

日本市場における M&A

細野裕介 細岡健司 小酒井一郎

慶應義塾大学経済学部千賀ゼミ

2022 年 5 月 23 日

- ① はじめに
- ② 米国との比較
- ③ 日本市場における M&A 企業の関係
- ④ まとめ
- ⑤ 参考文献

① はじめに

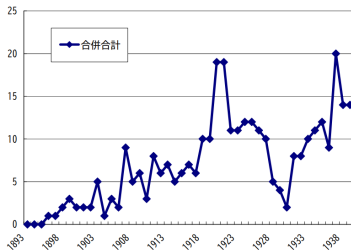
② 米国との比較

③ 日本市場における M&A 企業の関係

④ まとめ

⑤ 参考文献

図2 戦前のM&Aの動向

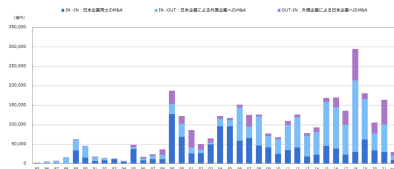


- 戦前の日本の M&A の山場は 1900 年代、1920 年前後にあった。

宮島 (2006) より引用

引用：MARR Online-2022.4.30

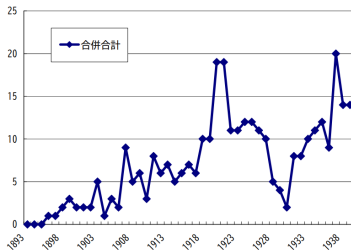
宮島 (2006) より引用



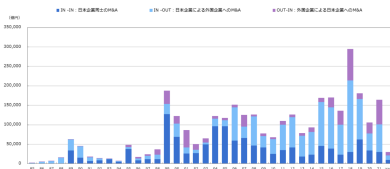
- 戦後の M&A に関する 1 つ目のピークが 89～90 年の山、2 つ目のピークが 05～07 年の山、3 つ目のピークが 18 年以降。

引用：MARR Online-2022.4.30

図2 戦前のM&Aの動向



宮島 (2006) より引用



引用：MARR Online-2022.4.30

- 戦前の日本の M&A の山場は 1900 年代、1920 年前後にあった。
- 戦後の M&A に関する 1 つ目のピークが 89～90 年の山、2 つ目のピークが 05～07 年の山、3 つ目のピークが 18 年以降。
- ▶ これらのことから M&A 隆盛期には国内マクロ経済の拡張期と小さな政府による自由な経済が関係していると考えられる。

- ① はじめに
- ② 米国との比較
- ③ 日本市場における M&A 企業の関係
- ④ まとめ
- ⑤ 参考文献

- ここからの日本の M&A に関するデータは Bloomberg professional が公表している 1993 年 3 月 19 日～2021 年 10 月 4 日の IN-IN と OUT-IN 型を対象とする。
- またアメリカ市場のデータは David(2020) から引用する。ここでは Thomason Reuters SDC Platinum database(SDC) に収録されているアメリカ市場における 1977～2009 年の IN-IN 型約 58,000 件が対象とされている。
- 両国ともに取引額が\$1M 以上の案件のみを対象としている。

Transaction Values and Premia in US

	Trans. Val. (\$M)	Premium(%)
Mean	267.4	46.8
Median	31.0	38.2
SD	1,911.5	34.8
Max	186,824.1	200.0
Min	0.9	0.0
N	57,858	5,868

日本の IN-IN 型 M&A 取引

	Trans. Val. (\$M)	Premium(%)
Mean	129.9	19.5
Median	15.1	13.1
SD	958.0	33.1
Max	44,815.1	376.2
Min	1	-84.6
N	10,929	1,617

- 共通点

- 取引額 (value) は右に歪んだ分布をしている一方で、プレミアム (のれん) は平均値と中央値が近い

-

- 相違点

- データサンプル数が異なること
- データの取得時期が異なること

Distribution of Transactions by Number of Acquirer Purchases

Number of Purchases	Firms	Transactions	Share of Transactions
1	18,870	18,870	32.6
2-3	5,777	13,301	23.0
4-5	1,669	7,345	12.7
6-7	733	4,695	8.1
8-10	490	4,311	7.5
11-15	340	4,251	7.3
16-20	119	2,100	3.6
More than 20	107	2,985	5.2
Total	28,105	57,858	100.0

