

日本の M&A 動向と企業財務の改善効果

【要 旨】

- 1 . バブル崩壊後の「失われた 10 年」の間に、日本企業は過剰雇用、過剰設備、過剰債務を解消するべくリストラを敢行し、事業再生に努めてきた。同時に、事業目標を考える上で、従来の規模を追求するという方向から、株主価値を重視して収益性を高める方向へと経営者の意識も変わってきている。こうした中、近年、企業の収益性を改善し、最適な資源配分を達成するための一手段として M&A に注目が集まっている。
- 2 . 日本の M&A 市場をみると、欧米と比してまだ市場規模は小さいものの、90 年代後半以降拡大傾向にあり、05 年には過去最高の取引件数を記録した。また、マーケット別にみると、現状は日本企業同士の M&A が主流になっており、わが国でも事業再編の一手段として M&A を利用するということが一般的になってきている。このように、日本の M&A 市場は拡大の一途にあるが、現状において、M&A による収益性改善効果を定量的に示した分析は非常に少ない。本稿では、近年のわが国の M&A 市場の実態をマクロ・ミクロの両面から明らかにした上で、上場企業の企業財務データを利用して M&A が買収企業の収益性、生産性等を改善させたかどうかにつき、実証分析を行う。その結果をふまえ、M&A を成功に導くために必要な条件とは何かを示すこととする。
- 3 . M&A 取引を促進させるマクロ環境の変化としては、資産効率の低下 税制改正も含めた M&A 関連の法制度改革 株持ち合い解消等が挙げられる。80 年代後半以降の全産業ベース（あるいは産業別）の ROA をみると、90 年代後半にかけて低下傾向にあり、低収益に苦しむ企業にとって、事業ポートフォリオを再構築したいというインセンティブが高まっていたと推察される。制度面では 97 年の独禁法改正を皮切りに、株式交換・株式移転や会社分割制度が導入され、取引の利便性も向上した。法制度の整備は、企業のインセンティブを現実の取引に結びつける上で重要な役割を果たしたと考えられる。
- 4 . 企業が M&A を選択する理由を整理すると、第 1 に合理化、規模拡大といったシナジー効果を狙ったもの、第 2 に、投資会社等による企業価値の顕在化（事業再生型・バイアウト型）を狙ったもの、第 3 に買収防衛等が挙げられる。近年の大型個別案件と照らしあわせると、企業が置かれた状況によって、重視される誘因は変化している。90 年代後半から 01 年頃にかけては、シナジー効果を狙った産業再編的な M&A や海外に活路を見いだすケースに加え、外資系金融機関が破綻企業を買収し、日本市場への拡大を狙った動きが見られたが、02 年以降は金融再生プログラムが発動され、官、銀行、投資会社による事業再生案件が主流となった。投資会社については、近年、日本の M&A 市場におけるプレゼンス

の高まりが確認されるが、従来の「乗っ取り」的なものではなく、経営陣を派遣し、一定の投資期間を経て売却するというビジネスモデルのもと、経営困難な企業の再生はもとより、03年頃から成熟企業の「選択と集中」を促すような（コア以外の事業を買い取る）役割（バイアウト型）も果たしている。04年は、再生型から成長型への転換期にあたり、05年以降は、本格的に中長期的な成長戦略に基づくシナジー効果を狙った攻めのM&Aが行われるようになった。こういった企業（事業）がM&Aの対象となっているかについては、まったく土地勘のない分野というよりは、既存事業を強化するために必要な企業（事業）が選択されている。こうした中、04年のUFJ信託銀行を巡る攻防以降、非公開化（MBO）等敵対的買収に備えた防衛的な動きも活発化している。

5．攻めのM&Aが主流になると、成長戦略上の重要な選択肢である設備投資とM&Aとの関係が次の関心事となる。この点を明らかにするために、05年11月に実施した日本政策投資銀行「設備投資計画調査」の付帯調査における「他社からの資産・事業部門の買収」の質問項目と本調査の各社の当年度（05年度）および来年度（06年度）の設備投資伸び率を質的データに変換しクロス集計したところ、中長期的な成長戦略のもとでM&Aが行われるようになった昨今において、具体的にM&Aの計画があると回答した企業のうち、05年度、06年度の設備投資が共に増加と「攻め」の姿勢を維持する企業のシェアが最も高く、「減少」と回答した企業はわずか9%であることがわかった。企業が拡大路線にある場合は、M&Aと設備投資が相互補完的である可能性が指摘される。

6．M&Aが買収企業のパフォーマンスを改善させるかどうかに関する先行研究は推計結果のロバストさ（頑健性）という点で問題が残っていることに加え、M&Aが成功へと導かれるための条件についての検討が少ない。本稿では、事業会社同士の合併、買収、営業譲渡に焦点を絞り、先行研究の問題点も勘案した上で、買収企業（営業譲渡の場合は譲渡側も含めて）のM&Aによる収益性（ROA、売上高営業利益率）、労働生産性、売上高経費率の改善効果について、被買収企業がグループ内（外）企業である場合¹と、上場（非上場）企業である場合とに分けて実証分析を行った²。

（1）合併買収に関しては、被買収企業がグループ内企業で上場しているケースにおいて、買収企業のパフォーマンスの改善効果が有意で最も高く、かつロバストであるとの結果を得た。前者は、親会社（筆頭株主）である買収企業とのパワーバランスが明確であることで、合併買収後の決定事項が被買収企業に迅速に伝わり、また、取締役等の派遣を通じて合併買収前に被買収企業に関する（財務諸表以外の）情報が蓄積されている

¹ 被買収企業がグループ内企業であるということは、買収企業の子会社（関連会社）であることを示す（そうでない場合はグループ外企業と定義）。

² 具体的には、サンプルを被買収企業の特長で4つに分けている。子会社（関連会社）で、上場している企業 子会社（関連会社）ではないが、上場している企業 子会社（関連会社）で、上場していない企業 子会社（関連会社）でもないし、上場もしていない企業。

ことで、採算・不採算部門の特定と取捨選択が行われやすい状況にあることを示していると考えられる。後者は、合併買収前に株式市場からの経営への規律づけが本来は働き、被買収企業に収益性を意識する風土が備わっていることを示していると考えられる。実証分析の結果は、パワーバランスの明確さと情報蓄積の度合い、被買収企業への合併買収前の規律づけの有無が買収企業のパフォーマンスの改善効果を高める上で重要であることを示唆している。

