

PwC Deals

米国金融サービス業界 2018年第2四半期のM&Aに関するインサイト

資産運用、銀行・証券、保険業界におけるトレンドおよび注目点

概要

ディール件数は減少、しかし規模は拡大： 2018年第2四半期、金融サービス業界のディールの対象は絞られた。公表済みディール金額は547億米ドルと、前年同期比で60%も増加し、第1四半期の力強いペースを維持した。一方で、第2四半期のディール総数は、第1四半期比で20%減少した。公表済みディール件数は392件と、2017年第2四半期と比べても22%減少している。もちろん、全ての業界が同様の状況となったわけではない。

銀行・証券業界のディール件数は、ほぼ横ばいとなった。フィフスサードが発表したMBファイナンシャルの買収は、ディール総額の約40%を占めた。2018年上半期のディール金額は、昨年同期を39%上回った。ドッド・フランク法の改正や、銀行の資本増強を予測する米連邦準備制度理事会 (FRB) の見通しを受け、M&A取引は活発化するだろう。

保険業界のM&A取引は、大型案件や米国税制改革の影響から増加した。保険業界における2018年上半期の公表済みディール金額は、前年同期比でほぼ3倍となったが、そのほとんどが保険ブローカーに関連する取引であった。税制改革は今後も数ヵ月間にわたり、M&A取引を促進させる可能性がある。

資産運用業界では、2018年第2四半期の公表済みディール件数が24件となり、昨年同期比で4件減少した。ディール金額を公表している案件は2件だけであるが、その内の1件はヘルマン&フリードマンによるフィナンシャル・エンジンズの30億米ドルでの買収であった。2018年下半期のディールは、市場のファンダメンタルズがけん引役となり、活発化すると見込まれる。

「第2四半期のディールを大きくけん引したのは、規制の変更と税制改革でした。これらを要因に、市場では今後も数ヵ月間にわたり、活発に取引が行われると予想されます。」



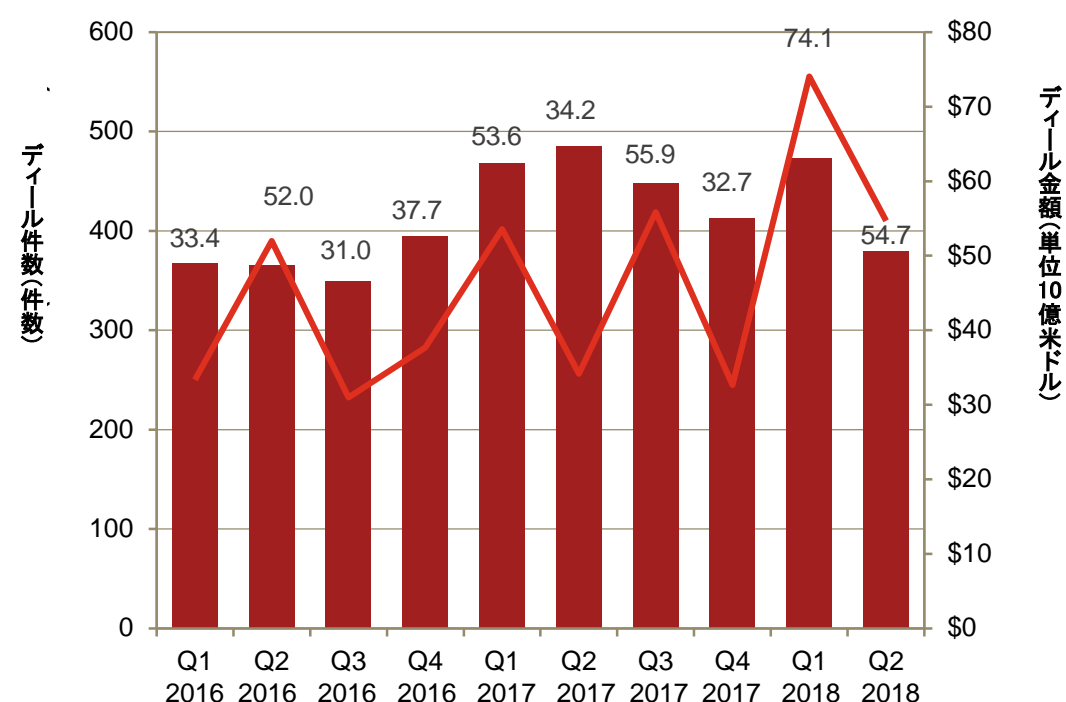
Greg Peterson
US financial services deals leader
PwC

