

日本企業のM & Aに関する調査 集計結果報告書

企業財務研究会

主査 一橋大学大学院商学研究科 教授 花枝英樹

アンケート発送日：2008年7月17日

(回答締切日：8月20日)

アンケート依頼先：国内全証券取引所上場企業

3,957社

回答数 541 (回答率 13.7%)

以下では、質問項目ごとの単純集計を示し、その集計結果に関して簡単なコメントを付しておりますので、ご疑問、お気づきの点などございましたら何なりと下記宛にご連絡下さい。

<ご連絡先>

(財)統計研究会(担当：宮崎文男)

〒105-0004 東京都港区新橋1-18-16

電話 03(3591)8496 FAX 03(3595)2200 E-mail f-miyazaki@isr.or.jp

<M&A について>

問1. 一般論として、下記事項はM&Aを行う動機として重要と思われるかどうかを伺います。該当するところに 印をしてください。

(1) 買収(持株会社による統合、吸収合併、事業部門買収等)について

	全く重要でない		どちらともいえない		非常に重要である	
	-2	-1	0	1	2	
1. 成熟・衰退部門の事業再編						
2. 多角化経営の手段						
3. 市場シェアの拡大						
4. 事業の選択と集中						
5. 相手企業のブランド力など知的財産の活用						
6. 相手企業の人材の活用						
7. 相手企業の研究開発力の活用						
8. 相手企業の販売ネットワークの活用						
9. 相手企業の保有現金の活用						

集計結果

	全く重要でない	重要でない	どちらともいえない	重要である	非常に重要である	無回答	総計
1. 事業再編 (度数) (%)	22 4.1%	53 9.8%	157 29.0%	213 39.4%	92 17.0%	4 0.7%	541 100.0%
2. 多角化 (度数) (%)	13 2.4%	41 7.6%	106 19.6%	250 46.2%	127 23.5%	4 0.7%	541 100.0%
3. シェア拡大 (度数) (%)	1 0.2%	6 1.1%	55 10.2%	282 52.1%	195 36.0%	2 0.4%	541 100.0%
4. 選択集中 (度数) (%)	1 0.2%	17 3.1%	109 20.1%	224 41.4%	182 33.6%	8 1.5%	541 100.0%
5. 知的財産活(度数) (%)	4 0.7%	20 3.7%	110 20.3%	273 50.5%	130 24.0%	4 0.7%	541 100.0%
6. 人材獲得 (度数) (%)	1 0.2%	34 6.3%	170 31.4%	237 43.8%	93 17.2%	6 1.1%	541 100.0%
7. 開発力獲得(度数) (%)	8 1.5%	29 5.4%	127 23.5%	261 48.2%	107 19.8%	9 1.7%	541 100.0%
8. 販売網拡充(度数) (%)	3 0.6%	16 3.0%	90 16.6%	309 57.1%	120 22.2%	3 0.6%	541 100.0%
9. 現金獲得 (度数) (%)	51 9.4%	110 20.3%	274 50.6%	83 15.3%	18 3.3%	5 0.9%	541 100.0%

コメント: 買収動機として“かなり重要”となっているのは3.「シェア拡大」を筆頭に、4.「選択集中」、8.「販売網拡充」などの水平的M&Aであり、次いで5.「知財獲得」や7.「開発能力獲得」なども重要という結果になっている。これとは対照的に、9.「相手企業の現金獲得」は“重要ではない”という答えが多い。

(2) 売却（事業部門・子会社等の売却）について

	全く重要でない -2	-1	どちらともいえない 0	1	非常に重要である 2
1. 成熟・衰退部門の事業再編					
2. 事業の選択と集中					
3. 投資資金を捻出する手段					

集計結果

	全く重要でない	重要でない	どちらともいえない	重要である	非常に重要である	無回答	総計
1. 事業再編 (度数)	7	12	106	264	150	2	541
(%)	1.3%	2.2%	19.6%	48.8%	27.7%	0.4%	100.0%
2. 選択集中 (度数)	5	4	62	238	231	1	541
(%)	0.9%	0.7%	11.5%	44.0%	42.7%	0.2%	100.0%
3. 資金捻出 (度数)	44	95	250	124	22	6	541
(%)	8.1%	17.6%	46.2%	22.9%	4.1%	1.1%	100.0%