更に、被買収企業がグループ内企業で非上場企業である場合とグループ外企業で上場企業である場合の推計結果を比較し検証したところ、の方が ROA の改善効果が高く有意な結果を得た。これは、被買収企業とのパワーバランスが明確で被買収企業に関する情報の蓄積が進んでいる方が、被買収企業が上場しているということよりも相対的に買収企業の M&A を成功に導く上で重要な条件であることを示唆している。また、情報蓄積の重要性については、買収企業の被買収企業への関わり方への示唆を与えているとも考えられる。つまり、資本参加から出資拡大へと段階を踏む中で被買収企業の情報を徐々に蓄積し、確度を高めた上で買収に踏み切った方が買収企業の財務の改善効果が高まるということである。市場規律については、日本の株式市場は、長らく株持ち合い等が行われた影響で市場規律が十分働いていたかを疑問視する声があるが、今後、多種多様な株主構成を持つ企業が増え、規律づけ機能が向上すれば、買収企業にとって、被買収企業を選定する上で上場企業であることの重要度が増すと考えられる。ただし、市場規律が十分に機能していたとしても、株式市場への上場コストが高く、上場できないような優良企業や戦略的に非上場を選択する優良企業が存在する場合、被買収企業³への関わり方は段階的である方が買収企業の財務の改善効果高めると推察される。

- (2) 営業譲渡は、企業単位ではなく事業単位の資産移転であり、企業間の資源配分を効率的に行い、収益性を改善する効果をもつことが期待されている。営業譲渡における取得側と譲渡側の結果をみると、ROA の改善は有意に確認されなかったが、取得側では、グループ外 M&A、譲渡側では、グループ内外を問わず、売上高営業利益率と労働生産性の改善が確認された。近年の M&A の目的は「コア事業強化型」が主流であることをふまえると、コア事業の取得、非コアの譲渡を示す営業譲渡は、取得側、譲渡側双方の企業の収益性改善に貢献していると考えられる。

[担当：岩城 裕子 (E-mail : hiwaki@dbj.go.jp)]

³ 非上場企業を対象とした場合を指している。

調査93号から

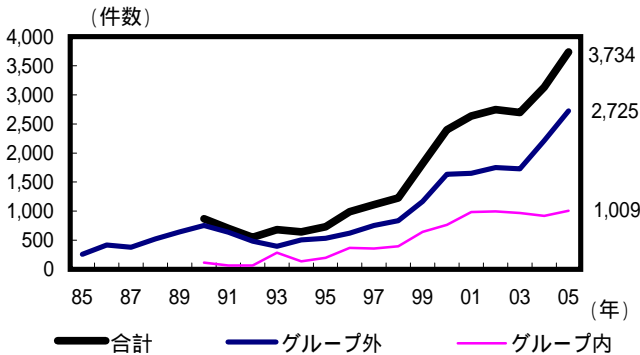
日本のM&A動向と企業財務の改善効果

1 M&A市場の動向

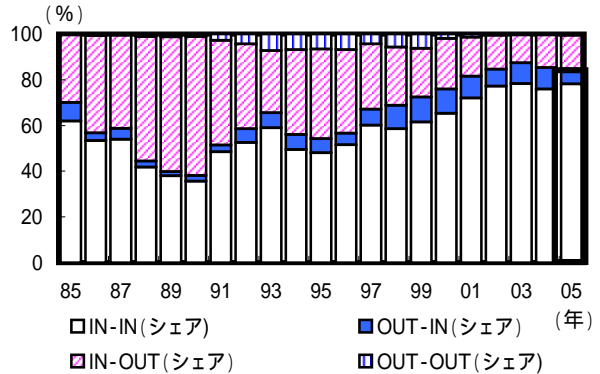
1-1 拡大を続ける国内M&A市場

- ・日本のM&A市場は 80年代後半のバブル期と 90年代後半以降直近時点までの2期間で取引件数が増加し、05年には過去最高の取引件数を記録した(図表1)。
- ・マーケット別みると、(国内企業が外国企業を取引対象とする)IN-OUT型が中心であった80年代後半の動きとは一転して、90年代後半以降は国内企業同士のIN-IN型のプレゼンスが高まり、OUT-INとあわせて国内企業を対象としたM&Aは全体の8割強のシェアを占めるに至っている(図表2)。これは、**日本市場の厚みが増してきた**ことを示唆するものである。
- ・形態別みると、グループ外M&Aでは買収・営業譲渡・資本参加で全体の8割以上を占める一方、グループ内M&Aでは合併・営業譲渡で全体の8割以上を占めている(図表3、4)。営業譲渡のプレゼンスの高まりは、企業が事業レベルの「選択と集中」を促し投資効率の向上を目指す一方で、相手企業に関する余分な財務リスクを負いたくないというリスク回避的行動を示していると考えられる。
- ・業種別取引動向をみると、製造業から非製造業へ主役交代が起きていることが確認されるほか、**取引主体としての投資ファンドのプレゼンスの高まり(03年以降急拡大)も注目される(図表5)。**

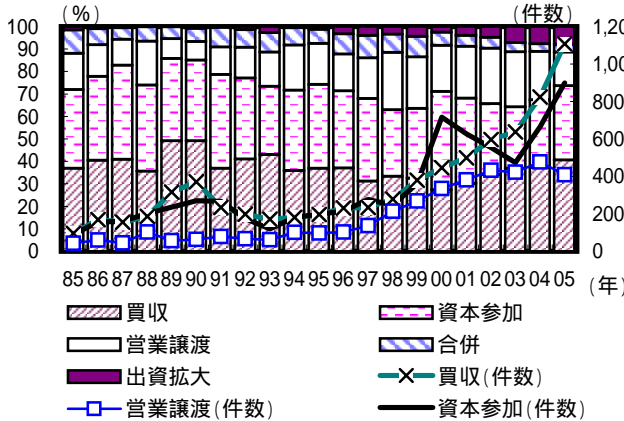
図表1 日本のM & A市場(件数ベース)



