



令和 2 年度産業経済研究委託事業

コーポレートガバナンス改革を踏まえた 価値創造に資する合併と買収に関する実態調査

調査報告書

令和 3 年 3 月

委託元 経済産業省

委託先 株式会社 KPMG FAS

目次

1	事業概要	1
1.1	本調査事業の背景及び目的	1
1.2	調査概要	1
1.2.1	企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査	1
1.2.2	国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A分析調査	1
1.2.3	国内外のM&Aにおける資金調達調査	1
1.3	調査方法	1
1.3.1	企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査	1
1.3.2	国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A分析調査	2
1.3.3	国内外のM&Aにおける資金調達調査	2
2	調査結果	3
2.1	調査結果の概要	3
2.1.1	企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査	3
2.1.2	国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A分析調査	5
2.1.3	国内外のM&Aにおける資金調達調査	7
2.1.4	我が国への示唆	8
2.2	企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査	11
2.2.1	飛躍的に企業価値を向上させた企業の特定結果	11
2.2.2	企業価値の向上につながったM&Aの類型結果	13
2.2.3	個別ケースに見る企業価値の創造要因	14
2.3	国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A分析調査	25
2.3.1	国内におけるクロスインダストリー型M&Aの事例	25
2.3.2	海外におけるクロスインダストリー型M&Aの事例	29
2.4	国内外のM&Aにおける資金調達調査	33
2.4.1	国内のM&Aにおける資金調達手法とそのトレンド	33
2.4.2	海外のM&Aにおける資金調達手法とそのトレンド	34



令和 2 年度産業経済研究委託事業

コーポレートガバナンス改革を踏まえた価値創造に資する合併と買収に関する実態調査

<添付資料>

資料集

1 事業概要

1.1 本調査事業の背景及び目的

「日本再興戦略改訂2014」において「コーポレートガバナンス改革」が成長戦略の最重要課題の一つとして位置づけられて以降、日本企業のガバナンス強化に向けた取組には着実な進展が見られる。

このような中、経済産業省では、日本企業のコーポレートガバナンスに関する取組の深化を促す観点から、「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2017年3月策定、2018年9月改訂）、「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」（2019年6月策定）、「事業再編実務指針」（2020年7月策定）を策定している。

本調査では、経済産業省が策定した上記指針等を踏まえ、国内外のM&A事例を収集し、関連する海外市場における調査の実施を行う。また、M&A時の資金調達構造（買収資金の形態）に関して分析する事で、リスクマネー供給の現況調査を行うことを目的としている。

1.2 調査概要

1.2.1 企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査

近年、企業価値を飛躍的に向上させた企業について、その価値創造要因を分析する。分析方法の一種として、当該企業の価値創造にM&Aが要因となっているかどうかについて分析・評価を行い、価値創造を実現したケースを特定する。

1.2.2 国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A分析調査

上記の調査にて対象とした国内外の企業のM&A事例において、コア事業の転換に資したクロスインダストリー型M&Aの事例に関して調査を行う。また、コア事業の転換に至った経緯を分析する。

1.2.3 国内外のM&Aにおける資金調達調査

世界のM&Aにおいて大型買収がトレンド化する中で、買収者の資金調達規模も大型化していくことが予見される。そうした中で、国内外のM&A事例を収集し、その資金調達構造（買収資金の形態）を分析する。

1.3 調査方法

本調査では、レコフ社が提供するデータベースおよびS&P社が提供するCapital IQデータベースを用いて国内外のM&Aの情報を収集し、その上で公開情報をもとに各種分析を行っている。これらの分析結果は別添

の資料集に取りまとめており、必要に応じて本報告書の本文に該当箇所を記載している。なお、レコフ社及びS&P社が提供するデータの信憑性については当社が独自に調査を行っておらず、またその正確性を保証するものではない。

1.3.1 企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査

コーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される上場企業 3,620 社（2020 年 3 月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する 2,644 社及び東証マザーズ・JASDAQ に上場する 976 社）を対象に、近時 10 年間（2010 年 4 月から 2020 年 3 月）で企業価値を飛躍的に向上させた企業を特定した。

その上で、各社が実施している M&A をその目的に応じて類型化し、代表企業を選定した上で、公開情報をもとに各企業の成功要因を分析した。

1.3.2 国内外の企業を対象としたクロスインダストリー M&A 分析調査

上記の調査で特定された企業価値を飛躍的に向上させた企業のうち、既存の事業とは異なる業種や企業を買収する「クロスインダストリー M&A」を活用して事業転換を実現している国内企業を特定した。また、米国の NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業 5,005 社及び欧州のユーロネクスト・LSE¹・FSE²を主要上場先とする企業 3,789 社を対象に、企業価値を飛躍的に向上させた企業を国内企業と同様のプロセスで特定し、その中からクロスインダストリー M&A を活用して事業転換を実現している企業を特定した。その上で、代表企業を選定し、公開情報をもとに各企業の事業転換の背景とその成功要因について分析を行った。

1.3.3 国内外の M&A における資金調達調査

コーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される日本の上場企業 3,620 社（2020 年 3 月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する 2,644 社及び東証マザーズ・JASDAQ に上場する 976 社）及び米国の NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業 5,005 社、欧州のユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業 3,789 社を対象に、2010 年から 2019 年の近時 10 年の M&A 案件において採用された買収資金の形態について分析を行った。

¹ London Stock Exchange

² Frankfurt Stock Exchange

2 調査結果

2.1 調査結果の概要

2.1.1 企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査

本調査ではコーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される上場企業3,620社（2020年3月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する2,644社及び東証マザーズ・JASDAQに上場する976社）を対象に、近時10年間（2010年4月から2020年3月）の時価総額の増加有無、時価総額増加へのM&Aの寄与有無、対象期間の時価総額成長率とTOPIX成長率の比較といった観点から評価を行った。

上記プロセスを通じて、M&Aにより企業価値を飛躍的³に向上させた企業を特定し、これらの企業が実施したM&Aをその目的別に分類・体系化した上で、M&Aによる企業価値創造の要因を特定した。M&Aにより企業価値を飛躍的に向上させた企業としては、3,620社のうちの574社が特定され、これら企業が実施するM&Aを分析した結果、大きく3つの類型に分類されることが明らかとなった。3つの類型と574社が実施したM&Aの分類結果は以下の通りである。

- ・ 現有競争力の強化型⁴ : 1,834件（93.1%）
- ・ 新規事業による競争力の獲得型⁵ : 108件（5.5%）
- ・ 将来にむけた早期囲い込み型⁶ : 27件（1.4%）

上記の結果を踏まえ、各類型の個別企業の取組について分析を行い、M&Aによる企業価値創造の要因の同定を行った。分析対象として選出した企業及び分析の結果は以下の通りである。

（分析対象として選出した企業）

- ・ 現有競争力の強化型 : 日本電産、東京エレクトロン
- ・ 新規事業による競争力の獲得型 : エムスリー、ミネベアミツミ

³ 本調査では対象期間の時価総額の成長率が同期間におけるTOPIXの成長率を上回る企業を「企業価値を飛躍的に向上させた企業」と定義した。

⁴ 既存の製品・サービスの拡充やサプライチェーン（開発・調達・製造・販売）の強化といった、既存事業の競争力の強化を目的としたM&A。

⁵ 買収先と協力した新規事業の開発や買収先が有する事業の獲得により、自社にとっての新規事業の創出を目的としたM&A。

⁶ 今後成長が見込まれ、自社事業の強化に繋がる分野の企業を囲い込むことで、将来の競争力の強化を目的としたM&A。

令和2年度産業経済研究委託事業
コーポレートガバナンス改革を踏まえた価値創造に資する合併と買収に関する実態調査

- ・ 将来に向けた早期囲い込み型 : ソフトバンクグループ

(類型毎の分析結果)

- ・ 「現有競争力の強化型」の代表例となる日本電産及び東京エレクトロンの M&A に係る特徴を整理した結果、「事前に成長市場を見極めた上で買収対象会社を特定し、既存事業とのシナジーをどのように創出するかを踏まえた PMI (Post Merger Integration) の計画の作成を徹底している」ことが共通項として識別された。また、シナジーの検討においては、「コスト改善やピンポイントでの不足技術の補完」といった短期間での成果を重視する傾向にあることが確認された。
- ・ 「新規事業による競争力の獲得型」の代表例となるエムスリー及びミネベアミツミの M&A に係る特徴を整理した結果、現有競争力の強化型と同様に PMI の計画の作成に注力するものの、「長期的な視点で自社既存事業と買収先のアセットやケイパビリティを融合させ、新規事業の開発及びトップラインの改善に繋げるかを重点的に検討している」ことが共通項として識別された。
- ・ 「将来に向けた早期囲い込み型」の代表例となるソフトバンクグループの M&A に係る特徴としては、以下の2点が特定された。
 - 自社の技術的な知見と M&A で獲得したファンド運用ノウハウを融合することで、圧倒的な規模のファンド組成を実現し、成長市場及び企業へ早期に関与するためのプラットフォームを構築している。
 - 出資にあたっては、ソフトバンクグループのビジョンが共有できることを前提とするものの、子会社化にこだわらないことで、成熟した企業や想定通りに成長しない企業の持分を手放しやすくし、グループ企業の入れ替えを容易に行える体制を構築している。

このような取組により、同社は多様な新興企業へのアプローチを実現するとともに、機動的にグループ企業を入れ替えることで将来の成長のドライバー獲得に繋がっているとみられる。

上記を踏まえると、M&A の目的を問わず、M&A 実施後の成長には「シナジーを確実に創出するために、既存のアセットやケイパビリティを最大限活用すること」が不可欠であり、その実現のために「M&A 後の事業成長イメージを明確に描けていること」が M&A による企業価値創造の一要因であると捉えられる。また、事業成長イメージを明確にするにあたっては、分析対象のほとんどの企業が成長市場を見極めることを重視していることから、「M&A を通じて将来の成長市場に対していち早く関与していること」も企業価値創造の重要な要因であると考えられる。

なお、本調査においてスクリーニングした M&A 実施企業と未実施企業の時価総額の成長率を分析した結果、以下のような結果が得られた。

- ・ M&A 実施企業と M&A 未実施企業のみで比較した場合、M&A 未実施企業の時価総額の成長率が M&A 実施企業のそれを上回る。

- ・ ただし、M&A 実施企業は未実施企業と比較して大規模ながら時価総額の絶対額を大きく増加（1社あたり時価総額が2010年度の1,482億円から2019年度の2,204億円に722億円増加）している一方、未実施企業は小規模かつ時価総額増加の絶対額も小さい（1社あたり時価総額が2010年度の225億円から2019年度の492億円に267億円増加）。
- ・ また、M&A 実施企業のうち、飛躍的に時価総額を成長させた企業は M&A 未実施企業よりも大きな成長を実現している。
- ・ M&A 実施企業のうち、飛躍的に時価総額を成長させた企業以外の成長率は M&A 未実施企業の成長率を大きく下回っている。

この事実は M&A が企業価値の向上を行う上で有効な取り組みの一つであることを裏付けているが、一方でその取り組み方次第では企業価値の向上に繋がらない可能性があることを示している。よって、飛躍的に企業価値を増大させた企業の成功要因を他に広く生かしていくことが我が国企業の M&A の促進にむけて必要不可欠である。

2.1.2 国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A 分析調査

本調査では、「新規事業による競争力の獲得型」の一例である、「クロスインダストリーM&A」⁷を活用して事業転換を実現している国内外の企業を対象に、事業転換の背景とその成功要因について分析を実施した。本調査で分析対象とした企業は以下の通りである。

（分析対象として選出した企業）

- ・ 国内：富士フイルムホールディングス、エア・ウォーター
- ・ 海外：Danaher、NVIDIA

以降では、分析を通じて識別された事業転換の背景とその成功要因について、概要を記載する。

（国内企業の分析結果）

- ・ 国内企業の代表例となる富士フイルムホールディングス及びエア・ウォーターでは、両者ともに、新しい技術・製品の出現や市場環境の変化（富士フイルムホールディングス：デジタルカメラの普及によるフィルム需要低下、エア・ウォーター：製造業の海外移転による産業用ガスの需要低下）により既存事業の成長が鈍化するという状況に直面し、新たな成長の源泉を早期に創出する必要性に迫られていたことが背景として識別された。

⁷ 既存の事業とは異なる業種や企業を買収する M&A を本調査報告書では「クロスインダストリーM&A」と呼ぶ。

- なお、M&Aを活用して事業転換に取り組む際は、自社が技術やノウハウを有していない新しい事業領域（「飛び地」）に一足飛びに参入するといった手法は取らず、既存事業で蓄積した市場の知見や技術を隣接領域に事業展開した上で、徐々にコア事業を変化させていることが共通項として識別された。

（海外企業の分析結果）

- 海外企業の代表例となる Danaher 及び NVIDIA においても、国内と同様に、新技術・製品の出現や市場環境の変化（Danaher：米国製造業の海外移転、NVIDIA：半導体市場の性能競争の激化など）により既存事業の成長が鈍化するという状況に直面し、新たな成長の源泉を早期に創出する必要性に迫られていたことが背景として識別された。
- なお、M&Aを活用して事業転換に取り組む際は、既存事業で蓄積した市場の知見や技術をベースに隣接領域に事業を展開した上で、徐々にコア事業を変化させていることが特定された。また、海外企業では、上記に加えて、自社（買い手）の企業文化や価値観を共有できるかについて買収前に綿密に確認した上で、買収先の経営陣と連携しながら M&A 後のビジョンや事業戦略の策定に取り組んでいることが共通項として識別された。この共通項は、国内の事例で確認されておらず（富士フイルムホールディングスは買収先にお目付け役を送り込み本社の方針を徹底させる方針、エア・ウォーターは子会社に大きな裁量を与え本社は極力干渉しない方針をそれぞれ採用）、海外企業特有の傾向であるとみられる。

上記を踏まえると、事業転換に際しては既存事業と全く関連性のない領域への参入は行われておらず、自社が既存事業により培ってきた強みを活用できる領域に対して M&A を実施することで事業転換を達成していることが共通項として確認できる。したがって、「将来的な事業の方向性を定め、それに向けて保有する市場・技術・提供価値といったアセット・ケイパビリティを活用しながら段階的に事業転換を図っていくこと」が事業転換を成功させるための重要な要因の一つであると結論づけることができる。

また、海外企業においては、M&A 時に買収先の経営陣と企業文化や価値観を共有できるかどうかを重視しており、これらが共有できる人物は買収後も経営陣として残した上でビジョンや事業戦略の策定で緊密に連携を行っていることが共通項として確認されている。海外の企業はこのプロセスを実行することにより、自社の企業文化や経営方針を買収対象企業に浸透させることに成功していると考えられる。このことから、「企業文化や価値観を共有できる経営陣を残し、協力してビジョン・事業戦略の策定に取り組むことで円滑に企業文化や経営方針を浸透させること」も事業転換における成功要因の一つであると考えられる。

なお、上記の企業のいずれもが、市場縮退や競争の激化といった既存事業の環境変化に直面しており、事業転換に向けた将来のビジョンや方針を早期に明確にすることが必要不可欠な状況であったことが確認されている。海外事例で取り上げた Danaher 及び NVIDIA は、投資家向けのイベントを通じて事業や M&A の状況・方針を株主に何度も説明しており、このような対話の機会を通じて業容拡大や事業ポートフォリオ入替の必要性に対する理解を得ることに成功している。国内事例で取り上げた富士フイルムホールディングスも、2004 年に中期経営計画である「VISION 75」を発表した以降、株主に対して積極的な説明を行うことにより、M&A により事業ポートフォリオ転換に取り組むという自社の方針に対する理解を得ることに努めている。エア・

ウォーターも、2004年に発表した中期経営計画「ターゲット3600」においてM&Aによる事業拡大に注力し、従来のガス中心から総合医療ビジネスへ転換する方針を表明するなど、株主に対して同様の取組を行っている。これらを踏まえると、「株主との対話を通じて、将来へのビジョンや方針を明確にすること」も事業転換の成功における重要な要因であると考えられる。

2.1.3 国内外のM&Aにおける資金調達調査

本調査ではコーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される日本の上場企業3,620社（2020年3月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する2,644社及び東証マザーズ・JASDAQに上場する976社）及び米国のNYSE・NASDAQを主要上場先とする企業5,005社、欧州のユーロネクスト・LSE・FSEを主要上場先とする企業3,789社を対象に、2010年から2019年の近時10年のM&A案件において採用された買収資金の形態について分析を行った。

我が国の上場企業3,620社が近時10年に実施した11,303件のM&Aのうち、買収資金の形態が公表されている4,371件について分析を行った結果、我が国企業のM&Aにおいては現金のみを対価として買収を行う現金対価型のM&Aが多く、その割合は90.1%に上っていることが確認された。また、案件の取引規模別に採用された買収資金の形態を分析した結果、我が国企業のM&Aにおいては規模による傾向の違いが認められず、大型の案件であっても現金対価型のM&Aが89.5%を占めることが確認された。

米国のNYSE・NASDAQを主要上場先とする企業5,005社が近時10年に実施した21,950件のM&Aのうち、買収資金の形態が公表されている10,273件について分析を行った結果、米国企業のM&Aにおいては現金のみを対価として買収を行うM&Aの割合は79.5%に留まり、代わりに現金に加えて株式等の複数資産を含む混合対価型や株式を対価とする株式対価型のM&Aが18.6%実施されていることが確認された。また、日本と同様に案件の取引規模別に買収資金の形態を分析した結果、米国企業のM&A案件においては取引規模が大きくなるに従い、混合対価型が採用される割合が増えることが確認された。

欧州のユーロネクスト・LSE・FSEを主要上場先とする企業3,789社が近時10年に実施した11,736件のうち、買収資金の形態が公表されている4,196件について分析を行った結果、現金のみを対価として買収を行うM&Aの割合は89.6%に上り、株式対価型や混合対価型のM&Aの割合は9.9%に留まることが確認された。しかしながら、案件の取引規模別に買収資金の形態を分析した結果では、取引規模が大きくなるに従い、混合対価型の割合が増えることが確認されている。

我が国企業のM&Aにおいて株式対価型及び混合対価型、特に混合対価型の採用が少なく、現金対価型が採用される背景には、①制度面でのデメリットが存在していたこと、②M&A実施企業の多くが大企業であり手元資金に余裕があったこと（現金至上主義であり株主還元の圧力も低い）、③負債コストが安く、調達が容易であったこと、などが挙げられる。一方で、欧米企業、特に米国企業においては、①手元資金に余裕はないが高いバリュエーションを持つ新興企業によるM&Aの手段として有益であったこと（マルチプルのアービトラージ）、②M&Aの規模が大きく、株式対価型を検討せざるを得なかったこと、③M&A市場の成熟度が高く、コ

コーポレートファイナンスのプロフェッショナルが多く存在しており、株価（PER×EPS）への感度が高かったこと、などの要因が考えられる。

なお、現金に加えて株式等の複数資産を含む混合対価型の M&A は、事業・財務戦略上の観点にも違いがある。

- ・ 株式交換型は対象会社の株主による投資が形を変えて継続するためシナジー創出のためのリスクを共有できる一方、現金型は「手切れ金」と言われるように対象企業の株主との関係性は継続しない
- ・ 現金対価型は（通常財務レバレッジを活用するため）負債の増加を招き財務の健全性を損ねる一方、株式対価型は（通常新株によって賄われるため）株式の希薄化が進む

我が国では 2018 年の産業競争力強化法改正で自社株式を対価とする M&A において売り手側株主に掛かる譲渡益課税を繰り延べる措置が導入されたが、混合対価型は対象外となっていた。しかし 2021 年の税制改正に伴い、混合対価型であっても対価のうち株式の価値が 80%以上を占める場合は課税繰延の対象に含まれることとなったため、今後は税制上のボトルネックの解消が見込まれる。

産業構造が急速に変化し企業の事業ポートフォリオの見直しの必要性に迫られ、またイノベーションの創出、組織再編の推進、コーポレートガバナンスの強化が不可欠となるなか、今後の M&A において混合対価の活用は急務となる。現金対価と株式対価のどちらか一方ではなく、個社の事業・財務戦略の中で M&A においても最適な対価の構成を模索していくべきだろう。

2.1.4 我が国への示唆

企業の価値創造要因の分析では企業価値を飛躍的に向上させた企業が実施してきた M&A を、①既存事業の強化を目的とする「現有競争力の強化型」、②新規事業の創出を目的とする「新規事業による競争力の獲得型」、③将来の競争力強化を目的とする「将来にむけた早期囲い込み型」の 3 つに分類し、それらに属する代表企業についてその成功要因の分析を行ったが、①及び②の類型では、

