

活発化するカナダ企業再編活動

日本生命トロント事務所 高橋 秀典

はじめに

現在カナダでは、企業合併・買収、整理統合等を通じた企業再編活動が著しい勢いで進んでいる。こうした企業再編活動活発化の動きを促しているのは、1984年の進歩保守党の政権発足以来進められてきたカナダ経済再建のための数々の施策であり、より直接的なインパクトを与えているのは、それら一連の政策の締括りとして位置付けられる今年始めより発効した米加自由貿易協定であると言えよう。

当レポートでは、近年のカナダ経済自由化の流れを背景とした企業再編活動の動きに焦点をあて、その現状ならびに今後の展望について報告することとしたい。

1. カナダにおける企業再編活動の現状

カナダにおける経済合併・買収活動は、1985年以降件数、金額ともに活発化の様相を呈している。'88年は'87年10月の株式大暴落と'88年のカナダにおける総選挙の結果待ちのため若干滞ったものの、'89年に入ってから大型案件を中心に件数は増加基調にある(図-1・2)。

図-1 カナダの企業合併・買収の推移 ('85年~'88年)

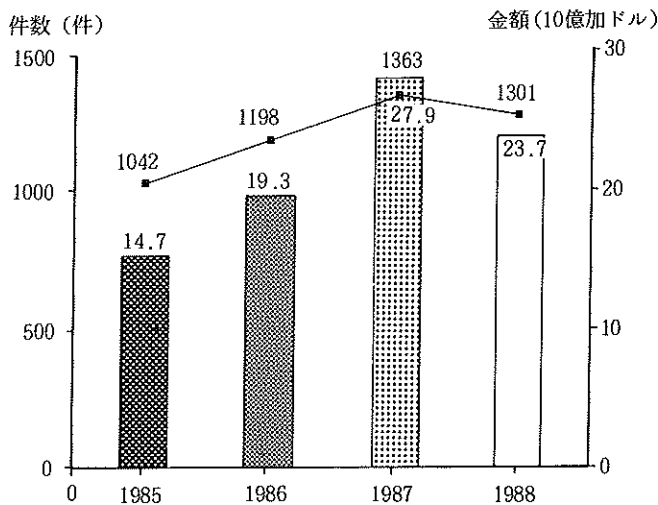
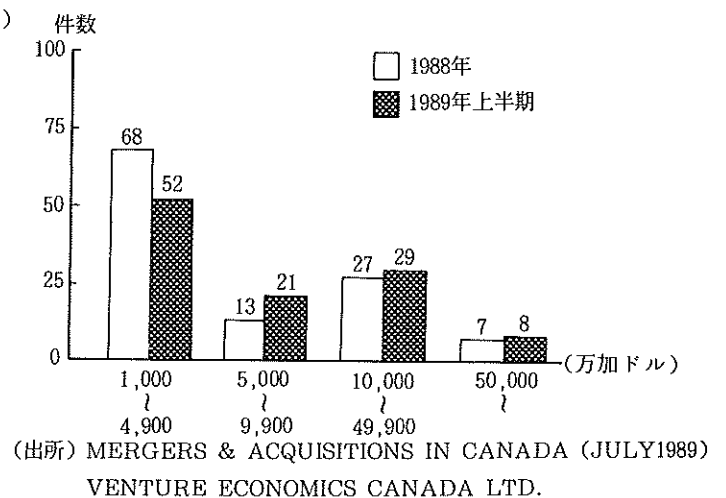


図-2 カナダの規模別企業合併・買収件数の推移 ('88年、'89年上半期)



(出所) MERGERS & ACQUISITIONS IN CANADA (1989 EDITION)
VENTURE ECONOMICS CANADA LTD.

