

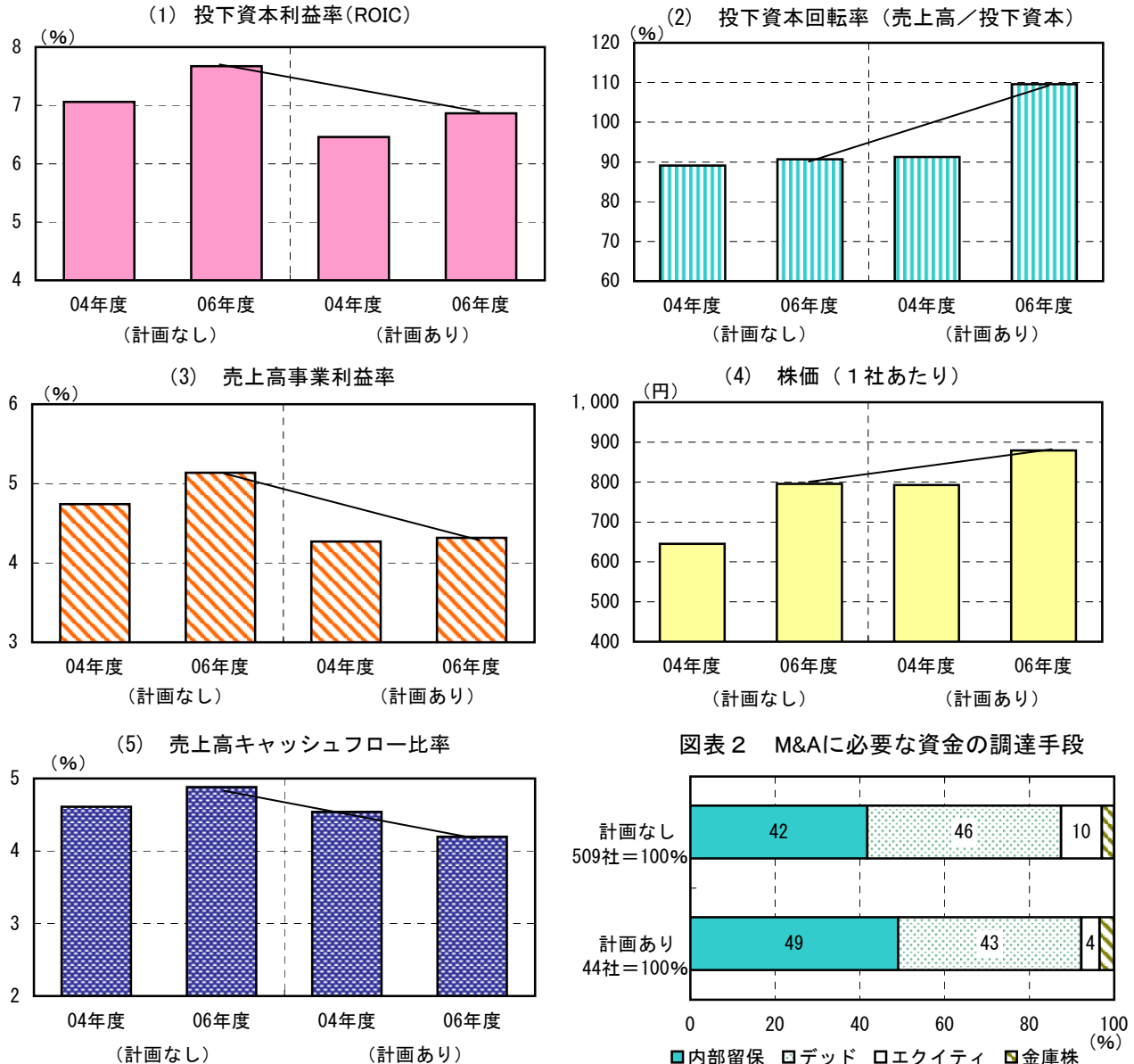


## M&Aを選考する企業の特性

### M&Aを選考する企業の特性

- ・ M&Aを具体的に計画している企業は、「計画なし」の企業に比べ、投下資本利益率（ROIC）が低い。これを分解すると、投下資本回転率は高い水準にある一方、売上高事業利益率が低いことが分かる。M&Aによって収益性を改善させる意欲が窺われる。
- ・ 「計画あり」の企業の株価は相対的に高いが、低収益ゆえ売上高キャッシュフロー比率も低い。
- ・ M&Aの調達資金は、内部留保とデット・エクイティの外部調達が拮抗しており、ファイナンスの重要性が窺われる。

図表1 M&Aの計画有無別財務状況比較



(備考)

