

「合併・買収」がネットビジネスを飛躍させる

MERGER AND ACQUISITION

# M & A

平山 雅彦

モーガン・エヴァン アンド カンパニー / パートナー

ニューヨークと東京を拠点に、インターネットやハイテクの分野などの海外 M & A や提携のアドバイザー業務を手掛けている。リムネットの PSINet への売却でもアドバイザーを務めるなど、日本と海外における M & A、提携に特に強い。

 [www.morgenjpn.com](http://www.morgenjpn.com)



『MCIワールドコムがスプリントを約1,290億ドルで買収!』

1999年10月5日(米国時間)に発表された世界最大規模のM & A(Merger and Acquisition = 企業の合併・買収)のニュースは、約13兆円にものぼる巨額の買収金額で実施された。このニュースには驚いた人も多いだろうが、現在の情報・通信関連ビジネスにおいては、「M & A」が企業の成長に欠かせないキーワードになっている。ネットビジネスを大いに飛躍させるM & Aは、業界に携わる人の必須の知識だとも言えるだろう。

### 相次ぐ大型M & Aで 業界動向は目が離せない

このところ米国では、インターネット企業の株高を伝えるニュースと並び、インターネット関連のM & A(企業買収・合併)の記事が新聞紙上を賑わしている。このネットM & A市場の活況の背景にあるのは、ネットビジネスが進展するに連れて業界の統合が進み、大企業は先端技術を持つベンチャー企業を買収して傘下に入れようとしていることだ。一方で、ベンチャーからスタートした企業も覇権をかけて戦略的に必要とされる会社を次々と買収していることも挙げられる。

中でも今年に入ってから、ヤフーがジオシティーズやブロードキャスト・ドット・コムを立て続けに買収し、@ホームもエキサイトを買収した。通信業界まで範疇を広げれば、長距離通信事業者第2位のMCIワールドコムによるスプリント(業界第3位)の大型買収をはじめ、米国最大の通信事業者AT & Tも、次世代のインターネット接続を睨んでCATV会社のメディアワンを買収するなど超大型のM & Aも立て続けに起こっている。この2、3か月は株式市場の調整もあって若干沈静化しているが、インターネット業界では1999年前半だけですでに334億ドル(約3兆4,000億円)のM & Aが起こっており、1998年は1年間で60億ドル(約6,300億円)前後だったの比べると、その伸びががいかに急激であるかわかる。

このようなネット関連企業のM & Aブームを後押ししているのが、インターネット

業界のスピードと米国の株高である。インターネット企業を取り巻く環境の変化は、従来の産業と比較して異常に速い。業界で生き残って覇権争いをするには戦略に合った事業を一から立ち上げていたのでは間に合わず、業界の流れに付いていけない。そこで、目的に合った事業を手っ取り早く自社に取り込むためにM & Aに走るわけだ。

### M & Aなくしてネットビジネスは 成り立たないのか!?

M & Aはインターネットに関連するさまざまな分野で起こっている。電子商取引の分野では、オンライン書籍販売から出発したアマゾン・コムが積極的な拡大戦略でCDや玩具、家電の販売をはじめオークションにも進出し、EC分野での一大勢力を形成しつつある。アマゾンは自らもM & A

を仕掛けているが、これを迎え撃つ企業もアマゾンに対抗する体制固めのために同業と合併したり、機能を補完するために他社を買収したりとM & Aが多発している。たとえば、CDオンライン販売のCDナウは基盤を強化するためCD直販のコロンビア・ハウスと合併。またオンラインオークションのeベイは、サービス強化のため老舗オークション会社のバターフィールド&バターフィールドを買収した。オンライン広告のダブルクリックは、消費者データベースのアパカス・ダイレクトや広告配信システムのネットグラビティーを買収してサービスの向上による地位固めに入っている。インフラ事業では、AT & Tがネット接続のためにTCIやメディアワンなどのCATV会社を買収し、長距離電話会社から総合通信会社に脱皮して次世代通信ビジネスの主演に躍り出たほか、PSINetは世界中でプロバイダー(ISP)を買収し、大手キャリアに先駆けて世界的なネットワークを築き上げようとしている。