日本市場の吸収・合併回数による買収企業の分布

Number of Purchases	Firms	Transactions	Share of Transactions
1	2,422	2,422	20.0
2-3	1070	2,457	20.2
4-5	283	1,247	10.3
6-7	138	887	7.3
8-10	86	760	6.3
11-15	63	798	6.6
16-20	31	569	4.7
21-30	30	749	6.2
31-40	11	381	3.1
41-50	5	227	1.9
More than 50	11	808	6.7
Multiple buyer		194	1.6
Unnamed		638	5.3
Total	4,150	12,137	100.2

- 共通点

- 両市場において 1 度 M&A をした企業はその後も繰り返す傾向が強い

- 相違点

- アメリカ市場に比して日本市場では初経験（取引回数が 1 回）の企業が相対的に低い（アメリカ市場においては 32.6% に対し、日本市場では 20.0%）。
- 故に、日本市場ではマーケットプレイヤーの減少に対し、アメリカ市場よりも寛容的であるといえる。しかし、マーケットシェアに関する拡大に関しては不明瞭であり、追研究が必要である。

宮島 (2006) によると、M&A の目的としては数種類存在し、主たる目的は

1. 買収企業の新規事業への進出・マイナー事業の拡大
2. 同業界のライバル企業買収を通じたノウハウ獲得や企業価値の伸張

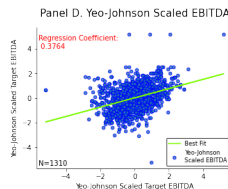
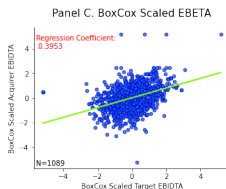
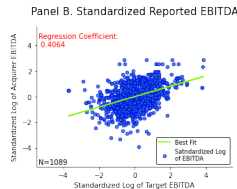
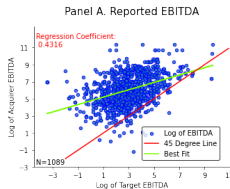
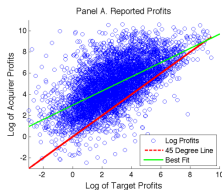
の 2 種である。

このことと上記のデータより、

- アメリカ市場では、プレミアム（技術力や人的資源、顧客ネットワーク等の非継承企業の超過収益力を表す）が相対的に高く、M&A の主目的は企業経営・競争力向上のためのノウハウ獲得だと考えられる。
- 日本市場での M&A は金銭的資産の比率が高く、プレミアムが低いことから企業のコングロマリット化が目的だと考えられる。

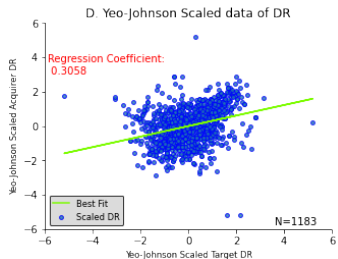
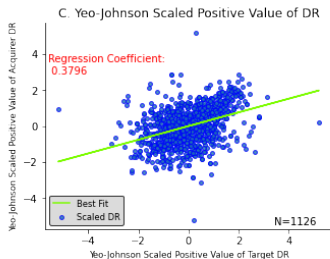
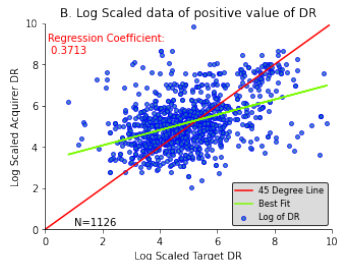
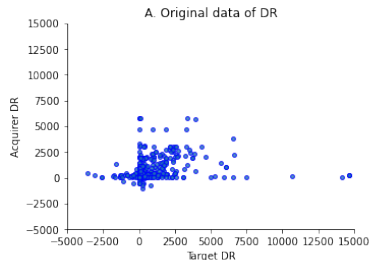
また、従来アメリカでは 20 世紀末ごろから企業統制関連法が緩く、市場の不均衡に対し寛容的だと言われていたが、マーケットプレイヤーの変容に注目すると日本市場の方が寧ろ寛容的だったと言える。