こうした企業再編活動活発化に見られる特徴としては以下の点が挙げられる。

- ①カナダにおける企業合併・買収活動に占める外国勢のシェアが大きい。特に'89年の米加自由貿易協定発効後は、外国勢シェアが増加傾向にある。
- ②その中でも米国企業によるコミットメントが著しい。特に近年になって一件当りの買収金額の大型化が目立つ（表-1）。

表-1 国別カナダ企業買収状況（'85財政年度～'87財政年度）

	件 数 (件)			金 額 (億加ドル)		
	'85/4～ '86/3	'86/4～ '87/3	'87/4～ '88/3	'85/4～ '86/3	'86/4～ '87/3	'87/4～ '88/3
米 国	322	423	407	72	73	142
英 国	54	75	83	17	27	12
フ ラ ン ス	8	26	31	2	11	10
西 独	17	14	23	1	2	5
欧州その他	36	59	60	5	8	5
日 本	9	11	17	—	1	6
そ の 他	29	34	41	1	3	22
合 計	475	642	662	98	125	202

(出所) INVESTMENT CANADA '89

2. 企業再編活動活発化の背景と動因

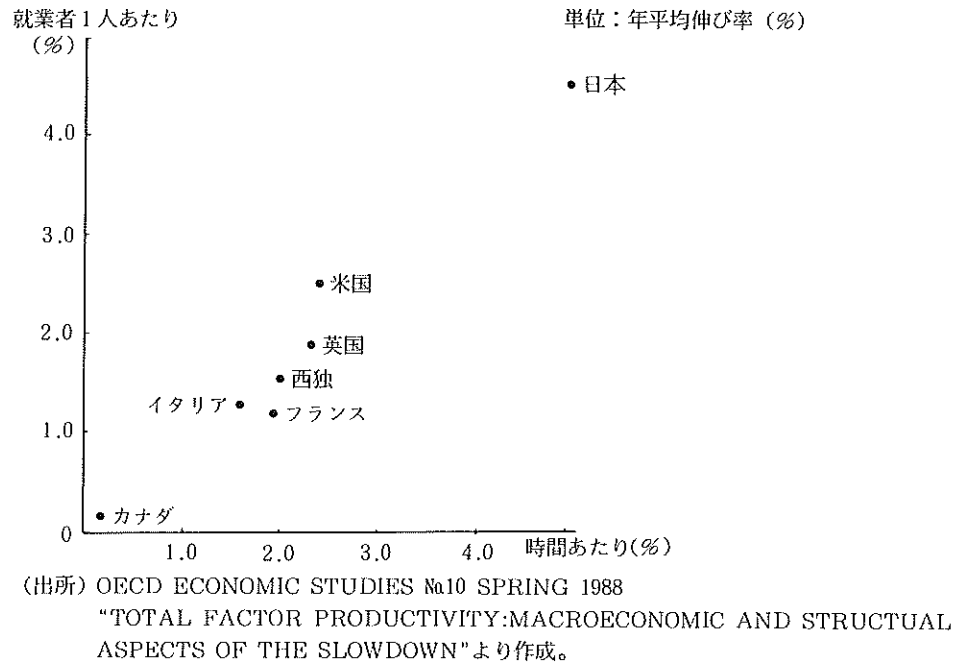
なぜ以上に示されるような特徴を持つ企業再編活動が活発化するに至ったか、以下その背景と動因について述べてみたい。

1) トルドー政権時代に見られたカナダ産業の国際競争力低下

現在のカナダにおける企業再編活動活発化は、1984年の連邦選挙において、それまで政権の座にあった自由党を進歩保守党が圧勝し、それに伴い大幅な政策転換があったことに端を発したと言える。20年以上続いた自由党政治の中心人物はトルドー前首相であったが、彼はいわゆる『カナダ化政策』を打ち出し、米国を中心とした外国企業による支配を抑え、国内産業の育成を促進させようとした。具体的には、非居住者によるカナダビジネスの買収を制限する外国投資審査法の制定、航空業界における路線供給と運賃決定に対する政府の規制、エネルギー業界における石油の管理価格、並びに天然ガスの輸出価格・輸出数量の政府による設定等が挙げられる。

同政策の結果、例えば石油・天然ガス部門における投下資本の比率でみた米国支配は1974年の59%から'84年には35%まで低下し、カナダ支配は25%から56%に上昇した。こうしてトルドー政権が狙いとした自国支配の回復は一応の成果を見たが、一方で外資流入の停滞や保護規制の結果、経済活力は失われ、生産性の伸び悩みに見られるような国際競争力の低下を招くこととなった（図-3）。

