



「M & Aの動向と企業パフォーマンス改善効果」

【サマリー】

【M & A市場の現状】 ……………分析資料 ……………

1. 市場は拡大傾向(図表1, 2, 4): 05年は過去最大:2,725件(除くグループ内)
 - (1) 日本企業を対象としたM & Aが全体の8割。
 - (2) 形態としては買収、資本参加、営業譲渡が主流。

2. 業種別には、製造業からIT等を中心とした非製造業へ広がり。(図表3)

3. 拡大の背景(図表6, 7)
 - (1) 株持ち合い解消(株持ち合い比率87年18.5% 2003年7.6%)の動き
 - (2) 競争環境の激化
 - (3) M & Aへの抵抗感の弱まり
 - (4) 連結会計、経営責任の明確化
 - (5) 商法等改正 等

4. 事業会社同士のM & Aは、従来の「救済型」から近年は景気回復を背景に成長戦略に基づいた「既存事業強化型」が大勢に。(図表8, 9)
 - (1) 規模拡大 (e.g. 国際石油開発 - 帝国石油の合併)
 - (2) 範囲の経済 (e.g. NTTドコモの三井住友カードへの資本参加)
 - (3) 事業レベルの「選択と集中」のツールとしての営業譲渡 (e.g. ソニーへのコニカミノルタフォトイメージングの写真事業譲渡)

5. 最近の特徴として、企業価値の顕在化を狙った投資ファンドの台頭(全体の1割)、及び敵対的買収に備えた動き (e.g. ワールドの非公開化)。(図表5, 8, 9)



【事業会社のM & Aによるパフォーマンスの改善効果】 …… 分析資料

1. M & Aによる企業パフォーマンス(売上高営業利益率、労働生産性)への改善効果が統計的に認められる。(図表10)
 - (1) 合併、買収、営業譲渡いずれも、アナウンス年は組織再編等に伴うコストが生じるためマイナスの影響。アナウンス年以降は改善。中長期的な視点にたてば企業パフォーマンスを改善することを示唆。
 - (2) 営業譲渡においてもアナウンス後の改善が確認されたことは、企業による事業レベルの「選択と集中」が相応の成果を挙げていることを示唆。
2. 企業サイドの実感としては、M & Aの当初目標に対し、「半々」以上の達成度と考える企業が7割超。一方で高い達成を認識するのは1割程度。(図表11)
 - (1) 主な難しさはターゲット選定、統合効果予測等における「情報の非対称性」に起因。(図表12, 13)
 - (2) M & A成否の決め手は トップのリーダーシップ 統合効果目標の明確化等。(図表14)

