

わが国でも増加するクロスボーダーM&Aによる グローバル展開

吉川 浩史

■ 要 約 ■

1. グローバル企業による国境を越えた M&A は過去 10 年間、欧米企業による大型案件を中心に活発に行われてきた。特に、欧州の通貨統合と会計基準の統一を受けた欧州域内での業界再編や、欧米の国内市場成熟を背景にしたグローバル企業同士の統合が盛んに行われた。
2. その一方で、エマージングエリアでは SWF（政府系ファンド）による先進国企業への出資に加え、急成長したエマージングエリア企業による先進国企業やそのブランドの買収も増加している。
3. 2009 年は金融危機によりクロスボーダーM&A が減少している。しかし、UNCTAD（国連貿易開発会議）の調査によると、グローバル企業の半数は 2011 年以降に M&A を含む直接投資を増やす意向で、投資先としてはアジアが注目されている。
4. 2008 年は非クロスボーダーM&A においてバリュエーションが低下したのと対照的に、クロスボーダーM&A は高いバリュエーションで引き続き行われた。
5. わが国企業に目を向けると、国内市場の成熟化、世界市場の寡占化、低収益性を背景に海外進出の必要性が指摘されており、近年はクロスボーダーM&A を活用した迅速な海外展開を図る動きも見られる。
6. クロスボーダーM&A を発表したわが国企業の株価推移を見ると、特に 5 億ドル以上の大型案件や、アジア・オセアニア地域を対象にした案件で、発表後に株価指数を上回る超過リターンが観察され、市場からの評価も高まる可能性がある。
7. その一方で、海外展開を進める国内企業同士の統合や、成長事業を持つ上場子会社の非上場化も発表されている。海外事業の地域的補完や成長事業の取り込みを目的とすることから、クロスボーダーM&A と同様の目的・効果を持つといえる。
8. グローバル展開を目的とする国内外企業に対する M&A が、わが国企業のグローバル競争の成否を左右すると言っても過言ではない。

I はじめに

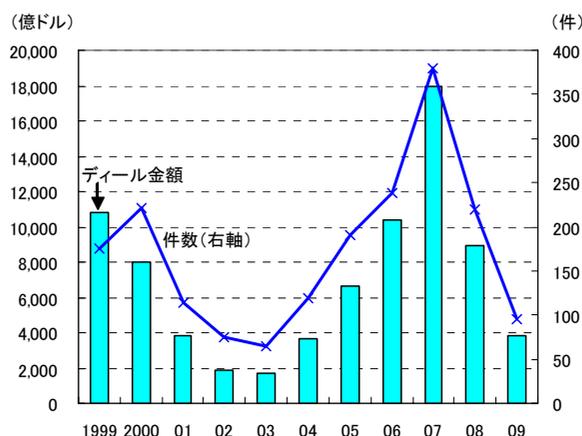
グローバル企業による国境を越えた M&A、即ちクロスボーダーM&A は、①近隣諸国を巻き込んだ業界再編、②成熟化した先進国企業による新市場開拓、③急成長したエマージングエリア企業による先進国企業やそのブランドの獲得、を目的として近年活発に行われてきた¹。足元では、金融危機の影響によって買収側の業績見通しが悪化したり資金調達が困難になったことで金額や案件数が減少しているものの、後述するように世界経済の回復とともに再び増加すると見られている。本稿では、過去 10 年間における案件金額 10 億ドル以上の大型案件を対象に、世界のクロスボーダーM&A の動向を概観するとともに²、わが国企業による M&A の活用を見る。

II 世界で活発化したクロスボーダーM&A

1. 欧州企業を中心に実施された超大型クロスボーダーM&A

世界のクロスボーダーM&A は、2003 年の 1,700 億ドルから 2007 年の 1 兆 8,000 億ドルまで、4 年で 10 倍以上の規模に拡大した（図表 1）。背景には、欧州における通貨統合や規制緩和、エマージングエリア企業の関わった案件の増加がある。また、2007 年は、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）等の欧州銀行 3 行による ABN アムロ（蘭）買収が 982 億ドルを記録するなど大型案件が多かったため、年間の案件総額が突出している。2008 年は 8,900 億ドルと、2006 年の 1 兆ドルに近い水準まで戻っている。2009 年は金融危機により、年換算ベースでも 3,900 億ドルと、2008 年の半分以下である。

図表 1 世界のクロスボーダーM&A



（注） 2009 年は、1 月～6 月までを集計し、年換算。

（出所） トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

¹ クロスボーダーM&A の定義を、買収側の親会社と被買収側の国籍が異なる M&A（出資を含む）としている。

² 発表ベースで集計、分析。一部、未クローズの案件を含む。

過去 10 年間における案件金額が 200 億ドルを超える案件は、すべて欧州の企業による北米または欧州の企業に対する M&A である（図表 2）。2005 年までは業界再編や新市場開拓（詳細は後述）を目的に同業大手同士で買収が行われているが、2006 年、2007 年は金融機関やファンドによる事業会社の買収が案件総額を押し上げている。

わが国企業もクロスボーダーM&A を活発に行いつつあるが、1999 年以降の案件総額が 2,000 億ドルと、世界全体の 7.6 兆ドルの 3%に過ぎない。過去 10 年間で最高を記録した 2008 年でも 16 件、447 億ドルという規模である。

2. 地域間と地域内の M&A の動き

過去 10 年間における世界のクロスボーダーM&A を、地域間と同一地域内の動向から見る。まず地域間については、先進国エリアとエマージングエリアに分け、北米、欧州、オセアニア、日本を先進国エリア、そして日本を除くアジア、中南米、中東、アフリカをエマージングエリアとする。

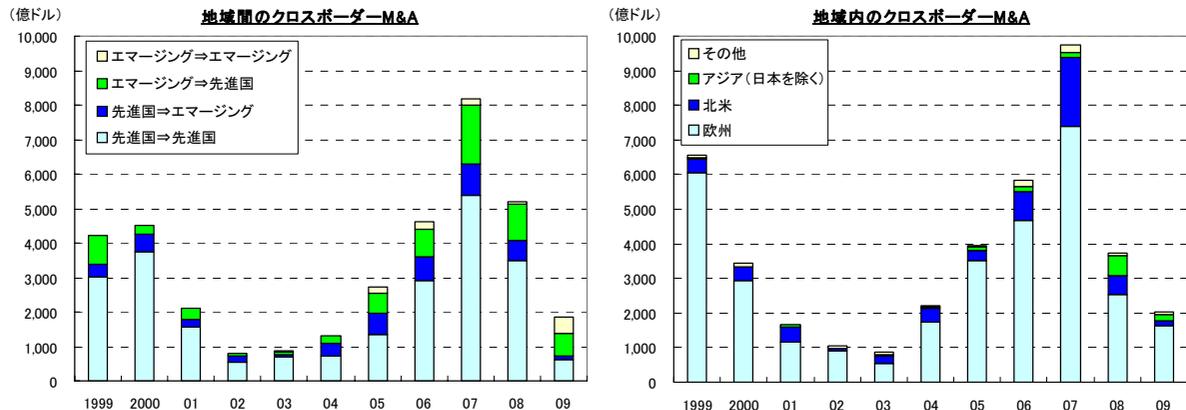
地域間では、1999 年以降の案件総額が 3.5 兆ドルと、クロスボーダーM&A 全体 7.6 兆ドルの 46%を占める。中でも、先進国エリアから先進国エリアへ向かう M&A が 2.4 兆ドルと最も多く、2002 年から増加傾向にある（図表 3）。また、先進国エリアとエマージングエリア間の M&A では、先進国エリアよりもエマージングエリアが買収側となる案件総額の方が大きく、特に 2003 年以降、その傾向が顕著となっている。

