

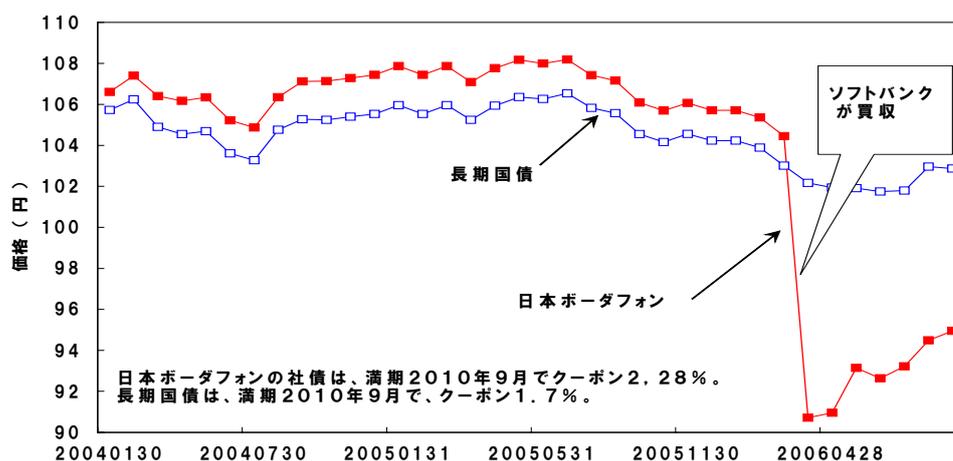
(リスク管理)：社債投資における M&A リスク

M&A がわが国においても活発化する中、社債投資における「M&A リスク」が顕在化している。すなわち、①社債発行企業の信用リスク増大による社債価格の下落、②社債投資家の融資金融機関に対する資金返済順位の劣後、③社債投資家の立場が株主より劣後、などの危険性があるからである。

ここ数年、M&A が内外で活発な背景は、世界市場の一体化の潮流の中で企業が国際競争で生き残っていくには、設備投資や研究開発などに時間をかけるよりも、M&A により他の企業を買収し、成長を図るという「カネで時間を買う」新しいパラダイムに入ったからである。わが国においても、5月1日に「三角合併」制度が解禁され、外国企業が自社株を用いて在日会社を日本企業を吸収合併させることができるなど、M&A を推進するインフラが整いつつある。

2006年3月に、ソフトバンクがLBO (Leveraged Buy-Out、買収相手先の資産を担保にした借入による買収) のスキームで日本ボーダフォンの買収を行った際、図表1に示すように、信用リスクの上昇から日本ボーダフォンの社債の価格が大幅に下落し(利回りでは大幅上昇)、企業格付けも低下した。ソフトバンクは、グループ全体として金融機関からの短期借入でLBOを実施したが、11月には、事業証券化の手法で長期資金に借り換え、社債は実質的に期限前償還されるスキームを採用した。しかし、通常のLBOでは、融資を行っている金融機関に資金を優先的に返済するスキームとなっているので、社債投資家の返済順位が金融機関に劣後する危険性がある。このため、M&A は社債投資においてリスク要因となる。

図表1：日本ボーダフォン(現、ソフトバンクモバイル)社債の価格推移



また、世間を騒がせた村上ファンドや米系投資ファンドは、アクティビスト・シェアホルダーとして多くの企業の株式を買占め、企業の内部留保を配当などで株主還元することを迫った。しかし、株主への増配などで多くの資金を社外流出してしまうと、財務状態の悪化を招いて、信用リスクが高まる危険性がある。他方、株主利益の向上を目指すことで正当化される企業の買収防衛策の導入は、社債投資家の立場を株主より劣後した状況に陥らせる危険性がある。

従って、社債投資家にとり、M&A リスクの高い企業を事前に把握しておくことは重要である。ここでは、アクティビスト・シェアホルダーにより M&A ターゲットにされ易い企業の特徴を把握するために分析した結果を示す。具体的には、村上ファンドが投資した上場企業の財務的な特徴を分析した。①企業規模、②資産効率、③財務安全性などのカテゴリーから、統計的な分析により有意性の高い指標（M&A リスクファクター）を見出した（図表2）。

図表2: M&A リスクファクター

分類	指標	指標の定義	
		分子	分母
規模	株式時価総額		
資産効率	使用総資本回転率	売上高	期首・期末平均総資本
安全性	時価株主資本比率 CFレシオ	株式時価総額	株式時価総額 + 有利子負債
		期首・期末キャッシュフロー	期首・期末平均流動負債
その他	PBR	株式時価総額	株主資本合計

分析結果は、①株主資本に対して負債比率が低い、②現金が潤沢で、資本の活用効率が低い、③株式市場での評価（PBR）が低く、時価総額が小さい、という特徴を持つ企業が傾向として村上ファンドの M&A ターゲットとなっていたことがわかる。

さらに、これらの指標を用いて、2007年7月初で上場企業1933社の M&A リスク量を統計モデルにより算出したところ、スティール・パートナーズなど他のアクティビスト・シェアホルダーが投資している企業群も概ね上位にランキングされていることが確認された。

図表3に、同時点での社債発行企業225社の中で M&A リスクの高い上位15社の M&A リスクファクター数値を示すが、概ね格付けの高い企業群である。これらの企業が実際にアクティビスト・シェアホルダーの M&A ターゲットにされるかどうかかわからないが、M&A リスクが高い企業群を事前に把握しておくことは、社債投資におけるリスク管理として重要であろう。

図表3: M&A リスクの高い上位企業

M&A リスク ランキング	証券コード	企業名	格付け		M&A リスクファクター						
					規模		資産効率		安全性		その他
					株式 時価総額	200606 200706	株式 使用 総資本回転率	時価 株主資本比率	CFレシオ	PBR	
1	7984	コクヨ	A	A	1858	0.06	85.30	53.71	1.05		
2	7981	タカスタンダード	A	A	1035	0.82	83.54	73.62	0.87		
3	4023	クレハ	BBB+	BBB+	1132	0.57	82.42	49.49	1.18		
4	2531	宝ホールディングス	A	A	1763	0.03	85.56	99.64	2.08		
5	7914	共研印刷	BBB+	BBB+	396	1.03	75.20	41.93	0.77		
6	5938	住生活グループ	A+	A+	7858	0.02	96.17	68.42	1.50		
7	4114	日本触媒	A-	A	2140	0.77	87.27	51.39	1.41		
8	4676	アノビスジョン	AA-	AA-	5768	0.57	92.02	113.20	1.34		
9	9301	三菱倉庫	A+	A+	3545	0.45	88.08	101.49	1.70		
10	5929	三和マッシー工業	A-	A-	1928	0.68	80.55	68.09	1.35		
11	2607	不二製油	A-	A-	840	0.79	71.72	45.00	0.98		
12	3405	ケル	A+	A+	5467	0.50	95.91	123.75	1.79		
13	7241	フタバ産業	A+	A+	2135	1.00	82.63	85.35	1.19		
14	2602	日清オイルグループ	BBB	BBB+	1240	1.06	84.94	34.43	1.31		
15	6754	アノソ	BBB+	BBB+	707	0.36	58.34	57.35	1.00		
社債発行企業225社平均					11189	0.77	70.37	45.88	2.42		

(注) 格付けは、R & I社とJCR社のうち低い方を採用。時価総額の単位は億円。

(津田 博史)