【新設会社法とM & A】 …… 分析資料

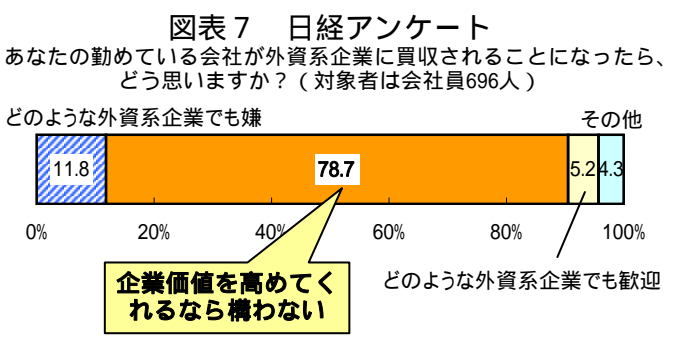
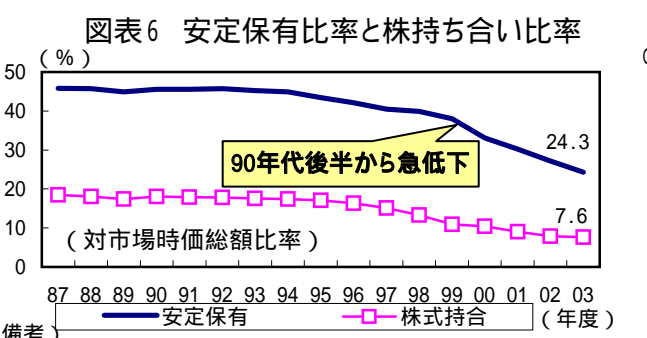
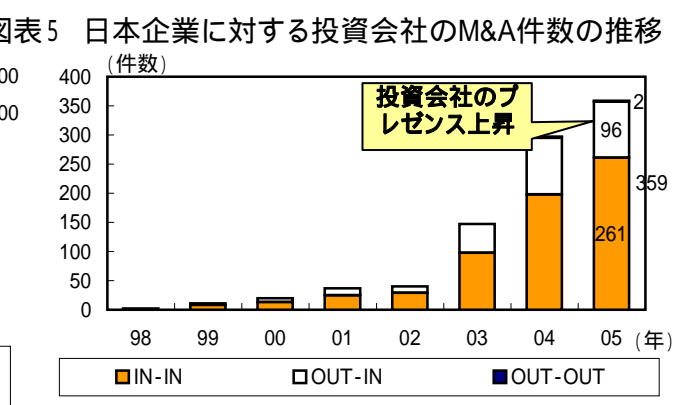
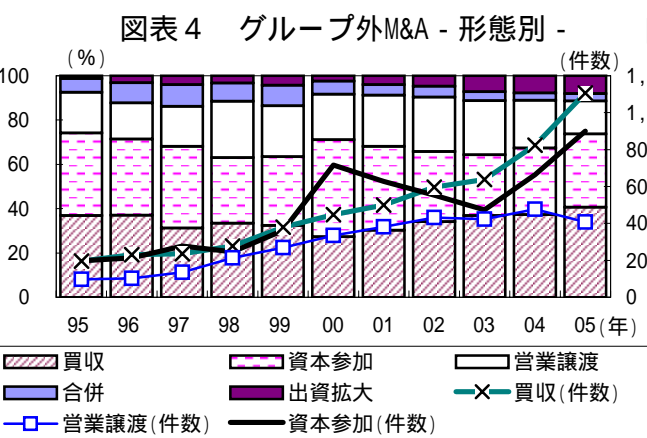
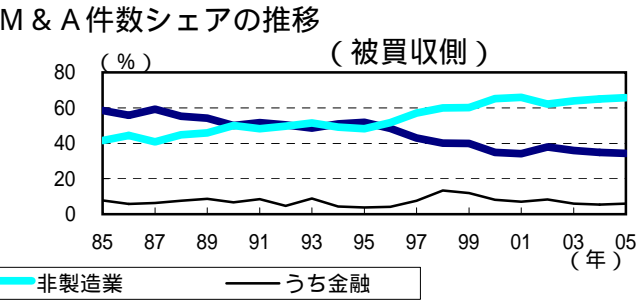
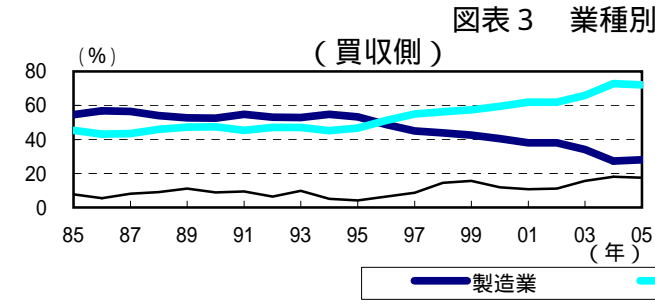
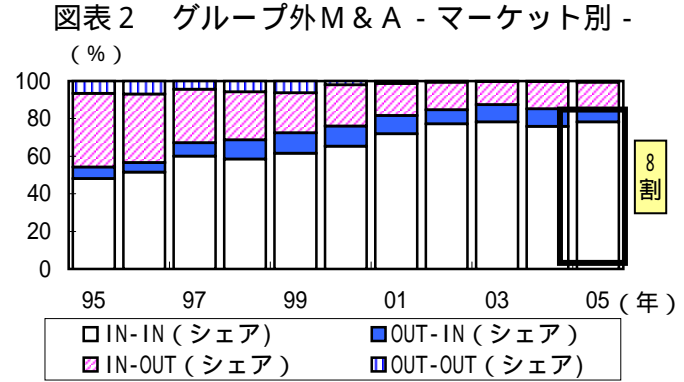
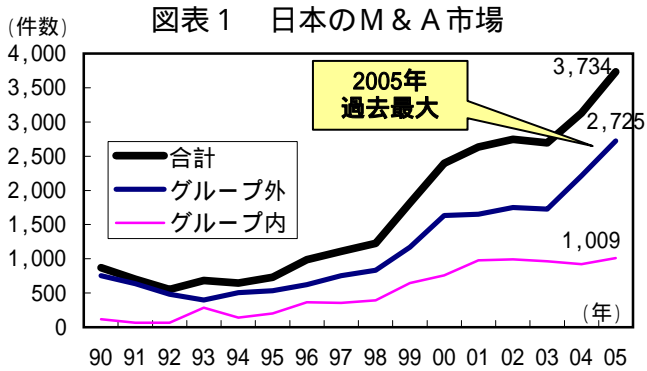
1. 06年5月施行の会社法がM & A拡大を後押しするとの見方。(図表15)
 - (1)対価の柔軟化により三角合併、株式以外を対価とした合併等が可能に(07年～) 合併に際し子会社による親会社の株式取得を容認することで外国企業の日本企業に対する三角合併が可能に。現金、社債、新株予約権付社債等株式以外の対価を利用した合併等が可能に。
 - (2)組織再編に関する株主総会決議が不必要となる条件が緩和されることにより、迅速な組織再編が可能に。
2. ただし制度面で残された課題として税制の問題があり、三角合併や現金合併を事実上困難にしているとの指摘がある(課税の繰り延べ問題)。問題点: 対価の柔軟化によって認められる三角合併、現金合併等が行われた場合、消滅会社の株主等に譲渡益課税、みなし配当課税が発生する可能性があり、株主の同意が得られにくい。