コメント：事業売却の動機として重要なのは2.「選択と集中」および1.「事業再編」であり、3.「投資資金の捻出手段」としてはそれほど重要ではないと考えている企業が相対的に多い。

問2. 貴社は過去10年間にM&Aを行なったことがありますか

- 1. ない (問8へ)
- 2. ある (問3へ)

集計結果

	ない	ある	無回答	総計
M&A経験 (度数)	209	330	2	541
(%)	38.6%	61.0%	0.4%	100.0%

コメント：6割の企業が過去10年間にM&Aを経験しており、予想通りであった。

問3. 何回ぐらい行いましたか。

- 1. 1回
- 2. 2～5回
- 3. 6回以上

集計結果

	1回	2～5回	6回以上	無回答	総計
回数 (度数)	84	180	64	2	330
(%)	25.5%	54.5%	19.4%	0.6%	100.0%

コメント：複数回実施しているところが多いのは意外であった。

問 4-1 . どのような目的でM&Aを行いましたか。主なものを3つ以内で選んでください。

- 1 . 成熟・衰退産業の事業再編
- 2 . 多角化経営の手段
- 3 . 市場シェアの拡大
- 4 . 事業の選択と集中
- 5 . 経営資源の獲得

集計結果

	事業再編	多角化経営	シェア拡大	選択集中	経営資源獲得	総計
M&Aの目的 (度数)	74	114	193	146	124	651
(%)	11.4%	17.5%	29.6%	22.4%	19.0%	100.0%

コメント:概ね問1の動機と一致している。なお、多角化を目的とするM&Aも少なくない。

問 4-2 . M&A 実施の効果 (または成果) について伺います。該当するところに 印を
してください。

	逆にマイナスだった -2	-1	特になかった 0	1	大いにあった 2
1 . 市場シェア拡大効果					
2 . 販売・人事・総務などの間接部門の費用削減効果					
3 . 多角化によるシナジー効果					
4 . 成熟・衰退部門の事業再編					
5 . 事業の選択と集中					
6 . 相手企業のブランド力など知的財産の活用					
7 . 相手企業の研究開発力の活用					
8 . 相手企業の販売ネットワークの活用					
9 . 相手企業の保有現金の活用					
10 . 被合併会社との組織の融合					

集計結果

	非常にマイナスだった	マイナスだった	特になかった	あった	大いにあった	無回答	総計
1.シェア拡大 (度数) (%)	2 0.6%	5 1.5%	82 24.8%	159 48.2%	70 21.2%	12 3.6%	330 100.0%
2.費用削減 (度数) (%)	7 2.1%	26 7.9%	195 59.1%	76 23.0%	16 4.8%	10 3.0%	330 100.0%
3.シナジー効果 (度数) (%)	4 1.2%	11 3.3%	143 43.3%	133 40.3%	23 7.0%	16 4.8%	330 100.0%
4.事業再編 (度数) (%)	1 0.3%	6 1.8%	217 65.8%	72 21.8%	23 7.0%	11 3.3%	330 100.0%
5.選択集中 (度数) (%)	2 0.6%	8 2.4%	122 37.0%	137 41.5%	56 17.0%	5 1.5%	330 100.0%
6.知的財産活用 (度数) (%)	3 0.9%	6 1.8%	176 53.3%	110 33.3%	20 6.1%	15 4.5%	330 100.0%
7.開発力獲得 (度数) (%)	3 0.9%	8 2.4%	208 63.0%	80 24.2%	14 4.2%	17 5.2%	330 100.0%
8.販売網拡充 (度数) (%)	2 0.6%	7 2.1%	135 40.9%	147 44.5%	26 7.9%	13 3.9%	330 100.0%
9.現金獲得 (度数) (%)	16 4.8%	30 9.1%	232 70.3%	32 9.7%	5 1.5%	15 4.5%	330 100.0%
10.組織融合 (度数) (%)	4 1.2%	24 7.3%	194 58.8%	75 22.7%	18 5.5%	15 4.5%	330 100.0%

コメント: 1.「シェア拡大」や5.「選択集中」などの効果は大きかったが、2.「費用削減」と10.「組織融合」といった面ではあまり効果はなかったという結果になっている。

