

調 査

第 93 号
(2006 年 12 月)

内 容

日本の M&A 動向と企業財務の改善効果

近年、資源配分の効率性を達成するための一手段である M&A に注目が集まっている。本稿では、合併、買収、営業譲渡を対象に、買収企業のパフォーマンスが M&A 後に改善するのかどうかにつき、実証分析を行った。結果は、有意な改善効果が確認されたほか、パワーバランスの明確さと被買収企業に関する事前の情報量が買い手企業の財務改善効果を高める上で重要であることが示された。

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を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 : hi iwaki@dbj.go.jp)]

³ 非上場企業を対象とした場合を指している。

【 目 次 】

要 旨	2
はじめに	5
第 1 章 M&A 市場の動向	6
1. 拡大を続ける国内 M&A 市場	6
2. 90 年代後半以降のマクロ環境の変化	9
3. M&A の誘因と近年の事例の特徴	12
第 2 章 買収企業の M&A と設備投資の関係	22
第 3 章 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	25
1. 先行研究と検討課題	25
2. 利用データと定式化	27
3. 合併買収の財務改善効果の検証	29
4. 営業譲渡の財務改善効果の検証	32
おわりに	34
付図 1 産業別 M&A 頻度と ROA	36
付図 2 三角合併（旧商法での子会社を利用した合併との対比）	37
参考文献	39

はじめに

M&A 市場は、欧米を中心に拡大してきたが、近年は、日本においても、「事業のリストラ」、「コアビジネスの強化」等の目的を達成する手段として注目され、05年にはグループ内外併せて過去最高の取引件数を記録している。

M&A 市場は拡大の一途にあるにもかかわらず、日本において、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、まず、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 の効果を高めるために必要な条件とは何かを示すこととする。

本稿の構成は以下のとおりである。第1章では、まず、マクロの視点から日本の M&A 市場の特徴と拡大の背景について整理する。次に、ミクロの視点から M&A がどういった目的のもとで行われるかにつき示した上で、個別案件の整理から日本の M&A の誘因と近年の特徴を明らかにする。第2章では、第1章で近年は「攻め」の M&A が主流となっていることが示されたことから、中長期的な成長戦略を達成する上で重要な選択肢の一つである設備投資との関係について検討する。第3章では、事業会社同士の合併、買収、営業譲渡に焦点を絞り、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検証する。グループ内外および上場非上場企業にサンプルを分けて推計することで、M&A の改善効果が高まる条件を示す。

第1章 M&A 市場の動向

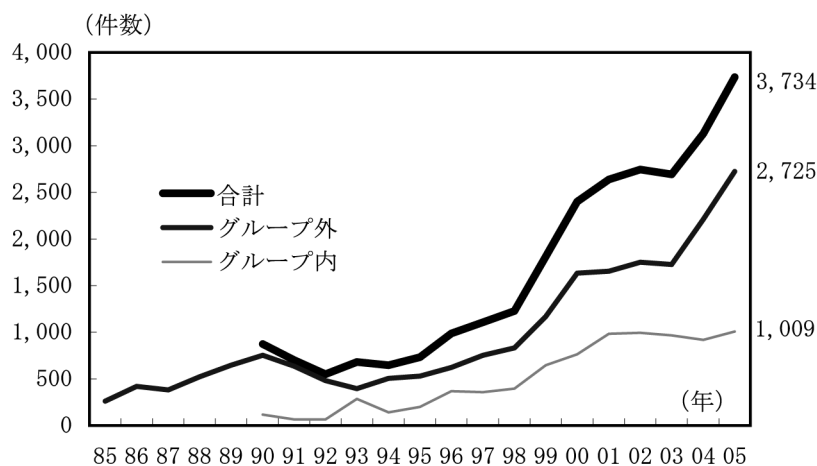
1. 拡大を続ける国内 M&A 市場

図表1は日本のM&Aの取引件数を示したものである。これによると、日本のM&A⁴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た。特に後者の期間の増加は顕著であり、05年にはグループ内外併せて過去最高の取引件数を記録していることが確認される⁵。

マーケット別の変遷をみると、80年代後半は国内企業が外国企業をM&Aの対象としたIN-OUT取引が中心であったが、90年代後半以降はむしろ国内企業同士のM&A(IN-IN)のプレゼンスが高まった。OUT-INとあわせて国内企業を対象とするM&Aは、05年で全体の8割強を占めるに至り、日本市場が厚みを増してきたことを示唆している(図表2参照)。

形態別にみると、グループ外M&Aは合併のシェアが低く、買収、営業譲渡、資本参加で全体の8割以上を占める(図表3参照)。一方、グループ内M&Aは合併のシェアが最も高いが、近年は営業譲渡のプレゼンスも高まっている(図表4参照)。営業譲渡が増えているということは、事業レベルでの「選択と集中」が行われ、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反映していると考えられる。

図表1 日本のM&A市場

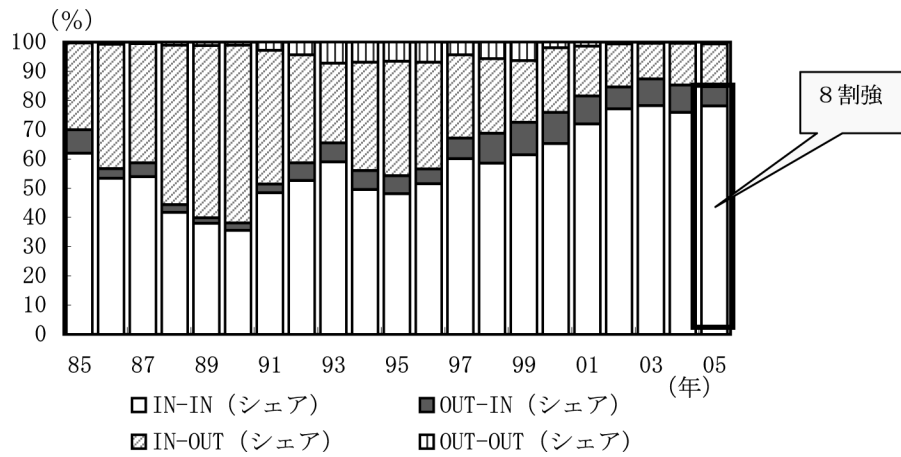


(備考)レコフ「MARR」により作成。

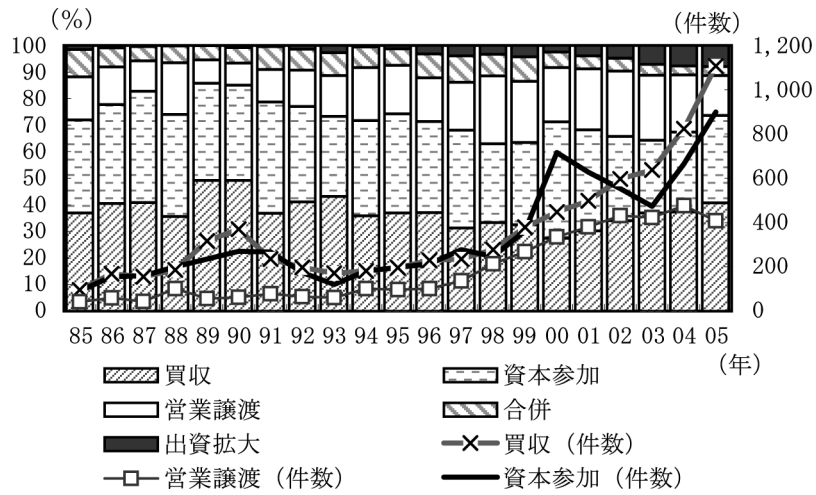
⁴ 本稿でのM&Aの定義はレコフ「MARR」による。形態としては「合併・買収・事業譲渡・資本参加・出資拡大」を指す。

⁵ レコフ「MARR」によると、金額ベースでもトレンドに大きな変化はない。04年には過去最高の12兆円に達し、05年も同水準となっている。ただし、「MARR」における総取引金額は、公表されているケースのみを集計した値であり、カバレッジが件数ベースと合わない点は注意を要する。

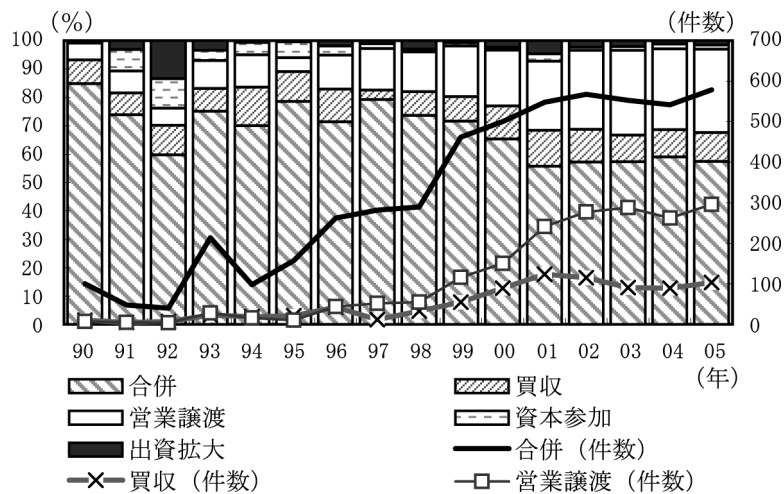
図表2 グループ外 M&A - マーケット別 -



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 -

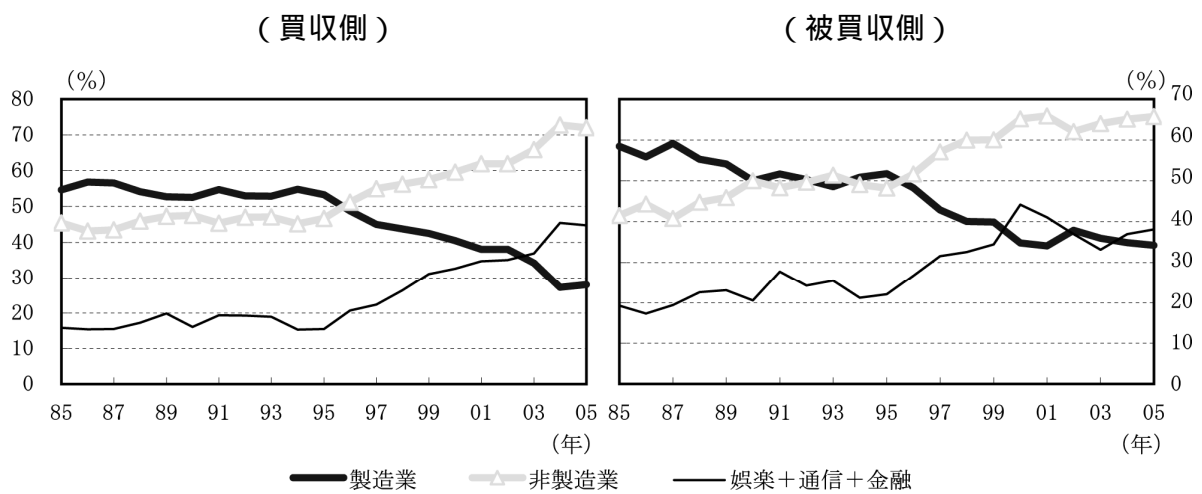


(備考) 図表2、図表3、図表4はいずれもレコフ「MARR」により作成。

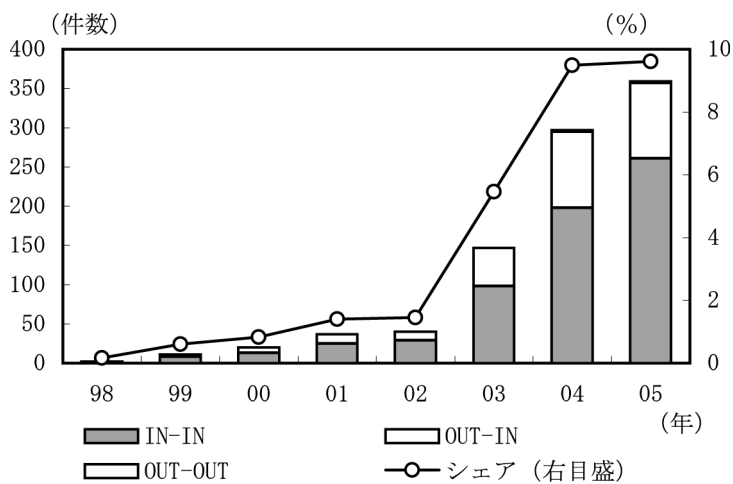
図表5は買収および被買収側からみた業種別M&A動向を示しているが、買収、被買収側ともに80年代後半は化学、機械等製造業のシェアが高かったが、90年代後半以降は娯楽、通信、金融を中心に非製造業のシェアが高まり、05年で全体の70%程度のシェアを占めるに至っている。

