算部門を大胆に整理し「選択と集中」を進めた80年代のGEの戦略がその典型である。90年代以降、財務的M & Aに代わって戦略的M & Aの比重が高くなったといわれる。

ただし、M & Aが経営効率性を高めるとは必ずしも言えないようである。むしろ、いくつかの実証分析は、企業価値の向上に成功しているのは極めて例外的事例に止まっていることを明らかにしている。コンサルタンティング会社のベイン・アンド・カンパニーは、合併を成功させる4つの基本原則として、①買収のターゲット企業をどう選ぶか、②どの買収案件を締結すべきか、③本当に統合する必要性はどこにあるか、④買収がうまくいかない時に何をすべきか、を列挙している。これらの基本原則を充足するためには、買収にあたっての明確な経営戦略 (つまり、買収の目的など)、詳細なデューデリジェンス、買収後の統合についての明確な展望、そして万が一目論見どおりにいかなかった時の撤退 (出口) 戦略の策定が必要であるとしている。また、M & Aの失敗とみなされている主要な事例を分析した、Bruner R. F. [2005], *Deals from Hell* (林大幹訳『M & Aは儲かるのかなぜ企業買収に失敗するのか』一灯社、2006年) は、失敗の原因として①複雑さ、②固い結びつき、③誤った経営者の判断、④通常でないビジネス、⑤オペレーション・チームの機能不全にかかわる誤った行動、⑥経験に基づく偏見、という6つの要因をあげている。これらは、M & Aが極めて高度な経営戦略上の判断が必要であることを示している。

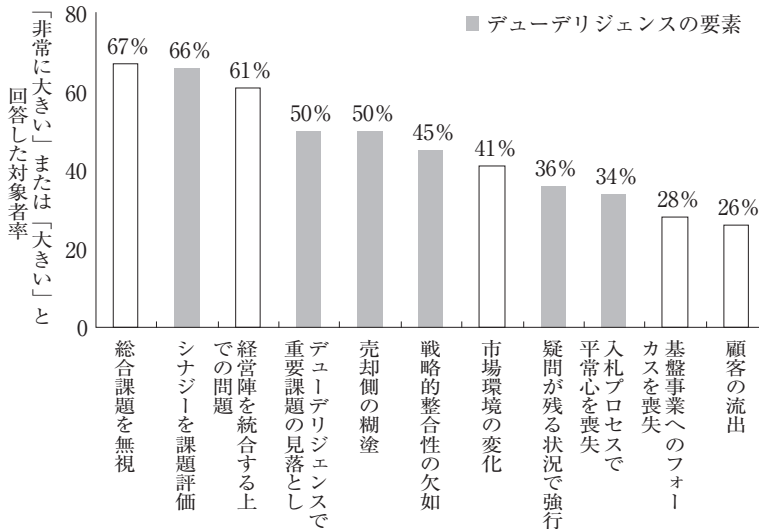
GE の1980年代のリストラクチャリングの歩み

1980	Thorn・EMIの医療機器販売とサービス事業の一部を買収 プラスチック事業の補充のためのインディアナ州にフェノール新工場を建設
1981	オランダの Bergen op Zoom プラスチック工場を拡張 Envirotech 社から大気汚染制御事業を買収
1982	ニューヨーク州スケネクタディの研究開発センターに1億3000万ドルを支出 ペンシルバニア州エリーにある自動機関車事業に3億ドルを投資 集中空調事業を売却
1983	ケンタッキー州に皿洗い機の新工場を建設、主要な機械設備に1億ドルを投資 AMIC 社を買収して担当保険事業を拡張
1984	ユタ・インターナショナル鉱業事業をオーストラリアの BHP に売却 家庭用品事業を Black & Decker に売却 Employers Reinsurance 社を買収 第2の担当子会社である Family Financial Services を売却
1985	よりスリムで、かたよりがなく、市場指向の事業構造を創設するために管理構造を見直してセクターレベルを除去
1986	National Broadcasting Company を含めて、RCA 社を買収 キダー・ピーボディ (Kidder, Peabody Group Inc.) 80% を取得 日本のファナック社 (FANUC Ltd) とファクトリー・オートメーション合併会社を設立 アラバマ州に3億2500万ドルのプラスチック製造設備を開始
1987	フランスのトムソン S. A. 社から民生用エレクトロニクス事業と引換えに CGR 医療機器事業を取得 ナビスター金融会社 (Navister Financial Corporation Canada)、ゲルコ社 (Gelco Corporation)、D & K 金融会社 (D & K Corporation) の買収により金融サービス事業を拡張
1988	ボルグワーナーの化学事業の買収によりプラスチック事業を拡張 ローパー社 (Roper Corporation) の買収により機械設備事業を拡張 モンゴメリー・ウォード信用会社 (Montgomery Ward Credit Corporation) を買収 半導体事業をハリス社 (Harris Corporation) に売却 西ドイツのロバート・ボッシュ (Robert Bosch) とモーターで合併事業を設立
1989	イギリスの GEC と、機械設備、発電設備、電気機器で合併会社を設立 ハンガリーの Tungsram Company の多数持ち分の買収に同意 スウェーデンの Ericsson と移動通信合併会社を設立 1990年代の GE の競争力を改善するために全社の事業でワークアウト (Work-Out) が開始された

