

なぜ海外企業を買収するのか？
大型買収事例から見る日本企業の課題と可能性

論文「日本企業の海外企業買収と事業パフォーマンス」

2019年2月26日 ESRIフォーラム

鯉渕賢（中央大学商学部）
後藤瑞貴（一橋大学大学院）

日本企業による海外企業買収

- 2018年上期の日本企業による海外事業買収額は過去最高の1122億ドル（約12.7兆円）
- 日米欧企業によるクロスボーダーM&A総額の3分の1に達する
- ➔ 日本企業は現在の世界のクロスボーダーM&Aにおける主役

図表「日本企業によるM&Aのマーケット別推移」（省略）

図表「日本勢による海外M&Aの累計額と世界シェア」
及び「日本企業による海外M&Aの内訳」（省略）

2018年7月21日付日本経済新聞朝刊
「日本勢 国際M&Aの主演」
「シェア欧州越え 問われる巧拙」

日本企業の海外企業買収の評価

- デロイトトーマツ(2018)
 - 主に経団連所属の主要企業1360社を対象とし145社から回答
- 自己評価としてM&A実行に際して設定していた目標を
 - 「8割超達成」したと回答した企業：37%
 - 「5割未満」と回答した企業：21%
 - 「どちらでもない」と回答した企業；44%
- → 「成功」なのか「失敗」なのか？
- → 「日本企業の中にもM&A巧者が現れつつも、成功と言えない割合も含めて6割を超えており、取り組みに課題が残る」

企業買収とコーポレートガバナンス①

- シナジー（統合効果）の源泉
= コスト削減もしくは売上増加のどちらかに分類

- 具体的なシナジーの種類
 - a. 規模の経済と範囲の経済
 - b. 垂直的統合
 - c. 専門知識の獲得
 - d. 独占的利益の獲得
 - e. 効率性の改善
 - f. 節税効果
 - g. 多角化

シナジーに起因する買収
の動機
= 取得企業の株主の利益
に合致

企業買収とコーポレートガバナンス②

- 企業買収が買収側の取得企業の株主の利益に合致しないケース

- a. 大きすぎる統合費用
- b. 経営者による「帝国建設」
- c. 経営者による「傲慢仮説」

企業買収が取得企業の株主の利益に合致しない
↓
取得企業の株価の下落を観察

近年の日本企業の大型海外企業買収： コーポレートがパナンス上の論点

- 近年の日本企業による「大型海外企業買収」
- 企業買収における標準的なシナジーの多くを享受できる可能性
 - 「大型」⇒ a.規模の経済及び範囲の経済、 d.独占的利益の獲得
 - 「海外」⇒ c.専門知識の獲得、 g.多角化
- 企業買収がリスクや非効率性を増大
 - 「大型」「海外」⇒ 規模の急拡大と急激な多角化
 - a. 大きすぎる統合費用
 - b. 経営者自身の名声、 c. 自信過剰

政策的インプリケーションの類型

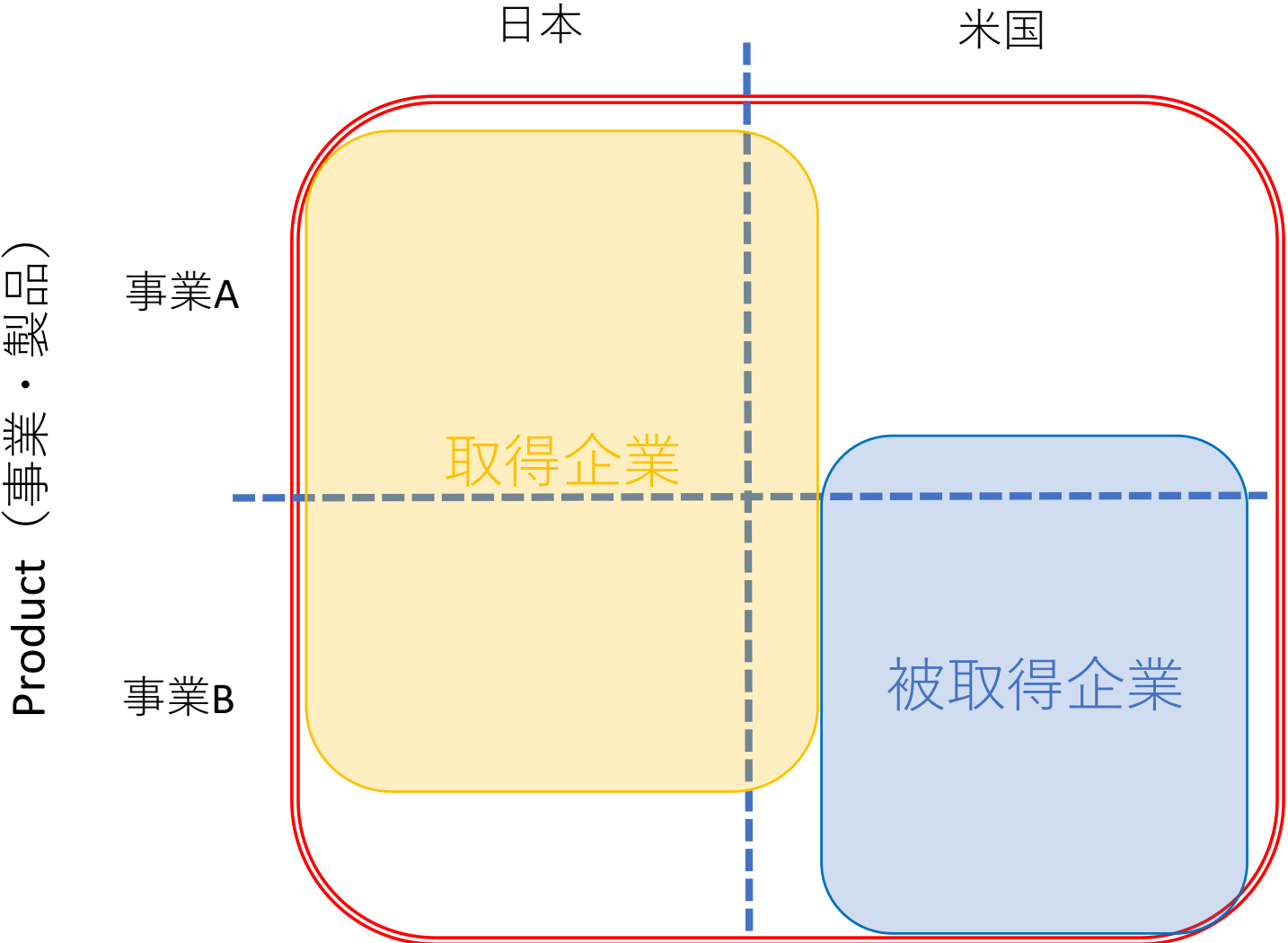
- 近年の大型海外企業買収の買収後のパフォーマンス
 - ケース1：企業価値を毀損する傾向
 - → M&Aは経営者が重要な役割。株主利益に反する意思決定されやすい
 - → コーポレートガバナンス上の改革の必要性
 - ケース2：既存事業を上回る成長性と一定の利益率の確保
 - → 大型海外企業買収は日本企業の事業ポートフォリオ再構築の選択肢
 - → 通商政策及法整備によって海外企業買収を効率的に実施できる環境整備
- → 買収後のパフォーマンスの計測と評価が重要

買収のパフォーマンスの計測

- 既存研究のアプローチ
 - 買収発表時の取得企業と被取得企業の株価の反応
 - 買収後の取得企業の全社的な株価・財務指標の長期的推移
-
- 本研究のアプローチ
 - 買収後の被取得企業の含まれる取得企業の事業・地域セグメントにおける売上高及び営業利益率の長期的推移

買収後の被取得企業のパフォーマンスの計測①

Markert (市場)



