

# ESRI 経済政策フォーラム 「新しい局面にあるわが国のM&A」

---

2006年 10月 17日(火)

アビームM&Aコンサルティング株式会社(AMC)  
代表取締役 岡 俊子

# 調査の背景

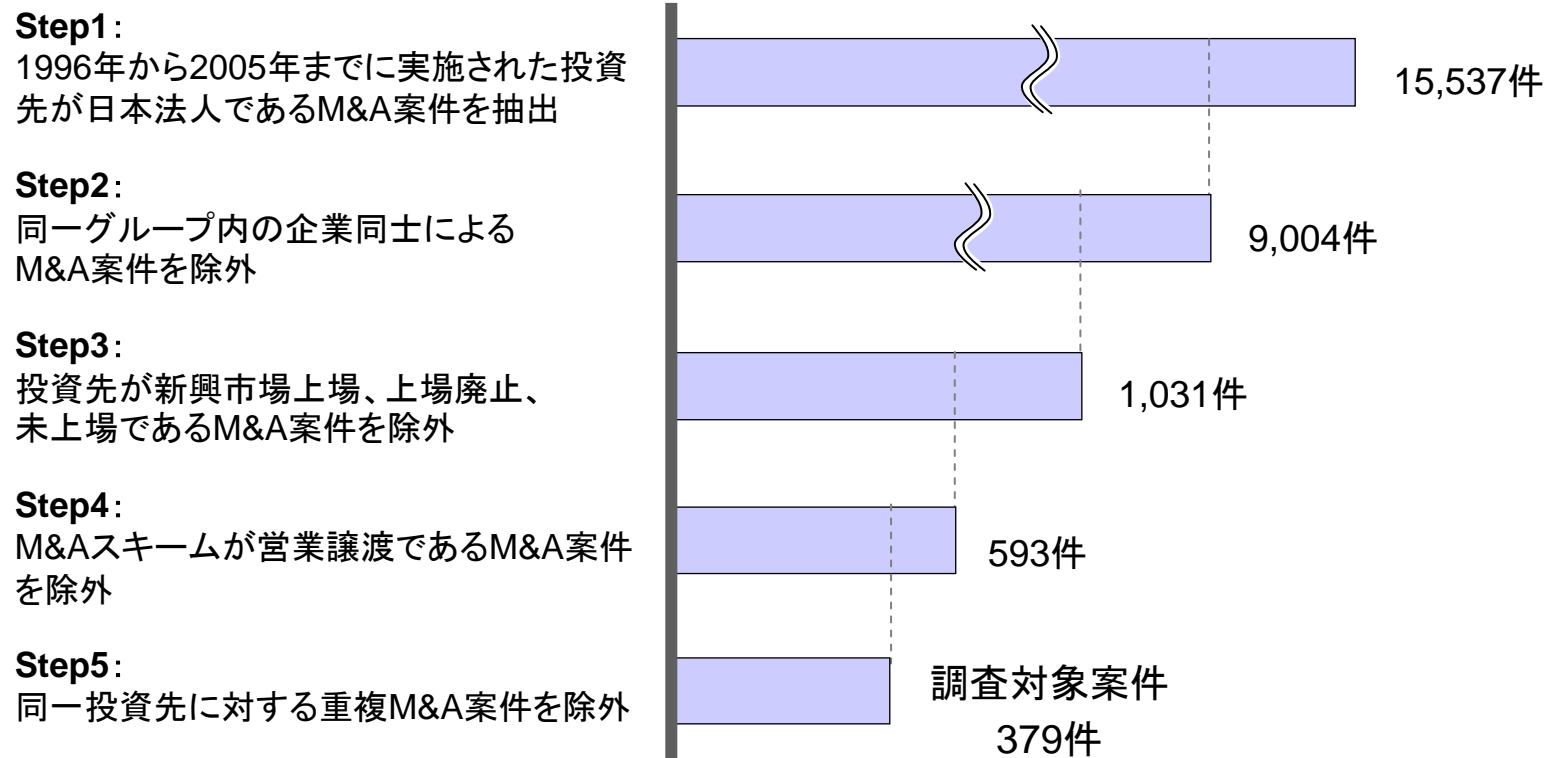
---

- アビームM&Aコンサルティング株式会社(AMC)では、過去10年に実施されたM&Aの投資先におけるその後の企業価値推移に関する調査結果を発表しました。
  - M&Aの目的は、企業価値を高めるために、複数の企業・事業が融合することで、販売、生産、技術といった事業における様々なシナジーを創出し、企業戦略を実現することです。
  - 昨今、M&Aに関する専門書が出版されてきているものの、わが国のM&Aの歴史が浅いこともあり、M&A効果が定量的に検証された調査研究があまり多く実施されていません。
  - 本調査の目的は、M&Aの投資先となった日本企業が、その後どの程度企業価値を増加させているのか、投資効果を定量的に検証することにより、M&Aの効果等を明確にすることです。
  - 本調査は、平成18年3月に、経済産業省受託事業にて日本貿易振興機構(JETRO)からの受託により弊社が株式会社レコフと共同で実施した「外国企業のM&Aによる対内直接投資の企業価値に与える影響実態調査」を基にしています。