M&Aは事業会社同士にとどまらない。近年は、投資ファンドのプレzensの高まりも注目される。図表6は投資会社のM&A件数と総件数（グループ内外あわせて）に占める割合を示したものである。件数ベースでは、98年には2件程度であったものが、05年には359件まで増加し、全体に占めるシェアも10%に迫る水準まで上昇している。

図表5 業種別M&A件数シェアの推移



図表6 日本企業に対する投資会社のM&A件数の推移



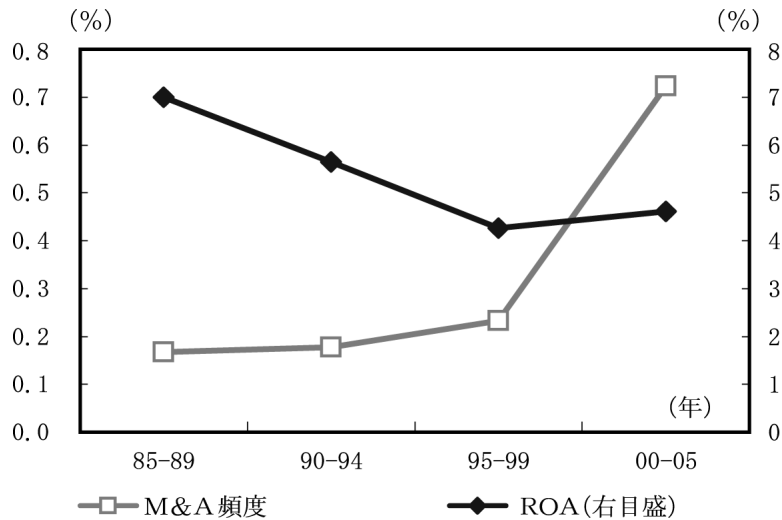
(備考) 図表5、図表6はいずれもレコフ「MARR」により作成。

2. 90年代後半以降のマクロ環境の変化

第1節では、90年代後半以降、日本のM&A市場は急拡大を遂げたことを確認したが、市場規模拡大の背景にはいくつかのマクロ環境の変化があると考えられる。

まず第1に、企業の収益性が悪化傾向にあったことである。図表7は85年以降の5年ごとのROA(全産業：平均値)⁶とM&A頻度(M&A件数/企業数)を示したものである。これによると、80年代後半には7%程度であったROAは90年代後半には4%台にまで低下している。これは、産業別にみても同様の傾向がみられ⁷、経済全体として資本収益性の低下が進んでいたことを示している。一方、全産業ベースのM&A頻度はこの間緩やかに上昇し、00年以降急上昇している。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見直し、効率性を改善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。

図表7 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。

第2に、90年代後半は税制改革も含めて、M&Aの利便性を高める規制緩和等、制度改革が進んだことである。M&Aのインセンティブが高まっていたとしても、取引の利便性が確保されていなければ、事業再編の一選択肢としてM&Aは利用されにくい。90年代後半以降

⁶ ROAの定義は、(営業損益+営業外収益)/総資産。

⁷ 産業別M&A頻度とROAについては付図1参照。

の M&A 取引にかかる法改正をみると、97 年 6 月に独占禁止法が改正され、純粹持株会社の設立が解禁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、取引の利便性を高める法改正が急ピッチで進められてきた⁸。株式交換制度は、買収企業が多額の買収資金を用意せずとも、自社の株式との交換によって円滑に相手企業を 100% 子会社化できる仕組みである。会社分割制度は営業譲渡の利便性を高めた制度であり、株式交換・移転同様、対価として株式を利用することができる制度である。また、これらの制度の設立とともに、通常発生する譲渡益課税を一定の要件（適格要件⁹）のもとでは繰り延べることを可能にした¹⁰。

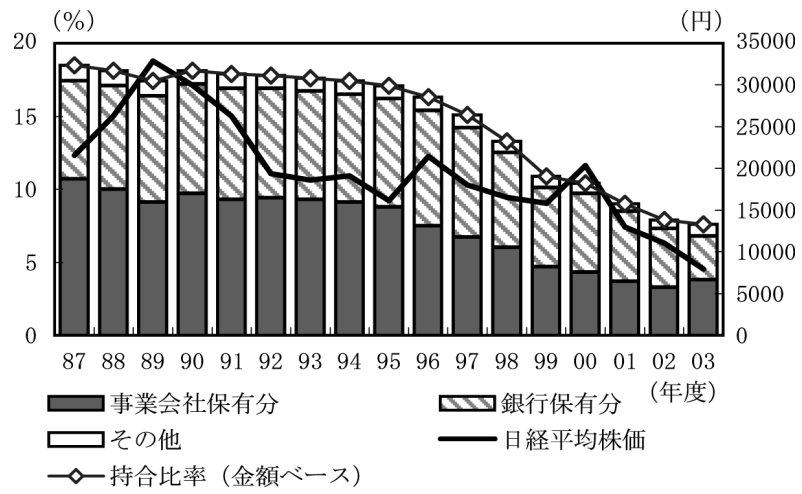
第 3 に、株持ち合い解消も M&A 取引を促進させる環境を作ったと考えられる。図表 8 は株式時価総額全体に占める持合比率と株価を示したグラフであるが、これによると、90 年代後半以降、事業会社および銀行は持合分を手放すスピードを加速させ、03 年度にはピーク時の半分以下である 7% 程度まで持合比率が低下した。背景には、景気・株価低迷や BIS 規制の影響等があると考えられるが、持合の解消は市場に出回る株式が増えるため、M&A を狙う企業にとっては被買収企業のバリエーションが増加する。持合の解消も M&A 市場が拡大した背景にあると考えられる。

⁸ 06 年 5 月施行の会社法改正では、「対価の柔軟化（07 年以降適用）」、「組織再編の迅速化」等を盛り込み、取引の利便性の向上が図られている。「対価の柔軟化」とは、合併、会社分割、株式移転の際、相手企業の株主に対して交付される財産は、従来は原則存続会社等の株式のみとされてきたが（旧商法 409 条、374 条、353 条）今回の改正で存続会社等の株式以外（現金、社債、新株予約権付社債等）でも可能となったことを示すものである（749 条、758 条、768 条）。また、旧商法（原則現行会社法（135 条）でも）で子会社が親会社の株式を取得することは認められていなかったが、今回の改正で例外的に合併等に限り子会社が親会社の株式を取得することを容認する条文（800 条）が加えられたことから、外国企業による三角合併が可能となった（付図 2 参照）。これにより、外国企業による日本国内子会社を通じた合併買収が増加するとの見方もある。しかし、現行の税制では、存続会社以外の株式を交付する場合、M&A 対象会社の株主に対して譲渡益課税が発生する。三角合併で M&A 対象会社に対して交付される財産は存続会社の株式ではなく、その親会社の株式であるため、譲渡益課税が発生するケースにあたる。課税の繰り延べが認められなければ、制度を利用するインセンティブが阻害され、利用が進まない可能性がある。「組織再編の迅速化」とは、組織再編に関する株主総会決議が不必要となる条件を緩和したものであり、略式組織再編の導入（新設）や簡易組織再編の見直しがこれにあたる。

⁹ 合併等の際に、相手企業の株主への対価として株式以外の交付がない等。

¹⁰ この他、連結納税制度（02 年）の導入も事業再編を促すきっかけとなったとの指摘もある（鈴木・安井・越智・岡田（2003））。

図表8 株持合比率（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。

3. M&A の誘因と近年の事例の特徴

M&A 取引を促進させるようなマクロ環境の変化がみられる中、企業はどういったインセンティブから M&A を選択するのだろうか。M&A の誘因の理論的整理は、Trautwein(1990)、日本政策投資銀行(2003)、内閣府(2004)等多数の文献で整理されている。本節では、これらを参考に M&A の誘因を整理した上で、大型案件を中心に近年の M&A 取引の特徴を整理する¹¹。

誘因としては、おおよそ以下の3点が挙げられる。まず、単純な所得移転ではなく、「シナジー効果」を狙ったものである。これは、主に事業会社および金融機関同士の M&A を念頭に置くことが一般的であるが、「合理化」に重きをおいたものから、「規模拡大(販売網、生産量等)、収益の多角化をねらった「範囲の経済」まで含まれる。第2に、「株主による企業価値顕在化(再生型)」を目指すものである。主に投資会社が買い手として中心的な役割を果たし、経営陣を送り込むなど企業のガバナンス強化を図り、企業価値を高めることを目的としている。第3に、「防衛策」としての M&A がある。具体的な方法としては、株式の非公開化(MBO)、株式の持ち合い、ホワイトナイト(敵対的 TOB への対抗策)等が挙げられる。

「防衛策」を選択する経営陣の意向としては、一つは買収の脅威にさらされることなく、中長期的な成長戦略のもと企業価値を最大化したい場合と、株主の利益を無視し、単に経営者自身の保身を目指した場合¹²とに分けられる。なお、被買収側に視点を移すと、不採算部門から撤退することで「事業選別」を行い、収益力を高めるといった誘因もある。以下では近年の主要な個別事例について概観する。

図表9は、99年から01年にかけての M&A 案件をリストアップ¹³しているが、特徴としては、金融、通信業において業界再編を促す M&A が目立った点が挙げられる。金融業では、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の破綻で金融不安が生じる中、生き残りをかけた組織再編が行われた。例としては、第一勧業銀行、日本興業銀行、富士銀行がみずほホールディングス¹⁴を設立したり、東京三菱銀行、三菱信託銀行、日本信託銀行が三菱東京フィナンシャル・グループ¹⁵を設立した。この事例では、共同持株会社を設立する方法を採用したが、これは、お互いの特色は残しつつ、重複部門は統合して効率化したいといった意向が背景にあったと推察される。通信業では、金融業同様、生き残りをかけた DDI、KDD、IDO の合

¹¹ 個別案件は99年から02年まではレコフ「日本企業の M&A データブック」、02年以降06年前半まではレコフ「MARR」で公表されているものを取り上げた。このうち、1000億円以上の大型案件(本稿での定義)に加え、金額は公表されていないが社会的にインパクトが強かったと思われる案件も含めてリストアップしている。

¹² 渡辺(2001)では、この要因(entrenchment 仮説)と「関心の独占(企業規模を拡大することで、十分な情報を持ちながらも時間の制約で情報を吟味する余裕がない顧客の関心を得ようとする)」仮説が、01年頃に行われた金融 M&A の背景にあったとしている。

¹³ リストアップの順番の基準は、各年を特徴づける誘因(金額の大きさも考慮)の順に並べている。

¹⁴ 現状において、同社はみずほフィナンシャルストラテジーとなっており、同社が保有していたみずほ銀行、みずほコーポレート銀行の株式はみずほフィナンシャルグループが取得している。

¹⁵ 現状において、同社は UFJ ホールディングスと合併し、三菱 UFJ フィナンシャル・グループとなっている。

併等の案件に加えて、NTT ドコモなど携帯電話の分野で海外展開を行うケース（NTT ドコモは AT&T ワイヤレスの携帯電話事業部門への資本参加 欧州の携帯電話事業者を傘下にもつ KPN モバイルへの資本参加【ただし、現時点では両社との資本関係は解消】¹⁶⁾）が多数みられた。また、外資系金融機関が日本進出の足がかりとすべく、破綻もしくは破綻懸念のある企業を買収するような案件もランクインした（プルデンシャルが協栄生命保険を買収、アメリカン・インターナショナル・グループが千代田生命保険から事業を譲渡）。これは、資産効率が低迷していた日本経済において、早い段階で M&A による資源配分の効率化の担い手として外資系企業がある一定の役割を果たしていたことを示唆する。以上、この時期の大型案件の特徴を整理すると、金融業、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 M&A に加え、海外に活路を見いだす M&A、また、外資系金融機関が対日事業を拡大する目的で破綻企業を買収するといった案件が多かったといえる。