このようにインターネット業界のいたるところでM & Aは起きている。特にその傾向が顕著なのがポータルサイトの分野だ。以下では、検索サービスサイトからポータルサイトへの変遷と、その原動力となったM & Aの事例を具体的に見ていこう。



### 最近のネット企業による主なM & A

時期	買い手	対象企業	タイプ	買収額	買収方式
1999年9月	CMGI	アドフォース	買収	500	株式交換
1999年7月	ダブルクリック	コロンビア・ハウス	合併	未公開	-
		ネットグラビティー	買収	530	株式交換
		オンセール	合併	400	-
1999年6月	ダブルクリック	エキサイト@ホーム	買収	425	株式交換
		メディアワン	買収	1,000	株式交換
1999年6月	CMGI	アパカス・ダイレクト	買収	1,000	株式交換
		アルタビスタ	買収	2,300	株式交換
1999年4月	ヤフー	ブロードキャスト・ドット・コム	買収	5,700	株式交換
		eベイ	買収	260	現金
1999年4月	アマゾン・コム	バターフィールド&バターフィールド	買収	260	現金
		アレクサ・インターネット、 エクステンヂ・ドット・コム、 アクセプト・ドット・コム	買収	総額645	現金
1999年1月	@ホーム	エキサイト	買収	6,700	株式交換
		ジオシティーズ	買収	3,700	株式交換
1998年11月	アメリカオンライン	ネットスケープ	買収	4,200	株式交換

単位：100万ドル

## ポータル事業の変遷は M & A戦略がカギを握る

本来、サーチエンジンはその検索能力の高さと使い勝手の良さがユーザーを獲得する重要なポイントであり、各社とも検索サービスの質を競い合った。しかし、徐々にいろいろな情報コンテンツを備えた「総合サイト」的な色彩が強くなり、インターネットの「入り口」として「ポータルサイト」(portal = 玄関、門)と呼ばれ始める。WWWブラウザの起動時に表示されるポータルサイトは膨大なトラフィックを得られることから、その地位を獲得するためにコンテンツを充実させることに競争の焦点は移っていく。1998年に入り、ポータルの重要性が市場で認識され、大小の企業が入り乱れてコンテンツを充実させる競争が起こるのだが、手っ取り早いのがコンテンツを持つ企業を「買う」ことであった。

ヤフーはブランドイメージを高めるため、内部でのコンテンツ充実を目指して買収は行わない方針をとってきたが、同社と競合する企業は積極的に買収を行い外部コンテンツの取り込みにかかったため、M & Aによる業界統合に火が付いた。中でもライコスはもっとも積極的に買収戦略を展開した企業で、トライポッドやフー・ホエア、ワイアード・デジタルなどを傘下に収め、10サイトをネットワーク化する「マルチブランドネットワーク戦略」をとったほか、AOLもネットスケープの買収を敢行した。また、大手メディア企業もネットビジネスに本格進出し、ABCなどの放送・メディア企業を傘下に持つディズニーがインフォシークを実質買収し、ポータルサイトであるGOネットワークスのサーチエンジンにインフォシークの持つ機能やコンテンツ、ユーザーを取り込んだだけでなく、NBCも中堅サーチエンジンのスナップを買収してネットビジネスに足がかりを作った。こうしてM & A合戦を通じたポータルの統合化、大型化が進んでいった。

