

再び増加基調に転じたわが国企業のクロスボーダーM&A

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

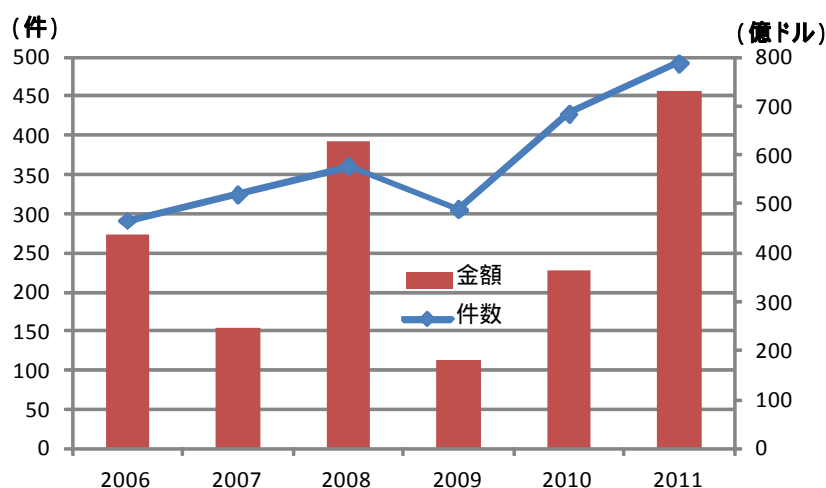
1. 日本企業によるクロスボーダーM&A が事業戦略の選択肢として定着し始めており、2011年は件数、案件総額ともに過去最高を更新した。
2. 日本企業が近年クロスボーダーM&A を積極的に行っている動機には、①国内需要の停滞を背景とする内需型企業による海外市場の需要開拓、②グローバル競争におけるマーケット・シェアの向上と規模の利益の獲得、③海外の資源権益の確保などがある。
3. 地域別には、米国がトップを維持しているものの、中国を始めとするアジアの企業がターゲットになるケースが近年増加している。ただし、中国に関しては中小規模の案件が主体である。
4. 業種別には、全体としては、ハイテク(特にソフトウェア、ITコンサルティング)、工業(特に機械、自動車関連)、素材(特に金属・採鉱、化学)といった業種の案件が多い。ただし、地域によってターゲットとなる業種の特徴は異なる。
5. 日本が今後中長期的に貿易黒字を維持できるか不透明な中で、経常黒字を増やしていくためには、海外への直接投資と証券投資から得られる所得を増やし、所得収支を伸ばしていかなければならない。クロスボーダーM&A は、対欧米先進国では直接投資の主要な手法になりつつあり、対アジアでも今後主流になっていくだろう。
6. 一方、クロスボーダーM&A には、高い買収プレミアムの支払い、買収後の買収先における問題の発覚、財務リスク、ポスト・マージャー・インテグレーションにおける躓きといった様々なリスクがある。日本企業はこれらのリスクに十分留意した上で、自社の中長期的な事業戦略の中にクロスボーダーM&A を位置づける必要があるだろう。

2011年の案件数は過去最高

日本企業による外国企業の買収、いわゆるクロスボーダーM&A が事業戦略の選択肢として日本企業の間で定着し始めており、2011年は件数が過去最高を更新する。クロスボーダーM&A の件数は、リーマンショック後の2009年には減少したものの、再び増加

基調に転じている（図表 1）。大型案件という点では、リーマンショックを境に減少しているものの、2009 年のキリンホールディングスによるオーストラリアの飲料会社ライオンネイサンの 100%子会社化、2010 年のアステラス製薬による敵対的 TOB を用いた米国製薬会社 OSI ファーマシューティカルズの買収、2011 年の武田薬品工業によるスイスの製薬会社ナイコメッドの買収といった総額 3,000 億円を超えるような案件も出てきており（図表 2）、案件総額も 2011 年は 2010 年に引き続き増加し、こちらも過去最高となる¹。このようにクロスボーダー M&A が日本企業によって積極的に行われている背景として

図表 1 日本企業のクロスボーダー M&A の件数と金額の推移



(注) 発表日ベース。継続中の案件含む。件数には金額が非公表の案件も含む。
(出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