図表 9 99 年から 01 年までの主要な M&A の事例

(1) 99 年

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	J T (日本たばこ産業)	食品	R J レイノルズ・インターナショナル	食品	買収	99/3	9424	R J R ナビスコ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(J T は、たばこ事業で世界3位となる)
		京セラ	電機	クアルコム	電機	営業譲渡	99/12	1020	北米での携帯電話事業の強化。
	OUT-IN	アクサ	生保・損保	日本団体生命保険	生保・損保	買収	99/11	2000	日本初の保険共同持株会社の設立。アクサが同社の株式をほぼ取得しているため、日本団体生命保険は事実上子会社化。
		ゼネラル・モーターズ(GM)	輸送用機器	富士重工業	輸送用機器	資本参加	99/12	1400	GMが筆頭株主に。相互に製造・販売を補完。
産業再編	IN-IN	三和銀行	銀行	東洋信託銀行	銀行	出資拡大	99/2	1000	第三者割当増資引受で筆頭株主に。
		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。
		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)。
	IN-IN	DDI	通信・放送	KDDI、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)。
	OUT-IN	ブリティッシュ・テレコム(BT)、AT&T	通信・放送	日本テレコム	通信・放送	資本参加	99/4	2200	両社の対日戦略の一環。包括的業務提携。
IN-IN	高崎製紙	紙パ	三興製紙	紙パ	合併	99/2	-	高崎製紙(三井物産系)と三興製紙(伊藤忠系)が合併。事実上の王子製紙グループ入り。	
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)。GECキャピタルは総合リース事業で日本に本格進出。
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の資本参加。救済的。
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。

(備考) 1. レコフ「MARR」、各社有価証券報告書により作成。

2. 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。

¹⁶⁾ AT&TのケースはNTTドコモの05年3月期の有価証券報告書、KPNのケースは06年3月期の有価証券報告書による。NTTドコモは、海外携帯事業の抜本的な見直しをはかるべく両社に加え、ハチソン3GHDの保有株式を売却している。

図表9 99年から01年までの主要なM&Aの事例(続)

(2) 00年

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	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	ベリオ	通信・放送	買収	00/8	6000	T O B。インターネットサービス事業のベリオを買収。米国へ参入。
		NTTドコモ	通信・放送	K P N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。
	IN-IN	三菱商事	総合商社	ローソン	スーパー・コンビニ	資本参加	00/1	1700	親会社のダイエーより株式を取得。三菱商事の物流・マーケティング機能等を活用し、電子商取引を活性化させようとする戦略(ドットコム戦略)の一環。
	OUT-IN	パシフィック・センチュリー・サイバーワークス	通信・放送	光通信	通信・放送	資本参加	00/2	1100	アジアでのネット事業の展開で提携関係を強化。
IN-OUT	光通信:重田社長	通信・放送	パシフィック・センチュリー・サイバーワークス	通信・放送	資本参加	00/2	1100	携帯電話販売等。アジアでのネット事業の展開で提携関係を強化。	
産業再編	IN-IN	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。
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	B T等に続き、ボーダフォンも資本参加。J Rから外資主体の経営へと転換。	
救済・成長戦略	OUT-IN	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。
再生	OUT-IN	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(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(再生型)		アイフル、住友信託銀行	その他金融	ライフ	その他金融	買収	00/10	1020	会社更生中の信販大手、ライフを買収し子会社化。
		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。

(3) 01年

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	OUT-IN	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。
	IN-IN	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。
成長戦略	IN-IN	オリックス信託銀行[オリックス]	銀行	朝日生命保険	生保・損保	営業譲渡	01/9	1400	朝日生命は住宅ローン事業を縮小、本業に資源を集中(選択と集中)。
		野村証券:英国法人	証券	ル・メリディアン	不動産・ホテル	買収	01/5	3250	高級ホテルチェーン「ル・メディアン」を買収し、買収済みの英ホテル「プリンスパル」と統合。
	IN-OUT	古河電気工業、コムスコープ	非鉄・金属製品	ルーセント・テクノロジー	電機	営業譲渡	01/7	2800	光ファイバー事業の強化。
		野村証券:英国法人	証券	バス	食品	営業譲渡	01/2	1060	英国における最大のパブオーナーとなる。手数料収入がねらい。
OUT-IN	F・ホフマン・ラ・ロシュ	医薬品	中外製薬	医薬品	買収	01/12	1550	規模拡大。	
救済・成長戦略	OUT-IN	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。
		マニュライフ・センチュリー生命保険	生保・損保	第百生命保険	生保・損保	営業譲渡	01/1	1470	経営破綻した第百生命から保険契約を営業譲渡。
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。

02年の個別事例は図表10に示されている。これによると、02年は不良債権問題の抜本的解決を目指した「金融再生プログラム」が発動されたこともあり、銀行がDES(デッド・エクイティ・スワップ¹⁷⁾)を使って取引先への出資を拡大し、経営再建を目指した案件が多い。具体的には、UFJ銀行(現在は三菱東京UFJ銀行)等によるダイエー支援、みずほコーポレート銀行によるオリエントコーポレーション、いすゞ自動車支援等が挙げられる。投資会社のM&Aについては、99年にリップルウッド・ホールディングスが日本長期信用銀行(一時国有化)を買収するといったケースが上位にランクインした後、02年は再び投資会社によるM&A案件(米系ファンドのローンスターが旧長銀系ノンバンクのファーストクレジットを買収)が上位にランクインしている。ファンドは、資金提供だけではなく、取締役を派遣し、経営再建に着手する。メインバンク制や株持ち合いと明らかに異なるのは、ある一定の投資期間を経たのちに、株を売却し利益を得ようとする点にある。

03年も02年と同様、銀行および投資会社による事業再生案件に加え、預金保険機構によるりそなホールディングス、足利銀行への公的資金投入¹⁸⁾など、再生事業における官のプレゼンスの高まりが確認された年となった。なお、投資会社については、総取引件数に占めるシェアをみると、02年には1.5%程度であったが03年には5.5%と急上昇し、件数ベースで投資会社のプレゼンスが高まっていることも確認されている¹⁹⁾。投資会社の案件をみると、サーベラスによるあおぞら銀行買収、コロニー・キャピタルによる福岡ダイエー・リアル・エステートの買収、リップルウッド・ホールディングスによる日本テレコム買収といった案件が上位にランクインしている。コロニー・キャピタルのケースは、同社の再生という意味合いに加えてダイエーの福岡事業(福岡ドーム等)を担う福岡ダイエー・リアルエステートを売却することで、ダイエーが本業に資源を集中することを促すといった側面も持っている。また、リップルウッド・ホールディングスのケースも、ボーダフォン傘下の固定電話・データ通信事業を担う日本テレコムを売却することで、ボーダフォンが携帯電話事業に資源を集中することを促した案件である。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、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(パイアウト型)も担っていたと考えられる。

¹⁷⁾ 借入金の株式化。

¹⁸⁾ 同ケースは株主責任が問われるか否かで違いがある。足利銀行に対しては、預金保険法第102条の「第三号措置」が適用され、経営責任に加え株主責任も問う「一時国有化」が選択された。これは、長銀や日債銀に適用された金融再生法に基づく「一時国有化」措置と同様の措置である。一方、りそなホールディングスに対しては、預金保険法第102条の「第一号措置」が適用され、経営陣は退陣するものの株主責任は問われない「国による資本増強」措置であった(詳しくは片岡(2004)を参照)。

¹⁹⁾ 図表6参照。

図表 10 02・03年の主要なM&Aの事例

(1) 02年

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	オリエントコーポレーション	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。
		大和銀行、中央三井信託銀行、みずほコーポレート銀行	銀行	長谷工コーポレーション	建設	出資拡大	02/8	1500	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 [みずほファイナンシャルグループ]	銀行	いすゞ自動車	輸送用機器	出資拡大	02/10	1000	DES（デット・エクイティ・スワップ）による出資拡大。みずほ、GMより経営陣を派遣し、経営再建を図る。
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、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とのこと。
成長戦略	IN-IN	エニックス	ソフト・情報	スクウェア	ソフト・情報	合併	02/11	1309	日本の大手ゲームソフトメーカー同士の合併としては初。規模拡大を狙う。
	IN-OUT	日立製作所	電機	IBM	電機	営業譲渡	02/4	2500	米IBMからHDD事業を買収。規模拡大。
	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。

(2) 03年

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一号。
		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。
		石油公団	石油・石炭	ジャパン石油開発	石油・石炭	買収	03/7	1194	民事再生法申請中の同社をDES（デット・エクイティ・スワップ）により買収。
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	オリエントコーポレーション	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	日産ディーゼル工業	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。
		UFJ銀行 [UFJホールディングス]	銀行	日本信販	その他金融	買収	03/11	1000	経営再建中の日本信販を買収。UFJは個人事業部門の強化を図る目的。2005年10月にUFJカードと日本信販は合併。
		UFJ銀行 [UFJホールディングス] など	銀行	ミサワホームホールディングス	建設	資本参加	03/10	1000	ミサワホームホールディングスは経営再建中。
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	三井住友ファイ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（ハイブ）	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	花王	化学	カネボウ	化学	資本参加	03/10	2500	化粧品事業の統合（その後、産業再生機構が買収に名乗りを挙げたためカネボウはいったん白紙撤回した）。
		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。
	IN-OUT	三井物産	総合商社	バレーパール	鉱業	資本参加	03/4	1000	鉄鉱石世界最大手のリオドゼを傘下にもつ同社に資本参加。鉄鉱石権益の確保。
グループ内再編	IN-IN	松下電器	電機	松下電工	電機	買収	03/12	1462	グループ内の同社をTOBにて買収。連結子会社化。

(備考) 図表9に同じ。

04 年は公表金額ベースでは過去最高を記録し、多くの大型案件がランクインした（図表 11 参照）。引き続き、官²⁰、金融機関を中心とした再生案件、投資会社による「選択と集中」を促すような案件²¹に加え、商法改正をにらんだ製薬業界の再編（山之内製薬と藤沢製薬工業の合併）、金融業界再編とそれに絡む敵対的買収への防衛策がみられた。産業再編的な M&A は中長期的な企業成長を見据えた上での動きでもあり、従来の再生案件中心の時代が転換点に来ていることを示している。また、日本の M&A を振り返ると、比較的友好的な M&A が多いというのが特徴であったが、04 年は三菱東京フィナンシャル・グループと UFJ ホールディングスの統合に絡み、UFJ 信託銀行をめぐる住友信託銀行との攻防²²、三井住友フィナンシャルグループの UFJ 側への統合打診（敵対的な提案）、敵対的買収に備えた三菱東京フィナンシャル・グループによる UFJ 銀行への資本参加といった敵対的な M&A の動きがみられており、買収企業側の姿勢にも変化がみえる年であった。

05 年は、国内事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（図表 12 参照）。具体的には、国際石油開発と帝国石油が共同持株会社を設立し経営統合を行う案件や、花王がカネボウ化粧品を獲得する案件などが挙げられる。ランキングをみると、国内同業同士、かつ、「多角化」というよりは「既存事業強化型」の M&A 案件が多いことがわかる²³。なお、投資会社関連では、昨年²⁴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。これは、投資先企業に経営陣を送り企業価値を向上させ、一定期間（このケースでは 3 年）保有したのち、必要な会社に売却（Exit）するという投資会社のビジネスモデルが確認された案件である。楽天が TBS へ資本参加を行うなど敵対的な案件が引き続き生じる中、防衛策を取る企業が再び上位に複数ランクインしている。ワールドやポッカによって行われた株式の「非公開化（MBO）」は究極の防衛策であり、イトーヨーカ堂とセブンイレブンジャパンの共同持株会社設立は、資本関係のねじれ（自社の時価総額が親会社の時価総額を上回る）を解消し、敵対的買収に備える動きといえる。

06 年上期も 05 年の流れを引き継ぎ、「既存事業強化」によるシナジー効果を狙った M&A や防衛策的な M&A が上位にランクインしている（図表 13 参照）。個別にみると、シナジー効果を狙った M&A としては、IN-IN（セブン & アイ・ホールディングスが食品スーパー事業

²⁰ 産業再生機構によるカネボウ、ダイエーへの支援等。

²¹ カーライル・グループと京セラ、KDDI のコンソーシアムが出資する受け皿会社が DDI ポケットの PHS 事業を取得。KDDI は携帯事業 au に資源を集中。

²² UFJ 信託銀行は当初、住友信託銀行との統合を発表していたが、UFJ ホールディングスと三菱東京フィナンシャル・グループとの合併の関係上、これを白紙撤回。その後、三菱信託銀行と合併し、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ傘下となった（05 年 10 月）。

²³ 農林中金と三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、バンダイとナムコ、セブン & アイ・ホールディングスとミレニアムリテイリングなど、異業種同士の M&A もランクインしている。ただし、以前のようなまったく土地勘のない業種というよりは、比較的近い業種同士で新たな顧客獲得等の目的のために M&A を行っている。