- ① はじめに
- ② 米国との比較
- ③ 日本市場における M&A 企業の関係
- ④ まとめ
- ⑤ 参考文献



- 左側の図と panel A. ⇒ 米国市場と日本市場における EBDTA が正の企業同士の比較
- panel C. と Panel D. ⇒ 日本市場における EBITDA が負の値をとる企業を入れた際の比較

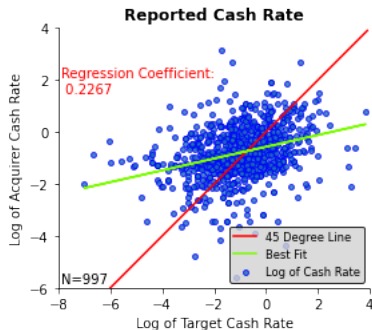
- 左図とパネル A との比較から、
 - 両国とも買収側企業の利益や EBIDTA が被買収側のそれを上回っている。(high-buys-low 型合併)
 - 日本での M&A では、収益力の低い被買収企業に対して、収益力がかなり高い事がわかる。(一層の high-buys-low 型合併)
 - 米国市場では低収益力企業の被買収企業の合併は、like-buys-like の傾向がみられる。
- ▶ 低収益力企業を買収する際に、日本市場では、企業間の収益力差異が如実に表れている。
- パネル C とパネル D の比較から、日本市場では、赤字企業を含めると、一層収益力の低い被買収企業に対して、high-buys-low の傾向が一層強くなる。



- ここでは、総負債（総資本）と自己資本より自己資本比率の逆数として財務レバレッジを算出した。
- マクロ的な視点では買収側企業と被買収側企業の2社間での財務レバレッジ比率の大小による趨勢は見受けられない。
- パネルBを詳細に見ることで、財務レバレッジ比率の低い企業に対する買収事例では、買収企業のそれは被買収企業のそれよりたかい。一方で、財務レバレッジ比率の高い企業に対する吸収合併は買収側企業のそれの方が総じて低くなっていることが分かる。

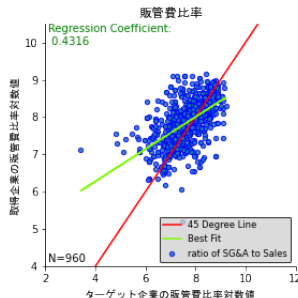
- 財務レバレッジ比率は**企業の成長度**と**企業経営の危険度**を反映した指数と考えられる。
また、企業の成熟度は企業の成長度と反比例する傾向が強いと考える。
 - **企業経営リスクが高いが、成長度の高い高い企業が M&A を行う際には、成熟しているが自社より成長度が鈍っている企業（事業）の買収を好む傾向にある。**
 - **経営が安定的で成長が鈍いが成熟度が高い企業が、M&A を行う際には、マイナーである（成熟度が低い）が自社に比べて、相対的に成長度の高い他産業のマイナーな企業（事業）をターゲットに好む傾向がある。**

- 財務レバレッジ比率を企業の信頼度と考え、財務レバレッジの高さが多角的事業を行っている企業または成長度の高さと捉える。
 - 成長度が高く、新規事業展開に意欲的な専門性の高い企業が、コングロマリットを目的として、成熟度が高く成長度の鈍い企業の一部事業や部門を吸収・合併していると考えられる。
 - 成熟度が高く成長度の低い多角的経営企業が新規事業開拓目的の為に、小規模で成長度が高く、専門性の高い企業や事業部を買収していると考えられる。そして、既存事業の成長度が鈍り始めると、更なるコングロマリットを形成する傾向が高いと考えられる。
 - 実際には財閥系企業を中心とした総合商社の事業拡大モデルと似つかわしい。
 - パネル C とパネル D の比較より、負債超過企業を含めると負債超過企業を対象に M&A する事例では、買収側企業は**経営が安定している多角的企業**または**成長度と専門性の比較的高い企業**のどちらかであるが、恐らく前者だと考えられる。