トレンドと注目点

- **資産運用業界：** 2018年第2四半期に公表された資産運用業界のディール件数は24件、公表済みディールの総額は40億米ドルであった。最大のディールは、ヘルマン&フリードマンによるフィナンシャル・エンジンズの30億米ドルでの買収であった。
- **銀行・証券業界：** 2018年第2四半期には、フィフスサードによるMBファイナンシャルの買収が公表された。本件の取引金額は47億米ドルとなり、これは2018年第2四半期のディール総額の約40%を占める近年では最大の公表済み取引となった。
- **保険業界：** 2018年第2四半期における保険業界の公表済みディール件数は247件、公表済みディール総額は286億米ドルとなった。公表済みディールのうち5件は10億米ドルを超える規模であった。これに対し2017年通して公表された10億米ドル超のディールは7件であった。

金融サービス業界

米国のディールのみ(米国の買い手もしくは売り手によるディール)



Thomson Reuters Eikonより、「Acquiror Macro Industry」タグで抽出したデータ。ただし、プライベート・エクイティは除く (SICコード6799)

2018年第2四半期 金融サービス業界における ディールの注目点

損害保険の大規模ディールにより、 保険業界のディール金額が増加

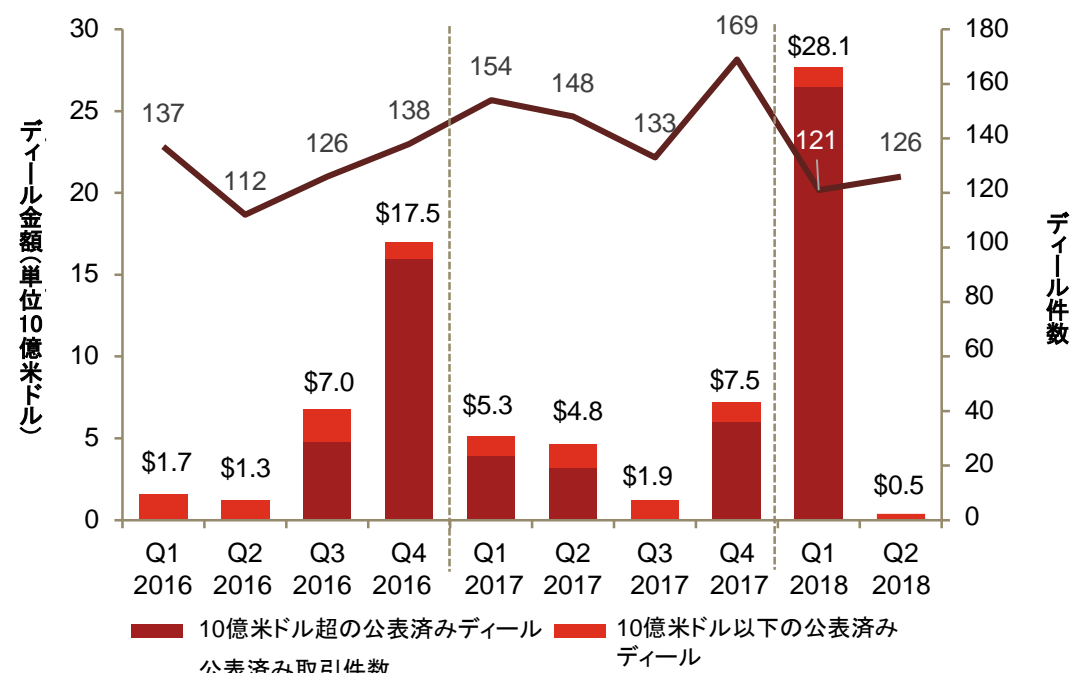
2018年第1、第2四半期における保険業界の公表済みディール金額は286億米ドルに達した。これに対し、2017年の第1および第2四半期の公表済みディール金額は、101億米ドルであった。この増加の主たる要因は、アクサによるXLグループの買収(154億米ドル)と、AIGによるバリダスの買収(56億米ドル)である。