図表 2 クロスボーダーM&A の超大型案件（200 億ドル以上）

	買収企業	セクター	国籍	被買収企業	セクター	国籍	案件金額 (億ドル)
1999年	ボーダフォン	通信	英	エアタッチ・コミュニケーションズ	通信	米	658
	BP	石油	英	アトランティック・リッチフィールド	石油	米	335
	ローヌ・プーラン	化学	仏	ヘキスト	化学	独	284
	マンネスマン	通信	独	オレンジ	通信	英	353
	ボーダフォン	通信	英	マンネスマン	通信	独	2,028
2000年	ユニリーバ	食品	英	ベストフーズ	食品	米	237
	フランステレコム	通信	仏	オレンジ	通信	英	397
	ビベンディ	インフラ	仏	シーグラム	メディア	加	408
	ドイツテレコム	通信	独	ボイスストリーム・ワイヤレス	通信	米	341
2004年	ロイヤルダッチ	石油・ガス	蘭	シェル・トランスポート&トレーディング	石油・ガス	英	803
2005年	テレフォニカ	通信	スペイン	オーツー	通信	英	318
2006年	GIC等の投資家グループ	-	-	BAA	インフラ	英	302
	イベルドラ	電力	スペイン	スコティッシュ・パワー	電力	英	266
2007年	KKR等の投資家グループ	-	-	アライアンス・ブーツ	小売	英	215
	インペリアルタバコ	タバコ	英	アルタディス	タバコ	スペイン	215
	イタリア電力公社	電力	伊	エンデサ	電力	スペイン	264
	RFS(RBS傘下のファンド)	金融	蘭	ABNアムロ	金融	蘭	982
	リオテント	鉱石	英	アルキャン	鉱石	加	430
2008年	インベプ	食品	ベルギー	アンハイザー・ブッシュ	食品	米	604
	ロシュ	医薬品	スイス	ジェネンテック	医薬品	米	467
2009年	エクストラータ	鉱石	スイス	アングロアメリカン	鉱石	英	425

(出所) 報道資料、トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

図表3 地域別に見たクロスボーダーM&A



(注) 1.同一国内のM&Aでも、外国企業の現地法人の関わった案件はクロスボーダーに含まれている。
 2.2009年は、1月～6月までを集計し、年換算。
 (出所) トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

一方、地域内は、案件総額の大きかった欧州、北米、日本を除くアジア、その他に分けて見る。地域内では1999年以降の案件総額が4.1兆ドルとなっている。構成国が多いことから、欧州域内の案件が3.2兆ドルと最大である。欧州で近年増加している要因の一つには、プライベート・エクイティ・ファンドによる買収の活発化が挙げられる。2007年の欧州域内のクロスボーダーM&A総額の約10%は、PEファンドによる案件と見られる。2008年は、金融危機により欧州と北米の地域内のM&Aが減少しているが、日本を除くアジアでは案件総額が600億ドルと、過去10年間で最大となった。以下、具体的に内容を見ていく。

III クロスボーダーM&Aの3類型

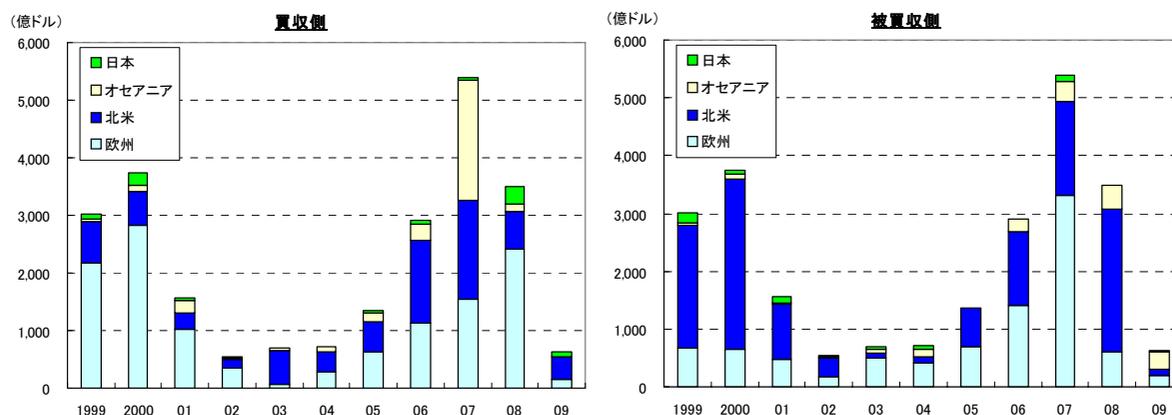
1. 先進国間のクロスボーダーM&A

1) 欧米企業間のグローバル・シェア拡大をめぐるM&A

地域間のクロスボーダーM&Aでは、前述のように先進国エリア間の案件総額が最も多かった。欧州と北米の企業が市場の成熟化を受けて互いにM&Aを行い、グローバル・シェア拡大を図る動きがその要因となっている(図表4)。欧州から北米へは、食品や医薬品セクターの企業が巨大な米国市場への展開を進める動きが、過去10年では目立った。

例えば、ユニリーバ(英)によるベストフーズ買収(マヨネーズメーカー大手、237億ドル、2000年)、ネスレ(スイス)によるラルストン・ピュリナ買収(ペットフード大手、117億ドル、2001年)や、ガーバー買収(離乳食大手、55億ドル、2007年)が代表的である。特に、2008年、ビール大手のインベブ(ベルギー)がア

図表 4 先進国の地域間 M&A



(注) 2009年は、1月～6月までを集計し、年換算。
(出所) トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

図表 5 医薬品セクターの主なクロスボーダーM&A

欧州から北米						
年	買収企業	国籍	被買収企業	国籍	案件金額 (億ドル)	備考
2005	ノバルティス	スイス	イオン・ラブズ	米	17	後発医薬品で世界最大手に。
2007	シャイア	英	ニューリバー・ファーマ	米	27	英3位が開発パートナーを買収。
2008	ノバルティス	スイス	アルコン	米	105	米国の眼科医薬品大手を買収。
	フレゼニウス	独	APP	米	56	米国の後発静脈薬市場に参入。