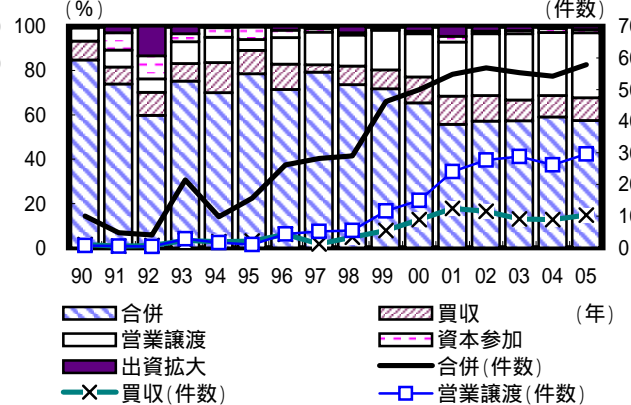
図表2 グループ外M&A - マーケット別 -



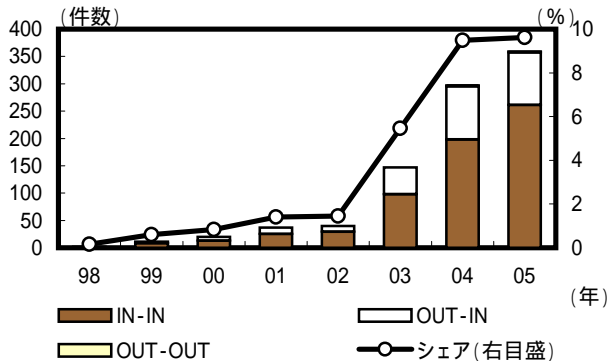
図表3 グループ外M & A - 形態別 -



図表4 グループ内M&A - 形態別 -



図表5 日本企業に対する投資会社のM&A件数の推移



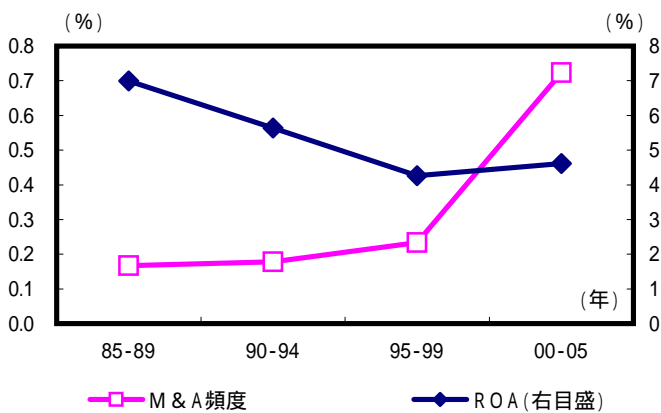
(備考) 図表1 - 図表5に関して、レコフ「MARR」により作成。

1-2 90年代後半以降のマクロ環境の変化

・日本における90年代後半以降のM&A市場の急拡大の背景としては主に以下の3点が挙げられる。

- (1) **資本効率の低下**。85年以降の5年ごとのROA(全産業:平均値)とM&A頻度(M&A件数/企業数)の関係をみると、80年代後半以降には7%程度であったROAが90年代後半には4%台にまで低下する一方で、M&A頻度は緩やかに上昇し、00年以降急上昇している(図表6)。資本収益力の低下はバブル期の過剰投資、バブル崩壊後の景気低迷等さまざまな要因が重なった結果であるが、いずれにせよ、この時期にM&Aも含めて事業ポートフォリオを再構築したいという企業のインセンティブは高まっていたと推察される。
- (2) **M&A取引関連法制度の整備**。97年6月の独禁法改正で純粋持株会社の設立が容認されたのを皮切りに、簡易合併(97年)、株式交換・株式移転制度(99年)、会社分割制度(01年)が導入されたほか、税制面でも譲渡益課税の繰り延べが認められた。税制改正も含めたM&A関連の法制度改革も企業の事業再編のインセンティブを現実の取引に結びつける上で重要な役割を果たしたと考えられる。
- (3) **株持ち合い解消**。景気・株価の低迷が続く中、03年度には株持比率が7%まで低下していることが確認される(図表7)。持合の解消は市場に出回る株式を増加させるため、M&Aを狙う企業にとっては被買収企業のバリエーション増加につながる。

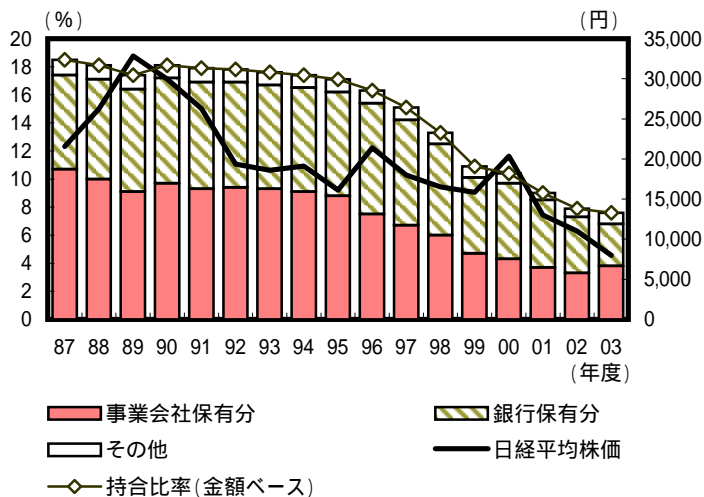
図表6 M&A頻度とROA(全産業ベース)



(備考)

1. レコフ「marr」、総務省「平成13年事業所・企業統計調査」により作成。
2. ROAは5年間の平均値(直近のみ6年間)。
3. M & A頻度の定義はM & A件数 / 当該期間の企業数。分子のM & A件数は5年分の累積値(直近のみ6年分)。分母の企業数は対象期間中に実施された事業所・企業統計調査(86年、91年、96年、01年:簡易調査を除く)の企業数を利用。

図表7 株持比率(株主別)と株価



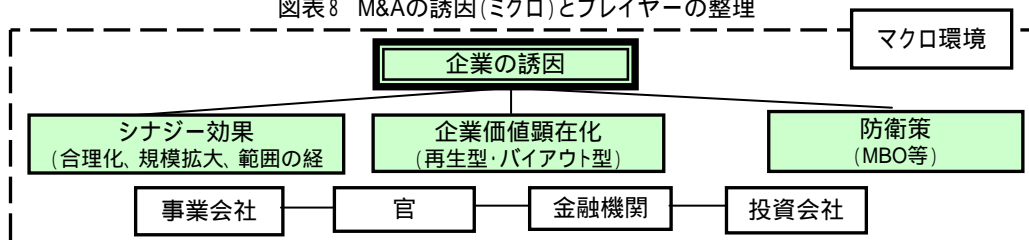
(備考)

1. ニッセイ基礎研究所「株式持ち合い状況調査 2003年度版」により作成。
2. 持合株式とは、「2社間で相互に保有していることが確認された株式」を指す。
3. 持合比率は「調査対象株式総量のうち、持合株式の割合」を指す。
4. 持合比率は金額ベースを採用。

1-3 M&Aの誘因(ミクロ)と近年の事例の特徴

・M&Aを行う企業側の誘因としては、**シナジー効果 企業価値顕在化(再生型、パイアウト型) 防衛策等**が挙げられるが、時代によって重要視される誘因は変わってきた。
 について：主に**事業会社**同士および**金融機関**同士のM&Aを念頭に置くことが一般的。「合理化」に重きをおいたものから販売網および生産量拡大等を狙った「規模拡大」、収益の多角化を狙った「範囲の経済」まで含まれる。
 について：買い手として**投資会社**が中心的な役割を果たすと考えられる。投資スタイルとしては、経営陣を送り込み、被買収企業のガバナンス強化をすすめ企業価値を向上させたのち、売却(Exit)することで利益を得ようとするものである(官に加え、融資先の再建という意味では銀行も対象となるが、投資スタイルは異なる)。
 [99年から01年にかけての日本のM&Aの特徴]
 ・**99年から01年**にかけての主要なM&A大型案件をみたところ、NTTドコモのケースなど海外に活路を見いだす案件に加え、金融・通信業において**効率性改善等のシナジー効果を狙った産業再編的な大型案件**が多くみられた。
 ・GEキャピタルによる日本リースの取得、AIGによる千代田生命保険の事業引継ぎなど破綻した(もしくは懸念のある)日本企業を外資系金融機関が対日進出の足がかりとすべく買収するといったような案件がみられた。**早い段階で資源配分の効率化の担い手として外資系金融機関がある一定の役割を果たしていた**と考えられる。