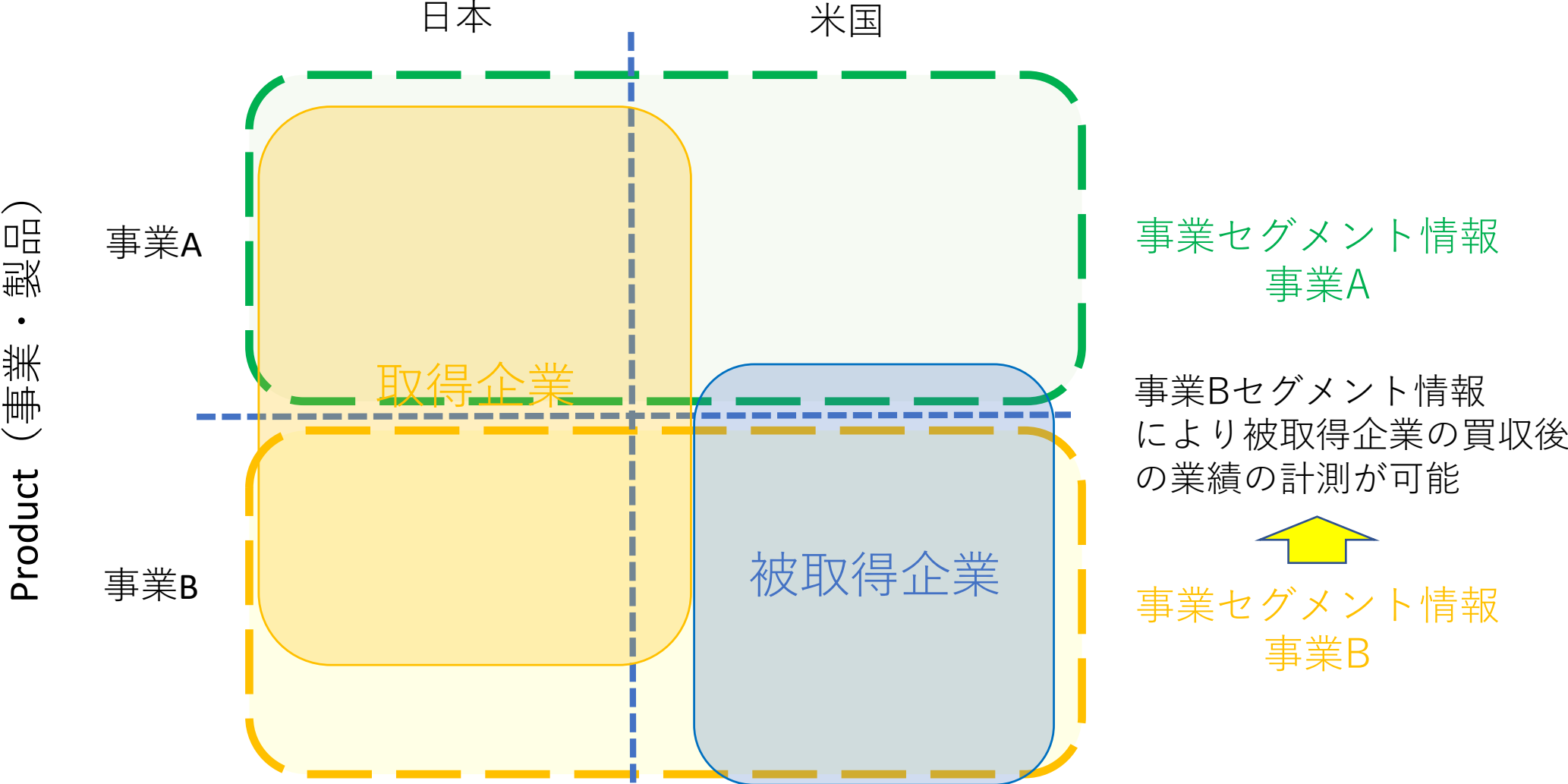
連結財務諸表



全社的な業績を報告する
連結財務諸表では
被取得企業の事業の
買収後の業績を計測
するのは困難

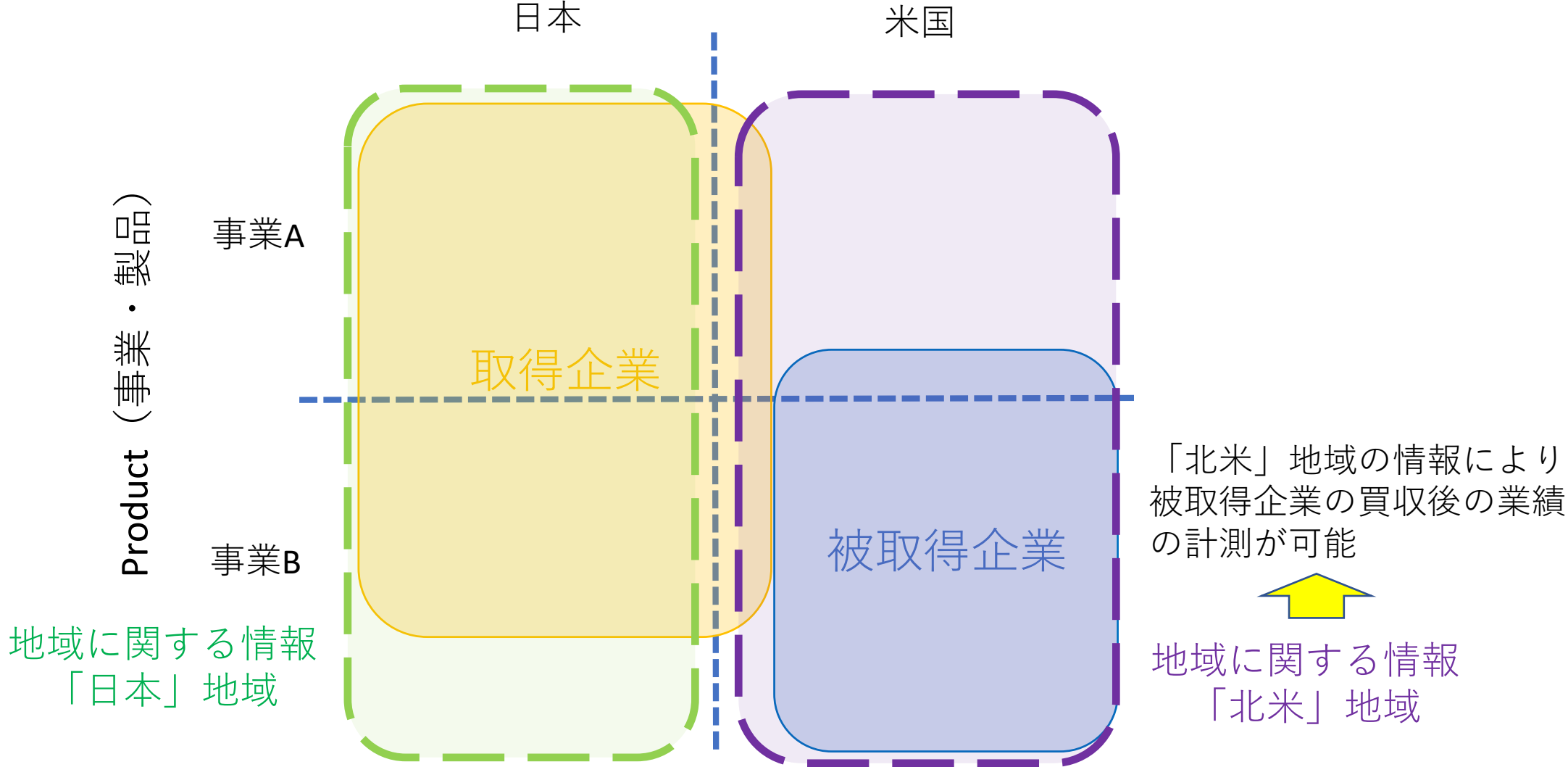
買収後の被取得企業のパフォーマンスの計測②

Markert (市場)



買収後の被取得企業のパフォーマンスの計測③

Markert (市場)