保険ブローカーのディールは、引き続き最も活発となり、公表済みディール金額の87%を占めた。

税制改革の影響が徐々に明らかになってきており、2018年末まで活発なディール活動が続くと予想される。

また保険会社は、資本集約型事業やクローズド・ブロック事業、あるいは不採算事業の売却を続けると見込まれる。プライベート・エクイティは、今、法人税率の引き下げにより一段と魅力が増している米国保険業界の資産買収を引き続き検討するだろう。

米国保険業界のM&Aディール件数と金額



出典: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス

最大規模の取引

アクサは3月にXLグループを全額現金(154億米ドル)で100%買収することに合意した。XLグループは大手グローバル損害保険会社であり、北米、欧州、ロイズ、アジア太平洋でプレゼンスが高い再保険会社である。これは直近18カ月間で最大規模の公表済み取引となった。

154億米ドル



2018年上半期の M&Aディール金額

286億米ドル

2018年上半期の M&Aディール件数

247 件

183%

2017年上半期
に比べて増加

18%

2017年上半期
に比べて減少

2018年第2四半期のディールの注目点

資産運用業界

資産運用業界のディールは、2018年第2四半期に大きく減少し、公表済みディールは24件となった。これに対し、2018年第1四半期の公表済みディールは36件、2017年第2四半期は28件であった。これはウェルスマネジメント業界のディール件数が大幅減少し、前期比で50%減となったためである(この3年間における最低水準)。しかし、ウェルスマネジメント業界のディール件数は第1四半期に急増しており、この第2四半期における減少は驚きではない。ウェルスマネジメント業界の2018年上半期のディール件数は2017年下半期と同水準であるが、2017年上半期と比べると16%減となっている。

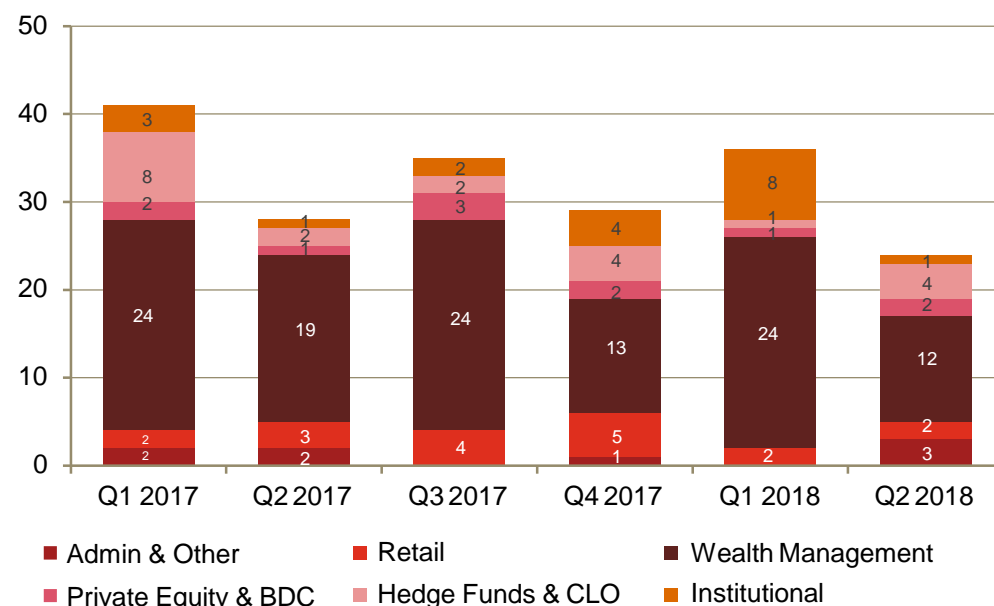
伝統的なアセットマネジメント業界の2018年第2四半期における公表済みディール件数も減少し、第1四半期の6件、2017年第2四半期の4件に対し、3件にとどまった。しかし、オルタナティブ投資のディールは高水準となり、第2四半期には6件のディールが公表された。これに対し、第1四半期は2件、2017年第2四半期は3件であった。

2018年第2四半期の公表済みディール金額は40億米ドルに達した。これに対し、第1四半期は2億米ドル、2017年第2四半期は20億米ドルであった。24件の公表済みディールのうち、金額が公表されたのは2件のみだが、いずれも注目すべき取引である。