- ・ 成長市場をいち早く見極める
- ・ 買収対象会社を特定する
- ・ シナジーを創出するための PMI 計画を事前に設計する

ことが価値創造の要因になっていることが確認された。また、③の類型では本体とは別にファンドを組成し、出資先企業のパフォーマンスに応じてポートフォリオをスピード感をもって組み替えることで市場の期待に応えるという動きが見て取れた。

以上のことから、M&A により企業価値を向上させる上では、その目的に応じてアプローチを適切に設計することが必要であり、同時に、成功の確度を上げるための仕掛けとして組織設計も重要である。

なお、企業価値を向上させた企業の M&A を類型化すると、「現有競争力の強化型」が 93.1% を占め、「新規事業による競争力の獲得型」は 5.5%、「将来にむけた早期囲い込み型」は 1.4% に留まるが、産業構造が急速に変化する現在においては、新規事業による競争力の強化や将来の競争力強化にむけた早期囲い込みが重要となってくるため、M&A を通じて将来の成長市場にいち早く関与することが求められる。

クロスインダストリー M&A の分析では国内企業と海外企業の事例について比較分析を行ったが、この際には海外企業特有の傾向として、自社（買い手）の企業文化や価値観を共有できるかについて買収前に綿密に確認した上で、買収先の経営陣と連携しながら M&A 後のビジョンや事業戦略の策定に取り組んでいることが確認された。我が国企業が M&A を実施する際には、「買収先にお目付け役を送り込み、自社の方針を徹底させる」「買収先に大きな裁量を与えて、自社は極力干渉しない」という方針が採られる傾向にあるが、M&A の成功をより確実なものにするためには、海外企業と同様に、

- ・ 自社の企業文化や価値観を共有できるかを買収前に確認する
- ・ 対象企業の経営陣と協力して M&A 後のビジョンや事業戦略の策定に取り組む

ことでシナジーを最大化させることが重要なポイントになる。

M&A における資金調達分析では国内企業と海外企業の買収資金の形態について比較分析を行ったが、米国や欧州においては取引規模が大きくなるに従い、「混合対価型」が採用される割合が増える傾向にある。我が国においては大型の案件であってもその割合が増加しないことが確認されている。世界の M&A において大型買収がトレンド化する中で財務の健全性を保つためには、現金に加えて株式等の複数資産を含む混合対価型の資金調達は検討に値するものと考えられる。

また、自社の株式が高いバリュエーションを持つ場合には、株式を対価に組み込むことにより現金よりも割安に買収を行うことも可能であり、また、買収先の株主による投資が円滑を変えて継続する「株式対価型」「混合対価型」は、買収企業・被買収企業という形式に囚われない一体経営を推進するカルチャー形成にも一役買う。2021 年の税制改正により、「混合対価型」に対する税制上のボトルネックの解消が見込まれるため、現金にこだわることなく、状況に合わせた柔軟な対価の設定を勘案すべきである。

M&A を通じて企業価値の向上を実現していくことは、株主をはじめとした利害関係者（ステークホルダー）の利益を最大化することであり、このためにも、コーポレートガバナンスに関する取り組みの深化は我が国企業にとって必要不可欠と考えられる。

- ・ PER を極大化させるためのシナジー創出と買収ストラクチャの検討（混合対価型資金調達の活用、マルチプルアービトラージ）
- ・ EPS を最大化させるための資本政策の策定（資金調達手段の多様化、自社株買い）
- ・ 格付けに負の影響を与えない財務戦略の実行（ブリッジファイナンス、パーマナントアウト等のファイナンススキームの知悉と活用）

令和2年度産業経済研究委託事業

コーポレートガバナンス改革を踏まえた価値創造に資する合併と買収に関する実態調査

- ・ 上記のバランスを取るための事業・財務戦略の融合（CFOの役割強化と育成）
- ・ これらを可能にするための仕組みの導入（インセンティブの設計、取締役と執行役の分離等）

こうした取り組みを通じて日本企業のM&Aの成熟度を上げていくことが求められる。

2.2 企業価値を向上させた企業の価値創造要因に関する調査

2.2.1 飛躍的に企業価値を向上させた企業の特定結果

本調査ではコーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される上場企業 3,620 社（2020 年 3 月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する 2,644 社及び東証マザーズ・JASDAQ に上場する 976 社。以下、「調査対象企業」という。）を対象に、近時 10 年間（2010 年 4 月から 2020 年 3 月まで。以下、「調査対象期間」という。）で M&A により企業価値を飛躍的に向上させた企業を以下のプロセスに基づき特定した。

(企業価値を飛躍的に向上させた企業の特定プロセス)

- ① 調査対象期間中に M&A（買収・事業譲渡・合併を実施している企業、資本参加・出資拡大を除く）を実施しているか
- ② 調査対象期間中に時価総額が増加しているか
- ③ 実施した M&A が時価総額の増加に寄与しているか
- ④ M&A 実施後の時価総額の成長率が東京証券取引所の株価指数の一つである TOPIX の成長率を超えているか（＝東証 1 部に上場する企業の平均を超える成長を実現できているか）

なお、本調査では情報の取得や比較の容易性を勘案し、時価総額をもとに企業価値を向上させた企業を特定している。また、実施した M&A が時価総額の増加に寄与しているかについては個別の評価が困難なことから、M&A 実施 3 年後の時価総額が M&A 実施前年の時価総額を上回っているかという観点で評価を行っている。

今回、上記のプロセスを用いて、調査対象企業 3,620 社をスクリーニングした結果、以下のような結果が得られた（資料 1）。

(上記プロセスを用いたスクリーニング結果)

- ① 調査対象企業 3,620 社のうち、調査期間内に M&A を実施している企業は 1,893 社（調査対象企業全体の 52.2%）
- ② M&A 実施企業 1,893 社のうち、対象期間中に時価総額を増加させた企業は 1,387 社（調査対象企業全体の 38.3%）
- ③ 上記②で抽出された企業のうち、実施した M&A が時価総額の成長に寄与しているとみられる企業は 855 社（調査対象企業全体の 23.6%）

- ④ 上記③で抽出された企業のうち、M&A実施後の時価総額の成長率がTOPIXの成長率を超えている企業は574社（調査対象全体の15.8%）

スクリーニングを通じて抽出された574社のM&Aの類型は「2.2.2.企業価値の向上につながったM&Aの類型結果」で詳述することとし、以降では、我が国におけるM&A実施企業の割合やM&Aが企業価値の向上に与える影響について言及する。

2.2.1.1 我が国におけるM&A実施企業の割合

本スクリーニングの結果、近時10年間でM&A（買収・事業譲渡・合併を実施している企業、資本参加・出資拡大を除く）を実施している企業は1,893社に上り、上場企業全体の52.2%に上っていることが確認された。この割合は米国や欧州で上場している企業に比して遜色ない水準（米国: 55.1%、欧州: 40.1%）⁸であり、これは我が国においてM&Aが企業経営において重要な取り組みの一つになっている証左であると考えられる。

しかしながら、我が国におけるM&Aと米国や欧州のM&Aを比較した場合には、以下のような差異が認められる（資料3、資料4）。

- ・ 欧米では海外企業を買収するIN-OUT型の割合が全体の4割を占める一方、我が国では全体の2割強に留まっている。
- ・ 欧米で金額規模が不明なM&Aを除いた場合に1億ドル（約110億円）以上の案件が全体の3割を占めるが、我が国では全体の1割に留まっている。
- ・ 欧米、特に米国ではファンドを含む金融や情報技術関連のプレイヤーによるM&Aの割合が多いものの、我が国では製造業を中心としたM&Aの割合が多くなっている。

上記の差異を踏まえると、我が国においても案件規模が比較的大きくなることが想定されるIN-OUTのM&Aに企業が取り組みやすい環境を整備するとともに、ファンドや情報技術に係る新興企業等のM&Aを活性化する施策の検討が重要になると考えられる。

⁸ 米国・欧州におけるM&A実施企業数は以下の通りである。米国: 2,758社（NYSE・NASDAQを主要上場先とする企業5,005社の55.1%）、欧州: 1,520社（ユーロネクスト・LSE・FSEを主要上場先とする企業3,789社の40.1%）。

2.2.1.2 M&A が企業価値に与える影響

本スクリーニングで抽出した M&A 実施企業と未実施企業の時価総額の成長率を分析した結果、以下のよう
な結果が得られた（資料5）。

- ・ M&A 実施企業と M&A 未実施企業のみで比較した場合、M&A 未実施企業の時価総額の成長率が M&A 実施企業のそれを上回る。
- ・ ただし、M&A 実施企業は未実施企業と比較して大規模ながら時価総額の絶対額を大きく増加（1 社あたり時価総額が 2010 年度の 1,482 億円から 2019 年度の 2,204 億円に 722 億円増加）している一方、未実施企業は小規模かつ時価総額増加の絶対額も小さい（1 社あたり時価総額が 2010 年度の 225 億円から 2019 年度の 492 億円に 267 億円増加）。
- ・ M&A 実施企業のうち、飛躍的に時価総額を成長させた企業は M&A 未実施企業よりも大きな成長を実現している。
- ・ M&A 実施企業のうち、飛躍的に時価総額を成長させた企業以外の成長率は M&A 未実施企業の成長率を大きく下回っている。

この事実は M&A が企業価値の向上を行う上で有効な取り組みの一つであることを裏付けているが、一方でその取り組み方次第では企業価値の向上に繋がらない可能性が示している。よって、飛躍的に企業価値を増大させた企業の成功要因を研究し、それを他に広く生かしていくことが我が国企業の M&A の促進にむけて必要不可欠である。

2.2.2 企業価値の向上につながった M&A の類型結果

前項で抽出された企業価値を飛躍的に向上させた企業 574 社が実施した M&A の類型について解説する。

企業価値を飛躍的に向上させた企業 574 社が実施した M&A の類型はその目的により、以下の 3 つに大きく分類される（資料2）。

- ① 現有競争力の強化型
- ② 新規事業による競争力の獲得型
- ③ 将来にむけた早期囲い込み型

前述の 574 社が実施している M&A（資本参加・出資拡大を除く）1,969 件を 3 つの類型に分類した結果、現有競争力の強化型は 1,834 件（93.1%）、新規事業による競争力の獲得型は 108 件（5.5%）、将来にむけた早期囲い込み型は 27 件（1.4%）と分類され、現有競争力の強化型の案件が最も多いという結果が得られた。

なお、上記の類型において代表的な案件としては以下のようなものが挙げられる。

(類型毎の代表的な案件)

- ① 現有競争力の強化型：武田薬品工業によるシャイアーの買収（2016年）
- ② 新規事業による競争力の獲得型：富士フイルムホールディングスによるソノサイトの買収（2011年）
- ③ 将来にむけた早期囲い込み型：ソニーによるアルティアの買収（2013年）

次項ではこれらの案件を対象に、企業価値の創造要因を解説する。なお、新規事業による競争力の獲得型には、異なる事業を買収することにより事業転換を果たしているケースも存在することから、そのようなケースについては「2.3. 国内外の企業を対象としたクロスインダストリー調査」においてその詳細を解説する。

2.2.3 個別ケースに見る企業価値の創造要因

前項での M&A の類型化結果を踏まえ、類型毎に代表的な企業の取り組みを例に取り、M&A による価値創造要因を解説する。事例として取り上げる企業は以下の通りである。

- ・ 現有競争力の強化型：日本電産、東京エレクトロン
- ・ 新規事業による競争力の獲得型：エムスリー、ミネベアミツミ
- ・ 将来に向けた早期囲い込み型：ソフトバンクグループ

なお、各事例については資料 6 に詳細を記載している。

2.2.3.1 日本電産

日本電産は精密小型から超大型までの幅広いラインナップを誇るモータ事業を中心に、「回るもの、動くもの」に特化したモータの応用製品・ソリューションを手掛ける企業である。事業別の売上高は非公表だが、電子機器に使用される精密小型モータ、車載用モータ、家電・産業用モータ、機器装置用モータなど幅広い分野にモータを提供している。

日本電産は既存事業の強化を目的とする「現有競争力の強化型」に分類される事例である。以下では、同社における M&A の実施状況とその効果について解説する。

M&Aの実施状況

日本電産は近時10年において14件のM&Aを実施しており、これらのM&Aを通じて以下のステップで主に既存のモータ事業の製品ラインナップの拡大を図っている。既存のモータ事業の製品ラインナップの拡大は以下のステップで実施されている。

(M&Aによる既存事業の強化ステップ)

- ① 家電・産業用モータへの拡大
- ② 車載用モータへの拡大

①では、産業用モータ領域に強みを持つ米国エマソン・エレクトリックのモータ・ドライブ事業の買収（2010年）及び米国家電メーカーであるワール・プールにてコンプレッサ事業を担っていたエンブラコの買収（2019年）を行い、従来の精密小型モータに加え、家電・産業用モータを拡充している。

②では、電動パワーステアリングモータに係る技術などに強みを持つホンダエレシスの買収（2013年）及びモータの電子制御ユニットなどに強みを持つオムロンオートモーティブの買収（2019年）を行い、既存技術と組み合わせることにより車載用モータの開発を実現している。

M&Aによる価値創造の要因と効果

上記の通り、日本電産はM&Aにより既存のモータ事業の強化に成功しているが、価値創造の要因としては以下の3点が挙げられる。

(M&Aによる価値創造の要因)

- ① 事業本部や子会社の経営陣が主体性をもって推進する体制
- ② 企業戦略室によるディールサポート
- ③ 地域統括会社によるPMIサポート

日本電産は、「成長市場に属していること」「自社とのシナジーが創出可能であること」「粗利が高いものの、経営上に課題を有しているため利益が出ていないこと」といった条件に合致する企業をM&Aのターゲット候補としている。M&Aを実施する際には、当該M&Aに関係する事業部や子会社の経営陣が、ターゲット企業が前述の条件を満たすか否かを精査した上で創出可能なシナジーを踏まえた事業計画を作成しており、PMIやシナジー創出にも一貫して当事者として関与することが仕組化されている。これにより、当初想定していたシナジーが創出されない、といった事態を回避することに成功している。また、2006年にはM&Aの専門家10人弱で「企業戦略室」を設立しており、M&Aの主体となる事業部及び子会社経営陣をM&Aのソーシングからクロージングまで組織的に支援する体制を構築している。クロージング後は、地域ごとのシェアードサービスセンター

の役割を担っている地域統括会社が、PMI に対する専門のサポートを現地語で実施する体制も構築している。このように、M&A の主体となる事業本部及び子会社経営陣が一貫して M&A を主導し、それを支える組織体制が整っていることが確実なシナジーの創出に繋がっているものとみられる。

2010 年のエマソン・エレクトリックのモータ・ドライブ事業買収以降、家電・産業用モータや車載用モータを有する企業を精力的に買収し続けた結果、2017 年には 2010 年の 4 倍以上となる時価総額を達成しており、M&A による既存事業の強化施策が市場からも評価されていることを裏付ける結果となっている。2018 年及び 2019 年は拠点統廃合による減益などといった影響により時価総額は減少しているものの、放熱部品メーカーである超衆科技や車載モータの制御機器を扱うオムロンオートモーティブ社の買収を実施しており、引き続き M&A による既存事業の強化に取り組むものとみられる。

2.2.3.2 東京エレクトロン

東京エレクトロンは半導体製造装置の製造・販売、スマートフォンや PC などのディスプレイに使用される FPD（フラットパネルディスプレイ）を生産するための FPD 製造装置の製造・販売を主力事業として展開する企業である。同社の事業は 2020 年 3 月期において、半導体製造における主要工程を網羅した製造装置を取扱う「半導体製造装置」事業、製造プロセスが一部共通しており半導体製造装置で培った製造ノウハウを活用可能な「FPD 製造装置」事業、前述の 2 事業に分類されないグループ内の物流や施設管理業務などの「その他」の 3 事業で構成されている。特に、半導体製造装置においては多数の製品で業界トップクラスのシェア（フォトレジスト塗布・現像装置では 2019 年に世界市場の 91%を獲得）を有しており、米国の Applied Materials、オランダの ASML に次いで半導体製造装置メーカー世界 3 位の売上高を誇っている。同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は、以下の通りとなっている。

- ・ 「半導体製造装置」事業 : 1 兆 610 億円（92.5%）
- ・ 「FPD 製造装置」事業 : 661 億円（5.8%）
- ・ 「その他」事業 : 195 億円（1.7%）

東京エレクトロンは既存事業の強化を目的とする「現有競争力の強化型」に分類される事例である。以下では、同社における M&A の実施状況とその効果について解説する。

M&A の実施状況

東京エレクトロンは近時 10 年において 3 件の M&A を実施しており、これらの M&A を通じて主に半導体製造プロセスの後工程の強化を図っている。半導体製造プロセスの後工程の強化は以下のステップで実施されている。

(M&A による既存事業の強化ステップ)

令和2年度産業経済研究委託事業
コーポレートガバナンス改革を踏まえた価値創造に資する合併と買収に関する実態調査

- ① レジスト剥離・洗浄装置の強化
- ② 検査・パッケージング装置の強化

①では、半導体洗浄装置の技術に強みを持つ米国 FSI インターナショナルの買収（2012 年）を行い、2010 年代前半に最重要課題の 1 つとされていたレジスト剥離・洗浄装置の競争力を強化している。

②では、半導体パッケージング装置の技術に強みを持つネクス・システムズの買収（2012 年）を行い、微細化された半導体の性能を効率よく引き出すためのパッケージングに係る技術を獲得している。

M&A による価値創造の要因と効果

上記の通り、東京エレクトロンは M&A により既存の半導体製造装置事業の強化に成功しているが、価値創造の要因としては以下の 2 点が挙げられる。

(M&A による価値創造の要因)

- ① 既存ケイパビリティを踏まえた統合計画の作成
- ② 既存事業の弱みを補う不足技術の獲得

東京エレクトロンでは、技術革新のスピードが速い半導体製造及び FPD 製造装置領域において差別化された技術をタイムリーに開発・製品化して市場に投入するため、自社技術や世界各国の拠点ネットワーク及び営業サポート力などとの融合によるシナジー創出の可能性を事前に見極めた上で PMI の計画を作成しており、これがスムーズなシナジー創出の実現に繋がっているものとみられる。また、後工程の技術に強みを持つ企業を立て続けに買収したように、既存事業において不足している技術を明確にし、M&A によりピンポイントで当該技術を獲得することで環境変化のスピードが速い事業領域で競争力を高めているとみられる。

2012 年に実施したネック・システムズ及び FSI インターナショナル事業の買収後は、時価総額が堅調に推移しており、M&A を通じて半導体製造プロセスの後工程を強化したことがその後の成長に寄与しているとみられる。近年では M&A に関する目立った動きはみられないものの、2013 年には米国 Applied Materials との経営統合（米司法省との間で見解に隔たりがあり 2015 年に破談）も試みている。

2.2.3.3 エムスリー

エムスリーは医療従事者向け情報サイト「m3.com」を中心に、医療に係る分野でインターネットを活用した様々なサービスやソリューションを手掛ける企業である。同社の事業は 2020 年 3 月期において、「m3.com」を核とした各種マーケティング支援に係る「メディカルプラットフォーム」事業、臨床試験等(治験、大規模臨床研究など)の業務支援などに係る「エビデンスソリューション」事業、医療従事者向け人材サービスの「キャリアソリューション」事業、医療機関の運営支援などに係る「サイトソリューション」事業、海外での医療従事者専門サイ

トを活用した医療関連会社マーケティング支援、調査、キャリアなどの各種サービスを提供する「海外」事業、前述のセグメントに分類されないその他コンシューマー向けサービスなどの「その他エマージング事業群」の6事業で構成されている。同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は、以下の通りとなっている。

- ・ 「メディカルプラットフォーム」事業 : 513 億円 (38.4%)
- ・ 「エビデンスソリューション」事業 : 214 億円 (16.0%)
- ・ 「キャリアソリューション」事業 : 154 億円 (11.5%)
- ・ 「サイトソリューション」事業 : 122 億円 (9.2%)
- ・ 「海外」事業 : 300 億円 (22.4%)
- ・ 「その他エマージング事業群」事業 : 33 億円 (2.5%)

エムスリーは新規事業の創出を目的とする「新規事業による競争力の獲得型」に分類される事例である。以下では、同社における M&A の実施状況とその効果について解説する。