1999年に入り、依然として絶大な強さ



## 分野別に見るM & Aの動向

EC	アマゾン・コムが積極的に拡大戦略をとり、CDや家電、玩具販売、オークションにも進出。それに対抗するため業界の統合が起りM&Aが多発。
オンライン広告	ダブルクリックが、データベースやソフトウェア関係の企業を買収して地位固め。ライバルのアドフォースはCMGIの傘下に入り大資本をバックに対抗。
インフラストラクチャー	AT & Tが次世代のケーブルによるネット接続を睨んでTCIやメディアワンなどのCATV会社を買収。個人向け大手ISPのアースリンクとマインドスプリングは合併してAOLに対して対抗姿勢。
システム機器メーカー	シスコ、ルーセントなどが技術系ベンチャーを積極的に買収して新技術を取り込む。とくにルーセントは周辺の技術にも貪欲で、半導体メーカーやISPまで買収している。

を誇っていたヤフーも、過熱する業界再編の中で単体での成長に限界を感じたのが、ジオシティーズを1月に買収して戦略を転換し、「今後は買収を積極化する」と宣言した。この時点でヤフーとジオシティーズを合わせた顧客到達率は58%に達し、新たな強力なブランドとコンテンツ、顧客層を手に入れたヤフーはその地位をいよいよ強固なものにしたかに見えた。

ところがそれとほぼ同時期に、ケーブルネットワークを使った高速インターネット接続サービスを展開するISPである@ホームがエキサイトを買収、次世代の大容量コンテンツ専用ポータルの構想を発表して脚光を浴びた。そのため、ポータルサイトの主導権争いの争点はブロードバンド(広帯域・高速化)時代のコンテンツ提供に移ってしまった。このエキサイトの買収の直後、ヤフーの幹部は「ブロードバンド化には時間がかかるため当面の対応は必要ない」といった趣旨の発言をしていたが、4月にヤフーはインターネット放送で有名なブロードキャスト・ドット・コムを買収を発表し、ブロードバンド時代への対応を打ち出した。

このように、ポータルサイトの中では圧倒的な力を持っているかのように見えるヤフーでさえ、業界でのリーダーシップを維持していくためには環境の変化に合わせて常に対策を打たなければならないのがネット業界の現実だ。

余談になるが、@ホームの筆頭株主である大手ケーブル会社TCIはAT & Tの傘下であるため、@ホームエキサイトは間接的にAT & Tの影響下にあると言える。インタ

ーネットで出遅れた感があったAT & Tだが、M & Aを通じて一気にインフラからポータルまで押さえる次世代の中心企業になったというわけだ。また、CATV会社はケーブル網によるインターネット接続を他のISPには利用させない方針で、そうなる現在の一般回線による接続時代の勝者であるAOLも、次世代にはその地位が危うくなる。よって、AOLは地域電話会社とADSLで提携したり、衛星を使ったサービスを計画したりと対策に追われている。

## 米国でここまで次々と ビッグディールが起こる背景

ネット関連の買収では、そのスピードばかりでなく、買収金額の大きさに驚かされる。ヤフーのジオシティーズの買収額は37億ドル、ブロードキャスト・ドット・コムは57億ドルと言われており、この2つの買収の総額は約1兆円の規模だ。このところのネット株の急騰から買収金額が巨額になっているわけだが、なぜ、このような買収資金が調達できるのかというと、多くのネット企業M & Aには「株式交換」という手法が用いられているからだ。これは、買収時に現金の代わりに自社の株式を与える方法で、買い手の企業にとっては保有する自社株を用いるか、もしくは新株を発行すればいいだけなので、簡単に買収原資が捻出できる。ただ、企業の売り手にとっては、対価として与えられる株式(買い手企業の株式)に値上がりの見込みがないと買収提案を受けづらい。そのため株式交換による

M & Aは、株式相場が上昇基調にあるときは有効な手段だが、不安定または下落基調になると使いづらいやり方だと言える。1999年の夏頃からネット業界のM & Aが低調にあるのは、株式市場の高値警戒感やネット株の値下がりとは無関係ではないだろう。