問5. どのような方法でM&Aを行いましたか。該当するものを1つ選んでください。
(M&Aが複数回ある場合は代表的なものについて)

1. 他社を買収または吸収合併した (問6へ)
2. 他社と対等合併した (問7へ)
3. 他社の事業部門を買収した (問6へ)
4. 事業部門を売却した (問8へ)

集計結果

	買収・吸収合併	対等合併	部門買収	部門売却	無回答	総計
M&Aの方法 (度数) (%)	231 70.0%	17 5.2%	47 14.2%	30 9.1%	5 1.5%	330 100.0%

コメント:「企業買収」が圧倒的に多いが、「部門売却」と答えた企業も30社ある。

問6-1. 買収・合併は主としてどのような手段で行いましたか。該当するものを1つ選んでください。(買収・合併が複数回ある場合は問5で代表的なものとしたM&Aについて)

1. 全て株式交換 (問7へ)
2. 全て現金 (問6-2へ)
3. 株式交換と現金の組み合わせ (問6-2へ)

集計結果

	株式交換	現金	両者の組み合わせ	無回答	総計
買収・合併の方法 (度数) (%)	42 12.7%	219 66.4%	27 8.2%	42 12.7%	330 100.0%

コメント:「現金買収」はいまだに主流であるが、「株式交換」「株式交換と現金の併用」も合計で20%程度あり、手段が多様化していることを示している。

問 6-2 . 現金は主にどのように調達されましたか。該当するものを1つ選んでください。
(複数ある場合は代表的なものについて)

- 1 . 銀行借入
- 2 . シンジケート・ローン
- 3 . 社債 (新株予約権付社債を含む)
- 4 . 内部留保
- 5 . 増資
- 6 . ファンド出資 (ファンド名:)
- 7 . その他 ()

集計結果

	銀行借入	シンジケート・ローン	社債	内部留保	増資	ファンド出資	その他	無回答	総計
現金調達 (度数)	81	5	7	143	13	1	2	78	330
方法 (%)	24.5%	1.5%	2.1%	43.3%	3.9%	0.3%	0.6%	23.6%	100.0%

コメント: 買収資金は主に 4.「内部留保」であり、続いて 1.「銀行借入」である。5.「増資」や 3.「社債発行」は少ない。

問 7 . 他社との合併に際して、貴社が以下のような調整をされたかどうかを伺います。
該当するところに 印をしてください。(合併が複数回ある場合は代表的なものについて)

- 1 . 合併相手と重複する部門の人員の調整

大幅削減	調整せず	大幅増加
-2	0	2
-1	1	

- 2 . 給与体系の調整

低い方へ引き下げ	調整せず	高い方へ引き上げ
-1	0	1

- 3 . 事業部門の新設・削減などの調整

大幅削減	調整せず	大幅増
-2	0	2
-1	1	

集計結果

	大幅削減	削減(引き下げ)	調整せず	増(引き上げ)	大幅増	無回答	総計
1.人員調整 (度数)	6	54	157	25	2	86	330
(%)	1.8%	16.4%	47.6%	7.6%	0.6%	26.1%	100.0%
2.給与調整 (度数)		13	183	45		89	330
(%)		3.9%	55.5%	13.6%	0.0%	27.0%	100.0%
3.部門調整 (度数)	3	37	155	45	2	88	330
(%)	0.9%	11.2%	47.0%	13.6%	0.6%	26.7%	100.0%

コメント:無回答が多いが、回答者だけで見ると「調整せず」が3分の2を占めている。「給与引き上げ」「部門数増」が2割近くあるのは注目に値する。「人員削減」の18%弱というのは少ないとは言えない。

<成熟衰退事業の有無と経営方針について>

問8. 貴社は現在成熟衰退事業を抱えていますか。該当するものを選んでください。

1. 現時点で成熟衰退事業はなく、今後もないと考えている (問10へ)
2. 現時点ではないが、今後は出てくると考えている (問9へ)
3. 現時点で成熟衰退事業を抱えている (問9へ)

集計結果

	現在、今後ともなし	今後は出てくる	現在ある	無回答	総計
成熟衰退事業 (度数)	155	206	161	19	541
事業 (%)	28.7%	38.1%	29.8%	3.5%	100.0%