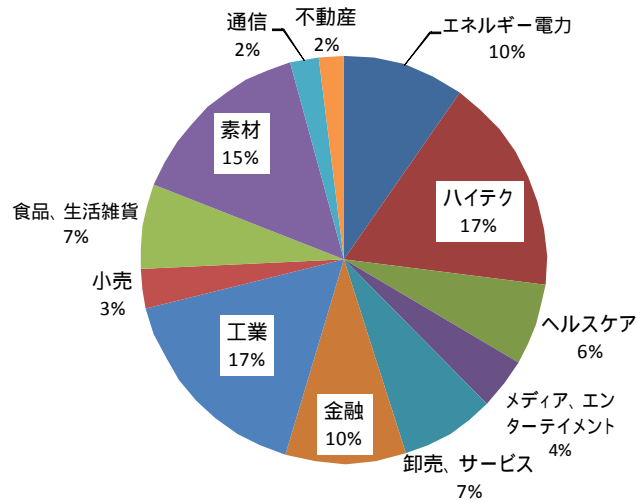
図表 2 リーマンショック前後の主な大型クロスボーダー M&A

発表年	買収企業	ターゲット企業	ターゲット企業 国籍	ターゲット企業 業種	案件総額 (百万ドル)
2006	東芝	ウエスチングハウス	米国	電力	5,402
	丸紅、東京電力	ミラント社フィリピン発電事業	フィリピン	電力	3,420
	JT	ガラハー	英国	タバコ	18,800
2007	エーザイ	MGIファーマ	米国	医薬品	3,655
2008	武田薬品工業	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	米国	医薬品	8,128
	第一三共	ランバクシー・ラボラトリーズ	インド	医薬品	5,033
	東京海上ホールディングス	フィラデルフィア	米国	保険	4,692
	三菱UFJフィナンシャル・グループ	モルガンスタンレー	米国	証券	7,800
	新日鉄、JFEホールディングス、ボスコ、伊藤忠商事等	ナミサ	ブラジル	金属、採鉱	3,120
2009	キリンホールディングス	ライオンネイサン	オーストラリア	食品	3,417
2010	アステラス製薬	OSIファーマシューティカルズ	米国	医薬品	3,838
2011	武田薬品工業	ナイコメッド	スイス	医薬品	13,683
	三菱商事	アングロ・アメリカン・スール	チリ	金属、採鉱	5,390
	伊藤忠商事、KKR等	サムソン・インベストメント	米国	石油、ガス	7,200

(出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

¹ ただし、案件総額は各案件の金額を単純に積み上げたもので、例えば、日本企業と外国企業が共同で買収を行った場合で、案件金額 10 億ドルのうち日本企業の分は 1 億ドルであっても、案件総額を計算する際は、10 億ドルでカウントしている。

図表 3 クロスボーダーM&Aの業種別シェア（2006～2011年の累計）



（出所）トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

は、進行する円高や世界的な株安によって買収コストが低下していること、更には、少子高齢化の進行等による国内需要の低下により、内需型産業においても拡大するアジア各国を中心とする新興国需要の取り込みが喫緊の課題になっていることなどが外的要因として挙げられる。一方、内的要因としては、バブル崩壊後の過剰負債の解消努力と内部留保の積み上げにより、手元流動性が潤沢で、追加の負債調達に余地が大きい会社が増えていることから、国内外問わず M&A を実行する財務基盤が整っている点を指摘できる。

近年のブームの特徴をいくつか挙げると、第一に、中国を始めとするアジアの企業がターゲットになるケースが増加している（地域別の分析については 章で詳述）。第二に、ターゲット企業の業種に関しては、ハイテク（特にソフトウェア、IT コンサルティング）、工業（特に機械、自動車関連）、素材（特に金属・採鉱、化学）といった業種の案件が多く、これはリーマンショック前後で変わらないトレンドである（図表 3）。一方、更に細かい業種分類で見ると食品業における案件の多さが近年目立つ。第三に、売り手がファンドのケースが増加している。これは、特にリーマンショック前に盛んに組成された企業買収のためのバイアウト・ファンドによる投資回収が活発になってきていることによると考えられる。

クロスボーダーM&Aの動機

1. 海外市場の需要開拓

日本企業が近年クロスボーダーM&Aを積極的に行っている動機は大きく三つあると考える。一つ目は、海外市場の需要開拓である。少子高齢化や景気低迷による国内需要の頭打ちで、小売、消費財（食品、医薬品、日用品等）、通信、保険、紙・パルプといった内

需関連の業界では、売上高成長率が伸び悩み、成長率の高い新興国市場や市場規模の大きい欧米市場を開拓する必要に迫られている。そのため、現地の販売網を迅速に強化したり、海外の売上高を拡大したりするために外国企業を買収するケースが近年増加している。

例えば、医薬品業界では、国内市場の成熟化に伴い 2000 年代半ばにまずは国内市場の再編が起こったが²、近年は、大手企業を中心に海外の医薬品メーカーを買収し、国内市場よりも格段に規模の大きい欧米市場や成長率の高いアジア等新興国市場の開拓に力を注いでいる（図表 4）。その結果、近年の急激な円高にも関わらず、武田薬品工業と第一三共は 2005 年度から 2010 年度にかけて海外売上高比率を伸ばし、アステラス製薬とエーザイについても同比率は微減に留まっている。

円高でかつ世界的に株価が低迷している昨今のような局面において、国内市場が飽和状態に陥っているような内需型産業では、クロスボーダー M&A を活用した海外市場への拡大が成長低迷の打開策となり得る。

2. グローバル競争における規模の利益追求

二つ目の動機は、グローバル競争においてマーケット・シェアを上げ、規模の利益を獲得することである。日本では、従来、業界内の合従連衡を通してシェアを拡大していくという戦略が一般的ではなかったため、一つの業界に多くの企業が乱立するケースが多かった。過去 10 年間では、銀行、生保、損保などの金融業界、デパート、ドラッグストア、家電量販店などの小売業界、医薬品業界などで合従連衡が進み、国内での寡占化が進行したが、再編余地のある業界は未だに多い。そうしている間に、欧米企業を中心とするグローバル・トップ・プレーヤーの巨大化と寡占化が進行し、日本のトップ・プレーヤーがグローバルでもトップに君臨するような業界の数は減っていった。

その中で、近年、国内のリーディング・カンパニーが、グローバル・シェアの拡大を目指して海外の同業他社を買収するケースも徐々に増えてきている。例えば、東芝は 2006 年に米国大手原子力プラントメーカーのウエスチングハウスを買収し、原子力発電設備容

図表 4 大手医薬品メーカーによるクロスボーダー M&A の主な案件

会社名	発表年	ターゲット企業	ターゲット企業 国籍	案件総額 (百万ドル)	海外売上高比率	
					2005年度	2010年度
武田薬品工業	2008	TAPファーマシューティカルズ	米国	1,500		
	2008	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	米国	8,128	44%	49%
	2011	ナイコメッド	スイス	13,683		
第一三共	2008	ランバクシー・ラボラトリーズ	インド	5,033	33%	51%
	2011	プレキシコン	米国	935		
アステラス製薬	2010	OSIファーマシューティカルズ	米国	3,838	45%	44%
エーザイ	2007	MGIファーマ	米国	3,655	53%	50%