# 調査対象案件

- 本件調査の対象案件は、1996年から2005年に実施されたM&A案件から、以下の5つのステップで選定しました。
- 選定されたM&A案件は379件です。

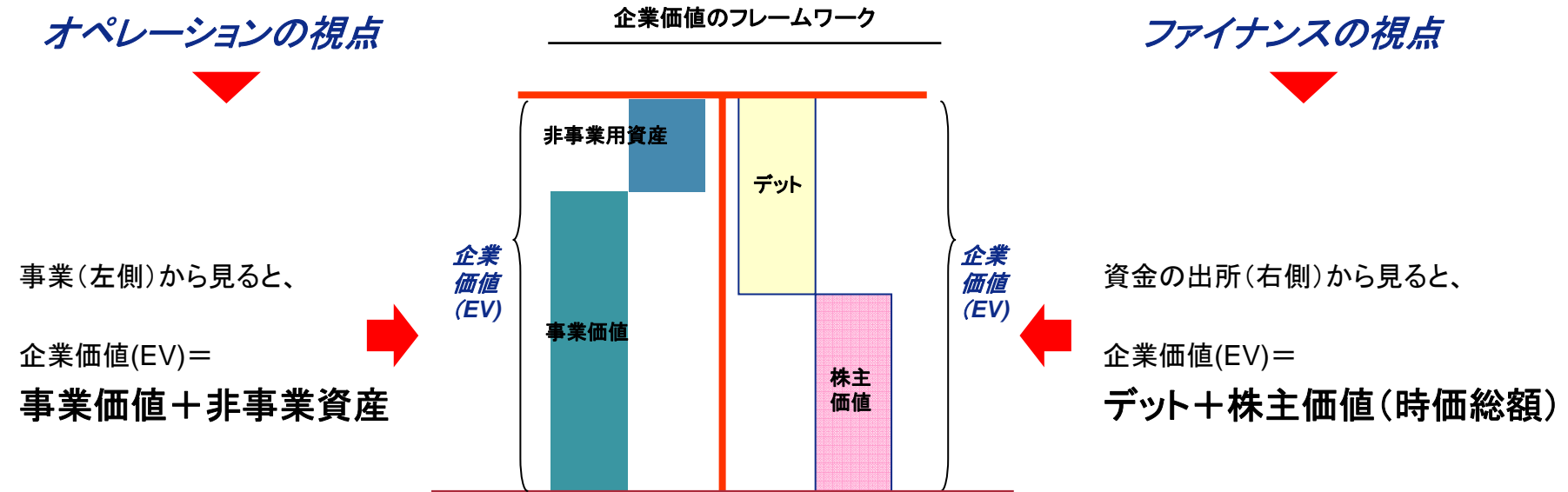
## 本件調査対象の抽出



(出所:レコフマールM&Aデータベースより抽出)

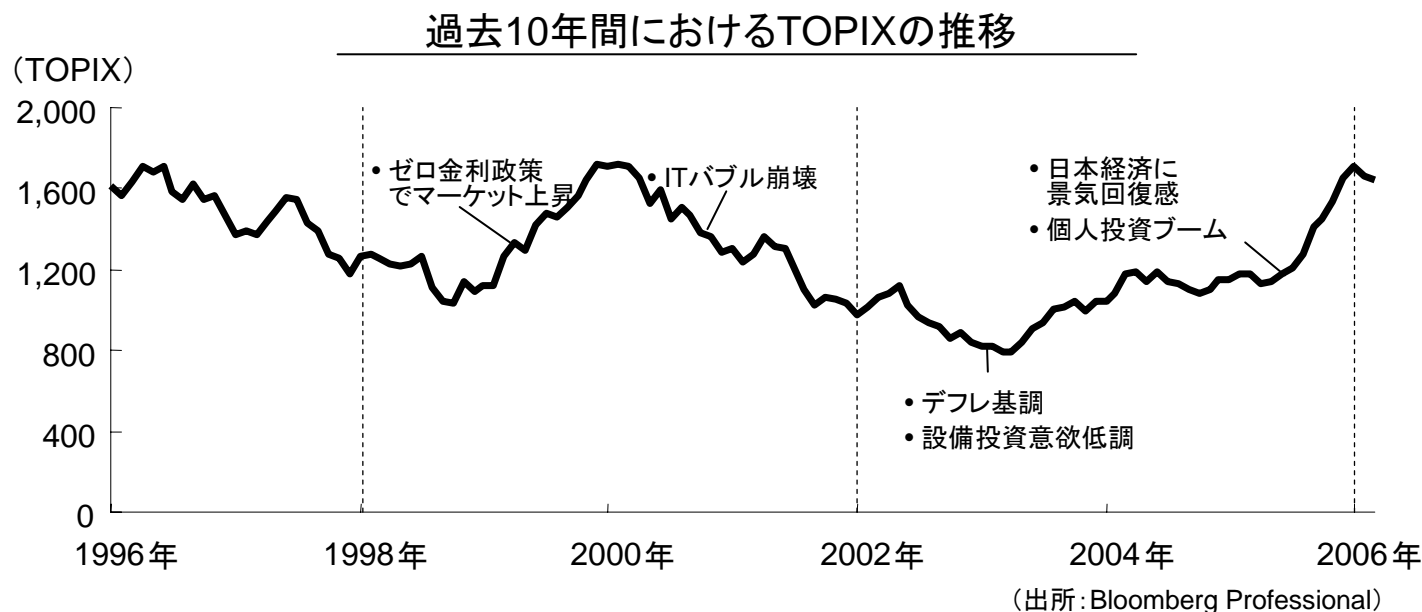
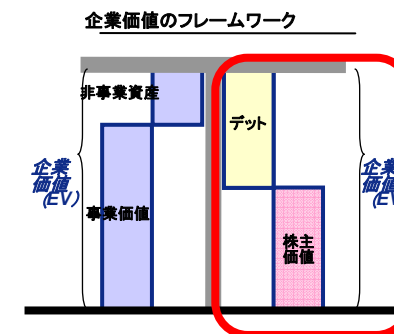
# 企業価値の定義には二つの側面がある

- 企業価値の捉え方は、事業から見るのと、資金の出所から見るのとでは、定義が異なります。経営者は事業寄り(図の左側)、マーケットの方々は資金の出所寄り(図の右側)の見方になる傾向があります。
- 本調査においては、右からの視点(デット+時価総額)で企業価値を定量化し、株価が収益性を反映しているかについては左側の視点から検証しました。