²⁴ 03 年に日本テレコムを買収したリップウッド・ホールディングスが 04 年にソフトバンクに同社株式を売却したケース。

の強化のためにヨークベニマルを買収するケース)のみならず、東芝のウエスチングハウス買収、日本板硝子のピルキントン買収など、大型の IN-OUT 案件が上位にランクインしている。

以上をまとめると、近年の日本の M&A においては、90 年代後半はシナジー効果を狙った通信業界、金融業界における産業再編的な M&A が活発化し、その後は国内外金融機関、官等による企業価値顕在化を目指す再生案件が増加した。再生ビジネスに関しては、投資会社も重要な役割を担ってきたが、彼らの役割としては、事業再生だけではなく、成熟企業の「選択と集中」を促すといった側面（バイアウト型）も持っていたといえる。足元においては企業の財務状況が改善する中、事業会社におけるシナジー効果を狙った攻めの M&A が増加している。業態をみると、同業同士のものが多いが、異業種同士の場合もある。ただし、比較的近い業種同士での M&A が多い（ex セブン & アイ・ホールディングスとミレニアムリテイリング）。加えて、投資会社が過去の投資案件を売却（Exit）するような案件もみられ、取締役の派遣を含めて事業再生に取り組み、企業価値向上が認められた段階で売却するという投資会社のビジネスモデルが定着してきているように見える。また、今までは比較的友好的な M&A が多かったが、企業価値向上のためには敵対的な M&A も辞さないといった動きも出てきている。こうした中、株式の非公開化、株持ち合い比率の引き上げといった防衛策を導入する企業、導入を検討する企業も増えてきている。

図表 11 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	カネボウブティック (化粧品事業分限会社)	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、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	メルリリンチ	証券	ミツビシ・モーターズ・クレジット・オブ・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	三菱自動車の北米事業再編の一環。メルリリンチへ一部資産を売却し、新規に合弁会社を設立。
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(ハイブリット)	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[日興プリンシパル・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	日興コーディアルグループ傘下の投資会社(日興プリンシパル・インベストメンツ)は全額出資子会社NPIホールディングスを通じて同社を買収。
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	8401	医薬品3位の山之内と5位の藤沢薬品工業が合併。生き残りをかけて国内外再編を図る。「アステラス製薬(2005年4月設立)」。
		大日本製薬	医薬品	住友製薬(住友化学子会社)	医薬品	合併	04/11	2269	効率性改善、規模拡大(2005年10月成立)。
	IN-OUT	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につぐ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。
		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。
		三菱東京フィナンシャル・グループ	銀行	アコム	その他金融	出資拡大	04/3	1379	消費者金融ビジネスへ本格参入。
		新生銀行	銀行	アプラス	その他金融	買収	04/9	1000	UFJ傘下のアプラスを買収。中核ビジネスであるノンバンクビジネスの強化。
	IN-OUT	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	パートナー会社と設立したコンソーシアムがMGMを買収。映画事業の強化(2005年4月成立)。

(備考) 図表 9 に同じ。

図表 12 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、ユニゾン・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)。国内化粧品最大手の資生堂を追撃。
		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	J A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	05/5	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。
		米国住友商事	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ヤ販売事業の強化。
		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	ミレニアムリテイリング(そごう、西武百貨店持株会社、野村プリンシパル・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決。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。

(備考) 図表 9 に同じ。

図表 13 06 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
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	O Y L 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ッケイ・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	ビルキントン	窯業	買収	06/2	6160	完全子会社化。ビ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。
	IN-IN	三井住友フィナンシャルグループ	銀行	SMB C フレンド証券	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。
		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 (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) 図表 9 に同じ。

第2章 買収企業のM&Aと設備投資の関係

近年のM&A市場の拡大をみると、M&Aが経営戦略上の選択肢として一般的になってきていることを示すと考えられるが、一方で、自ら設備投資を行うという選択肢も企業の成長を実現するための重要なツールである。それでは、企業が中長期的な成長戦略のもと「攻め」の姿勢を取るようになった場合、M&Aと設備投資はどういった関係にあるのだろうか。以下では、企業のM&Aと自前の設備投資の判断をみるために、05年11月実施の日本政策投資銀行「2005・2006年度設備投資計画調査」²⁵と付帯調査²⁶を用いて両者の関係について検討することとする。

11月の日本政策投資銀行の「設備投資計画調査（本調査）」は、当年度（05年度）の設備投資実績見込額と翌年度（06年度）の計画額を単体ベースで調査している。付帯調査は、質的調査であり、各社の「他社からの資産・事業部門の買収」について具体的な計画がある（もしくは関心がある）といったM&A関連の質問項目について調査している²⁷。各社の設備投資計画とM&Aの有無に関して調査した個票統計は皆無であり、この統計を用いることで両者の関係を把握することが可能となる。ただし、本調査のデータは量的データであるため、質的データに変換する必要がある。そこで、05年度の場合は04年度実績対比、06年度の場合は05年度計画対比で「増加」、「減少」、「横ばい」と質的データに変換し、付帯調査とクロス集計を行い、企業のM&Aと設備投資との関連性についてみることにする。

結果は図表14、図表15に示されている。「具体的な計画がある」と回答した企業のうち、今年度実績見込（05年度）の設備投資が増加する企業と減少する企業のシェアは拮抗しているが、「具体的な計画はないが関心はある」と回答した企業までカバレッジを広げると、増加する企業のシェアの方が高くなっている。来年度の設備投資計画（06年度）との関連性についてみると、「具体的な計画がある」と回答した企業のうち、「設備投資は増加する見通し」と回答した企業の方が「減少する見通し」と回答した企業のシェアを上回っているが、「増加」は「横ばい」と回答した企業のシェアと拮抗している。「関心がある」と回答した企業までカバレッジを広げると、「横ばい」のシェアが最も高く、「増加」とあわせると「減少」のシェアを上回っている。

²⁵ 56年より実施。対象企業は資本金10億円以上の民間法人企業で事業基準分類では4,249社。回答会社数は3,291社、回答率は77.5%。同調査では、設備投資は自社の有形固定資産の取得を指しており、中古資産の買い取りも設備投資に含めている。なお、事業基準分類で調査を行っているということは、主業プラス兼業（多角化している場合）を調査対象としていることを示す。

²⁶ 正式には「設備投資行動等に関する意識調査」。調査対象企業は資本金10億円以上の3,592社。回答会社数は1,732社、回答率は48.2%。回答期限は05年11月10日。

²⁷ 付帯調査の設備投資は主業ベースの回答。

図表 14 設備投資（05 年度）と M&A の関係

(単位：%)		他社からの資産・事業部門の買収			計
		具体的な計画あり	計画はないが 関心あり	関心も計画も なし	
05年度の設備投資 計画額（04年度実 績対比）	増加	2.1	20.1	35.9	58.0
	減少	1.7	11.9	27.8	41.4
	横ばい	0.1	0.1	0.3	0.5
計		3.9	32.1	64.0	100.0

図表 15 設備投資（06 年度）と M&A の関係

(単位：%)		他社からの資産・事業部門の買収			計
		具体的な計画あり	計画はないが 関心あり	関心も計画も なし	
06年度の設備投資 計画額（05年度計 画対比）	増加	1.8	8.3	16.4	26.4
	減少	0.8	7.4	18.0	26.2
	横ばい	1.6	15.6	30.2	47.4
計		4.1	31.3	64.6	100.0

（備考）図表 14、図表 15 はいずれも日本政策投資銀行「2005・2006 年度設備投資計画調査」により作成。

以上より、M&A を経営戦略上の一選択肢として関心を持っている企業の当該年度（05 年度）の単体ベースの設備投資は「増勢」、来年度については「増加」もしくは「横ばい」見通しが大勢で、少なくとも「減少」とみている企業のシェアは低く、来年度の設備投資意欲は「積極的」か「中立」であることがわかった。

但し、「具体的な計画がある」と回答した企業に焦点を絞ると、05 年度の設備投資は、「増加」もしくは「減少」のどちらかに一意には決まっているわけではなく、06 年度についても「増加見通し」が「減少見通し」を上回っているが、「横ばい」のシェアも高い。そもそも、「具体的な計画がある」と回答したとしても、調査該当年度である 05 年度中に計画が実施されるかどうかは明らかではない。

そこで、05 年度および 06 年度ともに「増加（減少）」と判断している企業と「具体的な計画がある」と回答した企業とをクロス集計したところ、「具体的な計画がある」と回答した企業に占める「増加」の割合は 44% となり、「減少」の割合を 35% 程度上回る結果となった（図表 16 参照）。アンケート調査であるため、結果については幅を持つてみる必要があるが、前章の個別案件での整理でも触れたように、05 年は中長期的な成長戦略のもと「攻め」の M&A が大勢を占めた時期であり、この時期の調査で M&A の計画があると回答した企業の設備投資意欲は積極的な状況が続くことを示した本結果は、企業が拡大路線にある場合、成長戦略

上の選択肢として M&A と設備投資が相互補完的である可能性を示唆している²⁸。

図表 16 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) 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。

²⁸ 学術研究の中には、米国に関する研究で 90 年代後半から 00 年にかけて IT 投資を中心として設備投資が増加する中、IT 業種を中心に M&A が活発化したとの報告もある(山下・石崎(2003))。

第3章 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

第1章でみたように、事業会社および金融機関同士の M&A の事例をみると、買収企業はシナジー効果等を狙って M&A を行っていると考えられるが²⁹、実際に企業のパフォーマンスの改善に貢献しているのだろうか。本章では、事業会社同士の M&A、特に合併買収、営業譲渡を対象として、M&A を行った買収企業（営業譲渡の場合は譲渡側も含めて）のパフォーマンスに改善効果がみられたのかどうかにつき実証分析を行う。

1. 先行研究と検討課題

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の蓄積は少ない³⁰。長岡（2005）では、上場事業会社同士の合併買収によるパフォーマンスの変化について実証研究を行っている。その分析結果によると、合併買収後に売上成長率は改善するが、対等合併の場合はかえって売上成長率を押し下げる要因として働いていると指摘されている。また、経営者の自社株式保有比率が高い場合は対等合併でも企業パフォーマンスを改善させるように働く、つまり対等合併の場合、経営陣のイニシアティブが M&A の成否に影響するとの結果も得ている。また、経営統合に絞った分析としては、信用金庫を対象とした Hosono,Sakai,Tsuru（2006）が挙げられる。彼らの分析では、統合によるパフォーマンスの改善を、統合前の買収企業と被買収企業の財務指標を加重平均して作成した指標と統合後の財務指標との差で示し、改善効果は買収企業と被買収企業とのパフォーマンス差が大きいほど高いことが示されている。彼らによると、これは買収企業の優れた経営資源が統合後の組織に反映された³¹ためであると指摘しているが、合併でも買収企業と被買収企業のパワーバランスが拮抗していない方が統合による効果を高めることができると解釈することもできる。

長岡（2005）では、いくつかの問題点も残されている。売上成長率の他に、雇用成長率、営業利益率の合併買収後の改善効果がみられるかどうかについても検証しているが、雇用成長率、営業利益率で有意な改善効果は確認されていない。財務指標によって改善効果が明確でないならば、M&A によるパフォーマンスの改善効果がロバストだとは言えない。また、M&A は合併買収企業のバランスシート上の資産負債項目の移転を伴う。合併の場合は2社が1社になるため売上成長率は単純に上昇するだろう。そこで本稿では収益性の代理変数として ROA を最も重視し、ロバストネスチェック（結果の頑健性チェック）の意味も含めて、収益性の代理変数として、他に売上高営業利益率（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）を採用し、M&A の改善効果をみることに

²⁹ 05年11月の設備投資計画調査の付帯調査で、他社からの資産または事業部門の買収の計画について「具体的な計画がある」および「関心はあるが具体的な計画はない」と回答した企業のうち、「他社からの資産または事業部門の買収を行う理由」で最もシェアが高かったのは「資産以外に商圏・ノウハウ・従業員等も得られるから」であった。

³⁰ 被買収企業の分析としては浅羽（2005）、深尾・権・滝澤（2006）。

³¹ Hosono,Sakai,Tsuru（2006）で指摘されているように、これは「The relative performance hypothesis」と呼ばれる仮説であり、詳しくは Akhavein,Berger and Humphrey（1997）を参照のこと。

