



世界の M&A 事情 ～アメリカ～

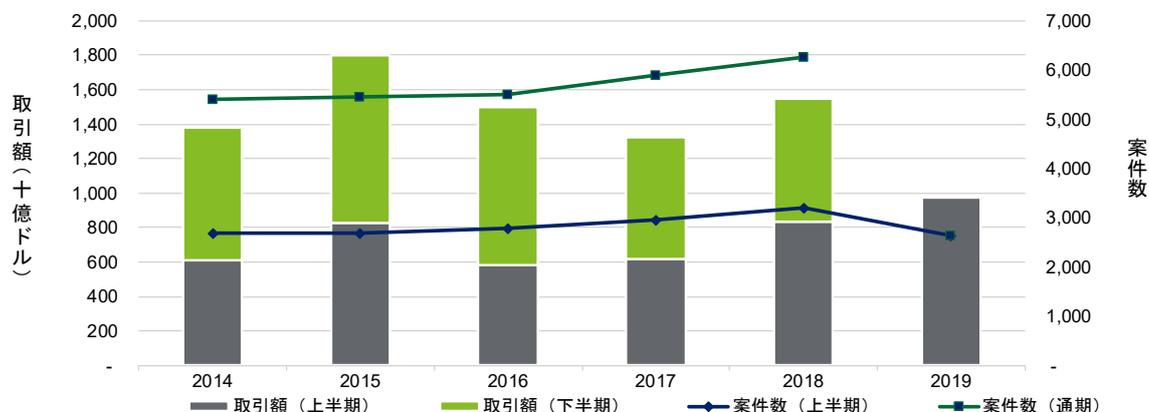
M&A 市場と PE ファンドの動向

I. 直近のマクロ環境と M&A マーケットの動向

2019 年 7 月初旬に公表された雇用統計や景況指数によれば、米国経済は依然として底堅い景気拡大を継続しており、史上最長の景気拡大期にあるとされている。同月には複数の株価インデックスで過去最高値をつけた。しかしながら、中国との間でいわゆる貿易戦争を継続しており、将来見通しについて不透明な状況が生じている。FRB(The Federal Reserve Board:連邦準備制度)は金融緩和の出口戦略として 2018 年まで政策金利の引き上げを継続してきたが、世界経済の成長が鈍化していることや経済見通しの不確実性が高まっていることなどを理由として、政策金利の引き上げを見送っており、7 月末には予防的な引き下げ姿勢に転換している。

米国の M&A マーケットは、2019 年上期において前年同期比で件数ベースではやや落ち込んでいるものの、金額ベースでは上昇している(図表 1 参照)。堅調な米国経済と低い金利水準を背景として、2019 年に入ってから引き続き活発である。ドメスティックなメガディールが多く、ディールバリューを引き上げている傾向にある。インバウンドディールは、CFIUS(Committee on Foreign Investment in the United States: 対米外国投資委員会)の審査強化やいわゆる米中貿易戦争の影響もあり、活発であった中国企業による買収が 2017 年以降大きく減少し、2019 年上期においては欧州企業による米国企業へのインバウンド投資が目立っている。

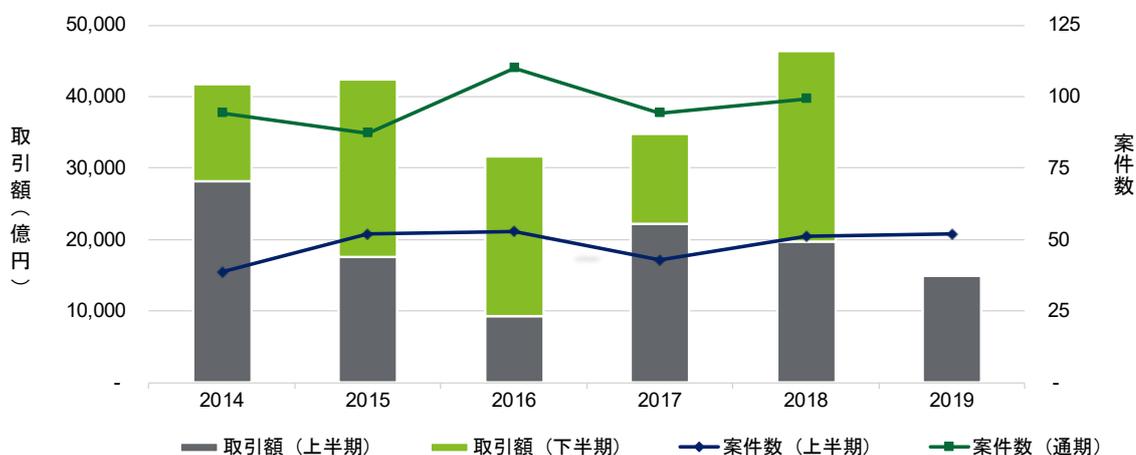
図表 1: 米国における M&A の案件数および取引額



出所: Mergermarket よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

日系企業による米国企業への投資という観点では、2019 年上期においては際立ったメガディールは出て来ておらず、金額ベースでは前年同期比で減少しているものの、案件数ベースでは同水準であり、引き続き活発である(図表 2 参照)。近年の顕著な傾向として、先進的な技術を持つ成長志向の新興企業(いわゆるベンチャービジネス)に対して、資本参加・資本業務提携といった形でマイノリティ出資をするケースが増えてきている。領域としては、IT 分野が中心だが、そのほかにも医薬品、ロボティクス、モビリティ、MR(Mixed Reality)など、多岐にわたっている。