〔資料〕 GE, Annual Report, 1989.

〔出所〕 夏目啓二 [1994], 『現代アメリカ企業の経営戦略』ミネルヴァ書房, 58頁。

ディールが失敗する理由



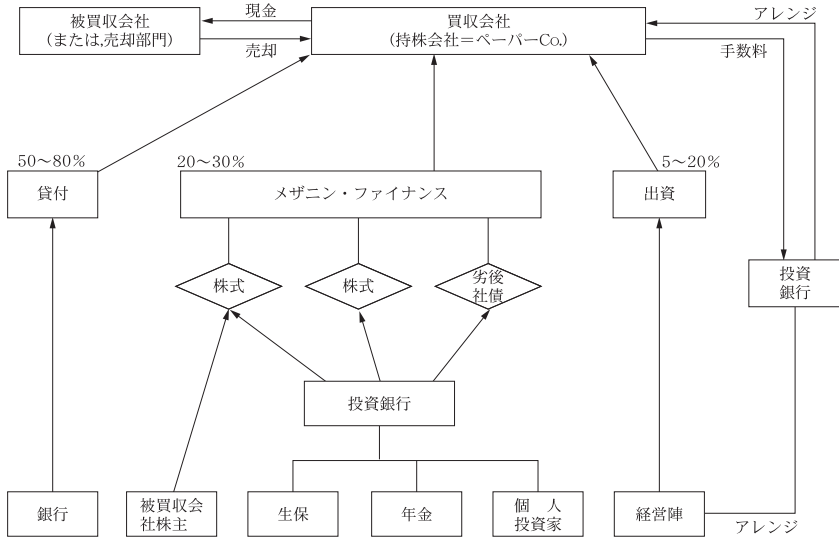
〔出所〕 Bain & Company [2004].

4. LBOと買収ファンド LBOとは、買い手が買収対象の資産や将来キャッシュフローを担保に買収資金の大半を調達する買収手法のことである。一般的には、買い手が自己資金で買収目的の特別目的会社（SPC）を設立し、大手銀行や生命保険会社やヘッジファンド等が協調融資で残りの資金を供給する。買収対象企業の株式（または事業）を買い上げていったん非公開（going private）にした後、一定期間後にこれらを丸ごと、あるいは部門別にバラバラにして売りに出し、投資を回収して収益をあげる。この過程で、ブリッジ・ローンの供与やジャンク債、また金利支払いを他の証券で行ったり、先延しにするPIK（pay in kind）やゼロ・クーポン債など、多彩なファイナンス手段が開発された。なお、経営者が株式や事業などの所有者から対象会社や事業を買収することをMBO（Management Buyout）という。通常、経営者の手元資金は限られるため、MBOの多くはLBOとなる。