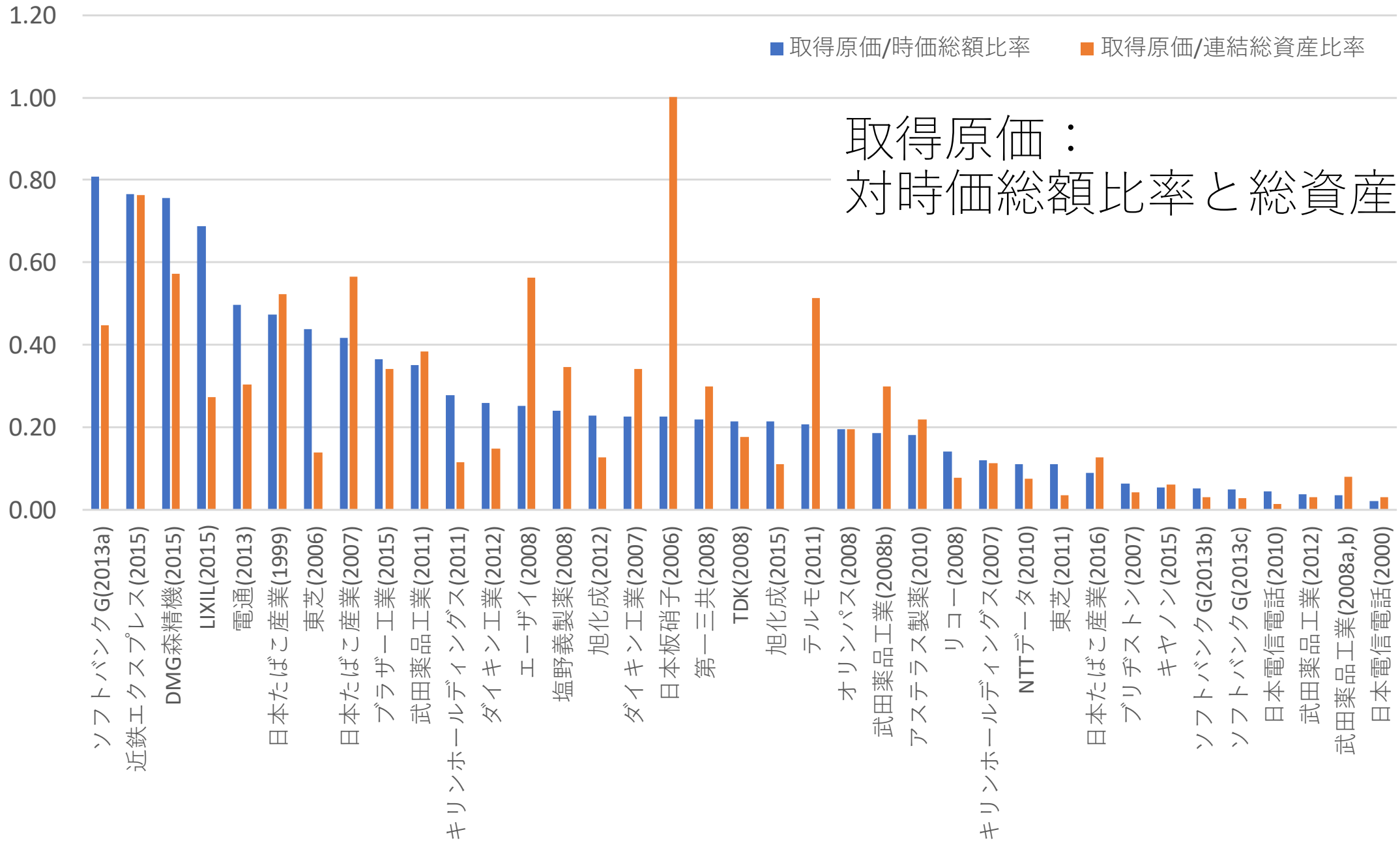


大型海外企業買収事例：25社37事例

- 1999年度から2015年度にかけて日本の上場企業が海外企業を買収した事例
- 金融保険業除く事業会社
- 買収価格（取得原価）1000億円以上
- 企業結合（連結子会社化）を伴う（持分法適用関連会社除く）

- 37事例の被取得企業の所在地：
 - 米欧企業は31事例（84%）（米国19事例、英国5事例、ドイツ3事例、スイス2事例、北欧2事例）
 - アジア太平洋企業は4事例（11%）（豪州・SG・インド・マレーシア）
- ➔ 日本企業の大型海外企業買収の大半は先進国企業、特に米国企業。

取得原価の時価総額または連結総資産に対する比率



取得原価とのれん

- のれん = 取得原価 - 被取得企業の純資産
- → 買収後の被取得企業の事業展開や事業統合効果等により期待される超過収益力の会計的表現

- のれん/取得原価比率が高い
- → 取得原価が被取得企業の純資産をどの程度超過するか
- → 取得企業が買収の対価を事業統合効果等から期待される超過収益への支払に充てている事例