1. 日本政策投資銀行「設備投資計画調査(05年11月調査、07年6月調査)」、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」等により作成。
2. 計画なしの企業とは、「関心はあるが具体的な計画はない」企業と「関心も計画もない」企業を指す。
3. 財務データは各調査時点で入手可能なデータを利用(05年11月調査時点であれば04年度、07年6月調査時点であれば06年度)。なお、株価、時価総額は、05年11月調査であれば04年10月から05年10月まで、07年6月調査であれば06年5月から07年5月までの平均値。
4. 各比率の定義は以下のとおり。  
 $ROIC = (\text{営業利益} + \text{受取利息} + \text{有価証券利息} + \text{受取配当金}) / (\text{負債} + \text{純資産} - \text{手元流動性})$ 。なお、分母は一期前。  
 $\text{投下資本回転率} = \text{売上高} / (\text{負債} + \text{純資産} - \text{手元流動性})$ 。なお、分母はすべて一期前。  
 $\text{売上高事業利益率} = (\text{営業利益} + \text{受取利息} + \text{有価証券利息} + \text{受取配当金}) / \text{売上高}$ 。  
 $\text{キャッシュフロー比率} = (\text{税引後利益} + \text{減価償却費}) / \text{売上高}$ 。



M&Aを選考する企業の実証分析

- ・実証モデルによる検証結果をもとに、M&A計画への影響度合いが大きい順に並べると以下の通り。
  - ① 過去にM&A経験がある。
  - ② 設備投資の2期連続増加計画がある (M&Aとは補完的)。
  - ③ 株価が業界平均よりも高い。
  - ④ 投下資本利益率 (ROIC) が業界平均よりも低い (「高いに対しマイナスで有意」)
  - ⑤ 有利子負債比率が業界平均よりも低い。
  - ⑥ 資産規模が業界平均よりも大きい。
  - ⑦ 売上高経費率が業界平均よりも高い (利益率が低い)。
  - ⑧ 業界で株価純資産倍率 (PBR) が1以下の企業が多い。
- ・目的別M&Aをみると、既存事業強化が7割強を占めており、同業の割安企業を買収し、利益率を高めるインセンティブが窺われる。

図表3 推計モデル (プロビットモデル) YはM&A計画ありが1、なしが0。

$$Y_i = C + \beta_j D_{j,i} + u_i$$

C=定数項  
Dは以下の11項目。i=各企業。  
uは残差項。

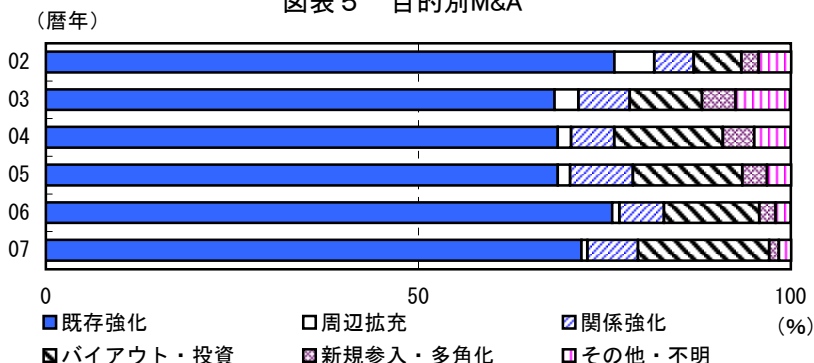
図表4 推計結果

| 説明変数                     | M&A計画への影響度合い (%)         | 説明変数                | M&A計画への影響度合い (%)         |
|--------------------------|--------------------------|---------------------|--------------------------|
| M&A経験がある                 | 0.0809 ①位<br>(0.000) *** | 内部留保総資産比率が業界平均より高い  | -0.0052<br>(0.362)       |
| 設備投資増加                   | 0.0183 ②位<br>(0.034) **  | 株価が業界平均より高い         | 0.0127 ③位<br>(0.017) **  |
| 投下資本利益率 (ROIC) が業界平均より高い | -0.0121 ④位<br>(0.023) ** | 有利子負債比率が業界平均より低い    | 0.0095 ⑤位<br>(0.097) *   |
| 総資産 (1社あたり) が業界平均より多い    | 0.0092 ⑥位<br>(0.081) *   | PBRが1以下             | -0.0072<br>(0.178)       |
| 売上高経費率が業界平均より高い          | 0.0088 ⑦位<br>(0.094) *   | PBRが1以下の企業数 / 業界企業数 | 0.0005 ⑧位<br>(0.003) *** |
| 業界別市場集中度                 | 0.0026<br>(0.317)        |                     |                          |
| 決定係数 (R2)                | 0.13                     |                     |                          |
| サンプル数                    | 2881                     |                     |                          |

(備考)