コメント: 70%近い企業が成熟衰退事業を3.「現時点で抱えている」、または2.「今後抱える」と考えており、その多さは驚きである。

問9. 貴社は成熟衰退事業への対処方法についてどのように考えていますか。該当するものを選んでください。(複数可)

1. 雇用のために当分現状維持とするが経営改善を図る
2. 他社と提携などの方法で再構築する
3. 従業員をほかの部門に再配置して他社に売却する
4. 他社に従業員を引き取ることを条件にして売却する
5. 他社に売却して早期退職などの人員整理を行う
6. MBO や EBO で当該部門・子会社の経営陣と従業員に売却する
7. その他 ()

集計結果

	(度数)	(度数)
1.現状維持	254	40.0%
2.他社提携	202	31.8%
3.人員の社内配置売却	64	10.1%
4.人員引き取る条件で売却	50	7.9%
5.人員整理・売却	14	2.2%
6.MBO・EBO	27	4.3%
7.その他	24	3.8%
総計	635	100.0%

コメント: 1.「雇用のため維持するが経営改善を図る」という答えが多く経営者が雇用維持にいかに配慮しているかが窺える。興味深いのは、6.「MBO・EBOで当該部門を従業員や経営者に売却する」が、5.「他社に売却して人員整理を行う」という回答数よりは多いことである。

問 10 .米国の企業などに比べて日本企業は成熟衰退事業の再編が遅いといわれますが、その理由についてどのように考えますか。該当するところに 印をしてください。

	全く関係ない	どちらともいえない			大いに関係ある
	-2	-1	0	1	2
1 . 従業員の雇用を維持するために成熟衰退企業を継続する					
2 . 全社的に黒字になっているため成熟衰退事業を温存する					
3 . 地元の要請にこたえるために成熟衰退事業を温存する					
4 . 顧客の要請にこたえるために成熟衰退事業を温存する					
5 . 成熟衰退事業の売却条件が合わない					
6 . 当該部門整理による人員整理を行うための原資が乏しい					
7 . 日本では事業再編のための M&A 市場は整備されていない					

集計結果

	全く関係ない	関係ない	どちらともいえない	関係ある	大いに関係ある	無回答	総計
1 . 雇用維持 (度数)	2	16	83	287	141	12	541
(%)	0.4%	3.0%	15.3%	53.0%	26.1%	2.2%	100.0%
2 . 部門間補てん (度数)	4	30	142	294	57	14	541
(%)	0.7%	5.5%	26.2%	54.3%	10.5%	2.6%	100.0%
3 . 地元要請 (度数)	30	88	226	163	17	17	541
(%)	5.5%	16.3%	41.8%	30.1%	3.1%	3.1%	100.0%
4 . 顧客要請 (度数)	12	61	218	210	27	13	541
(%)	2.2%	11.3%	40.3%	38.8%	5.0%	2.4%	100.0%
5 . 売却条件 (度数)	17	62	243	158	46	15	541
(%)	3.1%	11.5%	44.9%	29.2%	8.5%	2.8%	100.0%
6 . 原資欠乏 (度数)	27	112	270	106	11	15	541
(%)	5.0%	20.7%	49.9%	19.6%	2.0%	2.8%	100.0%
7 . M&A市場未整備 (度数)	17	59	204	200	46	15	541
(%)	3.1%	10.9%	37.7%	37.0%	8.5%	2.8%	100.0%

コメント：6. 「人員整理を行うための原資が乏しい」ためでなく、1. 「従業員の雇用維持」や2. 「部門間補填」を、事業再編が遅れる理由と考えている企業が多かった。

<敵対的買収について>

問 11. 貴社が仮に敵対的買収に遭遇したとして、以下の考え方についてどのように思われるか伺います。該当するところに 印をしてください。

	全くそう思わない -2	どちらとも いえない -1	0	1	強くそう思 う 2
1. 株の売抜けで短期的利益を得ようとするのが目的であり許せない					
2. 従業員の利益を株主へ移転することになり、士気低下を招く					
3. 一般株主の利益を犠牲にすることになる					
4. 会社が切り売りされることになる					
5. 顧客・供給先の利益を損なう					
6. 短期の株価を気にし、長期的視野に立った経営が損なわれる					
7. 緊張感をもたらすということで評価する					