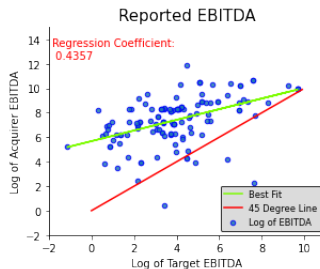


- ここでは流動負債（短期負債）に対する現金預金の比率として、現金比率を定義する。

- 図の左側では買収側企業の現金比率が、ターゲット側のそれを上回る傾向が強く、右側では逆転する傾向が強い
 - 現金比率の高さに対する解釈を流動負債の低さに起因すると考えると、成熟度の高い多角的経営企業ほど内部留保率が高いと考えられ、そういった企業は現金比率の高い企業との M&A を好む。
 - 図の左側より、現金比率の低い企業は一層現金比率の低い企業との M&A を好む。
- ▶ 事業拡大を図る大企業は成長度の鈍い大企業（事業）との M&A を好む。またはまたは、IT 企業などの借入金額は小さいが専門性と成長度が高い企業との M&A を好む。一方で、借り入れ依存的な成長企業は同じく借入投資依存型の企業を M&A 相手として好み、主幹事業の拡大またはコングロマリット化を意図していると考察できる。



- ここでは、売上高販管費率を **売上高販管費率 = (粗利益率 - 営業利益率) * 100** と定義し算出した。この値が低いほど企業の採算性が高いことを意味する。
- データが算出できた事例（960 件）の内、買収側企業の採算性が被買収側企業のそれより高かった事例は約 34.5% であった。



- 日本市場の OUT-IN 型 M&A 事例において EBITDA が 2 社ともに正であるもの。132 件中 126 件が買収企業の方が高収益力であった。また、高収益力企業ほど高収益力企業を買収している事が分かり、その傾向の強さも IN-IN 型 M&A に見られるものと同じである。これは図 6 の相関係数と図 2-A の相関係数の類似性から明らかである。

- ① はじめに
- ② 米国との比較
- ③ 日本市場における M&A 企業の関係
- ④ **まとめ**
- ⑤ 参考文献

日本市場における IN-IN 型 M&A

- 日本市場は米国市場に比べ相対的に M&A のプレミアム (金銭化の難しい無形資産) の評価が低く、このことから M&A の主目的はコングロマリットである。
- 1 度事業拡大を図った企業はその後も繰り返し拡大する。
- 高収益力の企業が低収益力の企業を M&A している。収益力の差は低収益企業の M&A ほど強いが、2 企業間の収益力には正の相関関係がある。
- M&A によって事業拡大を行う際には、成熟度が高く成長度が低い企業は自社より成長度の高い企業を相手にするが、経営リスクを伴っているが、成長度の高い企業は自社より成長度の乏しい企業を相手に選定する。

これらの事実から、成長度の高い企業がまずは成長度が相対的に乏しいが採算性の高い企業を M&A することで、収益力を引き上げ、市場占有度を上げる。そして、行き詰まりを感じると、他分野に進出し、同じ事を繰り返す。これらを繰り返すことで企業経営の多角化を成し遂げていると考えられる。これを実証するためには、M&A の市場占有度の変化を考察する必要がある、それは今後の課題である。

- ▶ M&A を通した企業への生産性への影響（小酒井）
- ▶ M&A を通した市場シェアへの影響（細岡、細野）

- ① はじめに
- ② 米国との比較
- ③ 日本市場における M&A 企業の関係
- ④ まとめ
- ⑤ 参考文献

- [M&A Research Report Online](#)
- 急増する M&A をいかに理解するか：その歴史的展開と経済的役割、 宮島英昭
- [The Aggregate Implications of Mergers and Acquisitions, Joel M David](#)