北米から欧州						
年	買収企業	国籍	被買収企業	国籍	案件金額 (億ドル)	備考
2000	アボット・ラボラトリーズ	米	BASFの製薬部門	独	69	欧州や日本の販売基盤強化。
2007	マイラン・ラボラトリーズ	米	独メルクの後発医薬品事業	独	66	世界5位を買収し3位に。
2009	アボット・ラボラトリーズ	米	化学大手ソルベイの製薬部門	ベルギー	66	新薬と東欧・アジアの販売網獲得。
	ジョンソン・エンド・ジョンソン	米	クルーセル(パイオベンチャー)	蘭	4	18%出資し、資本・業務提携。

(出所) 報道資料、トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

ンハイザー・ブッシュを 604 億ドルで買収し、世界最大手となった案件は大きな話題となった。

北米から欧州に向かう動きについては、医薬品セクターにおいて米国企業が欧州の後発医薬品事業や販売網を買収し、世界シェアの拡大が進められている(図表 5)。2007 年は、JP モルガンや豪州のインフラファンドによるサザン・ウォーター買収(英、水道会社、85 億ドル)など、米国を中心とする投資家連合による欧州企業の買収の影響で、北米・オセアニアから欧州へ向かう案件の総額が急増している。

2) 欧州で活発な業界再編

地域内のクロスボーダーM&A 案件総額は欧州が最大であったが、EU(欧州連合)では 1999 年の通貨統合に加え、2005 年には国際会計基準への統一があり、各国間で

為替や会計における調整が必要なくなった。そのため、各国における規制緩和とともに EU 内でのシェア拡大・寡占化を目指す各国大手企業による M&A が活発化した。

例えば、通信セクターは過去 10 年間、世界のクロスボーダー M&A 全体に占める案件金額の最も大きかったセクターであるが³、携帯電話の通信方式が統一されたため世界で規模の拡大が競われ、EU においても各国の大手通信企業の間で活発に M&A が行われた（図表 6）。

具体的な案件からは、2000 年頃は英国、ドイツやフランスの大手企業の間で M&A を通じた再編が行われ、2005 年以降は大手通信企業が東欧、いわば EU のエマージングエリアに進出する動きを活発化していることが分かる。進出に際しては、現地の大手企業を買収することにより、ネットワークや顧客の迅速な獲得を実現している。

近年は、EU の携帯電話市場の成熟化が進む中、通信セクターの成長領域であるブロードバンド事業におけるシェア拡大や、インドなどエマージングエリアへの進出を目的とする M&A が見られるようになっており、今後もクロスボーダー M&A を通じた再編・寡占化は継続するといえる。

2. 先進国エリアからエマージングエリアへの M&A

先進国エリアからエマージングエリアへの M&A は 4,500 億ドルに上る。買収側では 2004 年から 2007 年まで欧州企業を中心に増加し、シェアにして 71.0% を占める程であった（図表 7）。欧州企業を買収先のセクターは、通信、金融、資源の順に多く、欧州域内の再編と同様に、グローバル・シェア拡大を目指して行われている。1999 年、2000 年は、スペイン企業による、文化の近い中南米諸国への進出が盛んに行われ、石油大手レプソルによる YPF 買収（アルゼンチン、167 億ドル、1999 年）や、通信大手テレフォニカによるブラジル、アルゼンチン、ペルーへの M&A を活用した進出（総額 191 億ドル、2000 年）などが行われた。

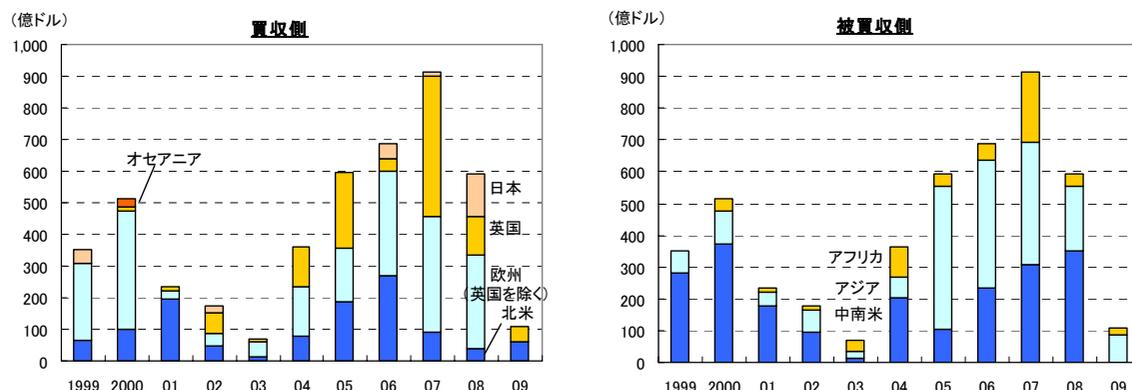
図表 6 欧州通信業界の主なクロスボーダー M&A

年	買収企業	国籍	被買収企業	国籍	案件金額 (億ドル)	備考
1999	ボーダフォン	英	エアタッチ	米	658	英米を結ぶ世界最大の携帯電話会社に。
	ドイツテレコム	独	ワン・ツー・ワン	英	136	英4位を買収し、英国での携帯電話シェア拡大。
	マンネスマン	独	オレンジ	英	353	英3位を買収し、携帯電話で欧州最大手に。
	ボーダフォン	英	マンネスマン	独	2,028	独電話最大手を敵対的買収で獲得。
2000	フランステレコム	仏	オレンジ	英	397	ボーダフォンの買収に伴い売られる英3位買収。
	テレフォニカ	スペイン	中南米の通信大手4社	-	191	スペイン・ポルトガル語圏の携帯電話シェア拡大。
2005	ボーダフォン	英	オスカー・モバイル	チェコ	44	チェコ3位の携帯電話大手を買収。
	テレフォニカ	スペイン	チェスキー・テレコム	チェコ	47	チェコ政府より国営企業を取得。
	テリアソネラ	スウェーデン	トルクセル	トルコ	31	携帯電話シェア7割のトルコ最大手を買収。
	テレノール	ノルウェー	ボーダフォン・スウェーデン	スウェーデン	12	ノルウェー最大手が、ボーダフォンからスウェーデンのブロードバンド事業買収。
2007	ボーダフォン	英	ハチソン・エッサール	インド	128	インド4位の携帯電話大手を買収。

（出所）報道資料、トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

³ 過去 10 年間、クロスボーダー M&A の案件総額が大きかったセクターは、通信（1.3 兆ドル）、金融（1.2 兆ドル）、電力・エネルギー（1.2 兆ドル）と続く。

図表7 先進国エリアからエマージングエリアへのM&A



(注) 2009年は、1月～6月までを集計し、年換算。
 (出所) トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