集計結果

	全くそう思 わない	そう思わな い	どちらとも いえない	そう思 う	強くそう思 う	無回答	総計
1. 株の売り抜け (度数) (%)	9 1.7%	43 7.9%	264 48.8%	140 25.9%	78 14.4%	7 1.3%	541 100.0%
2. 富の移転 (度数) (%)	9 1.7%	49 9.1%	236 43.6%	202 37.3%	40 7.4%	5 0.9%	541 100.0%
3. 一般株主の犠牲 (度数) (%)	9 1.7%	67 12.4%	284 52.5%	142 26.2%	33 6.1%	6 1.1%	541 100.0%
4. 切り売り (度数) (%)	13 2.4%	47 8.7%	260 48.1%	167 30.9%	46 8.5%	8 1.5%	541 100.0%
5. 取引先の犠牲 (度数) (%)	6 1.1%	55 10.2%	273 50.5%	152 28.1%	49 9.1%	6 1.1%	541 100.0%
6. 短期的経営 (度数) (%)	2 0.4%	28 5.2%	149 27.5%	233 43.1%	122 22.6%	7 1.3%	541 100.0%
7. 緊張感 (度数) (%)	36 6.7%	61 11.3%	265 49.0%	164 30.3%	10 1.8%	5 0.9%	541 100.0%

コメント：概ね敵対的買収に対しては否定的な意見が多いが、「緊張感をもたらす」というプラスの意見も少なからずある。否定的な意見の中では、6.「長期的視野に立った経営が損なわれる」と、1.「株の売り抜け目的」に同意する意見が多かった。

問 12. 相手の同意を得られないような買収について貴社の考えをお伺いします。該当するところに 印をしてください。

1. 貴社による他社の買収	絶対にしない -2	-1	0	1	積極的に仕掛ける 2
2. 他社による貴社の買収	強く抵抗する -2	-1	0	1	株主の判断に委ねる 2

集計結果

1. 貴社による他社の買収

	絶対にしない	しない	どちらもない えない	仕掛ける	積極的に仕掛 ける	無回答	総計
(度数)	164	184	164	23	5	1	541
(%)	30.3%	34.0%	30.3%	4.3%	0.9%	0.2%	100.0%

2. 他社による貴社の買収

	強く抵抗す る	抵抗する	どちらもない えない	株主の判断 に委ねる	株主の判断に 強く委ねる	無回答	総計
(度数)	121	143	172	59	44	2	541
(%)	22.4%	26.4%	31.8%	10.9%	8.1%	0.4%	100.0%

コメント：「他社に対する敵対的買収はしない」と同時に「自社が敵対的買収対象になったときは抵抗する」との意見が多い。ただし、2.「他社による買収」に対して、「株主の判断に委ねる」という回答が19%ある。

問 13. 貴社は敵対的買収への備えとして、以下の対策をどの程度重要視しますか。該当するところに 印をしてください。

	全く重視しない -2	-1	どちらともいえない 0	1	非常に重視する 2
1. 無議決権優先株などの種類株を導入する					
2. 事前警告型防衛策（新株予約権の無償割当）を導入する					
3. 株式持合いを拡大する					
4. 取引金融機関等へ新株予約権付社債を割り当てる					
5. 個人株主を増やして株式保有の集中を防ぐ					
6. IR を充実する					
7. 増配による株主利益還元					
8. 自社株買いによる株主利益還元					
9. 取締役の定員枠を削減する					
10. 授権株式数を増やす					
11. スーパー・マジョリティ条項を導入する					
12. 業績改善により高い株価を達成・維持する					
13. 社外取締役を導入する					
14. MBO で非上場にする					