事業会社ではなく買収ファンド（プライベート・エクイティ・ファンド）がLBOの買い手となる場合がある。KKR（Kohlberg Kravis Roberts）やブラックストーン・グループなどがその代表的存在である。1989年のKKRによるRJRナビスコ買収は、買収ファンドによるLBOの象徴的な事例として記憶されている。当時、買収を仕掛けるファンドは野蛮人（barbarian）と呼ばれ、ビジネス界からはアウトサイダーとみなされることが多かった。しかし、ファンドによるLBOが世界的に広がる中で、投資先企業の経営改善や経営改革を進めて企業価値を高め、産業再編をけん引する存在として買収ファンドを見る向きも出てきた。2000年代にはKKRによるTXUの買収など、89年のKKRによるRJRナビスコ買収を上回る規模のLBOが注目を集めた。金融危機の発生によってファンドによるLBOは一時縮小したが、低金利による運用難に直面する機関投資家からの資金流入もあって、その規模は近年拡大しつつある。

かつて、ハーバード大学のマイケル・ジェンセンは、大幅に負債を利用したLBOが「負債の統制効果」（control effect of debt）によって経営効率性を高めると主張した。しかし、大量の負債に対する金利支払いによる節税効果で利益が上昇する一方、売上高、雇用は減少するという傾向も指摘されており、LBOが経営効率性を高めるかどうかははっきりしない。

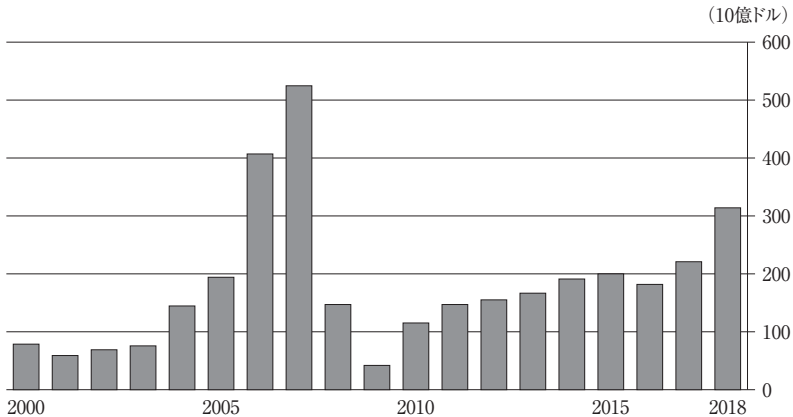
LBOの仕組み



(引用者注) メザニン・ファイナンスは自己資本と上級負債の間の資金調達手段のことである。

〔出所〕 山本哲二 [1997], 『M&Aの経済理論』中央経済社, 12頁。

プライベート・エクイティ・ファンドによる買収額の推移



(注) 2018年は9月30日まで

〔資料〕 Thomson Reuters.

〔出所〕 Financial Times, September 28, 2018.

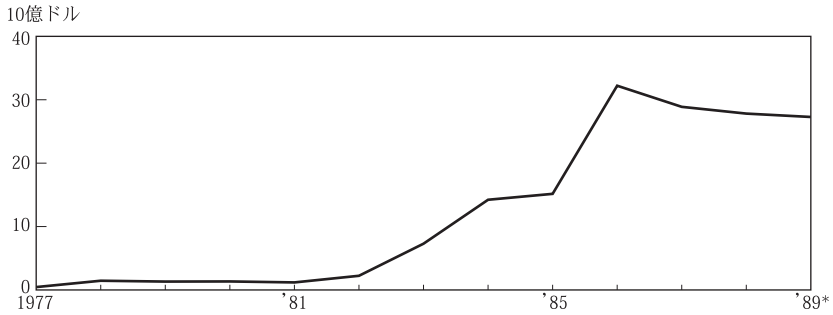
5. M & A ファイナンスとジャンク債市場 M & Aの主たるファイナンス手法は、これまでさまざまに変遷してきた。60年代後半のコングロマリット合併では、株式交換がファイナンスの主流であったのに対して、70年代後半からのM & Aは、余剰資金を使った買収が多いことが特徴である。80年代に入ると「負債の時代」(debt decade)といわれたように負債による資金調達が増加したが、これはM & Aのファイナンス手段としてジャンク債（高利回り債ともいう）が積極的に利用されるようになったことがその背景にある。