2004年以降は英国企業によるアジア、アフリカ進出が中心となり、欧州で通信ネットワークを築き上げつつあったボーダフォンによる南アフリカ、トルコ、インド進出（総額201億ドル、2005年～2007年）など通信セクターに加えて、HSBCによる中国交通銀行及び平安生命への出資（総額28億ドル、2004年～2005年）や、世界3位のビールメーカーSABミラー（英）による南米3位のババリア買収（コロンビア、64億ドル、2005年）など幅広い業種で行われている。

また、資源セクターにおける鉄鋼大手アルセロール・ミタル（ルクセンブルク）による同業大手の中国東方集団への出資（30億ドル、2007年）をはじめとするエマージング各国でのM&Aは、注目を集めた。今後、先進国エリア内でシェアを拡大した企業による、エマージングエリアへのM&Aを通じた進出はさらに増加すると見られる。

3. エマージングエリアから先進国エリアへのM&A

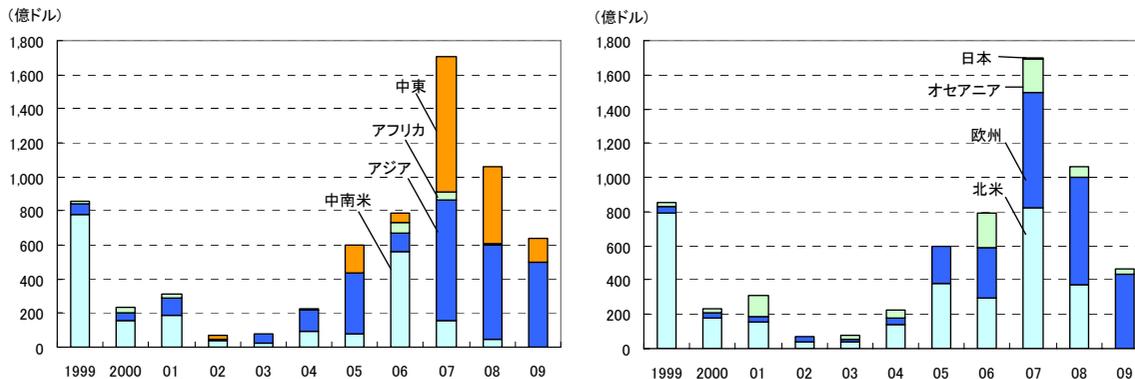
1) SWF（政府系ファンド）による欧米企業への出資

エマージングエリアから先進国エリアへのM&Aは、過去10年間における案件総額が6,200億ドルに上る（図表8）。先進国エリアからエマージングエリアへのM&Aを1,700億ドル上回っており、特に2003年以降に拡大している。2007年、2008年に、特にアジア、中東から欧州、北米へ向かう金額が急増している一つの理由として、両地域のSWF（政府系ファンド）による欧米の金融機関への出資が挙げられる⁴（図表9）。

例えば、シティグループはアブダビ投資庁とシンガポール政府投資公社から合計144億ドルの出資を受けており、メリルリンチはSWFだけでも3投資家から84億ド

⁴ SWFの出資について詳しくは、神山哲也「台頭する国富ファンド」『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。

図表 8 エマージングエリアから先進国エリアへの M&A



(注) 2009年は、1月～6月までを集計し、年換算。
 (出所) トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

図表 9 SWFによる出資の主な事例

政府系ファンド名	国籍	出資対象企業	国籍	金額 (億ドル)
アブダビ投資庁	UAE	シティグループ	米	75
クウェート投資庁	クウェート	メリルリンチ	米	20
韓国投資公社	韓国	メリルリンチ	米	20
テマセック	シンガポール	メリルリンチ	米	44
シンガポール政府投資公社	シンガポール	UBS	スイス	98
		シティグループ	米	69
中国投資有限責任公司	中国	ブラックストーン	米	30

(出所) 報道資料、トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

ルに上る投資を受け入れている。今後は、技術の獲得といった戦略的な目的を背景に、SWFによる先進国の事業会社への投資が拡大する可能性がある。

SWFと投資対象国との間で政治問題となる可能性が指摘されることもあるが、現在のところ問題化したケースは少なく、SWF側でもアブダビ投資庁がIMFによる行動規範(Generally Accepted Principles and Practices)の遵守を表明するなど投資対象国への配慮が見られる⁵。

2) 急成長したエマージングエリア企業による M&A

エマージングエリアには、自国経済の成長やグローバル化に伴い急成長して資金力を持った企業もあり、そうした企業による先進国企業の買収が2006年以降、活発化している。例えば、資源大手による水平統合、垂直統合が進んでおり、2006年は鉄鉱石世界最大手のリオドセ(ブラジル)によるニッケル大手のインコ買収(加、207

⁵ アブダビ投資庁の2008年10月11日付プレスリリース(http://www.adia.ae/ADIA_AE_press.asp)参照。SWFの行動規範について詳しくは、神山哲也「SWF：行動規範の策定と最近の動向」『資本市場クォーターリー』2009年冬号参照。

億ドル) と、セメント大手のセメックス (メキシコ) による建材豪州最大手のリンカー買収 (豪、154 億ドル) が中南米の案件総額を押し上げた。リオドセは、銅世界最大手のフェルプス・ドッジ (米) や非鉄大手のテック・コミンコ (加) といった先進国の大手企業との買収合戦に競り勝った。セメックスは買収を通じて米国での事業基盤を強化するという。

先進国企業のブランドを取得する動きも見られ、タタグループ (インド) による化学大手のゼネラル・ケミカル (米) や高級車ブランドのジャガー (英) 等の買収、レノボグループ (中国) による IBM のパソコン事業の取得が行われている。世界シェアの拡大やブランド及び技術の獲得を目的に、成長して資金力を増したエマージングエリア企業による先進国企業の M&A は今後さらに活発化していくと考えられる。

IV 成長期待の高まるアジア

1. 投資先として注目されるアジア

現在は金融危機によってクロスボーダーM&A 案件が減少しているが、今後の動向を、UNCTAD (国連貿易開発会議) による対外直接投資に関するアンケート調査から考察する。同アンケートは複数の国・地域で事業を展開するグローバル企業を対象とし、「World Investment Prospects Survey 2009-2011」では 2009 年 2 月から 5 月にかけて調査が行われ、241 社から回答が得られた。

調査結果を総括すると、2011 年以降にクロスボーダーM&A を含む対外直接投資が増える見込みである。具体的には、2009 年の投資を 2008 年比で増加させると回答した企業の比率は 22%、減少させると回答した企業の比率は 58%となり、金融危機の影響を受けた結果となった (図表 10)。2010 年は増加と回答した企業が 33%、減少と回答した企業が 41%でやや改善し、2011 年には増加と回答した企業が 50%と半数に上り、減少と回答した企業が 19%となった。現時点では、2011 年に企業の対外直接投資が本格的に回復する見通しで、クロスボーダーM&A も同様のタイミングで回復していこう。