図表8 M&Aの誘因(ミクロ)とプレイヤーの整理



図表9 99年から01年までの主要なM&Aの事例

誘因	マーケット	買収側	被買収側	形態	時期	金額 (億円)	内容		
成長戦略	IN-OUT	JT(日本たばこ産業)	食品	RJレインノルズ・インターナショナル	食品	買収	99/3	9424	RJレインノルズの子会社でたばこ事業(米国以外)を展開する同社を買収。海外事業拡大(JTは、たばこ事業で世界3位となる)
		NTTドコモ	通信・放送	AT&Tワイヤレス	通信・放送	資本参加	00/11	11000	海外展開(米国)の一環。携帯電話部門へ資本参加。米国携帯電話市場への足がかり。
		NTTコミュニケーションズ(日本電信電話)	通信・放送	ペリオ	通信・放送	買収	00/8	6000	T0B。インターネットサービス事業のペリオを買収。米国へ参入。
		NTTドコモ	通信・放送	KPNモバイル	通信・放送	資本参加	00/5	4073	海外展開(オランダ・欧州を中心に携帯電話会社を傘下にもつ持株会社)の一環。
		NTTドコモ	通信・放送	ハチソン3G UK ホールディングス	通信・放送	資本参加	00/7	1944	海外展開(英国)の一環。
産業再編	IN-IN	第一勧業銀行	銀行	日本興業銀行、富士銀行	銀行	合併	99/8	-	共同持株会社の設立(2000年9月にみずほホールディングスを設立)。
		住友銀行	銀行	さくら銀行	銀行	合併	99/10	-	2001年4月に合併し、三井住友銀行に。
		DDI	通信・放送	KDD、日本移動通信(IDO)	通信・放送	合併	99/12	-	NTTに次ぐ巨大通信会社の誕生(KDDI)。
		東海銀行、あさひ銀行	銀行	三和銀行	銀行	合併	00/3	-	(その後あさひ銀行は離脱したが)2002年1月に合併によりUFJ銀行となる。
		東京三菱銀行	銀行	三菱信託銀行、日本信託銀行	銀行	合併	00/4	-	共同持株会社の設立(2001年4月:株式移転による完全親会社「三菱東京フィナンシャル・グループ」を設立。信託業務を統合)。
	川崎製鉄	鉄鋼	NKK	鉄鋼	合併	01/4	-	株式移転によって持株会社(JFEホールディングス)を設立。	
	OUT-IN	ボーダフォン	通信・放送	日本テレコム	通信・放送	資本参加	00/12	2492	BT等に続き、ボーダフォンも資本参加。JRから外資主体の経営へと転換。
ボーダフォン・グループ		通信・放送	日本テレコム、J・フォン	通信・放送	出資拡大	01/5	6523	出資比率を引き上げ。	
救済・成長戦略	OUT-IN	GEキャピタル(GEC)	その他金融	日本リース、日本リースオート	サービス	営業譲渡	99/1	8700	日本リース(長銀系)からリース事業部門を取得(日本リースオートは全株式取得)。GEキャピタルは総合リース事業で日本に本格進出。
		ブルデンシャル	生保・損保	協栄生命保険	生保・損保	買収	00/5	4140	更生特例法を申請した協栄を買収。
		アメリカン・インターナショナル・グループ(AIG)	生保・損保	千代田生命保険	生保・損保	営業譲渡	01/2	3200	破綻した千代田生命の事業を引継ぎ。
再生	OUT-IN	ルノー	輸送用機器	日産自動車、日産ディーゼル工業	輸送用機器	資本参加	99/3	6430	ルノーが経営再建中の日産および日産ディーゼルに資本参加。救済的。
		ダイムラー・クライスラー	輸送用機器	三菱自動車工業	輸送用機器	資本参加	00/3	2024	第3者割当増資を引き受け、実質的に経営権を取得。
金融(再生型)	IN-IN	ソフトバンク、オリックス、東京海上火災保険	その他販売・卸	日本債券信用銀行	銀行	買収	00/2	1000	日本債券信用銀行(一時国有化)を買収。あおぞら銀行に。
投資会社等(再生型)	OUT-IN	リップルウッド・ホールディングス	その他金融	日本長期信用銀行	銀行	買収	99/9	1210	米投資会社。長銀(一時国有化)を買収。再上場をめざす。
金融(融資先再生案件)	IN-IN	東海銀行、三和銀行、住友銀行、富士銀行	銀行	ダイエー	スーパー・コンビニ	出資拡大	00/11	1200	金融支援。経営再建中のダイエーへの出資比率を拡大させる。
金融(融資先再生のための資金捻出)	OUT-IN	BNPパリバ	銀行	UFJホールディングス・米国法人(ユナイテッド・カリフォルニア銀行)	銀行	買収	01/12	3100	UFJグループの不良債権処理の財源確保のための売却。

(備考)

1. 図表9 - 図表12に関して。レコフ「MARR」、各社有価証券報告書により作成。
2. 図表9 - 図表12に関して。時期と金額はレコフに掲載されているものを採用。時期については、対外的に公表された時期を指しており、M&Aの成立時ではない。
3. 図表9 - 図表12に関して。より詳細な事例図表は本編参照のこと。

1-3 M&Aの誘因(ミクロ)と近年の事例の特徴(続)

[02年から04年にかけての日本のM&Aの特徴]
 ・02年には「金融再生プログラム」が発動され、銀行は本格的に不良債権処理に着手。こうした中、**銀行がDES(デット・エクイティ・スワップ)を使い取引先への出資を拡大させ、経営再建を目指す案件や投資会社による事業再生案件が多くみられた。**
 ・03年は、引き続き銀行および投資会社による事業再生案件に加え、**事業再生の担い手として産業再生機構、預金保険機構といった官の役割が注目された。投資会社は、**サーベラスのケースのように**事業再生的な側面**に加え、リップルウッドホールディングスが日本テレコムを買収したケースのように**成熟企業の「選択と集中」を促すような役割(コア以外の事業を買い取る:パイオウト型)**も担うようになってきた。
 ・04年は、**従来の再生型から成長型への転換期**にあたる。官・金融機関を中心とした再生案件に加え、投資会社による「選択と集中」を促すような案件およびExit案件、商法改正をにらんだ製薬業界の再編、金融業界再編とそれに絡む敵対的買収への防衛策の動きが多くみられた。