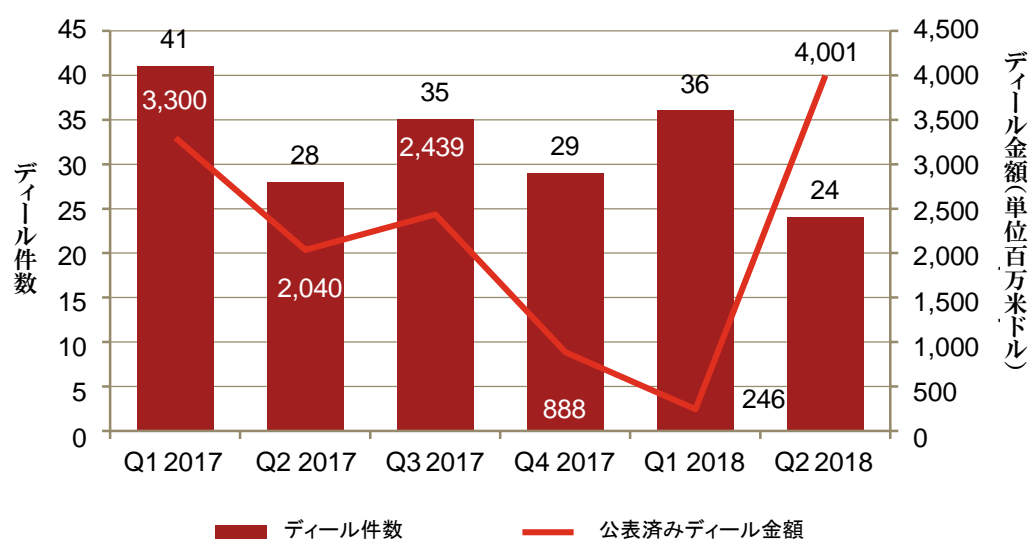
- ヘルマン&フリードマンによるフィナンシャル・エンジンズの買収(公表ディール金額は30億2,000万米ドル)
- ベネフィット・ストリート・パートナーズによるトライアングル・キャピタルの投資ポートフォリオの買収(10億米ドル)

資産運用業界が直面している課題や、この業界のファンダメンタルズにはほぼ変わりがなく、第2四半期のディールの減少は一時的な現象と考えられ、ディール件数は今後数四半期で回復すると予想する。

資産運用業界のサブセクター別 四半期ディール件数



資産運用業界のディールのトレンド



最大規模の取引

ヘルマン&フリードマンは、米国の大手独立系投資顧問会社であるフィナンシャル・エンジンズを、30億米ドル(全額現金取引)で買収することに合意した。これは2017年2月以降の公表済み取引で最大の案件となった。