【分析資料】

近年の日本のM & A動向

M & Aの定義
合併、買収、営業譲渡、資本参加、出資拡大

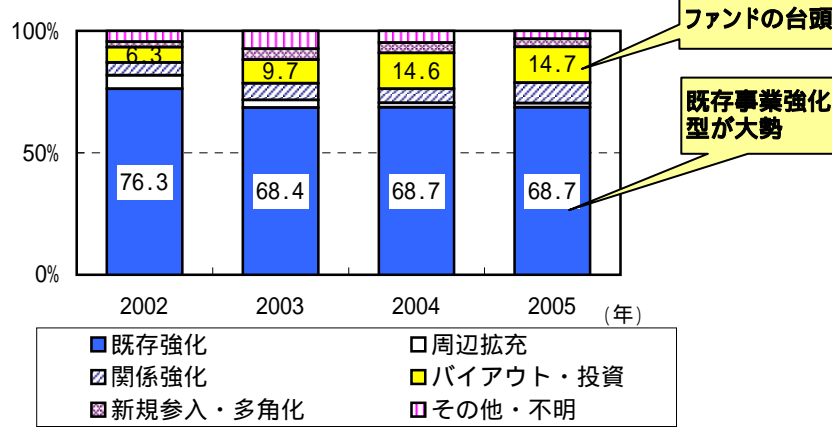


(備考)
1. 図表1 - 図表5に関してはレコフ「マール」、図表6はニッセイ基礎研究所「株式持合い状況調査(2003年度版)」、図表7は日本経済新聞(2004年10月18日)により作成。
2. M & A定義はレコフより。
3. IN-INは国内企業同士、IN-OUTは国内企業から外国企業、OUT-INは外国企業から日本企業、OUT-OUTは日本企業が買収した海外法人が当事者となるM & A。