する。

先行研究をみると、被買収企業をグループ内とグループ外とで明示的に分けて分析したケースは少なく、買収企業を対象とした分析は皆無である³²。親会社と子会社（もしくは筆頭株主と関連会社）といった強固な資本関係が事前に存在する場合、両社のパワーバランスは明確で³³、被買収会社に対する情報もグループ内企業の方が多いと推察される。この仮説が正しければ、グループ内 M&A の方がパフォーマンスの改善効果が高いとの結果が得られるだろう。また、被買収企業が上場しているか否かは M&A 以前に市場からの規律付けがあったかどうかを示す。上場の有無も M&A の効果に違いをもたらす可能性がある。従って、本稿では被買収企業がグループ内外、上場非上場企業である場合に分けて推計を行うこととする³⁴。

³² 深尾・権・滝澤（2006）ではグループ内 M&A とグループ外 M&A を区別して被買収企業のパフォーマンスの改善の有無を検証しているが、両者とも統計的に有意でない結果となっている。

³³ 05 年 11 月の設備投資計画調査の付帯調査の「企業グループとしての意志決定」に関する質問項目結果をみると、設備投資・資金調達の意志決定について「子会社の裁量に任せている」ケースは全産業ベースで 15%程度にとどまっており、残り 8 割強は「緩やかな裁量は与えるものの親会社の意志決定で変更を指示する場合がある（56%）」と「グループで一元管理を行っている（29%）」となっている。子会社に対する親会社の権限がある程度は確保されている。

³⁴ 具体的には、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の 4 ケースである。

2. 利用データと定式化

本稿で分析の対象とするのは合併買収（除く対等合併）と営業譲渡（取得側と譲渡側）である³⁵。企業財務データについては日本政策投資銀行「企業財務データバンク」を用いる。対象となるのは、東京、大阪、名古屋の証券取引所第1部、第2部に現在上場している企業（除く金融・保険）で、データ期間は80年から04年までである。また、M&Aに関する情報は88年から02年まではレコフ「日本企業のM&Aデータブック」、03年のデータはレコフ発行の月刊誌「MARR」より収集した。以下では、両データをあわせてM&Aを行った企業とそれ以外の企業の財務データをプールして分析に用いている³⁶。なお、分析手法は個別企業の特性を考慮した固定効果モデルを採用している。

具体的な推計モデルは以下のとおりである。

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 * M \& ADummy1_{i,t} + \beta_2 * M \& ADummy2_{i,t} \\ + \beta_3 * Asset_{i,t-1} + \beta_4 * Salegrowth_{g,t} + \sum_x \beta_x * YearDummy_{x,t} + e_{i,t}$$

i : company, t : year, g : industry

被説明変数 $Y_{i,t}$ は企業パフォーマンスを示す財務指標であり、前節でも指摘したように、ROA³⁷、売上高営業利益率(Profit)、労働生産性(Labor Productivity)³⁸、売上高経費率(Cost)を用いる。用いるデータは各企業の財務データを時系列で並べたパネルデータであるため、 $Y_{i,t}$ はi企業のt時点における財務指標を示す。説明変数としては、 $M \& ADummy1_{i,t}$ (M&A アナウンス年ダミー)、 $M \& ADummy2_{i,t}$ (M&A アナウンス年後ダミー)の他に、 $Asset_{i,t-1}$ (実質総資産(対数1期ラグ))、 $Salegrowth_{g,t}$ (名目売上高成長率)、 $YearDummy_{x,t}$ (年ダミー)を採用している。本論文では、M&Aの有無を示すダミー変数として、アナウンス時点のみを1としたダミー変数($M \& ADummy1_{i,t}$)とアナウンス年後を1としたダミー変数($M \& ADummy2_{i,t}$)の2つを導入している。これは、M&A アナウンス時点においては、企業はM&Aにむけて多大なコストを払っている可能性が高く、企業パフォーマンスには負の影響を与えていると推察されるが、現実には組織再編・人材面等での改革は段階的に行われ、M&Aの効果も徐々に表れると考えられるからである。以上の仮説が正しければ、係数 β_1 の符号はマイナス、係数 β_2 の符号はプラスとなると期待される。なお、企業の成長はM&Aのみで達成されるわけではない。今回の定式化ではM&Aによる企業のパフォーマンスの改善効果を純粹に取り出すために、その他の要因をコントロールするための変数をい

³⁵ 対等合併を含めない理由は、対等合併が、相互の経営陣によって共同経営形態を実質的に維持したいがために、結果として企業統治が非効率になってしまう可能性がある」と先行研究(長岡(2005))で報告されていることによる。

³⁶ 異常値は売上高伸び率が±100%以上(以下)の場合と定義し、対象データから取り除いている。

³⁷ ROAは、(営業損益+営業外収益)/総資産。

³⁸ 労働生産性は、付加価値額【営業損益+人件費+賃借料+租税公課+特許使用料+減価償却費】/従業員数をGDPデフレーターにて実質化した上で対数をとった。

くつか導入している。まず、企業規模が既に大きければ企業の成長は成熟段階に至っていると考えられる。成長のスピードが鈍化している可能性を考慮すべく $Asset_{i,t-1}$ を導入した。また、産業全体の盛衰やマクロ全体の景気も企業パフォーマンスに影響を与える。この点をコントロールするために、各産業の名目売上高成長率 ($Salegrowth_{g,t}$) を前者の代理変数として、年ダミー ($YearDummy_{x,t}$) を後者の代理変数として導入した。

3. 合併買収の財務改善効果の検証

1 節で指摘したように、買収企業の財務の改善効果が被買収企業の特性によって違いが生じるかどうかにつき、以下では、被買収企業がグループ内外、上場非上場企業にわけて推計している。

被買収企業がグループ内外で、上場企業であるケースの推計結果は図表 17 にまとめられている。まず、ROA の改善効果を見ると、合併買収アナウンス年はグループ内外ともに負の影響を及ぼしていることが確認されたが（ただし、グループ内は統計的に有意ではない）アナウンス年後はグループ内 M&A において有意な改善効果（0.5%）が確認されている。売上高営業利益率の推計結果を見ると、M&A 関連ダミーはすべて有意であり、M&A 後の収益改善効果はグループ内で 2.4%、グループ外で 1.1%と差が出ている。その他、生産性、コスト面での改善効果もグループ内（グループ外）で 0.09%（0.04%）、-2.6%（-0.8%）と、グループ内外で差はあるものの、共に有意な結果が確認されている。

次に被買収企業がグループ内外で、非上場企業であるケースについて検討する（図表 18 参照）。結果を見ると、M&A 後ダミーが有意にプラスに出ているのはグループ内の ROA、売上高営業利益率、労働生産性である。グループ外については有意な結果はなく、ROA、売上高営業利益率、労働生産性では符号がマイナスとなっている。

さらに、上場企業と被上場企業という軸で M&A 後ダミーの係数を比較すると（図表 17、図表 18 の比較）、グループ内では、ROA は共に有意で係数の値に大きな違いはないものの、上場企業の方が値の信頼性が高く、売上高営業利益率、労働生産性、売上高経費率においては、上場企業を合併買収した方が+1.7%、0.04%、-2.1%程度改善効果が高いことが確認される。グループ外で係数を比較すると上場企業の方が有意にプラスで改善効果が高くなっており、そもそも非上場企業を買収するケースで有意な結果は得られていない。

以上から、グループ内外・上場非上場のすべてのカテゴリーの中で買収企業における財務の改善効果が有意で最も高かったのは、被買収企業がグループ内企業で上場しているケースであった³⁹。同ケースは、ROA 以外の売上高営業利益率、労働生産性、売上高経費率においても M&A 後の改善効果が最も高いことが確認されており、改善効果のロバストさも備わっている。次に、グループ内外のカテゴリーでみると、上場非上場問わず、総じてグループ内 M&A のパフォーマンスの改善効果が高く、上場非上場のカテゴリーでみると、グループ内外を問わず、おおむね上場企業の改善効果が高いことが実証された。

以上の結果は前節で述べた仮説が正しかったことを示している。親会社と子会社（もしくは筆頭株主と関連会社）の関係にあるということは、パワーバランスが明確であることを示す。被買収企業に関する情報は、M&A によるシナジー効果を最大化する上で重要であろう

³⁹ 本稿では、M&A の効果を見る場合、資産効率（ROA）の改善が生じたか否かが最も重要な判断材料としている。ROA の改善効果を見ると、被買収企業がグループ内で上場企業であるケースよりもグループ内だが非上場企業であるケースの方が若干数字は高い。しかし、有意性は前者の方が上回るため、このような判断としている。

が、グループ内企業である場合は、親会社から子会社への取締役などの派遣を通じて財務諸表以外の情報の蓄積も進んでいる。上場企業は、株式市場からのモニタリングによって本来は市場規律が働く環境にある。被買収企業がグループ内で上場しているケースの改善効果および結果の信頼性が最も高いという実証結果は、パワーバランスの明確さ、事前の被買収企業に関する情報量、市場規律の有無が買収企業の M&A によるパフォーマンスの改善に重要な影響を及ぼしていることを示している。すなわち、パワーバランスが明確で買収企業に被買収企業の情報が事前に蓄積されていれば、組織再編が買収企業主導で行われ、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くなり、他方、被買収企業が上場していれば、現場に収益性を意識した行動をとるインセンティブがある程度は備わっていると考えられるため、買収企業のパフォーマンス改善効果が高まることを示していると考えられる⁴⁰。

ではグループ内で上場していない企業を買収する場合とグループ外ではあるが上場している企業を買収する場合、つまり、パワーバランスが明確で被買収企業の事前の情報量を有する企業と、市場からの規律付けのある企業とでは、どちらの企業を取得する方が買収企業にとって改善効果が高いといえるのだろうか。この点を比較するには、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みる必要があるが、本稿で収益性の観点から最も重要視している ROA において、グループ内 M&A の有意な改善効果が確認されている。他、労働生産性をみると、グループ内 M&A における改善効果が有意に高いが、売上高営業利益率では両ケースともに有意ではあるものの、グループ外の改善効果の方が高い。ロバストさという意味では今後の検討を要するが、ROA の結果は、買収企業の M&A の改善効果を高める上で、被買収企業とのパワーバランスが明確で事前に被買収企業の情報を有している方が、被買収企業が上場企業であるということよりも、相対的に重要な条件であることを示唆するものである⁴¹。

被買収企業に関する情報蓄積が買収企業の合併買収の効果を高める上で重要であるとの本稿の実証結果は、被買収企業への関わり方への有益な示唆を与えてくれているかもしれない。すなわち、被買収企業の取得を一気に行うのではなく、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。

上場企業であるということの重要度が相対的に劣るということは、日本の株式市場の未熟さを示しているかもしれない。すなわち、日本の株式市場は、長らく株持ち合い等で長期保有株主が存在し、市場規律が機能していなかった可能性がある。今後、規律づけ機能が向上し、多種多様な株主構成を持つ企業が増えれば、買収企業にとって、被買収企業を選定する

⁴⁰ 内閣府(2004)でも、M&Aが失敗する理由として「組織文化と利害対立」が大きな要素となっていると指摘している。

⁴¹ トーマツコンサルティング「M&Aに関する動向調査(2006年2月)」は、M&Aを経験した企業に対し実施された意識調査(回答企業数104社)である。「ターゲットの選定フェーズにおいて難しいと感じているポイント」という質問の回答をみると、「限られた情報の中での統合効果予想」に加え、「ターゲットの発掘」、「情報量・質の確保」等相手企業に関する情報収集に難しさを感じていることが確認されている。

上で上場企業であることの重要度が増してくると考えられる。

ただし、株式市場の規律づけ機能が向上したとしても、IR 活動等も含めて株式市場への上場コストが高く、すべての優良企業が上場できない状況や戦略的に非上場を選択する優良企業が存在するような状況が今後も存在するとすれば、非上場企業の取得を考える際は、段階的に関わっていく方（資本参加から出資拡大）が買収企業の財務の改善効果を高めると推察される。

図表 17 合併買収 - 被買収企業が上場会社であるケース -

	R O A		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)
Asset	-0.005 *** (0.00)	-0.005 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.090 *** (0.00)	0.090 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)
Salegrowth	0.00002 *** (0.00)	0.00002 *** (0.00)	0.00001 * (0.08)	0.00001 * (0.08)	0.00011 *** (0.00)	0.00011 *** (0.00)	-0.00001 * (0.06)	-0.00001 * (0.06)
Constant	0.173 *** (0.00)	0.173 *** (0.00)	0.010 (0.33)	0.010 (0.30)	7.687 *** (0.00)	7.690 *** (0.00)	1.026 *** (0.00)	1.026 *** (0.00)
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*。