詳細な国別のデータを見ると、グローバル企業が投資先として魅力を感じている国は、第 1 位が中国 (56%) で、第 2 位以降に米国 (47%)、インド (34%)、ブラジル

図表 10 今後 3 年間 (2009-2011 年) の対外直接投資計画

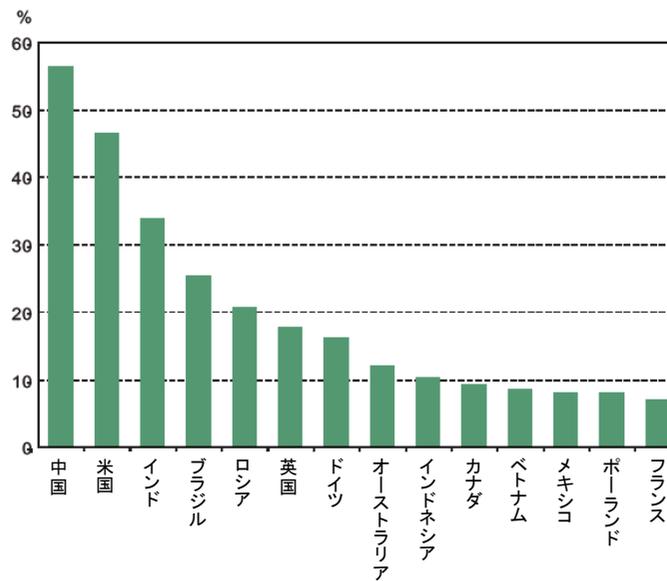
対外直接投資計画	(%)		
	増加	現状維持	減少
2009年	22	20	58
2010年	33	26	41
2011年	50	31	19

(注) 回答企業数は 241 社。2008 年との比較感で回答。
(出所) UNCTAD より、野村資本市場研究所作成

(25%)、ロシア(21%)と続いている(図表 11)。上位 5 位は、米国を除き、BRICs 諸国が占めていることが特徴である。

それでは、魅力を感じる要素を項目別に整理すると、第 1 位が「市場の規模」、第 2 位が「市場の成長性」となっている。「市場の規模」は、世界全体ではロシア、ポーランドへの評価が高いが、アジアでは中国、インドへの評価が高い(図表 12)。「市場の成長性」でもロシアの評価が高いが、アジアではインド、その次に中国が続いている。また、インドネシア、ベトナムといった ASEAN 諸国に対しても市場の成長性に大きな期待が寄

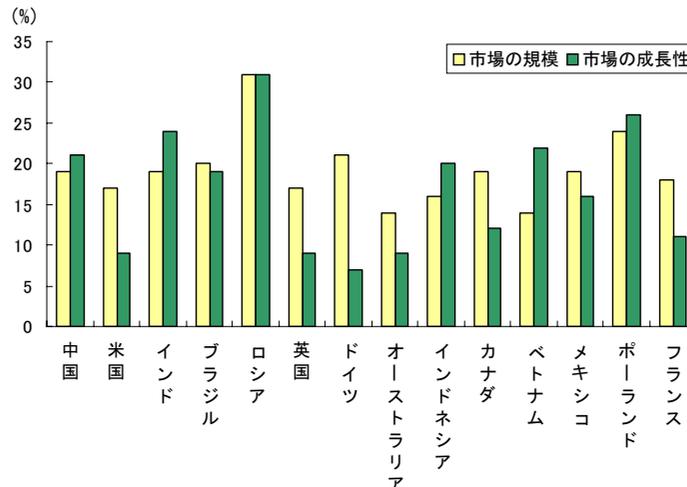
図表 11 対外直接投資先としての有望国 (2009-2011 年)



(注) 回答企業数は 241 社。複数回答に基づく比率。

(出所) UNCTAD より、野村資本市場研究所作成

図表 12 国別の有望理由 (上位 2 項目)



(注) 回答企業数は 241 社。複数回答に基づく比率。

(出所) UNCTAD より、野村資本市場研究所作成

せられている。

以上より、グローバル企業の投資意欲は 2011 年以降に特に強く、投資先として市場の成長性が期待されるアジアが注目されていると分かる。

2. アジアで高まるターゲット企業のバリュエーション

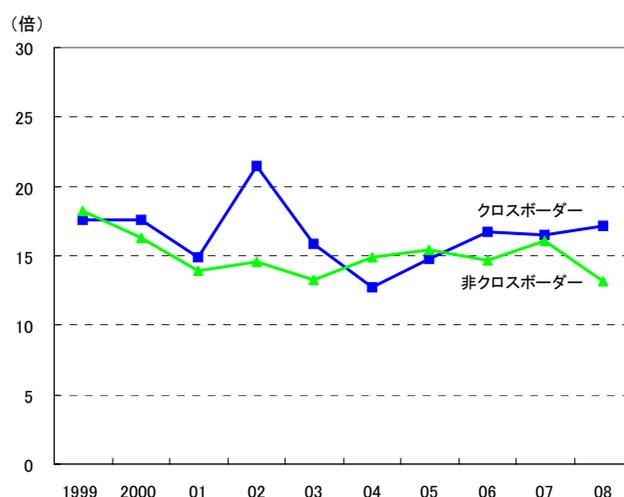
市場の成長性への期待から、アジア企業に対する M&A の増加が予想されるが、M&A では対象企業の成長性とバリュエーションが重要な要素なので、次にクロスボーダー M&A のバリュエーションの推移を見る。ここでは、案件金額の水準を、案件金額/EBIT 倍率（バリュエーション）及び 1 件当たりの案件金額で評価する。

まず、クロスボーダーM&A と非クロスボーダーM&A のバリュエーションを比較すると、2002 年及び 2008 年を除き、13～18 倍の範囲において同水準で推移している（図表 13）。2002 年はクロスボーダーM&A の大型案件が少なく、マイクロソフトによる顧客管理ソフトメーカー買収（53.8 倍）や、欧州の広告大手パブリシスによる米国の広告会社買収（29.6 倍）など一部の案件の影響を受けた。2008 年は特に後半において、金融危機の影響により M&A 案件が減少し、非クロスボーダーM&A ではバリュエーションが低下したが、クロスボーダーM&A では高いバリュエーションの案件も引き続き実施された。

そこで、被買収企業の地域別に見ると、2007 年以降、北米では安定、欧州ではやや低下しているのに対し、アジア（日本を含む）では 20 倍を超えて上昇している（図表 14）。

北米及び欧州については、金融機関同士や投資ファンドによる M&A が高いバリュエーションで行われたことから、2005、2006 年に高まっているが、それを除くと、大型案件が比較的安定したバリュエーションで行われているといえる。また、2008 年に北米の平均案件金額が上昇しているのは、前述したようにビールや医薬品セクターの再編に伴う大