図表10 02年の主要なM&Aの事例

誘因	マーケット	買収側	被買収側	形態	時期	金額(億円)	内容	
金融(融資先再生案件)	IN-IN	UFJ銀行、三井住友銀行、みずほコーポレート銀行	銀行	ダイエー	スーパー・コンビニ	出資拡大	02/7 2300	経営再建中。DES(デット・エクイティ・スワップ)による出資拡大。
		みずほコーポレート銀行[みずほホールディングス]	銀行	オリエンコーポレーション	その他金融	出資拡大	02/5 2000	同社はノンバンクで経営再建中。DES(デット・エクイティ・スワップ)による出資拡大。
金融(融資先再生のための資金捻出)	OUT-IN	メリルリンチ	証券	UFJ銀行[UFJホールディングス]:分割会社	銀行	資本参加	02/12 1000	UFJ銀行の不良債権処理を手がける分割会社(UFJストラテジックパートナー)に第三者割当増資で資本参加。メリルリンチが再生ビジネスに本格参入。
投資会社等(再生型)	OUT-IN	リーマン・ブラザーズ、UFJ銀行など	その他金融	日商岩井、ニチメン:共同持ち株会社	総合商社	資本参加	02/12 2000	ニチメン・日商岩井ホールディングス(現・双日)へ資本参加。再建のため経営陣を派遣。
		ローンスター	その他金融	ファーストクレジット	その他金融	買収	02/11 1000	米投資ファンド。旧日本長期信用銀行系ノンバンクで経営破綻した同社を買収。経営陣を派遣し、株式公開を目指す。
再生	OUT-IN	ダイムラークライスラー、三菱重工業、三菱商事、東京三菱銀行など	輸送用機器	三菱自動車工業:分割会社(三菱ふそうバス・トラック)	輸送用機器	資本参加	02/9 1200	三菱自動車は経営再建中。トラック・バス事業を分社化(2003年1月)。同社の株式の一部を売却し、乗用車事業の資金源を確保すること。
成長戦略	OUT-IN	ウォルマート・ストアーズ	スーパー・コンビニ	西友	スーパー・コンビニ	買収	02/3 2580	日本進出。規模拡大。2005年12月に子会社化された。

図表11 03年の主要なM&Aの事例

誘因	マーケット	買収側	被買収側	形態	時期	金額(億円)	内容	
金融(官:再生型)	IN-IN	預金保険機構	サービス	りそなホールディングス	銀行	買収	03/6 19600	官による再生事業。預金保険法に基づく特別支援の適用第1号。
		預金保険機構	サービス	足利銀行	銀行	買収	03/11	一時国有化。株主および経営陣の責任を問う形。1兆円規模の公的資金を投入。
金融(融資先再生案件)	IN-IN	みずほコーポレート銀行[みずほホールディングス]	銀行	オリエンコーポレーション	その他金融	出資拡大	03/3 1500	2度目の出資拡大。経営再建中。
		みずほコーポレート銀行[みずほホールディングス]など	銀行	日産ディーセル工業	輸送用機器	出資拡大	03/9 1060	DES(デット・エクイティ・スワップ)による出資拡大。
金融(融資先再生のための資金捻出)	OUT-IN	ゴールドマン・サックス	証券	三井住友フィナンシャルグループ	銀行	資本参加	03/1 1503	第三者割当増資で資本参加。ゴールドマンは日本における再生・不良債権ビジネスを強化。
投資会社等(再生型)	OUT-IN	サーベラス	その他金融	あおぞら銀行	銀行	買収	03/4 1000	TOB。筆頭株主のソフトバンクより株式を取得。株式再上場を目指す。
		コロニー・キャピタル	その他金融	福岡ダイエー・リアル・エステート	不動産・ホテル	買収	03/12 940	米投資ファンドによる買収(2004年3月付)。ダイエー側の選択と集中。
投資会社等(ハイフ)	OUT-IN	リップルウッド・ホールディングス	その他金融	日本テレコム[日本テレコムホールディングス]	通信・放送	買収	03/5 2600	米投資会社。ボーダフォン傘下の固定電話・データ通信事業を営む日本テレコムを買収。携帯電話事業は引き続きボーダフォンが行う(選択と集中)。
成長戦略	IN-IN	コニカ	化学	ミノルタ	精密	合併	03/1 1860	持株会社による経営統合。

図表12 04年の主要なM&Aの事例

誘因	マーケット	買収側	被買収側	形態	時期	金額(億円)	内容	
金融(官:再生型)	IN-IN	産業再生機構	サービス	カネボウフティック(化粧品事業分割会社)	化学	買収	04/2 5000	官による再生事業。財務改善に着手。これにより、花王への化粧品事業譲渡は白紙撤回された。
		産業再生機構など	サービス	ダイエー	スーパー・コンビニ	資本参加	04/12 1100	官による再生事業。同機構と新スポンサーが第三者割当増資を引き受ける。主力銀行のUFJ銀行は債権放棄等の金融支援を行う。取締役は退陣。食品スーパー業を中心として再建。
金融(再生型)	IN-IN	フェニックス・キャピタル、三菱重工業、三菱商事、東京三菱銀行、モルガン証券、中華汽車など	その他金融	三菱自動車工業	輸送用機器	資本参加	04/5 4500	フェニックス・キャピタルは日本の企業再生ファンド。経営再建中の三菱自動車に資本参加。岡崎工場の閉鎖、大幅なリストラを行う。
		OUT-IN	メリルリンチ	証券	ミツビシ・モーターズ・クレジット・オフ・アメリカ・インク(MMCA)、ミツビシ・モーターズ・アメリカ・インク[三菱自動車]	その他金融	営業譲渡	04/11 2050
金融(融資先再生案件)	IN-IN	UFJ銀行[UFJホールディングス]、三菱東京フィナンシャルグループ、UBS	銀行	双日ホールディングス	総合商社	出資拡大	04/7 2500	経営再建中の同社に対し、金融支援。
投資会社等(ハイフ)	OUT-IN	カーライル・グループ	その他金融	DDIポケット	通信・放送	営業譲渡	04/5 2200	当社、京セラ、KDDIのコンソーシアムが出資する受皿会社がDDIポケットの事業(PHS)を取得。DDIポケットは清算。KDDIはauに資源集中(なお、PHSは中国での需要が見込まれるとのこと)。
		IN-IN	NPIホールディングス[日興インベストメンツ]	その他金融	ベルシステム24	ソフト・情報	買収	04/7 1594
産業再編	IN-IN	山之内製薬	医薬品	藤沢薬品工業	医薬品	合併	04/2 8400	医薬品3位の山之内と5位の藤沢薬品工業が合併。生き残りかけて国内外再編を図る。「アステラス製薬(2005年4月設立)」。
		ソフトバンク	その他販売・卸	日本テレコム(リップルウッド・ホールディングス投資先)	その他金融	買収	04/5 3400	規模拡大。NTT、KDDIにつく総合通信会社の誕生。投資会社のExit案件。
	IN-IN	三菱東京フィナンシャル・グループ	銀行	UFJホールディングス	銀行	合併	04/7	統合により総資産約200兆円の総合金融グループ(2005年10月設立)が誕生。傘下に三菱東京UFJ銀行(2006年1月成立)、三菱UFJ信託銀行等を置く。
		三菱東京フィナンシャル・グループ	銀行	UFJ銀行[UFJホールディングス]	銀行	資本参加	04/9 7000	敵対的買収の防衛策(日本初)。優先株に転換予約権をつけた。
IN-IN	住友信託銀行	銀行	UFJ信託銀行[UFJホールディングス]	銀行	営業譲渡	04/5 3000	規模拡大。ただし、当社はこの合意を撤回。三菱信託銀行と合併し、三菱UFJフィナンシャル・グループ傘下に(三菱UFJ信託銀行。2005年10月)。	
成長戦略	IN-IN	三井住友銀行[三井住友フィナンシャルグループ]	銀行	プロミス	その他金融	資本参加	04/6 2000	個人分野での収益確保をめざし、資本・業務提携。筆頭株主となる。プロミスへ役員派遣。
		OUT-IN	ソニー・コーポレーション・アメリカ[ソニー米国法人]、コムキャストなど	電機	メトロ・ゴールドウィン・メイヤー(MGM)	アミューズメント	買収	04/9 5420