30億米ドル

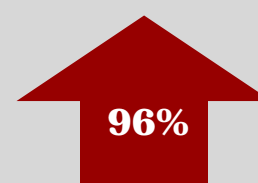


2018年第2四半期
M&Aディール金額

40億米ドル



2017年上半期に
比べて減少



2017年第2四半期に
比べて増加

2018年第2四半期
M&Aディール件数

24件



2017年上半期に
比べて減少



2017年第2四半期に
比べて減少

2018年第2四半期のディールの注目点

銀行・証券業界の注目点

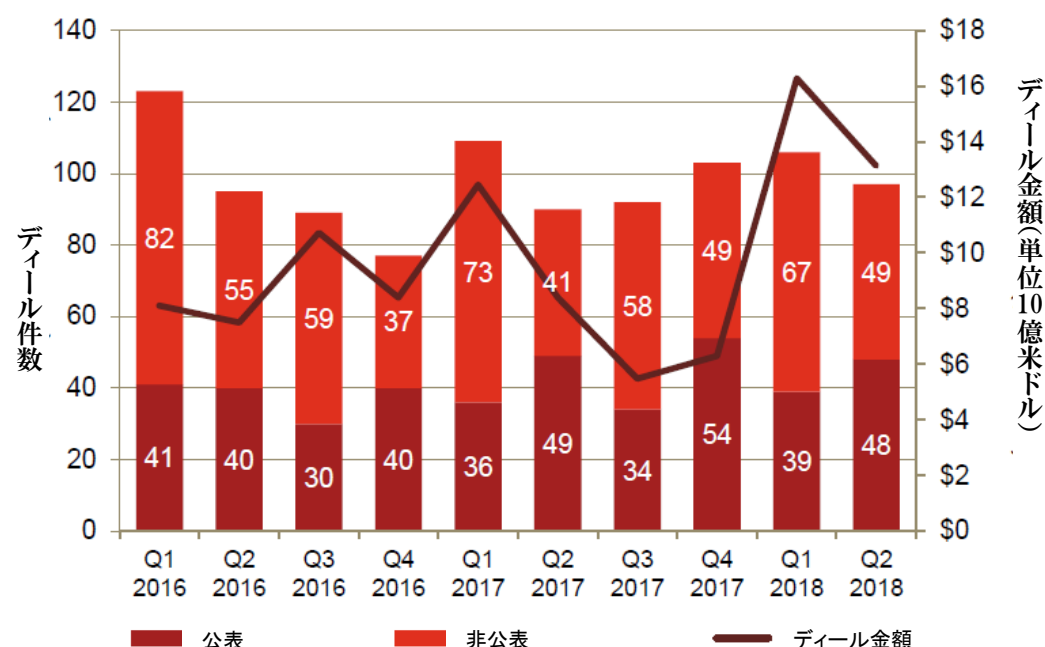
銀行・証券業界における2018年上半期の公表済みM&Aのディール総額は297億米ドルとなった。これに対し、2017年上半期は213億米ドルであった。

業界全体のディール件数は、引き続きほぼ横ばいとなったが、2018年第2四半期には、フィフスサードによるMBファイナンスの買収の発表があった。本件の取引金額は47億米ドルと、2018年第2四半期のディール総額の約40%を占めており、公表済みディールでは近年最大の規模となった。2018年第2四半期におけるその他の注目すべき取引は以下の通りである。

- キャデンス・バンコーポレーションによるステートバンク・ファイナンス・コーポレーションの買収(約14億米ドル)
- インディペンデント・バンク・グループによるギャランティ・バンコプの買収(約10億米ドル)
- BOKファイナンス・コーポレーションによるコービズ・ファイナンスの買収(約10億米ドル)

フィフスサードの取引を除くと、2018年第2四半期は、2017年度の公表済みディール金額の四半期平均と同水準になった。さらに、フィフスサードの取引を含めたとしても、ディール金額は2018年第1四半期水準を18%下回っている。ディール金額が公表されている他の44件の取引のうち、5億米ドルを超えているのは2件のみであった。

銀行・証券業界における四半期別M&Aディール件数と金額



最大規模の取引

バンコプは、シカゴにおける拠点を増やし、ミドルマーケットの顧客基盤の拡大を目指す中、小規模な競合企業であるMBファイナンスを買収することで合意した。ディール金額は株式と現金の合計約47億米ドルであった。

47億米ドル



M&Aディール金額

134億米ドル

トランザクション倍率

2.10倍

39%

2017年上半期に比べて増加

53%

2017年第2四半期に比べて増加

0%

2017年上半期に対し横ばい

25%

2017年第2四半期に比べて上昇

保険業界が引き続き金融サービス業界全体のトレンドをけん引

2018年上半期のディールは堅調となったが、保険会社がコスト削減、規模の拡大、時代遅れのテクノロジーの向上・効率化あるいは整理統合に引き続き注力していることから、ディールは年末までさらに加速する公算が大きい。