M&A の実施状況

エムスリーは近時 10 年において 45 件の M&A を実施しており、これら M&A を通じて医療を軸とした新規事業の開発を行っている。M&A による新規事業の開発は以下のステップで実施されている。

(M&A による新規事業開発のステップ)

- ① 医療機関向けソリューションへの事業拡大
- ② 治験・臨床開発支援サービスへの事業拡大
- ③ 医療従事者向け人材サービスへの事業拡大

①では、診療予約システムを扱うアイチケットの買収（2008 年）及び電子カルテシステムを扱うシィ・エム・エスの買収（2012 年）を行い、既存の医療従事者向け情報サイト「m3.com」などが実施している医療情報発信サービスや薬剤マーケティングで培った市場（医療機関・医療従事者）に対する知見と提供価値（医療関連情報の発信・業務支援）を活用することで、医療機関向けソリューション事業に参入している。

②では、臨床試験（治験）支援などを手掛ける MIC メディカルの買収（2012 年）及びメディサイエンスプランニングの買収（2013 年）を行い、医療機関向けソリューション事業の開発の際に獲得した各種医療関連システムと元々エムスリーが保有している提供価値（医療関連情報の発信・業務支援）を活用することで、治験・臨床開発支援サービス事業に参入している。

③では、米国において医師転職支援サービスを展開する Profiles の買収（2014 年）及び Profiles と同様に米国で医師転職支援サービスを展開するザ・メディカス・ファームの買収（2016 年）を行い、既存の「m3.com」の会員基盤や技術ノウハウも活かすことで、医療従事者向けの人材サービス事業に参入している。

M&A による価値創造の要因と効果

上記の通り、エムスリーは M&A により医療を軸とした新規事業の展開に成功しているが、価値創造の要因としては以下の 2 点が挙げられる。

（M&A による価値創造の要因）

- ① ステップを踏んだ計画的なシナジーの創出
- ② 買収先既存メンバーとの新規事業開発

一つ目の価値創造の要因としては、M&A を実施する際、同社は以下の 3 つのステップを通じて、段階的にシナジーを創出に取り組むことが挙げられる。

- ・ 販管費の削減など、コスト改善にフォーカスした短期での業績改善
- ・ 「m3.com」での拡販など、既存事業を活用した中期でのトップライン改善
- ・ 買収先の持つ事業と既存事業を融合した、長期での新規事業の開発

ターゲット企業を選定する際には上記の観点でシナジーが創出可能か否かを事前に精査していると見受けられ、これにより、買収後に当初想定した成果が上がらないといった状況に陥ることを回避しているとみられる。

また、二つめの価値創造の要因としては、買収先既存メンバーと協力して新規事業を開発することが挙げられる。クロージング後は、買収先の事業を深く理解している既存の経営陣やスタッフを残し、エムスリーの既存事業やアセットを活用した新規事業開発に協力して取り組むことで、スムーズな新事業の開発に繋がっているとみられる。

エムスリーは、2004 年のマザーズ上場以降、医療×IT 領域の企業を中心に国内外で精力的に M&A を実施している。また、2007 年には東証 1 部に鞍替えを、2019 年度には 2010 年度の 16 倍以上となる時価総額を達成している。この背景には電子カルテシステムを扱うシィ・エム・エスの買収（2012 年）や臨床試験（治験）支援などを手掛ける MIC メディカルの買収（2012 年）など、近時 10 年で実施した M&A による事業開発が寄与しているものとみられる。2018 年は人員拡充に伴う採算性の低下などにより時価総額が減少しているものの、インドの医学教育サービスの Daily Rounds の買収など、M&A による事業多角化を継続しており、2019 年には時価総額も復調している。このことから、企業価値の向上にむけ、今後も M&A を実施することにより、新規事業の拡大に取り組む可能性があるものとみられる。

2.2.3.4 ミネベアミツミ

ミネベアミツミは、もともとベアリングなどの機械加工品の製造・販売や被測定体のひずみを計測する計測機器などの電子機器を主要事業とする企業である。ミニチュア・小径ボールベアリング、航空機用ベアリング、HDD向け軸受部品、スマホ向けリチウムイオン電池用保護 IC などで世界トップシェアを誇っている。また、MEMS 技術や無線通信技術に強みがあり、アジアを中心に欧米にも海外拠点を有している。2020 年 3 月期では、ベアリングなどを扱う「機械加工品」事業、計測機器や液晶用バックライトなどを扱う「電子機器」事業、買収したミツミ電機が持つ半導体デバイスなどを扱う「ミツミ」事業、同じく買収したユーシンが持つ自動車部品を扱う「ユーシン」事業、自社製機械などの「その他」の 5 事業を展開している。同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は、以下の通りとなっている。

- ・ 「機械加工品」事業 : 1,864 億円 (18.7%)
- ・ 「電子機器」事業 : 3,849 億円 (38.7%)
- ・ 「ミツミ」事業 : 2,940 億円 (29.6%)
- ・ 「ユーシン」事業 : 1,251 億円 (12.6%)
- ・ 「その他」事業 : 4 億円 (0.4%)

ミネベアミツミは新規事業の創出を目的とする「新規事業による競争力の獲得型」に分類される事例である。以下では、同社における M&A の実施状況とその効果について解説する。

M&A の実施状況

ミネベアミツミは近時 10 年において 13 件の M&A を実施しており、これらの M&A を通じて既存の機械加工品や電子機器を軸とした新規事業の開発を行っている。M&A による新規事業の開発は以下のステップで実施されている。

(M&A による新規事業開発のステップ)

- ① 半導体及び光デバイスへの事業拡大
- ② 自動車部品への事業拡大

①では、ミツミ電機の買収（2015 年）により半導体及び光デバイス事業を獲得し、従来の電子機器や機械加工品と獲得事業を組み合わせることにより「エレクトロメカニクスソリューションズプロバイダー」として IoT 市場でのシェア拡大を狙っている。また、その後も半導体のエイブリックを買収（2019 年）するなど同事業の強化を図っている。

②では、ユーシンの買収（2018年）によりキーセットなどの自動車部品の獲得とともに、ミネベアミツミが課題としていた完成車メーカーの顧客基盤を獲得している。同社は、既存事業の構成要素であるメカトロニクス技術とエレクトロニクス技術の知見が活かせる新たな成長市場として自動車市場に注力する方針を打ち出しており、ユーシンとのシナジー創出により事業拡大に取り組むものとみられる。

M&Aによる価値創造の要因と効果

上記の通り、ミネベアミツミはM&Aの活用により、既存事業と親和性のある領域で新規事業の開発に成功しているが、価値創造の要因としては以下の3点が挙げられる。

（M&Aによる価値創造の要因）

- ① 統合初日までの徹底した現場準備
- ② 買収先人材の有効活用
- ③ 是々非々でのいいとこ取りの徹底

ミネベアミツミでは現CEOが「Day1までが勝負」という思想を持たれており、本思想に基づき買収契約後にターゲット企業のメンバーを含めたワーキンググループを設置し、「ITシステムをどちらの企業のものに統合するのか」から「名刺はどちらの利用する業者の方が安いのか」といった細部まで、統合に向けたシナジー創出案をボトムアップで徹底的に議論させている。

また、統合の際には対話を重視しており、CEO自らが「有能な人材はミネベアミツミの社長となることもあり得る」と買収先から合流する社員にメッセージを伝えるなど、有能な人材の活用に注力している。ミツミ電機買収の際にも、投資銀行などの仲介役を通さずにトップ同士が直接対話したことがきっかけとなって統合の合意形成まで話が進んでおり、買収先との対話による信頼関係の構築を重視していることが伺える。

加えて、「たとえ買収する側であっても譲歩すべきところは譲歩する」ということを基本姿勢として据えており、買収先の技術をフル活用できるよう、是々非々で最適解を探ることに注力している。ミツミ電機の買収では、旧ミネベアが持つ技術や製品を押し付けるのではなく、むしろミツミ電機が保持する技術や製品をベースに新製品を開発することで顧客の要望に応えることに成功している。このように、統合初日までに徹底して現場でシナジー創出の準備を行い、その後も対話による信頼関係を構築した上で、是々非々で顧客の要望に応えるという一貫した姿勢がM&Aの価値創造の要因になっているものとみられる。

ミネベアミツミは、現CEOが2010年度に就任した直後からM&Aによる事業領域の拡大に積極的に取り組んでいる。2012年度以降は、それまで減少傾向にあった時価総額が増加に転じており、2015年度のミツミ電機の買収が「ミツミ救済の色合いが濃い」との市場評価により一時減少に繋がったものの、その後のシナジーの創出に成功したことで再度の増加傾向をみせている。直近では時価総額が減少傾向となっているが、今後も

M&A を活用した成長を目指すことを公表しており、シナジー創出による事業の拡大に取り組むものとみられる。

2.2.3.5 ソフトバンクグループ

ソフトバンクグループは、もともと子会社であるソフトバンクや Z ホールディングスが提供するモバイル・インターネット事業を主要事業とする企業であるが、2010 年代より大規模な M&A（米スプリント買収、英 ARM 買収など）を実施するとともに、2017 年には投資ファンドであるフォートレス・インベストメント買収及び 10 兆円規模のソフトバンクビジョンファンドを組成するなど、ファンド事業の拡大にも積極的に取り組んでいる。同社の事業は 2020 年 3 月期において、投資ファンド運営の「ファンド」事業、移動体通信・インターネットの「ソフトバンク」事業、買収した ARM による「アーム」事業、米国モバイル端末流通の「ブライトスター」事業（2020 年に売却済）、前述の事業セグメントに該当しないスマートフォン決済などの「その他」事業の 5 事業で構成されている。同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は、以下の通りとなっている。

- ・ 「ソフトバンク」事業 : 4 兆 8,625 億円（78.2%）
- ・ 「アーム」事業 : 2,067 億円（3.3%）
- ・ 「ブライトスター」事業 : 9,554 億円（15.4%）
- ・ 「ファンド」事業 : △1 兆 9,313 億円（ファンドでの営業損失）
- ・ 「その他」事業 : 1,962 億円（3.1%）

ソフトバンクグループは将来の競争力強化を目的とする「将来にむけた早期囲い込み型」に分類される事例である。以下では、同社における M&A の実施状況とその効果について解説する。

M&A の実施状況

ソフトバンクグループは近時 10 年において 65 件の M&A を実施しており、これらの M&A を通じて、同社が強みを有するモバイル・インターネット領域において将来の成長が見込まれる新興企業の囲い込みを試みている。同社の M&A はこれまで以下のステップで実施されている。

（M&A による将来にむけた新興企業の早期囲い込みのステップ）

- ① モバイル・インターネット事業の海外展開
- ② 半導体設計への事業拡大
- ③ 投資ファンドへの事業拡大

①では、米国で移動体通信事業を展開するスプリント・ネクステルを買収（2012年）し、既存のモバイル・インターネットサービスの海外展開を実現している。なお、2020年にスプリントとT-Mobileの合併によりソフトバンクグループの持ち分比率が低下し、スプリントは同社の連結対象から外れている。ソフトバンクグループはおよそ2.1兆円でスプリントを買収しているが、ソフトバンクグループの資本で買った部分は0.4兆円であり、T-Mobileとの合併後に保有するスプリントの株式は借入金を差し引くと1.3兆円の価値となることから、約1兆円のリターンを得たこととなる。

②では、半導体（CPU）の設計・ライセンス販売事業を展開する英国のARMを買収し、新たに半導体に係る事業に参入を実現している。しかしながら、2020年にARMのNVIDIAへの売却が発表されており、英国などの各国規制当局の承認が下り次第、取引が成立する見込みである。本取引が成立された場合、ソフトバンクグループは80億ドル（買収金額の25%）の利益を得ると推測されている。

③では、②と同様に「情報革新により利便性を向上させる」という同社の既存の提供価値を活かしつつ、2017年の不動産分野に強みを持つ米国のファンドであるフォートレス・インベストメントの買収を契機に同年にソフトバンクビジョンファンドを組成し、事業形態を徐々に投資ファンドに移行している。なお、ソフトバンクビジョンファンドの組成後は積極的に様々なIT新興企業を中心とした投資を実施している。ソフトバンクビジョンファンドによる代表的な投資例としては、以下のような案件が挙げられる。

- ・ シンガポールに拠点を置く配車アプリの運営会社「Grab」への出資拡大（2017年、2,235億円）
- ・ 米国に拠点を置くにコワーキングスペースの運営会社「ウィーワーク」への資本参加及び出資拡大（2017年 - 2019年、総額1兆9,171億円）
- ・ 中国に拠点を置く配車アプリの運営会社「滴滴出行」への出資拡大（2017年、4,525億円）

M&Aによる価値創造の要因と効果

上記の通り、ソフトバンクグループは将来の成長が見込まれる市場・技術にいち早く関与するために資本参加を含むM&Aを有効活用してきた事例であるが、価値創造の要因としては以下の2点が挙げられる。

（M&Aによる価値創造の要因）

- ① 自社の経験とM&Aで獲得した知見の融合
- ② 選び抜いた新興企業への経営リソース提供

「①自社の経験とM&Aで獲得した知見の融合」について、ソフトバンクグループは、投資ファンド事業を開始するにあたり、米国のファンドであるフォートレス・インベストメントの買収を通して投資分野の経験や知見を取得している。これに加え、自社のM&Aで培った経験や既存のテクノロジーに係る知見（ハイテク分野はフォートレスの専門外）を融合させることでソフトバンクビジョンファンドの組成を実現しているとみられる。

また、「②選び抜いた新興企業への経営リソース提供」については、自社の保持するグローバルネットワークを活用しながらソフトバンクと将来のビジョンを共有できる優れた技術を保有する新興企業を探し出し、選定されたターゲット企業に事業上のノウハウ、グローバルネットワーク、長期資金を供給することで成長の機会を提供すると同時に関与を深めている。なお、出資にあたっては、子会社化やブランドの統一にはこだわらないことで成熟した、または想定通りに成長しない企業の持分を手放しやすくし、グループ企業の入替えを容易に行える体制を構築しており、機動的にグループ企業を入れ替えることで将来の成長のドライバー獲得に繋がっているとみられる。

このように、自社の経験と M&A で獲得した知見の融合のみならず、資本参加の実施にあたって事前に成長市場及び成長市場に属する優れた技術の保有企業を精査した上で関与を深めていることが M&A による価値創造の要因になっていると考えられる。

2011 年以降、時価総額は増加傾向にあり、特に 2012 年のスプリント買収後は 2013 年に 2011 年の 3 倍以上の時価総額を達成している。その後も ARM の買収やフォートレス・インベストメントの買収など、積極的に大規模 M&A を実施しており、2018 年時点で 11 兆円を超える時価総額を達成している。2019 年は投資先であるウィークの上場撤回などの影響により時価総額が減少したとみられるが、今後もソフトバンクビジョンファンドによる大規模 M&A が実施される可能性があると考えられる。

2.3 国内外の企業を対象としたクロスインダストリーM&A 分析調査

本章では、「新規事業による競争力の獲得型」の一例である、「クロスインダストリーM&A」を活用して事業転換を実現している国内外の企業を対象に、事業転換の背景とその成功要因について解説する。

なお、各事例については資料7に詳細を記載している。

2.3.1 国内におけるクロスインダストリー型 M&A の事例

2.3.1.1 富士フイルムホールディングス

富士フイルムホールディングスはもともと写真フィルムを主要事業としてきた企業であるが、2020年3月期時点では、医療品や医療機器、ディスプレイ材料などを扱う「ヘルスケア&マテリアルソリューションズ」事業、オフィス用複写機・複合機などを扱う「ドキュメントソリューション」事業、写真フィルム・デジタルカメラなどを扱う「イメージングソリューション」事業の3事業で構成されており、同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は以下の通りとなっている。

- ・ 「ヘルスケア&マテリアルソリューションズ」事業 : 1兆261億円 (44.0%)
- ・ 「ドキュメントソリューション」事業 : 9,700億円 (41.6%)
- ・ 「イメージングソリューション」事業 : 3,348億円 (14.4%)

富士フイルムホールディングスはデジタルカメラの台頭を契機にヘルスケア領域への事業転換を図り、事業転換に際してM&Aを有効に活用してきた事例である。以下では、同社における事業転換の背景・経緯とM&Aの活用状況とその効果について解説する。

事業転換の背景・経緯

2000年前後、デジタルカメラの台頭に伴い、フィルム市場は年率20-30%で減少していた。このような事業環境の変化を受け、収益の新たな柱を構築すべく、富士フイルムホールディングスは市場成長が見込めるとともに自社の保有技術を活用可能なヘルスケア市場への参入を検討し始めた。2004年には中期経営計画「VISION 75」を発表し、ヘルスケア領域への参入を発表した。具体的には、2007年に化粧品「アスタリフト」を発表し化粧品市場へ参入したのち、2008年には富山化学工業株式会社を買収することにより医療品市場への参入を実現した。それ以降も、ソノサイトといった医療関連企業のM&Aを実施している。

なお、同社におけるM&Aでは経営企画部を中心とした検討・実施に加え、M&A投資委員会と呼ばれる組織で、全社戦略・事業戦略に適するM&A案件の選定、プロセス・スキーム・価格などの審議、PMIの進捗管理などが行われている。M&A投資委員会で十分な審議を経たのち、取締役会において買収価格の妥当

性やシナジー、買収のリスクなどが改めて審議されており、M&A 自体のリスクや実施後のシナジーの評価に重点を置くことで、M&A の成功確率を高めているとみられる。

M&A の活用状況とその効果

富士フイルムホールディングスによる事業転換は下記の3ステップに整理できる。

(M&A による事業転換のステップ)

- ① 自社保有インク製造技術が活用しやすい産業用インクジェット事業への参入
- ② 最先端技術の横展開による化粧品事業への参入
- ③ 化粧品事業で培った新たな提供価値を用いた医薬品事業への参入

①では、自社保有インク製造技術に加え、自社に無い最先端のインクヘッド技術等を各分野トップ企業の買収により獲得することで産業用インクジェット事業へ参入している。

②では、自社保有フィルム関連技術のうち、ナノテク・カラーゲン処理・抗酸化等の最先端技術の「横展開」により「化粧品事業」領域に参入している。これにより、既存市場（一般消費者）に対してQOLの向上という“新たな価値”を提供することが可能になっている。

③では、「化粧品事業」を通じて高度化したカラーゲン技術・ナノテク・抗酸化技術等や医療機器で培った画像診断技術・創薬支援技術等に加え、化粧品事業で培った“新たな価値”を基軸に、感染症治療薬で国内トップクラスであった富山化学工業の買収や大正製薬との業務提携を実施し、医薬品事業への参入を果たしている。

なお、M&Aの実施にあたっては、「任せきりということはまずなく、富士フイルムの方針は徹底させる。お目付け役も送り込む。」という方針をトップ自らが言及している⁹ことから、基本的に富士フイルムホールディングス側で買収対象企業をコントロールする方針であるとみられる。

2000年代は時価総額が減少傾向にあったものの、2008年の富山化学の買収、2011年のソノサイトの買収などを通じてM&Aによる事業転換に取り組んでおり、その結果として、2014年の時価総額は2012年の2倍以上となる2,062億円に達している。直近では目立ったM&Aは実施されていないものの、事業環境の変化に伴ってM&Aを活用する可能性もあるとみられる。

⁹ 2016年12月16日付日刊工業新聞の記事より。

2.3.1.2 エア・ウォーター

エア・ウォーターは産業用ガスの大手であり、産業ガス関連事業を主軸にしてきた企業であるが、2020年3月期時点では、産業ガス供給を行う「産業ガス関連」事業、医療機器・医療設備工事などを行う「医療関連」事業、農機製造や食品の加工・卸販売を行う「農業・食品関連」事業の主要3事業を中心とする計8事業で構成されている。主要3事業の同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は以下の通りとなっている。

- ・ 「産業ガス関連」事業 : 1,988 億円 (23.6%)
- ・ 「医療関連」事業 : 1,882 億円 (22.4%)
- ・ 「農業・食品関連」事業 : 1,381 億円 (16.4%)

エア・ウォーターは国内における産業ガス需要の減少を受けて医療分野や農業・食品分野への事業転換を図り、事業転換に際して M&A を有効に活用してきた事例である。以下では、同社における事業転換の背景・経緯と M&A の活用状況とその効果について解説する。

事業転換の背景・経緯

バブル経済の崩壊後、製造業の業績が落ち込んだことや工場の海外移転が進んだことにより、国内における産業ガスの需要が減少した。このような事業環境の変化を受け、エア・ウォーターは「全天候型経営」の目標の下、産業用ビジネスに加え、医療や農業・食品といった生活系ビジネスを拡大することで1つの事業に依存しない経営体制を構築してきた。