# デット+時価総額として企業価値を算定

- 本件調査では、株価をベースとした時価総額と有利子負債を用いて企業価値を算定します。
- 分析対象期間とした1996年から2006年においては、以下に示されているように、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ます。
- 本件調査では、TOPIXの増減率で補正した時価総額を用いて企業価値を算定することによって、M&Aの投資先が市場の全体平均に比べどの程度企業価値を増加させたかを検証します。



$$\boxed{\text{M\&A後の時価総額(補正後)}} = \text{M\&A前の時価総額} \times \left[ \frac{\text{M\&A後の時価総額}}{\text{M\&A前の時価総額}} \div \frac{\text{M\&A後のTOPIX}}{\text{M\&A前のTOPIX}} \right]$$

# 企業価値指数(EVPI)とは？

- M&A効果の測定指標として、企業価値指数( EVPI: Enterprise Value Premium Index )を用いています。
- 企業価値指数(EVPI)とは、TOPIX補正後の時価総額と有利子負債を合算して算定し、M&A実施前の企業価値を100とした指数です。
- 以下で用いる企業価値とは、特段の記述がない限り、当指標を指します。

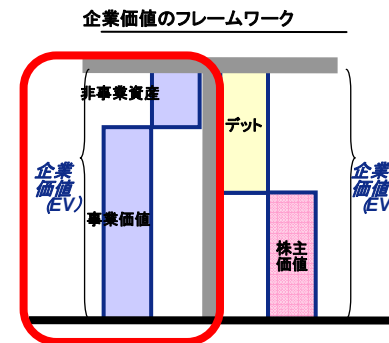
## 企業価値指数(EVPI)の算定方法

$$\text{企業価値指数(EVPI)} = \frac{\text{M\&A後の時価総額(補正後)} + \text{M\&A後の有利子負債}}{\text{M\&A前の時価総額} + \text{M\&A前の有利子負債}} \times 100$$

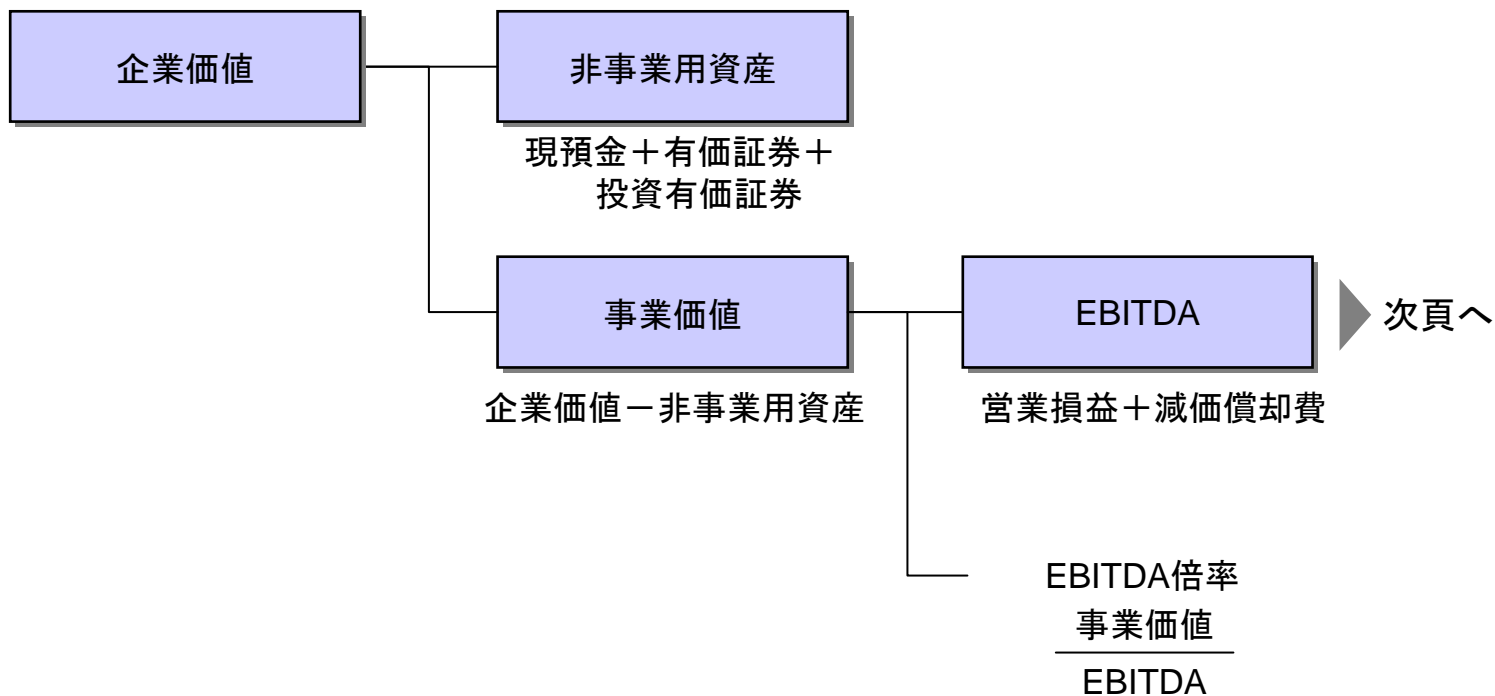
(注:通常、企業価値は時価総額と有利子負債と少数株主持分の合計である。しかしながら、本件調査にて使用したデータベースからは1997年以前の少数株主持分のデータを入手できなかったため、企業価値算定において当該項目を加算していない。但し、企業価値に占める割合が僅少であり、分析結果には影響しない。)

