

Mergers M&A Acquisitions Review®

SEPTEMBER 2009 Vol.23 No.5 通巻210号

ROUNDTABLE

座談会【日本はバブル経済とその処理から何を学んだか】

バブル処理を急いだ当局、経験・ノウハウが無かった金融機関
—問われる作為・不作為の責任。いつまでも「坂の上の雲」でいいのか—

- GCAサヴィアングループ株式会社 取締役 佐山 展生
- ユニファイド・パートナーズ株式会社 代表取締役社長 清水 通徳
- 株式会社KPMG FAS 代表取締役パートナー 知野 雅彦
- 森・濱田松本法律事務所 弁護士 米 正剛
- M&A Review 編集長 酒井 雷太 (司会)

REPORT

回復の兆しを見せる米国ミドルマーケットM&A

- リンカーン・インターナショナル株式会社 代表取締役社長 藤井 徹也

中国独占禁止法：企業結合ルール運用の最前線

—日本企業はどう対応すべきか—

- フレッシュフィールズハウスデリンガー 弁護士 マイケル・ハン／同弁護士 マーガレット・ワン／同弁護士 山田 香織

知的財産のデューデリジェンス（上）—法務的観点—

- 東京理科大学専門職大学院 総合科学技術経営研究科 准教授（弁理士） 鈴木 公明

レックス最高裁決定の実務に与えるインパクト

- 外国法共同事業ジョーンズ・デイ法律事務所 弁護士 松田 暖

STATISTICS

2009年度上半期：日本におけるM&A取引

—取引件数1488件、買収・投資金額2兆3353億円—

- 編集部

TRANSACTION REVIEW

M&A取引レビュー

2009年5月、6月 買収・部門買収・子会社の買収・合併

- 編集部

CONTENTS

ROUNDTABLE

2. What We have learned after Babble Crush in 1990's.
— An Case Story of Long-Term Credit Bank of Japan —
- Nobuo Sayama, Partner, GCA Savvian Corporation
 - Michinori Shimizu, President and CEO, Unified Partners, Ltd.
 - Masahiko Chino, Partner, CPA, KPMG FAS Co., Ltd.
 - Masatake Yone, Attorney-at-Law, MORI HAMADA & MATSUMOTO
 - Raita Sakai, Editor-in-Chief, M&A Review

REPORT

10. Signs of Recovery in US Middle Market M&A
- Tetsuya Fujii, Managing Director & President – Japan, Lincolon International Inc.
15. Navigating China's Merger Control Regime - A Brief Guide to Japanese Companies
- Michael Han, Margaret Wang, Kaori Yamada (Freshfields Bruckhaus Deringer)
21. Intellectual Property Due diligence (1/2) - Legal aspect
- Kimiaki Suzuki, Associate Professor, Graduate School of Management of Science and Technology, Tokyo University of Science
26. Practical Impact by Supreme Court Decision in Rex Case
- Dan Matsuda, Attorney-at-Law, Jones Day

STATISTICS

36. M&A Deals in Japan : Jan.—June, 2009
- Editorial Office

TRANSACTION REVIEW

38. M&A Transaction Review
- May, June / 2009
- Editorial Office

COLUMN

- 76.

CONTENTS

ROUNDTABLE

2. 座談会【日本はバブル経済とその処理から何を学んだか】
バブル処理を急いだ当局、経験・ノウハウが無かった金融機関
—問われる作為・不作為の責任。いつまでも「坂の上の雲」でいいのか—
- GCAサヴィアングループ株式会社 取締役 佐山 展生
 - ユニファイド・パートナーズ株式会社 代表取締役社長 清水 通徳
 - 株式会社KPMG FAS 代表取締役パートナー 知野 雅彦
 - 森・濱田松本法律事務所 弁護士 米 正剛
 - M&A Review 編集長 酒井 雷太 (司会)