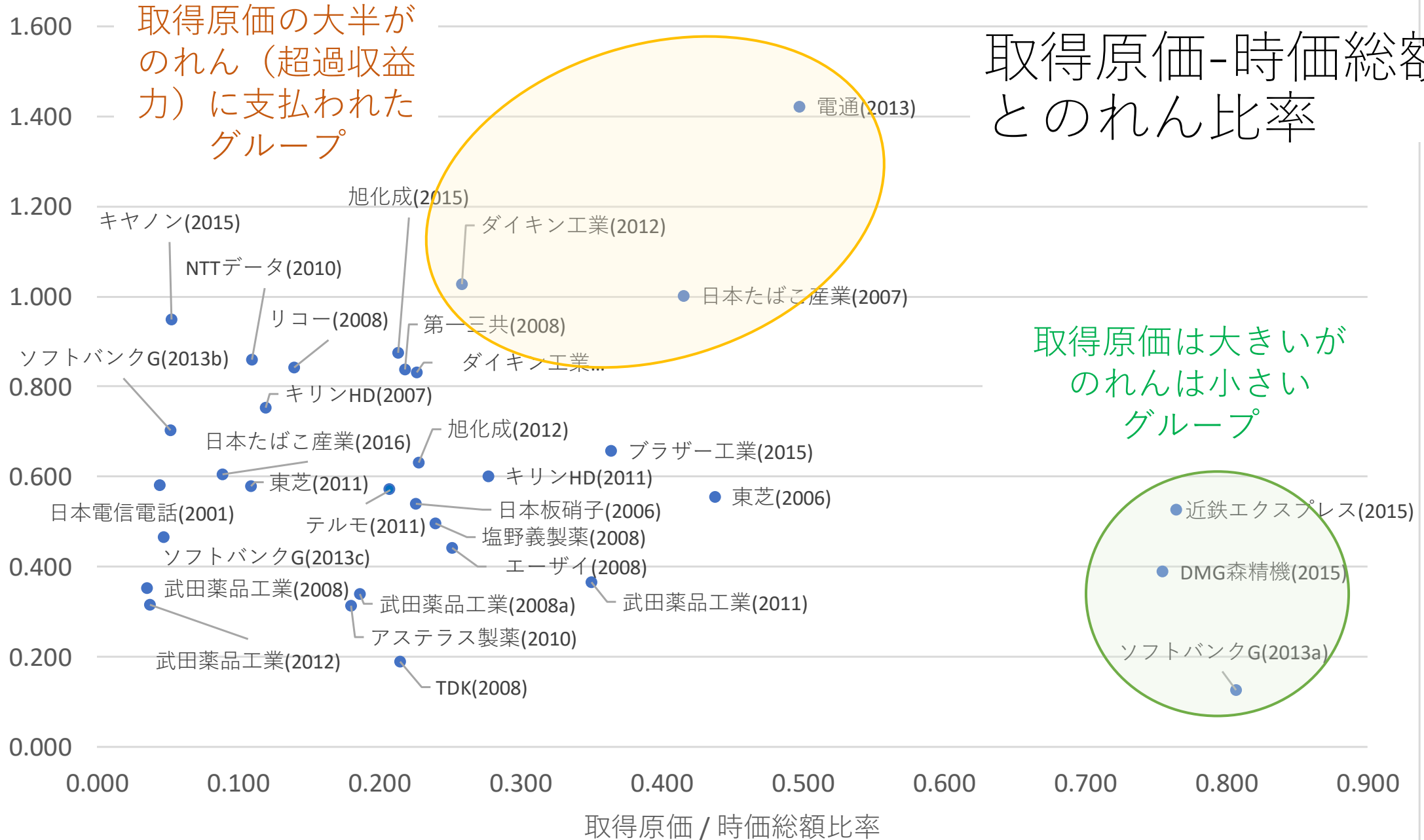
のれん / 取得原価比率

取得原価-時価総額比率とのれん-取得原価比率

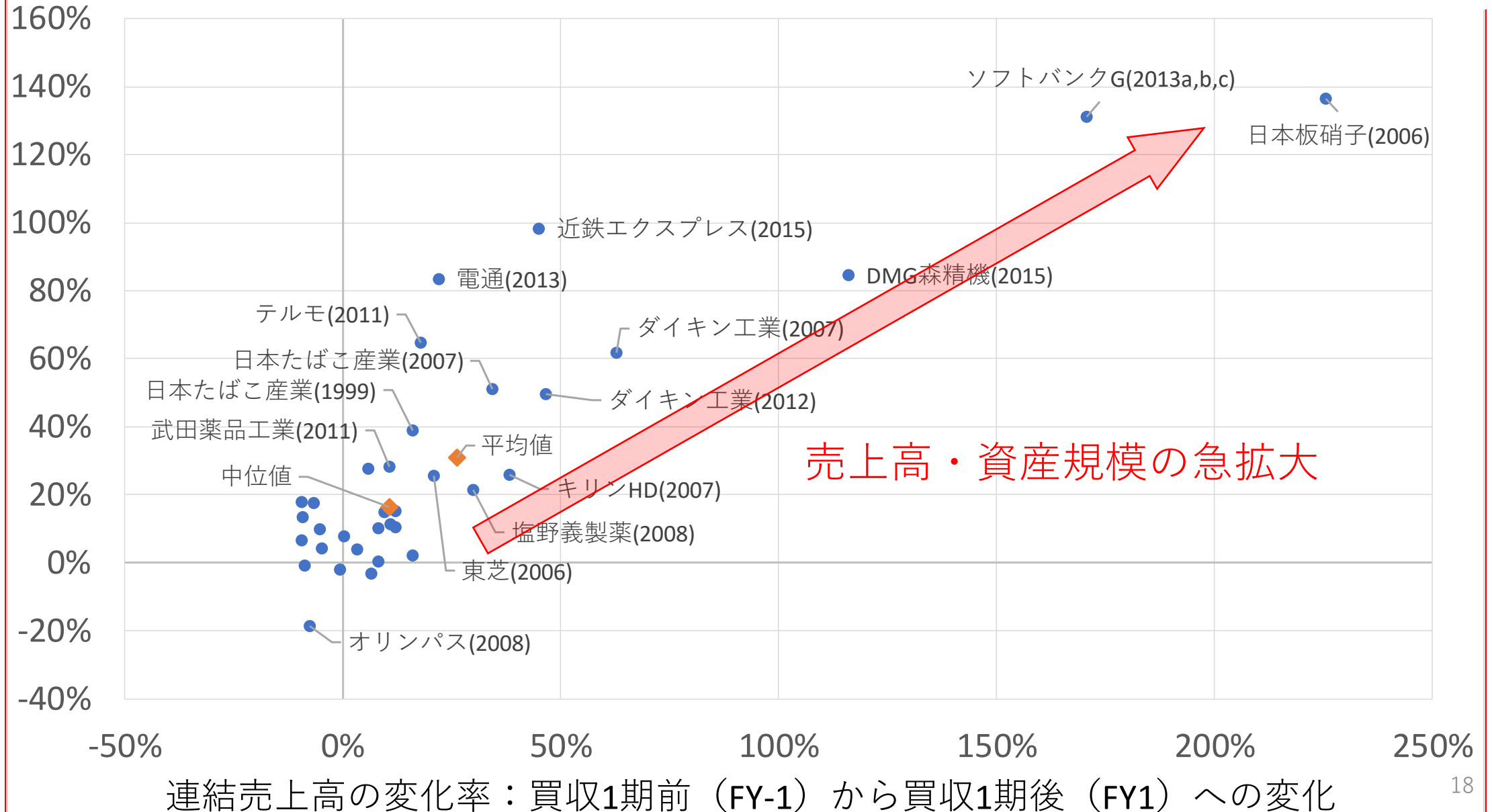
取得原価-時価総額比率
とのれん比率

取得原価の大半が
のれん（超過収益
力）に支払われた
グループ

取得原価は大きい
のれんは小さい
グループ

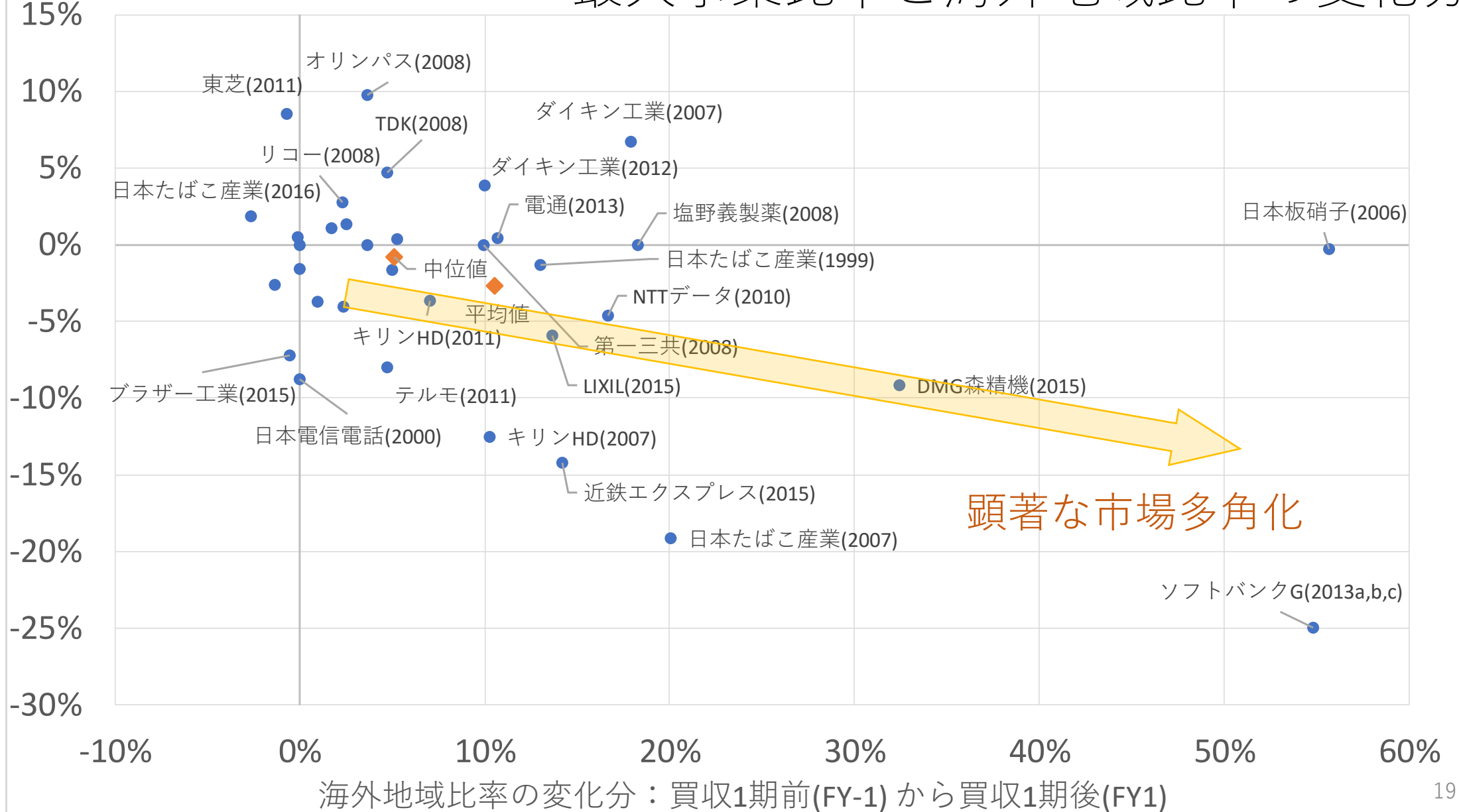


連結総資産の変化率：買収1期前（FY-1）から企業結合期（FY0）への変化
 大型買収の直接的影響①：FY-1～FY1
 連結売上高と連結総資産の変化率



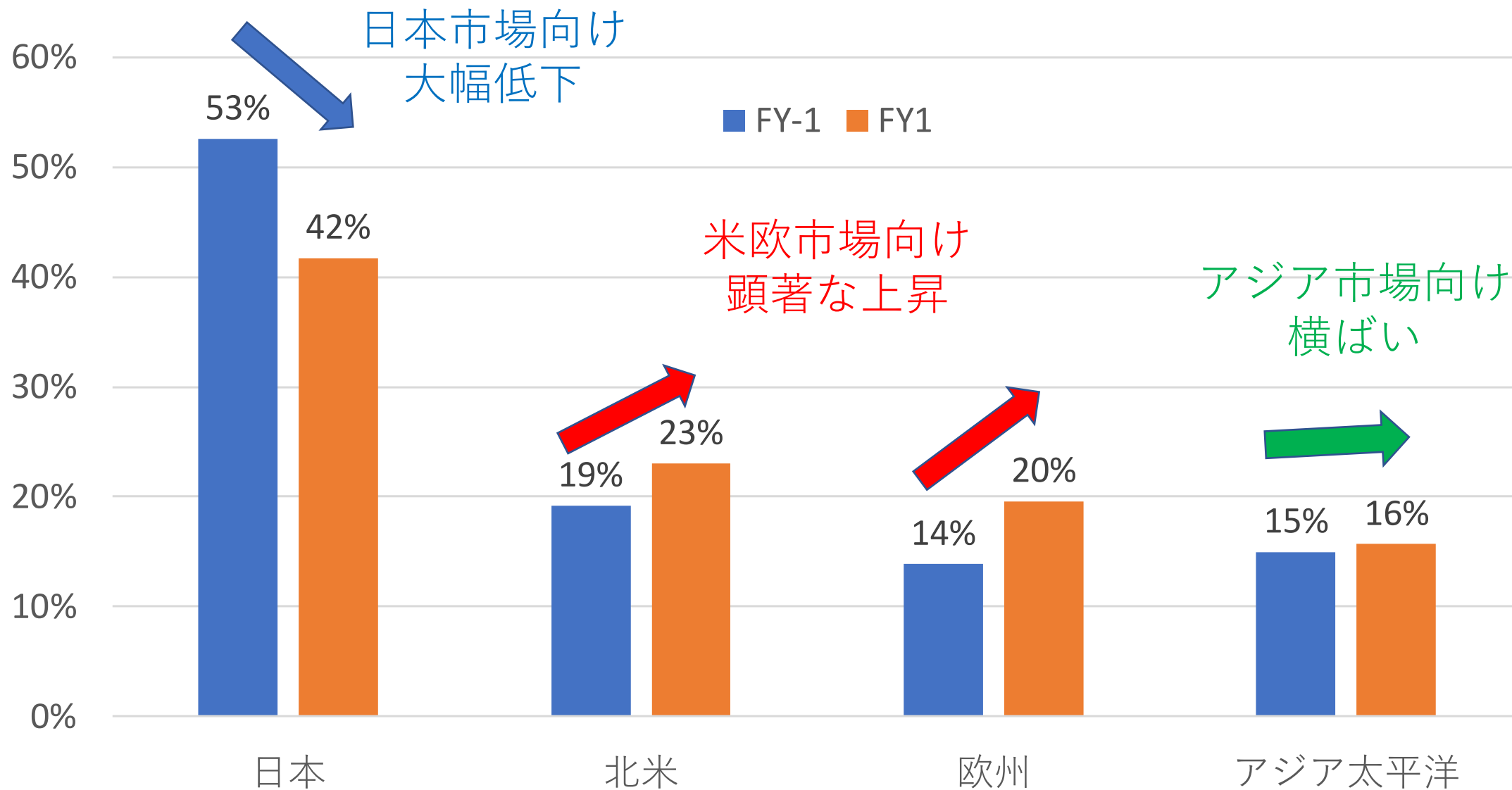
最大事業セグメント比率の変化分：
買収1期前(FY-1)から買収1期後(FY1)

大型買収の直接的影響②：FY-1～FY1 最大事業比率と海外地域比率の変化分



地域別売上高比率：
買収1期前(FY-1)及び買収1期後(FY1)

大型買収の直接的影響③：FY-1～FY1 地域別売上高比率の変化



大型買収の直接的影響：まとめ

- 取得原価-時価総額比率とのれん比率との間の相関なし。
- 企業買収による取得企業の連結財務諸表への被取得企業の業績の反映は、フローの売上高や営業利益については、企業結合年度翌年度（FY1）への変化を把握することが重要
- 取得原価-時価総額比率が大きい事例ほど、買収直後の取得企業の企業規模の変化は顕著に大きい。
- 最大事業セグメント比率の変化よりも地域セグメントの変化が顕著に大きい。

買収直後の取得企業の株価への影響①

- 買収に関する初報道日の取得企業の株価の超過収益率ARと前後1取引日を含む累積超過収益率CAR
 - AR(0)：平均値 - 1.4% (中位値 - 0.9%)