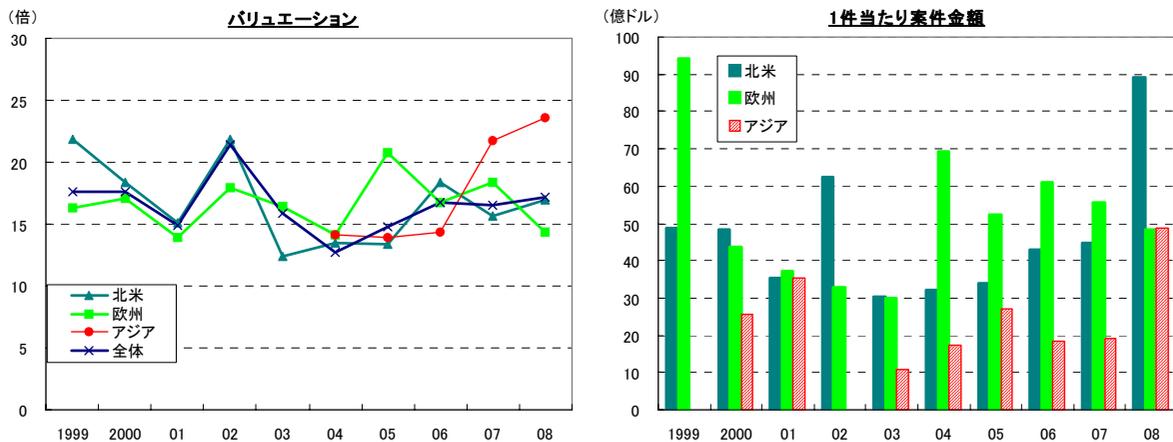
図表 13 M&A のバリュエーション



(注) バリュエーションは、案件金額/EBIT 倍率の中央値。

(出所) トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

図表 14 クロスボーダーM&Aのバリュエーションと案件金額



(注) 1.バリュエーションは、案件金額/EBIT倍率の中央値。データがある案件について集計。
 2.案件が3件未満と少ない場合は、バリュエーションを表示していない。
 (出所) トムソンワンバンカーより、野村資本市場研究所作成

型案件の実施が影響している。

他方、アジアでは2007年以降、スペインの大手銀行BBVAによる中信国際金融控股への出資(12億ドル、同252倍)といった金融セクターに加え、第一三共によるランバクシー・ラボラトリーズ買収(50億ドル、同86.7倍)やマレーシアの通信大手テレコム・マレーシアによるイデア買収(インド、17億ドル、同35.6倍)など、将来の収益性への期待から、高いバリュエーションの下で案件が行われている。1件当たりの案件金額では、2008年にアジアは4,900億ドルと、欧州の4,800億ドルを上回り、2007年の北米の水準4,500億ドルも超え、今後さらに増加する可能性もある。

以上より、現在は欧米の大手企業の買収が比較的安定したバリュエーションで行われていることがうかがえる。それとは対照的に、成長期待の高いアジア企業の買収はバリュエーションが高まりつつあり、買収候補となる企業の成長性とバリュエーションの水準を見極める発掘・選定作業の重要性が増しているといえる。

V わが国企業のアジア展開とクロスボーダーM&A

1. わが国企業の抱える課題とM&A

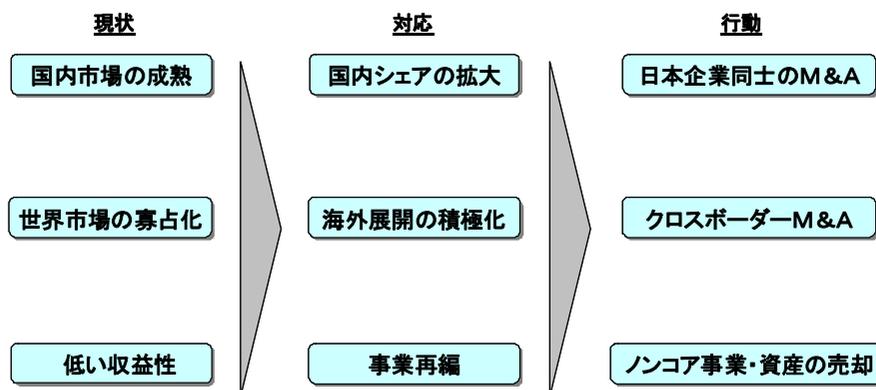
翻って、わが国企業の置かれた状況に目を向けると、国内市場の成熟化、世界市場の寡占化進行、低い収益性に直面し、国内再編に伴う国内シェア拡大や海外展開の積極化、事業再編の必要性が指摘されてきた(図表15)。そのため、海外市場の開拓を現地法人設立や現地企業の買収により進める動きは以前より見られた。

近年は世界市場における競争の一層の激化を受け、成長性が見込まれるアジアへの展開

を通じて、グローバル市場におけるシェア拡大が推し進められている。そのため、2007年以降減少しているものの、国内外の企業に対するM&Aは1999年の987件から2008年の2,201件へと、10年間で2.2倍に増加した（図表16）。

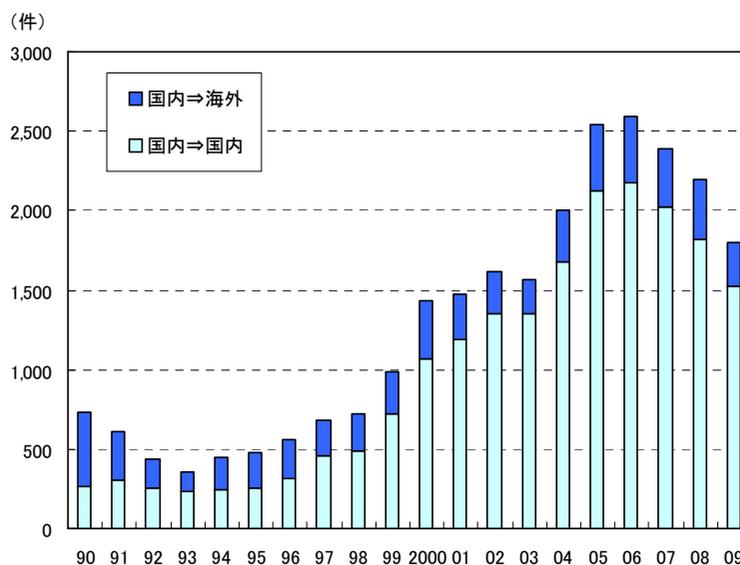
次に、わが国でも多用されつつあるクロスボーダーM&Aの発表企業に対する市場の評価を見る。

