

M & A ・ LBO ・ OCS

〈ファンド化〉する国際資本市場

伊豆 久

はじめに

昨年のM&Aは、世界全体で四兆六〇〇億ドルとなり（前年比三六％増、公表ベース）、ITブーム期の二〇〇〇年（三兆三三〇億ドル）を上回る過去最高を記録した（『日本経済新聞』二〇〇六年一月五日）。M&Aブームの再来と言つてよいであろう（図1）。

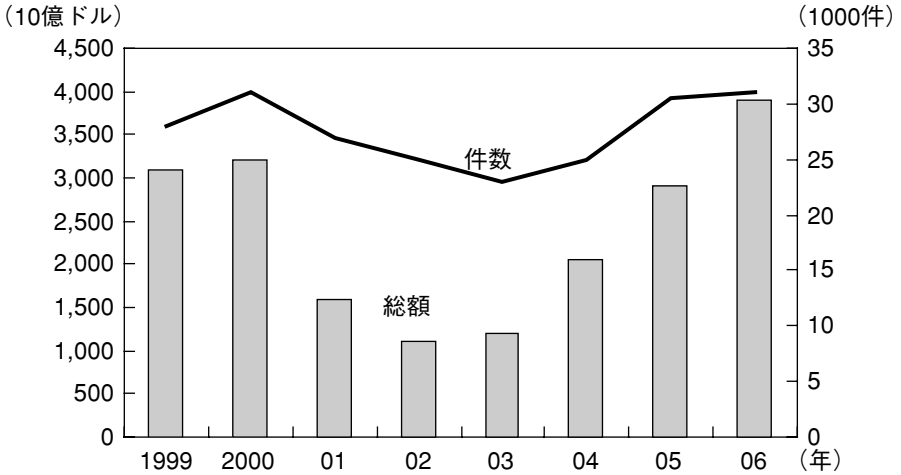
しかし、今回のブームには前回と異なるいくつかの特徴がある。

まず、地域的な分散が見られることである。米国企業をターゲットにした案件が二〇〇〇年には全体の四七％を占めたが、昨年は三七％にとどまり、欧州企業を下回った。他にもアジア地域など新興市場国での買収が拡大している。また、業種においても、以前は、通信やハイテクなどIT分野に集中していたが、最近は、不動産や医療、証券取引所など非常に幅広い分野に広がっている。

さらに、買収方法において、ITバブル期には株式交換が大きな比重を占め、ストックオプションと併せて（株式の貨幣化）とまで言われたが、今回のブームでは再び、現金による買収の比率が上昇している。

また、プライベート・エクイティ・ファンド（買収ファンド）によるM&Aが増えていることも今回の大きな

図1 世界のM&A



(注) 06年は12月20日まで。

(資料) Dealogic.

(出所) Financial Times, December 21 2006.

特徴である。前回は、企業による企業の買収、特に欧州企業による米国企業の買収が注目を集めたが、昨年は、KKRやブラックストーンといった大手買収ファンドの活躍が目立った(表1、図2)。ファンドによる買収の最高額の記録(三〇〇億ドル、八八年のKKRによるRJRナビスコ買収)も一八年ぶりに塗り替えられている。M&A全体に占めるファンドによる買収の比率は、世界全体で一八%、米国だけなら二七%に達しており、これはLBOブームに沸いた八八年と比べてもほぼ倍の数字である(『日経金融新聞』二〇〇六年二月一八日)。そして、敵対的買収も増加している。昨年は三五五件に上り、九九年の二七二件を上回っている。

このような新しい特徴をもつ最近のM&Aブームは、何を意味しているのだろうか。その特徴は何に由来し、それは国際資本市場にどのような変化をもたらしているのだろうか。以下、最近の世界的なM&Aブームと国際資本市場の変化について考えてみよう。