# 収益性を伴っているかを検証

- 本件調査では、企業価値の増加が単なる株価上昇によるものではなく、事業収益力の向上を伴っているかを検証しました。
- 企業価値を非事業用資産と事業価値に分解し、さらに事業価値を事業収益力を表すEBITDA (注1)に分解し、企業価値の増加が事業収益力の向上に起因しているのか分析しました。



## 企業価値増減の要因分析

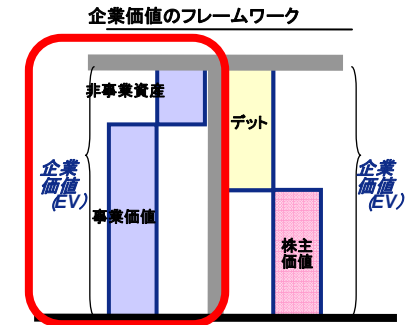
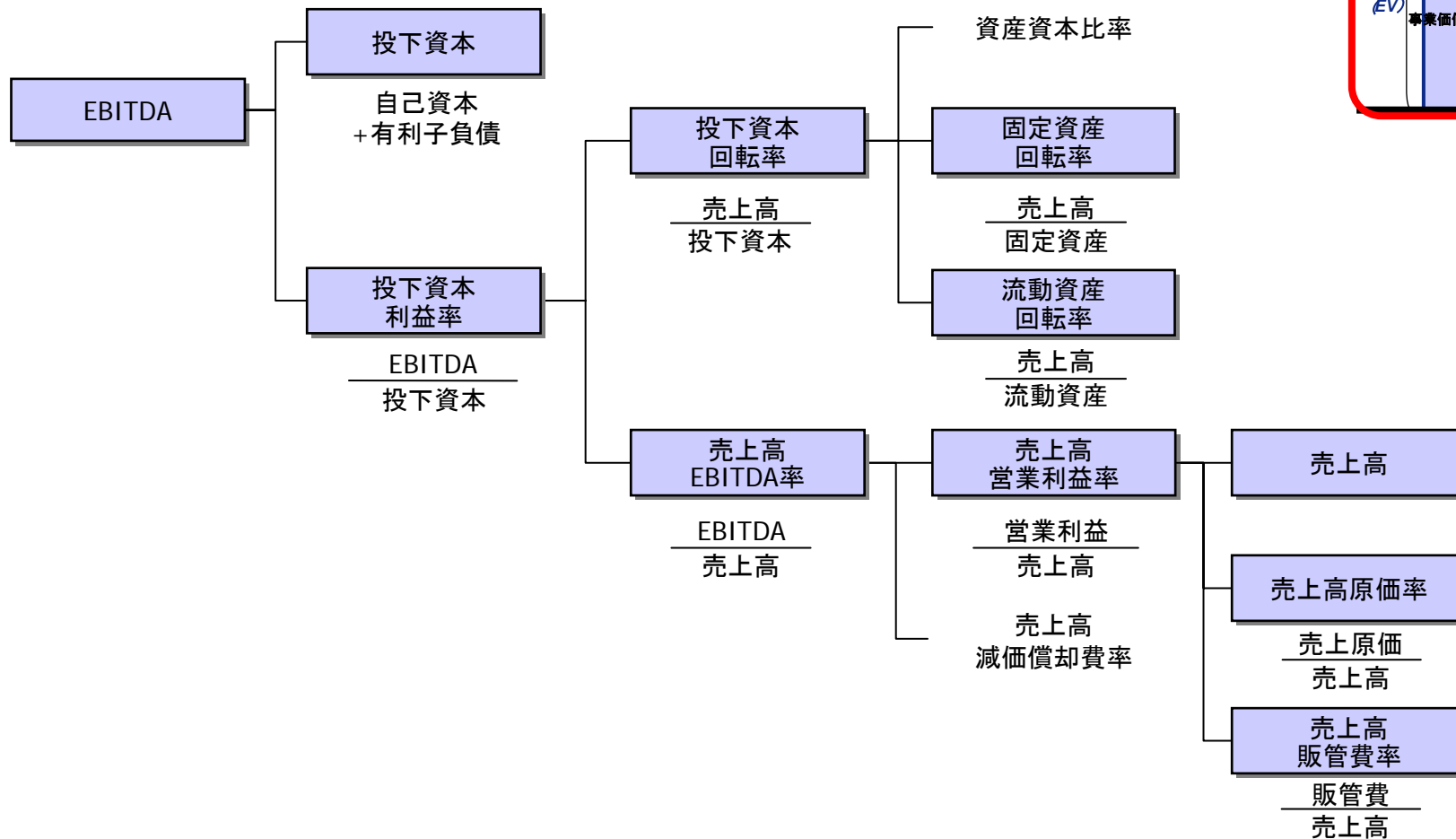


(注1: EBITDA: 金利、法人税、償却前営業利益)