図表 18 合併買収 - 被買収会社が非上場企業であるケース -

	R O A		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)
Asset	-0.005 *** (0.00)	-0.005 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.090 *** (0.00)	0.091 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)
Salegrowth	0.00002 *** (0.00)	0.00002 *** (0.00)	0.00001 * (0.08)	0.00001 * (0.08)	0.00011 *** (0.00)	0.00011 *** (0.00)	-0.00001 * (0.06)	-0.00001 * (0.06)
Constant	0.173 *** (0.00)	0.173 *** (0.00)	0.008 (0.41)	0.008 (0.43)	7.683 *** (0.00)	7.680 *** (0.00)	1.028 *** (0.00)	1.029 *** (0.00)
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*。

4. 営業譲渡の財務改善効果の検証

営業譲渡は企業単位ではなく、事業単位での資産移転を行うものであり、企業間の資源配分を効率化する上で重要な手段といえる。そういった意味で、取得側の改善効果だけではなく、譲渡側の改善効果についても検討する必要がある。

営業譲渡の推計結果は図表 19、図表 20 に示されている。取得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 M&A 後の符号はプラスになっている。以下、ROA 以外の指標の結果につき取得側と譲渡側についてみていく。まず、取得側であるが、M&ADummy2 をみるとグループ外 M&A における売上高営業利益率と労働生産性の改善効果が有意に確認されている。一方、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る。

営業譲渡は会社単位の資産移転ではなく事業単位での資産移転であり、ROA を改善するほどの効果が統計的には確認されないのかもしれないが、他の利益率・生産性指標では取得側だけではなく、譲渡側でもパフォーマンスの改善が確認されている。近年の M&A の目的として「既存事業強化」が多いことをふまえると（図表 21 参照）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 19 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)
Asset	-0.005 *** (0.00)	-0.005 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.091 *** (0.00)	0.090 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)
Salegrowth	0.00002 *** (0.00)	0.00002 *** (0.00)	0.00001 * (0.08)	0.00001 * (0.08)	0.00011 *** (0.00)	0.00011 *** (0.00)	-0.00001 * (0.06)	-0.00001 * (0.06)
Constant	0.173 *** (0.00)	0.173 *** (0.00)	0.008 (0.43)	0.009 (0.39)	7.672 *** (0.00)	7.684 *** (0.00)	1.028 *** (0.00)	1.028 *** (0.00)
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*。

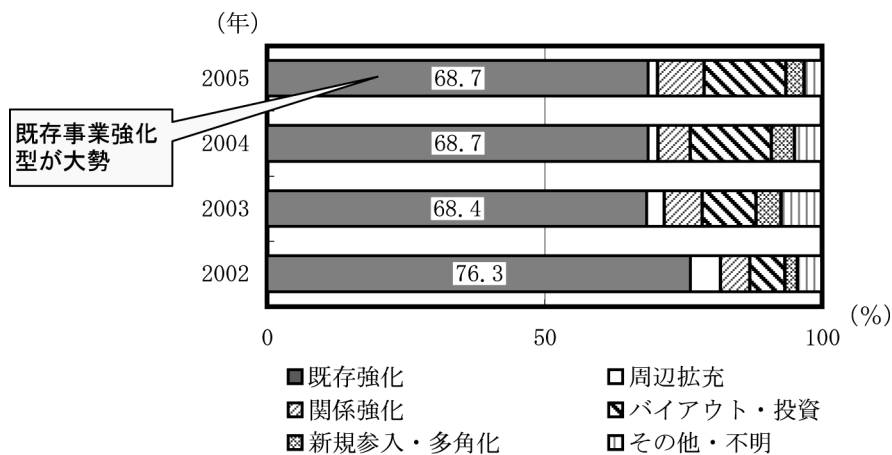
図表 20 営業譲渡 - 譲渡側（上場企業同士）のケース -

	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)
Asset	-0.005 *** (0.00)	-0.005 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.003 *** (0.00)	0.091 *** (0.00)	0.091 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)	-0.002 *** (0.00)
Salegrowth	0.00002 *** (0.00)	0.00002 *** (0.00)	0.00001 * (0.08)	0.00001 * (0.08)	0.00011 *** (0.00)	0.00011 *** (0.00)	-0.00001 * (0.06)	-0.00001 * (0.06)
Constant	0.173 *** (0.00)	0.173 *** (0.00)	0.008 (0.42)	0.008 (0.45)	7.679 *** (0.00)	7.678 *** (0.00)	1.028 *** (0.00)	1.028 *** (0.00)
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*。

図表 21 M&A の目的



(備考) レコフ「MARR」により作成。

おわりに

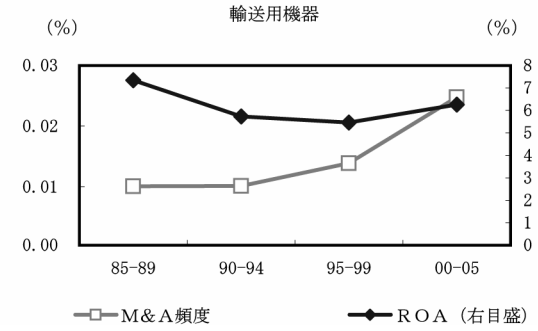
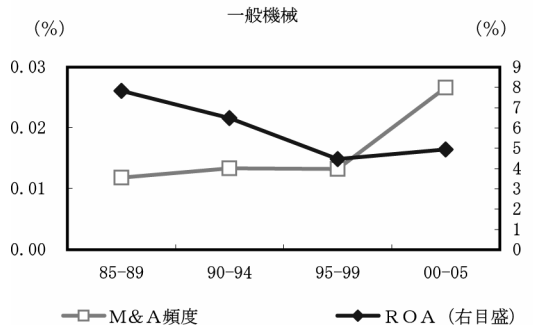
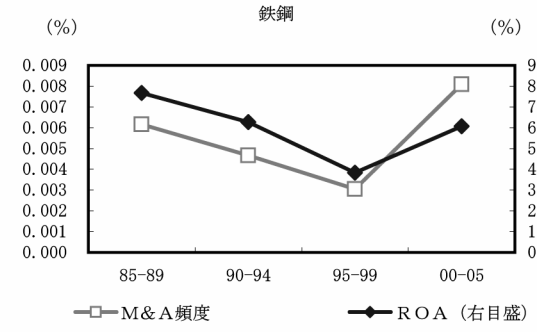
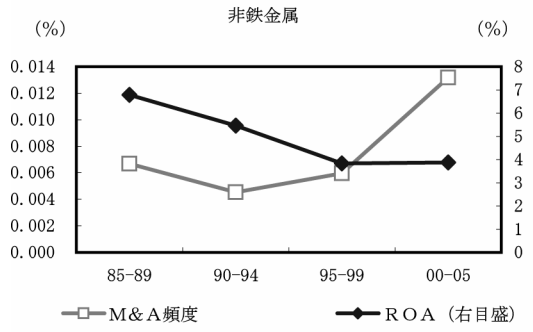
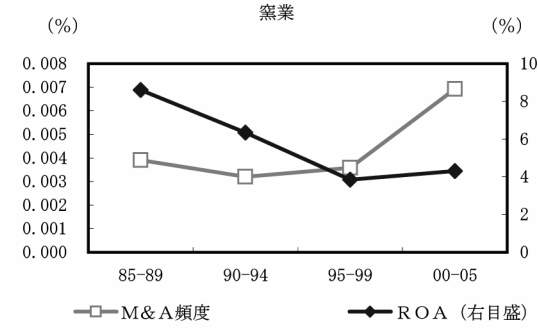
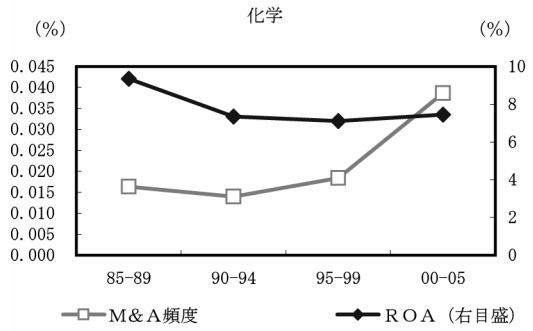
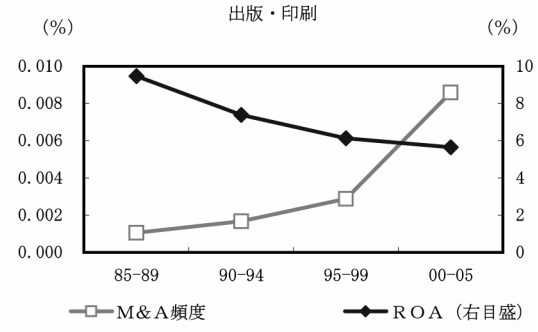
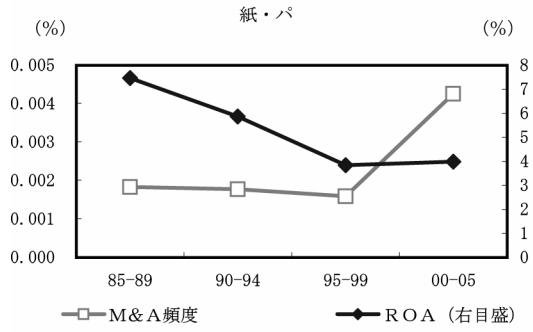
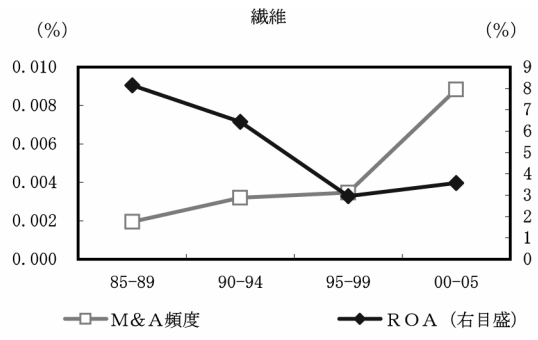
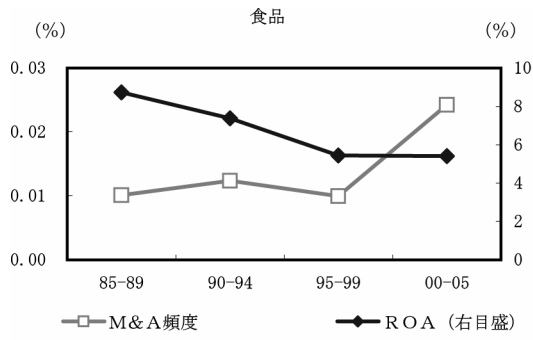
企業の事業再編を促すツールとして、M&A が一般的になってきている。こうした中、M&A が効率的な資源配分を促し、企業の収益性を高めるかどうかについての研究の蓄積は十分ではない。そこで、本稿では、近年のわが国の M&A 市場の実態を明らかにした上で、M&A が買収企業の収益性、生産性等を改善させたかどうかにつき、実証分析を行った。本稿の分析から明らかになった点を再度列挙した上で今後の検討課題について述べる。

- (1) 日本の M&A 市場は、収益性改善への意識の高まり、M&A 取引に関する法制度の整備等を背景に拡大してきたが、企業の誘因を整理すると、シナジー効果、投資会社等による企業価値顕在化(事業再生型、バイアウト型) 防衛策等が挙げられる。大型個別案件を時系列でみると、90年代後半から01年頃は、シナジー効果を狙った産業再編的な M&A や海外進出を目指した案件 02年以降は、官、銀行、投資会社による事業再生案件 05年以降は、中長期的な成長戦略に基づく攻めの案件が主流になるなど、重視される誘因は変化している。
- (2) M&A と設備投資との関係について日本政策投資銀行の設備投資計画調査を用いて検討したところ、M&A と設備投資は代替的ではなく、企業の成長戦略を描く上での重要なツールとして相互補完的である可能性が示唆された。
- (3) 実証分析の結果をみると、合併買収に関しては、被買収企業が グループ内で 上場企業であるケースにおいて、係数の有意性を確保しつつ買収企業のパフォーマンスの改善効果が最も高く、かつロバスト(頑健性)な結果となった。次に、グループ内で非上場企業とグループ外で上場企業の推計結果を比較したところ、前者の方が ROA の有意な改善効果が確認された。これは、被買収企業に対する条件として、パワーバランスの明確さと情報量の方が、市場規律よりも相対的に買収企業の財務の改善効果を高める上で重要度が高いことを示唆している。情報蓄積については、被買収企業へ関わり方(資本参加から出資拡大へと段階的に行うこと)に一つの有益な示唆を与えていると考えられる。市場規律については、日本の株式市場が長らく未成熟であった点を勘案すると、今後規律づけ機能の向上が進めば、被買収企業の選択肢としての重要度が高まる可能性もある。ただし、市場規律の機能が向上したとしても、上場コストや戦略的な問題で非上場を選択する企業が存在していくなれば、被買収企業に対して段階的に関わっていく方が買収企業の財務の改善効果が高まると推察される。
- (4) 営業譲渡については、資産の取得側では、グループ外 M&A にて、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 の目的が「コア事業強化」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を行うことで、取得、譲渡側双方の企業の収益性は改善されることが示された。