REPORT

10. 回復の兆しを見せる米国ミドルマーケットM&A
■リンカーン・インターナショナル株式会社 代表取締役社長 藤井 徹也
15. 中国独占禁止法：企業結合ルール運用の最前線
—日本企業はどう対応すべきか—
■フレッシュフィールズハウスデリンガー 弁護士 マイケル・ハン／同弁護士 マーガレット・ワン／
同弁護士 山田 香織
21. 知的財産のデューデリジェンス（上）—法務的観点—
■東京理科大学専門職大学院 総合科学技術経営研究科 准教授（弁理士） 鈴木 公明
26. レックス最高裁決定の実務に与えるインパクト
■外国法共同事業ジョーンズ・デイ法律事務所 弁護士 松田 暖

STATISTICS

36. 2009年度上半期：日本におけるM&A取引
—取引件数1488件、買収・投資金額 2兆3353億円—
■編集部

TRANSACTION REVIEW

38. M&A取引レビュー
2009年5月、6月 買収・部門買収・子会社の買収・合併
■編集部

COLUMN

76. コラム

回復の兆しを見せる 米国ミドルマーケットM&A¹

リンカーン・インターナショナル株式会社 代表取締役社長 藤井 徹也

弊社は米国3拠点、欧州5拠点、東京の計9拠点でミドルマーケットM&Aのアドバイザーを専門に行っている。リーマンショックとこれに続く金融危機、世界同時不況で世界全体のM&A取引件数及び金額は2008年4Q以来歴史的な低迷を続けているが、ミドルマーケットM&A市場ではここ数ヶ月ようやく回復に向けた兆候が見られるようになった。そして日本企業によるクロスボーダーM&A案件の殆どが規模的にミドルマーケットに分類されることを考えると、今後日本企業によるM&A活動にも少なからず影響があるものと考えている。本稿では弊社米国拠点からの情報をもとに、米国ミドルマーケットM&A市場の現状と今後の見通しを概観する。

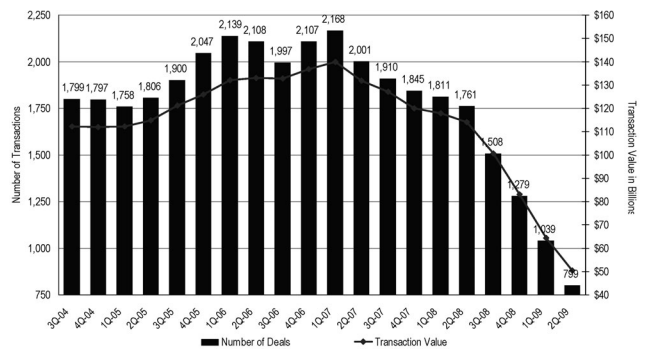
1. 2009年上半期の米国ミドルマーケットM&A市場

表1は米国ミドルマーケットM&A市場における直前12ヶ月間の取引件数と取引金額を過去5年間にわたり四半期毎に見たものである。件数、金額とも2007年1Qをピークに減少を続け、2009年2Q（6月末時点）では歴史的な低水準にあることがわかる。世界不況に伴い買収対象会社または事業の将来業績見通しが困難となったことから売り手と買い手が買収価格で合意することが難しくなったこと、買収資金の調達環境が悪化したこと等により2008年4Q時点で進行していたM&A案件が完了に至らなかったり、あるいは売却オークションの開始を予定していた売り手がプロセス開始時期を延期していることがその主な背景である。

逆にこのような環境下でも成立した取引とは①経営破綻等によりバリュエーションの交渉余地が少なく、低価格での譲渡完了が優先されたケース②世界不況にも拘らず対象事業の業績が堅調で、かつ買い手に資金調達力があつたケース、などに限定される。①や②は案件規模的にミドルマーケットに該当する取引が多く、\$500milを超えるような大型案件に比べるとミドルマーケットM&A案件数の減少幅が小さい要因となっている。

米国のM&A市場において売却プロセスを中止した

表1 ミドルマーケットM&A件数・金額推移
(四半期毎に直前12ヶ月の実績を合計したもの)