また米国には「プーリング法」という、買収した株式の「のれん代」部分の償却を必要としない会計処理方式が存在し、ネット企業のM & Aに多用されている。このプーリング法を適用するにはいくつかの基準があるが、簡単に言うと、株式交換で100%の株式を取得したときはプーリング法が適用される。逆に、他社の株式を部分的に買収(たとえば70%)したときは、純資産と取得株価の差額がのれん代と見なされ、償却することが求められる。ところが、一般にネット企業は純資産が小さく、買収価格のほとんどがのれん代になることから、いざ償却する際に買い手側は莫大な費用の計上が必要となり、業績が大きく圧迫されることがある。株主がうるさい米国企業とって、このことは大問題だ。そこで、プーリング法が使えれば、この償却の問題が一切発生しないためメリットが大きいわけだ。

しかし、米国ではプーリング法を見直す動きがあり、米財務会計基準審議会(FASB)は2001年の1月からすべてのM & Aにのれ

ん代の償却を義務付ける方針を打ち出している。プーリング法の廃止は米国のM & Aブームにブレーキをかける可能性も指摘されており、特にのれん代が大きいネット企業のM & Aには影響が大きいだろう。株式相場も上がり続ける保証はなく、プーリング法も廃止の方向にあることから、今後(特に2001年以降)これまでのような大型M & Aがインターネット業界で続いていくかどうか疑問視する声も上がっている。

### ネット関連企業のM & Aに見る従来の常識では計れない特徴

今まで述べたこと以外に、ネット業界のM & Aには以下のような特徴がある。順に解説していこう。

#### 1. 決断・実行の速さ

ネット業界では、M & Aのきっかけから決定(基本合意書の署名)までが他の産業に比べて非常に速く進む傾向がある。普通、新聞にM & Aの記事が出ると、あたかもそのM & Aは社長同士が握手して簡単に決まったかのような印象を読者に与えがちだが、ほとんどのケースはその発表にいたるまでの間、両者のどろどろとした交渉が数ヶ月にわたって行われている。ネット企業M & Aの場合、これらの交渉が即断に近

い形で決められることもあるが、これは経営陣がスピードの重要性を認識しており、オーナー経営的な面も強いことから迅速な判断が取りやすいためと考えられる。

#### 2. ベンチャーキャピタルの存在

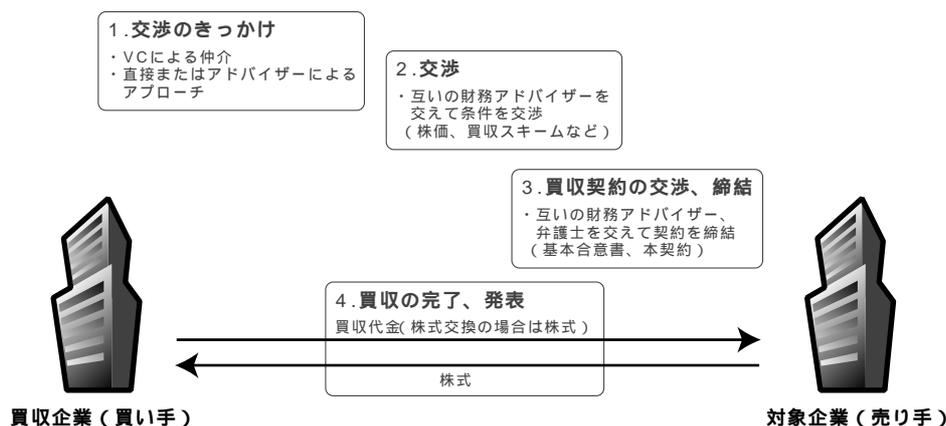
米国では多くのベンチャーキャピタル(VC)が存在し、ベンチャー企業が成長するために資金を供給するだけでなく、経営にも積極的に関与し、M & Aを陰で演出することも多い。特にインターネットなどのハイテク業界ではVCが深く根を張っており、必要であれば自ら積極的に業界再編の構図を描き、影響力を行使する。有望と言われるインターネットベンチャーの多くは、いずれかのVCからの出資を受けているため、VCのコミュニティの中でM & Aの筋書きを書くこともできる。@ホームのエキサイト買収も、両社に投資していた大手VC、クライナー・パークINS・コーフィールド&バイヤーズ(KPCB)が持ちかけたものと言われている。