図-3 G7の製造業部門生産性の推移（1979年～1985年）



加えて1980年初めの世界的な経済低迷の中、カナダの不況は経済活力の減退と相俟って他国に比して更に深刻であった。こうして同政策に対する産業界の不満が高まる中、カナダとしては国際競争力を強化するために経済の自由化を強力に推進することが、緊急かつ最大の課題として認識された。

2) 政策転換と経済自由化の推進

このような自由党の保護的な経済政策に代わって1984年以来マルルーニ現進歩保守党政権が進めてきたのは、同年11月に定められた『経済改革に関する計画書』に基づくあらゆる分野での経済の自由化であった。この計画書は民間部門のイニシアティブを推し進めること、政府の規制を大幅に緩和すること等により市場競争原理の導入を図り、カナダ経済の競争力強化を狙うものであった。

具体的な施策としては以下のものが挙げられ、その影響として、数々の企業合併・買収が見られることとなった（表-2）。

①外国資産の導入奨励

1985年にそれまで非居住者によるカナダビジネスの買収を制限していた外国投資審査法（FIRA）が外国資本に対して前向きな投資カナダ法（CA）にとって代わり、対象案件の審査基準が大幅に緩和された。すなわち、FIRAの下では全ての買収案件が審査の対象となっていたが、CAの下では、500万ドル以上の資産を取得する直接投資（注1）と、5,000万ドル以上の資産を取得する間接投資（注2）のみが審査対象となった。

(注1) 直接投資：議決権つき株式の取得によって、あるいはカナダ内にある親会社の支配権取得を通じて、特定のカナダ企業の支配権を得ること。

(注2) 間接投資：カナダ外にある親会社の支配権取得を通じて特定のカナダ企業の支配権を得ること。

②規制緩和

政府の規制の度合いが著しかった運輸業界、エネルギー業界を中心に大幅な規制緩和が実施された。運輸業界では、'87年に法制化されたNational Transportation Actのもと、航空、鉄道、陸運、海運の各業界において独自の運賃設定、監督法の簡素化等の規制緩和が実施された。またエネルギー業界では、自由党政権時代の国家エネルギープログラムのもとで制定されていた石油及び天然ガスの管理価格やエネルギービジネスのカナダ人所有優遇措置が撤廃された。

③民営化の強力な推進

連邦政府並びに州政府は、政府規模の縮小、民間主導型経済、資源の適正配分等を目的として、国営企業や州営企業の民営化を強力に推進した。中でも民活を通じた市場競争原理導入により、当該企業の効率化を狙った点が注目される。こうした民営化の結果、国営、州営企業の多くが、他民間企業に売却されたり、株式が公開されるなどした。

④金融制度改革

1986年12月に発表となった『金融セクターの新しい方向』を受けて、カナダの金融制度の抜本的な改革が開始された。これは、カナダを取り巻く金融環境が国際化、証券化の流れの中で激変していることに対応し、証券業界を中心にカナダ金融機関の国際競争力、健全性、効率性をより高めるべく打ち出されたものであった。銀行、証券、

表－2 企業自由化政策が企業再編活動におよぼした影響（代表例）

	売り手	売却部門	買い手	時期	金額 (100万加ドル)
規制緩和	カナディアンパシフィック	航空部門	パシフィックウェスタン・エアライン	'86/10	\$ 300
	ドームペトロレウム	100%	アモコ(米)	'87/4	\$ 5,230
	エンコールエネルギー	97%	トランスカナダパイプライン	'87/12	\$ 1,138
民営化	カナダナショナル レイルウェイ(国営)	ホテル部門 テレコミュニケーション 部門	カナディアンバンフィック "	'88/1 '88/12	\$ 265 \$ 235
	エアカナダ(国営)	100%	全株公開	'88/10 '89/7	\$ 740
	BCハイドロアンドパワー (州営)	天然ガス配給 ネットワーク	インランドナチュラルガス	'88/7	\$ 741
	ドミニオン証券	75%	ロイヤル銀行	'87/12	\$ 385
金融制度 改 革	ネスビット証券	75%	モントリオール銀行	'87/8	\$ 292
	バーンズフライ証券	30%	セキュリティーパシフィック (米)	'87/9	\$ 100

