

日本のM&Aは成功しているか

M&Aによる企業価値創造の定量的検証

過去一〇年、わが国日本の産業構造は大きく変化し、業界再編という言葉に象徴されるように同業種間及びその周辺でのM&Aが多く実施された。

では、日本のM&Aは成功しているか。

本件調査では、一九九六年から二〇〇五年に実施された日本のM&A案件の投資先（売り手）となった上場企業を対象とし、M&A実施後の企業価値推移とその増減要因を定量的に分析した。

アビームM&Aコンサルティング
ヴァイスプレジデント

加藤 靖之

M & Aの投資先上場企業を
対象として定量分析を実施

過去一〇年、わが国の産業構造は大

きく変化し、業界再編という言葉に象

徴されるように同業種間及びその周辺

でのM & Aが多く実施された。またI

Tバブル崩壊以降、収益力が悪化し、

財務基盤が脆弱化した企業の救済を目

的とした再生・再建型のM & Aが多く

実施された。さらには、自動車業界を

中心として、外国企業による日本企業

への資本参加も実施された。このよう

に日本のM & Aは年々増加しており、

レコフ調査によると二〇〇五年には二

七二五件のM & Aが実施された。

では、日本のM & Aは成功している

か。

M & Aを行った企業に対して、M &

Aの成否を尋ねると大抵、否定的な回

答が返ってくる。現場で様々な課題に

取り組んでいるため、否定的な見方を

しがちである。定性的見地のみによる

検証では、M & Aの成否が歪んで見え

る可能性がある。

このような問題意識から、本件調査

は、M & Aの効果を定量的に検証する

ことを目的とした。

過去一年に実施された日本のM & A
案件の投資先となった上場企業に焦
点を当て、M & A実施後の企業価値と
その増減要因を定量的に分析した。

評価モデル

まず、調査対象案件として、過去一

〇年（一九九六年から二〇〇五年）に

日本で実施されたM & A案件から、グ

ループ内の企業同士のM & A案件や投

資先が非上場企業である案件等を除外

した三七九件を抽出した。

M & Aの有効性を測る指標として、

企業価値を用いた。企業価値は、株価

に発行済株式総数を乗じた時価総額と

有利子負債を合算して算定した。企業

価値は、株主、債権者、顧客といった

さまざまなステークホルダーや企業を

取り巻く環境である株式市場といった

視点、現在の収益力のみならず、企業

の将来性やリスクを包含していること

から、企業活動を統合的に評価するた

めに有効な指標といえる。

また本件調査では、M & A実施後の

企業価値に二つの処理を行った(表1)。

TOPIXによる補正

企業価値は、M & Aを実施した時期

の株式市場全体のムードがその増減に
影響する可能性がある。実際に、分析
対象期間とした一九九六年から二〇〇
五年においては、金利や景気循環の影
響で株式相場は大きく上下動している。

本件調査では、まずTOPIXを用

いて時価総額を補正し、補正後の時価

総額と有利子負債を合算して企業価値

を算定した。TOPIX補正後の企業

価値は、いわゆるM & Aプレミアムを

表していると言えよう。

指数化

調査対象案件の投資先企業には、企

業価値が一兆円を超える巨大企業から

五〇億前後の企業まで存在する。分析

結果が企業価値が大きい企業の増減に

偏らないよう、各企業のM & A実施前

の企業価値を一〇〇に指数化した。

以上、二つの処理を行った企業価値

を企業価値指数(EVPI・Ente

rprise Value Pre

mium Index)と名付け、当該

指標のM & A実施後三年の推移を比較

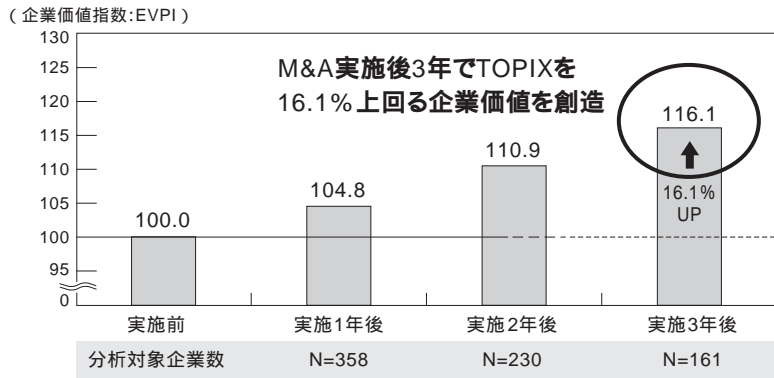
分析した。(以降で、企業価値とは企

業価値指数を指す)