#### 3. 株価に対する評価

ネット業界だけではなく、変化の激しいハイテク業界では、企業価値(株価の総額)を売り上げや利益の倍数をベースに大雑把に決定することが多い。従来一般的だったDCF(ディスカウントキャッシュフロー)方式のように、将来のキャッシュフローを厳密に予



## M & Aが行われるまでの流れ



	米国	従来の日本	今後の日本
ネットビジネスの状況	立ち上がっている。	本格的とは言いがたい。	徐々に立ち上がっていく。
業界動向	業界再編、統合の動き。スピードが速い。	大きな動きはない。	米国ほどではないが、業界の発展につれて統合が起きていくと考えられる。
買収資金調達	高株価を背景に株式交換で容易。	株価低迷、貸し渋りから困難。	高株価のネット企業登場により、米国流の株式交換が普及する可能性。
再編の黒子（VCなど）	VC、M & Aアドバイザーなどが豊富。	非常に少ない。	ベンチャー投資を仕掛けるネット企業が登場。
ベンチャー企業のExit（出口）	公開も多いが、M & AもExitとして認識。Exitが多様で比較的簡単。これがベンチャー企業を全体的に活性化。	公開志向が強く、M & Aは後向きのイメージ。Exitへの道のりは遠い。	公開が比較的容易になり活性化。M & Aのイメージも向上すると思われる。
備考	ネットビジネスのスピードが落ちることはなく、M & A活動は続いていく。ただ、株価の動向、プーリング法見直しなどがあり、大型買収が続くかは疑問。	ビジネスが立ち上がってないため、あまりM & Aの必要性はない。	徐々にではあるが業界の統合、再編が起き、その過程でM & Aが起こる可能性がある。アドバイザーや再編の斡旋役などの厚みが増し、M & Aの環境は向上していく。

測・分析することは、変化が激しい業界では無意味である。そのため実際は、類似企業の株価や過去のM & Aの値段などを考慮して算出した「売り上げの倍数」をもとに、力関係や特性などで調整するのが一般的だ。最近では、ユーザー1人当たりの価値から算出したり、マーケットシェアや予想される市場規模から計算したりする方法など、新たな手法を用いることもある。買収価格の決め方は「科学ではなく芸術」と言われるが、これは価格の算出に決まった算定方法がなく、両者の交渉で決まるという意味である。

こうした評価方法は買収交渉の基準となる道具にすぎず、実際のネット企業の評価では、経営者の資質などといった数字で表せない部分も複雑に絡んでくる。実際に株式市場においては、AOLやヤフーといった最前線を走る企業の「時価総額の売り上げに対する倍率」は、他の企業よりも非常に高く評価されている。これは、こうしたトップ企業の経営陣が持つ「未知の業界を切り開いてリードしていく」能力について、財務データには表れない部分を市場が評価しているためと見られる。

さらにこのほかにも、米国ではベンチャー企業のオーナーが会社を売ることへの抵抗がないこと、M & Aのアドバイザーが存在してM & Aを手際よく進めるなど、社会的インフラの違いもある。

### 日本のM & A市場を活性化させるための提言(現状と課題)

これまでの日本のインターネットの業界でのM & Aと言えば、PSINetによるリムネットや東京インターネットなどの買収をはじめ、ソフトバンクによるネットエイジの自動車見積事業「ネットディーラーズ」の取得、デジタルガレージによるインフォシーク事業のインフォシーク本社への売却、富士通によるニフティ株の買い取りなど数えられるほどである。これまでM & Aが活発でなかった理由を考えてみたい。