1 九〇年代末との共通点と相違点

はじめに今回のM&Aブームと九〇年代末のそれに共通する要因を確認しておこう。そこにあるのは、言うまでもなく、

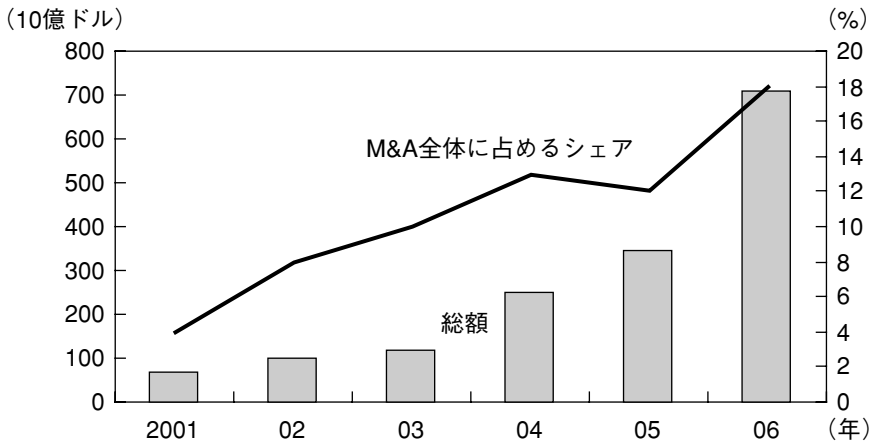
グローバル化や各国の規制緩和の進展による企業間競争の激化である。そのため、企業はへ選択と集中を図ろうと、ノンコア部門の売却やコア部門の買収を繰り返しているのである。一時流行語となっていたへ選択と集中という言葉は、最近あまり聞かれなくなったが、その重要性はむしろ高まるばかりである。その上で、ヘッジファンドやアクティビストファンドなど短期的な利益を求める株主のウエイトが高まっていることが、

表1 2006年の買収ファンドによる大型M&A

金額(10億ドル)	被買収企業	買収ファンド
36.0	エクイティ・オフィス・プロパティーズ (不動産)	ブラックストーン
33.0	HCA (病院)	KKR、ペインなど
26.7	クリア・チャンネル (メディア)	ペインキャピタルなど
21.6	キンダー・モーガン (エネルギー)	ゴールドマンサックス、カーライルなど
17.6	フリースケール・セミコンダクター (半導体)	ブラックストーンなど

(出所)『日本経済新聞』2006年12月28日(夕刊)。

図2 買収ファンドによるM&A



(注) 06年は12月20日まで。

(資料) Dealogic.

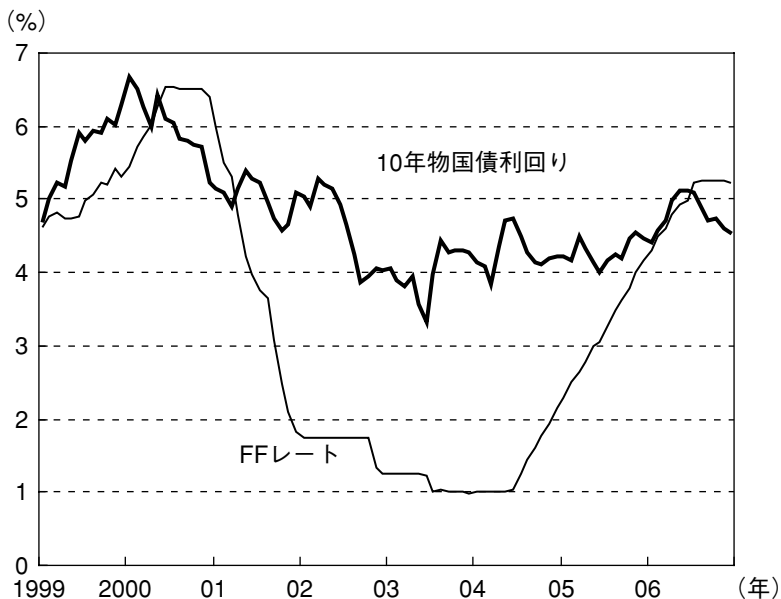
(出所) *Financial Times*, December 21 2006.