1-3 M&Aの誘因(ミクロ)と近年の事例の特徴(続)

【05年から06年上期にかけての日本のM&Aの特徴】
 ・05年は、花王とカネボウ化粧品、国際石油開発と帝国石油の案件に代表されるように**国内専業会社同士の中長期的な成長戦略に基づいた「攻めのM&A」**が大勢を占めるようになった。業態をみると、「多角化」というよりは同業同士、もしくは比較的近い業種同士で「既存事業を強化」する目的の案件が多い。投資会社関連では、04年に引き続き、02年にローンスターが買収したファーストクレジットを住友信託銀行へ売却するといった**ファンドの大型Exit案件**がみられた。
 ・06年上期も、05年の流れを引き継ぎ、セブン&アイ・ホールディングスが食品スーパー事業の強化のためにヨークベニマルを買収するような**国内における既存事業強化型M&A**に加え、東芝のウエスチングハウス買収といった**大型の海外進出案件(IN-OUT型)**が多くみられた。
 ・04年のUFJ信託銀行をめぐる案件や05年の楽天によるTBSへの資本参加等敵対的な動きが高まる中、ワールド、ポッカ、すかいらーくによるMBO(株式の非公開化)や株持ち合い比率の引き上げ等防衛策をとる企業、導入を検討する企業も増加している。

図表13 05年の主要なM&Aの事例

誘因	マーケット	買収側	被買収側	形態	時期	金額(億円)	内容	
防衛策	IN-IN	イトーヨーカ堂	スーパー・コンビニ	セブン・イレブンジャパン、デニーズジャパン	スーパー・コンビニ	合併	05/4 13523	共同持株会社「セブン&アイ・ホールディングス」を設立。資本関係のねじれを解消し、敵対的買収に備える。
		ワールド寺井秀蔵社長(ハーバーホールディングスアルファ)、中央三井キャピタル	繊維	ワールド	繊維	買収(TOB、MBO)	05/7 2081	優良企業の非公開化
成長戦略	IN-IN	花王、アドバンテッジパートナーズ有限責任事業組合、MKSパートナーズ、ユニソフ・キャピタル	化学	カネボウ化粧品	化学	買収	05/12 4400	花王はカネボウブランドと販売網の獲得(2006年1月)。国内化粧品最大の資生堂を追撃。
		国際石油開発	鉱業	帝国石油	鉱業	合併	05/11 3606	石油開発3位の帝国石油と合併。株式移転による共同持株会社「国際石油開発帝石ホールディングス」を設立。規模拡大による生き残り。
		三菱化学	化学	三菱ウェルファーマ	医薬品	合併	05/4 2003	株式移転で共同持株会社を設立。「三菱ケミカルホールディングス」(2005年10月)。
		農林中央金庫	その他金融	三菱UFJフィナンシャル・グループ、UFJニコス(旧日本信販)	銀行	資本参加	05/9 2000	JAバンクの顧客基盤とMUFGの技術・商品力の活用とUFJニコスの会員数拡大等のシナジー効果を狙う。
		バンダイ	その他製造	ナムコ	アミューズメント	合併	05/9 1736	株式移転による共同持株会社設立。両社に関連する事業の再編を行う。
		光洋精工	機械	豊田工機	機械	合併	05/2 1479	トヨタ自動車系列、ステアリング事業等でシナジー効果を狙う(社名はジェイテクト(2006年1月))。
		KDDI	通信・放送	パワードコム	通信・放送	合併	05/10 1273	東電傘下のパワードコム(固定通信事業4位)と合併(2006年1月)。大手通信会社はNTT、ソフトバンク、KDDIの3社に集約。
		楽天	ソフト・情報	TBS	通信・放送	資本参加	05/10 1110	テレビ・ラジオ・インターネットの融合を目指す。
	IN-OUT	米園住友商事	総合商社	TBCコーポレーション	その他小売	合併	05/9 1300	米国における卸から小売までのタイパ販売事業の強化。
		住友信託銀行	銀行	ファーストクレジット(ローンスター投資先)	その他金融	買収	05/10 1300	ファンドのExit案件(2005年11月)。全株を取得し、連結子会社化。ファーストクレジットは不動産担保ローン専門会社。
産業再編	IN-IN	三共	医薬品	第一製薬	医薬品	合併	05/2 7968	共同持株会社による経営統合(2005年9月)。
グループ関係強化	IN-IN	東京海上日動火災保険、明治安田生命保険、日本生命保険	生保・損保	三菱東京フィナンシャルグループ	銀行	出資拡大	05/1 2500	MTFGは得た資金で東京三菱銀行に出資する。UFJグループとの合併に備え、財務基盤を強化するねらい。
		住友生命保険、日本生命保険、三井生命保険	生保・損保	三井住友フィナンシャルグループ	銀行	出資拡大	05/3 2100	不良債権処理増で、三井住友銀行の自己資本比率が減少するのを回避する。
産業再編、防衛策	IN-IN	セブン&アイ・ホールディングス	スーパー・コンビニ	ミニエムリテイリング(そごう、西武百貨店持株会社、野村プリンスパル・ファイナンス投資先)	百貨店	買収	05/12 1311	ファンドのExit案件、イオングループとの2強体制となる。百貨店を含めた総合小売業の誕生。
再生	IN-IN	三菱重工工業、三菱商事、東京三菱銀行	機械	三菱自動車	輸送用機器	出資拡大	05/1 2700	経営再建中、三菱グループ3社による出資拡大。
投資会社等(再生型)	IN-IN	大和SMBCプリンシパル・インベストメンツ	その他金融	三洋電機	電機	資本参加	05/12 1250	経営再建中の同社の優先株を引き受け(2006年1月)。取締役を派遣。
	OUT-IN	ゴールドマン・サックスグループ	証券	三洋電機	電機	資本参加	05/12 1250	経営再建中の同社の優先株を引き受け(2006年1月)。経営陣を派遣。
その他	IN-IN	フジテレビジョン	通信・放送	ライブドア・パートナーズ(ライブドア孫会社)	その他金融	買収	05/4 1033	ライブドアが日本放送に仕掛けた敵対的買収の和解策。フジが日本放送株を保有するライブドア子会社のライブドア・パートナーズを買収することで日本放送を子会社化。