信託、保険のいわゆる『4つの柱』が今後順次取払われることとなり、子会社等を通じ、他業界への進出が可能となった。この改革の結果、資本力の小さいカナダの6大証券会社が国際競争力強化のためカナダの大銀行や外国銀行の支配下に入った。

3) 米加自由貿易協定の発効

①経済自由化における位置付け

以上、現在の企業再編活動活発化の背景を述べてきたが、より直接的な動因としては、米加自由貿易協定の発効が挙げられよう。同協定の最終目的は、今後最長10年をかけて両国間の関税を撤廃し、一大自由貿易経済圏を形成することにある。この協定はもともと1980年代に入って保護主義へ傾き始めた米国に対応し、米国という巨大市場へのアクセスを確保するためにカナダ側から提案したものである。ただし、こうした市場確保という防衛的な姿勢もさることながら、今後北米市場において他国と互角に競争していくため、市場競争原理の導入並びにカナダの産業構造の調整を通じ、たとえ短中期的には弱小産業分野での雇用喪失等の痛みを伴うものであろうとも、より長期的視点に立ってカナダ経済の強化を目指して行こうとする積極的な姿勢が目されよう。

市場競争原理の導入を通じた国際競争力強化という意味において、同協定発効は1984年以來マルルーニ政権が目指してきたカナダ経済自由化の締括りとして位置付けられると共に、産業構造の調整を推進するという意味からは、カナダにおける一部米国企業も含めた企業再編活動を活発化させている直接的な動因とも言えよう。

②カナダ企業の対応

カナダ企業にとって、従来『居心地の良いカナダ』という保護的な環境から自由競争市場にさらされることのインパクトは極めて大きく、米国企業及びその他諸国の企業と互角に競争して生き残るために、カナダ企業はその競争力を早急に強化せざるを得ないという状況に置かれている。このような中で、カナダ企業は規模を拡大することにより、規模の経済を通じた効率性の達成、並びに強い金融力の獲得が可能になると考えている。

こうした認識にもとづき、カナダ企業はその大小に拘らず、国内における企業合併・買収活動を極めて積極的に展開させている。一部競争力あるカナダ企業は米国企業の合併・買収も行なっている。またカナダの巨大コングロマリット企業の中には、成長が見込まれるビジネスの買収を進める一方、自社の競争力強化や効率性の向上に適さないと思われる一部ビジネスを売却する動きも見られる(表-3)。

表-3 カナダ企業による企業合併・買収の最近の動き（発表ベース）

①国内企業買収				
(部門)	(買収企業)	(被買収企業)	(時期)	(金額(100万加ドル))
航空	パシフィックウェスタン エアライン	ワードエア	'89/ 1	\$ 248
鉱業	コロナ	ディッケンソンマイン (89%) カム・ユキタマイン (89%)	'89/ 2	\$ 139
通信	ロジャーズコミュニケーション	CNCドテレコミュニケーション (40%)	'89/ 4	\$ 250
林業	ドーマンインダストリー	ウェストフォレストプロダクト (44%)	'89/ 6	\$ 147
エネルギー	ウェストコーストエネルギー	インターシティ天然ガス パイプライン	'89/ 7	\$ 508

②国内企業合併				
(部門)	(企業)	(企業)	(時期)	(金額(100万加ドル))
ビール	モルソン	カーリングオキーフ	'89/ 1	\$ 560
出版	インターナショナルトムソン	トムソンニュースペーパー	'89/ 3	不明

③米国企業買収				
(部門)	(買収企業)	(被買収企業)	(時期)	(金額(100万米ドル))
醸造	カナダモルティング	グレートウェスタン モルティング	'89/ 1	\$ 125
住宅開発	ブラマレア	マルボロディベロップメント	'89/ 1	\$ 250
信託	ロイヤルトラスト	パシフィック・ファースト・ ファイナンシャル	'89/ 2	\$ 212