- **マクロ経済環境：** 経済情勢は2018年上半期も回復を続けたが、低金利の長期化や地政学的不透明感が引き続き保険会社の収入や収益性を抑えている。生命保険会社は低収益環境に対処し、ビジネスモデルを変革するために、事業の売却および買収の両方を行っている。
- **規制環境：** 監督強化や不透明感の増大は保険会社のビジネスモデルや戦略に大きな影響を与えており、多くの保険会社がしばしば事業売却という形で事業の撤退を迫られている。現政権は規制緩和に前向きであり、米労働省のフィデューシャリー・ルール¹の施行は2019年7月まで延期された。これにより、専属代理店を抱える保険会社への短期的な影響は軽減されると思われる。
- **公募とカーブアウト：** 数社の大手グローバル保険会社は、米国の低成長環境を受けて、レガシー事業、ランオフ事業、非中核事業の売却など、大規模な事業売却や再編を行っている。複数の大手保険会社は既に、変額年金（「VA」）事業を売却しており、こうしたトレンドは2018年以降も続く予想される。ハートフォードやボヤによる一部事業の売却は、アクサの米国子会社であるアクサ・エクイタブル・ホールディングスの新規株式公開（IPO）の完了と併せて、2011年から2015年に行われた定額年金事業の売却と同様のトレンドの始まりに過ぎない。他の大手保険会社も同様の事業売却や再編を検討する可能性が高いと思われる。
- **税制改革：** 米国税制改正法案（Tax Cuts and Jobs Act）の議会通過は保険会社にとって一長一短がある。法人税率の変更、特別保険会社条項、税源浸食防止条項による源泉地国課税制度への移行は、米国や世界の保険会社および再保険会社に多大な影響を及ぼす。特に、生命保険会社やグローバルで企業内取引を行う多国籍企業の税コストは増大する可能性が高い。その他の企業（例えば、ショートテール商品を取扱う販売会社など）にとって、課税所得の計算の変更はそれよりも小幅であり、代替ミニマム税廃止による恩恵が見込まれる企業もある。取引の観点から言えば、源泉地国課税制度への移行は、本拠地の選択や、今後の海外収益に関連する再投資の判断を変える可能性がある。対内および対外取引にかかるインセンティブの変化により、現在M&Aは増加しており、その傾向は今後も続くと思われる。オフショア収益のみなし本国送金規定のある源泉地国課税制度により、米国企業はオフショア資金をさらに調達しやすくなり、M&Aに資金を投じることが可能になるだろう。
- **対外投資：** ここ数年間、アジアやカナダの企業は米国の保険市場で世界シェアを拡大してきた。海外投資家はグローバル投資への意欲を引き続き示している一方、規制当局や株主の懐疑的な姿勢が障害となっている状況に変わりはない。チャイナ・オーシャンワイド・ホールディングス（中泛控股）によるジェンワースの買収はまだ完了してないが、オーシャンワイドが最近、対米外国投資委員会（CFIUS）から承認を受けたことから、見通しは明るい。
- **テクノロジー：** 保険会社は新たなテクノロジーの導入に関し、他の多くの業界に後れをとっているものの、テクノロジーや革新的プラットフォームへの投資を増やしていることもあり、特にインシュアテックの分野で引き続きディールが活発化するものと予想される。

少数株主持分のディールが引き続き資産運用業界のM&A動向を大きく左右する一因となっている

2018年第2四半期の資産運用業界における少数株主持分のディールは、買い手・売り手のいずれの間でも引き続き活発であった。この戦略は専用プラットフォームを立ち上げた大手プライベート・エクイティ企業の台頭に伴い数年前から勢いを増し始め、近年では強力な取引手段となっている。

ここ数ヵ月間に公表された少数株主持分投資のディールは次の通りである。ニューバーガー・バーマンが運用するダイアル・キャピタルによるベクター・キャピタル(テクノロジーに特化したプライベート・エクイティ・ファンド)への投資。ゴールドマン・サックスが運用するピーターズヒルとブラックストーンがチームを組んで行ったフランシスコ・パートナーズ(テクノロジーに特化したプライベート・エクイティ・ファンド)への投資。ダイアル・キャピタルとピーターズヒルがチームを組んで行ったクリアレイク(分散型プライベート・エクイティ)への投資。ホワイトオーク・エクイティ・パートナーズによるFCOアドバイザーズ(クレジットファンド運用会社)への少数株主持分投資。

少数株主持分のディールが魅力的である理由は、主に次のような機会を提供するからである。

- 売り手は、自社の運用管理を行いながら流動性を維持し、戦略的イニシアチブの資金を調達するために資本にアクセスできる。
- 買い手は、急成長する運用会社に参入することで投資分散の手段を得ることができる。
- 売り手は、商品や戦略的少数株主投資家の流通ネットワークにアクセスできる。
- 定年間近の経営者は、後継者育成計画への道筋をたてることができる。

少数株主持分の手プラットフォームは、この数ヵ月間で数十億米ドルの資金を調達している。例えば、ピーターズヒルは2018年2月にプライベート・エクイティや他のオルタナティブ運用会社への少数株主投資を実施するために、25億米ドルの調達を行ったと発表した(この資金は募集枠を5億米ドル超過したと伝えられている)。ダイアル・キャピタルは最近、新たなファンド向けに40億米ドル超の資金を調達し、少数株主持分投資向け運用資産の総額が初めて130億米ドルまで伸長した。ヘッジファンド会社のマグネター・キャピタルは最近、プライベート・エクイティ・ファンドへの少数株主持分投資のために10億米ドル超を調達する計画を発表した。