まず、医療現場に酸素、亜酸化窒素、滅菌ガスなどを供給してきたことを背景に2003年より医療機器販売、医療設備工事といった医療関連事業に参入した。さらに、前身の1つである旧ほくさん社において、商品である液化窒素を利用した冷凍食品製造を行っていたことを背景に食品事業も展開し始め、2002年に旧雪印食品北海道工場を引き継いだことで事業を本格化させた。2009年には北海道千歳市のトマト農園を買収し、ハウス内部に二酸化炭素を供給・制御する際にガス事業のノウハウを活用することで農業事業に参入した。農業事業ではその後、農業機械や青果物加工・卸販売へとバリューチェーンを拡大している。

M&A の活用状況とその効果

エア・ウォーターによる事業転換は下記の3ステップに整理できる。

(M&A による事業転換のステップ)

- ① 医療用ガスを供給する中で同業界の知見を蓄積し、医療領域での事業ドメインを拡大
- ② ガス製造技術を用いて農業事業に参入

③ 農機製造技術を獲得することで農業事業のドメインを拡大

④ 既存事業としての冷凍食品製造に留まっていた食品事業のバリューチェーンを川下に拡大

①では、医療用ガスを供給する中で蓄積した医療業界の知見を活用しつつ、2003年の川崎防災工業との提携を契機にテルモの在宅医療事業の買収（2012年）、グローバルワイドの買収（2017年）など、医療機器・医療設備工事といった領域に事業ドメインを拡大した。

②では、従来から保持する冷凍食品製造に加え、2009年に北海道千歳市のトマト農園を買収し、ガス事業のノウハウをハウス内部に二酸化炭素を供給・制御する際に活用することで農業事業に参入した。

③では、2013年に日農機製工を買収し農機製造技術を獲得することで、食品生産だけでなく、農業機械製造にも事業ドメインを拡大した。

④では、農産物の加工・流通事業を手掛けるトミチの買収（2011年）、果実・野菜系飲料の製造を手掛けるゴールドパックの買収（2012年）、コンビニエンスストアやスーパーで市販される洋菓子や和菓子の企画・製造を手掛けるプレシアホールディングスの買収（2016年）を行うことで、既存事業としての冷凍食品製造に留まっていた食品事業のバリューチェーンを川下に拡大した。

エア・ウォーターによる M&A の特徴は、以下のような条件を満たす企業を買収対象とする点である。

- ・ エア・ウォーター傘下で自律的に動ける中小規模である
- ・ エア・ウォーターグループ内に隣接する事業領域が存在している
- ・ ニッチトップと言える特徴のある技術・サービスを保持している
- ・ 内部収益率（IRR）が8%以上
- ・ 累積赤字がない

また、買収後は本社から人材を送り込むなどの干渉は極力行わず、既存の経営陣に裁量を与える点も特徴として挙げられる。なお、子会社の社長交流会などのネットワーキングイベントを積極的に実施することで、買収企業を含む子会社間で自発的に協力関係を構築させ、各社が自ら機動的に連携することで市場の環境変化に対応する仕組みを構築している。

時価総額は2010年から2017年まで年平均成長率11%で成長しており、同期間で2倍に増加させることに成功している。2018年は時価総額が減少しているが、無停電電源装置のシステム設計から施工・メンテナンスまで一貫した事業を手掛ける Power Partners Private Limited を買収し、エンジニアリング分野で新規事業を獲得している。2019年には時価総額が再度増加しており、今後も M&A を活用して事業拡大に取り組む方針を打ち出している。

2.3.2 海外におけるクロスインダストリー型 M&A の事例

2.3.2.1 NVIDIA

NVIDIA はもともと画像処理に特化した半導体である GPU（Graphics Processing Unit）を主力事業としてきた企業であるが、2021 年 1 月期時点では、従来の GPU などを扱う「Graphics」事業（以下、「GPU」事業という。）、データセンターやネットワーク製品を扱う「Computer & Networking」事業の 2 事業で構成されている。同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は以下の通りとなっている。

- ・ 「Graphics」事業 : 98.3 億ドル（59.0%）
- ・ 「Computer & Networking」事業 : 68.4 億ドル（41.0%）

NVIDIA は半導体業界の競争激化及びクラウド・AI・IoT などの新技術に係る市場の拡大を背景に事業転換に取組み、M&A を有効に活用してきた事例である。以下では、同社における事業転換の背景・経緯と M&A の活用状況とその効果について解説する。

事業転換の背景・経緯

PC の普及以降、GPU を含む半導体の微細化・高性能化が急速に進行したが、2010 年以降はそのスピードが鈍化、微細化に頼った高性能化は徐々に難しくなり、同じく GPU を製造する AMD などの競争が激化した。一方、クラウド・AI・IoT など、同社がこれまで蓄積してきた画像処理向けの高性能半導体（GPU）の演算能力を活かせる市場が急拡大しており、2015 年よりこれらの領域に事業を拡大・注力することを表明するに至った。その後、2019 年には Mellanox Technologies を買収し、データセンター向けネットワーク技術を獲得するなど、クラウド・データセンター向けのソリューション提供にビジネスを拡大している。また、2020 年には半導体（CPU）の設計・ライセンス販売の ARM 買収を発表しており、更なる事業の拡大・多角化が見込まれる。

M&A の活用状況とその効果

NVIDIA による事業転換は以下の 3 ステップで実施されている。

（M&A による事業転換のステップ）

- ① クラウド・データセンターサービス領域における AI・分析ツールなどの関連サービス提供に事業を拡大
- ② データセンター向けソリューションの提供に事業を拡大
- ③ 半導体設計への事業拡大

①では、2010年代前半頃までは画像処理に特化した半導体のGPUをグラフィックスカードメーカーやPCメーカーなどに販売していたものの、クラウド、AI、IoT市場の急拡大を受け、2013年にクラウドや仮想環境向けのGPU仮想化サービス「NVIDIA GRID」発表以降は、これらのサービスの提供に必要な高性能な演算処理を実行するクラウド・データセンターサービス事業を展開している。従来から提供するGPUだけでなく、GPUを活用したビッグデータ処理高速化技術を保持するOmniSciへ複数回の出資（2014年、2015年、2017年）などを実施するとともに、AIや分析ツールなどの関連サービスを提供している。

②では、2019年にデータセンター向けのネットワーク技術を開発・提供するMellanox Technologiesを買収し、GPUによる高機能演算処理の提供に加えて、ネットワーク処理も効率化するデータセンター向けソリューション事業を展開している。本買収をきっかけにGPUで培った技術を活かしつつも、GPUに依存しない事業構造の転換を図っているとみられる。なお、Mellanox買収の際には、トップ同士が事前に技術に対する価値観を共有していたことに加え、買収後も既存の経営陣やスタッフと緊密に連携することで新たな技術の開発に取り組む旨を表明しており、自社が保持していない技術に対する知見を持つ既存の経営陣や技術者と協力することで、新たな技術やソリューションの開発を成功させる可能性を高めているとみられる。

③では、2020年に英国半導体設計大手のARMの買収を発表している。規制当局の承認が下りていないものの、買収完了後はこれまで競合だった半導体メーカーが顧客となるとともに、自社のGPUやネットワーク技術と組み合わせた新たなコンピューティングアーキテクチャやソリューションが開発されるとみられる。

従来のGPUの販売からクラウド・AI・IoT領域への注力を表明し、OmniSciへの資本参加などを実施した2015年から時価総額が急増しており、2019年の時価総額は1,615億ドルに達し、2010年の時価総額110億ドルの14倍以上となっている。2018年には一時的な時価総額の減少がみられるものの、これは仮想通貨市場の停滞に伴うGPUの需要低下の影響とみられる。2019年以降もMellanoxの買収実施やARMの買収に係る発表を行っており、時価総額も再度増加基調にある。ARMの買収は規制当局の判断に依存するものの、これが実現すれば、更なる事業の拡大・多角化が進むものとみられる。

2.3.2.2 Danaher

Danaherはもともと工業機械を主力としていたが、多数の関連企業の買収を行うとともにダナハー・ビジネス・システム（以下、「DBS」という。）と呼ばれる継続的なオペレーション改善アプローチによって収益を改善し成長してきた。近年ではライフサイエンスに力を入れており、2020年12月期では製造業における診断機器等を扱う「Diagnostics」、バイオテクノロジー医薬品の開発等を行う「Life Sciences」、水質検査機器製造等を行う「Environmental & Applied Solutions」の3事業で構成されており、同決算期の事業別の売上高と全体売上高に占める割合は以下の通りとなっている。

- ・ 「Diagnostics」事業 : 65.6 億ドル（36.6%）
- ・ 「Life Sciences」事業 : 69.5 億ドル（38.8%）
- ・ 「Environmental & Applied Solutions」事業 : 44.0 億ドル（24.6%）

Danaher は米国における製造業の低成長を背景にライフサイエンス領域への事業転換を図り、事業転換に際して M&A を有効に活用してきた事例である。以下では、同社における事業転換の背景・経緯と M&A の活用状況とその効果について解説する。

事業転換の背景・経緯

生産拠点の海外移転等により低成長が続く米国の製造業の状況を踏まえ、Danaher は市場成長が見込めるライフサイエンス事業へと自社事業を転換してきた。株主価値の最大化というコンセプトのもと、事業の選択と集中に取り組む姿勢を明確に有している同社は、2015 年には工業機械部門を Fortive としてスピンオフ、2018 年には歯科部門を Envista としてスピンオフした。

直近では、ライフサイエンス関連部門（「Diagnostics」事業及び「Life Sciences」事業）の売上比割合は 75%に達する。

M&A の活用状況とその効果

Danaher による事業転換は下記の 3 ステップに整理できる。

（M&A による事業転換のステップ）

- ① 超音波等の工業及び医療で共通する技術の活用に加え、医療関係の技術を M&A で獲得することで診断機器事業に参入
- ② 2005 年に Leica Microsystems を買収し、診断機器事業の強化とともにライフサイエンス事業参入の足掛かりを構築

①では、超音波等の工業及び医療で共通する技術の活用に加え、急性期医療診断事業を展開する Radiometer を 2003 年に買収することで、診断機器事業に参入している。その後も 2010 年の Beckman Coulter や 2016 年の Cepheid など、数千億円規模の大規模な買収を続けている。

②では、2005 年の Leica Microsystems の買収において、診断機器事業を強化するだけでなくライフサイエンス事業参入の足掛かりを構築している。その後、2015 年の Pall、2019 年の GE Healthcare といった 1 兆円超の買収を続けて実施しており、ライフサイエンス分野をコアビジネスと捉えている姿勢がうかがえる。

Danaher は事業の選択と集中を通じて大胆な事業転換を実現した例であるが、その成功要因としては以下 3 点が指摘できる。

まず、成長市場を見極め、当該市場での事業展開計画を立てることで、必要な M&A とその順序を精緻に定めている。これにより、M&A を通じて事業をどのように成長させていくかを予め明確に定めている。

次に、買収候補企業の優位性や Danaher 傘下での経営改善の可能性（調達・物流・一般管理・販売などの機能の共有化・一体化等）を検討し、買収対象を厳選している。買収後に確実にバリューアップさせるため、買収前のスクリーニングプロセスは非常に厳格に定められており、実際の買収件数の10倍の候補を検討しているとされている。なお、Danaher は「ブランド力があり市場に対する価格決定力を持っているものの、コストに課題を持つ粗利率の高い企業」を主な買収対象に設定している。これは、同社の強みである DBS により、比較的短期間でコスト削減によるシナジーを創出できるためである。スクリーニングにあたっては、DBS に代表される同社の企業文化や価値観を買収先の経営陣が受け入れられるかどうかを重視しており、ダナハーの考えを受け入れない人物は交代させ、状況によっては M&A を中止する場合もある。これにより、DBS によるシナジーの創出に失敗する可能性を低減している。

最後に、成長市場における事業展開計画に必要な企業を続けて獲得し、買収企業間でシナジーを創出させることを見込んでいる。Danaher は、事業展開計画を実現するために複数の買収が必要であれば、それを短期間に連続して行うロールアップ戦略を採っている。これが同社の事業転換の成功につながっているとみられている。

Danaher の時価総額は2010年から2019年において年平均成長12%で成長している。これには、同社が実施した M&A による事業ポートフォリオの入替及びコア事業の転換が寄与しているとみられる。2016年の時価総額は前年度に比べ若干の落ち込みを示しているが、これは工業機械部門の売却によるものと推察される。2016年以降の時価総額は再び増加傾向を示すとともに2015年時点の数値を上回っており、ライフサイエンス分野に注力するために事業の選択と集中を行ったことが市場によって評価されたとみられる。

2.4 国内外の M&A における資金調達調査

本調査ではコーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される日本の上場企業 3,620 社（2020 年 3 月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する 2,644 社及び東証マザーズ・JASDAQ に上場する 976 社）及び米国の NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業 5,005 社、欧州のユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業 3,789 社を対象に、2010 年 4 月から 2020 年 3 月の近時 10 年の M&A 案件において採用された買収資金の形態について分析を行った。

以降では、我が国と海外における買収資金の形態について、その特徴を記載する。

2.4.1 国内の M&A における資金調達手法とそのトレンド

コーポレートガバナンス・コードの基本原則が適用される日本の上場企業 3,620 社（2020 年 3 月時点で東証市場第一部・市場第二部に上場する 2,644 社及び東証マザーズ・JASDAQ に上場する 976 社）が近時 10 年に実施した M&A 案件 11,303 件のうち、買収資金の形態が公表されている 4,371 件について分析を行った結果、以下のような特徴が見られた（資料 8）。

- ・ 近時 10 年通算で見た場合、我が国企業の M&A における対価としては、現金のみを対価とする「現金対価型」の割合が 90.1%を占め、買収会社の株式のみを対価とする「株式対価型」の割合は 9.1%、現金や株式を含む複数資産を対価とする「混合対価型」の M&A は 0.5%、残りの 0.2%はそれ以外の資産を対価として用いる案件となっている。
- ・ 年度別に見た場合でも、我が国企業の M&A では現金対価型が 9 割を占め、株式対価型や混合対価型は 1 割程度に留まっている。なお、近年では現金対価型の割合が増加し、より一層、現金対価型が主流になっている。

また、近時 10 年の M&A 案件の買収対価の形態を取引規模別に分析した結果、以下のような傾向が確認された。

- ・ 我が国企業では取引規模に応じた買収対価の形態に大きな差異は見られず、すべての金額帯において、現金対価型が 90%程度を占めている（母数が少ない 50 億ドル
- ・ 以上は除外）。
- ・ 残りの 10%については株式対価型がその大勢を占め、現金や株式を含む複数資産を対価とする混合対価型は全体の 1%未満に留まっている。

このように、我が国企業が実施する M&A では現金のみを対価とする「現金対価型」が大勢を占め、株式やその他の資産を含む「株式対価型」「混合対価型」が採用されるケースは 1 割未満に留まっている。

なお、我が国において現金や株式を含む複数資産を対価とする「混合対価型」の M&A は近時 10 年において 22 件に留まり、その代表的な案件は武田薬品工業株式会社によるシャイアー社（英）の買収案件（2018 年）である（資料 9）。

同ケースにおいては、買収資金 5.8 兆円の 47.5%を占める 2.8 兆円は現金で支払われ、残りの 52.5%を占める 3.0 兆円は第三者割当による武田薬品工業の新株または同社の預託株式である ADS（米国預託株式）で支払われている。買収資金の内の現金部分（2.8 兆円）は主に金融機関からの融資によって賄われている。一旦はブリッジローンにより全額調達後、クロージングまでに長期のローンや社債、また格付機関から一部が資本と見做される劣後ローンの調達等により財務の悪化を抑え将来の利払い負担を減らすなどの取組を実施し、買収により急増した負債比率を抑え資本政策の最適化を狙っている。

当案件では現金対価のみで実施した場合は負債比率が極端に上昇し一気に財務リスクが高まる一方、株式対価のみで実施する場合は株の希薄化を伴う典型的なケースであり、買収を成功させ財務リスクを最小限に抑えるための手段として混合対価型以外は考えられなかったと想定する。なお、長期的には当該買収により一層稼ぐ力を強化しそれを買収に伴う借入金に充当していく事が想定されるが、短期的には、経営権の移転後は負債の削減を目的に、買収企業である武田薬品工業がノンコア事業の売却を進め、事業ポートフォリオの見直しという観点からも資金を捻出している。

2.4.2 海外の M&A における資金調達手法とそのトレンド

本項では米国の NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業 5,005 社、欧州のユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業 3,789 社が近時 10 年に実施した M&A 案件をもとに、米国及び欧州における買収資金の形態について、その特徴を記載する。

2.4.2.1 米国

NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業 5,005 社が近時 10 年に実施した M&A 案件 21,950 件のうち、買収資金の形態が公表されている 10,273 件について分析を行った結果、以下のような特徴が見られた（資料 10）。

- ・ 近時 10 年通算で見た場合、NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業の M&A における対価としては、現金のみを対価とする「現金対価型」の割合が 79.5%に留まり、買収会社の株式のみを対価とする「株式対価型」の割合は 5.4%、現金や株式を含む複数資産を対価とする「混合対価型」の M&A は 13.2%、残りの 1.9%はそれ以外の資産を対価として用いる案件となっている。

- ・ 年度別に見ると、2010 年時点では現金対価の割合が 84.6%程度存在していたものの、以降は減少傾向にあり、2019 年にはその割合が 79.5%まで減少し、代わりに株式対価及び混合対価型の割合が 20.9%まで上昇している。

また、近時 10 年の M&A 案件の買収対価の形態を取引規模別に分析した結果、以下のような傾向が確認された。

- ・ NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業では取引規模の増加に伴い、混合対価型の割合が増加する傾向にあり、特に 50 億ドル（5,500 億円）を超える大規模案件ではその割合が 42%に達している。

このように、NYSE・NASDAQ を主要上場先とする企業では我が国企業に比して株式対価型・混合対価型の M&A が採用される傾向にあり、特に 50 億ドルを超える大規模案件ではその傾向が顕著になっている。

米国における「混合対価型」の M&A は近時 10 年において 196 件存在することが確認されており、代表的な案件としては、AT&T Inc. による Warner Media, LLC（米）の買収案件（2016 年、買収金額: 830 億ドル）や Bristol-Myers Squibb Company による Celgene Corporation（米）の買収案件（2019 年、買収金額: 758 億ドル）などが挙げられる（資料 11）。

これらのケースにおいては、買収資金の調達を借入・社債・事業ポートフォリオの見直しによる資金の捻出を活用して行う傾向が顕著であり、我が国企業と比較すると常に資本効率（ROE）を意識した財務戦略・事業戦略といった点で相違がみられる。この背景には、米国では株主還元に対する圧力が強いのに対し、我が国では資金を内部留保する傾向のある文化的背景に基づく財務戦略や事業売却を後ろ向きに捉えてしまうなどの要因があり、これが差異に繋がっていると考えられる。

2.4.2.2 欧州

ユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業 3,789 社が近時 10 年に実施した M&A 案件 11,736 件のうち、買収資金の形態が公表されている 4,196 件について分析を行った結果、以下のような特徴が見られた（資料 12）。

- ・ 近時 10 年通算で見た場合、ユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業の M&A における対価としては、現金のみを対価とする「現金対価型」の割合が 89.6%を占め、買収会社の株式のみを対価とする「株式対価型」の割合は 4.0%、現金や株式を含む複数資産を対価とする「混合対価型」の M&A は 5.9%、残りの 0.5%はそれ以外の資産を対価として用いる案件となっている。
- ・ 年度別に見た場合でも、ユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業の M&A では現金対価型が 9 割に近い水準で推移しており、株式対価型や混合対価型は 1 割程度に留まっている。

また、近時 10 年の M&A 案件の買収対価の形態を取引規模別に分析した結果、以下のような傾向が確認された。

- ・ ユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業では取引規模の増加に伴い、株式対価型・混合対価型の割合が増加する傾向にあり、特に 50 億ドル（5,500 億円）を超える大規模案件ではその割合が 44%（株式対価型: 23%、混合対価型: 21%）に達している。

ユーロネクスト・LSE・FSE を主要上場先とする企業の実施する M&A では我が国企業と同様に現金対価型が主流となっているが、50 億ドルを超える大規模案件では株式対価型・混合対価型が採用される傾向にある。このように、50 億ドルを超える大規模案件では、米国・欧州ともに現金に加えて株式を含む複数資産を対価とする「混合対価型」の M&A が増加する傾向にあると言える。

なお、欧州における「混合対価型」の M&A は近時 10 年において 248 件存在することが確認されており、代表的な案件としては、Anheuser-Busch InBev SA/NV（白）による ABI SAB Group Holding Limited 社（英）の買収案件（2015 年、買収金額: 991 億ドル）や Royal Dutch Shell plc（蘭）による BG Group Limited 社（英）の買収案件（2015 年、買収金額: 524 億ドル）などが挙げられる（資料 13）。

これらのケースにおいても米国と同様に、買収資金の調達を借入・社債・事業ポートフォリオの見直しによる資金の捻出を活用して行う傾向が顕著である。

© 2021 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Companies Act and a member firm of the KPMG global organization of independent member firms affiliated with KPMG International Limited, a private English company limited by guarantee. All rights reserved.