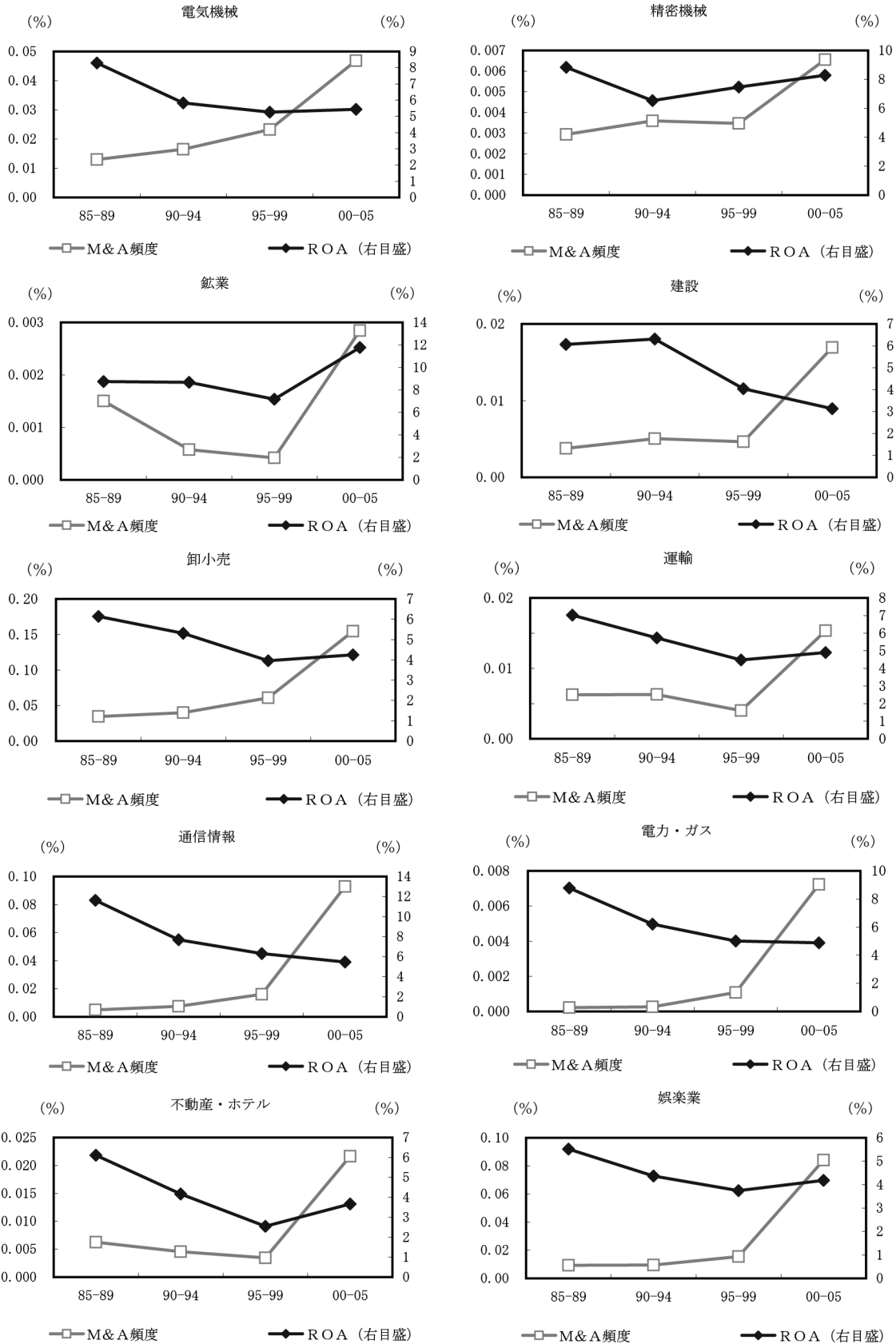
本稿では、買収企業の M&A の財務の改善効果を高める上で重要となる被買収企業の特性や、M&A を成功に導く上で重要となる被買収企業との関わり方についてインプリケーション

ンを示した。ただし、買収企業側の特性（外資系と日系、株主構成等の違い）によって M&A の改善効果が異なる可能性や、M&A の産業全体、経済全体への影響度合いについては検討していない。これらの点については、今後の検討課題としたい。

付図1 産業別 M&A 頻度と ROA

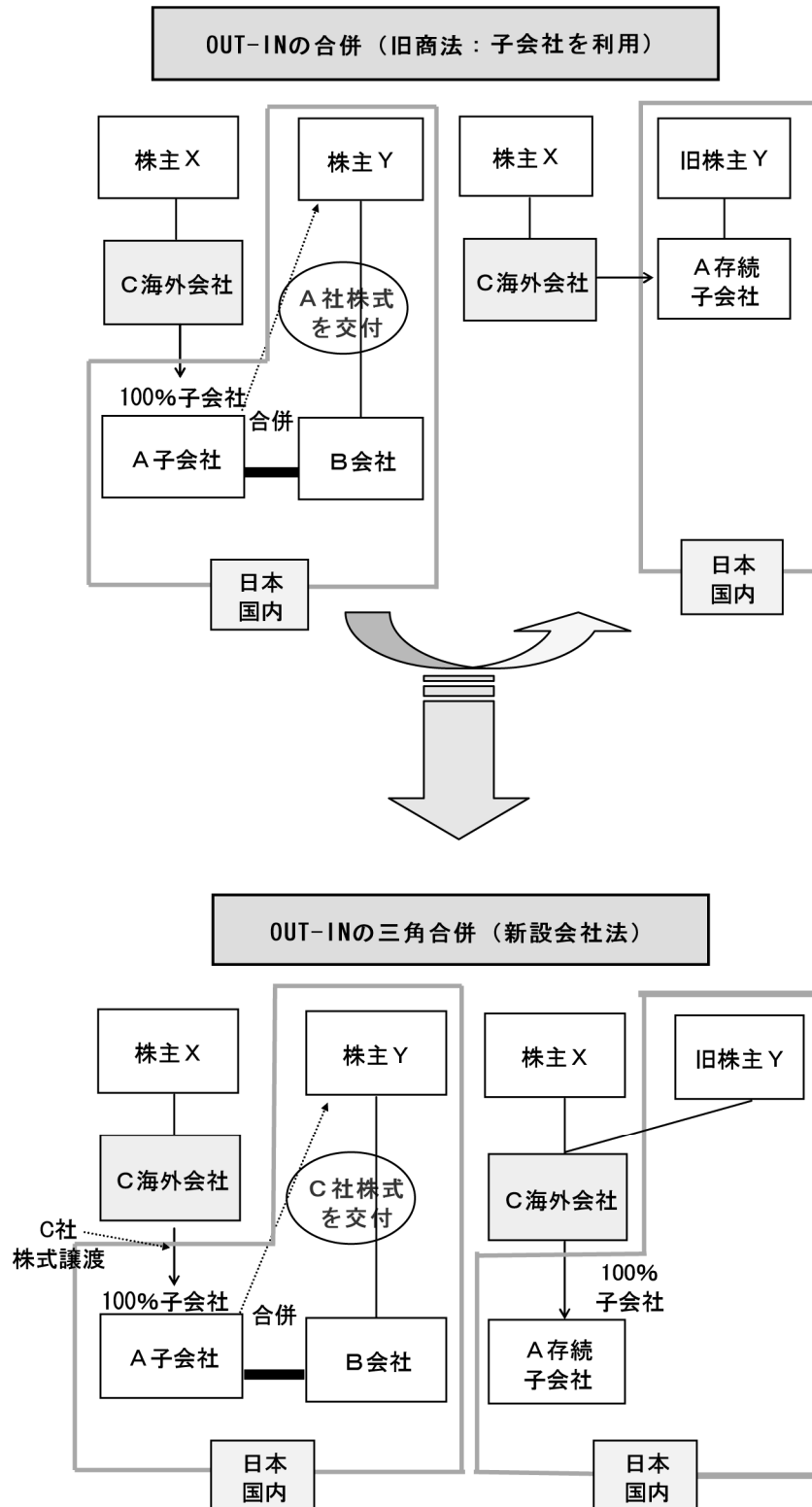


付図1 産業別 M&A 頻度と ROA (続)



(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/当該期間中の企業数。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。

付図2 三角合併（旧商法での子会社を利用した合併との対比）



（備考）「新会社法全条文（前田雅弘、北村雅史編）」等により作成。

【参考文献】

- 浅羽茂、「外資は日本企業を立て直せるか?」、一橋ビジネスレビュー、2005年8月。
- 片岡久議、「第二回ASEMバリ・イニシアティブワークショップ(預金保険制度)」、預金保険研究、2004年9月。
- 鈴木義行、安井淳一郎、越智多佳子、岡田晶也、「M&A実務ハンドブック第2版」、2003年3月。
- トーマツコンサルティング、「M&Aに関する動向調査」、2006年2月。
- 内閣府、「わが国企業のM&A活動の円滑な展開に向けて」、M&A研究会報告、2004年9月。
- 長岡貞男、「合併・買収は企業成長を促すか?管理権の移転対その共有」、一橋ビジネスレビュー、2005年8月。
- 日本政策投資銀行、「2005・2006年度設備投資計画調査報告(2005年11月調査)」、調査、2006年1月。
- 日本政策投資銀行、「M&Aアドバイザー業務の評価」、2003年9月。
- 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆、「M&Aと被買収企業のパフォーマンス:対日M&Aと国内企業間M&Aの比較」、RIETI ディスカッションペーパーシリーズ、2006年3月。
- 前田雅弘、北村雅史編、「新会社法全条文」。
- 山下 裕司・石崎 寛憲、「90年代後半以降における米国企業の投資活動とコーポレート・ガバナンス」、日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ、2003年9月。
- レコフ、「日本企業のM&Aデータブック1988~2002」、2003年2月。
- レコフ、「MARR」、2004年1月 - 2006年8月。
- 渡辺 努、「金融 M&A の経済学」、富士通総研『研究レポート』、2001年6月。
- Akhavain, Berger and Humphrey, "The Effects of Megamergers on Efficiency and Prices: Evidence from a Bank Profit Function", Review of Industrial Organization 12, 95-139.
- Kaoru Hosono, Koji Sakai Kotaro Tsuru, "Consolidation of Cooperative Banks (Shinkin) in Japan: Causes and Consequences", RIETI ディスカッションペーパーシリーズ、2006.