④コングロマリット企業の動き				
(企業)	(売却ならびに買収部門)	(相手先企業)	(時期)	(金額(100万加ドル))
カナディアン パシフィック	アルゴマスティールの売却	ドファスコ	'88/ 7	\$ 246
ベルカナダエン タープライズ	モントリオールトラストの 買収	パワーファイナンシャル	'89/ 3	\$ 875

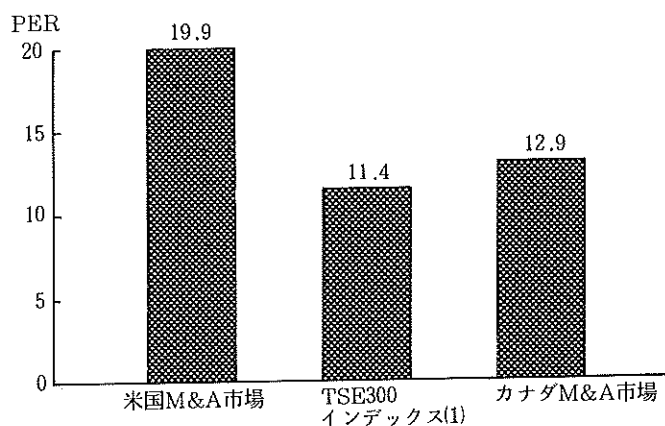
③米国企業の対応

多くの米国企業にとっては、米国市場のおよそ10分の1の規模しか持たないカナダ市場の開放は大きなインパクトにはなり難い。また同協定発効に伴う北米市場での競争激化への対応をカナダ企業のように最大かつ緊急の課題としては捉えていない。ただし、カナダにすでに生産拠点、子会社を通じ資本投下している米国企業、あるいは保有資産、技術、買収価格面からカナダ企業に注目する米国企業については、個別の対応が見られる。

すでにカナダに生産拠点、子会社を置く米国企業については、米加自由貿易協定の発効は、米国本社のグローバルイゼーション化への対応の中で、カナダのオペレーションを見直す絶好の機会として捉えられている。北米市場に新たに対応するため、カナダにおける拠点を設備投資の活発化等を通じて増強を進める企業（例：1991年まで設備投資の大幅増強を予定しているデュポン・カナダ）が見られる一方、関税のなくな

るカナダ市場に拠点を置く必要がないと判断し、カナダ拠点の整理・統合を進める企業（例：1988年10月の総選挙直後カナダにある工場を閉鎖したジレット・カナダ）も見られる。また、天然資源関連等の保有資産、技術の面からカナダ企業に注目する米国企業については、カナダ企業が米国企業と比較して相対的に割安であること（図-4）及びカナダ企業買収の際の審査基準が更に緩和されることも手伝い、特に協定の発効した今年に入ってから、大型のカナダ企業買収を加速化させている（表-4）。

図-4 企業合併・買収分野における米加PER比較（1989年上半期）



(1) トロント株式市場主要300銘柄インデックス
(出所) MERGERS & ACQUISITIONS IN CANADA JULY 1989
VENTURE ECONOMICS CANADA LTD.

表-4 米国企業による大型カナダ企業買収案件（米加自由貿易協定発効以降）

(部門)	(買収企業)	(被買収企業)	(時期)	(金額(10億加ドル))
石油	インベリアル・オイル (米エクソンの子会社)	テキサコ・カナダ	'89/1	\$ 4.9
製紙	ストーンコンティナー	コンソリデーテッド バサースト(加)	'89/1	\$ 2.6
鉱業	アマックス	ファルコンブリッジ(加)	'89/8	\$ 2.8(提案)

3. カナダにおける企業再編活動の今後の展望

カナダにおける今後の企業再編活動については、米加自由貿易協定発効によってより競争的な北米市場が出現し、それに対応するためには、企業のより一層の合理化および生産性の向上が必要との見地から更に活発化と思われるが、以下に述べる要因も活発化を促すものと思われる。