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

The KPMG name and logo are trademarks used under license by the independent member firms of the KPMG global organization.



<添付資料>

資料集

コーポレートガバナンス改革を踏まえた価値創造
に資する合併と買収に関する実態調査

2021年3月31日

分析の前提事項等

本分析の前提事項

- データベース: レコフM&Aデータベース(資料1~3、5、6、7のうち日本企業)、Capital IQ(資料4、8、10、12、7のうち欧米企業)
- 対象企業
 - 日本企業: 東証1部/2部、JASDAQ、マザーズに上場する国内企業(2020年3月時点、3,620社)
 - 欧米企業: NYSE、ナスダック、ユーロネクスト、LSE、FSEのいずれかを主要上場先とし、本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置する企業(2020年3月時点、米国: 5,005社、欧州: 3,789社)
- 対象案件: 2010年4月1日~2020年3月31日に発表され、2021年2月1日時点でクローニングされているもの
 - レコフM&Aデータベース: 合併、買収、事業譲渡、資本参加、出資拡大の5種類の内、資料1,2においては合併、買収、事業譲渡の3種を対象に分析を実施。資料3においては前述の5種類を全てを対象に分析を実施。
 - Capital IQ: 資料4,8,10,12において、M&A、Private Placement(Primary IndustryとしてREITが設定されているものを除く)を対象に分析を実施。

用語の定義

- M&Aの形態
 - 合併・経営統合: 合併、もしくは、株式取得による100%統合(子会社以外の完全子会社化)
 - 株式取得: 過半数以上の株式取得、過半数以下の株式取得、未取得分の株式取得
 - 過半数以上の株式取得: 50%未満保有している会社の株式を、50%以上100%未満まで取得するもの。
 - 過半数以下の株式取得: 50%未満保有している会社の株式を、50%未満まで取得するもの、もしくは、50%以上保有している会社の株式を、

100%未満まで取得するもの。

- 未取得分の株式取得: 50%以上保有している会社の株式を、100%まで取得するもの。
- 資産・事業取得: 会社、子会社、部署および部門の資産取得
- その他: 自己株式取得など
- M&Aのマーケット
 - In-In: 国内企業同士のM&A
 - In-Out: 国内企業が海外企業を取得するM&A
- M&Aの対価
 - 現金対価: 現金を使用したM&A
 - 株式対価: 株式を使用したM&A
 - 混合対価: 現金、もしくはは株式を含んだ、複数の対価を使用したM&A
 - その他: 上記以外の対価(資産など)を使用したM&A

特記事項

- 資料1~資料5、資料8、資料10、資料12
 - 当該分析はレコフM&AデータベースもしくはCapital IQをもとに行っているが、そのデータの信憑性についてKPMGは独自に調査を行っておらず、またその正確性を保証するものではない。
- 資料6、資料7、資料9、資料11、資料13
 - 当該分析は各種公開情報をもとに行っているが、そのデータの信憑性についてKPMGは独自に調査を行っておらず、またその正確性を保証するものではない。



資料1

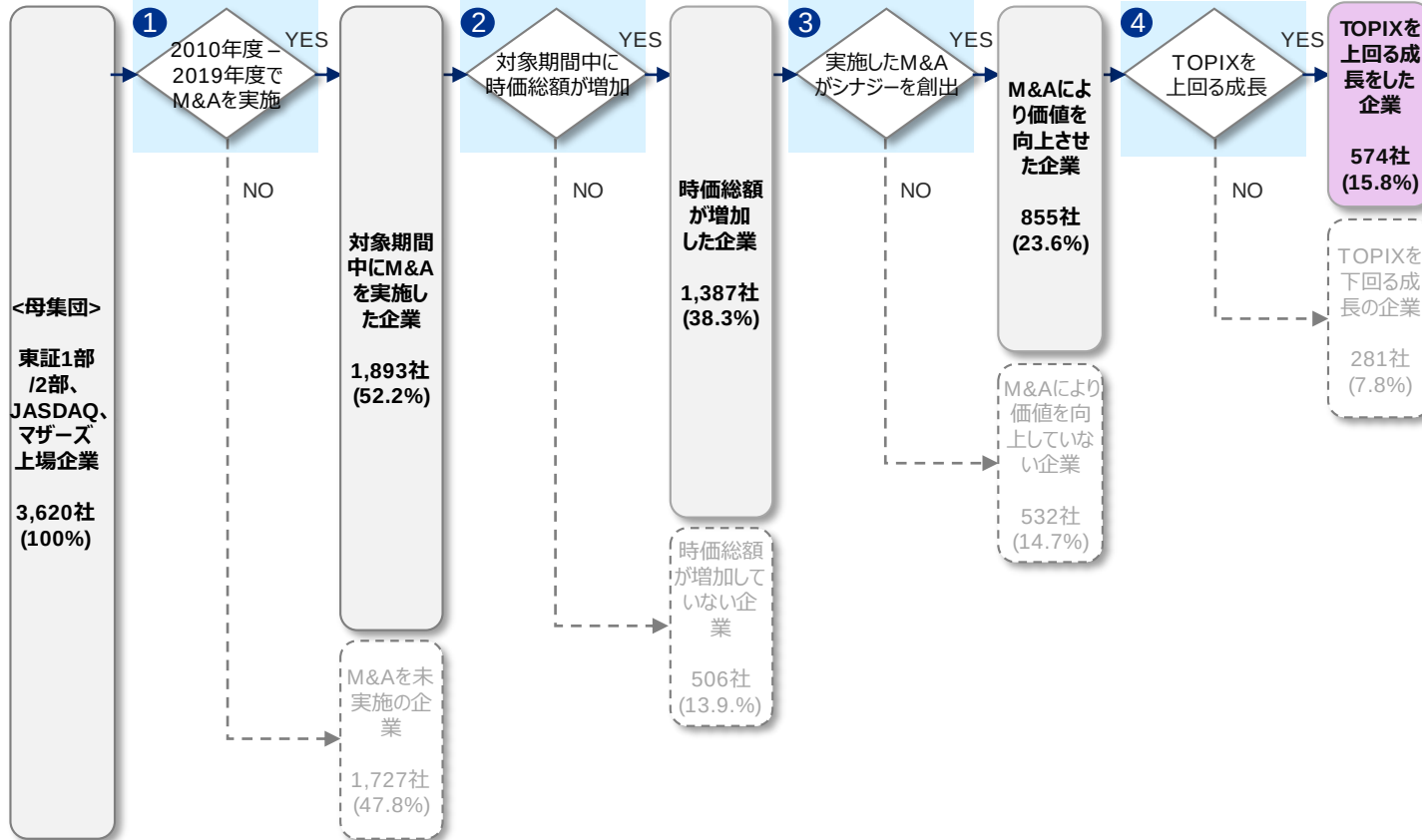
企業価値を向上させた企業の特定結果

M&Aにより価値を向上させた企業の特特定プロセス

東証1部/2部、JASDAQ、マザーズに上場する3,620社の過去10年間のM&Aの実施有無、時価総額の推移、TOPIXの成長率との比較をもとに、M&Aにより企業価値向上を実現した企業を抽出。

M&Aにより価値を向上させた企業の特特定プロセス^(a)

ポイント^(b)



- 東証1部/2部、JASDAQ(スタンダード、グロース)、マザーズ上場企業3,620社を対象に、対象期間(2010年度-2019年度の10年間)においてM&Aを実施した企業を抽出。
- 企業価値が向上した企業を抽出。企業価値の指標としては時価総額を採用し、対象期間における年平均成長率(CAGR)が0より大きい場合に企業価値が向上しているとみなした。
- 対象期間中に実施したM&Aがシナジーを創出し、時価総額の成長に寄与していると考えられるものを抽出。なお、M&A実施前年の時価総額を、実施3年後の時価総額が上回っている案件をシナジーを創出したM&Aとみなし(例: 2015年度にM&Aが実施された場合、2014年度の時価総額よりも2018年度の時価総額が大きい場合に当該M&Aを成功とみなす)、近年の案件の成否や時価総額の推移をベースに判断を実施。
- 上記②で抽出された企業のうち、対象期間内の初回M&A実施年度後のCAGRが、TOPIXの成長率を上回っているものを抽出。

Note: (a) 企業価値にはEVや時価総額といった指標が存在するが、情報のアベイラビリティ、比較容易性やコーポレートガバナンス改革という本調査の背景に鑑み、株主目線の価値を重視して時価総額を企業価値の指標として採用。2010年度以降に上場した企業は、上場年を起点として個別で成長率を算出。

(b) JASDAQは保持する2種類の市場区分(スタンダード、グロース)の両区分を分析対象とした。③においては、成功したM&Aは実施後3年以内にシナジー創出に成功している場合が多い旨が報告されていることから、実施前年と実施3年後の時価総額の比較結果を成否の判断基準とした。

Source: レコフM&Aデータベース、東京証券取引所データ、KPMG M&A Survey(2019)をもとにKPMG分析



資料2

企業価値の向上につながったM&Aの類型結果

企業価値を向上させた企業のM&Aの類型

企業価値を飛躍的に向上させた企業によるM&Aは「現有競争力の強化型」「新規事業による競争力の獲得型」「将来に向けた早期囲い込み型」の大きく3つの類型に分かれる。

M&Aの類型の定義

現有競争力の強化型	- 既存の製品・サービスの拡充、サプライチェーン（開発・調達・製造・販売）の強化といった、既存事業の競争力の強化を目的としたM&A。 - 現有競争力の強化型は詳細な目的に応じて、さらに以下の4つに分かれる。 - 取扱い製品・サービスの強化型：既存製品・サービスの品質向上や新規ラインナップ拡大などを旨とするM&A。 - マーケティング・販売力の強化型：これまで手薄または未進出だった地域や顧客層に強みを持つ企業を買収し、顧客基盤や営業網の強化を目指すM&A。 - 製造開発・物流の強化・効率化型：製造工程や物流拠点を統合・集約することで製造・物流機能の強化やコスト削減を目指すM&A。 - 調達・購買の強化型：調達・購買を共通化し、これら機能の強化やスケールメリットを活かしたコスト削減を目指すM&A。
新規事業による競争力の獲得型	- 買収先と協力した新規事業の開発や買収先が保有する事業の獲得により、自社にとっての新規事業の創出を目的としたM&A。 - 新規事業による競争力の獲得型は詳細な目的に応じてさらに以下の2つに分かれる。 - 買収先と協力した新規事業の開発型：既存事業と買収先の持つ技術などを組み合わせることで、新規事業の開発を目指すM&A。 - 買収先既存事業の獲得型：未進出の領域で事業を展開する企業を買収することで、即時に新規事業を獲得することを目指すM&A。
将来に向けた早期囲い込み型	今後成長が見込まれ、自社事業の強化に繋がる分野の企業を囲い込むことで、将来の競争力の強化を目的としたM&A。

企業価値を飛躍的に向上させた企業によるM&Aの類型結果

M&Aの類型				代表的な企業	件数
M & A の 類 型	現有競争力の強化型	取扱い製品・サービスの強化型	既存製品・サービスの強化型	東京エレクトロン、光通信、協和エクシオ など	841件 (42.7%)
			製品・サービスラインナップの新規拡大型	日本電産、富士通、ロート製薬 など	193件 (9.8%)
		マーケティング・販売力の強化型	既存顧客基盤(シェア)・営業網の強化型	ココカラファイン、トーカイ、レンゴー など	315件 (16.0%)
			新規顧客基盤(シェア)・営業網の獲得型	トリドール、日本電気、京セラ など	255件 (13.0%)
		製造開発・物流の強化・効率化型	日立物流、アルコニックス、積水化学工業 など	201件 (10.2%)	
		調達・購買の強化・効率化型	ハウス食品グループ、ゼンショー、メディアスHD など	29件 (1.5%)	
	新規事業による競争力の獲得型	買収先と協力した新規事業の開発型	エムスリー、京セラ、ミクシィ など	22件 (1.1%)	
		買収先既存事業の獲得型	エア・ウォーター、ミネバアミツミ、富士フイルム など	86件 (4.4%)	
	将来に向けた早期囲い込み型			ソフトバンクグループ、ソニー、そーせいグループ など	27件 (1.4%)
					合計

Note: M&Aにより企業価値を向上させたと特定された574社が実施したM&Aは3,438件存在。なお、3,438件には資本参加及び出資拡大が含まれるため、これを除いた買収、合併、事業譲渡に該当する1,969件を対象に分析を実施。

Source: レコフM&Aデータベース、東京証券取引所データをもとにKPMG分析





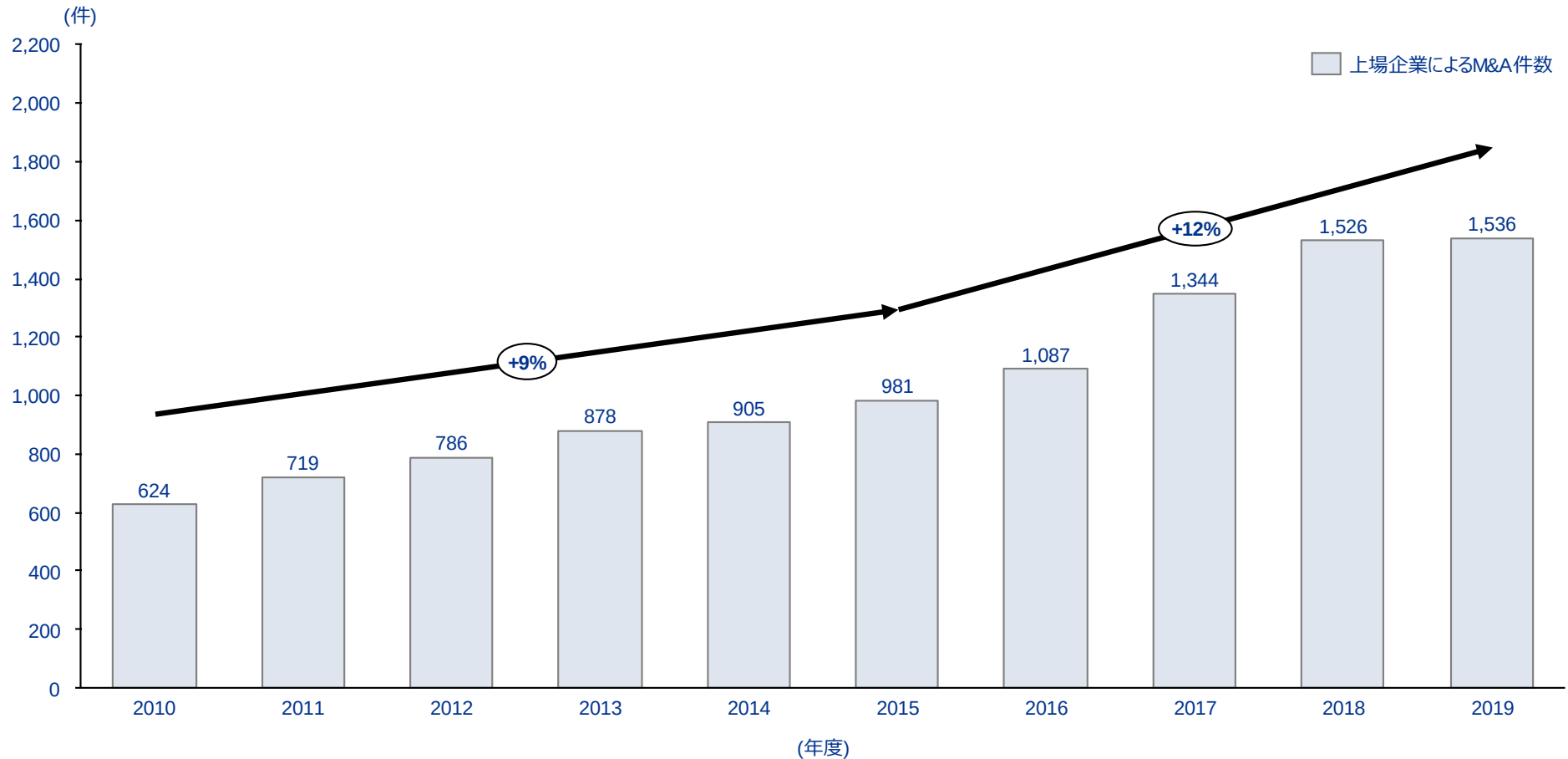
資料3

国内におけるM&A実施状況

国内におけるM&A実施状況 (1/7)

上場企業によって実施された国内におけるM&Aは、2010年度以降増加傾向にあり、特に2015年度以降は増加ペースが加速している。

国内におけるM&A件数の推移 (全体、2010年度-2019年度)



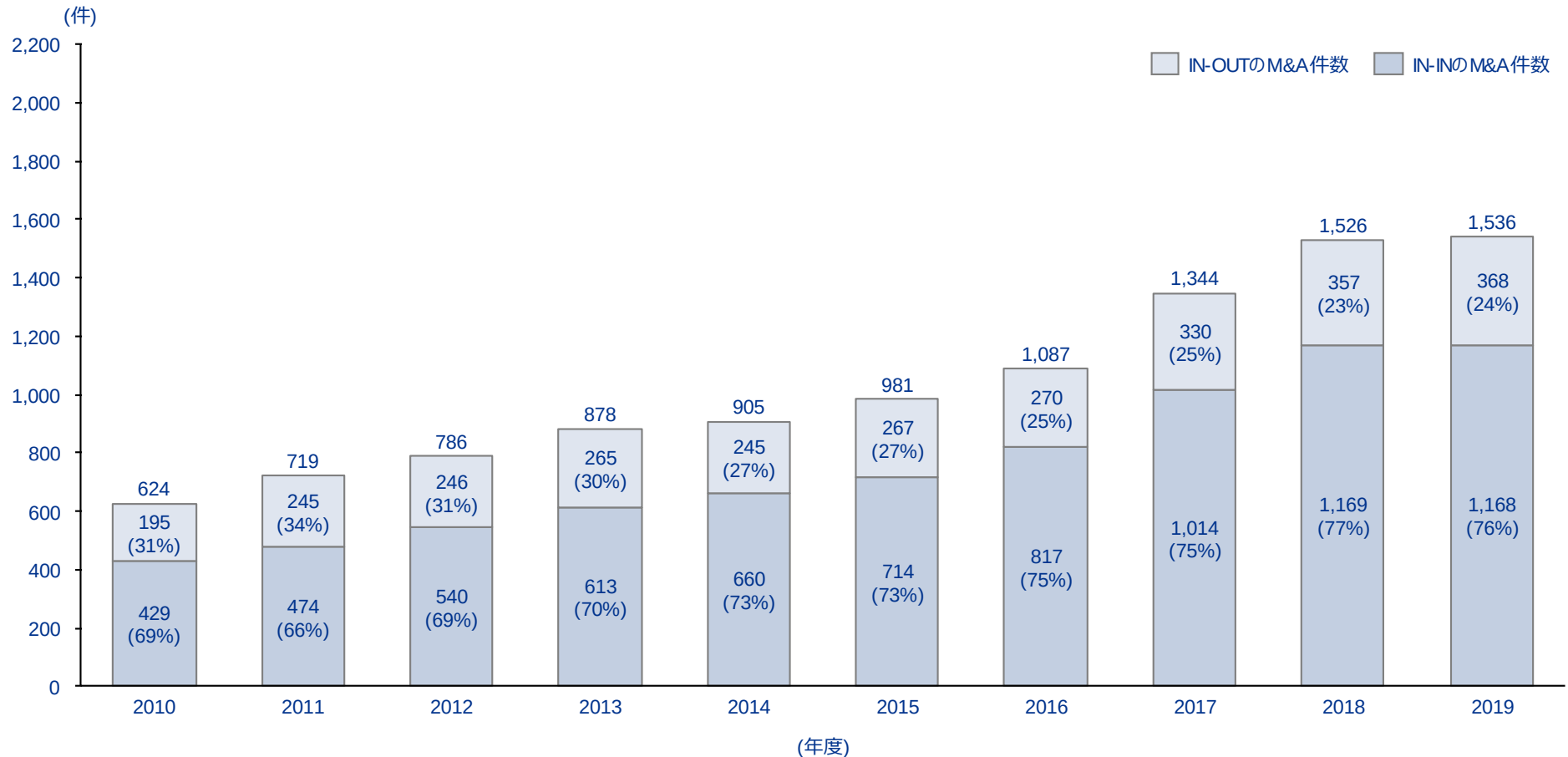
Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