# EBITDAのブレイクダウンも検証

- さらに、事業収益力を表すEBITDAを分解し、事業収益力の向上が何に起因しているのか分析しました。

## 事業収益力増減の要因分析

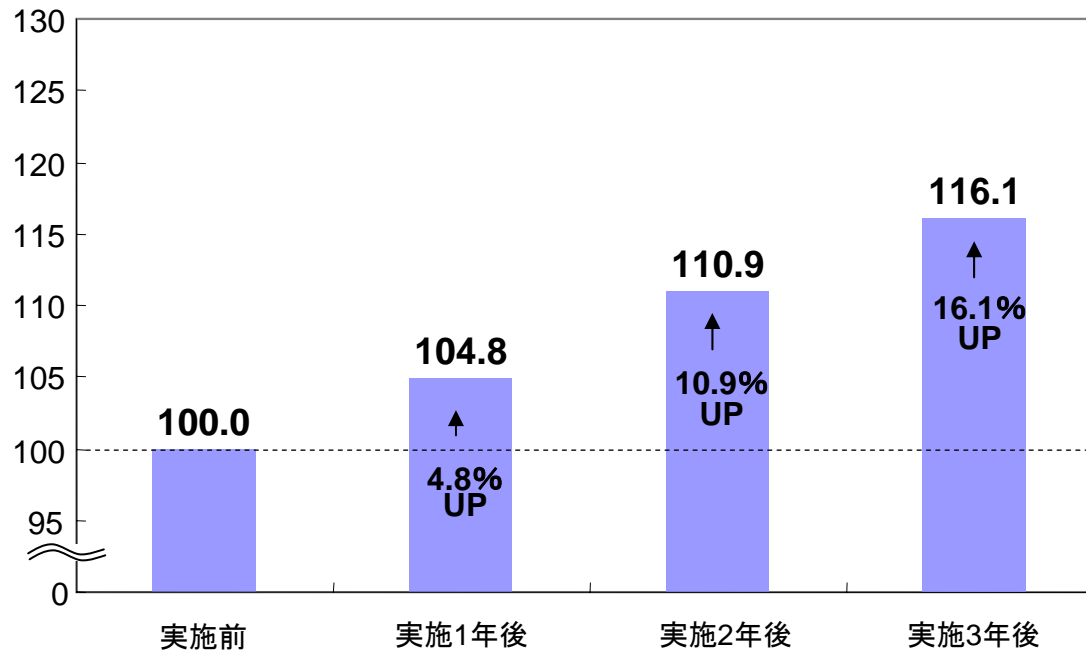


# M&Aは企業価値を創出している

- M&Aの投資先となった企業の企業価値は、TOPIXよりも、M&A実施1年後に4.8%、3年後には16.1%高い増加率を示していることがわかりました。

→M&A実施後3年でTOPIXを上回る企業価値を創造

(企業価値指数:EVPI)