そうした圧力をさらに高め、敵対的な買収をも辞さない傾向をもたらししているのである。

次に、ITブーム期と現在の相違点の原因について考えれば、金融環境の変化が非常に大きな役割を果たしている。九〇年代末は、インターネットや通信関連を中心とする株高の時代であった。同時に、好景気を反映して金利は高かったわけであるから、借入れによって買収資金を確保することは得策でなく、株高を利用した株式交換が多用されたのである。とは言え、株価の高騰はハイテク産業に偏っており、その恩恵を幅広い業種が享受できたわけではなかった。

しかし現在は、〇三年を底に世界的な株価の回復が見られるが、かつてのIT産業のような業種の偏りはなく、また高騰と呼ぶほどの上昇ではない。その一方で、長期金利は世界的な低位安定が続いている。米国市場について言えば、図3が示すように、FRBは〇四年六月から合計四・二五%ものFFレ

図3 米国の長短金利



(出所) FRB資料 (www.federalreserve.gov/releases/) より作成。

ート引上げを行ったが、長期金利の上昇幅は1%に満たない。つまり、借入れコストが非常に低くなっており、このことが、買収ファンドに有利な状況を生み出しているのである。

というのは、買収ファンドは上場株式会社でないため、株式交換方式を利用できない。また、出資者からの出資金に対する利益率を上げるため、レバレッジをかけるべく借入れを行うのであるが、担保となる資産もないため、買収先企業を担保とするLBO（レバレッジド・バイアウト）を活用することになる。

すなわち、企業に対する持続的な競争・利益計上圧力の高まりという前提のもとに、金融環境の変化が加わって、買収ファンドによるM&Aが増大していると言えるであろう。

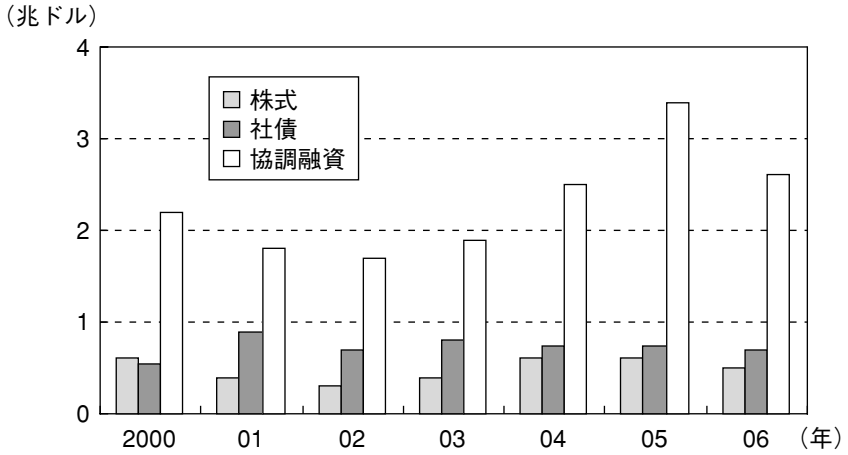
2 買収ファンドとクレジット市場

図4は、世界の協調融資（シンジケート・ローン）の総額を、証券（株式と社債）の発行額と比較したものである。これを見ると、証券発行がほぼ横ばいで推移しているのに対して、協調融資は〇四年から大幅な伸びを記録していることがわかる。

協調融資だけが伸びている理由はどこにあるのだろうか。例えば、社債発行には登録や情報開示などの規制コストがかかるため、融資が選択されるということが考えられる。その上、協調融資の場合、最初から転売が前提とされていることが多いため、投資家（資金提供者）にしてみれば、換金の機会は社債同様に与えられていることになる。しかし、商品にそもそも備わっている制度上のメリットだけでは最近の急速な拡大を説明することはできない。