図表 2: 米国における日系企業 M&A の案件数および取引額

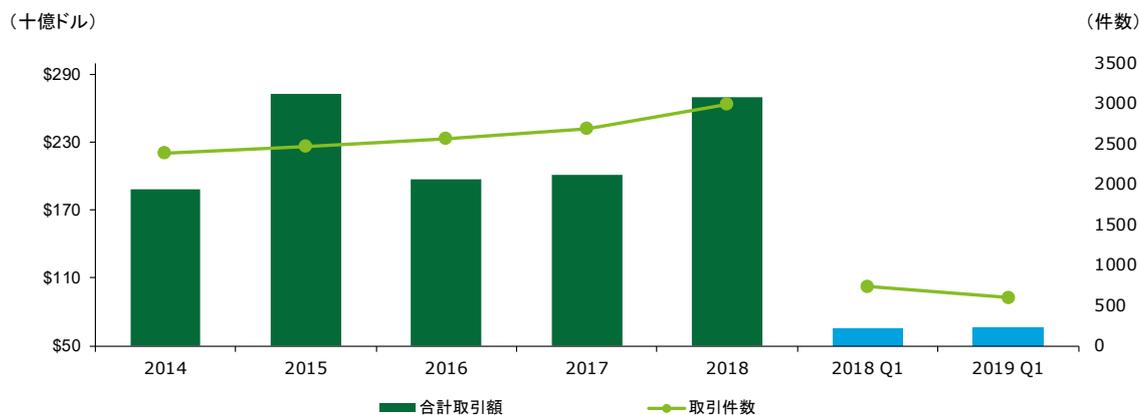


出所: レコフ M&A データベースよりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

II. 米国 M&A マーケットにおけるプライベートエクイティファンドの動向

プライベートエクイティファンド(以下、PE ファンド)による米国内バイアウトは、2018 年終盤のローンマーケットの不振もあり 2019 年第 1 四半期は対前年比で案件数は減少したものの、金額ではほぼ横ばいとモメンタムを維持している。(図表 3 参照)

図表 3: PE ファンドによるバイアウトの案件数および取引額(北米)



出所: Preqin よりデロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

ここでは、直近で PE ファンドも参加する国内オークション案件で日本企業をサポートした経験と、デロイトの米国コーポレートファイナンスのスポンサーカバレッジチーム(以下、米国スポンサーチーム)の持つインテリジェンスから、PE ファンドが関与する M&A 案件の環境について触れたい。

まず、買収の価格について「事業会社は対象会社とのシナジーが見込めるが、PE ファンドにはそれがない。したがって、少なくとも価格面では事業会社が有利」といったセオリーは当たらないケースが多くなっている。“Pitchbook”のデータによると、2019 年の第 1 四半期に PE ファンドが支払った EBITDA マルチプルの中央値は 11.5 倍で、2016 年まで遡ると 10 倍後半から 12 倍弱で推移している(図表 4 参照)。この背景には豊富な手元資金はいうまでもなく、LBO ローンの調達が可能である環境がある。PE ファンドがバイアウトにおいて対象会社のキャッシュフローとの見合いで調達できるローンの倍率は、2017 年からリーマンショック前の 2007 年の水準で推移している(図表 5 参照)。

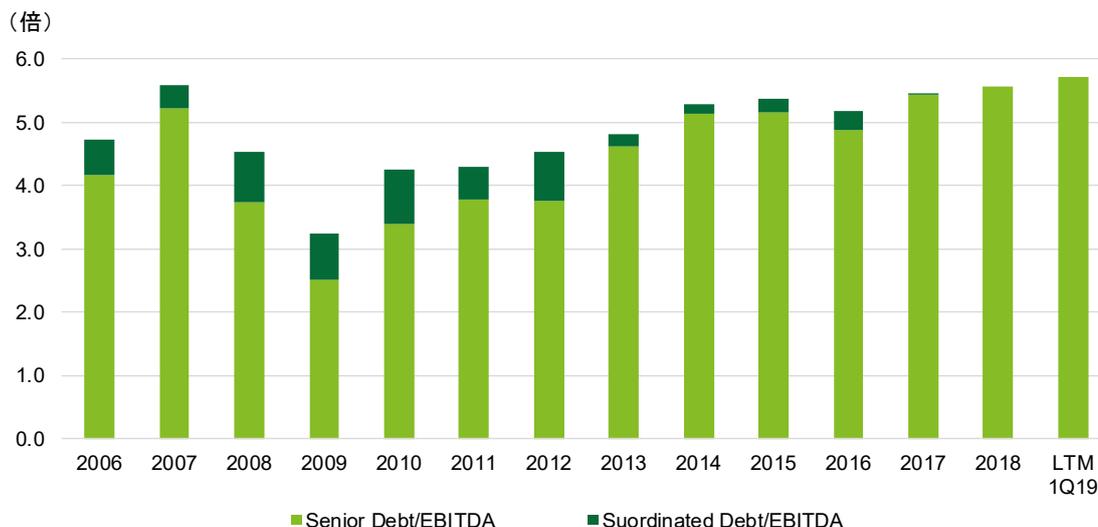
デロイトの米国コーポレートファイナンスはミドルマーケット(対象会社の EBITDA が\$50M 以下)において多数のセルサイド案件を手掛けているが、特に 2015 年から PE ファンドが払うマルチプルが事業会社のそれを上回るケースが顕著になったとの感触を持っている。