図表15 わが国企業の抱える課題



（出所）野村資本市場研究所作成

図表16 わが国企業によるM&A件数の推移



（注） 2009年は、1月～6月までを集計し、年換算。

（出所）レコフ『MARR』より、野村資本市場研究所作成

2. クロスボーダーM&A に対する市場の評価

ここでは、クロスボーダーM&A を発表したわが国企業について、発表前後の株価の推移から発表企業に対する市場の評価を測る。2005年から2008年に発表された1億ドル以上の案件(96件)を対象に、発表の5営業日前から5営業日後、20営業日後にかけて、発表企業の株価が所属業種の株価指数を上回った超過リターンを集計した⁶。

すると、超過リターンの中央値⁷は、案件発表の5営業日後にかけて1.3%、20営業日後にかけて1.4%であった(図表17)。これを案件規模別に見ると、案件金額5億ドル以上では超過リターンは2.5%(5営業日後)、2.0%(20営業日後)と、案件5億ドル未満の1.0%(5営業日後)、0.4%(20営業日後)よりも高く、大型案件への期待の大きさがうかがえる(図表18)。

M&Aの対象をアジア・オセアニア地域の企業に限定すると、超過リターンは1.9%(5営業日後)、2.4%(20営業日後)とさらに高い(図表19)。また、個々の発表企業において観察された超過リターン間のばらつき(標準偏差)では、全案件において6.0%(5営業日後)、7.3%(20営業日後)のところ、アジア・オセアニア地域では3.4%(5営業日後)、6.4%(20営業日後)と相対的に小さい。アジア・オセアニア地域の企業を対象にしたM&Aは、特に超過リターンが高く、そのばらつきは小さいことから、市場で高い評価を受ける傾向にあるといえる。

以下では、わが国企業のアジア展開について、具体的事例を見る。

図表17 クロスボーダーM&A 発表企業の超過リターン (全96件)

	案件金額 (百万ドル)	5営業日後	20営業日後
平均	732	1.6%	0.5%
中央値	245	1.3%	1.4%
最大値	7,839	27.3%	19.4%
最小値	100	-16.5%	-26.4%
標準偏差	1,245	6.0%	7.3%

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表18 クロスボーダーM&A 発表企業の超過リターン (案件規模別)

<案件金額5億ドル以上(28件)>				<案件金額5億ドル未満(68件)>			
	案件金額 (百万ドル)	5営業日後	20営業日後		案件金額 (百万ドル)	5営業日後	20営業日後
平均	1,990	2.6%	3.2%	平均	214	1.2%	-0.6%
中央値	1,236	2.5%	2.0%	中央値	194	1.0%	0.4%
最大値	7,839	13.9%	19.4%	最大値	493	27.3%	16.0%
最小値	500	-9.3%	-12.1%	最小値	100	-16.5%	-26.4%
標準偏差	1,765	5.4%	7.4%	標準偏差	101	6.3%	7.0%

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

⁶ 株価指数には、発表企業の属する東証業種別株価指数を利用。

⁷ 大きさ順に並べたとき、中央に位置する値。

図表 19 クロスボーダーM&A 発表企業の超過リターン（アジア・オセアニア地域 38 件）

	案件金額 (百万ドル)	5営業日後	20営業日後
平均	588	1.8%	1.3%
中央値	258	1.9%	2.4%
最大値	3,442	7.4%	16.0%
最小値	100	-5.8%	-8.2%
標準偏差	777	3.4%	6.4%

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

3. わが国企業の M&A を活用した海外展開の動き

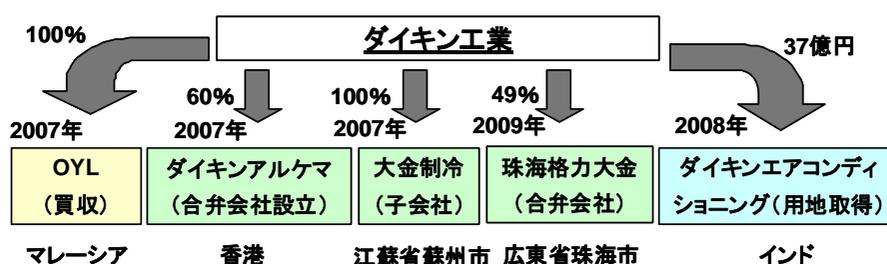
1) アジアの現地企業買収と現地法人設立の併用

従来、わが国企業が生産拠点や新市場の獲得を目的にアジアへ進出する場合、進出先においてブランドや製造設備、販売網を持つ大手企業を買収したり、現地法人を設立したりすることによって実現してきた。

例えば、インバータエアコン（業務用・家庭用）で世界首位のダイキン工業は、1973 年の欧州進出以降、現地企業を買収と合弁会社・子会社設立を組み合わせ海外展開を進めており、近年は中国をはじめアジアへの進出を積極化している（図表 20）。2007 年 1 月に大型業務用空調の分野で世界 4 位であったマレーシアの OYL インダストリーズを買収しているが、アジア展開に加え、同社が保有する米国の子会社を通じた米国市場への展開も目的としていたため買収という手法を選択したようである。2007 年 9 月、10 月に、それぞれ新たに中国本土や香港に展開する際は、自社で単独の子会社を設立したり、技術協力が必要な場合は合弁会社を設立したりしてきた。また、2009 年 3 月には、ノンインバータエアコンにおいて世界首位である中国の格力電器と基幹部品・金型製造の合弁会社を設立した。ダイキン工業の技術力と格力電器の低コストの購買・製造能力を組み合わせ、インバータエアコンのグローバル市場におけるプレゼンス向上を図るといふ。

同様のケースは食品業界でも見られ、国内ビール第二位のアサヒビールは、2004 年に中国の食品最大手の康師傅控股と合弁会社を設立（出資比率 50%）するなど

図表 20 ダイキン工業のアジアにおける主な子会社



(出所) 開示資料及び報道より、野村資本市場研究所作成

アジア展開を進めてきた。2009年に入ってから、中国の大手ビールメーカー青島啤酒股份への出資（20%）や、英国の大手菓子メーカーキャドバリー・グループ傘下のオーストラリア飲料事業（シュウェップス・オーストラリア）の買収をするなど、アジア・オセアニア地域への進出を活発化している。

このように、わが国企業では新市場への参入・展開において、買収・出資・合弁会社設立・子会社設立を用いており、進出先のブランドや販売網等を獲得する M&A は今後も活発に行われよう。

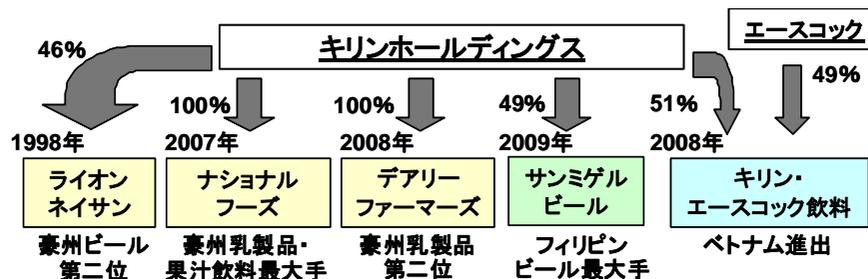
2) アジア展開が進む国内企業同士の統合

地域間の M&A の動きで見たように、近年、欧米のグローバル企業同士の統合による寡占化の進行や、エマージングエリア企業の急速な成長により、食品、医薬品、通信など様々な業種において世界市場の競争が激化している。そのため、前述のように独自にアジア展開を進めてきたわが国企業においても、その流れを一層加速する必要が出てきた。