ジャンク債とは、格付けが上位4ランクの債券を「投資適格債」(investment grade)というのに対して、それ以下（ダブルB以下）の格付けの債券のことをいう。ジャンク債はリスクが高く、それに投資する投資家が限られていたため、投資適格債の下限の格付けであるトリプルBとの間には大きな利回り格差が存在していた。しかし、70年代後半、ドレクセル・バーナム・ランベール社のマイケル・ミルケンによって、そのデフォルト率の水準が決して利回り格差の存在を正当化するものではないことが明らかにされた。彼はこの分析結果を携えて、機関投資家にジャンク債への投資がいかに有利かを説得してまわった。徐々に機関投資家の注文を集めていき、後にミルケン・マシーンと呼ばれたジャンク債投資家のネットワークが形成されたのである。

1985年になって、ミルケンはジャンク債を、ブームとなっていたM & A活動のファイナンスの手段として大々的に活用することを考える。これによって、ブーン・ピケンズ、ソール・スタインバーグ、アイバン・ボウスキーなどの「乗っ取り屋」や「アープ」などが史上空前の規模のM & Aを実現させた。そのクライマックスが、89年にKKRが取り仕切って成功させた総額264億ドルのRJR ナビスコに対するLBOであった。その後、一連のインサイダー事件スキャンダルによって、これらの主役は次々に逮捕され、ミルケン自身も不正取引の容疑で有罪判決を受ける。その結果、90年のリセッションによってジャンク債市場が動揺すると、高収益を誇ったドレクセル社も倒産に追い込まれることになった。

ジャンク債市場の創設とドレクセル社の歴史は、1人の人間が単独で市場を作り上げたという後にも先にも例を見ない、アメリカ金融史の1ページを飾る際立ったイノベーションの事例として記憶されている。

ジャンク債の発行額

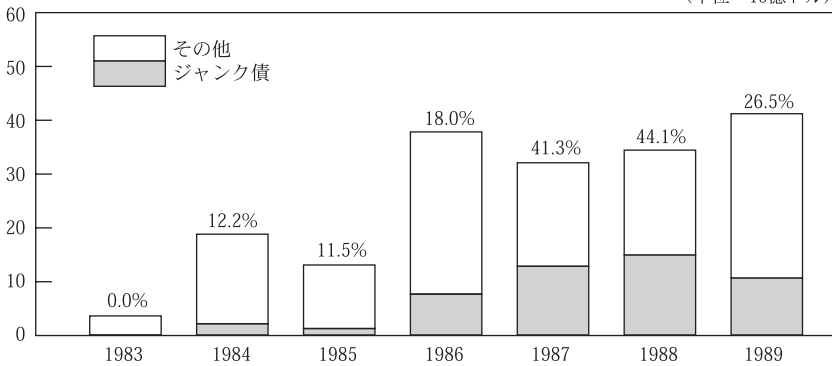


(注) 89年は1 - 9月のデータを年額に換算。

〔出所〕 Bechetti, S. [1990], "The Truth about Junk Bond", FRB of Kansas City, *Economic Review*, July/Aug. p.47.

LBO ファイナンスに占めるジャンク債の割合

(単位 10億ドル)



〔出所〕 Yago, G [1991], *Junk Bond*, p.210.

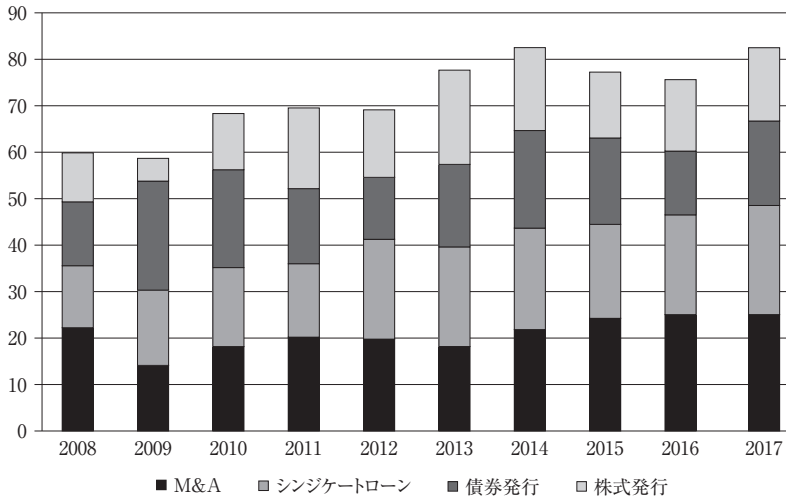
6. 投資銀行のM & A関連業務 1970年代になるまで、投資銀行のM & A活動に対する関わり方は控えめなものであり、特に格式のある投資銀行においては敵対的買収を手掛けることはタブー視されてきた。このような慣習を変える契機となったのが74年のインターナショナル・ニッケル社によるエレクトリック・ストレージ・バッテリー社に対する敵対的なTOBをモルガン・スタンレーが仲介したことであった。最も格式の高い名門投資銀行が敵対的買収を手掛けたことは当時驚きを持って受け止められたが、これを機に非友好的買収も一流の企業、投資銀行、商業銀行、弁護士の業務として認知されるようになったのである。