 - CAR(-1,1):平均値 - 1.2% (中位値 - 0.4%)
- Betton, et al(2008)の米国企業1980～2005年の取得企業 (15,987事例)
 - CAR(-1,1) は0.7%
- Inoue, et al(2013)の海外M&A事例81事例の取得企業
 - CAR(-1,1)は2.15%
- → 既存文献と比較すると若干下回るものの、ほぼゼロ近辺。
- → 日本の大型海外企業買収において、買収初報道日の顕著な株価下落が観察された、とは言えない。

買収直後の取得企業の株価への影響②

- 買収初報道日の10取引日前から企業結合日までの期間を「交渉期間」と定義
 - 交渉期間の平均値81取引日（約4か月）
- 取得企業の株価のbuy-and-hold returnを計測し、同期間のTOPIXの収益率からの超過収益率を計測
- 37事例の平均値は0.0%（中位値0.7%）
 - Inoue, et al(2013)の海外M&A81事例の買収発表日から12か月のBHARは-3.35%
- 初報道日のARもしくはCARと交渉期間の超過収益率に相関なし
- → 日本企業の大型企業買収について、取得企業の株主及び市場参加者は、大型買収後の取得企業のパフォーマンスの悪化を予想していない。

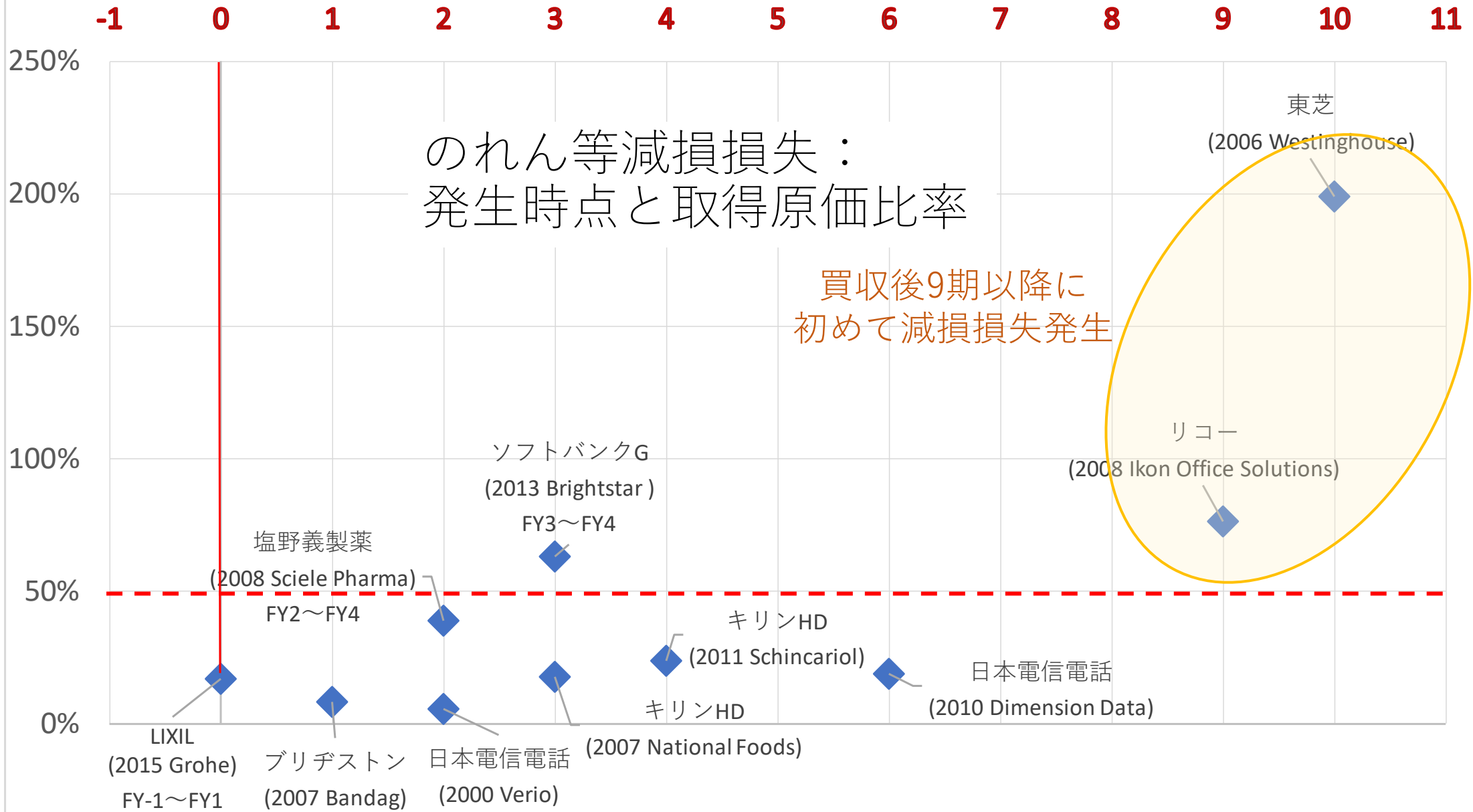
のれん等減損損失

- のれんは、買収後の被取得企業の事業の業績悪化に際して、他の有形・無形固定資産に対して最初に減損損失を計上する
 - → のれん減損は買収で取得した事業の業績悪化の最初の兆候として位置づけ。
- 37事例のうち、被取得企業の事業についてののれん減損損失が発生したのは10事例（27%）。
- このうち、取得原価の50%超の累積損失が発生したのは3事例
 - しかも、2事例について発生時点は企業結合後9～10会計年度経過後。