分析対象企業数

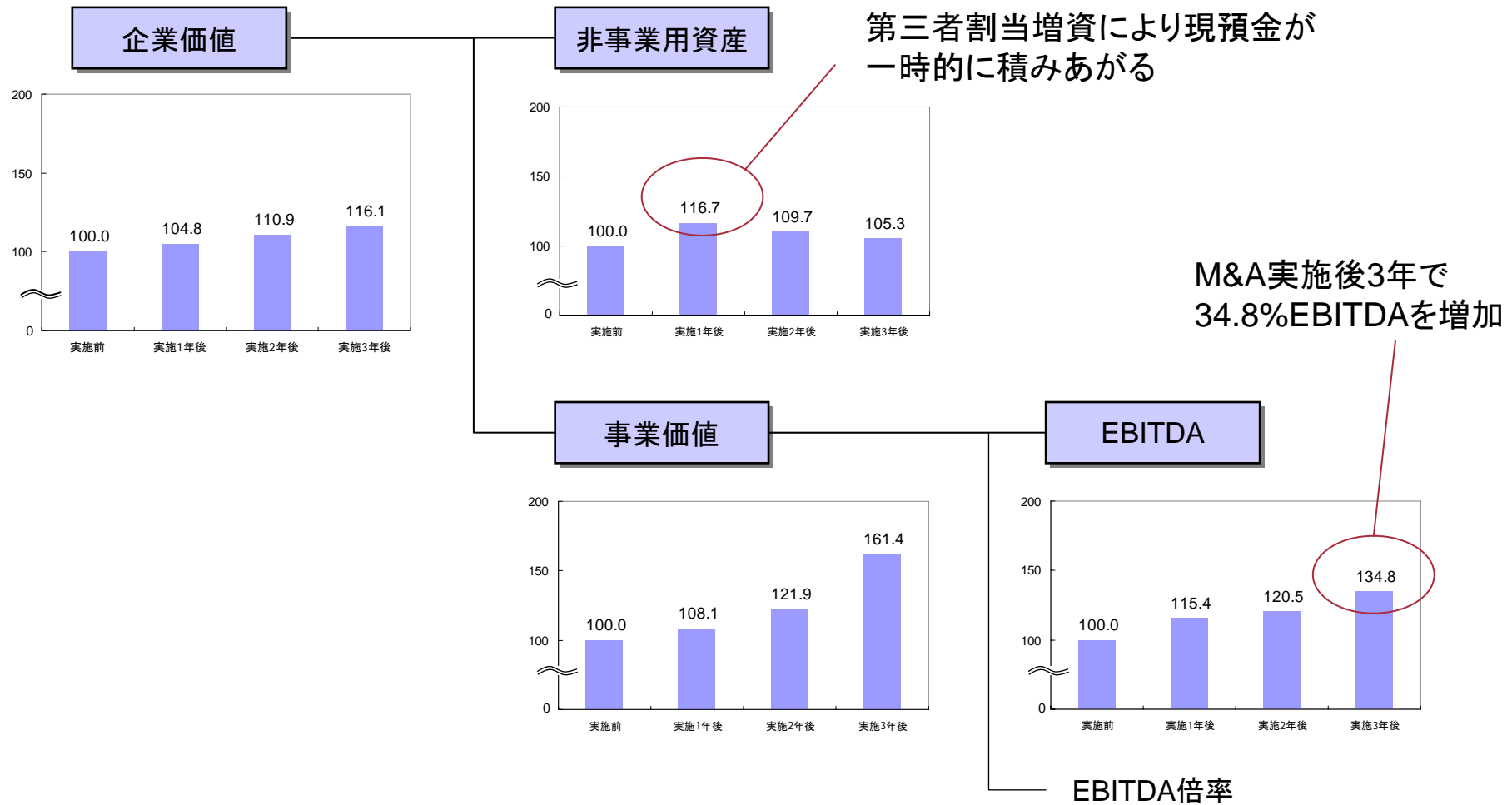
N=358

N=230

N=161

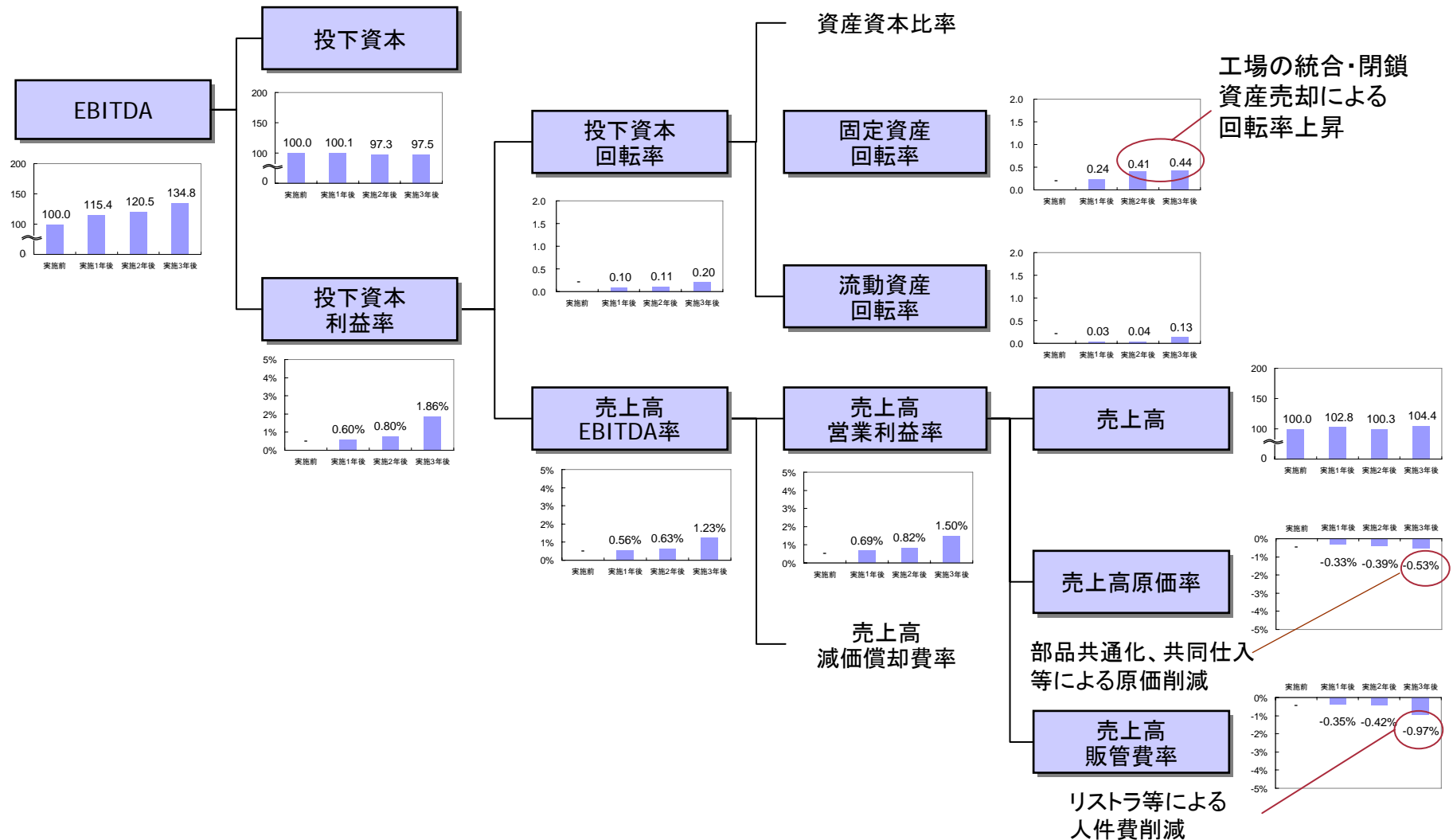
# 企業価値増加の要因はEBITDAの増加

- また、EBITDAはM&A実施1年後に15.4%、3年後には34.8%増加しており、企業価値の増加が、株価の上昇のみならず、収益力の向上に起因していることがわかりました。