（出所）トムソン・ワン、各社開示資料より野村資本市場研究所作成

² 2005 年に山之内製薬と藤沢薬品工業が合併してアステラス製薬が、また、2007 年には第一製薬と三共が経営統合し、第一三共がそれぞれ誕生した。

量でグローバル・シェア・トップに立った。JT は 2007 年に英国たばこメーカーのガラハートを買収し、グローバル・シェアで第 3 位となっている。また、三菱レイヨンは 2008 年に英国化学大手のルーサイト・インターナショナルを買収し、自動車用部品や液晶パネル部材などに使うアクリル樹脂原料生産で世界トップに立った。

グローバル競争において、規模を追求することだけが必ずしも有効な戦略というわけではないが、ある程度以上の規模がないと、価格交渉力、コスト競争力、新製品開発力、販売力などの面で、世界のトップ企業と渡り合っていけないことも確かである。また、規模が小さいと、逆にグローバル・トップ・プレーヤーの買収ターゲットになる恐れもある。

3 . 資源権益の獲得

三つ目の動機は、海外の資源権益を獲得することである。自国に天然資源をほとんど持たない日本企業は、総合商社や資源エネルギー会社を中心に以前から原油・原料炭・天然ガスなどのエネルギーや銅、鉄鉱石などの鉱物資源の権益を海外で取得したり、権益を持つ企業を買収したりしてきたが、近年、この流れはさらに加速し、権益取得のためのクロスボーダーM&A の件数が増加している。

外的要因としては、円高で投資コストが下がっていることに加え、足元では欧州債務危機により、欧州企業からの売却案件の増加が見込まれることが挙げられる。一方、内的要因としては、資源高等による好調な業績により財務基盤が安定している大手総合商社が、積極的に資源権益への投資を行なっていることに加え、福島第 1 原発事故により、原子力発電から火力発電へのシフトが進むことが国内外で見込まれる中で、液化天然ガス（LNG）及び原油の需要が拡大していることなどが挙げられる。

特に近年注目を集めているのは、埋蔵量が豊富で環境負荷も低いシェールガスと言われる新型天然ガスで、技術革新により生産コストが下がったため需要が急増しており、北米を中心に開発が進んでいる。日本の総合商社などが権益獲得を積極化しており、例えば、2011 年 11 月には、伊藤忠商事が米投資ファンドなどと組み、シェールガスの井戸を豊富に持つ米石油・ガス会社サムソン・インベストメントを総額 72 億ドルで買収すると発表した。資源権益確保のためのクロスボーダーM&A は、その他の目的の案件に比べて規模の大きいものが多いのが特徴である（図表 5）。

一方、中国を始めとする新興国では、経済成長と共に天然資源への需要が急拡大しているため、中国国営企業や新興国の需要増を事業機会と捉える大手資源エネルギー会社、投資ファンドなどとの権益獲得競争は今後更に激しくなる可能性がある。

資源権益獲得のためのクロスボーダーM&A は、資源価格の動向などに大きく左右されるものの、日本企業にとってはエネルギー・資源の安定的な確保のために今後も必要不可欠であり、引き続き活発に実施されるだろう。

図表 5 資源権益獲得のためのクロスボーダーM&A の主な案件

発表年	買収企業	ターゲット企業	ターゲット企業 国籍	資源権益	案件総額 (百万ドル)
2006	丸紅、東京電力	ミラント	フィリピン	電力	3,420
	丸紅	バイオニア・ナチュラル・リソースズ	メキシコ	石油・天然ガス	1,300
2008	新日鉄、JFEホールディングス、 ポスコ、伊藤忠商事等	ナミサ	ブラジル	鉄鉱石	3,120
	丸紅、関西電力、九州電力等	セノコパワー	シンガポール	電力	2,763
	三菱商事	ニューホープ	オーストラリア	石炭	2,384
	丸紅	アントファガスタ	チリ	銅	1,310
2009	三菱商事	CMP	チリ	鉄鉱石	924
	三井物産	アナダルコ	米国	シェール・ガス	1,500
	三井物産、東京ガス	ガスナチュラル	メキシコ	電力	1,465
2010	住友商事	ミネラソン・ウジミナス	ブラジル	鉄鉱石	1,930
2011	伊藤忠商事	ドラモンド	コロンビア	石炭	1,524
	新日鉄、JFEホールディングス、 ポスコ、双日等	CBMM	ブラジル	レアメタル	1,950
	三菱商事	アングロ・アメリカン・スール	チリ	銅	5,390
	伊藤忠商事、KKR等	サムソン・インベストメント	米国	石油・天然ガス	7,200

(出所) トムソン・ワン、各社開示資料より野村資本市場研究所作成

地域別分析

1. ターゲット企業の国籍別分析

ターゲット企業の国籍別に件数と金額を集計し、近年のクロスボーダーM&A の特徴を見ると、件数に関しては、米国がトップを維持しているものの、中国を始めとするアジアの企業がターゲットになるケースが増加している(図表6)。一方、金額に関しては、大型案件の影響が大きく、例えば、ナイコメッドの案件があったスイスが2011年は米国に次ぎ2位となっているが、他の年にはトップ5に入っていない。中国は中小規模の案件が多いため、案件総額ではまだ上位に進出していない。むしろ、中南米、オーストラリアなどの資源国を対象とする権益確保のM&Aは比較的規模の大きい案件が多いため、それらの国々が上位に顔を出している。