のれん等減損損失（累積）

／取得原価比率

買収以降の会計年度(FY)



被取得企業売却

- 取得企業には、買収後の被取得企業（もしくは一部事業）を他社に売却するという選択肢がある。
- 37事例のうち、買収後に売却したのは4事例（さらに1事例は他社と合併予定）
- 売却額が買収時の取得原価に占める割合は、1事例で25%程度であるが、2事例で80%前後、ソフトバンクG傘下のSupercellのTencent（中国）への売却では、取得原価の4倍以上で売却
- → 売却したケースで、取得企業が大きな損失を出したケースは限定的であり、反対に巨額の売却益のケースもある。

売却額／取得原価比率

買収以降の会計年度(FY)



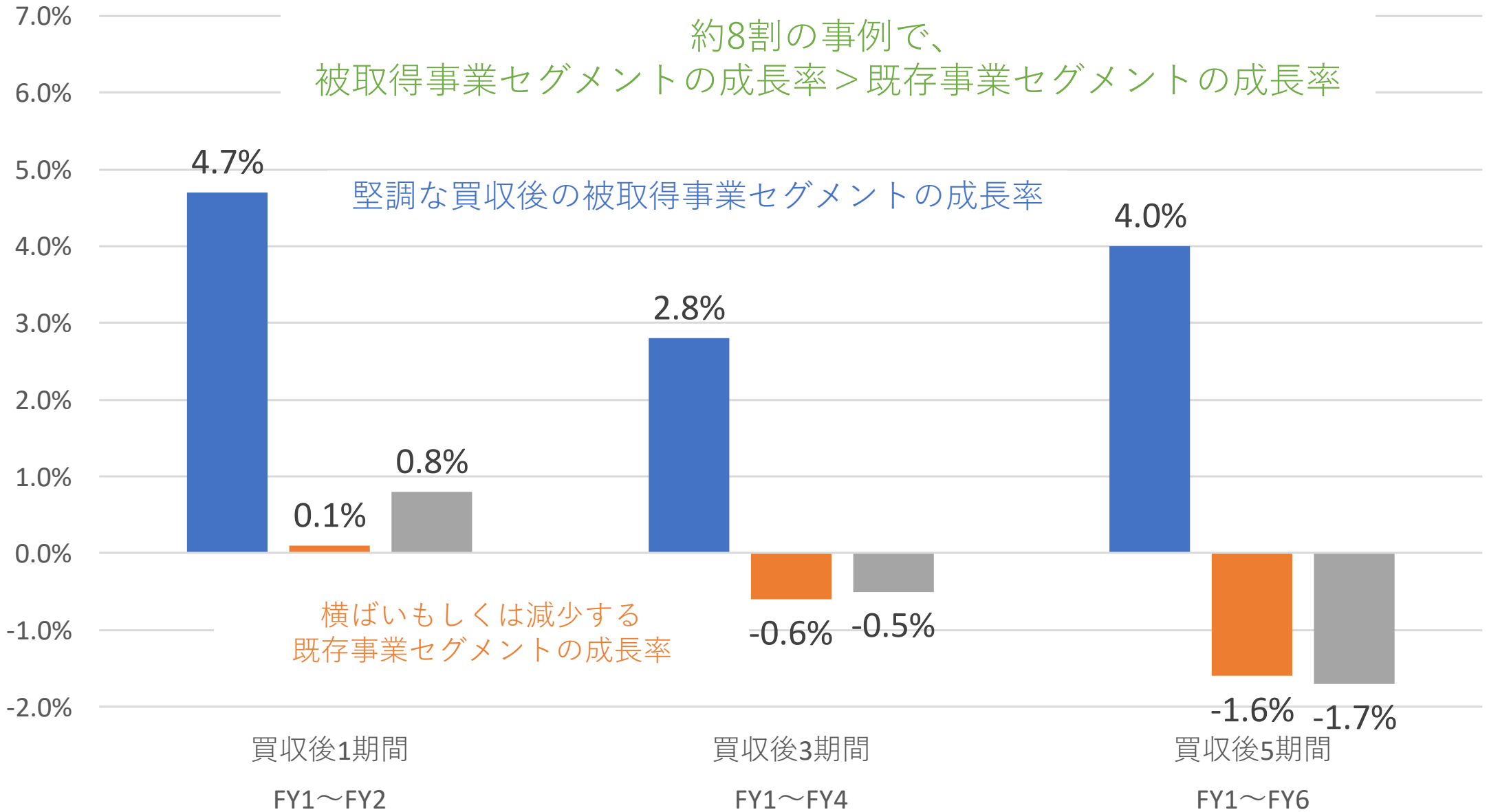
被取得企業売却：
発生時点と取得原価比率

買収後の被取得事業パフォーマンス： 事業セグメント別売上高成長率

- 25社37事例の全てについて、各取得企業の買収後の事業セグメント別に、各事例の企業結合年度(FY1)を基点として、1期間(FY2まで)、3期間(FY4まで)、5期間(FY6まで)の外部顧客への売上高成長率を計測
- 「(被取得企業の含まれる)被取得事業セグメント」
- 「主要既存事業セグメント」
- 「被取得事業以外の全事業セグメント」
- → 以上の各期間の売上高成長率のサンプル平均値を比較