国内におけるM&A実施状況 (2/7)

上場企業によって実施されたM&Aは過去10年間を通してIN-IN案件の割合が多い。2013年度以降は、全体のM&A件数に占めるIN-IN案件の割合が増加傾向にある。

国内におけるM&A件数の推移 (マーケット別、2010年度-2019年度)



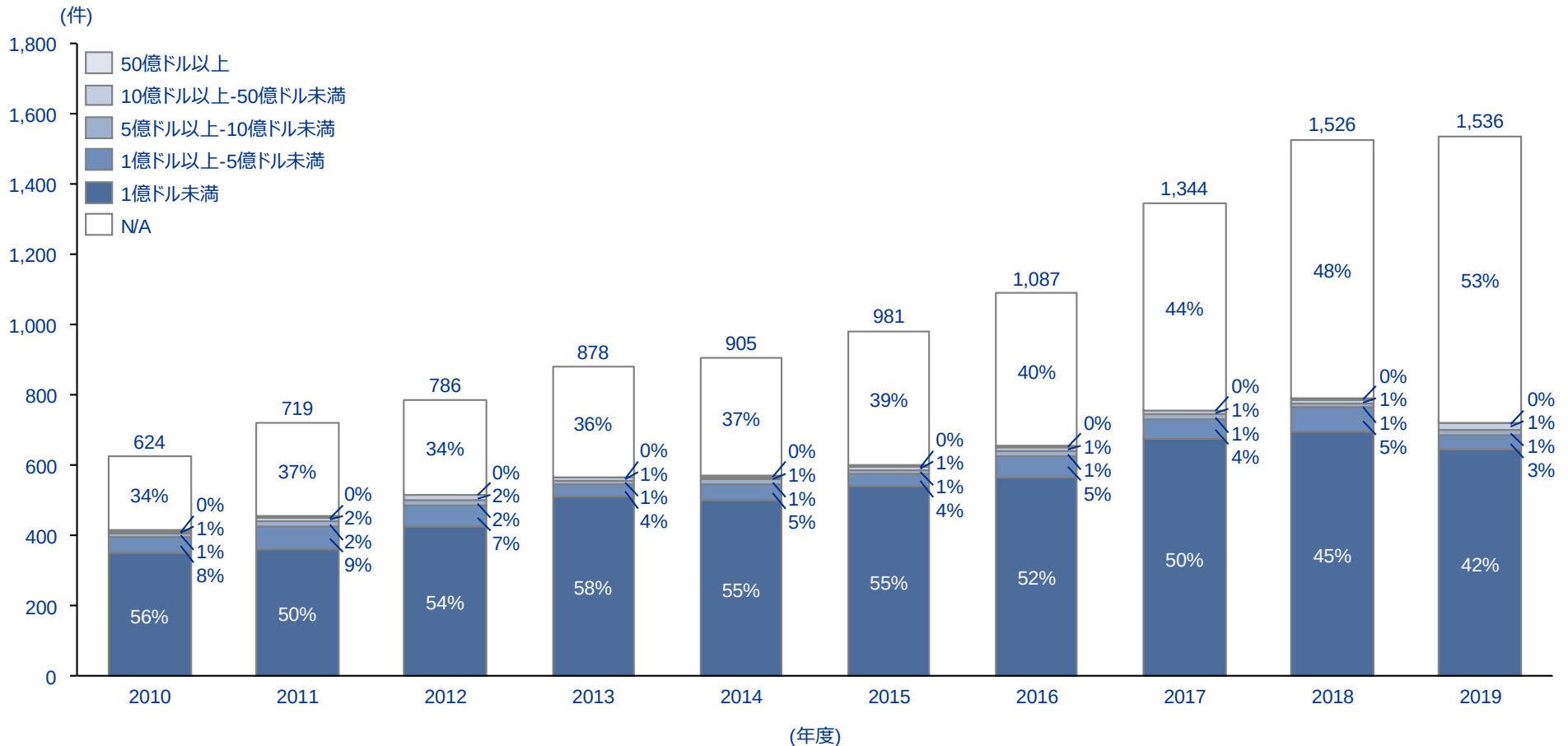
Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

国内におけるM&A実施状況 (3/7)

過去10年間を通して上場企業が実施したM&Aの規模別の内訳に大きな変化は見受けられない。1億ドル以上の案件の実施数は限定的であり、金額規模が把握できる案件を総数とした場合はその1割程度を占める。

国内におけるM&A件数の推移 (規模別、2010年度-2019年度)



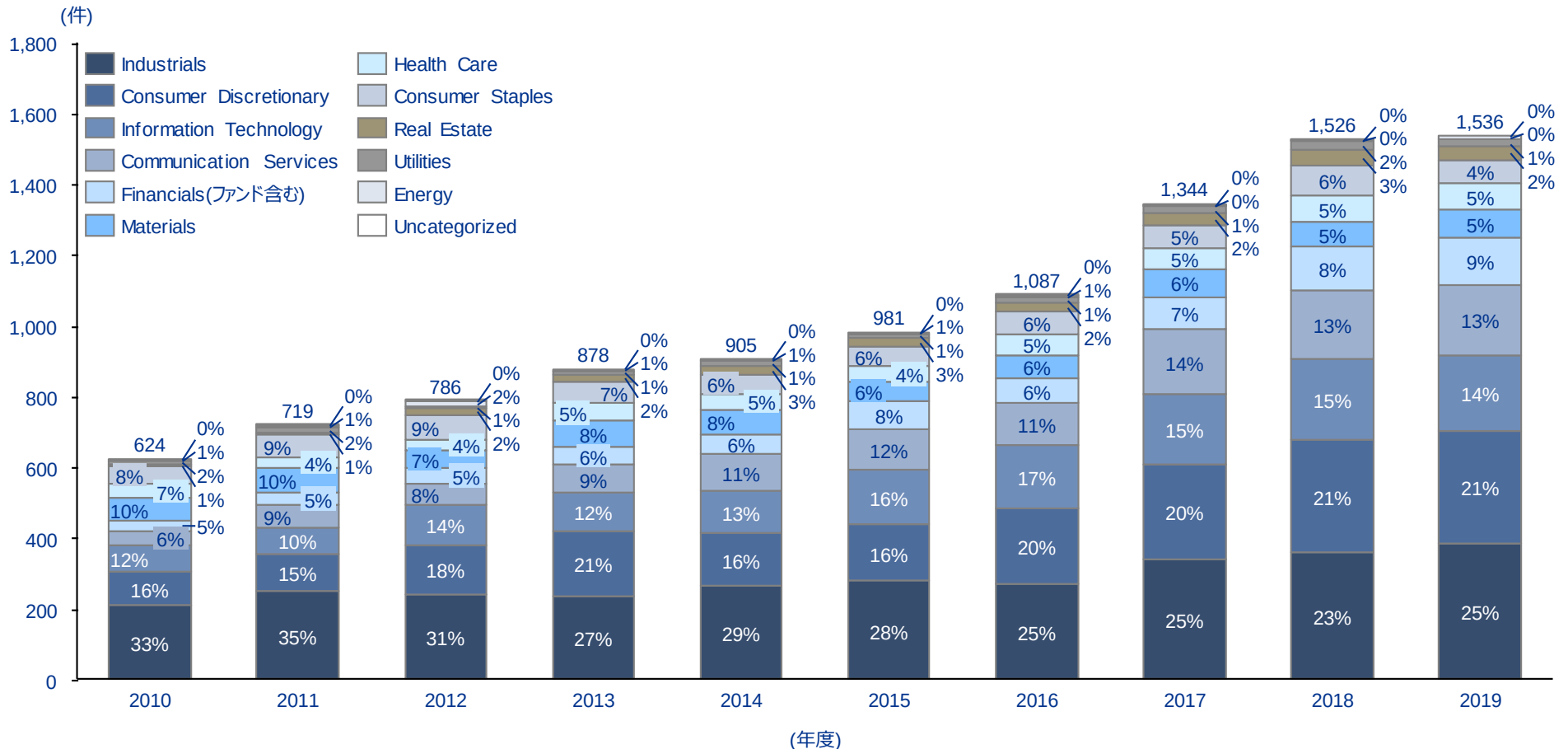
Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。NAは値がデータ上存在しない、またはNAと記載されている案件を指す。なお、金額の情報は公表日のレートをを用いて円からドルに換算を実施した。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

国内におけるM&A実施状況 (4/7)

件数ベースでは製造業、一般消費財、情報技術に係るM&Aが全体の半数以上を占めている。一方、エネルギー、公共サービス、不動産といった業界では相対的に実施数が少ない。

業界別のM&A実施数の推移 (2010年度-2019年度)



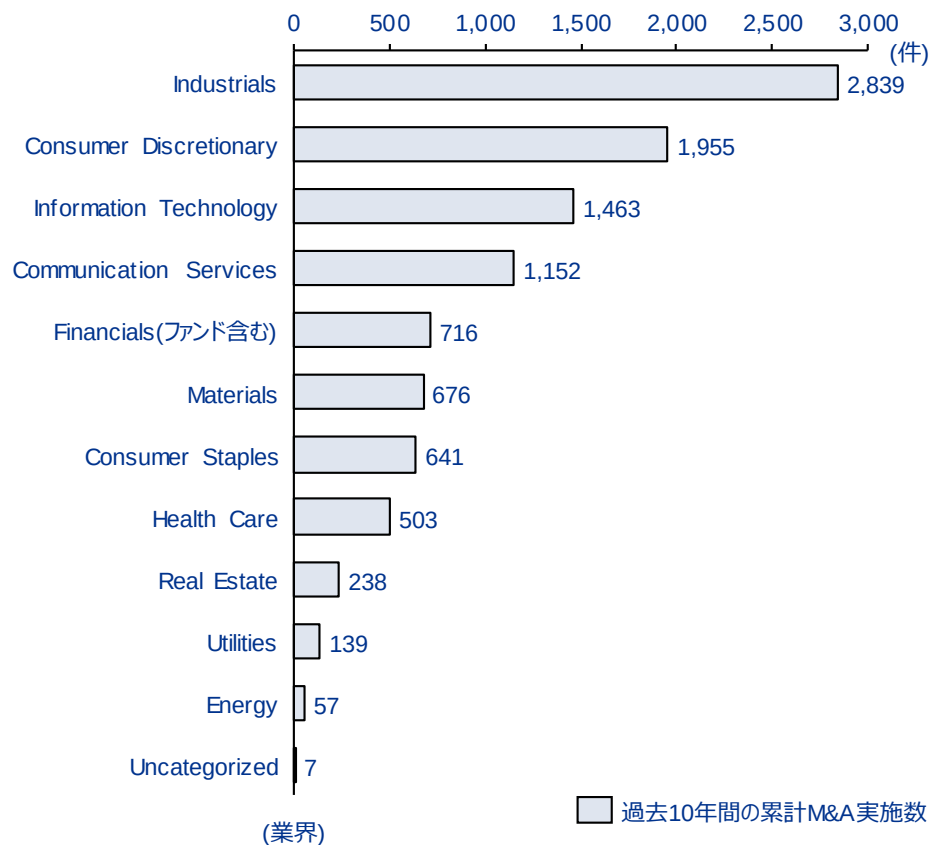
Note:東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。なお、業界区分は欧米企業との比較のため、Capital IQで採用されている分類を採用した。

Source:レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

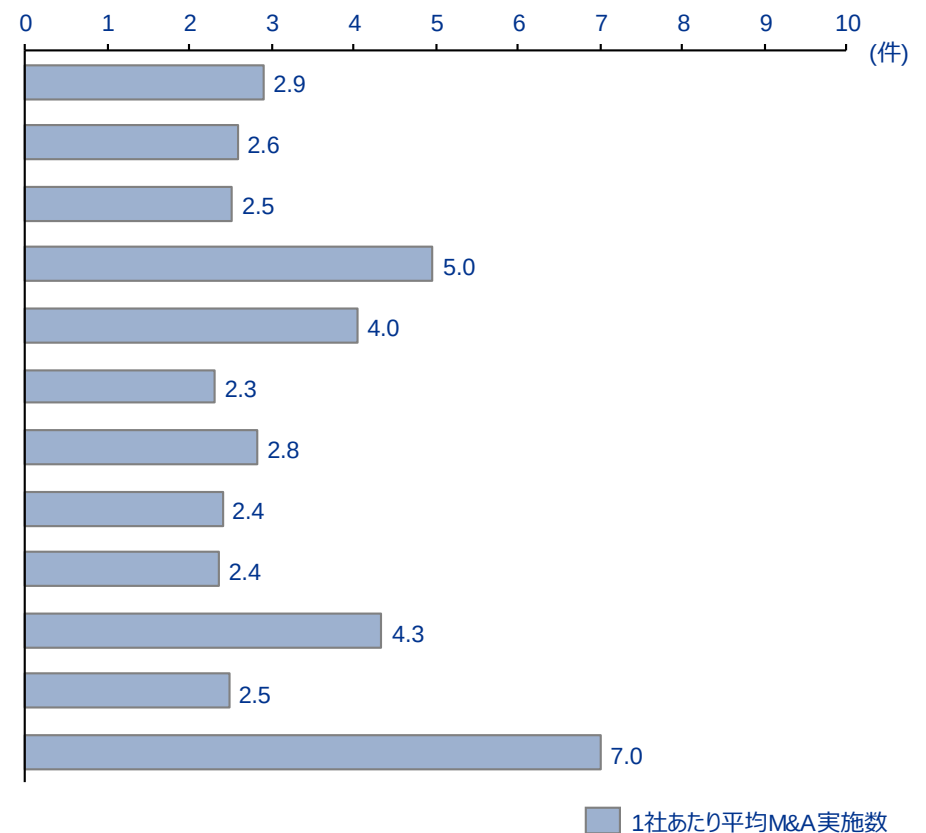
国内におけるM&A実施状況 (5/7)

通信、公共サービス、金融といった業界は1社あたりの平均M&A実施数が多い一方、素材、不動産、ヘルスケアなどの業界は少ない。

業界別のM&A実施数 (2010年度-2019年度)



業界別の1社あたりの平均M&A実施数 (2010年度-2019年度)



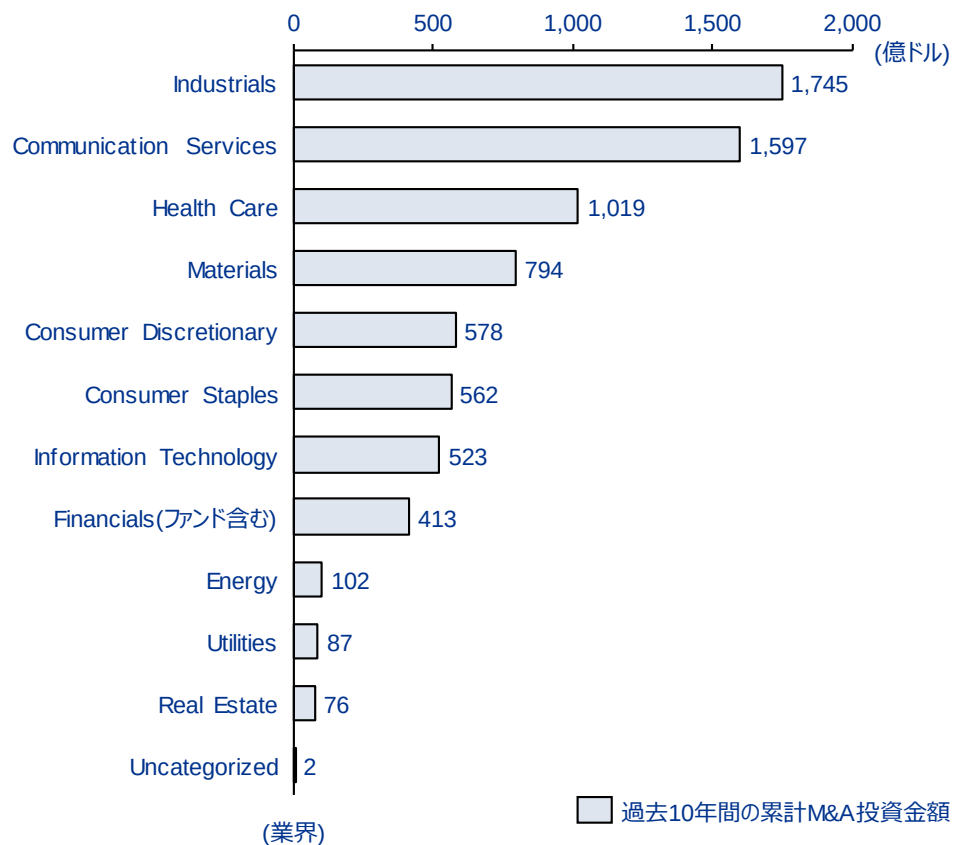
Note:東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。

Source:レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

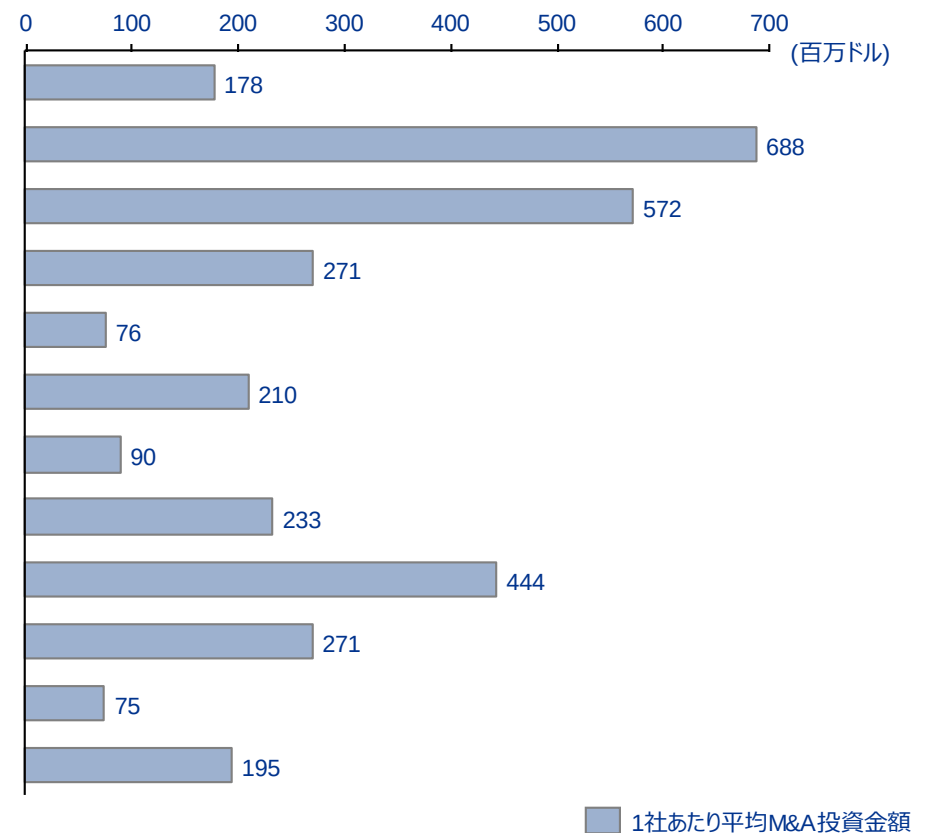
国内におけるM&A実施状況 (6/7)

過去10年でM&Aに費やされた金額は、製造業、通信、ヘルスケアといった業界が多い。一方、1社あたりの投資金額では、通信、ヘルスケア、エネルギーといった業界が多くなっており、製造業は少なくなっている。

業界別の累計M&A投資金額 (2010年度-2019年度)



業界別の1社あたりのM&A投資金額(2010年度-2019年度)