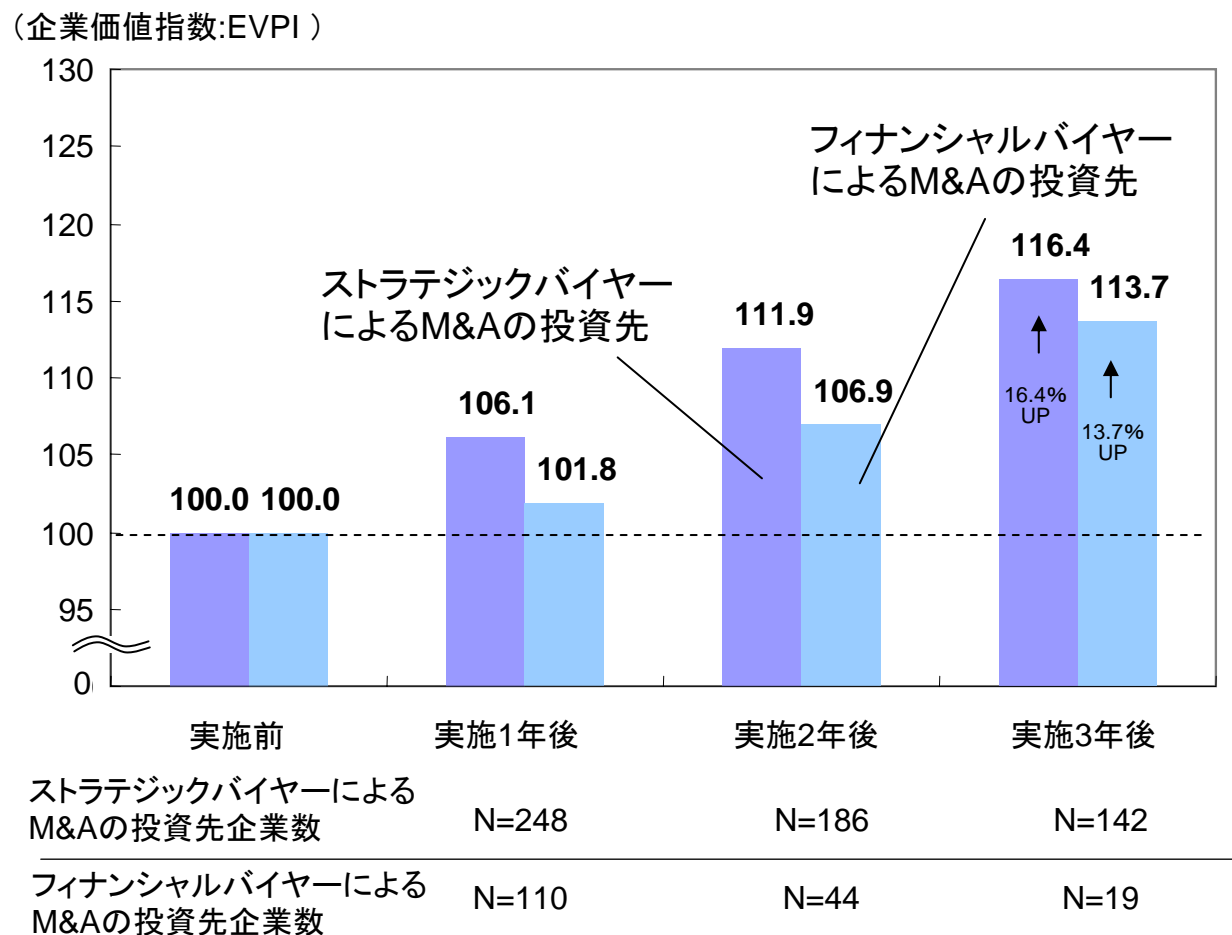
# EBITDA増加は回転率向上とコスト削減によるもの

- 収益力の向上は、M&A実施後3年においては、主に売上高原価率、売上高販管費率の改善に起因していることがわかりました。



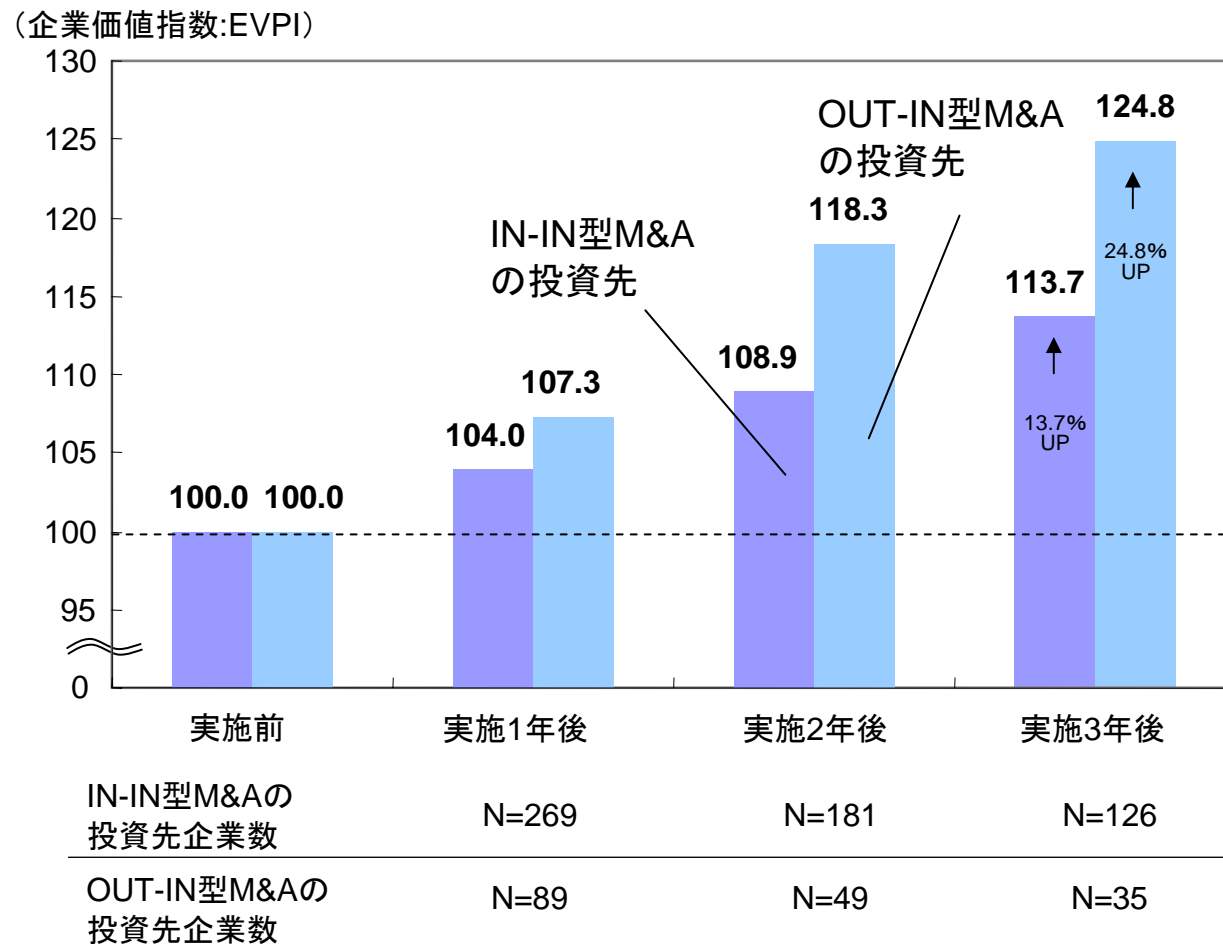
# ストラテジックバイヤーのパフォーマンスは高い

- バイヤータイプ別(ストラテジックバイヤー、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わかりました。
- 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ます。