- 1.日本政策投資銀行「設備投資計画調査(07年6月調査)」、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」等により作成。
- 2.財務データは06年度を利用。
- 3.上段が係数、下段がP値。\*\*\*は1%水準で、\*\*は5%水準で、\*は10%水準で有意であることを示す。
- 4.図表4の係数値は限界効果のみを表示。よって定数項はなし。
- 5.業種別市場集中度(対数値)はHH(ハーフィンダール・ハーシュマン)指数で各社の売上シェアを二乗して業種ごとに合計したものである。集中度が高ければHH指数は高くなる。
- 6.説明変数の市場集中度、PBRが1以下の企業数/業界企業数以外は、表記の場合1としたダミー変数である(例えば、「M&A経験がある」場合、ありは1、なしは0としたダミー変数であることを示す)。

図表5 目的別M&A



(備考)

図表5はレコフ「MARR」により作成。



影響度合いが大きい要因の検討

- ・過去にM&A経験を有する企業に対する意識調査結果から読み取れる傾向は以下の通り。
- (1) M&Aを具体的に計画している企業のうち、過去のM&Aで成功した企業の割合は半以下であり、「計画なし」に比べて低い。
- (2) 成功のための条件を、計画有無別にみると「リーダーシップ」、「事前の綿密な計画策定」が重要であることには変わりはないが、「計画あり」の企業は、「迅速さ・モニタリング」が相対的に低い一方、「買収規模の適切さ」が高く、慎重な姿勢が読み取れる。
- (3) 過去に成功している企業も、「買収先規模の適切さ」をより重視している。
- ・設備投資は、当面伸びが鈍化する可能性があり、M&Aの鈍化を示唆している。
- ・投下資本利益率（ROIC）は90年代に比べ、近年高まっているとはいえ、80年代の水準よりも低く、今後の上昇余地が十分ある。

図表6 過去のM&A成功度合い

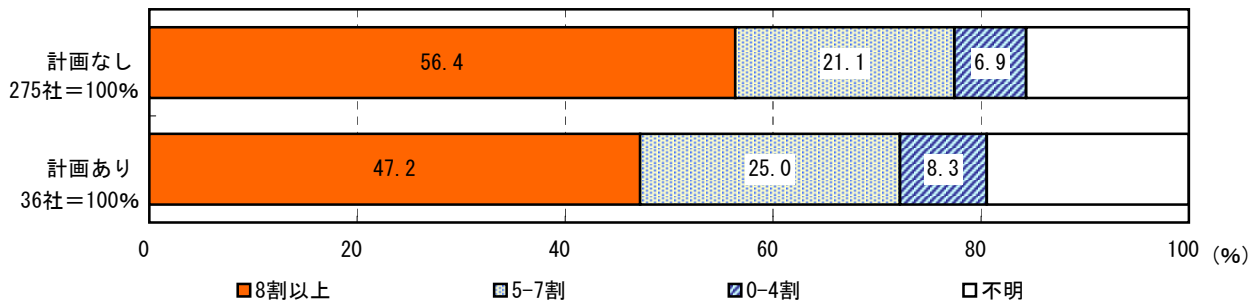


図7 想定どおりの効果達成のために何が重要か (計画有無別)

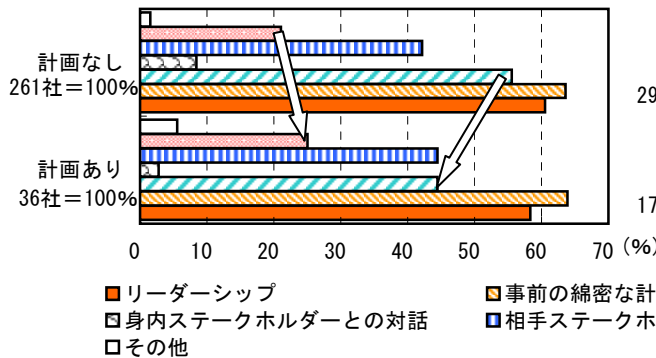
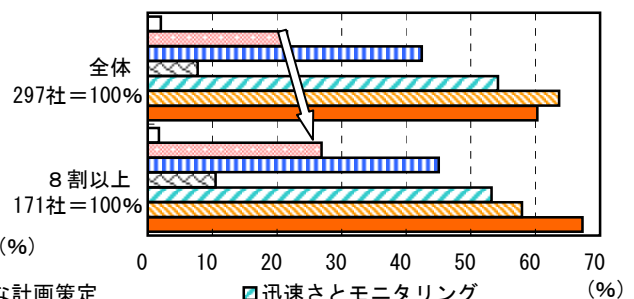
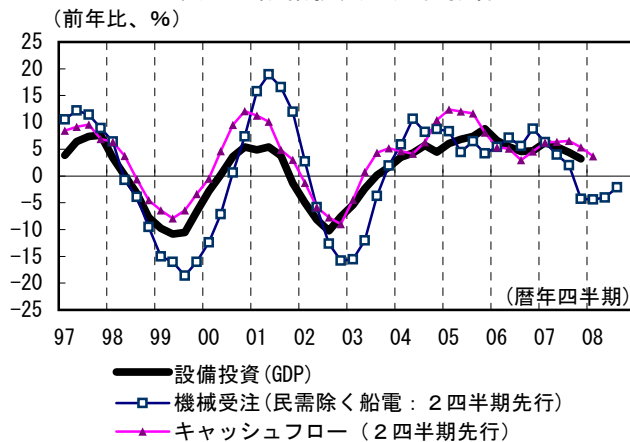