これらを、国別の対外直接投資ランキングと比較すると、直接投資の手段が現地での工場や店舗の立地等による自前の進出が中心なのか、クロスボーダーM&Aによる進出も盛んなのかは国によって異なることがわかる。クロスボーダーM&Aの金額で上位にランクされる中南米等の資源国や、クロスボーダーM&Aと対外直接投資の両方で上位にランクされることの多い米国やオーストラリアに関しては、M&Aが直接投資の主要な手段として定着している。他方、対外直接投資金額は多いがクロスボーダーM&Aの金額はまだそれほどでもない中国については、依然として自前の進出が中心であることがわかる³。

³ 対外直接投資金額でオランダが上位にランクされるのは、同国に日本企業の欧州地域の金融統括機能が集中しているからである。

図表 6 ターゲット企業の国籍別クロスボーダーM&A と対外直接投資

< 件数ベース >

年	1位		2位		3位		4位		5位	
2006	米国	86	中国	21	英国	19	ドイツ	16	オーストラリア	15
2007	米国	95	オーストラリア	24	英国	21	ドイツ	18	中国	16
2008	米国	106	オーストラリア	24	ドイツ	20	中国	19	英国	17
2009	米国	78	オーストラリア	26	ドイツ 中国	20	韓国	13	タイ	12
2010	米国	105	中国	45	オーストラリア	29	インド	19	シンガポール	16
2011	米国	95	中国	58	英国	30	韓国	27	オーストラリア	21

< 金額ベース >

(百万ドル)

年	1位		2位		3位		4位		5位	
2006	英国	19,303	米国	12,580	フィリピン	3,864	マレーシア	2,164	香港	942
2007	米国	10,136	オーストラリア	4,103	英国	3,692	ジャマイカ	1,082	フィリピン	939
2008	米国	30,434	インド	8,013	オーストラリア	5,288	ブラジル	3,311	シンガポール	3,130
2009	オーストラリア	5,029	米国	4,337	メキシコ	1,465	チリ	1,095	中国	981
2010	米国	16,453	南アフリカ	3,106	オーストラリア	2,796	ブラジル	1,957	シンガポール	1,910
2011	米国	20,355	スイス	16,316	チリ	6,468	ブラジル	6,369	英国	4,222

< 対外直接投資 >

(百万ドル)

年	1位		2位		3位		4位		5位	
2006	米国	(10,834)	オランダ	(9,940)	英国	(8,424)	中国	(7,172)	マレーシア	(3,455)
2007	米国	(18,524)	オランダ	(14,710)	中国	(7,305)	ケイマン諸島	(6,889)	オーストラリア	(4,781)
2008	米国	(44,617)	ケイマン諸島	(22,814)	オランダ	(6,790)	英国	(6,758)	中国	(6,700)
2009	ケイマン諸島	(12,080)	米国	(9,989)	オーストラリア	(6,556)	中国	(6,492)	オランダ	(6,314)
2010	米国	(7,968)	中国	(6,284)	オーストラリア	(5,622)	ガーンジー	(4,842)	英国	(3,855)

(注) 対外直接投資のマイナスは流出超過を示す。

(出所) トムソン・ワン、日本銀行『国際収支統計』より野村資本市場研究所作成

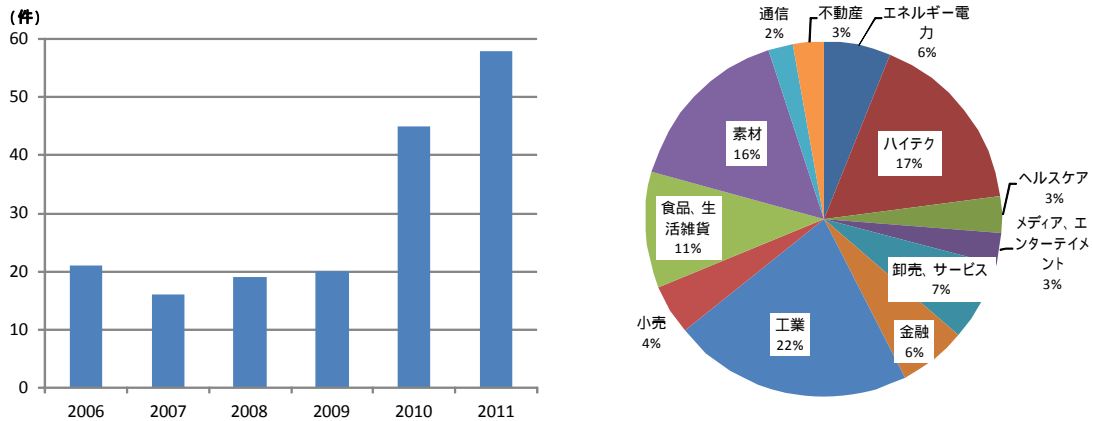
海外進出の手法として、工場の建設など自前で進出するか、クロスボーダーM&Aを実施するかは事業戦略上の重要な決断となるが、M&Aが選好されるのは、企業が進出国の販路や人材、さらにグローバル・シェアを獲得するのにスピードを求める場合と、ターゲット企業が持っているブランドや特定の技術・ノウハウ・製品等を獲得したい場合等が多い。一方、現地で自社製品を製造する場合や自社のブランド、ノウハウなどを現地に導入したい場合、また、M&Aに関して外資の出資規制等が厳しい場合などは、自前の進出が選好されることが多い。

2. アジア

1) 中国

中国企業を対象とするM&Aの件数は、2010、2011年と大きく伸びている(図表7)。業種別に見ると、工業、ハイテク、素材の順に多く(図表7)、案件の規模は大きくないもののIT・ソフトウェアや自動車部品関連のM&Aが増えているのが特徴である。比較的大きな案件は、食品業界におけるものが目立った。2009年のアサヒビールによる中国のビール業界第2位の青島ビールとの戦略的提携(19.99%出資)では、同社にとって中国が世界一のビール消費国であることを念頭に、青島ビールのブランド力や約50ヶ所の生産拠点、強力な販売網を活用できるメリットがある。