図5は、世界のM&Aにおける、資金調達に占める融資の比率を示したものである。買収資金の多くが融資に

図4 世界の株式・社債発行と協調融資の規模

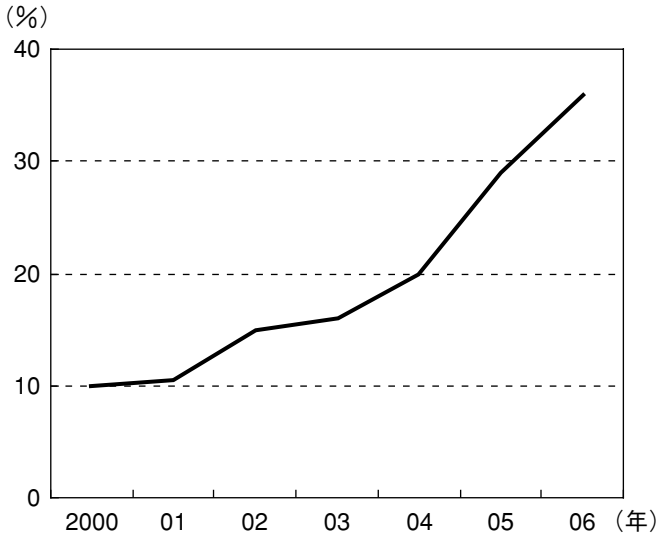


(資料) 06年は9月末まで。

(資料) Dealogic.

(出所) 『日経金融新聞』2006年10月8日。

図5 M&A資金に占める融資の比率



(出所) 『日本経済新聞』2006年10月18日。

よって調達されていることがわかるが、その典型は買収ファンドによるLBOである。LBOの場合、買収先企業の資産価値あるいはキャッシュフローを担保として融資がなされるが、負債比率が非常に高くなり信用リスクが上昇する。そのため、複数の金融機関でリスクを分担する協調融資の形態がとられるのが一般的である。

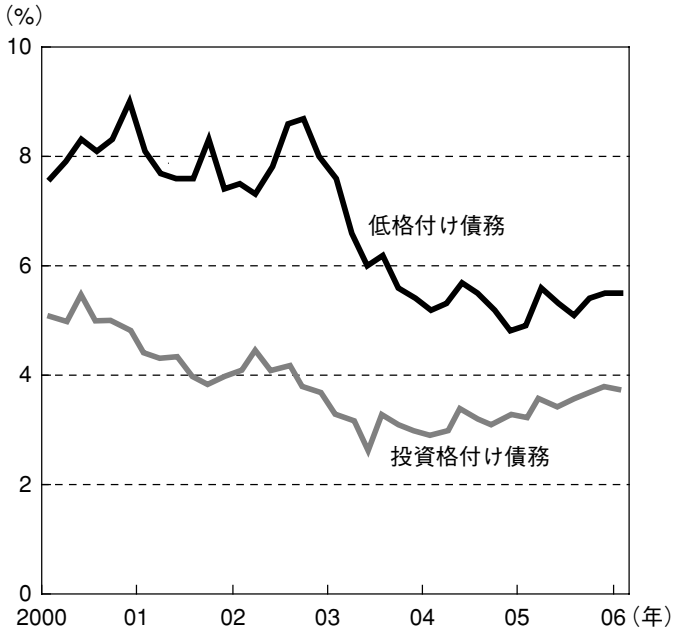
しかも、先に述べた世界的な金融緩和によって、クレジット投資家は運用難に悩まされており、低格付け先に対しても積極的に投資している。景気の安定によって倒産確率が低下していることも大きい。その結果、図6が示すように、低格付け債務のスプレッドは大幅に縮小しているのである。

すなわち、低金利とスプレッドの縮小によって、容易に資金調達できるようになった買収ファンドがLBO型のM&Aを繰り返している、それが最近のM&Aの特徴だと言えるであろう。

さらに、そのLBOローンの資金提供者を見てみれば(図7)、欧米両市場において、銀行のシェアが低下、機関投資家のウエイトが上昇していることがわかる。生命保険や年金などによる部分も少なくないであろうが、そうした伝統的な機関投資家には、内部規則等で投機的格付けへの投資を制限しているところが多い。LBOローンの提供などリスクの高い投資では、ヘッジファンドが大きな役割を果たしていると推測できる。