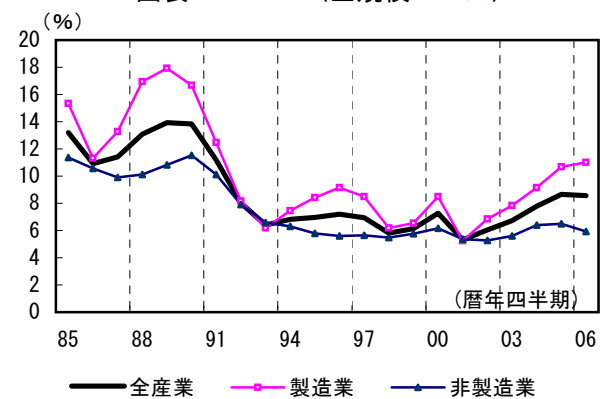
図8 想定どおりの効果達成のために何が重要か (全体、M&A成功確率8割以上)



図表9 設備投資と先行指標



図表10 ROIC (全規模ベース)



(備考)

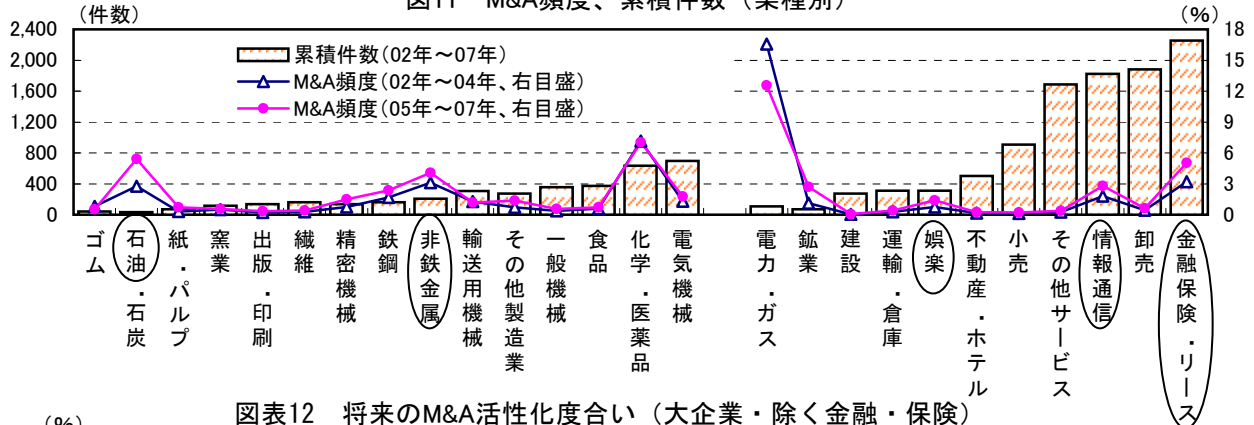
1. 日本政策投資銀行「設備投資計画調査(07年6月調査)」、内閣府「GDP速報」、財務省「法人企業統計季報」、「機械受注統計」、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」等により作成。
2. 複数回答のため、各項目の合計は100%にならない。
3. 図表9に関して。キャッシュフローの定義は経常利益/2+減価償却費。直近の機械受注は08年1-3月期受注見通し値。