M & Aの誘因

図表8 M & A目的別分類



図表9 2005年M & Aとその誘因

目的	マーケット	主な事例						
		買収企業	被買収企業	形態	時期	金額 (億円)	内容	
(1)-(4) 既存事業におけるシナジー効果	(1)合理化 (IN-IN (グループ内))	日立電線	日立伸材 (日立電線)	合併	05/4	-	管理部門、事務システム合理化	
		国際石油開発	帝国石油	合併	05/11	3606	石油開発3位の帝国石油と合併。規模拡大による生き残り。	
	(2)規模拡大	IN-IN	王子製紙	森紙業グループ35社	買収	05/4	300	段ボール業界3位の森紙業を買収。王子製紙は業界1位のレンゴーに並び
			花王	カネボウ化粧品	買収	05/12	4400	カネボウブランドと販売網の獲得。国内化粧品再大手の資生堂を迫撃する。
		IN-OUT	日本板硝子	Pilkinton	買収	06/2	6160	Pilkinton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。
	東芝		BNFL USA Group Inc.、ウエスチングハウス (WH)UK	買収	06/1	5800	原子力部門の強化で、安定的な収益基盤を確保	
	(3)範囲の経済	IN-IN	農林中金	三菱UFJフィナンシャル・グループ	資本参加	05/9	2000	JAバンクの顧客基盤とMUFGの技術・商品力の活用によるシナジー効果。
			N T T ドコモ	三井住友カード (SMFG)	資本参加	05/4	980	携帯へのクレジットカード機能搭載による新たな成長基盤構築を目的。
	(4)事業選別	IN-IN	ソニー	コニカミノルタフォトイメージング	営業譲渡	06/1	200	ソニーはデジタル一眼レフ市場に本格参入。コニカミノルタは写真事業から撤退。
	(5)企業価値の顕在化 (+ガバナンスの強化)	IN-IN (買収ファンド)	ユニゾン・キャピタル	リクルートコスモス	買収	05/5	90	第三者割り当て増資の引き受け。非常勤取締役を派遣
MAC (村上世彰氏関連)			阪神電気鉄道、阪神百貨店	資本参加	05/9	1000	保有資産等が有効活用されていないため、経営陣と協力の上、企業価値向上に努めるとのこと。	
大和SMBCプリンシパル・インベストメンツ			三洋電機	資本参加	05/12	1250	優先株引き受け。取締役の派遣を検討	
(5)企業価値の顕在化	OUT-IN (買収ファンド)	カーライル・グループ	シオノギクオリカプス、シオノギヨーロッパV.V. (SEBV)	買収	05/8	200	カプセル (薬剤) 事業価値向上。親会社の塩野義製薬は医療用医薬品に資源集中	
		サーベラス	コクド	資本参加	05/10	900	第三者割当増資の引き受け。筆頭株主に。	
(参考) (6)買収防止	IN-IN	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) 他	ワールド	買収 (TOB、MBO)	05/7	2185	優良企業の非公開化	
		ポッカコーポレーション現経営陣、アドバンテッジパートナーズ (投資会社)	ポッカコーポレーション	買収 (TOB、MBO)	05/8	166	投資ファンドとの共同買収。主力の缶コーヒー事業の成熟化、非公開化による抜本的な事業改革	
		イオン	オリジン東秀	買収 (TOB)	06/1	278	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)	
		イトーヨーカ堂	セブン-イレブンジャパン、デニーズジャパン	合併	05/4	13523	資本関係のねじれを解消。敵対的買収に備える。流通、システムを統合も	
		新日本製鐵	住友金属工業、神戸製鋼所	出資拡大	05/12	340	株式の持ち合い比率を高める	

新しい動き

(備考) 図表8-9はレコフ「マール」により作成。



合併買収等企業（事業会社）のM & Aによるパフォーマンス改善効果

推計式

$$y_{i,t} = c + ma1_{i,t} * b1 + ma2_{i,t} * b2 + lassetrag_{i,t-1} * b3 + growth_{i,t-1} * b4 + GDP_t * b5 + dummy_{jt} * b6 + e_{i,t}$$

図表10 推計結果

	被説明変数 (Y: 売上高営業利益率)		被説明変数 (Y: 労働生産性)		
	合併アナウンス年	合併アナウンス後	合併アナウンス年	合併アナウンス後	
合併	グループ内	-0.02 **	0.03 ***	-0.20 ***	0.35 ***
	グループ外	-0.06 ***	0.02 ***	-0.15 *	0.30 ***
買収	買収アナウンス年		買収アナウンス後	買収アナウンス年	買収アナウンス後
	グループ内	-0.04 ***	0.06 ***	-0.17 *	0.52 ***
	グループ外	-0.06 ***	0.10 ***	-0.32 ***	0.48 ***
営業譲渡	営業譲渡アナウンス年		営業譲渡後アナウンス後	営業譲渡アナウンス年	営業譲渡アナウンス後
	グループ内	-0.08 **	0.06 ***	-0.63 **	0.79 ***
	グループ外	-0.01	0.00	0.00	0.14 **