集計結果

	全く重視 しない	重視しな い	どちらとも いえない	重視する	非常に重 視する	無回答	総計
1.種類株 (度数) (%)	72 13.3%	114 21.1%	283 52.3%	56 10.4%	5 0.9%	11 2.0%	541 100.0%
2.防衛策導入 (度数) (%)	44 8.1%	92 17.0%	222 41.0%	119 22.0%	53 9.8%	11 2.0%	541 100.0%
3.持合拡大 (度数) (%)	31 5.7%	54 10.0%	228 42.1%	186 34.4%	28 5.2%	14 2.6%	541 100.0%
4.新株引受権つき社債 の割当 (度数) (%)	50 9.2%	107 19.8%	296 54.7%	69 12.8%	5 0.9%	14 2.6%	541 100.0%
5.個人株主を増や す (度数) (%)	9 1.7%	34 6.3%	167 30.9%	262 48.4%	56 10.4%	13 2.4%	541 100.0%
6.IR充実 (度数) (%)	2 0.4%	16 3.0%	94 17.4%	286 52.9%	133 24.6%	10 1.8%	541 100.0%
7.増配 (度数) (%)	5 0.9%	13 2.4%	178 32.9%	276 51.0%	59 10.9%	10 1.8%	541 100.0%
8.自社株取得 (度数) (%)	14 2.6%	16 3.0%	222 41.0%	232 42.9%	46 8.5%	11 2.0%	541 100.0%
9.取締役枠削減 (度数) (%)	35 6.5%	91 16.8%	346 64.0%	57 10.5%	4 0.7%	8 1.5%	541 100.0%
10.授権株倍増 (度数) (%)	39 7.2%	81 15.0%	339 62.7%	70 12.9%	3 0.6%	9 1.7%	541 100.0%
11.スーパーマジョリティ 条項 (度数) (%)	53 9.8%	101 18.7%	353 65.2%	22 4.1%	1 0.2%	11 2.0%	541 100.0%
12.業績改善 (度数) (%)	1 0.2%	3 0.6%	102 18.9%	237 43.8%	191 35.3%	7 1.3%	541 100.0%
13.社外取締役導入 (度数) (%)	8 1.5%	42 7.8%	267 49.4%	180 33.3%	35 6.5%	9 1.7%	541 100.0%
14.MBO (度数) (%)	123 22.7%	153 28.3%	216 39.9%	38 7.0%	4 0.7%	7 1.3%	541 100.0%

コメント：敵対的買収への備えとして重要視されるのは12.「業績改善」、6.「IRの充実」、7.「増配」などとなっている。また、3.「株式持合の拡大」が2.「事前警告型防衛策」より重要視されているのは面白い。なお、9.「取締役枠削減」や1.「種類株の導入」は敵対的買収への備えにはならないという感じである。

問14. 貴社が株式持合いなど親密関係にある会社に対して他社による敵対的買収行為がなされたとき、貴社はどのように行動しますか。該当する にレ点をしてください。

1. 保有株式の売却について
 - どの状況でも売却しない
 - 状況次第で売却する
 - どちらも言えない

集計結果

	(度数)	(%)
1. どの状況でも売却しない	141	26.1%
2. 条件次第で売却する	94	17.4%
3. どちらも言えない	301	55.6%
4. 無回答	5	0.9%
総計	541	100.0%

コメント：2.「条件次第で売却」、3.「どちらも言えない」の両方で70%強となっており、持合関係は実質的にあまり強固なものではないことが窺える。

2. 委任状合戦が行われる際の対応について
 常に経営者側（被買収会社）に投票する
 状況次第で買収側に投票する
 どちらともいえない

集計結果

	(度数)	(%)
1. 常に被買収側に投票する	160	29.6%
2. 条件次第で買収側に投票する	57	10.5%
3. どちらともいえない	318	58.8%
4. 無回答	6	1.1%
総計	541	100.0%

コメント：2.「条件次第で買収側に投票」と3.「どちらともいえない」の両方で70%近くを占めており、ここでも株式持合いが実質的に絆を強めていないことを示していると言えよう。

問 15. 貴社の株式は現在、市場でどのように評価されていると考えますか。該当するところを1つ選んでください。

1. 大幅に過小評価
2. やや過小評価
3. 正しく評価
4. やや過大評価
5. 大幅に過大評価
6. わからない

集計結果

	1. 大幅に過小評価	2. やや過小評価	3. 正しく評価	4. やや過大評価	5. 過大評価	6. わからない	無回答	総計
株価の評価 (度数)	115	289	89	15	1	24	8	541
(%)	21.3%	53.4%	16.5%	2.8%	0.2%	4.4%	1.5%	100.0%

コメント：「適正」や「過大」と答えた企業は20%程度であり、8割は「過小」と答えている。2003年3月時点でのわれわれの調査では適正・過大が27%、過小が73%であり、また2006年8月時点では前者が15%、後者が64%であったのと比較すると「過小評価されている」との認識割合が高まっている。

以上