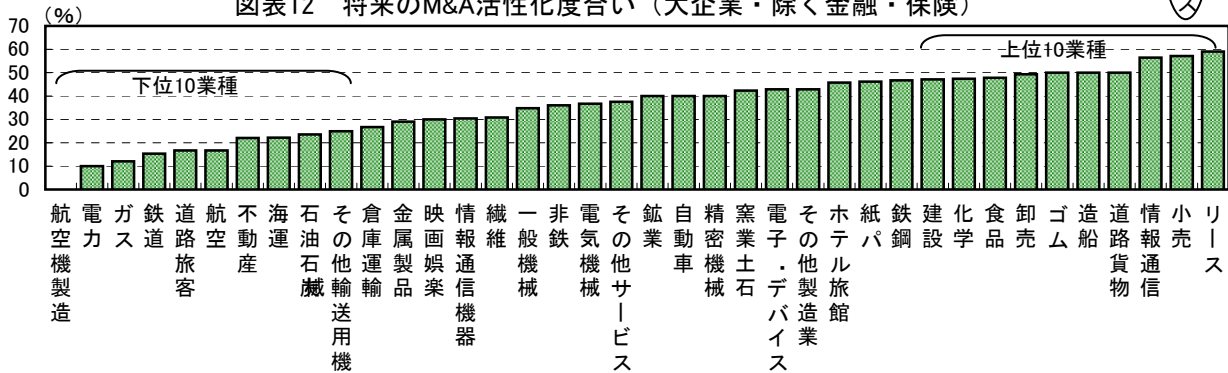
業種別実績と将来の活性化度合い

- ・ M&A経験という観点から業種別実績をみると、非製造業が多く金融、卸売、情報通信、サービスなどとなっている。製造業では電気機械、医薬品などが多い。直近のM&A頻度（件数/企業数）が高まったのは、金融・リース、情報通信、非鉄金属、石油、娯楽などである。
- ・ 大企業に対する意識調査(金融・保険は対象外)において、自社が属する業界で将来M&Aが活発化すると回答した企業の割合が高い順に並べると、リース、小売、情報通信、道路貨物などとなっている。
- ・ 上位10業種と下位10業種の財務状況を比較すると、前者は売上高伸び率、市場集中度、収益性、企業価値、株価純資産倍率(PBR)がいずれも高く、PBRが1以下の企業シェアが高い。成長の頭打ち感、競争激化が、割安企業を巡り、攻めと守りの両面でM&Aへの関心が高まっていることが窺われる。