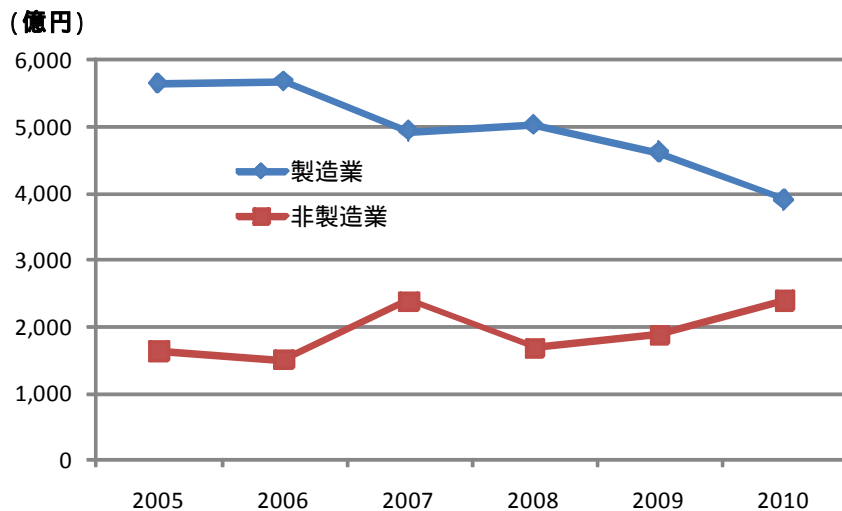
図表 7 日本企業による中国企業を対象としたクロスボーダーM&A



(注) 業種別シェアは2006～2011年の累計を元に算出。
 (出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

また、2011年の麒麟ホールディングスによる小売、ビール、食品および清涼飲料事業などを展開する華潤創業有限公司との清涼飲料事業に関する合併会社設立（同社の出資比率40%）では、華潤創業が有する物流・販売ネットワークを活用できるメリットがある。従来、中国は製造業の生産拠点との位置づけが強く、日本企業の対中直接投資の金額を見ても製造業が非製造業よりも圧倒的に大きかったが、近年、中国が一大消費地としての存在感を高めていること等により、卸売・小売業、金融・保険業など非製造業の進出が盛んになってきている（図表8）。ただし、進出の手法は現地法人の設立が主流で、戦略的提携等の資本参加を含むM&Aはまだ少数派である。

図表 8 中国向け対外直接投資



(出所) 財務省『国際収支状況』より野村資本市場研究所作成

2) NIES

NIES（香港、シンガポール、韓国、台湾）の企業を対象とする M&A も 2010、2011 年と件数が増加している（図表 9）。国別には、過去 6 年間の案件数は 4 カ国でほぼ同水準である。業種別には、ハイテク、金融、工業の順で多くなっており（図表 9）、近年、特に半導体やソフトウェアなどのハイテク産業における M&A が盛んである。例えば、2011 年に半導体検査装置大手のアドバンテストがシンガポールの同業者ヴェリジーを約 900 億円で買収した案件は、高い補完性を持つヴェリジーの技術・製品の獲得や同社のグローバルな顧客ベースが主な狙いであった。

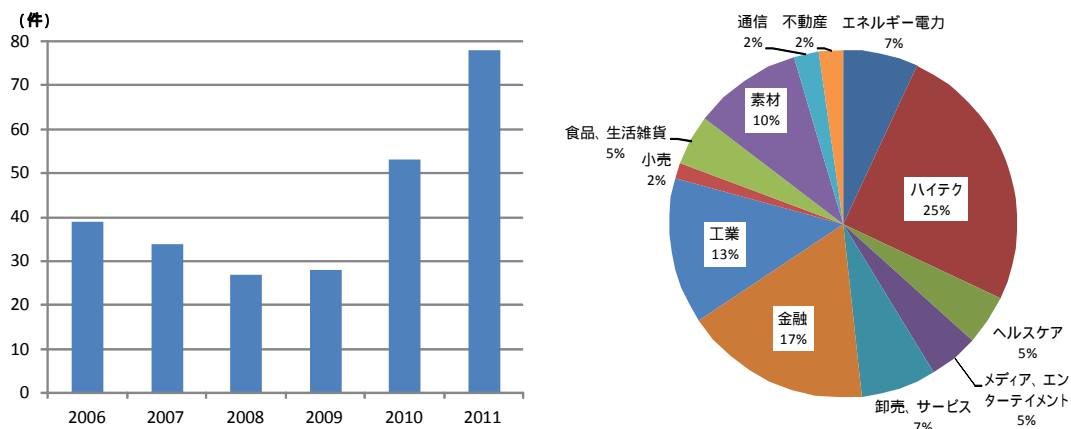
また、件数及び金額の両方で、保険、証券、資産運用などの金融産業における M&A が多いことも特徴である。例えば、第一生命保険は 2006 年に台湾大手の生命保険会社を傘下に持つ新光金融ホールディングスと資本提携し、2008 年には追加で約 15%まで出資比率を引き上げている。背景には、国内市場が成熟し保険料の伸び悩みが続く中で、わが国の保険会社はアジア等の新興市場に活路を求め、M&A などを通じた市場進出を積極的に実施していることがある。