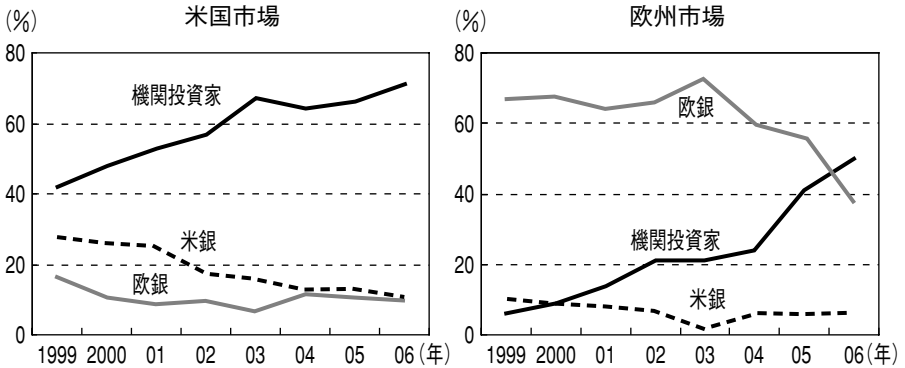
ヘッジファンドは、従来、外為市場や株式市場での動向が注目を集めてきたが、図8が示すように、最近は、クレジット市場での投資を主とするファンドが増えており、とりわけ格付けの低い部分において高いシェアを誇っていることが伝えられている。したがって、そうしたヘッジファンドの活動が、クレジット市場の活況を通して、買収ファンドを支えているとも言えるであろう。

図6 債務の格付け別資本コスト



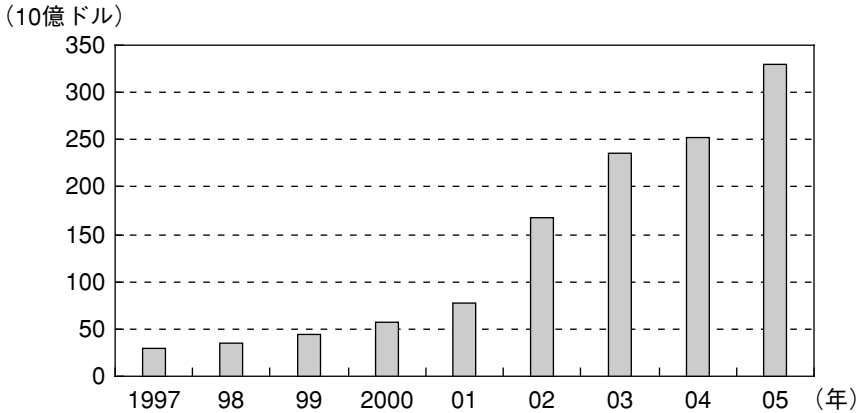
(注) 税引き後ベース。
 (資料) Barclays Capital.
 (出所) *The Economist*, September 23 2006, p.72.

図7 レバレッジド・ローン市場における資金供給者



(注) 2006年は、05年9月末からの1年間の数値。
 (資料) S&P.
 (出所) *Financial Times*, October 26 2006.

図8 クレジット型ヘッジファンドの運用額



(出所) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2006 (Chapter 2 "The influence of credit derivatives and structured credit markets on financial stability")

3 クレジット・デリバティブ市場の拡大

リスク許容度の高い機関投資家といえども、場合によってはリスクヘッジが必要となるが、その場を提供しているのが、クレジット・デリバティブ(CDS)・クレジット・デフォルト・スワップ)である。

クレジット・デリバティブは、例えば、銀行が融資リスクをヘッジする目的で、あるいは生保がリスクを引き受けるために利用されてきたが、想定元本ベースで見てここ数年、倍々ペースで増えている(図9)。そしてここでも、ヘッジファンドが大きな役割を果たしているのである。