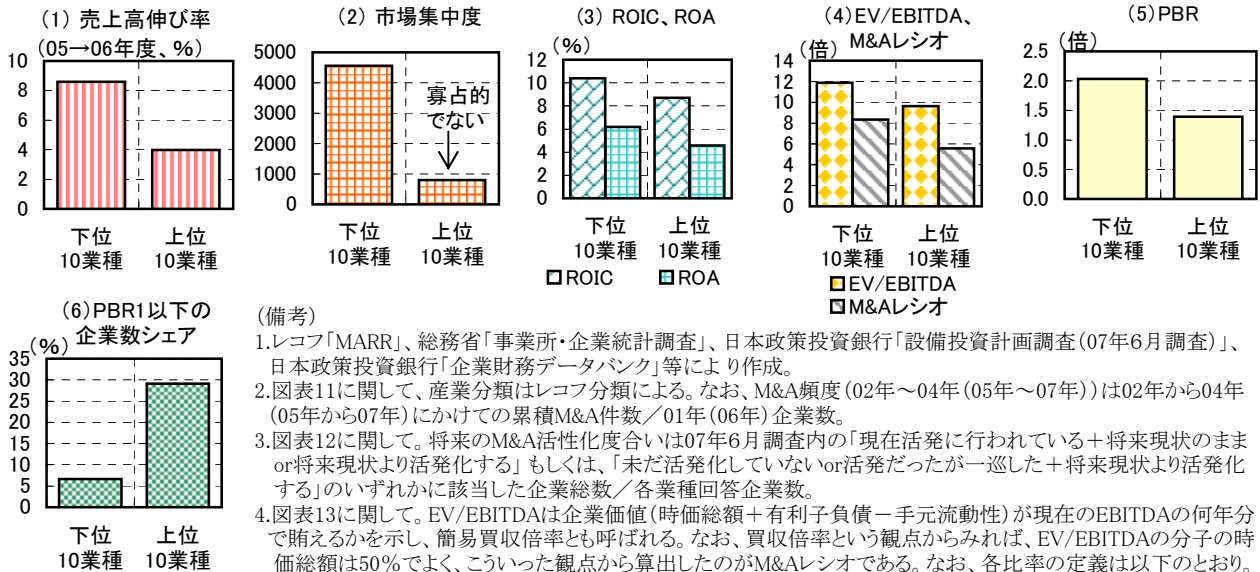
図11 M&A頻度、累積件数（業種別）



図表12 将来のM&A活性化度合い（大企業・除く金融・保険）



図表13 上位10業種、下位10業種財務状況（06年度）



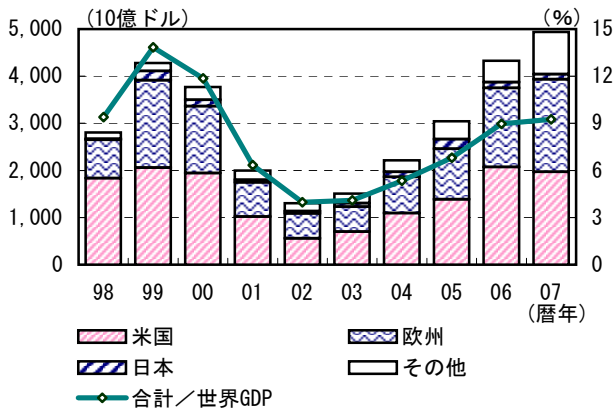
(備考)  
1. レコフ「MARR」、総務省「事業所・企業統計調査」、日本政策投資銀行「設備投資計画調査(07年6月調査)」、日本政策投資銀行「企業財務データバンク」等により作成。  
2. 図表11に関して、産業分類はレコフ分類による。なお、M&A頻度(02年~04年(05年~07年))は02年から04年(05年から07年)にかけての累積M&A件数/01年(06年)企業数。  
3. 図表12に関して。将来のM&A活性化度合いは07年6月調査内の「現在活発に行われている+将来現状のままor将来現状より活発化する」もしくは、「未だ活発化していないor活発だったが一巡した+将来現状より活発化する」のいずれかに該当した企業総数/各業種回答企業数。  
4. 図表13に関して。EV/EBITDAは企業価値(時価総額+有利子負債-手元流動性)が現在のEBITDAの何年分で賄えるかを示し、簡易買収倍率とも呼ばれる。なお、買収倍率という観点からみれば、EV/EBITDAの分子の時価総額は50%でよく、こういった観点から算出したのがM&Aレシオである。なお、各比率の定義は以下のとおり。  
EV/EBITDA=(時価総額+有利子負債-手元流動性)/(経常利益+支払利息・割引料+減価償却費)。  
M&Aレシオ=(時価総額×0.5+有利子負債-手元流動性)/(経常利益+支払利息・割引料+減価償却費)。



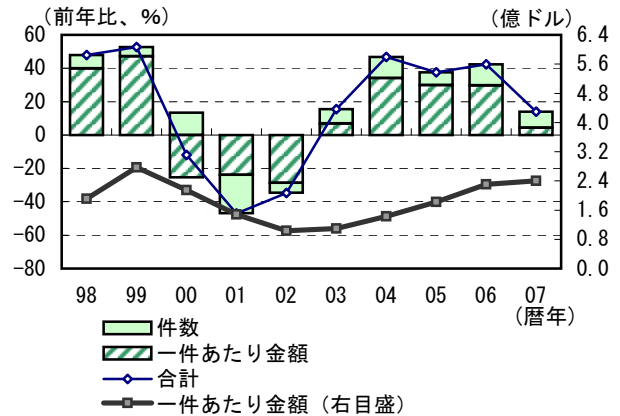
(補論) 信用収縮の影響① (世界)

- ・ 2007年の世界のM&A動向(アナウンスベース)を月次で見ると、金額では米国・欧州ともに8月以降前年割れに転じ、件数でも12月以降大幅減となっており、サブプライム問題に伴う信用収縮の影響が明確に現れている。
- ・ 産業別には、近年約5割に増えている金融で、8月以降の減少が顕著である。またPEファンドのシェアは近年2割を超えているが、これも8月以降のマイナス寄与が顕著である。

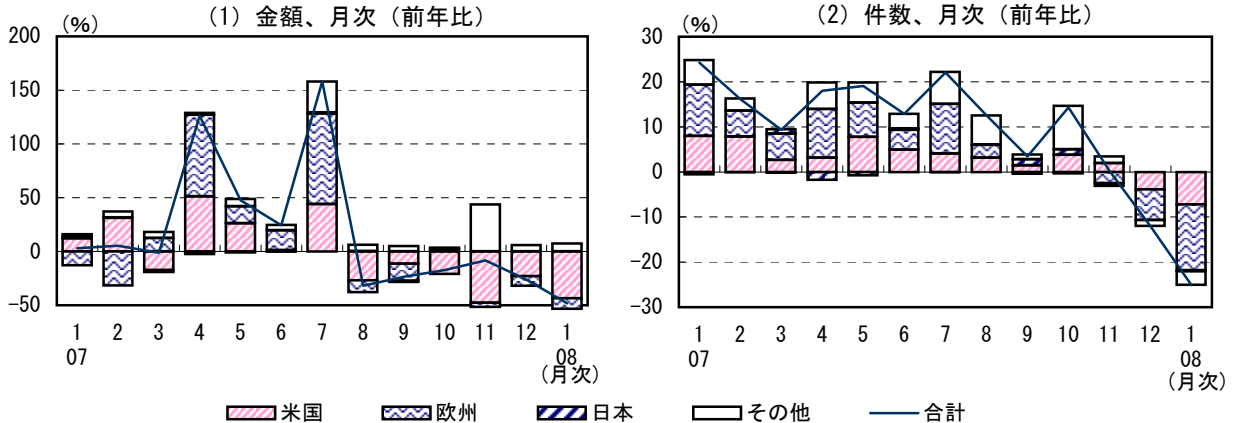
図表14 世界のM&A動向(地域別)