事業セグメント別の買収後売上高成長率（年率）

■ [a]被取得事業セグメント ■ [b]主要既存事業セグメント ■ [c]被取得事業セグメント以外の全事業



事業セグメント別の買収後売上高成長率（年率）：相対比率10%未満除く

■ [a]被取得事業セグメント：相対比率10%未満除く

■ [b]主要既存事業セグメント：相対比率10%未満除く

■ [c]被取得事業セグメント以外の全事業：相対比率10%未満除く

7.0%

6.0%

5.0%

4.0%

3.0%

2.0%

1.0%

0.0%

-1.0%

-2.0%

被取得事業セグメントに対して買収による被取得企業の事業が
零細なケース（相対比率10%以下）を除いても同様の傾向

5.6%

0.4%

2.6%

3.0%

-0.8%

0.0%

4.5%

-0.6%

-1.0%

買収後1期間

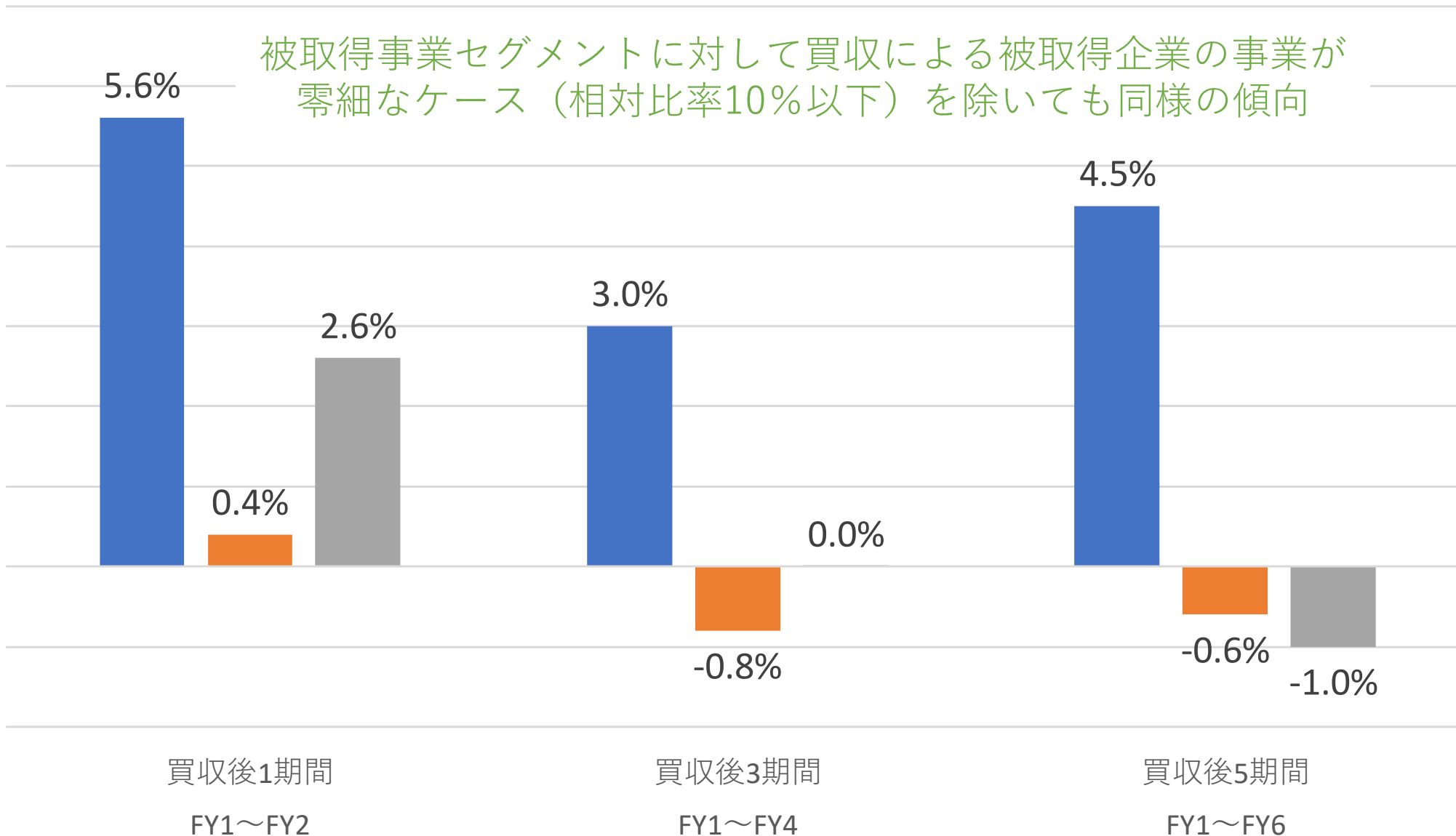
FY1～FY2

買収後3期間

FY1～FY4

買収後5期間

FY1～FY6



買収後の被取得事業パフォーマンス： 地域セグメント別売上高成長率

- 同様に、被取得企業の本社の所在地を基準とした「被取得企業の地域セグメント」と「日本地域セグメント」のFY1以降の各期間の外部顧客への売上高成長率のサンプル平均値を計測