一方、日本企業の対 NIES の直接投資を見ると、製造業と非製造業への投資金額が大体半々であり、製造業では電気機器、非製造業では金融、卸・小売業などで盛んである。そのうち、前述のように金融業においては M&A を通じた投資が盛んになっているが、電機や卸・小売業については現地の工場設立などを通じた自前の進出が主流である。

3) 東南アジア・インド

東南アジア（インドネシア、タイ、フィリピン、ベトナム、マレーシア）とインドの企業を対象とする M&A も件数が順調に増加している（図表 10）。国別では、過去 6 年間、インドが 74 件で最も多く、以下、タイ（64 件）、ベトナム（48 件）、マ

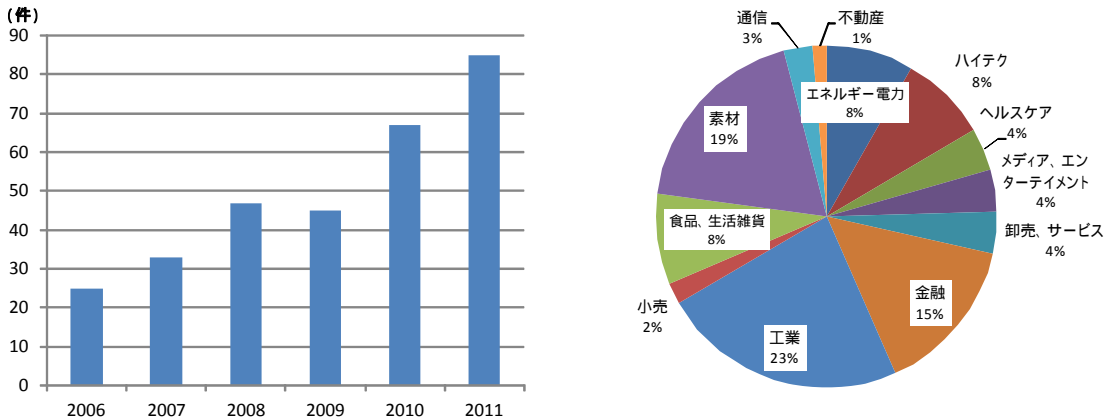
図表 9 日本企業による NIES 企業を対象としたクロスボーダーM&A



（注）業種別シェアは 2006～2011 年の累計を元に算出。

（出所）トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

図表 10 日本企業による東南アジア・インド企業を対象としたクロスボーダーM&A



(注) 業種別シェアは2006～2011年の累計を元に算出。
 (出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

レーシア(47件)と続く。業種別に見ると、工業、素材、金融の順で多くなっており(図表10)、中でも、規模の大きい案件は少ないものの自動車関連企業や、金属・採鉱関連企業のM&Aが多い。また、1,000億円を超える大型の案件も少なくない。例えば、2007年のダイキン工業によるマレーシアのOYLインダストリーズの買収、2008年の第一三共によるインドのランバクシー・ラボラトリーズの買収、NTTドコモによるインドのタタ・テレサービスズへの出資、2009年の麒麟ホールディングスによるフィリピンのサンミゲル・ビールの買収などで、食品、医薬品、通信といった内需型産業がアジア市場開拓のために現地の大手企業に出資又は買収するケースが目立つ。また、NIESと同様、近年、銀行と保険を中心とする金融産業におけるM&Aも盛んである(図表11)。金融機関への出資率について上限規制が設けられていることが多いため、現地の金融機関との業務提携と戦略的出資という形態が一般的である。

図表 11 日本の金融機関による東南アジア・インド企業を対象とした主な M&A

発表年	買収企業	ターゲット企業	ターゲット企業 国籍	ターゲット企業 業種
2010年	三井住友海上火災保険	ホンレオン・アシュアランス	マレーシア	生保・損保
	三井住友銀行	コタック・マヒンドラ銀行	インド	銀行
2011年	損害保険ジャパン	Berjaya Sampo Insurance	マレーシア	損保
	日本生命	リライアンス・ライフ	インド	生保
	三井住友海上火災保険	シナルマス生命	インドネシア	生保
	みずほコーポレート銀行	ベトコンバンク	ベトナム	銀行

(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

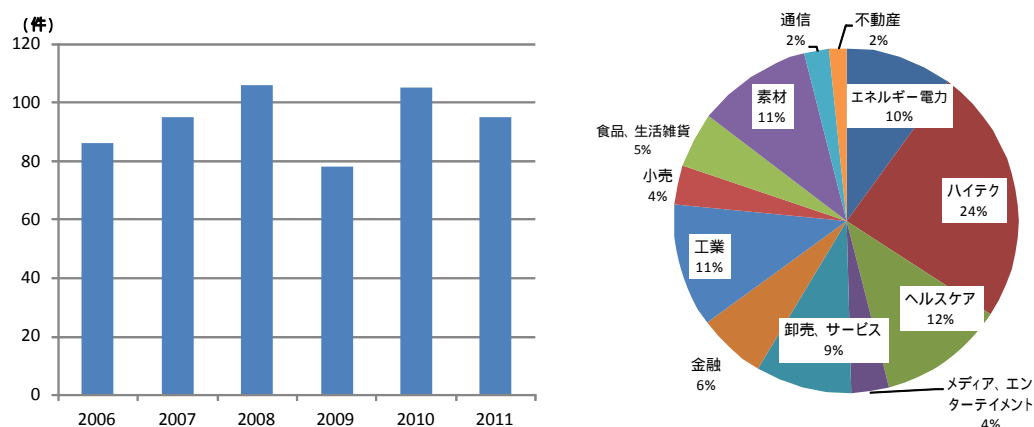
3. 米国

米国企業を対象とする M&A 件数はリーマンショック後の 2009 年には少し減少したが、過去 6 年間、概ね安定的に推移している（図表 12）。業種別の特徴は、ハイテク企業が件数ベースで約 4 分の 1 を占めていることである（図表 12）。大型案件の例としては、2008 年にリコーが、オフィス向け画像機器等の販売・サービス事業者アイコンオフィスソリューションズを買収し、欧米を中心とする同社の販売・サービス網を手に入れたケースや、2010 年に NTT データが IT サービス会社キーン・インターナショナルを買収し、北米における顧客基盤や営業ノウハウ・人員等を獲得したケースなどがある。だが、件数で見ると、成長期待の高いソフトウェア企業やインターネット企業の買収が多い。