表1. 企業価値の補正処理

$$\begin{aligned}
 \text{M\&A後の時価総額(補正後)} &= \text{M\&A前の時価総額} \times \left[\frac{\text{M\&A後の時価総額}}{\text{M\&A前の時価総額}} \div \frac{\text{M\&A後のTOPIX}}{\text{M\&A前のTOPIX}} \right] \\
 \text{企業価値指数(EVPI)} &= \frac{\text{M\&A後の時価総額(補正後)} + \text{M\&A後の有利子負債}}{\text{M\&A前の時価総額} + \text{M\&A前の有利子負債}} \times 100
 \end{aligned}$$

図1. M&A実施後の企業価値(EVPI)の推移 (出所:アビーム M&A コンサルティング)



企業価値は一六%上昇
縦軸に企業価値指数(EVPI)、横軸にM&A実施後の経過年数を取り、M&Aの投資先の企業価値推移を図1に表示した。
その結果、M&Aの投資先となった企業の企業価値はM&A実施後一年に一〇・四・八、三年後には一一・六・一と増加していることが分かった。

EBITDAは三五%上昇
次に、企業価値の増加が単なる株価上昇によるものではなく、キャッシュ創出力、いわゆる収益力の向上を伴っているかを分析した。

M&Aの投資先の企業価値を、非事業用資産と事業価値に、事業価値はさらにEBITDAとEBITDA倍率に分解し、その増減要因を分析した(図2)。
その結果、M&Aの投資先の非事業用資産は、第三者割当増資によって現預金が一時的に積み上がったことにより、M&A実施一年後に一一・六・七と増加しており、その後、投資資金に使用され、徐々に減少している。事業価値は、M&A実施三年後で一三・四・八と増加している。EBITDAは、M&A実施三年後で一三・四・八と増加しており、収益力が向上していることが示されている。
投下資本利益率が二%上昇
さらに、EBITDAの構成要素を分解し、M&Aの投資先の収益力向上が、何に起因しているかを分析した。
EBITDAを投下資本と投下資本

図2. 企業価値の増加要因(EBITDAの増減)

(出所:アビーム M&A コンサルティング)