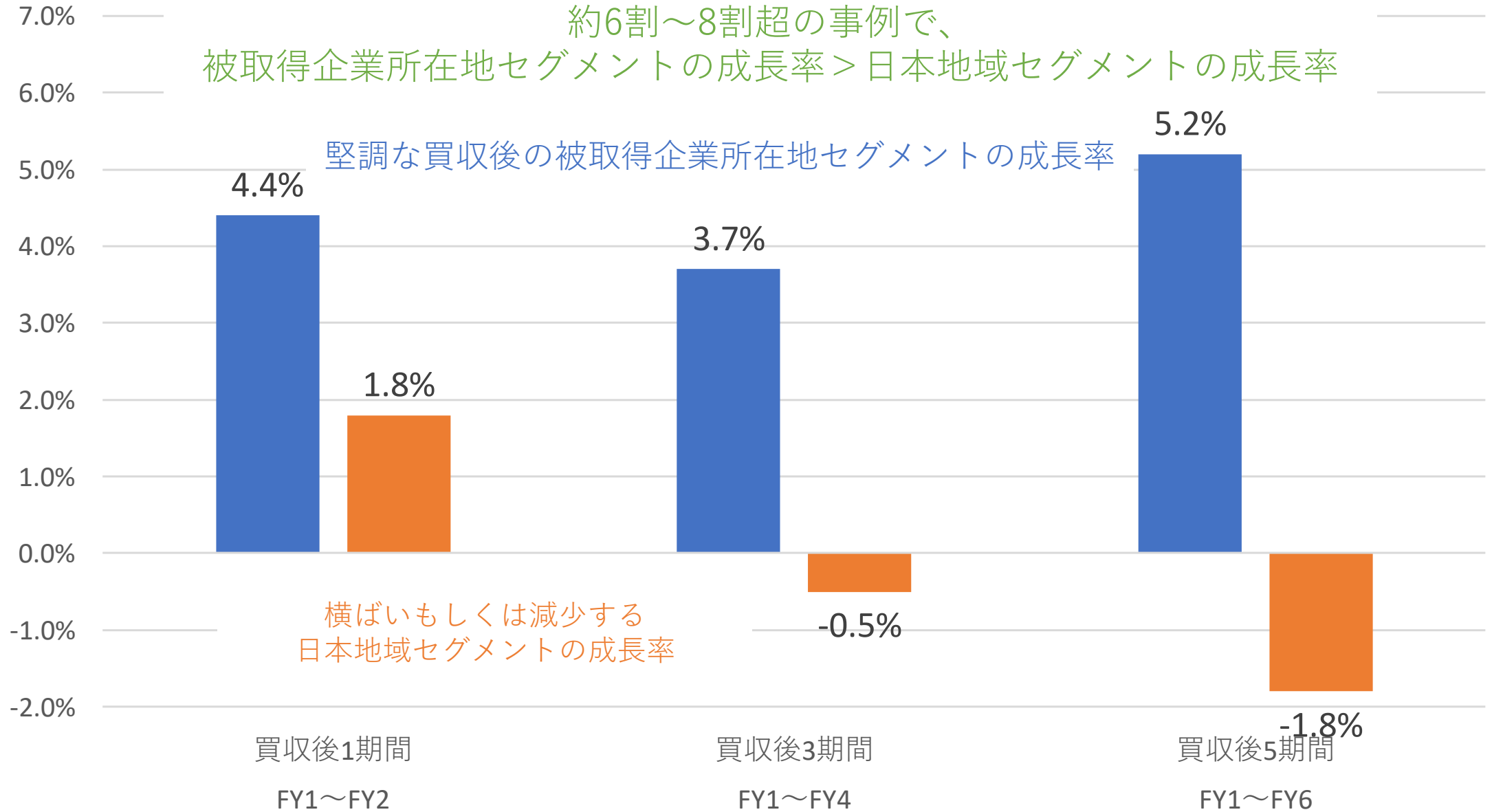
地域セグメント別の買収後売上高成長率（年率）

■ [d]被取得企業の所在地域セグメント ■ [e]日本地域セグメント

約6割～8割超の事例で、
被取得企業所在地セグメントの成長率 > 日本地域セグメントの成長率

堅調な買収後の被取得企業所在地セグメントの成長率

横ばいもしくは減少する
日本地域セグメントの成長率



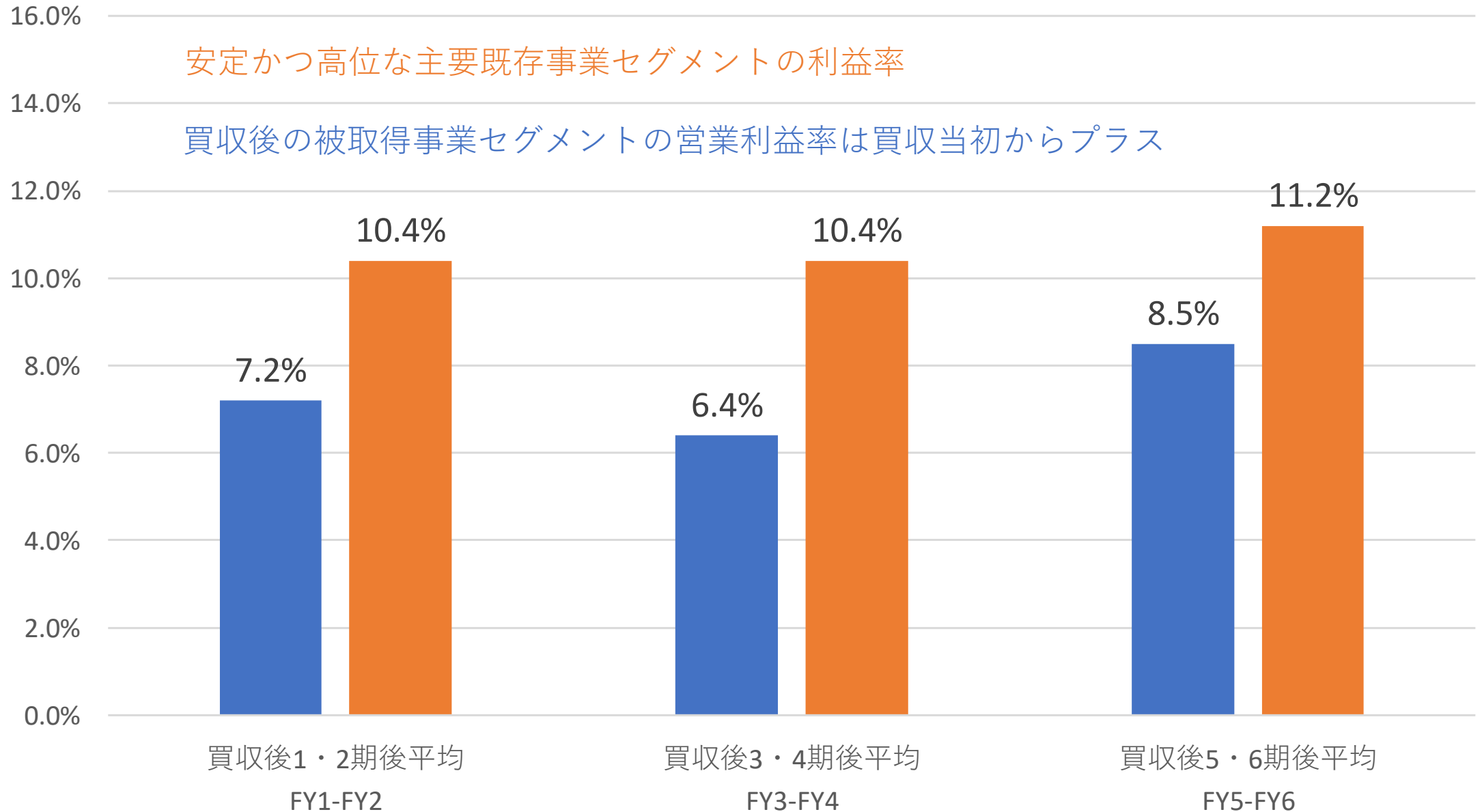
買収後の被取得事業パフォーマンス： 事業セグメント別営業利益率

- 事業セグメント別の営業利益（セグメント利益）率を算出
- 営業利益率 = 営業利益 / (外部顧客への売上高 + 内部売上高)
- 「被取得事業セグメント」と「主要既存事業セグメント」のサンプル平均値を比較

事業セグメント別の売上高-営業利益率

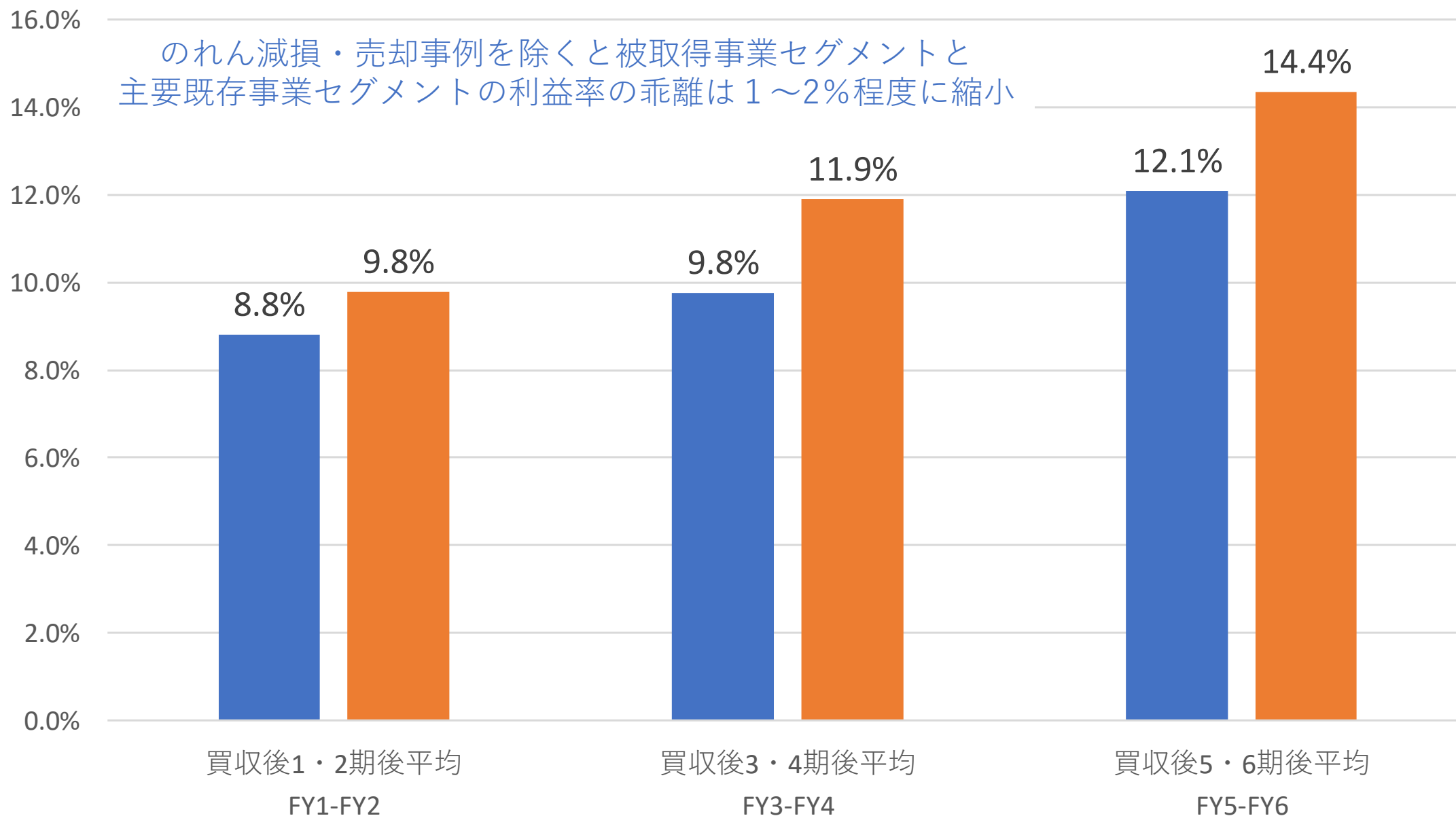
■ [a]被取得事業セグメント：全事例

■ [b]主要既存事業セグメント：全事例



事業セグメント別の売上高-営業利益率（のれん減損・売却事例除く）

■ [a]被取得事業セグメント：のれん減損・売却事例除く ■ [b]主要既存事業セグメント：のれん減損・売却事例除く



本研究の結果まとめ

- 買収のアナウンスが取得企業の株価に与える影響は、初報道日近辺においてサンプル全体で顕著な株価低下は観察されない。
- 被取得企業にのれん減損損失が発生したのは10事例であるが、累積損失が取得原価の50%超となるのは3事例に留まった。
- 被取得事業を含む事業セグメントの売上高成長率は、買収完了直後の期間から既存事業セグメントを大きく上回る傾向が顕著であった。
- 被取得企業の所在地域セグメントの売上高成長率も、日本地域を大きく上回る傾向が顕著であった。
- 買収後の被取得事業を含む事業セグメントの利益率は正であり、主要既存事業のセグメントとほぼ同程度の利益率であった

インプリケーション①：事業戦略

- 日本の主要企業が直面する構造的な課題は、主要既存事業および日本地域における低成長もしくはは趨勢的な縮小傾向である。
- 過去20年間の日本企業の大型海外企業買収は、概ね、一定の利益率を確保しながら、既存事業と比べて顕著に高い成長率を達成している。
- 日本の主要企業の既存事業及び日本地域事業は成長率は低く新たな投資機会に乏しいが安定的なキャッシュフローを生み出しており、このキャッシュの有効な投資先として、海外企業買収は有効な選択肢である。
- 日本企業が合理的な経営戦略の下で、海外企業買収を効率的に遂行できる環境整備が、米国や先進国だけでなく、アジア太平洋地域においても求められる。

インプリケーション②：ガバナンス関連

- 最新の会計基準におけるセグメント情報やのれんの減損チェックにより、大型企業買収による被取得企業の買収後の業績を外部者が把握するが可能。
- ➔ 株主や外部の市場参加者による企業買収に関する経営者へのモニタリングに有用。
- 37事例のうち27事例(73%)は企業結合時点で100%の株式取得。
- 株式取得比率が100%未満であった10事例のうち7事例は買収後に減損もしくは売却が発生
- ➔ 取得企業による被取得企業への支配権の確保が買収後パフォーマンスの観点から重要である可能性。

日本企業のM&A：最近の動向

- 海外企業買収
 - 製造業から非製造業まで「市場」「時間」を買う買収を希求
 - 背景に日本の主要企業における主要既存事業と日本市場の低成長
- サプライチェーンを統合する企業買収
 - 主要サプライヤーを吸収する企業買収
 - 背景に経営者の高齢化に伴う事業承継M&A。国内及び海外共に活発。
- テクノロジー周りの企業買収
 - 競争力と市場シェアを持つ主力製品を強化するための技術獲得を目的とする企業買収・技術導入。昨今のオープンイノベーションに通じる。
 - 実は日本の主要企業は1970年代頃から展開してきた長い歴史と経験。