出所：Factset Mergerstat

注：取引金額 \$10 mil以上\$250 mil以下

案件や、売却に向けて財務アドバイザーを任命したものの売却プロセスの開始を見合わせている案件が大量に発生しているということは、言い換えるとM&A取引成立の障害となっている要因が取り除かれた場合には、潜在的な売り案件が大量に市場に供給されることに他ならない。以下ではM&Aの成立を難しくしている2つの主な要因であるバリュエーションと資金調達の現状と見通しを見る中で、ミドルマーケットを中心とした今後の米国M&A市場の展開を予想したい。

2. バリュエーション

1) 現状

リーマンショック以降の世界同時不況により、ほぼ例外なく全ての産業で業績の先行き見通しを立てるこ

1 「ミドルマーケットM&A」～中規模M&A案件と同義。一般に統一された定義はないが本稿では原則対象企業または事業の企業価値が\$500mil以下のM&A案件を指す。なお、本稿が参照している資金調達関連を含むデータに関しては、対象会社または事業のEBITDAが\$50mil以下など異なった定義を用いているものが含まれるが、本稿が対象としているミドルマーケットM&A市場の動向を示す指標として違和感が無いところから定義の差異に拘らず使用している。

とが難しくなった。M&A取引では事業が生み出す将来のキャッシュフローを現在価値に割り引くDCFやEBITDA等の業績指標に一定のマルチプルを乗じた評価手法を用いながら対象事業の評価（バリュエーション）を行うが、リーマンショック以降は今後5年間はるか、当期の着地見込みすら予想がつかない事態を迎えた。このため売り手としても買い手候補に対し十分に説明のつく将来の事業計画を示すことが難しく、一方買い手候補としても売り手が納得するプライシングはもとより、投資の是非をも判断することが困難となった。結果としてM&A交渉の終盤で買収価格が折り合わない案件、または価格交渉に入る前に売り手が売却プロセスを凍結する案件が続発した。

2) 最近の動き

2009年2Qに入り米国ミドルマーケットM&Aの現場では幅広く経済の底打ち感が出始めている。在庫調整の終了による生産の回復、住宅市場や雇用情勢に見えはじめた一部改善の兆し、企業業績悪化の沈静化と収益の回復などがその主な要因で、株式市場も3月以降大きく値を戻している。このため、会社または事業の売却を検討している売り手の中には買い手候補から今後の業績が少なくとも横這い以上で推移する（つまりこれ以上の悪化はない）との理解が得られるのではないかとの期待が高まっている。今後業績がどのようなタイミングでどの程度回復するか（L字型？W字型？U字型？）については売り手と買い手との間で引き続き見方が分かれるものの、業績が今後上向くのか更に悪化するのかすら見方が分かれていた2009年1Q

と比べれば大きな進歩である。弊社でも7月に入りミドルマーケット案件の売り手から売却に関するフィージビリティ検討の依頼が急速に増加しており、これらの中には2009年4Qから2010年1Qにかけて売却プロセス開始に至るものが出て来ると思われる。