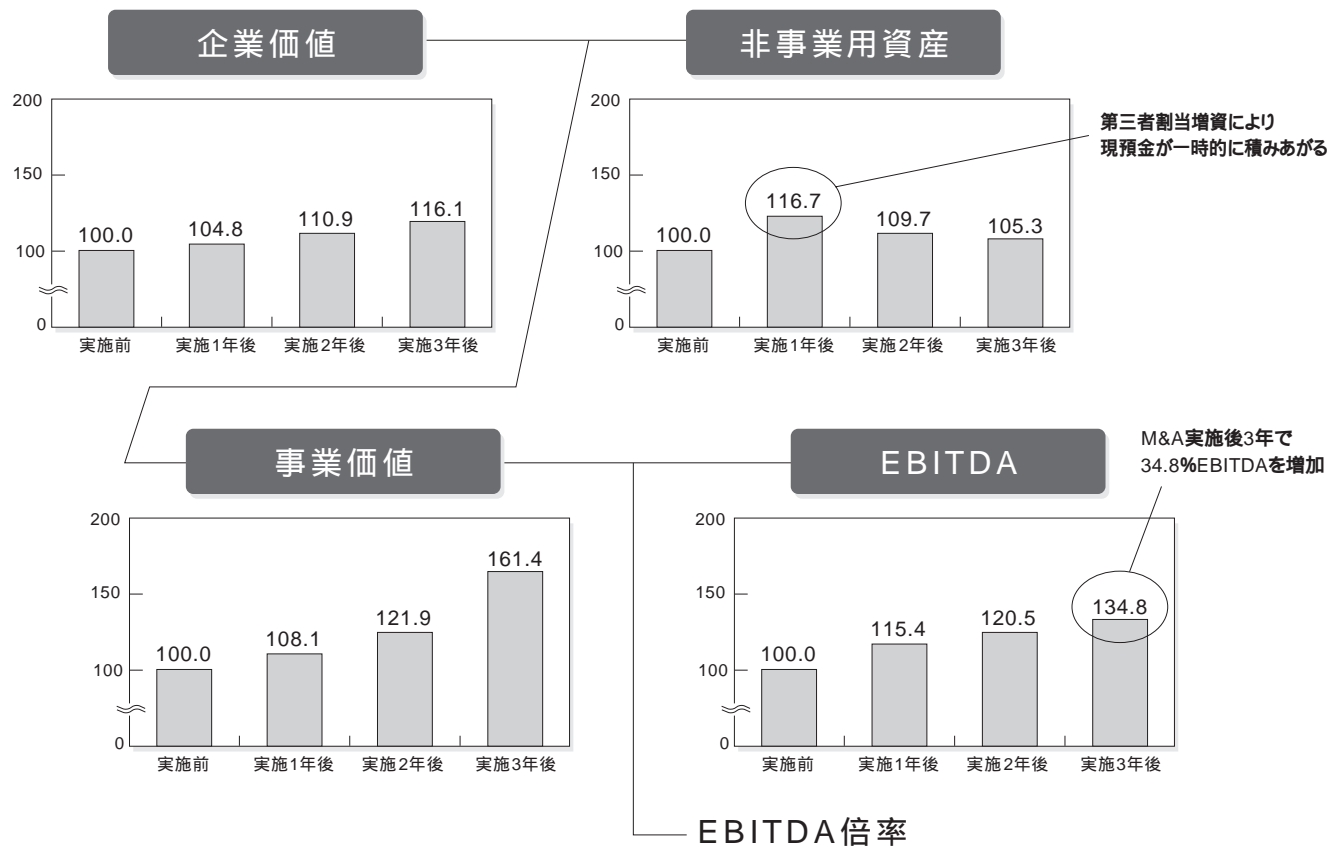
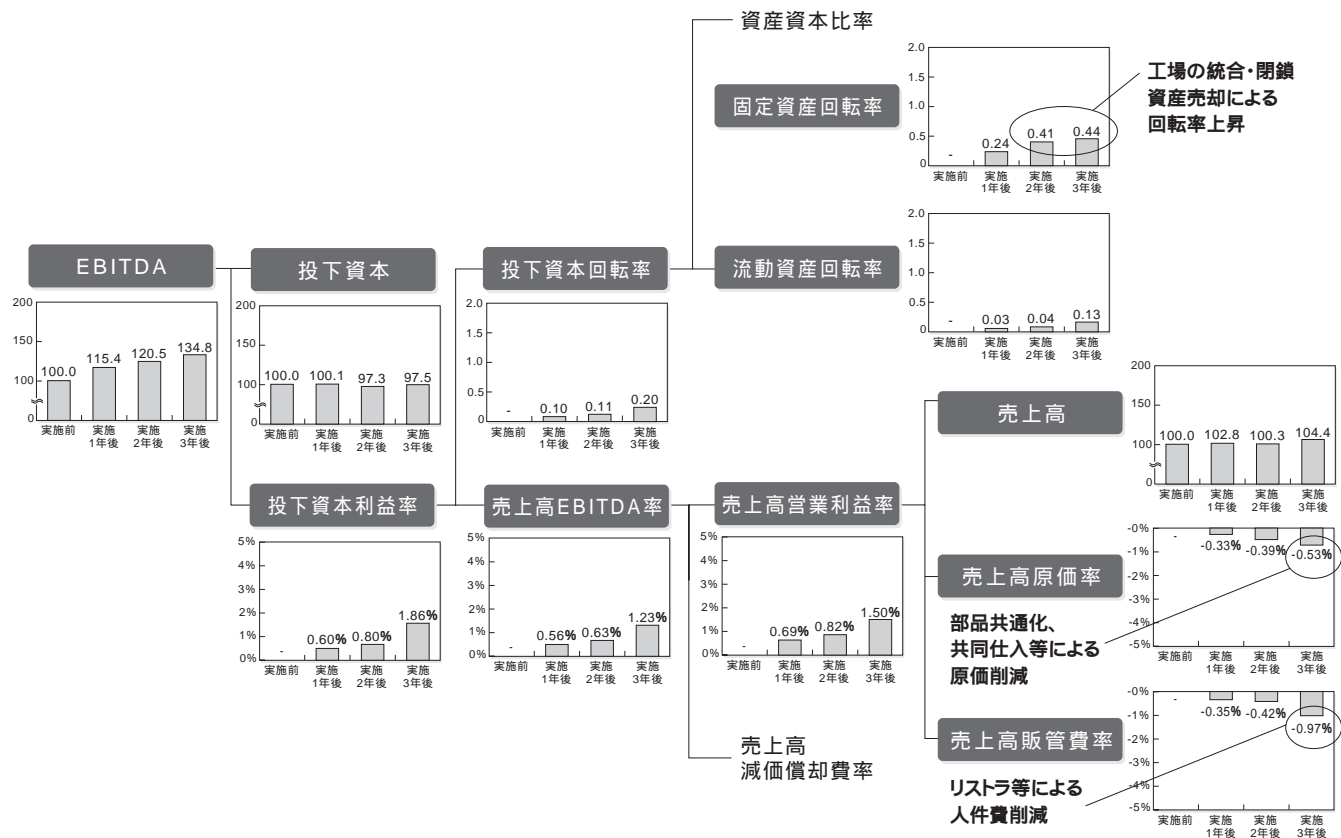