図表 4: PE ファンドによるバイアウト案件の買収マルチプル



出所: Pitchbook よりデロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

図表 5: PE ファンドによる LBO ローンマルチプル



出所: S&P Global よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー 合同会社作成
(データは対象会社の EBITDA が \$50M 以下の LBO 案件)

まさに”Seller’s Market”(売り手市場)の様相であるが、買収の成約に向けた PE ファンド間の競争も熾烈である。ファンドの側にも「価格だけでは勝てない」との認識があり、株主/対象会社と(案件評価に向けた)守秘義務契約を交わす前に、入念に投資ケースを準備している。そのための取り組みとして、①投資対象セクター/サブセクターの絞り込み、②社内外のアドバイザーやエキスパートの積極活用、③早期のアクション(初期的関心表明以前のデューデリジェンス)、④マネジメントへの“パートナー”としての存在意義のアピールなどが見られる。

米国スポンサーチームが今年前半に主要な PE ファンド約 30 社に対して、「買収対象企業のバリュエーションモデルのベースケースに向こう 18 ヶ月の経済減速による事業の悪化を織り込んでいるか」質問したところ、半数以上が特に織り込んでいないと回答したとのことである。経済の先行きは予断を許さないが、PE ファンドの足元の投資スタンスは非常に”bullish”(強気)であるといえる。

逆に売り手としての PE ファンドに注目すると、“Seller’s Market”が継続する中、エグジットのタイミングについてはケースバイケースで考える傾向が強まっている。PE ファンドの投資期間は通常 3~5 年といわれるが、PE ファンドによる売却案件の中には投資後 2 年経過するかしないかの時点でマーケットに出て来るものが増えている印象がある。もちろん早期のエグジットの判断の背景には、案件に飢えたポテンシャルバイヤーからの積極的なアプローチがある。筆者もポートフォリオ企業の状況を照会するために直接 PE ファンドにコンタクトをすることがあるが、「この 2~3 ヶ月の期間でこれが 3 番目の“Inbound Call”だ。ファーム内でエグジットに向けた議論を開始しようとしていたところだ」といった反応があり、マーケットのダイナミックな動きを垣間見ることがある。日本企業の案件ソーシング担当者も、かつては投資実行後 1~2 年のものは買収検討対象から一旦外してきたのではないだろうか。戦略的に重要な買収候補先にはこれまでになく早期のアプローチが求められているといえる。

また、効率的に売却を実行したい PE ファンドは、ポテンシャルバイヤーにバリュエーションの期待値を伝えることも怠らない。例えば、SaaS などのソフトウェア企業に投資している PE ファンドからよく聞かれるのが、「日本企業は売上ベースの価値評価に慣れているか」といった問いである。主旨としては、足元のキャッシュフローよりも、成長性を重視した価値評価ができるかということである。時として「“compelling offer”(IPO を含む他の選択肢よりも魅力的なオファー)を提示できるか」と日本企業の本気度合や検討の深さを試してくる場合もある。市場全般の状況、業界や事業モデルによって期待されている価値評価手法は異なるので、その点も踏まえてアプローチする際のストーリーを構築したいところである。

米国における M&A マーケットの競争環境を理解するうえで少しでもご参考になれば幸いである。

※本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

執筆者

デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社

ニューヨーク駐在

廣田 良平

横山 雅樹

デロイトトーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイトトーマツ合同会社並びにそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイトトーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む)の総称です。デロイトトーマツグループは、日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に 1 万名以上の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツグループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte (デロイト)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの提携法人のひとつまたは複数指します。DTTL (または“Deloitte Global”)および各メンバーファーム並びにそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの提携法人は、オーストラリア、ブルネイ、カンボジア、東ティモール、ミクロネシア連邦、クアム、インドネシア、日本、ラオス、マレーシア、モンゴル、ミャンマー、ニュージーランド、パラオ、バブアニューギニア、シンガポール、タイ、マーシャル諸島、北マリアナ諸島、中国(香港およびマカオを含む)、フィリピンおよびベトナムでサービスを提供しており、これらの各国および地域における運営はそれぞれ法的に独立した別個の組織体により行われています。

Deloitte (デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連する第一級のサービスを全世界で行っています。150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ Fortune Global 500® の 8 割の企業に対してサービス提供をしています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 286,000 名の専門家については、(www.deloitte.com)をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2019. For information, contact Deloitte Tohmatsu Financial Advisory LLC.



IS 669126 / ISO 27001