第一に、日本企業のインターネット投資は米国のビジネスモデルを日本に持つことが主流になっている。次に、日本のネットビジネス自体が未だ完全に立ち上がってないのに加えて景気も良くないため、ベンチャー企業に対する投資意欲が盛り上がらないこと。さらに、買収・合併を裏で仕掛けるVCなどの業界再編の「黒子」が存在しないこと。また、日本のベンチャー企業は公開指向が強く、買収に対してはネガティブなイメージが付きまとっていることも挙げられる。そのほか、株価評価の硬直性、買収後に被買収企業が下請け的に位置付けられてしまうなどの問題もある。根本的な問題は、日本では株式公開に時間がかかり、かつ規制も多いことが、ベンチャー企業のやる気や活力を奪っていることだ。特にネットビジネスのように新しく動きが

速い業界では、公開などの目標が身近にないと活力が奪われることもあるだろう。その結果、ポジティブなM & Aが起こる魅力ある市場が育たなかったのである。

しかし、こうした状況は変わりつつあるように見える。近年、新市場の創設や公開の規制緩和の議論も活発になり、ヤフー（日本）やインターキューの株価が沸騰したり、電子商取引でも黒字化するサイトも出てきたりするなど、日本のネットビジネスも本格的に立ち上がり始めている感を受ける。今後は、日本市場に合わせたマーケティング手法や顧客ベースを持ったインターネット企業が価値を高めていくであろうし、そうした企業の取り込みを目論む大企業が買収を仕掛けることも十分に考えられる（ネットビジネスが拡大してくると、かつての米国のように、大資本への業界の収斂がある程度は起こると思われるからだ）。前述した日本での事例は、まさにそのようなケースの走りだと言える。また、ソフトバンクや光通信など、ベンチャーから出発した企業が日本のネット企業への投資を活発化させているが、こうした動きが今後のネット企業の再編の原動力となることも期待される。さらに海外のネット企業や投資家も、日本のベンチャー企業への投資意欲を高めている。弊社モーガン・エヴァンとしても海外企業の日本市場進出などを通じ、日本のネットビジネスの発展と再編に貢献したいと思っている次第だ。



## [インターネットマガジン バックナンバーアーカイブ] ご利用上の注意

このPDFファイルは、株式会社インプレスR&D(株式会社インプレスから分割)が1994年～2006年まで発行した月刊誌『インターネットマガジン』の誌面をPDF化し、「インターネットマガジン バックナンバーアーカイブ」として以下のウェブサイト「All-in-One INTERNET magazine 2.0」で公開しているものです。

<http://i.impressRD.jp/bn>

このファイルをご利用いただくにあたり、下記の注意事項を必ずお読みください。

- 記載されている内容(技術解説、URL、団体・企業名、商品名、価格、プレゼント募集、アンケートなど)は発行当時のものです。
- 収録されている内容は著作権法上の保護を受けています。著作権はそれぞれの記事の著作者(執筆者、写真の撮影者、イラストの作成者、編集部など)が保持しています。
- 著作者から許諾が得られなかった著作物は収録されていない場合があります。
- このファイルやその内容を改変したり、商用を目的として再利用することはできません。あくまで個人や企業の非商用利用での閲覧、複製、送信に限られます。
- 収録されている内容を何らかの媒体に引用としてご利用する際は、出典として媒体名および月号、該当ページ番号、発行元(株式会社インプレス R&D)、コピーライトなどの情報をご明記ください。
- オリジナルの雑誌の発行時点では、株式会社インプレス R&D(当時は株式会社インプレス)と著作権者は内容が正確なものであるように最大限に努めましたが、すべての情報が完全に正確であることは保証できません。このファイルの内容に起因する直接のおよび間接的な損害に対して、一切の責任を負いません。お客様個人の責任においてご利用ください。

このファイルに関するお問い合わせ先

**株式会社インプレスR&D**

All-in-One INTERNET magazine 編集部

[im-info@impress.co.jp](mailto:im-info@impress.co.jp)