図3. EBITDAの増加要因

(出所:アビーム M&A コンサルティング)

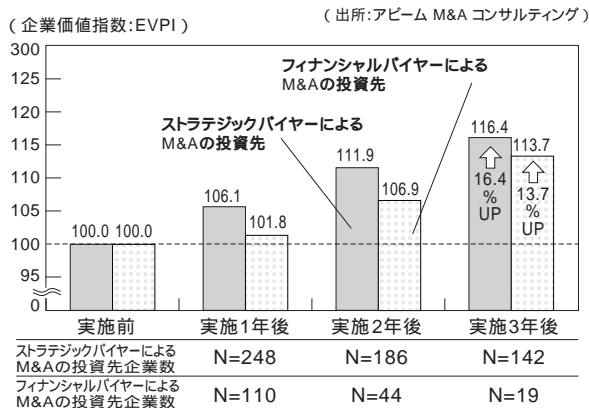


(グラフの見方)
 図3において、投下資本と売上高のグラフ縦軸は、実施前の値を100とした指数を、投下資本利益率と売上高EBITDA率、売上高営業利益率、売上高原価率、売上高販管費率のグラフ縦軸は、M&A実施前からの改善幅(%)を、投下資本回転率と固定資産回転率、流動資産回転率のグラフ縦軸は、M&A実施前から実際に効率化された実回転率を表している。

利益率に分解し、さらに投下資本利益率は投下資本回転率と売上高EBITDA率(EBITDAマージン)等の構成要素に分解した(図3)。
 その結果、M&Aの投資先の投下資本は、M&A実施一年後で100・1、M&A実施三年後で九七・五とほとんど変化していない。
 一方、投下資本利益率は、M&A実施三年後に一・八六%改善している。
 さらに、投下資本利益率を分解すると、売上高原価率がM&A実施三年後に〇・五三%、売上高販管費率がM&A実施三年後に〇・九七%改善しており、これらが投下資本利益率を改善さ

せた主要な要因となっていることが分かる。
 例えば、日立金属が住友特殊金属に資本参加した案件では、M&A実施後、製造部門の人員削減や日立金属との製造技術交流によって、工場の生産性を向上させた。またM&Aによって製品取扱規模が拡大し、顧客企業への価格交渉力が上がったことによって、収益力を改善させた。
 また、ルノーが日産自動車へ資本参加した案件では、M&A実施後、カルロス・ゴーン氏主導の下、サプライヤー集約による購買コストの削減や不採算工場の閉鎖を実施した。これらの徹底したコストカットによって、日産自動車の売上高原価率は改善した。
 このように、M&A案件の投資先は、M&Aによって投資元と共同仕入を実施したり、M&Aを契機に積極的なリストラチャリングを実施したりすることで、特にコスト面を改善することで収益を増加させている。
 尚、売上高については、M&A実施一年後に102・八、実施三年後に104・四と微増にとどまっております。売上拡大施策の効果は現れていない。

図4. バイヤータイプ別の企業価値推移



調査対象案件をバイヤータイプ別またはマーケット別に分類し、それぞれの投資先の企業価値推移を比較した。バイヤータイプ別(ストラテジックバイヤーとフィナンシャルバイヤー)に見ると、ストラテジックバイヤーによるM&Aの投資先の方が企業価値を増加させていることが分かった(図4)。ストラテジックバイヤーによるM&A案件は、トヨタ自動車による日野自動車工業への資本参加、ホームックによるダイキへの資本参加などがある。