そうした中、アジア各国に展開を進める国内大手企業同士の統合が始まっている。現在、統合交渉中のキリンホールディングス（以下、キリン）とサントリーホールディングス（以下、サントリー）はその一例である。これまで両社は独自にアジアへの展開を進めてきた。キリンはオーストラリア飲料業界において、1998年より大手企業への買収・出資を通じてシェアを高めてきた。2008年には、ベトナムにエースコックと合弁で飲料会社を設立し、2009年にはフィリピンでもビール最大手を買収している（図表 21）。他方、サントリーも上海のビール大手への買収・出資により上海のビール市場で首位（同社推定）となり、タイとニュージーランドでも飲料大手に対する買収・出資でシェアを高めてきた（図表 22）。アジア各国への進出を進めてきた両社にとって、統合はアジアにおける地域及びブランドを補完することとなり、アジアの食品最大手の地位に大きく近づく。

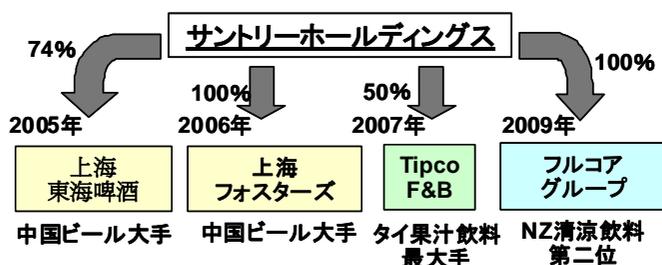
したがって、このケースは国内再編と同時に海外事業の獲得も重要な目的となっており、クロスボーダー M&A と同様の目的・効果を持つといえる。他にも、飲料大手

図表 21 キリンホールディングスのアジア・オセアニア地域における主な子会社



（出所）開示資料及び報道より、野村資本市場研究所作成

図表 22 サントリーホールディングスのアジア・オセアニア地域における主な子会社



(出所) 開示資料及び報道より、野村資本市場研究所作成

同士による資本提携の交渉が行われているが、独自に海外展開を進めてきた国内大手企業の合併が増加するのか注目される。

なお、アジアへの展開ではないが、サントリーは仏飲料大手の買収手続を進めている。これは、同社の商品ラインナップと、欧州 20 カ国に上る販売権獲得が目的である。

3) 成長子会社の買収と事業再編

海外市場への進出を速めるための M&A が行われる一方で、エマージングエリア企業との競合を緩和するため、M&A を活用して成長事業を持つ子会社の取り込みなど事業再編を迅速に進める動きも再び盛んになろうとしている。

過去には 2002 年に松下電器産業（現パナソニック）が、上場子会社 4 社を上場廃止にして各社の事業をドメインとして再編成し、さらに 22 社の地域販売会社の合併を実行するなど、大規模な事業再編を行った。最近では、上場子会社を 16 社抱える日立製作所が、将来の収益源と位置づける①情報通信システム事業、②社会インフラ事業、③リチウムイオン電池事業を手掛ける上場子会社 5 社について、公開買付けによる完全子会社化を発表し、10 月 8 日に買付けが終了した（図表 23）。その目的として、①関連事業の統合による効率性向上、②経営資源の重点配分による高付加価値事業の収益性向上、③市場動向への迅速な対応、が挙げられる。これまでも、同社の総合電機分野においてエマージングエリア企業との競争が激しくなっていることを受け、高付加価値事業の強化が推進されてきたが、M&A を活用し事業再編がより迅速に進められることが期待されている。

この上場子会社 5 社のグローバル展開については、①の情報通信システム事業では中国でデータセンター運営会社の設立、②の社会インフラ事業ではエマージングエリアを中心に発電所や列車の納入、③のリチウムイオン電池事業ではハイブリッド車向け製品の提供、と拡大が図られている。このケースは子会社買収のため国内 M&A の形式となっているが、グローバル展開を目的とした成長事業の取り込みという点でクロスボーダー M&A と同じ効果を狙っていると見ることができる。こうした動きは総合電機業界にとどまらないと考えられ、他業界においても今後は国内外を問わず、海外展開の状況が買収先候補企業の重要選定基準になりうるといえる。

図表 23 完全子会社化された日立製作所の上場子会社

子会社(上場市場)	設立年	売上高 (億円)	営業利益 (億円)	親会社持株比率 の変化	目的
日立システムアンドサービス(東証2部)	1978	1,262	73	51% ⇒ 99%	情報通信システムにおける
日立ソフトウェアエンジニアリング(東証1部)	1970	1,658	124	52% ⇒ 97%	ワンストップサービスの提供、
日立情報システムズ(東証1部)	1959	1,920	116	52% ⇒ 98%	グローバル事業の拡大
日立プラントテクノロジー(東証1部)	1929	3,957	74	69% ⇒ 94%	インフラ事業の一体運営
日立マクセル(東証1部)	1960	1,727	△ 23	52% ⇒ 94%	リチウムイオン電池の開発強化

(注) 売上高、営業利益は2009年3月期。買付け前の持株比率は公開買付け発表時点で、間接保有分を含む。
(出所) 開示資料より、野村資本市場研究所作成

VI 結びにかえて

世界のクロスボーダーM&A 動向からは、グローバル企業同士の統合による寡占化やエマージングエリア企業の台頭により競争環境が厳しくなっていることが確認できた。わが国企業もグローバル市場でのプレゼンスの維持・向上のために、クロスボーダーM&A を活用した迅速な展開の必要性が一層高まっている。

金融危機は企業の投資活動に影響を及ぼしているが、グローバル企業の間では市場の成長性への期待からアジアが投資先として注目されており、グローバル企業の半数では2011年以降に投資が活発化すると見られている。わが国企業にもクロスボーダーM&A を活用し、アジア市場でのシェア拡大を通じてグローバル規模の競争に対抗する動きが見られる。

クロスボーダーM&A を発表したわが国企業では、特に大型案件や、アジア・オセアニア地域を対象にした案件において超過リターンが観察され、市場からの評価が高まったといえる。また、国内企業同士の統合であっても、海外事業の地域・ブランドの補完や成長事業の獲得を目的とする場合は、クロスボーダーM&A と同列に見なすことができ、一層の増加が予想される。

今後は、クロスボーダーM&A や海外展開を進めてきた国内企業同士の M&A が、わが国企業によるグローバル展開の成否を左右すると言っても過言ではない。

(資料作成協力)

関根 栄一・岩谷 賢伸