さらにストラクチャーが適切に行われれば、少数株主持分のディールでは、買収資産の税務簿価のステップアップも可能である。これは、株主持分をフロースルー形態もしくは法人形態で運営する米国および海外の買い手のいずれにとっても有用であろう。

また、特に英国や欧州のグローバル資産運用会社に対する関心も高まっている。米国以外に本拠地を置く資産運用会社の少数株主持分を取得するには、米国の税制改革やEU域内における広範な規制変更に照らし、投資家に適切な収益を確実にもたらすよう、彼らのインセンティブ収入の構造を一層深く理解する必要がある。

少数株主持分ディール市場における競争激化と評価額の上昇をうけて、「クラブ・ディール」という新たなトレンドが生まれているようだ。

この投資戦略が主流になり、オルタナティブ投資に広く受け入れられつつある中、プラットフォームを通じた投資に数十億米ドルの手元資金が使用できるため、今後数四半期にわたり少数株主持分のディールが途絶えることはないと思われる。

2018年第2四半期－銀行のM&Aの新たな幕開けか？

銀行業界では、長期にわたり(比較的)低迷したM&A環境が続いていたが、2018年は明るい回復の兆しとともに幕開けした。このセンチメントは継続しており、2018年第2四半期は、銀行業界のM&Aでは久々に大きく注目を集めた四半期となり、複数の大規模な取引や抜本的な規制改革が発表された。2018年5月には、フィフスサードによるMBファイナンシャルの47億米ドルでの買収が発表された。これは近年では最大規模の銀行M&Aとなった。こうした規模の取引は、M&Aに対する考え方が全体的に変化してきていることを裏付けるものであるが、慎重な楽観論をもって捉えるべきである。買収価格は、発表前のMBファイナンシャルの価値を24%上回っており、4月下旬の株価を27%上回っている。株式市場が上昇した結果、エンベディッド・バリュー(EV)は上昇したが、現在、銀行は株式市場の上昇による通貨高のため、売り手市場の需要拡大を満たすことができる状況にある。

2018年6月20日付のフィフスサードのフォームS-4による登録届出書には、競合する買い手の1株あたり56米ドルのオファーが、彼らのビッドを1株あたり0.65米ドル上回っているとの記載がある(2018年5月1日の終値に基づく)。しかし、普通株式の潜在的上昇、補完的なビジネスモデル、より多くの相乗効果が生まれる機会に鑑み、フィフスサードの提案はMBファイナンシャルの株主にとって、長期的価値が高まると判断された。公表されたMBファイナンシャルの非利息経費(約2億5,500万米ドル)の45%のコスト削減は、過去の銀行のディールに比べると非常に高い水準であるが(従来は20~45%の範囲内)、フォームS-4の登録届出書にあるように、MBとフィフスサードの経営陣らは共に、これらの相乗効果の実現可能性について大規模な計画立案や分析を行っている。今後、大規模なディールは、ディールが実行できる態勢にあり、買収対象の調査を入念に行い、そして確実にコストの相乗効果を生み出す能力を備えている銀行に、高い競争優位性があると考えられる。

また、5月には、ドッド・フランク法の部分的な改正が発表された。同法案による最大の改正は、「システム上重要な金融機関」の対象となる基準総資産の大幅な引き上げ(500億米ドル以上から2,500億米ドル以上への引き上げ)である。当該改正により、自動的にドッド・フランク法の厳格な監督対象になる銀行が38行から12行に減少し、余剰資本の活用についてコントロールが効くようになる。この条項は、これまでM&Aによってこの水準を超えることに躊躇していた銀行の懸念を軽減することになる。またこの改正は、資産が100億米ドル未満の金融機関にも恩恵をもたらすことになる。この改正法案は適格住宅ローンの指定にも踏み込んでおり、より簡潔な資本要件を認め、検査サイクルや財務報告義務の変更と共に、小規模な金融機関からボルカー規制の遵守にかかる負担を取り除く。これにより、コミュニティバンクの統合は続くと思われ。