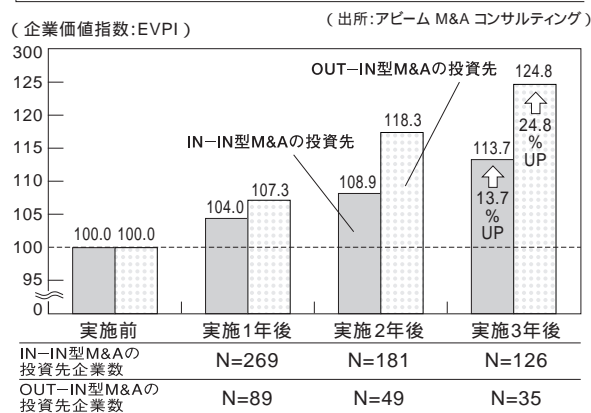
ストラテジックバイヤーによるM&Aが高い効果

同業種である二社がM&A後、共同仕入や生産工場の集約を行うことにより、着実にコスト削減を進めるとともに、新製品の共同開発を開始するなど将来の事業に対する施策が企業価値を増加させている。当該結果は、投資元と投資先のシナジー領域が大きいストラテジックバイヤーによるM&Aの有効性を示唆している。

一方、フィナンシャルバイヤーによるM&A案件は、UFJ銀行によるダイエーへの資本参加、三井住友銀行による住友炭鉱業への資本参加などがある。メイン銀行主導による再建目的のM&Aの投資先は、顕著な収益力の改善が見られず、企業価値の増加がみられない。

外国企業によるM&Aが高い効果
マーケット別(IN IN型とOUT IN型)に見ると、OUT IN型M&Aの投資先の方が企業価値を増加させていることが分かった(図5)。OUT IN型M&A案件は、ルノーによる日産自動車への資本参加やロシアによる中外製薬への買収などが代表的である。互いの商圏・商品カバレッジが補完できる余地が大きいことや、

図5. マーケット別の企業価値推移



未だ改善の余地が大きい。現場では、業務の重複、文化の違い、互いのプライドなど、様々なぶつかりや葛藤があるだろう。しかしながら、投資先となった企業は、投資元の影響等を受け、シナジーを創出し、結果として、M&A実施後三年で企業価値を一六・一%増加させてきた。

本件調査における定量的検証から、日本のM&Aは、一定の成功を収めていると言えるのではないだろうか。

過去一〇年、日本のM&Aは企業の再生や業界再編を目的としたものが多かった。そして、これまでのM&Aが一定の企業価値創造につながった要因は主にコストシナジーであった。

近年、日本企業の後ろ向きの経営計画がひと段落し、M&Aという戦略ツールの目的も、再編から成長へと変化している。今後のテーマは如何に投資先と投資元が売上面でのシナジーを創出していくかであろう。クロスセル、共同開発等の施策において、これまでになかった新たな価値どう創出しているか。

日本企業がM&Aを最強の戦略ツールとして使いこなしていく新たな時代に入ったと言える。

外国企業のファイナンス理論に基づいた優れた経営管理ノウハウが投資先となる日本企業にもたらされることにより、M&A実施後に企業価値を増加させている。また、外国企業が株主となることで、経営陣に適度な緊張感が生まれ、業績目標達成へのコミットメントが上がるという効果もあるとみられる。

外国企業と日本企業とでは、事業面のみならず管理面においてもシナジーが創出しやすいことを示唆している。

日本のM&Aは一定の成功を収めている

日本のM&Aは、現場の視点からは、

調査対象案件概要

ストラテジックバイヤーによる
IN IN型M&A案件(二六件)の傾向

ストラテジックバイヤーによるIN IN型M&A案件は、投資元が商社である案件と、投資先と同業種もしくは関連業種である案件が多く、主に二〇〇二年から二〇〇四年に見られる。

投資元が商社である案件は、商社が海外展開や新規事業立ち上げ、事業拡大を狙ったことを背景としている。

ストラテジックバイヤーによるIN

IN型M&Aの具体的な案件としては、三菱商事による良品計画への出資、伊藤忠商事によるエコーレーディング、ファミリーマートへの出資、三井物産によるかどや製油への出資、豊田通商によるトーマンへの出資等が挙げられる。