①米国資本導入の段階的緩和

'85年の投資カナダ法制定以来、政府の外国資本の受入れスタンスは開放的になっ

ているが、米加自由貿易協定の中で米国資本によるカナダ企業買収の際の審査基準が今後更に段階的に緩和されることにより（表－5）、米国資本によるカナダ企業買収の環境はより好ましいものとなる。

表－5 米企業の加企業買収最低要
審査基準額

(単位万ドル)

適要時期	直接投資	間接投資
'89年1月1日以前	500	5,000
'89年1月1日以降	2,500	10,000
'90年1月1日以降	5,000	25,000
'91年1月1日以降	10,000	50,000
'92年1月1日以降	15,000	枠撤廃

また、米国以外の外国資本によるカナダへの直接投資についてもカナダ政府は積極的になっている。すなわち、自由貿易協定発効後のトレードアジェンダの中で、カナダ政府は先進技術の導入を図るべく、日本、西独の企業によるカナダへの直接投資推進を積極的に後押しすることを優先項目として挙げ、具体化に向け現在検討中である。

②政府の独占禁止法適用姿勢の変化

最近になって政府の独占禁止法適用姿勢に変化が見られ始めた。すでに'86年に制定されたCompetition Act（カナダの独占禁止法）では合併、買収の可否の審査基準として『生産性向上の可能性』を新たに加えていたが、その具体的な適用姿勢の変化は最近になって見られる。すなわち米加自由貿易協定発効後、大型の合併案件が相次ぐ中で競争政策局局長は、『たとえ国内市場での競争が低下しようとも、生産性向上の可能性を考えた場合には、合併・買収案件をストップさせることは出来ない。』、『米加自由貿易協定発効によりカナダ企業は国内市場よりも北米市場に対応した合理化を迫られている。』と述べており、同協定発効を境に従来の市場占有率のみの審査基準から、国際競争力強化のための生産性向上の重要性を加味した審査基準への変化を匂わせている。

事実、今年始めに実施されたモルソン社（ビール業界第二位、市場占有率33%）とカーリング・オキーフ社（同三位、20%）の合併については、両社の合併後の市場占有率が53%となり、ラバット社（同一位、43%）との完全な寡占状態になるにもかかわらず、カナダ企業の国際競争力強化の必要性の観点から同合併は承認されている。こうした政府の独占禁止法運用姿勢の変化は今後カナダにおける大型の企業合併・買収活動を活発化させる要因となる。

③カナダにおける劣後債マーケットの整備・拡大

従来よりカナダにおける企業合併・買収のための資金調達手段としては、銀行借入、担保付債券の発行並びに株式発行が大半をしめてきていた。米国において活発なLBOを中心とした企業買収による劣後債発行は、カナダにおいては流通市場がないこと、カナダの投資家の投資スタンスが保守的であったこと等から、優良企業が私募形式で

発行するにとどまっていた。

ただ最近になって、数多くの金融機関が劣後債への投資に積極的に関わるようになってきている。すなわち、カナダの商業銀行は自行の顧客企業が発行する劣後債の買手となってきている一方、生命保険会社や信託会社等、他の主要な金融機関もアメリカにおける企業合併・買収活動の高まりに伴って拡大した劣後債マーケットへの参加を通じ、カナダにおける事業会社の劣後債発行による資金調達にも関心を向けるようになってきている。更には、証券会社の中で劣後債の流通市場を形成しようとする動きも見られる。

こうした中で、カナダにおいて劣後債市場が徐々に整備・拡大してきており、優良中堅企業も初めて同マーケットを通じて資金調達が行なえるようになってきている。また、中堅企業の発行する劣後債に集中投資するファンドも最近になって設立され始めている。一方、今年末には1949年以来始めて破産法が一部改正となり、リスクキャピタルの導入を推し進めるべく、無担保債権者等が有担保債権者に比較して資産保護の面で著しく不利にある現在の状況が改善される予定である。このような劣後債発行を中心とする資金調達の環境整備を背景として、今後は中堅企業をも含めたカナダ企業の資金調達手段の幅が広がり、それがカナダにおける合併・買収活動を促す一因になると予想される。