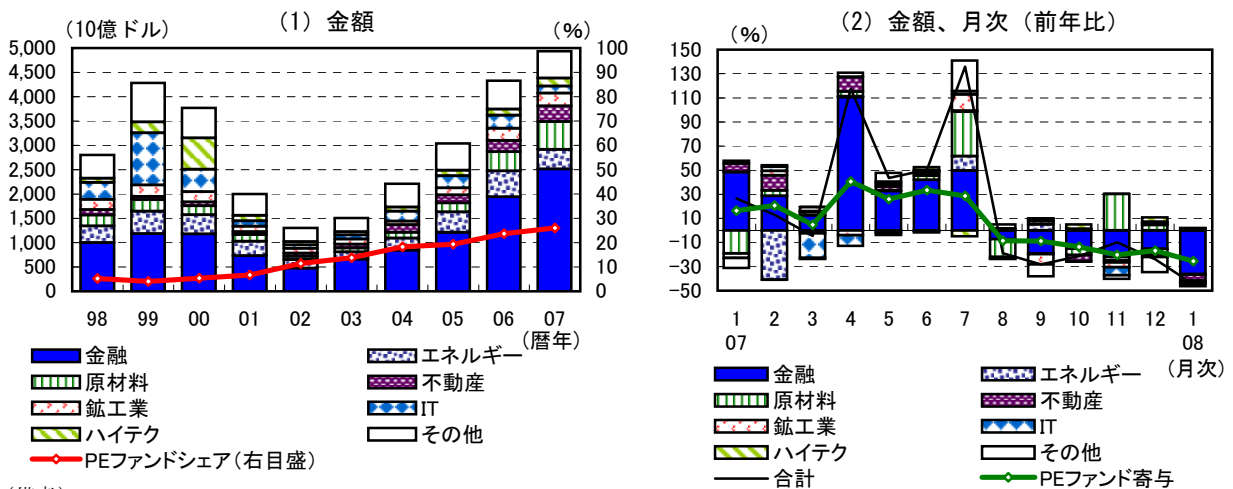
図表15 世界のM&A金額要因分解



図表16 世界のM&A動向(地域別)



図表17 世界のM&A金額(産業別)



(備考)

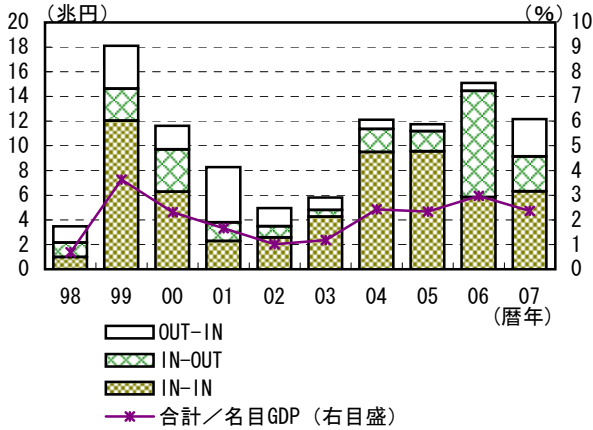
1. トムソンデータベース、IMF「World Economic Outlook(October 2007)」により作成。
2. 図表17に関して、産業分類は買収側基準。PEファンドは金融に含まれる。



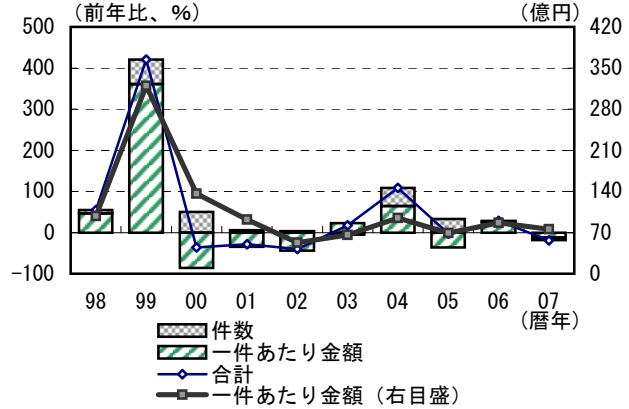
信用収縮の影響② (日本)