合併アナウンス後の売上高営業利益率に与える平均的な影響 グループ外で2%

営業譲渡アナウンス後の労働生産性に与える平均的な影響 グループ外で0.14%

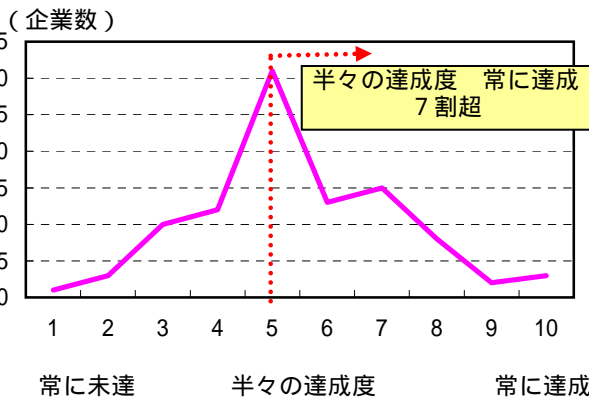
(参考1) M&A企業数

件数	合併	買収	営業譲渡
グループ内	45	37	5
グループ外	42	22	31

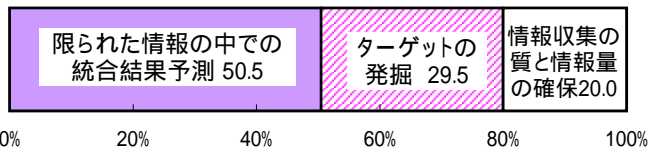
(参考2) 決定係数 (R-sq)、サンプル数 (obs)

	被説明変数 (Y: 売上高営業利益率)			被説明変数 (Y: 労働生産性)						
合併	R-sq	0.114	0.114	obs	50550	R-sq	0.268	0.267	obs	50382
買収	R-sq	0.114	0.115	obs	50550	R-sq	0.267	0.266	obs	50382
営業譲渡	R-sq	0.113	0.113	obs	50550	R-sq	0.266	0.266	obs	50382

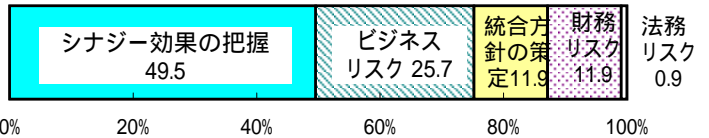
図表11 これまでのM & A統合目標達成状況



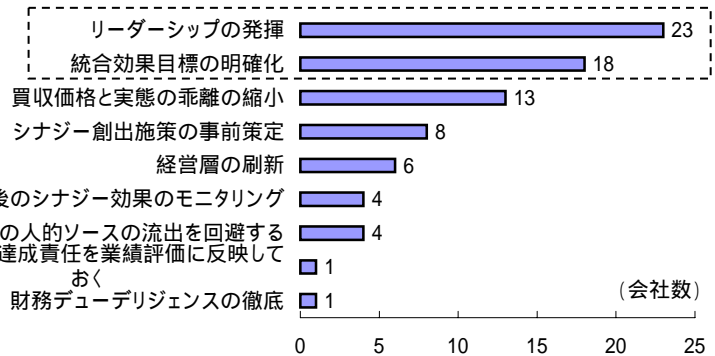
図表12 ターゲット選定フェーズにおいて難しいと感じているポイント



図表13 基本合意から最終合意締結フェーズにおいて難しいと感じているポイント



図表14 M&Aにおける成否の決め手について



(備考)

- 図表11-図表14に関して、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)」により作成。
- 図表10に関して、労働生産性 = $\log((\text{営業利益} + \text{人件費} + \text{賃借料} + \text{租税公課} + \text{特許使用料} + \text{減価償却費}) / \text{従業員数の実質値})$ 、ma1(アナウンス年[合併、買収、営業譲渡])、ma2(アナウンス後[合併、買収、営業譲渡])、コントロール変数としてlassetrag(log実質総資産)、Growth(実質総資産伸び率)、GDP(実質GDP伸び率)、Dummy(産業ダミー)。
- ***は1%有意水準、**は5%有意水準、*は10%有意水準。
- データは上場会社同士を対象。なお、売上高伸び率が100%以上(以下)のサンプルは異常値として除いている。