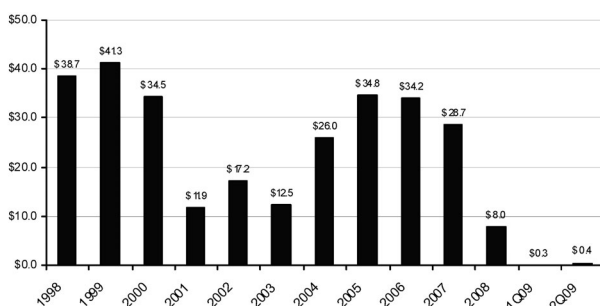
3. 資金調達

1) 現状

ミドルマーケットM&A市場が歴史的低迷を続ける一方で、2009年に入りミドルマーケットM&Aに係るローンの新規実行もほぼ停止状態にある（表2）。これは経済環境と企業業績に対する不透明感がローンの出し手である金融機関における案件審査を難しくしている他、デフォルト率の増加が金融機関の融資姿勢を厳しくしているためである。7月24日現在米国におけるデフォルト率は8.9%で2001年のピーク時と同水準にあるが（表3）、債務者の収益の大幅な落ち込みにより今後財務制限条項（コベナンツ）の遵守が困難になるローンが増加する見通しであることから、2010年に向けてデフォルト率は更に上昇することが予想されている（表4）。なお、米国ではコベナンツ違反によるデフォルト回避を主な目的としたローン契約のアmendメント（条件変更）が急増しており、2009年は7月末現在で前年同時期比約8倍のアmendメントが成立している（表5）。米国の金融機関にとっては引き続き既存融資の債権管理が優先課題であり、新規ローンの実行まで手が回っていない現状が見てとれる。

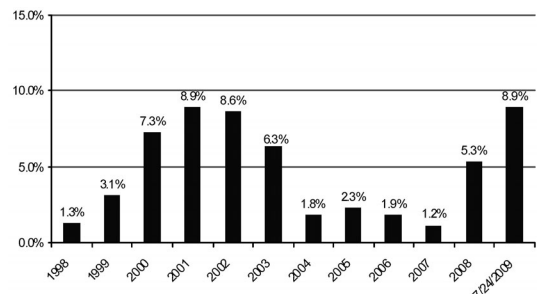
一方、M&Aに係る新規ローン実行件数が少ない中

表2 ミドルマーケットローン金額（単位：\$bil）
（借入人EBITDA \$50 million以下）



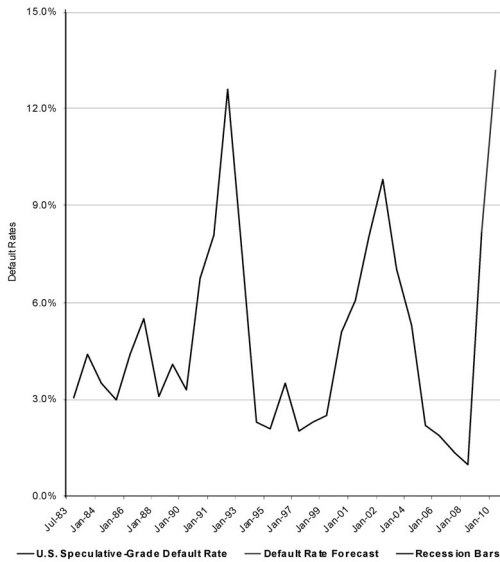
出所：Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data

表3 デフォルト率



出所：Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data

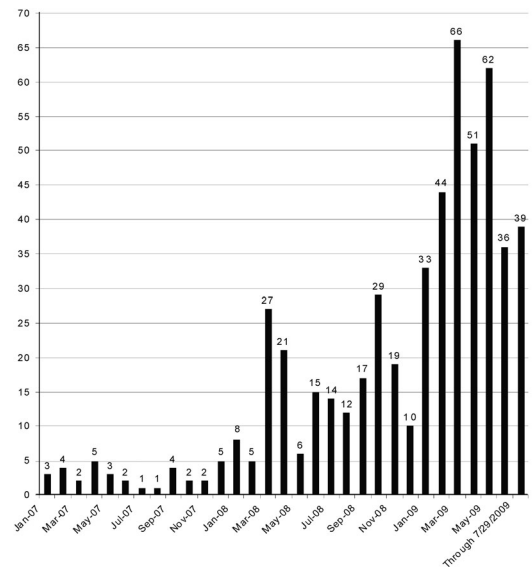
表4 米国投資不適格ローンデフォルト率（実績及び予想）



出所：Standard & Poor's Ratings Direct
 注：Update for January 2009 and January 2010 provided by Standard and Poor's Leveraged Commentary and Data