6月には、米連邦準備制度理事会(FRB)による2018年の包括的資本分析(CCAR)の結果が発表された。これによれば、リスク加重資産に対し普通株式等の資本の割合を示すTier1比率は、2009年第1四半期の5.2%から2017年第4四半期に12.3%まで2倍超の水準となったことが明らかになった。普通株式等の資本は引き続き増加すると見込まれる。なぜなら、2018年にCCARの審査対象となった銀行35行のうち24行では、計画している資本政策の実施や純収益予測から、2018年第3四半期から2019年第2四半期までの間に、普通株式が増加すると予測しているためだ。この結果に意外性はなく、資本の健全な状況を受けてM&A市場の拡大は続いている。

フィフスサードの取引や規制の見直しは、今後のディール動向を示唆するものと考えられるが、第2四半期には配当や自社株買いという形での資本の株主還元が大幅に増加したことにも留意が必要である。この一因は税制改革による収益の増加にあったと考えられるが、魅力的なM&Aの対象企業が少ないことから、超過資本の最善の使い道が株主還元になっていることを意味するとも考えられる。フィフスサードの発表が、銀行M&A市場における大きな変化の幕開けとなるかどうかはまだわからない。規制改革により、M&A機会の見通しは引き続き明るいと思われるが、市場は近年最大のディールが今後どのように進展するかを注視することになる。

お問い合わせ

PwCアドバイザリー合同会社

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-1-1
大手町パークビルディング
03-6212-6880

加藤 雅也
パートナー
masaya.kato@pwc.com

木村 憲治
ディレクター
kenji.kimura@pwc.com

PwC税理士法人
〒100-6015
東京都千代田区霞が関3-2-5
霞が関ビル15F
03-5251-2400

松永 智志
パートナー
satoshi.y.matsunaga@jp.pwc.com

PwCあらた有限責任監査法人
〒100-0004
東京都千代田区大手町1-1-1
大手町パークビルディング
03-6212-6800

坂元 新太郎
パートナー
shintaro.a.sakamoto@pwc.com

PwCコンサルティング合同会社
〒100-6921
東京都千代田区丸の内2-6-1
丸の内パークビルディング
03-6250-1200

愛場 悠介
パートナー
yusuke.aiba@pwc.com

マイケル・バクストン
ディレクター
michael.buxton@pwc.com

PwC Dealsについて

取引を成功させる人は、他の人が見逃してしまう価値を見いだす大局観や、想定外の事態に対応できる柔軟性、競争が激しい環境の中でも有利な条件を勝ち取る積極性、契約が成立した瞬間から直面する課題を思い描く慎重さを兼ね備えています。しかし、情報が瞬時に駆け巡るような事業環境では、取引を実効性のあるものとするために、経験豊富なアドバイザーに助言を求める人こそ、真に取引を成功に導くことができるのです。

PwCのディールプラクティスは、金融機関や、金融サービスに特化したプライベート・エクイティに対し、買収対象候補もしくは売却先候補の選定や買い手サイドの詳細な評価の実施から、取引成立後の利益確保や売却、カーブアウト(事業分離)、IPOを通じた出口戦略の構築に至るまで、M&Aに関する重要な決定を支援します。当社は、世界75カ国の拠点に9,800名を超えるディール専門家を擁し、貴社のビジネス拠点や取引対象地域がどこであれ、金融サービス業界に関する豊富なスキルと現地の市場についての知識を兼ね備える最適なチームを展開することができます。

取引には一つとして同じものはありませんが、戦略的M&Aに関する助言、デューデリジェンス、取引のストラクチャリング、M&A関連の税務、買収後の経営統合、バリュエーション、取引成立後のサービスなど、当社の幅広い経験は、多くの場面でお役に立つでしょう。

当社は貴社の個別の取引環境に合わせて、そのリスク特性の中で最大の価値を引き出せるよう設計された総合的なソリューションを提供します。貴社の目的が、買収や合併を通じた投資であれ、IPOや私募債発行による資金調達であれ、または資産売却を通じた投資回収のいずれであっても支援することが可能です。

金融サービス業界のM&Aおよびその他のサービスの詳細はこちらをご覧ください。

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/deals.html>

<https://www.pwc.com/jp/ja/industries/fs.html>

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社(PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む)の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose(存在意義)としています。私たちは、世界158カ国に及ぶグローバルネットワークに236,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

本報告書は、PwCメンバーファームが発行した『PwC Deals US Financial Services Deals insights Q2 2018』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

©2018 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.