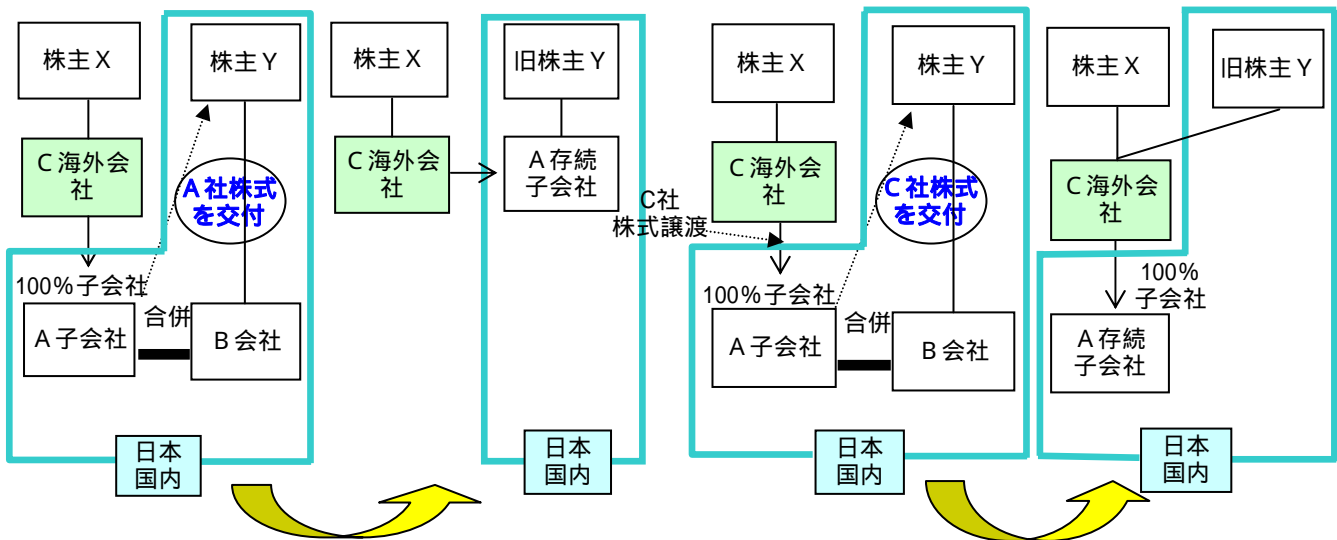
・会社法とM & A

図表15 現行商法と会社法（2006年5月施行）対応

項目	現行商法	新設会社法	可能になること
対価の柔軟化		原則として、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い(135条)。例外的に800条【新設】にて「合併等の際に消滅会社の株主に対して交付する場合」は子会社が親会社の株式を取得することを容認。	<div style="border: 2px solid red; padding: 5px;"> <p>三角合併（1年延期、2007年より導入）</p> <p>現金合併【Cash-out Merger】も可能に（1年延期、2007年より導入）</p> </div>
	合併、会社分割、株式交換の際に消滅会社、分割会社、完全子会社の株主（以下消滅会社の株主等）に交付される財産は原則として存続会社、承継会社、完全親会社（以下存続会社等）の株式（409条、374条、353条）	合併、会社分割、株式交換の際、消滅会社の株主等に対して交付される財産は、 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（749条、758条、768条）。	
略式組織再編の導入		親会社が9割以上の議決権を持つ子会社との間で吸収合併、会社分割、株式交換が行われる場合において、子会社、親会社ともに 株主総会決議が不要	<p>組織再編に関する株主総会決議が不要となる条件を緩和（迅速な組織再編が可能に）</p>
簡易組織再編の見直し	5%ルール 合併、会社分割、株式交換の際に消滅会社の株主等に交付される株式が、存続会社等の 発行済株式総数の5%以下 （合併交付金等の金額は純資産額の2%以下）であれば、存続会社等において株主総会決議が不要。 分割会社の総資産の5%以下の資産移転において分割会社の株主総会決議が不要	20%ルールへ【緩和】 消滅会社の株主等に交付する株式などの資産価額が、存続会社等の 総資産額の20%以下 であれば、存続会社において 株主総会決議が不要 分割会社の総資産額の20%以下の資産移転であれば、分割会社において株主総会決議が不要	

OUT-INの合併（現行商法：子会社を利用）

OUT-INの三角合併（新設会社法）



残された課題 税制問題（課税繰延べ制度）
対価の柔軟化によって認められる現金合併、三角合併等が行われた場合、課税の繰延べが認められず**消滅会社の株主等に対し譲渡損益課税、みなし配当課税が発生する可能性**

税制改革が行われない限り会社法で認められているM & A関連手法を事実上用いることは困難との指摘もあり

（備考）図表15に関して。「新会社法全条文（前田雅弘、北村雅史編）」、日本政策投資銀行内部資料等により作成。

【調査部（経済調査担当） 岩城 裕子】

お問い合わせ先 日本政策投資銀行調査部

Tel: 03-3244-1840

E-mail: report@dbj.go.jp