ではあるが、資金調達に占めるメザニンの比率が拡大している。ミドルマーケットのLBO案件におけるシニアローンのEBITDAマルチプルは2008年1～3Qまでは3.0～3.5倍で推移していたが、4Qには2.1倍まで低下している。またシニアローンの中にあっても事業の先行き不透明感からキャッシュフローレンディングが実質的に停止している。このためシニアローンは専らアセットベースレンディングが主体となっており、レバレッジドローン全体に占めるアセットベースレンディングの割合は2006年の7.1%から2007～2008年には20%台へ、さらに2009年に入って35%程度まで大きく高まっている²。ただし、生産設備等の担保資産価値評価も厳しくなっていることからアセットベースローンによる融資金額も十分ではなく、ラストリゾートとしてメザニンレンダーに対する資金需要が増えている。需要過多の環境下メザニンの貸出条件は貸し手に極めて有利な展開となっており平均的な条件はアップフロントフィー3%、金利（キャッシュ、PIKを含む）17-19%、No-Call期間2～4年、転換時議決権の約10%に相当するワラント付与等となっている。また、中には後順位担保を設定するケースなど、メザニンレンダーにとって歴史的にも有利な市場となっている。

表5 レバレッジドローン月次アmendメント実績



出所：Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data

なお、現在米国のミドルマーケットにおけるシニアローン市場ではシンジケーションが殆ど見られず、新規実行があったとしてもクラブディールが主流となっている。また、先述の通りキャッシュフローレンディングの新規実行は極めて限定的で、業績のファンダメンタルズが強くEBITDAが\$10milを上回る案件でなければ審査対象にすらならないのが現状である。EBITDAについても直近12ヶ月の実績は重要視されず、直近6ヶ月の実績または2009年のランレート³が基準となる。引き続き融資に応じている金融機関の1件あたりの融資金額は最大でも\$20-25mil、大半が\$10-15milとなっている。

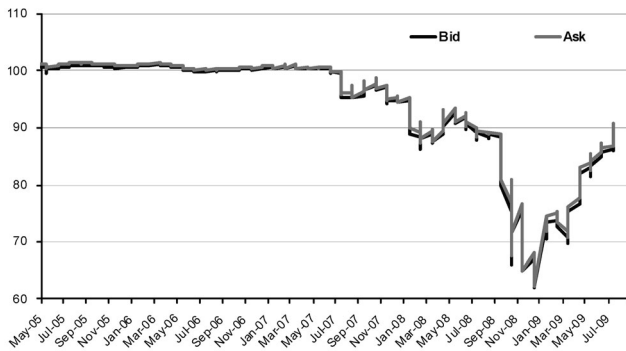
2) 最近の動き

2008年末には額面の70%を割り込んでいたレバレッジドローンのセカンダリー価格が2009年に入り回復しており、7月末現在のプライシングは80-90%とリーマンショック前のレンジに回復している（表6）。このためセカンダリー市場でのローン債権投資の妙味が薄れ、投資マネーがプライマリー市場にシフトしている。その一例として年初以来のセカンダリー市況回復の中でローン債権を売却しキャピタルゲインを得た投資家が、後順位担保ローンのプライマリー市場に貸し

2 現在の平均的な担保掛目水準は以下の通り：売掛債権80-85%、在庫50-60%、不動産60-70%（対FMV）、機械設備80-90%（対OLV）

3 2009年度の実績を年換算したもの。

表6 レバレッジドローン セカンダリー価格推移



出所：Standard & Poor's Leveraged Commentary and Data

手として参入するケースが見られる。後順位担保ローンのLiborスプレッドは800~1200bps (Liborフロア2~3%) と高いが、一方的な貸し手市場となっているメザニンの条件に比べれば借り手にとって有利な調達であり、後順位担保ローンの供給増加がミドルマーケットM&Aの資金調達環境改善を後押しする可能性がある。また、既存ローンのアmendメントが避けられない債務者にとって、アmendメントフィーの支払、金利の引き上げ、返済スケジュールの変更など条件の悪化につながるアmendメントは本来好ましくないが、代替策が高コストのメザニンしかない現状アmendメントが唯一の選択肢である。今後は後順位担保ローンの活用によるリファイナンスの増加が予想される。