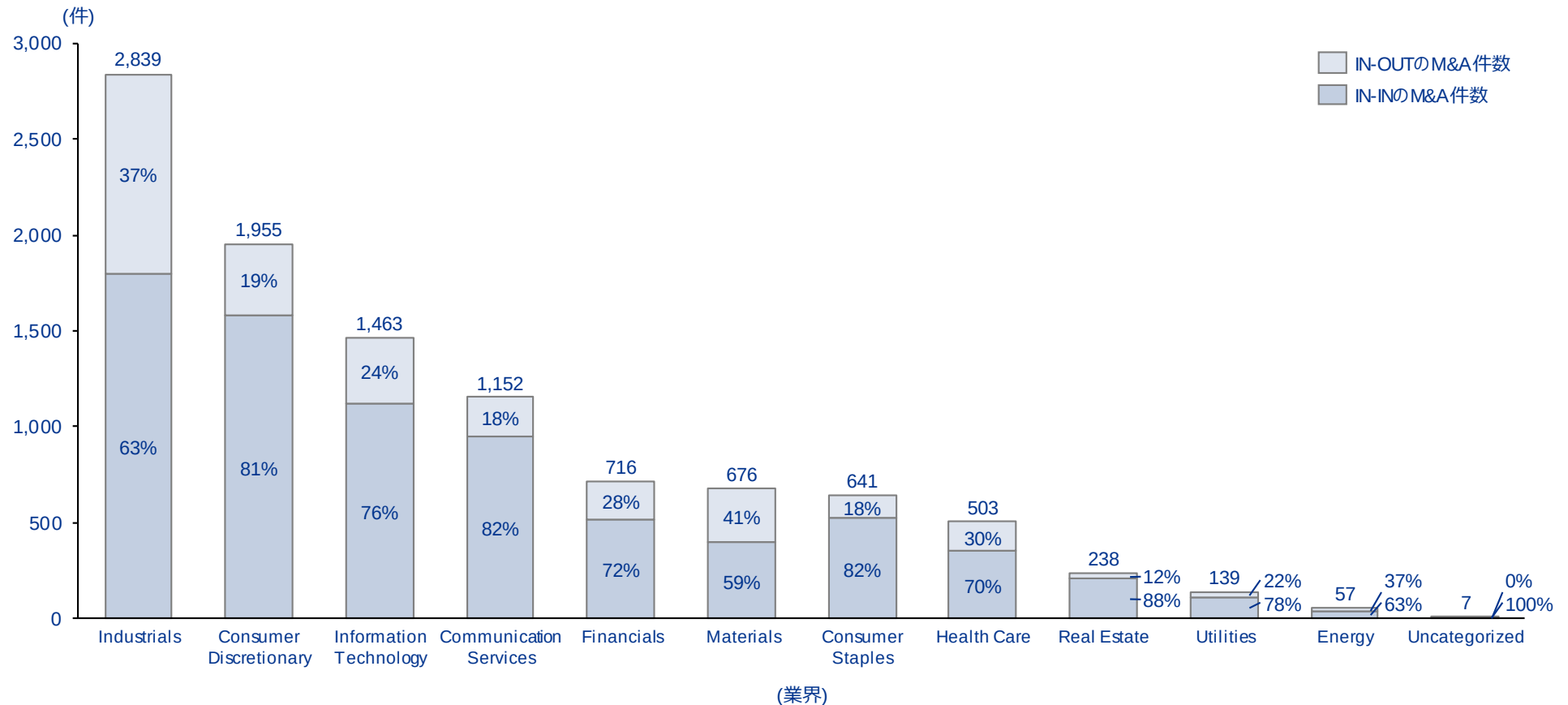
Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

国内におけるM&A実施状況 (7/7)

国内ではIN-INのM&Aが多い傾向にあるが、素材、製造業、エネルギーといった業界では他の業界と比較してIN-OUTのM&Aの割合が多い。

業界別の累計M&A件数の推移 (マーケット別、2010年度-2019年度)



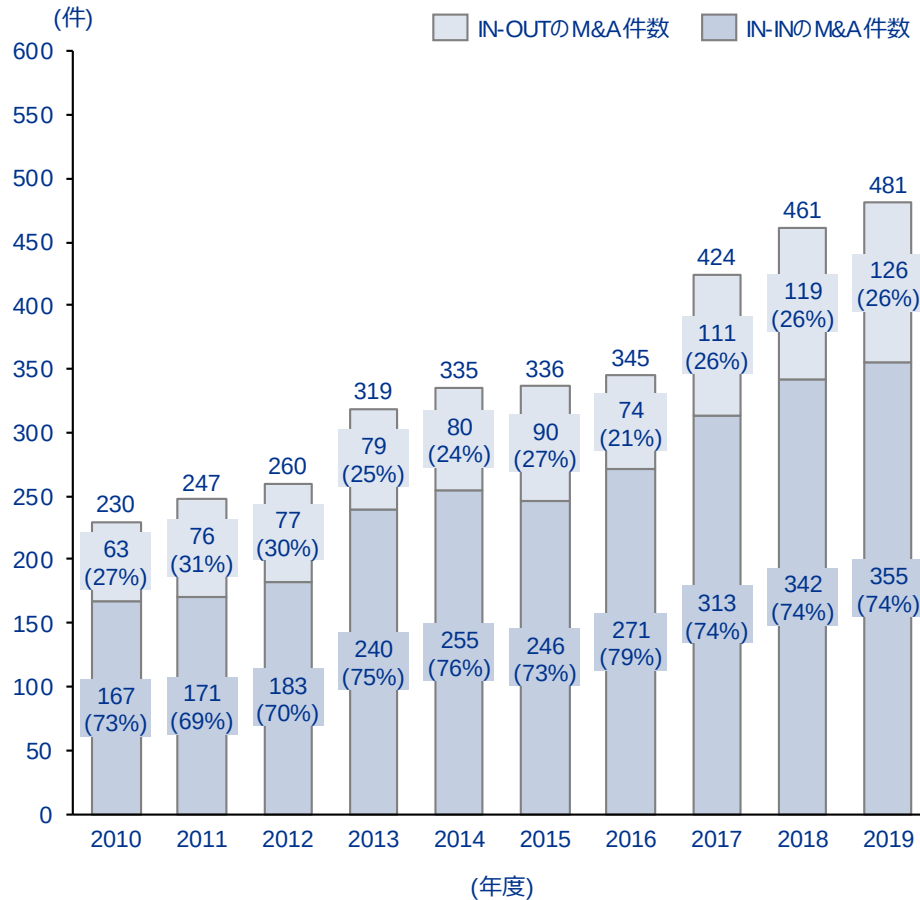
Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グローススタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

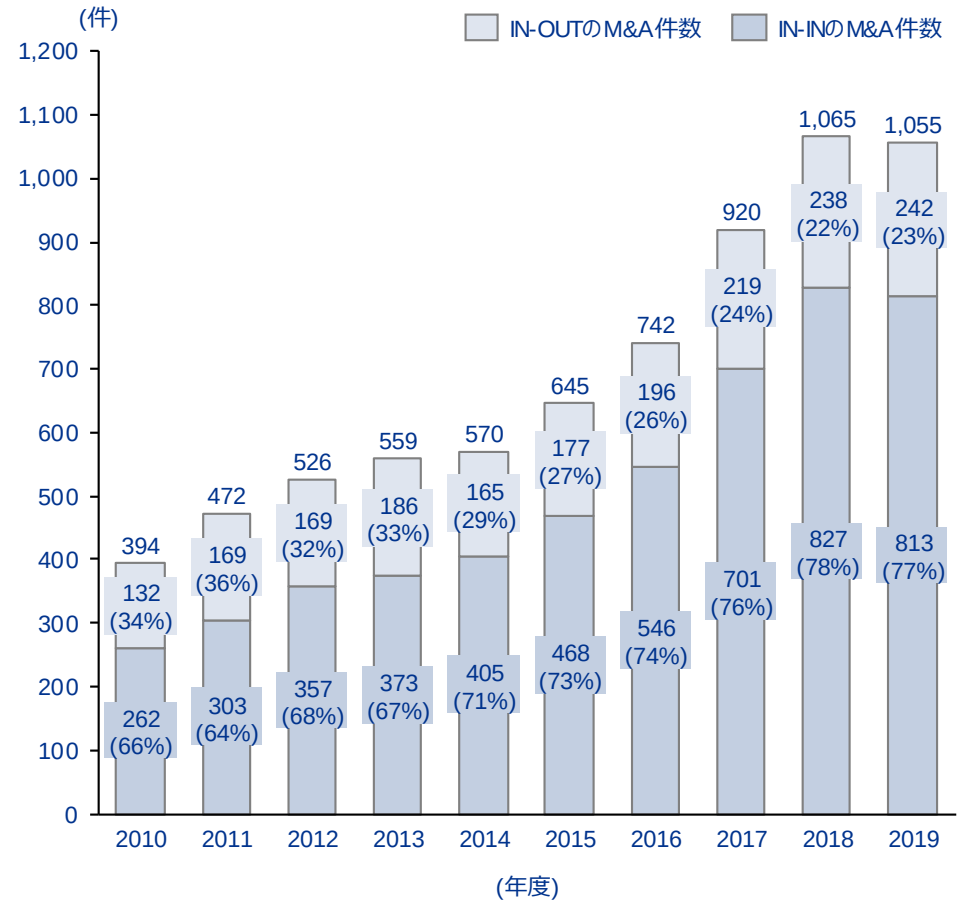
成長企業のM&Aの実施状況 (1/2)

M&Aにより成長を遂げたと特定された574社がIN-OUTの実施割合を維持している一方、その他の上場企業では近年減少傾向がみられる。

成長企業におけるマーケット別のM&A件数の推移



その他企業におけるマーケット別のM&A件数の推移



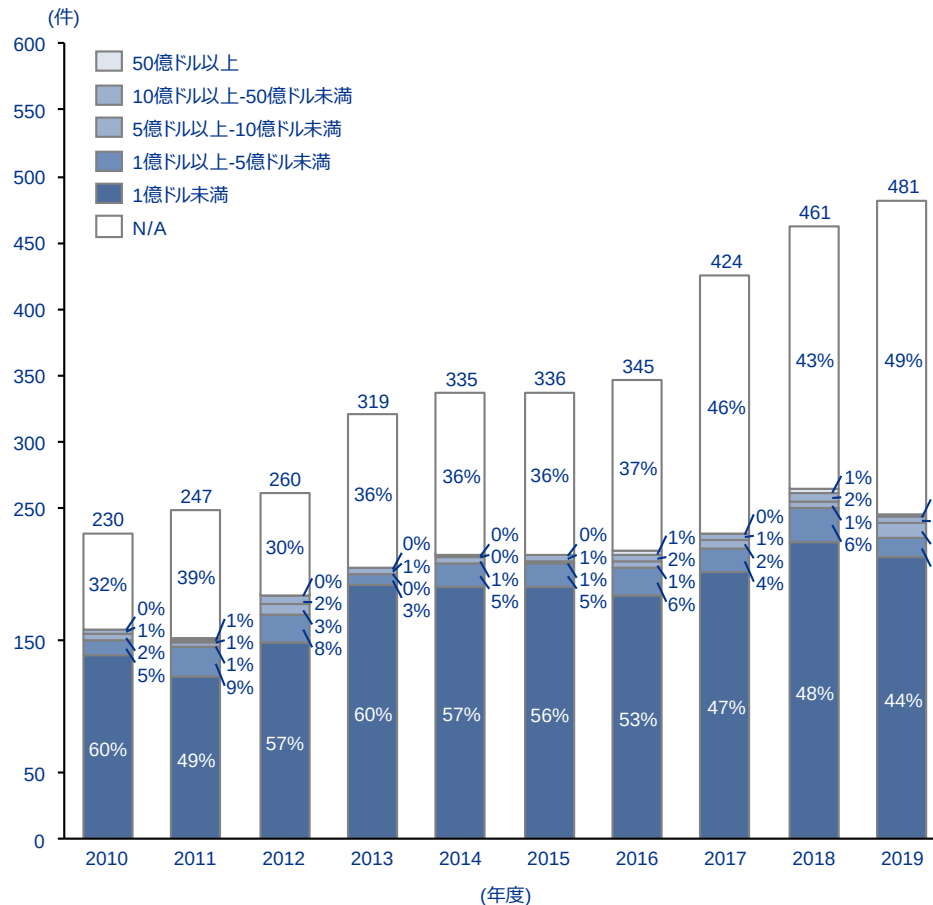
Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グローススタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。なお、成長企業は分析対象の3,620社のうち、M&A実施後の時価総額の成長率やTOPIXの成長率との比較等を基に特定された574社である。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

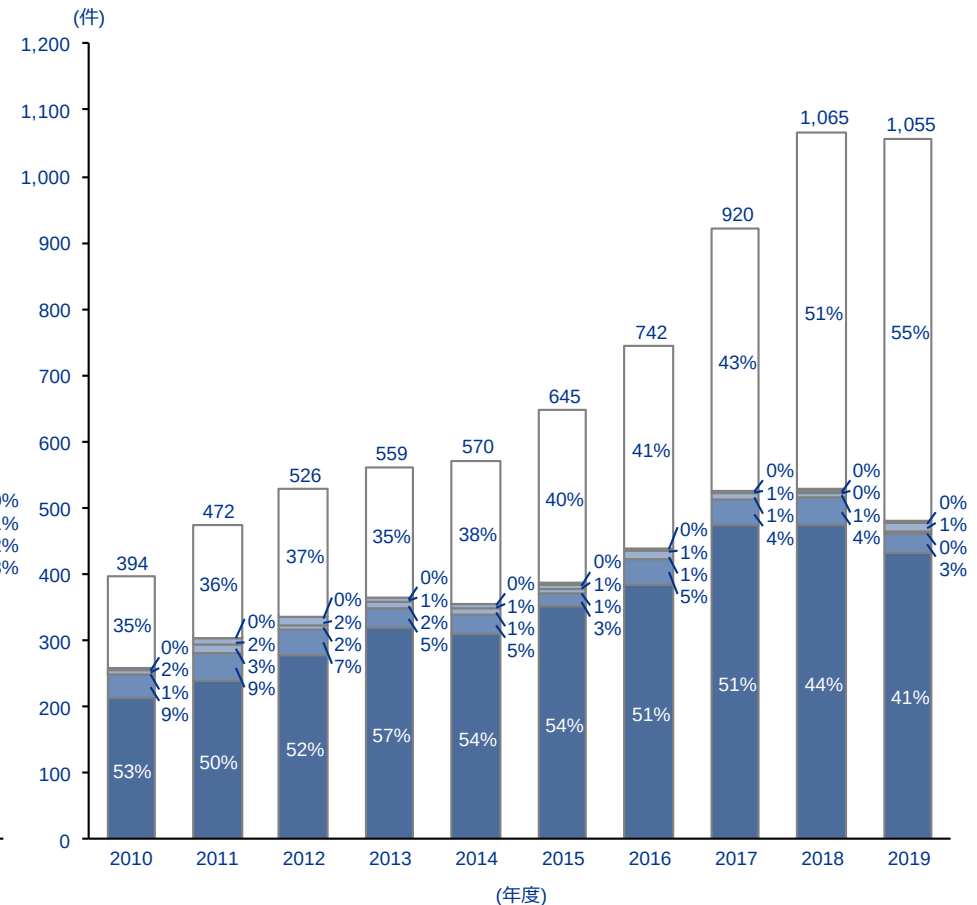
成長企業のM&Aの実施状況 (2/2)

M&Aにより成長を遂げたと特定された574社は金額規模が把握できる案件を総数とした場合に、1億ドル以上のM&Aの占める割合がその他企業より大きい傾向にある。

成長企業における規模別のM&A件数の推移



その他企業における規模別のM&A件数の推移



Note: 東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業を分析対象とした。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。なお、成長企業は分析対象の3,620社のうち、M&A実施後の時価総額の成長率やTOPIXの成長率との比較等を基に特定された574社である。

Source: レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析



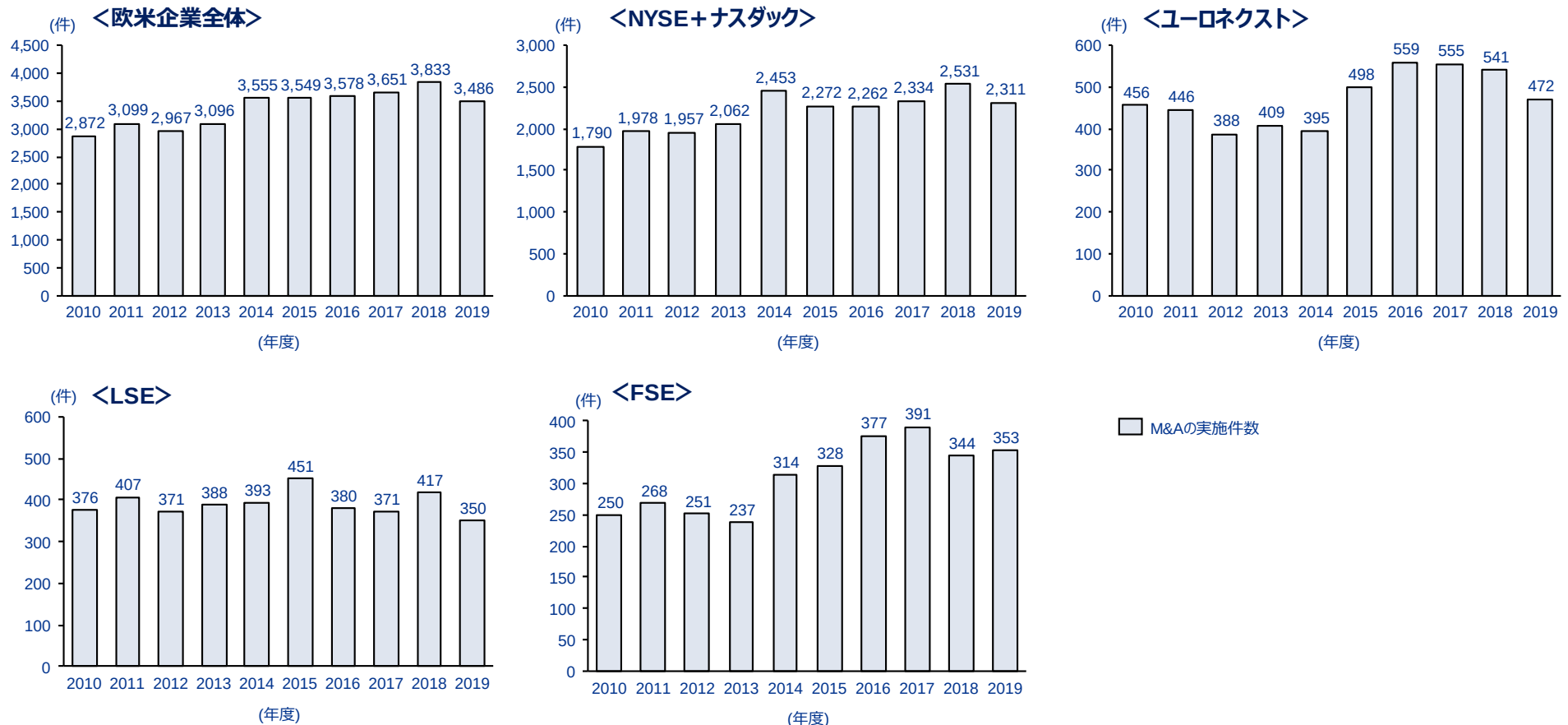
資料4

欧米におけるM&A実施状況

欧米におけるM&Aの実施状況 (1/7)

欧米におけるM & A件数は増加傾向にあり、7割程度を占めるNYSEおよびナスダックに上場する企業がけん引している。

欧米におけるM&A件数の推移 (全体、2010年度-2019年度)