『調査』既刊目録

— 最近刊の索引 —

- 93 (2006.12) 日本のM&A動向と企業財務の改善効果 (2006年12月)
- 92 (2006. 9) 設備投資計画調査報告 (2006年6月)
- 91 (2006. 6) ドイツにおけるブラウンフィールド再開発—用地リサイクルにみる環境リスク管理—
- 90 (2006. 5) 半導体産業の国際競争力回復に向けた方策
- 89 (2006. 5) 都市集積の評価と建物コンバージョン事業による地域再生の可能性
- 88 (2006. 4) 今後の物流ビジネスにおけるモーダルシフトへの動き—鉄道貨物輸送を中心に—
- 87 (2006. 2) 設備投資計画調査報告 (2005年11月)
- 86 (2005. 9) 企業の資金余剰と使途の変化
- 85 (2005. 9) 設備投資計画調査報告 (2005年6月)
- 84 (2005. 7) わが国企業の知的財産有効活用に向けて
- 83 (2005. 5) 燃料電池の現状と普及に向けた課題
- 82 (2005. 3) RFID(ICタグ)の本格的な普及に向けて
- 81 (2005. 3) 研究開発の循環性、収益性の検討
- 80 (2005. 3) 防災マネジメントによる企業価値向上に向けて
- 79 (2005. 3) 進展するITS (高度道路交通システム) の現状と将来展望
- 78 (2005. 3) 技術寿命の短期化と財務構造へ与える影響
- 77 (2005. 2) 最近の経済動向
- 76 (2005. 2) 企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み
- 75 (2005. 1) 水循環の高度化に関する技術動向と展望
- 74 (2005. 1) 日本企業の設備効率向上に向けた取り組みと課題
- 73 (2005. 1) 設備投資計画調査報告 (2004年11月)
- 72 (2004.12) 最近の経済動向
- 71 (2004.12) 人的資本の蓄積と生産性の変化
- 70 (2004.10) 中国国内物流の現状
- 69 (2004. 9) 循環型社会における塩化ビニル樹脂の可能性
- 68 (2004. 9) 設備投資計画調査報告 (2004年6月)
- 67 (2004. 8) 日本のイノベーション能力と新技術事業化の方策
- 66 (2004. 7) 最近の経済動向
- 65 (2004. 6) 企業の資金調達動向
- 64 (2004. 4) LCA (ライフ・サイクル・アセスメント) による温暖化対策の改善

— 分野別の索引 —

〔設備投資アンケート〕

◇設備投資計画調査

- | | |
|----------------------------|--------------|
| • 2005・06・07年度 (2006年6月) | 92 (2006. 9) |
| • 2005・2006年度 (2005年11月) | 87 (2006. 1) |
| • 2004・05・06年度 (2005年6月) | 85 (2005. 9) |
| • 2004・2005年度 (2004年11月) | 73 (2005. 1) |
| • 2003・04・05年度 (2004年6月) | 68 (2004. 9) |
| • 2002・03・04年度 (2003年8月) | 58 (2003.10) |
| • 2002・2003年度 (2003年2月) | 51 (2003. 3) |
| • 設備投資計画調査統計集 (1990年度以降) | 50 (2003. 1) |
| • 2001・02・03年度 (2002年8月) | 45 (2002.10) |
| • 2001・2002年度 (2002年2月) | 37 (2002. 3) |
| • 2000・01・02年度 (2001年8月) | 28 (2001.10) |
| • 2000・2001年度 (2001年2月) | 21 (2001. 3) |
| • 1999・2000・01年度 (2000年8月) | 15 (2000.10) |
| • 1999・2000年度 (2000年2月) | 7 (2000. 3) |

〔経済・経営〕

◇最近の経済動向

- | | |
|-------------------------------|--------------|
| • 景気の踊り場にある日本経済 | 77 (2005. 2) |
| • 我が国産業構造の中期見通し | 72 (2004.12) |
| • 国際商品市況の上昇が企業の投入・産出行動に与える影響 | 66 (2004. 7) |
| • 資金循環と金融を中心とする日本経済の中期シナリオの検討 | 59 (2003.12) |
| • 日本経済の持続可能性に向けた中期シナリオの検討 | 49 (2002.12) |
| • グローバル化と日本経済 | 38 (2002. 7) |
| • デフレ下の日本経済と変化への兆し | 31 (2001.12) |
| • デフレ下の日本経済 | 26 (2001. 7) |
| • 今次景気回復の弱さとその背景 | 19 (2001. 3) |
| • IT から見た日本経済 | 12 (2000. 8) |
| • 90年代を振り返って | 4 (2000. 1) |

* 当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では、『調査』発刊開始 (1973年) 以来の全目録を掲載しており、2001年4月発行の第26号以降については全文をご覧頂くことができます。

* 『調査』入手のご希望については、調査部総務班 (Tel: 03-3244-1840 e-mail: report@dbj.go.jp) までお問い合わせ下さい。

◇日本経済一般

- ・人的資本の蓄積と生産性の変化 71 (2004.12)
- ・コスト面からみた資本、労働の動き 60 (2004. 3)
- ・日本企業の生産性と技術進歩 44 (2002. 8)

◇金融・財政

- ・企業の資金余剰と使途の変化 86 (2005. 9)
- ・企業の資金調達動向 65 (2004. 6)
 - 銀行借入と代替的な資金調達手段について—
- ・邦銀の投融资動向と経済への影響 41 (2002. 8)
- ・社会的責任投資 (SRI) の動向 40 (2002. 7)
 - 新たな局面を迎える企業の社会的責任—
- ・近年の企業金融の動向について 35 (2002. 3)
 - 資金過不足と返済負担—

◇設備投資・企業経営

- ・日本のM&A動向と企業財務の改善効果 93 (2006.12)
- ・企業の設備投資行動とイノベーション創出に向けた取り組み 76 (2005. 2)
 - 設備投資行動等に関する意識調査結果 (2004年11月実施)—
- ・日本企業の設備効率向上に向けた取り組みと課題 74 (2005. 1)
 - 意識調査と財務データからみた特徴—
- ・デフレ下の資本財価格低下と設備投資への影響 62 (2004. 4)
 - 財別・産業別価格データによる計測—
- ・設備投資・雇用変動のミクロ的構造 43 (2002. 8)
- ・ROAの長期低下傾向とそのミクロ的構造 30 (2001.12)
 - 企業間格差と経営戦略—

◇消費・貯蓄・雇用

- ・将来不安と世代別消費行動 46 (2002.10)
- ・労働分配率と賃金・雇用調整 34 (2002. 3)
- ・家計の資産運用の安全志向について 16 (2000.10)
- ・企業の雇用創出と雇用喪失 6 (2000. 3)
 - 企業データに基づく実証分析—
- ・消費の不安定化とバブル崩壊後の消費環境 1 (1999.10)
- ・人口・世帯構造変化が消費・貯蓄に与える影響 248 (1998. 8)
- ・資産価格の変動が家計・企業行動に与える影響の日米比較 244 (1998. 7)
- ・近年における失業構造の特徴とその背景 240 (1998. 4)
 - 労働力フローの分析を中心に—

◇貿易・直接投資

- ・変貌するわが国貿易構造とその影響について 29 (2001.11)
 - 情報技術関連(IT)財貿易を中心に—

◇海外経済

- ・中国による対日直接投資と中国人留学生による日本での起業 57 (2003. 9)
 - 中国経済の活力を日本に取りこむために—
- ・中国の経済発展と外資系企業の役割 47 (2002.11)
- ・米国の景気拡大と貯蓄投資バランス 8 (2000. 4)
- ・米国経済の変貌 255 (1999. 5)
 - 設備投資を中心に—
- ・アジアの経済危機と日本経済 253 (1999. 3)
 - 貿易への影響を中心に—

〔産業・技術・環境〕

◇最近の産業動向

- ・わが国企業の知的財産有効活用に向けて 84 (2005. 7)
 - 企業内の非中核技術と環境技術の活用を中心に—
- ・主要産業の生産は、素材、資本財産業を中心に減少へ 27 (2001. 7)
- ・内需の回復続き、多くの業種で生産増加 13 (2000. 8)
- ・輸出はアジア向けで堅調、内需は回復に力強さがみられず 5 (2000. 1)
- ・全般的に緩やかな回復の兆し 260 (1999. 8)

◇技術開発・新規事業

- ・燃料電池の現状と普及に向けた課題 83 (2005. 5)
- ・研究開発の循環性、収益性の検討 81 (2005. 3)
 - 設備投資との比較を中心に—
- ・技術寿命の短期化と財務構造へ与える影響 78 (2005. 3)
- ・日本のイノベーション能力と新技術事業化の方策 67 (2004. 8)
 - カーブアウト等による新産業創造—
- ・90年代以降の企業の研究開発動向 63 (2004. 4)
- ・製造業における技能伝承問題に関する現状と課題 261 (1999. 9)
- ・最近のわが国企業の研究開発動向 247 (1998. 8)
 - 技術融合—
- ・わが国企業の新事業展開の課題 243 (1998. 7)
 - 技術資産の活用による経済活性化への提言—

◇環境・防災・地域

- ・ドイツにおけるブラウンフィールド再開発 91 (2006. 6)
—用地リサイクルにみる環境リスク管理—
- ・都市集積の評価と建物コンバージョン事業による地域再生の可能性 89 (2006. 5)
- ・防災マネジメントによる企業価値向上に向けて 80 (2005. 3)
—防災 SRI(社会的責任投資)の可能性—
- ・水循環の高度化に関する技術動向と展望 75 (2005. 1)
—水処理ビジネスの新たな展開—
- ・LCA (ライフ・サイクル・アセスメント) による温暖化対策の改善 64 (2004. 4)
- ・都市環境改善の視点から見た建築物緑化の展望 61 (2004. 4)
—屋上緑化等の技術とコストを中心に—
- ・素材型産業を核とした資源循環クラスターの展開 55 (2003. 7)
—リサイクルビジネスの高度化に向けて—
- ・企業の温暖化対策促進に向けて 53 (2003. 5)
- ・食品リサイクルとバイオマス 48 (2002.12)
- ・使用済み自動車リサイクルを巡る展望と課題 36 (2002. 3)
- ・都市再生と資源リサイクル 33 (2002. 2)
—資源循環型社会の形成に向けて—
- ・環境情報行政と IT の活用 32 (2002. 1)
—環境行政のパラダイムシフトに向けて—
- ・家電リサイクルシステム導入の影響と今後 20 (2001. 3)
—リサイクルインフラの活用に向けて—
- ・わが国環境修復産業の現状と課題 3 (1999.10)
—地下環境修復に係る技術と市場—

◇化学・バイオ

- ・循環型社会における塩化ビニル樹脂の可能性 69 (2004. 9)
—建材用途拡大と使用後処理の多様化—
- ・資源循環型社会で注目される生分解性プラスチック 56 (2003. 9)
—“バイオマス由来”の特性で広がる用途展開—
- ・わが国化学産業の現状と将来への課題 14 (2000. 9)
—企業戦略と研究開発の連繋—

◇自動車・電機・電子・機械

- ・半導体産業の国際競争力回復に向けた方策 90 (2006. 5)
- ・進展するITS(高度道路交通システム)の現状と将来展望 79 (2005. 3)
- ・わが国電気機械産業の課題と展望 42 (2002. 8)
—総合電気機械メーカーの事業再編と将来展望—
- ・わが国半導体製造装置産業のさらなる発展に向けた課題 23 (2001. 3)
—内外装置メーカーの競争力比較から—

- ・労働安全対策を巡る環境変化と機械産業 10 (2000. 6)
- ・わが国自動車・部品産業をめぐる国際的再編の動向 9 (2000. 4)
- ・わが国半導体産業における企業戦略 259 (1999. 8)
—アジア諸国の動向からの考察—
- ・わが国機械産業の更なる発展に向けて 257 (1999. 5)
—工作機械産業の技術シーズからみた将来展望—

◇エネルギー・新エネルギー

- ・分散型電源におけるマイクロガスタービン 24 (2001. 3)
—その現状と課題—

◇運輸・流通

- ・今後の物流ビジネスにおけるモーダルシフトへの動き 88 (2006. 4)
— 鉄道貨物輸送を中心に—
- ・中国国内物流の現状 70 (2004.10)
—進出日系企業の視点から—
- ・地方民鉄の現状 52 (2003. 4)
—輸送密度の相関分析—
- ・物流の新しい動きと今後の課題 25 (2001. 3)
—3PL(サードパーティ・ロジスティクス)からの示唆—
- ・消費の需要動向と供給構造 18 (2000.12)
—小売業の供給行動を中心に—

◇情報・通信・ソフトウェア

- ・RFID(IC タグ)の本格的な普及に向けて 82 (2005. 3)
- ・ブロードバンド時代のデジタルコンテンツ・ビジネス 54 (2003. 6)
—映像コンテンツ流通を中心に—
- ・ケーブルテレビの現状と課題 22 (2001. 3)
—ブロードバンド時代の位置づけについて—
- ・エレクトロニック・コマース (EC) の 246 (1998. 8)
産業へのインパクトと課題

◇医療・福祉・教育・労働

- ・少子高齢化時代の若年層の人材育成 39 (2002. 7)
—企業外における職業教育機能の充実に向けて—
- ・労働市場における中高年活性化に向けて 11 (2000. 6)
—求められる再教育機能の充実—
- ・高齢社会の介護サービス 249 (1998. 8)

本号の内容についてのお問い合わせは、執筆担当者までお願い致します。

なお、当行の Web ページ (<http://www.dbj.go.jp/report/>) では『調査』に関する読者アンケートのフォームを掲載しております。今後の『調査』刊行に際して参考とさせていただきたく、皆様のご感想やご意見などお聞かせ願えれば幸いです。

ISSN 1345-1308

2006 年 12 月 18 日

調 査 第 93 号

編 集 日 本 政 策 投 資 銀 行
調 査 部 長 鍋 山 徹

発 行 日 本 政 策 投 資 銀 行
〒 100 - 0004
東 京 都 千 代 田 区 大 手 町 1 丁 目 9 番 1 号
電 話 (03) 3244 - 1840
(調査部総務班直通問い合わせ先)
e-mail : report@dbj.go.jp
ホームページ <http://www.dbj.go.jp>

(印刷 O T P)