なお、後順位担保ローンの増加などでメザニンの絶対優位が薄れる傾向はあるものの、キャッシュフローレンディングを中心としたシニアローンの新規実行が回復していない現実には変わりがない。弊社では企業業績の回復基調が確認され、将来の予想デフォルト率が低下するまで、金融機関の融資姿勢に大きな改善が見られないものと予想している。米国内では住宅価格、失業率、政府による財政出動効果の持続などに関し引き続き楽観論と悲観論が交錯していることを考えると、金融機関の融資姿勢が回復するには最低でも年内いっぱいを要すると見ている。

4. 新たな動きと今後の展望

以上見てきた通り、米国ミドルマーケットM&A市場停滞の2大要因であるバリュエーションと資金調達

については、バリュエーションにおいて売り手と買い手の間のギャップが縮小する方向が見え始めているものの、資金調達環境には大きな改善は見られていない。売り手としては引き続き将来の経済見通しに対する確信が強まり、資金調達環境が改善するまで売却を待つのが基本路線になるが、売り手がプライベート・エクイティ・ファンドでファンドライフの期限が迫っている場合や、高コストを強いられるアmendメントの必要に迫られ代替策として早急に売却の可能性を追求したい場合など時限性がある案件を中心に、売却プロセスの検討を開始する売り手が散見されるようになってきている。ただしバリュエーション、資金調達を巡る環境が一時の最悪期を脱したとはいえ厳しい状況にあることを踏まえ、売却にあたっては外部調達に拠らず自己資金で買収を実行する資金力があり、かつ事業から生み出されるキャッシュフローに加えてシナジー等の戦略的プレミアムを見出しうる戦略的買い手に絞った売却プロセスが採用される。リーマンショック前の米国ミドルマーケットM&Aにおける売却の約9割がオークションを通じて行われていたことを考えると主要な変化である。

具体的案件のタイプとしては世界的な大企業や非上場でもキャッシュリッチな企業が、各社のコア事業(インフラ関連など)において技術的、地域的強化を狙った買収を実行するケース、また現在は取り組んでいない成長分野(例えば太陽光発電、その他の環境分野など)への新規参入を狙って買収を行うケースなどが增多することが予想される。また、世界的な大企業が買い手となる場合でも特段外部調達を伴わない企業価値ベースで\$100-200mil程度を上限とするミドルマーケット案件が中心になるものと見ている。弊社は米国のミドルマーケットM&A案件において売り手側のアドバイザーを務めることが多く、プライベート・エクイティ・ファンドを含む全米数百社の売り手の売りニーズを幅広く把握しているが、年初来欧米の複数の大手事業会社から主にプライベート・エクイティ・ファンドが保有する企業の調査および買収に関する協力要請が増加傾向にある。また、買い手としてのプライバー

ト・エクイティ・ファンドは資金調達難の難しさから引き続き低調な活動を余儀なくされているが、そんな中でも小型案件に関しては全額エクイティでクローズ出来るファンドが活躍している。ターンアラウンド型が多い傾向だが、従来の投資実績から買収後の経営改善と資金調達に自信がある場合には積極的な投資判断を行っている。

戦略的なオプションとして米国（または欧州）での買収を視野に入れている日本企業には、欧米の大手事業会社に後れを取ることなく、自らの戦略分野において向こう数年内に買収が可能になる会社の特定を行うと共に、強い戦略的意義が認められる会社については前もって相対での接触を試みるなど、能動的な接点構築に努めることをお勧めしたい。長年にわたり、欧米

の大手企業は大型案件用の大手投資銀行とミドルマーケット案件用の弊社等ミドルマーケット専門M&Aアドバイザーを使い分けることで、規模的には中位ながら自社の技術、製品、サービスを補完するようになりと光る優良企業をオークションを回避しつつ買収することに成功してきている。年内から2010年はじめにかけて米国のM&Aマーケットは引き続き停滞気味に推移する見通しであるが、従来型のオークション主流のM&A市場に戻るまでの間は、比較的競争の少ない中で売り手との間で相対に近い買収交渉が出来る買い手にとっては絶好の機会である。海外での更なる成長を目指す日本企業にとっては米国M&A市場が正常化するまでの時間の使い方が重要である。