図表14 06年上期の主要なM&Aの事例

誘因	マーケット	買収側	被買収側	形態	時期	金額(億円)	内容	
産業再編	IN-OUT	ソフトバンク	その他販売・卸	ボーダフォン	通信・放送	買収(LBO)	06/3 19172	完全子会社化。ボーダフォンは日本市場から事実上の撤退。
成長戦略	IN-OUT	東芝	電気	BNFL USA Group Inc.、ウエスチングハウス(WH)UK Limited(英核燃料会社BNFL)	電力・ガス	買収	06/1 6210	原子力部門の強化で、安定的な収益基盤を確保
		ダイキン工業	機械	OYLインダストリーズ	機械	買収(TOB)	06/5 2320	エアコン大手の米マクイ・インターナショナルなどを傘下にもつ同社を買収。世界レベルでの規模拡大、事業範囲拡大を狙う。
		丸紅オフショア・プロダクション	総合商社	バイオニア・ナチュラル・リソースUSA	鉱業	営業譲渡	06/2 1360	石油生産・開発権益を獲得。
		日本板硝子	窯業	ピルキントン	窯業	買収	06/2 6160	完全子会社化。ピルキントンの世界的拠点を利用し自動車メーカーなどへの供給拡大を図る。
	三井住友フィナンシャルグループ	銀行	SMBCFレンド証券	証券	買収	06/3 3162	グループ内の銀行と証券の連携強化。資産運用ニーズの高まりへの対応。	
IN-IN	セブン&アイ・ホールディングス	スーパー・コンビニ	ヨークベニマル	スーパー・コンビニ	買収	06/4 1489	完全子会社化。ヨークベニマルを同社の食品スーパーマーケットの中核と位置づける。	
防衛策	IN-IN	阪急ホールディングス	運輸・倉庫	阪神電気鉄道	運輸・倉庫	買収(TOB)	06/5 3921	村上ファンドによる株取得の動きを受け、阪急側が阪神電気鉄道に提案。阪神阪急ホールディングス誕生(2006年10月)。
		すかいらーく(現経営陣、野村プリンシパル・ファイナンスなど)	外食	すかいらーく	外食	買収(LBO、MBO、TOB)	06/6 1812	国内最大規模のMBO(当時)
		イオン	スーパー・コンビニ	オリジン東秀	外食	買収(TOB)	06/1 526	ドン・キホーテのオリジン東秀への敵対的TOB対抗策(ホワイトナイト)

(備考)1. 図表13 - 図表14に関して。レコフ「MARR」、各社有価証券報告書により作成。

2. 図表13 - 図表14に関して。時期と金額はレコフに掲載されているものを採用。時期については、対外的に公表された時期を指しており、M&Aの成立時ではない。

3. 図表13 - 図表14に関して。より詳細な事例図表は本編参照のこと。

2 買収企業のM&Aと設備投資との関係

- ・攻めのM&Aが主流になると、成長戦略上の重要な選択肢である設備投資とM&Aとの関係が次の関心事となる。この点について、05年11月に実施した日本政策投資銀行「設備投資計画調査」を利用し検証した。
- ・具体的には、同調査の付帯調査における「他社からの資産・事業部門の買収」の質問項目（具体的な計画があるetc）と本調査の各社の当年度（05年度）および来年度（06年度）の設備投資伸び率を質的データ（「増加」、「減少」、「横ばい」）に変換し、両変数をクロス集計した。
- ・結果は、具体的にM&Aの計画があると回答した企業のうち、05年度、06年度の設備投資が共に増加と「攻め」の姿勢を維持する企業のシェアが最も高く、44%であった。これは、**企業が拡大路線にある場合は成長戦略上の選択肢としてM&Aと設備投資が補完的である可能性を示唆している。**

図表15 設備投資（05年度 / 06年度）とM&A

(単位: %)	他社からの資産・事業部門の買収
05年度 / 06年度	具体的な計画あり
増加 + 増加	44
増加 + 減少	18
減少 + 増加	29
減少 + 減少	9
計	100

(備考) 1.日本政策投資銀行「2005・2006年度設備投資計画調査」により作成。

3 企業財務データを利用したM&Aの企業財務の改善効果の検証

【問題意識】

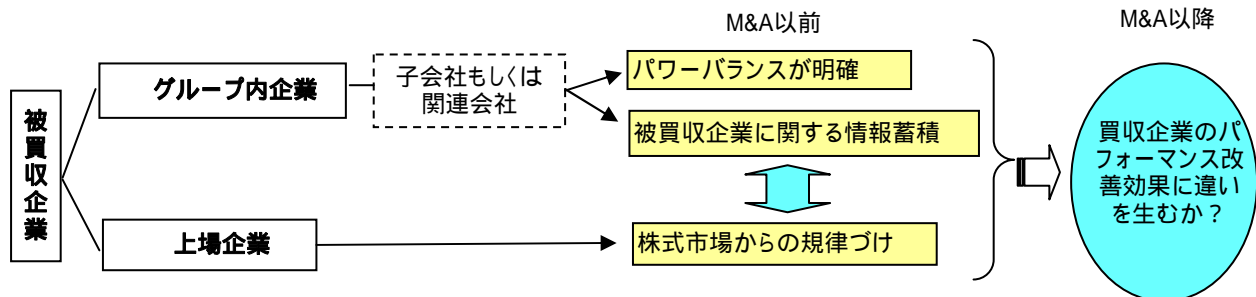
日本のM&Aの買収企業におけるシナジー効果の有無を検証した先行研究は少なく、推計結果のロバストさ（頑健性）といった点など問題が残っている。

M&Aが買収企業のパフォーマンスを改善させるか。

買収企業のM&Aを成功に導く上で重要となる被買収企業の条件。

被買収企業を グループ内外（グループ内企業とは子会社（または関連会社）を指す） 上場非上場企業とにわけて実証分析。

図表16 買収企業のM&Aの財務改善効果を高める上で重要と思われる被買収企業の条件（仮説）



【利用データと定式化】

- ・分析対象は合併買収（除く対等合併）と営業譲渡（取得側と譲渡側）。
- ・企業財務データは日本政策投資銀行「企業財務データバンク」、M&Aに関する情報はレコフ「MARR」等により収集。推計期間は80年から04年まで。
- ・被説明変数（Y: パフォーマンス指標）としては、収益性の代理変数としてROA、売上高営業利益率（Profit）、生産性の指標として労働生産性（Labor Productivity）の他、売上高経費率（cost）を採用。
- ・説明変数はM&A Dummy1（M&Aアナウンス年ダミー）、M&A Dummy2（M&Aアナウンス年後ダミー）、M&Aの純粋な効果を抽出するためAsset（実質総資産（対数1期ラグ））、Salegrowth（名目売上高成長率）、YearDummy（年ダミー）のコントロール変数を導入した。
- ・固定効果モデルを採用（企業固有の効果を考慮するモデル）。

図表17 推計式

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 * M \& A Dummy 1_{i,t} + \beta_2 * M \& A Dummy 2_{i,t} + \beta_3 * Asset_{i,t-1} + \beta_4 * Salegrowth_{g,t} + \sum_x \beta_x * YearDummy_{x,t} + e_{i,t}$$

i: company, t: year, g: industry

3 企業財務データを利用したM&Aの企業財務の改善効果の検証(続)