また、他の地域よりもヘルスケアやエネルギー産業における M&A が多いことも特徴である。ヘルスケア産業では、2008 年の武田薬品工業によるミレニアム・ファーマシューティカルズの買収、2010 年のアステラス製薬による OSI ファーマシューティカルズの買収など大手医薬品メーカーによる大型買収が目立った。一方エネルギー産業では、電力、石油、ガスや代替エネルギーの分野で商社やエネルギー企業による権益獲得が活発に行われた。

日本企業の対米直接投資とクロスボーダー M&A の状況を照らし合わせると、アジアなど他地域に比べ、直接投資の手段として M&A の占める割合が高いことが見て取れる。特に、近年は金融、医薬品、通信業界における大型案件が対米直接投資の金額を引き上げた。ただし、対米直接投資において投資超過金額の大きい自動車及び卸売・小売業界については、この時期に大型の M&A 案件がなかったため、自前の工場立地や店舗展開等による進出が主流であると考えられる。

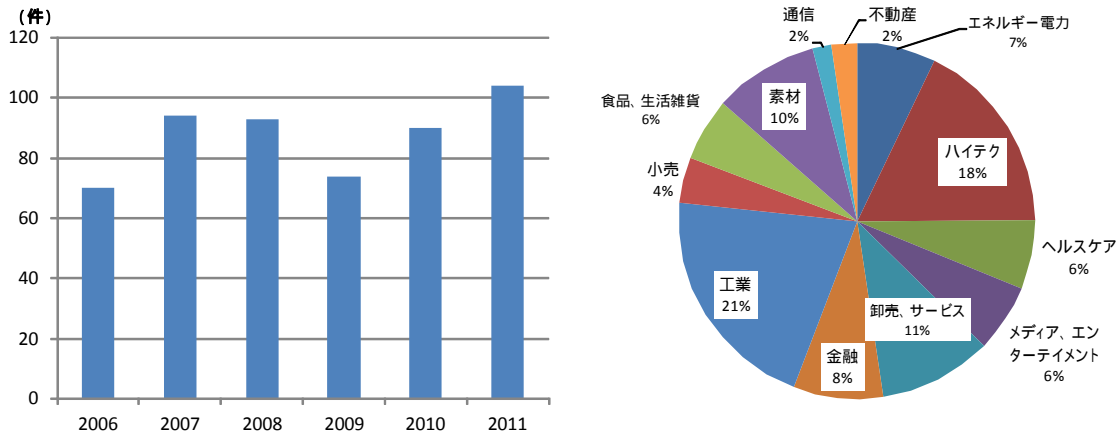
図表 12 日本企業による米国企業を対象としたクロスボーダー M&A



（注）業種別シェアは 2006～2011 年の累計を元に算出。

（出所）トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

図表 13 日本企業による欧州企業を対象としたクロスボーダーM&A



(注) 業種別シェアは 2006～2011 年の累計を元に算出。

(出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

4 . 欧州

欧州企業を対象とする M&A 件数は、リーマンショック後の 2009 年に落ち込んだものの、概ね安定的に推移している（図表 13）。業種別には工業（機械、自動車部品等）とハイテク（電気機器、ソフトウェア等）の割合が高い（図表 13）。例えば、2011 年に自動車ブレーキ用摩擦材でグローバル・シェア第 4 位の日清紡ホールディングスは、欧州のみならず南米や中国でも高いシェアを持つ同 2 位のルクセンブルクの TMD グループを買収し、シェア・トップに立った。また、国別には、英国、ドイツ、フランスが欧州全体のそれぞれ 2 割、2 割、1 割を占め、3 カ国で約半分を占める。欧州では、近年、JT による英国ガラハラの買収や武田薬品工業によるスイスのナイコメッドの買収といった超大型案件があったが、この 2 件を除いては 30 億ドルを超えるような案件はない。だが、今後、欧州債務危機の影響を受けた金融機関・事業法人等から大型の資産売却案件が出てくる可能性もある。

今後の展望

1 . 日本は「貿易立国」から「投資立国」へ

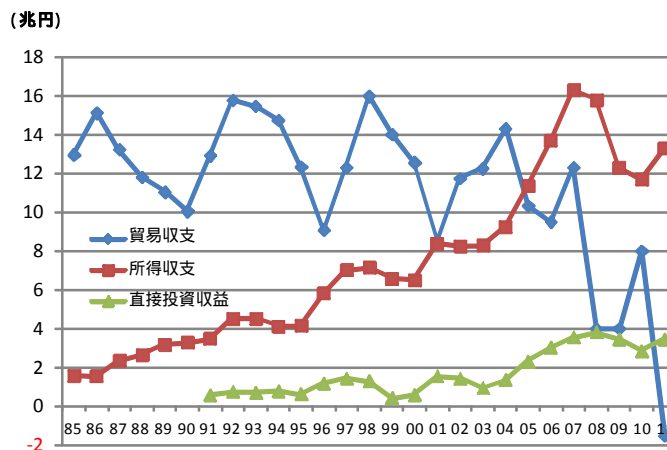
日本経済は、これまで自動車、ハイテク、機械に代表される製造業が優れた製品を海外に輸出することで貿易収支を黒字にし、貿易立国として経常黒字を維持してきた。だが、急激な円高と東日本大震災及び福島第 1 原発事故による電力供給問題等が企業の海外流出と国内産業の空洞化を加速させており、今後中長期的に貿易黒字が維持できるかは不透明である。その中で、今後も経常黒字を維持していくためには、海外への直接投資と証券投