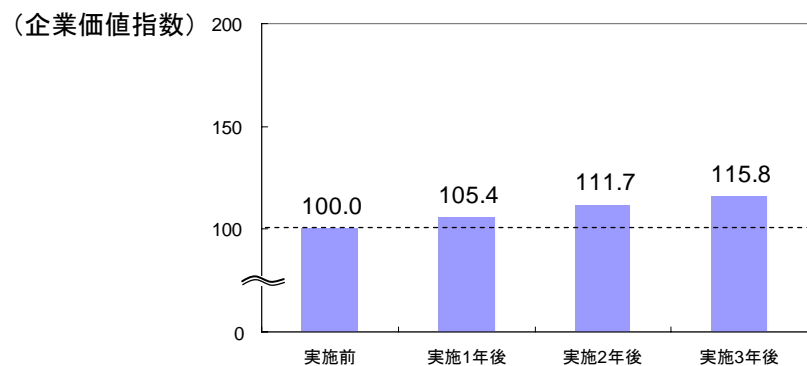
# Out-InのM&Aはパフォーマンスが高い

- マーケット別 (IN-INとOUT-IN)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わかりました。
- 外国企業とのシナジー余地や外国企業による優れた経営管理ノウハウの導入が投資先の企業価値を高めています。



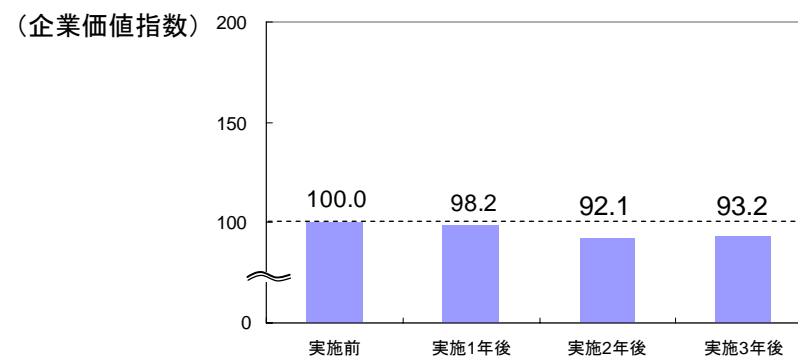
# マーケット・バイヤータイプ別のM&A実施後の企業価値推移

ストラテジックバイヤー（IN-IN）によるM&Aの投資先



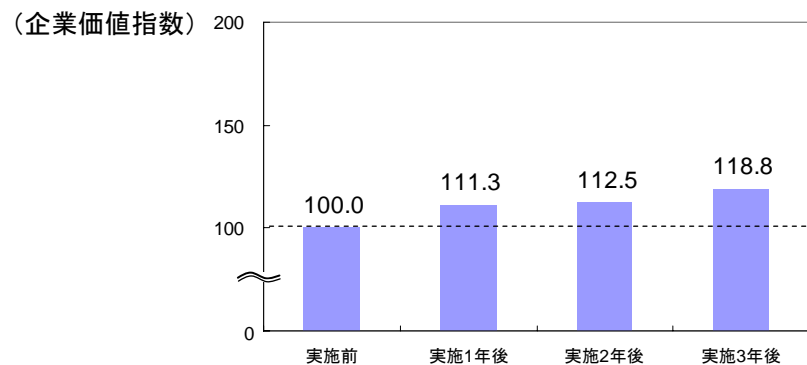
分析対象企業数 N=216 N=155 N=114

フィナンシャルバイヤー（IN-IN）によるM&Aの投資先



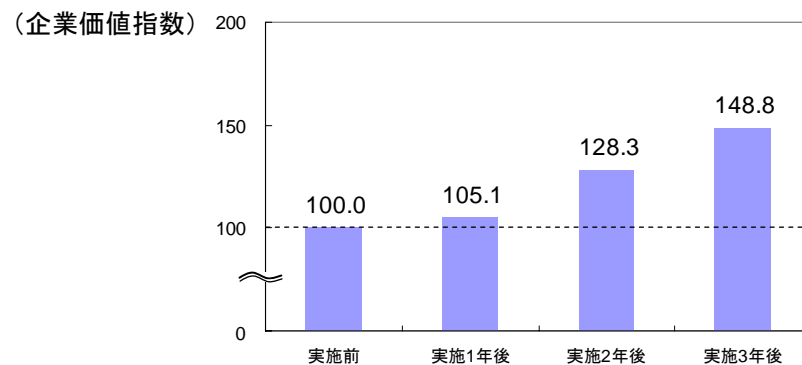
分析対象企業数 N=53 N=26 N=12

ストラテジックバイヤー（OUT-IN）によるM&Aの投資先



分析対象企業数 N=32 N=31 N=28

フィナンシャルバイヤー（OUT-IN）によるM&Aの投資先



分析対象企業数 N=57 N=18 N=7

---

## お問い合わせ先

---

アビーム M&A コンサルティング株式会社  
[www.abeamma.com/](http://www.abeamma.com/)

TEL (代表) 03-4288-5005  
FAX (直通) 03-4288-5006

---

本調査の詳細結果が必要な方は、左記にご連絡下さい。  
担当: ヴァイスプレジデント 加藤 靖之  
アソシエイト 林 剛生