ヘッジファンドは、CB(転換社債)を使った裁定取引において社債部分のリスクをヘッジするためにクレジット・デリバティブを使うことが多かったが、大手投資銀行とともにトレーディングに加わっている他、特に、シンセティックCDO(CDSを原資産とする証券化商品)の劣後部分での主要な投資家としてその価格形成に大きく関与していると伝えられている。

こうしたリスクヘッジ市場の発達が、LBOなどリスクの高い融資を支えているのである。

また逆に、LBOの拡大がクレジット・デリバティブへのニーズを高めている側面もある。LBOの対象となった企業は巨額の債務を抱えるため、一般的に、既存債務の格付けは引き下げられ、債権者は大きな損失を被る。買収対象となりそうな企業の債権者は、クレジット・デリバティブを利用することでリスクヘッジが可能となるのである。

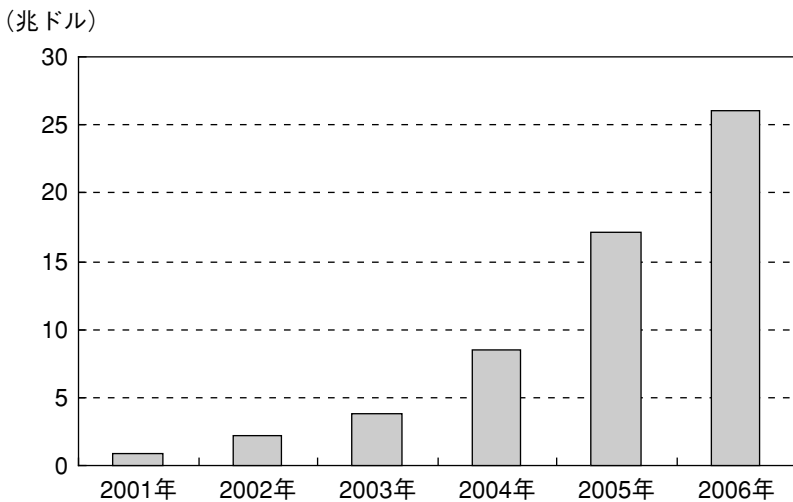
おわりに

以上述べてきたように、最近のM&Aブームは、協調融資の拡大、低格付け債のスプレッド縮小、クレジット・デリバティブ市場の成長などと密接に絡み合いながら生じている現象である。そして、それらの背後に共通して見えるのは、買収ファンドやヘッジファンドといったファンド勢の台頭であろう。

では、こうしたファンドはなぜここまで成長してきたのであろうか。

理由の一つは、すでに述べた世界的な金融緩和の長期化であろう。日米欧ともに、短期金利は上昇しているが、そ

図9 クレジット・デリバティブの残高



(注) 2006年は9月末。

(出所) ISDA資料 (www.isda.org) より作成。

れが長期金利には波及していない。そうした金融環境がファンドの資金調達を容易にし、また、運用難に苦しむ伝統的な機関投資家からファンドへの資金提供を促しているのであろう。

二つ目には、オルタナティブ運用へのニーズの高まりを指摘することができる。年金や生保など伝統的な機関投資家は、ポートフォリオ理論の主張するインデックス運用を重視してきたが、ITバブルの崩壊によって株式市場の低迷に直面する一方で、商品市場や不動産市場の活況を目の当たりにし、運用手法の見直しを進めている。新しいアセットクラスを組み入れることで、リスクを抑えてリターンをあげることができると考えれば、それはポートフォリオ理論の否定ではなく延長である。その一環として、ファンドへの出資が続いているのである。

さらに、エンロン事件以降、世界的に進んでいる証券アナリストへのリストラもファンド・ブームの一因となっているであろう。各国でアナリストの中立性が問い直され、投資銀行業務への関与が厳しく規制されるようになったために、証券会社を退職し、新たにファンドを立ち上げるアナリストの例がたびたび話題となっている。最近のファンド・ブームの背景にはこうした要因も作用しているであろう。

(いず ひさし・客員研究員)