3-1 合併買収

【実証結果】

合併買収に関しては、被買収企業が **グループ内企業で 上場しているケース**において、買収企業のパフォーマンス改善効果が有意で最も高く、かつロバストであった(選択基準は(a)ROAにおけるM&ADummy2の有意性および係数₂の大きさ(b)ROA以外の変数における有意性と係数の大きさ(ロバストネスチェック)を総合的にみて判断している)。仮説通り、**と**のどちらが相対的に重要かをみるため、(a)グループ内で非上場企業である場合と(b)グループ外で上場企業である場合の推計結果を比較・検討したところ、(a)の方がROAの改善効果が高く有意な結果を得た(0.6%の改善)。

図表18 合併買収 - 被買収企業が上場会社であるケース -

	ROA		Profit		Labor Productivity		Cost	
	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A
M&ADummy1	-0.002 (0.71)	-0.010 ** (0.03)	-0.019 *** (0.00)	-0.027 *** (0.00)	-0.023 (0.49)	-0.021 (0.58)	0.020 *** (0.00)	0.022 *** (0.00)
M&ADummy2	0.005 ** (0.03)	0.004 (0.21)	0.024 *** (0.00)	0.011 *** (0.00)	0.093 *** (0.00)	0.043 ** (0.05)	-0.026 *** (0.00)	-0.008 * (0.08)
R-sq	0.24	0.24	0.06	0.06	0.16	0.16	0.04	0.04
obs	50494	50494	50494	50494	50328	50328	50494	50494

(備考)1.上段は係数の値、下段はP値。

2.P値は1%水準で有意ならば***、5%水準で有意ならば**、10%水準で有意ならば*。

3.コントロール変数の結果は省略。

図表19 合併買収 - 被買収企業が非上場会社であるケース -

	ROA		Profit		Labor Productivity		Cost	
	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A
M&ADummy1	0.000 (0.96)	0.008 ** (0.02)	0.004 (0.54)	0.001 (0.84)	0.022 (0.54)	0.034 (0.21)	-0.004 (0.58)	-0.005 (0.37)
M&ADummy2	0.006 * (0.06)	-0.004 (0.17)	0.008 * (0.10)	-0.001 (0.82)	0.057 ** (0.04)	-0.018 (0.37)	-0.005 (0.33)	0.005 (0.21)
R-sq	0.24	0.24	0.06	0.06	0.16	0.16	0.04	0.04
obs	50494	50494	50494	50494	50328	50328	50494	50494

(備考)1.上段は係数の値、下段はP値。

2.P値は1%水準で有意ならば***、5%水準で有意ならば**、10%水準で有意ならば*。

3.コントロール変数の結果は省略。



【インプリケーション】

「グループ内企業で上場している企業を買収した方が買収企業のパフォーマンスの改善効果が高い」という事実。

パワーバランスの明確さ 合併買収後の決定事項が被買収企業に迅速に伝わる。

被買収企業に関する情報蓄積の度合い 取締役等の派遣を通じて蓄積された情報(財務諸表以外も含め)を用いて、被買収企業の採算・不採算部門の特定と取捨選択が行われやすい。

被買収企業への株式市場からの規律づけ 収益性を意識する風土が備わっている。

以上が買収企業のパフォーマンスの改善効果を高める上で重要であることを示唆。

「グループ内企業であることの重要度が相対的に高い」という事実。

パワーバランスと情報蓄積が買収企業の財務改善効果を高める上で相対的に重要であることを示唆。

情報蓄積の重要性については、資本参加から出資拡大へと段階を踏む中で情報を蓄積し、確度を高めた上で買収に踏み切った方がM&Aの成功確率が高いことを示唆。

市場規律については、そもそも日本の株式市場が十分に機能していたかどうかを疑問視する声もある。今後、多種多様な株主構成を持つ企業が増え、規律付け機能が向上すれば、被買収企業を選定する上で上場企業であることの重要度が増す可能性も。ただし、市場規律が十分に機能していたとしても、上場コストが高く上場できない優良企業や戦略的に非上場を選択する優良企業が存在する場合、被買収企業への関わり方は段階的である方が買収企業の財務の改善効果を高める可能性。

3 企業財務データを利用したM&Aの企業財務の改善効果の検証(続)

3-2 営業譲渡

・取得側および譲渡側において、ROAの改善効果は有意ではないものの、係数の符号はプラスと期待どおりの結果であった(営業譲渡は事業単位での資産移転であり、ROAを改善するほどの効果は統計的には確認されない?)。
 ・他の結果をみると、まず取得側はグループ外M&Aにて売上高営業利益率、労働生産性に有意な改善効果が確認された(それぞれ1.1%、0.07%)。一方、譲渡側はグループ内外を問わず、売上高営業利益率、労働生産性の改善効果が確認されている。
 ・近年のM&Aの目的として「既存事業強化型」が多いことを勘案すると、**営業譲渡は「コア事業」の強化、「非コア」の売却を通じて、取得側、譲渡側双方の企業の収益性改善に貢献していると考えられる。**

図表20 営業譲渡 - 取得側(上場企業同士)のケース -

	ROA		Profit		Labor Productivity		Cost	
	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A
M&ADummy1	-0.002 (0.70)	0.000 (0.94)	0.002 (0.85)	-0.007 (0.30)	0.090 * (0.08)	-0.047 (0.24)	0.000 (0.98)	0.005 (0.53)
M&ADummy2	0.005 (0.30)	0.001 (0.80)	-0.001 (0.89)	0.011 ** (0.05)	0.035 (0.36)	0.071 ** (0.02)	0.001 (0.89)	-0.006 (0.32)
R-sq	0.24	0.24	0.06	0.06	0.16	0.16	0.04	0.04
obs	50493	50494	50493	50494	50327	50328	50493	50494

(備考) 1.上段は係数の値、下段はP値。
 2.P値は1%水準で有意ならば***、5%水準で有意ならば**、10%水準で有意ならば*。
 3.コントロール変数の結果は省略。

図表21 営業譲渡 - 譲渡側(上場企業同士)のケース -

	ROA		Profit		Labor Productivity		Cost	
	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A	M&A (Group)	M&A
M&ADummy1	-0.005 (0.23)	-0.001 (0.86)	-0.021 *** (0.00)	-0.011 (0.15)	-0.142 *** (0.00)	-0.067 (0.12)	0.009 (0.18)	0.001 (0.89)
M&ADummy2	0.002 (0.51)	0.004 (0.30)	0.020 *** (0.00)	0.018 *** (0.00)	0.113 *** (0.00)	0.092 *** (0.00)	-0.003 (0.45)	-0.008 (0.22)
R-sq	0.24	0.24	0.06	0.06	0.16	0.16	0.04	0.04
obs	50494	50494	50494	50494	50328	50328	50494	50494

(備考) 1.上段は係数の値、下段はP値。
 2.P値は1%水準で有意ならば***、5%水準で有意ならば**、10%水準で有意ならば*。
 3.コントロール変数の結果は省略。

図表22 M & A目的別分類