投資先と投資元が同業種もしくは関連業種である案件は、大企業で事業の選択と集中が進められたことによる業界再編を背景としている。

具体的な案件としては、オンワード樫山によるダイドーリミテッドへの出資、高松建設による小松建設工業の買収、菱食によるマルキン忠勇への出資、イオンによるいなげや、カスミへの出資、ホームマックによるダイキ、カーマへの出資、トヨタ自動車による日野自動車工業への出資、日本電

産によるコバルへの出資、JTによる鳥居薬品への出資、新日本製鉄による中山鉄工所への出資、日立金属による住友特殊金属への出資等が挙げられる。

フィナンシャルバイヤーによる
IN IN型M&A(五八件)の傾向

フィナンシャルバイヤーによるIN

IN型M&A案件は、銀行や、企業再生をメインとしたファンドによる業績不振企業への救済型M&A案件が多く、主に二〇〇二年から二〇〇四年に見られる。

救済型の案件は、銀行の債権放棄や債務の株式化(デット・エクイティ・スワップ)を伴うもの、優先株を引き受けたものが多い。

フィナンシャルバイヤーによるIN

IN型M&Aの具体的な案件としては、UFJ銀行によるダイエーへの出資、東京三菱銀行による河合楽器製作所、ナカノコーポレーションへの出資、みずほコーポレート銀行による日本冶金工業、東洋シャッター、日産ディーゼルへの出資、三井住友銀行による住友石炭鉱業への出資、フェニックス・キャピタルによるティアック、ソキアへの出資、大和証券SMB Cプリンシパル・インベストメントによるダイワ精工、キャビンへの出資等が挙げられる。

ストラテジックバイヤーによる
OUT IN型M&A案件(三五件)の傾向

ストラテジックバイヤーによるOUT

IN型M&A案件は、自動車業界と製薬

業界における同業種同士の案件が多く、一九九九年から二〇〇一年に多く見られる。自動車業界における同業種同士の案件は、グローバルレベルの業界再編が主な背景となっている。

ストラテジックバイヤーによるOUT

IN型M&Aの具体的な案件としては、フォード(アメリカ)によるマツダへの出資、ルノー(フランス)による日産自動車への出資、ダイムラー・クライスラー(ドイツ)による三菱自動車への出資、ゼネラル・モーターズ(アメリカ)による富士重工、いすゞ、スズキへの出資、ロバート・ボッシュ(ドイツ)によるゼクセルの買収等が挙げられる。

製薬業界における同業種同士の案件は、ゲノム革命によって当業界に属する各企業の研究開発費の負担が増加し、企業規模の大きさが求められるようになったことを背景としており、具体的な案件としては、F・ホフマン・ラ・ロシュ(スイス)による中外製薬の買収、ベーリンガーインゲルハイム(ドイツ)によるエスエス製薬の買収等が挙げられる。

フィナンシャルバイヤーによる
OUT IN型M&A案件(六〇件)の傾向

フィナンシャルバイヤーによるOUT

IN型M&A案件は、業績不振に陥った企業を投資先とした救済型案件と、純投資型案件に分けられ、割合としては純投資型案件が多い。

救済型のM&A案件は、一九九九年か

ら二〇〇一年に多く見られ、事業を立て直すことで株価上昇を狙うのが特徴であり、場合によっては、実績のある外部者が経営者として派遣されることもある。

OUT IN型M&Aの具体的な案件

としては、ロスチャイルドグループ(イギリス)と三井物産で設立したアクティブ・インベストメント・パートナーズ(イギリス)によるニッセンへの出資、リップルウッド・ホールディングス(アメリカ)による日本コロムビアへの出資、サーベラス・グループ(アメリカ)によるダイア建設への出資等が挙げられる。

純投資型のM&A案件は、二〇〇四年に多く見られ、割安と判断される株式へ投資することが特徴であり、経営者が派遣されることはほとんどない。

金融機関による不良債権処理の加速、事業会社同士の持ち株解消の動きもあって流動的な株式が増え、割安株を狙って、投資銀行やファンドによる純投資型のM&A案件が増えたものと考えられる。

具体的な案件としては、ソトリーやユニロ化学工業への株式公開買付(TOB)で話題になったスティール・パートナー・グループ(アメリカ)によるサッポロホールディングス、ワコール、アテランス、モスフードサービス、明星食品、ハウス食品等への出資、シルチェスタ・インターナショナル・インベストーズ・リミテッド(イギリス)によるサンゲツへの出資、ゴールドマン・サックス・グループ(アメリカ)によるフジテックへの出資等が挙げられる。