投資銀行は、買収対象の選定、適正価格の算出、合併買収手段の選択、M & Aファイナンスのための資金調達などを担う。80年代以降、M & A案件が大型化するにつれて、投資銀行は、ブリッジ・ローンの供与、ジャンク債の発行、株式の取得、資産の売却など、M & A & D取引全体に関わるようになったが、それらから厩大な手数料を手にした。特に80年代の後半にはLBOの際に投資銀行自身が出資者として資金を提供するようになり、取得した株式のキャピタルゲインからも多額の収益を得るようになった。M & Aにかかるこれらの複合的な業務からの収益は、取引額の1.7%から5%に達するといわれ、80年代後半には大手投資銀行の収益の半分前後を占めるようになったといわれる。

M & Aアドバイザー業務の分野では、長らくモルガン・スタンレー、ファースト・ボストン、ゴールドマン・サックスが「御三家」と呼ばれており、この3社で87、88年頃にはM & A取引額の70~80%、手数料収入の約40%を占めていた。これらの名門投資銀行は、長年の取引で培われた顧客ベースを武器として、圧倒的なシェアをおさえてきたのである。M & Aの分野では、一握りのスター・プレイヤーが個人的なつながりで案件を獲得することも多く、業者間での引抜きや独立してブティック（専門店）を設立するといった動きが頻繁に生じている。近年では、ゴールドマン・サックスがアドバイザー・ランキングのトップを占め、それにモルガン・スタンレー、JPモルガン、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、シティ等の米国大手金融機関が続いている。また、M & A業務に特化したブティック型の投資銀行も一定の存在感を見せている。

投資銀行手数料の内訳

(単位:10億ドル)



(注) グローバルベース。

〔資料〕 Dealogic.

〔出所〕 SIFMA FACT BOOK 2018, p.58.

M & Aアドバイザー・ランキング (2017年)

順位	アドバイザー	金額 (百万ドル)	シェア (%)	案件数	シェア (%)	手数料 (百万ドル)	シェア (%)
1	ゴールドマン・サックス	842,343.2	28.4%	340	0.9%	2,445	6.3%
2	モルガン・スタンレー	727,286.0	24.5%	287	0.8%	1,742	4.5%
3	JP モルガン	624,506.7	21.0%	294	0.8%	1,826	4.7%
4	バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ	544,273.2	18.3%	187	0.5%	1,355	3.5%
5	シティ	458,539.9	15.4%	225	0.6%	1,193	3.1%
6	ラザード	381,545.3	12.8%	255	0.7%	954	2.5%
7	バークレイズ	355,625.0	12.0%	176	0.5%	887	2.3%
8	クレディスイス	327,551.3	11.0%	206	0.6%	897	2.3%
9	エバーコア・パートナーズ	292,086.8	9.8%	127	0.3%	729	1.9%
10	UBS	279,337.3	9.4%	137	0.4%	583	1.5%
11	ドイチュ・バンク	247,671.2	8.3%	125	0.3%	571	1.5%
12	ロスチャイルド	181,300.4	6.1%	363	1.0%	779	2.0%
13	センタビュール・パートナーズ	155,116.0	5.2%	44	0.1%	358	0.9%
14	RBC キャピタルマーケット	137,785.0	4.6%	107	0.3%	404	1.0%
15	CITIC	111,520.6	3.8%	87	0.2%	168	0.4%
	業界全体	2,969,439.0		36,977		38,723	

(注) グローバルベース、完了案件。

〔出所〕 Thomson Reuters.