資から得られる利子・配当等の所得を増やし、所得収支を伸ばしていかなければならない（図表 14）。クロスボーダーM&Aは、対欧米先進国では直接投資の主要な手法になりつつある。一方、対中国及びアジア地域においては、依然として直接投資のメインは現地への工場立地などによる自前の進出であるが、近年のクロスボーダーM&Aの増加基調を見る限り、今後、日本企業によるアジア進出の柱となっていくであろう。

2．日本政府によるクロスボーダーM&Aの支援

日本企業がクロスボーダーM&Aを通じて海外進出を進めることについては、政府による支援策も充実してきている。2011年8月に財務省が発表した「円高対応緊急ファシリティ」は、外為特会のドル資金を国際協力銀行（JBIC）経由で活用し、日本企業による海外企業の買収や資源・エネルギーの確保を促進するものであり、具体的には、JBICから邦銀に対してM&A資金のツーステップ・ローン向けクレジット・ラインを供与したり、資源・エネルギー関連のプロジェクトに有利な条件で融資をしたりする。また、2011年10月に閣議決定された政府の『円高への総合対策』には、円高対策の一環として「円高メリットの徹底活用」が掲げられ、石油天然ガス・金属鉱物資源機構（JOGMEC）への出資の拡充を通じ、レアアース等の鉱山権益取得、天然ガス田買収を支援するとともに、産業革新機構の政府保証枠の1.8兆円への拡充等を通じて、海外M&Aを促進することが記されている。同時に、円高対応緊急ファシリティのための、外為特会からJBICへの融資枠も10兆円規模に拡大された。

図表 14 わが国の貿易収支・所得収支・直接投資収益



(注) 2011年は11月現在。直接投資収益は所得収支の内数。
(出所) 財務省『国際収支状況』より野村資本市場研究所作成

3. 日本企業の留意点

以上のように、日本企業によるクロスボーダーM&A は今や日本経済の成長のために政府が積極的に後押しする「国策」となっており、来年以降も多くの案件が実施される可能性が高い。一方で、クロスボーダーM&A には以下の様々なリスクがあることに十分留意すべきである。

第一に、高い買収プレミアムを支払うリスクである。2006～2011 年末までに発表された総額 1 億ドル以上の案件（65 サンプル）について、案件公表時の 1 週間前比株価プレミアムを集計したところ、平均値 33.4%、中央値 27.4%という結果であった。この数字自体はそれほど高いわけではないが、30 億ドルを超えるような大型案件においても 50%を超える高いプレミアムを支払っているケースが散見される。高い買収プレミアムが必ずしも結果的に高値掴みになるとは言えないが、規模の大きい案件では特に慎重な検討が必要であろう。

第二に、買収後に買収先に問題が発覚するリスクである。今後、新興国を始めクロスボーダーM&A の対象地域が多様化していく中、ターゲット企業内に潜んでいる問題については、事前に探り当てて解決しておくべきであり、そのために従来以上に適切なデューデリジェンスが求められる。

第三に、財務リスクである。買収により過剰な負債を抱えると、格付けに悪影響を及ぼし、資金調達コストの上昇につながる。予め、買収後の資本構成の検討や格付けへの影響の検証をしておく必要がある。また、クロスボーダーM&A においては、国内の M&A とは異なり為替リスクへの対応が不可欠である。これは、買収資金の調達と支払時に限らず、買収後、買収先企業からの外貨建ての取引や連結会計の換算における為替リスクについても予めシミュレーションを行っておくべきであろう。

第四に、ポスト・マージャー・インテグレーション（PMI）におけるリスクである。クロスボーダーM&A では、外国企業との言語・文化、商慣習の違いなどから M&A の後の統合過程でシナジー効果を出し、企業価値を高めていくのは容易ではない。例えば、2006～2008 年の主要案件（10 億ドル以上）について、案件発表 1 週間前から 1 年後、3 年後の

図表 15 クロスボーダーM&A 後の株価のパフォーマンス

	案件金額 (百万ドル)	対インデックス超過リターン (1年後)	対インデックス超過リターン (3年後)
平均	4,317	0.0%	-1.4%
中央値	2,595	-1.1%	-1.7%
最大値	18,800	17.3%	28.3%
最小値	1,200	-27.2%	-17.9%
標準偏差	4,591	11.6%	11.8%

(注) インデックスには、買収者が所属する業界の東証業種別株価指数を採用。株価は、案件発表日 1 週間前と、1 年後、3 年後を比較。サンプル案件数 15。

(出所) トムソン・ワンより野村資本市場研究所作成

株価のパフォーマンスを集計すると、対インデックスの超過リターンは平均値・中央値とも若干のマイナスになっている（図表 15）。無論、株価に影響を及ぼしているのは M&A を含む多様なファクターではあるが、この結果はクロスボーダー M&A の難しさを物語る。PMI は「言うは易く行うは難し」で、どの会社でも最初からうまくできるわけではない。国内及びクロスボーダーM&A の経験を積むことで、PMI に徐々に習熟していくしかないのではないか。

日本企業は以上のリスク等を十分踏まえた上で、自社の中長期的な事業戦略の中にクロスボーダーM&A を位置づける必要があるだろう。