- ・ 2007年の日本のM&A動向（アナウンスベース）を月次で見ると、年前半と後半での相違はみられなかったものの、08年1月は減少した。
- ・ 産業別にみると、PEファンドのシェアは04年には4割まで拡大した後、2割程度で推移しているが、年後半でのマイナス寄与はみられない。但し、金融業は11月から1月にかけて減少しており、信用収縮の影響は今後明確化する懸念がある。

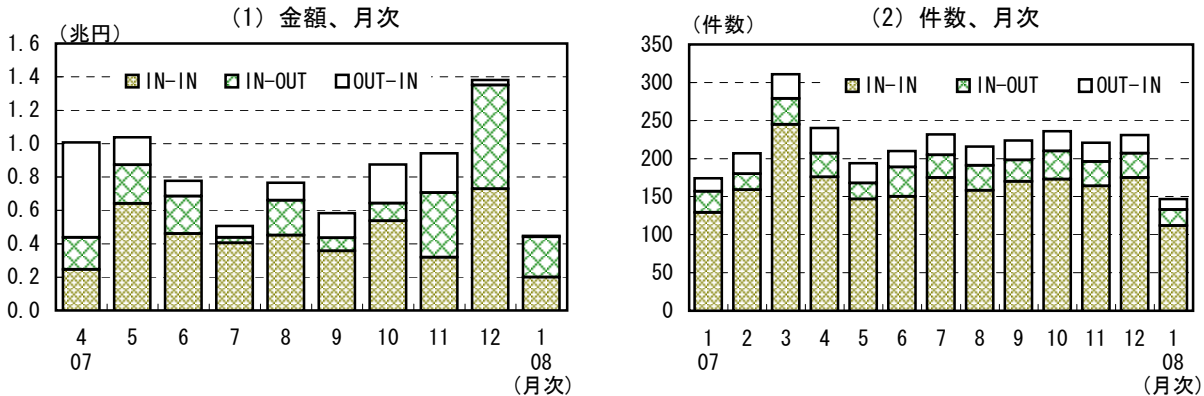
図表18 日本のM&A動向（国内外別）



図表19 日本のM&A金額要因分解

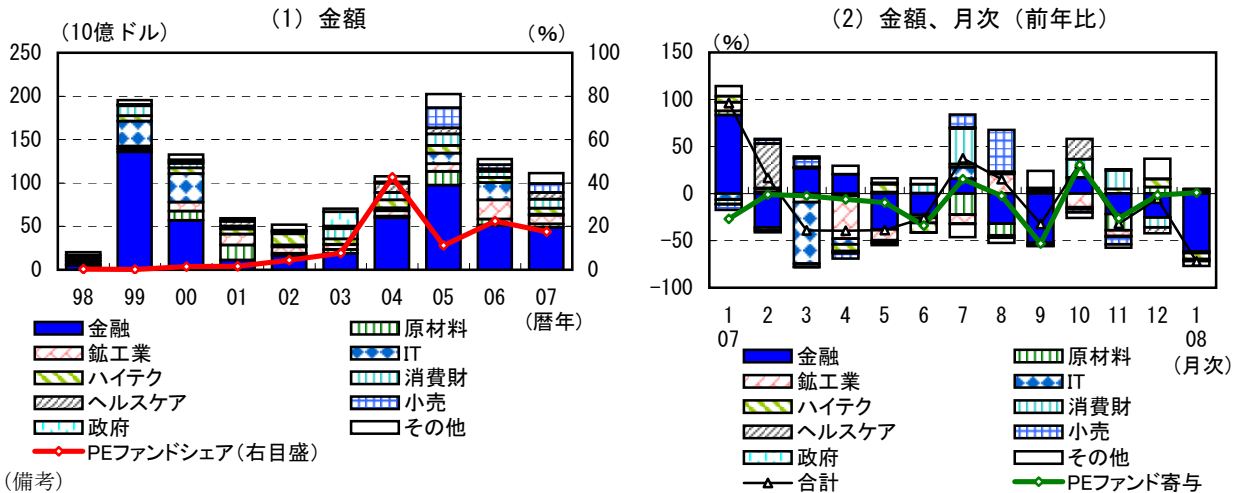


図表20 日本のM&A動向（国内外別）



(備考)レコフ「MARR」、内閣府「四半期別GDP速報」により作成。

図表21 日本のM&A金額（産業別）



(備考)

1. トムソンデータベースにより作成。

2. 産業分類は買収側基準。PEファンドは金融に含まれる。なお、レコフ統計とトムソン統計はカバレッジは同じであるが、05年は一件あたり金額の違いで全体金額が異なる。

[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: 03-3244-1844

E-mail: report@dbj.go.jp