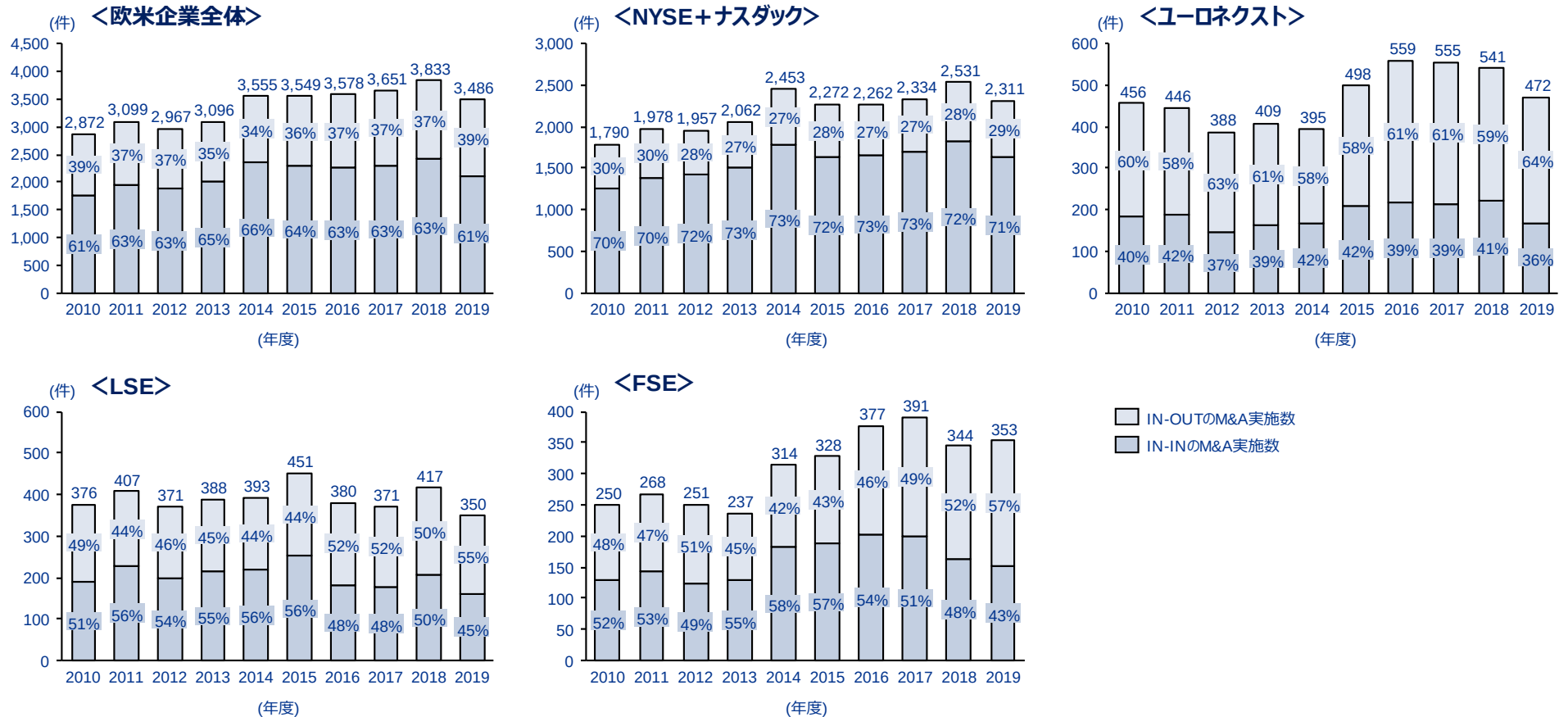
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧米におけるM&A実施状況 (2/7)

欧米企業全体で見るとIN-OUTの比率は4割程度で横ばいである。米国ではIN-OUTの割合が3割程度と低い一方、欧州では6割程度と高い傾向にある。

欧米におけるM&A件数の推移 (マーケット別、2010年度-2019年度)



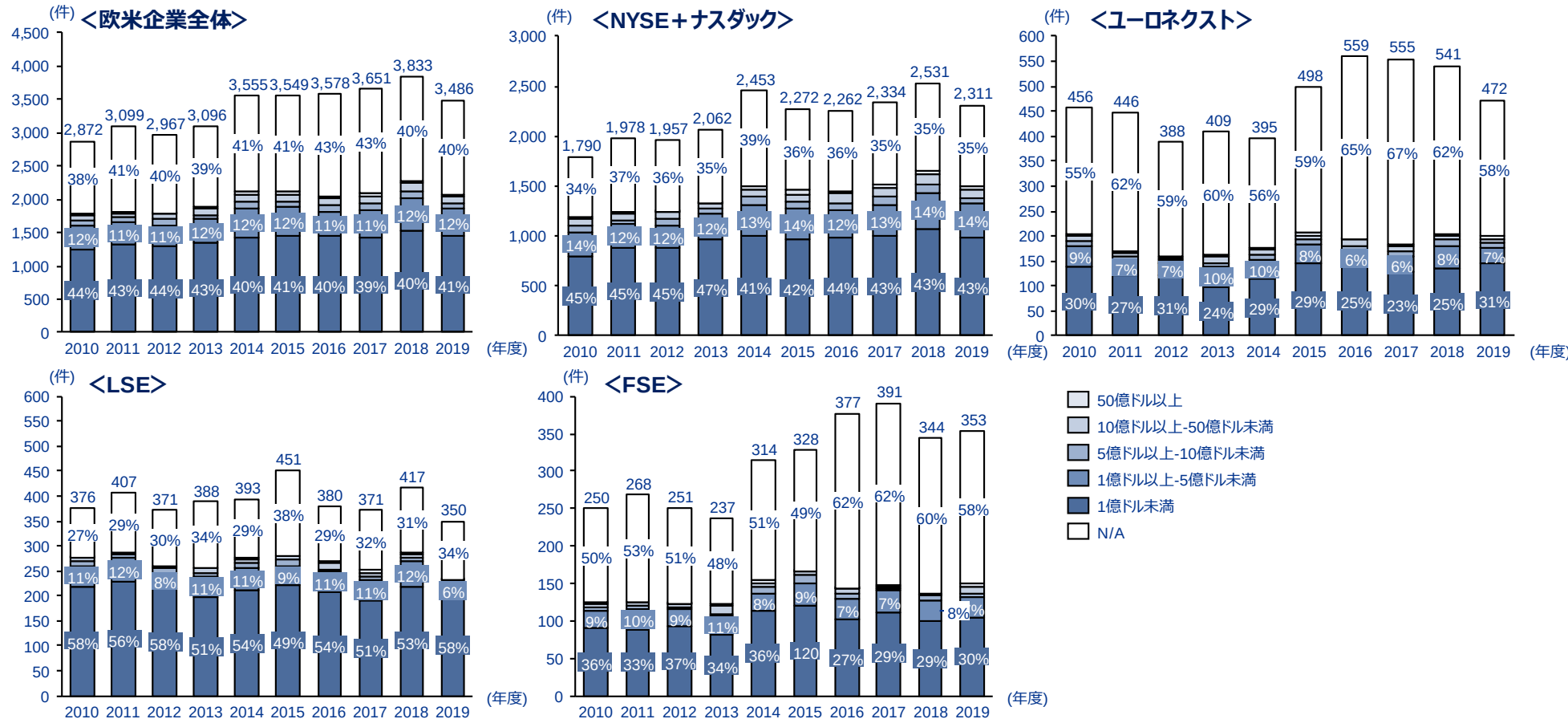
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧米におけるM&A実施状況 (3/7)

欧米企業によるM&Aは、金額規模が把握できる案件を総数とした場合に1億ドル以上の案件が2割強存在。特に米国では1億ドル以上の案件の割合が高く、金額規模が把握できる案件を総数とした場合に3割強を占める。

欧米におけるM&A件数の推移 (規模別、2010年度-2019年度)



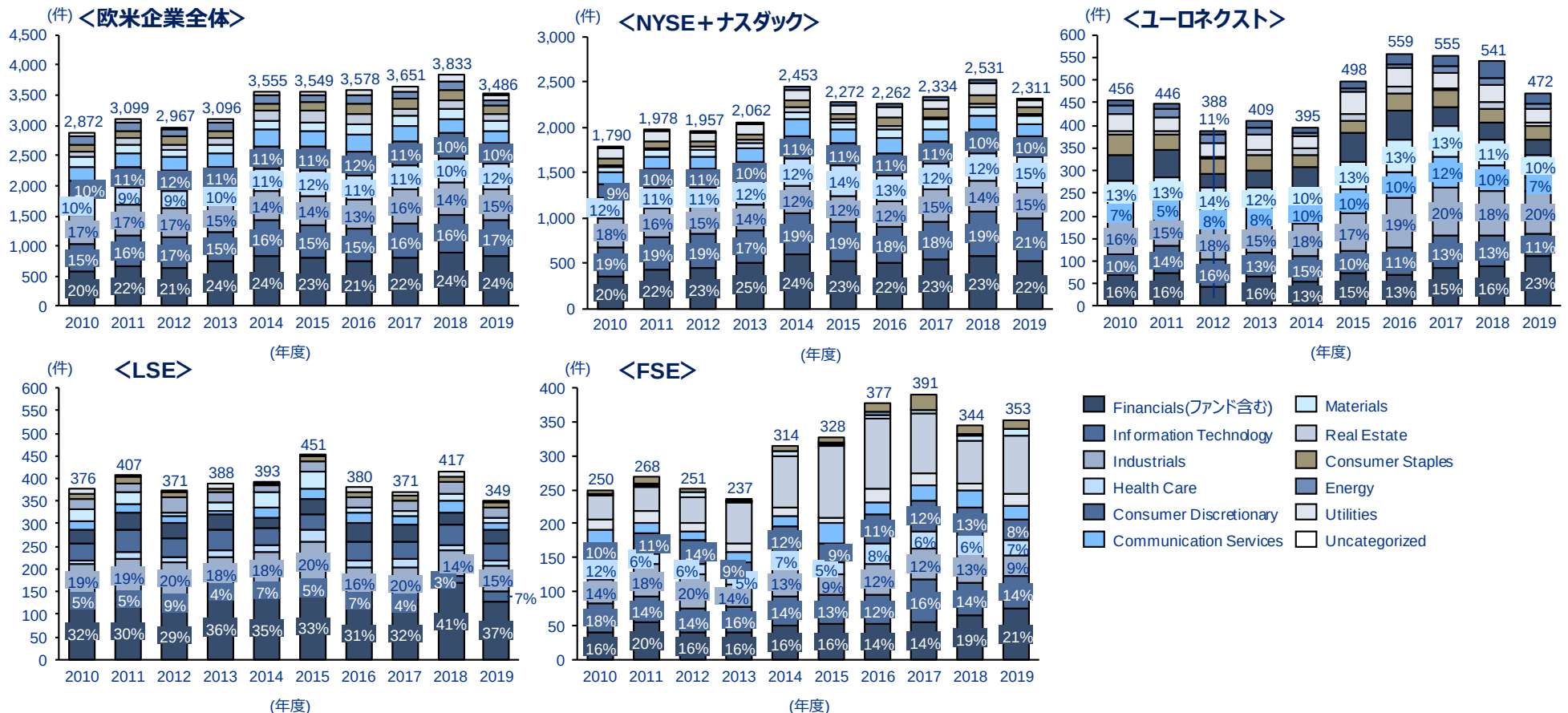
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本会社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。N/Aは値がデータ上に存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。なお、金額の情報は公表日のレートを用いて円からドルに換算を実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧米におけるM&A実施状況 (4/7)

欧米企業によるM&Aは金融、情報技術、製造業の順に多い。特に米国では情報技術の割合が高い特徴がみられ、新興IT企業などによるM&Aが積極的に実施されている可能性が考えられる。

業界別のM&A実施数の推移 (2010年度-2019年度)



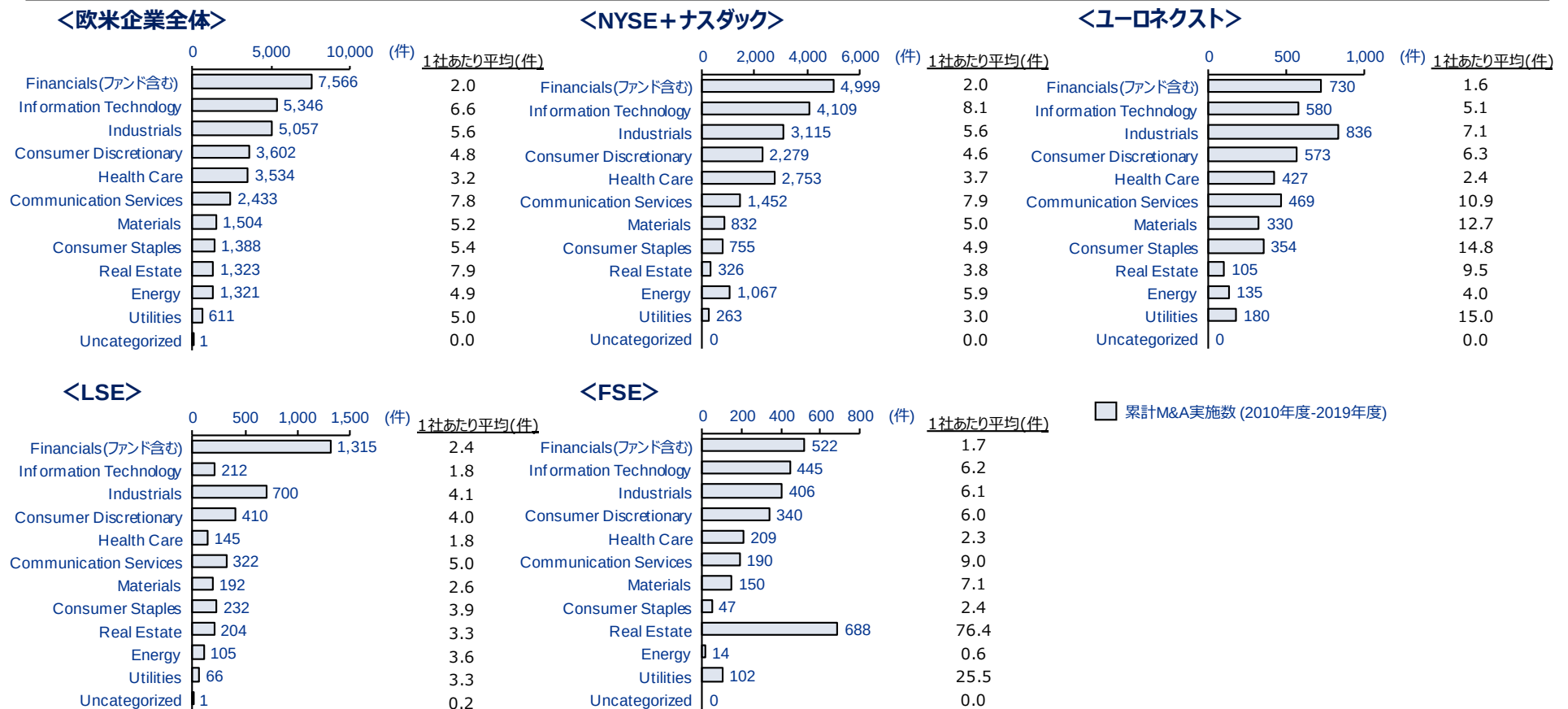
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧米におけるM&A実施状況 (5/7)

欧米全体では過去10年で不動産、通信、情報技術といった業界で1社あたり平均M&A実施数が多い。なお、件数が多い金融は他業界と比較して1社あたり平均M&A実施数は少ない。

業界別の累計M&A実施数と1社あたりの平均M&A実施数 (2010年度-2019年度)



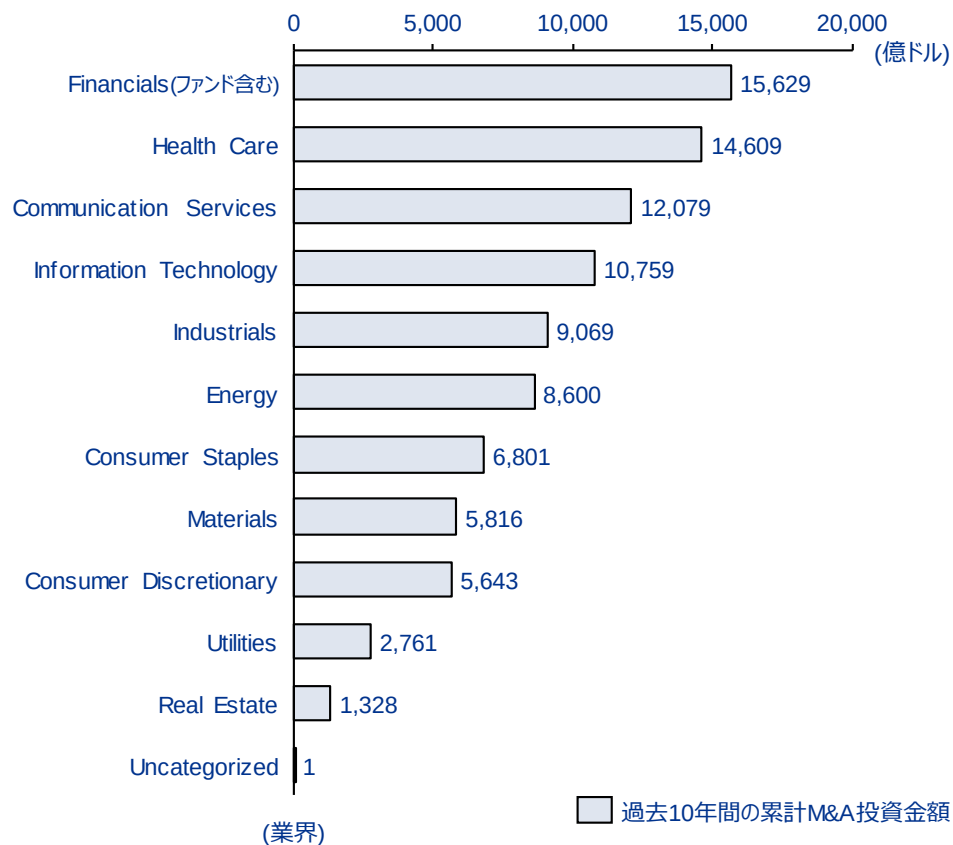
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

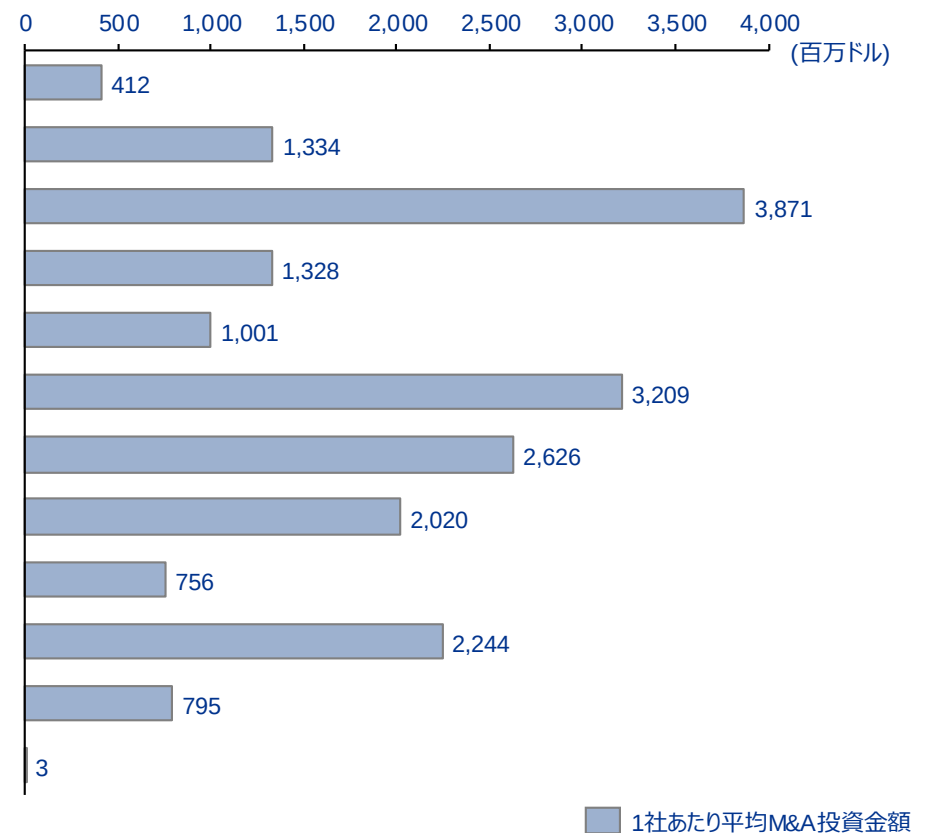
欧米におけるM&A実施状況 (6/7)

過去10年でM&Aに費やされた金額は、金融・ヘルスケア・通信といった業界が多い。一方、1社あたりの投資金額では、通信、エネルギーといった業界が多くなっている。

業界別の累計M&A投資金額 (2010年度-2019年度)



業界別の1社あたりのM&A投資金額(2010年度-2019年度)



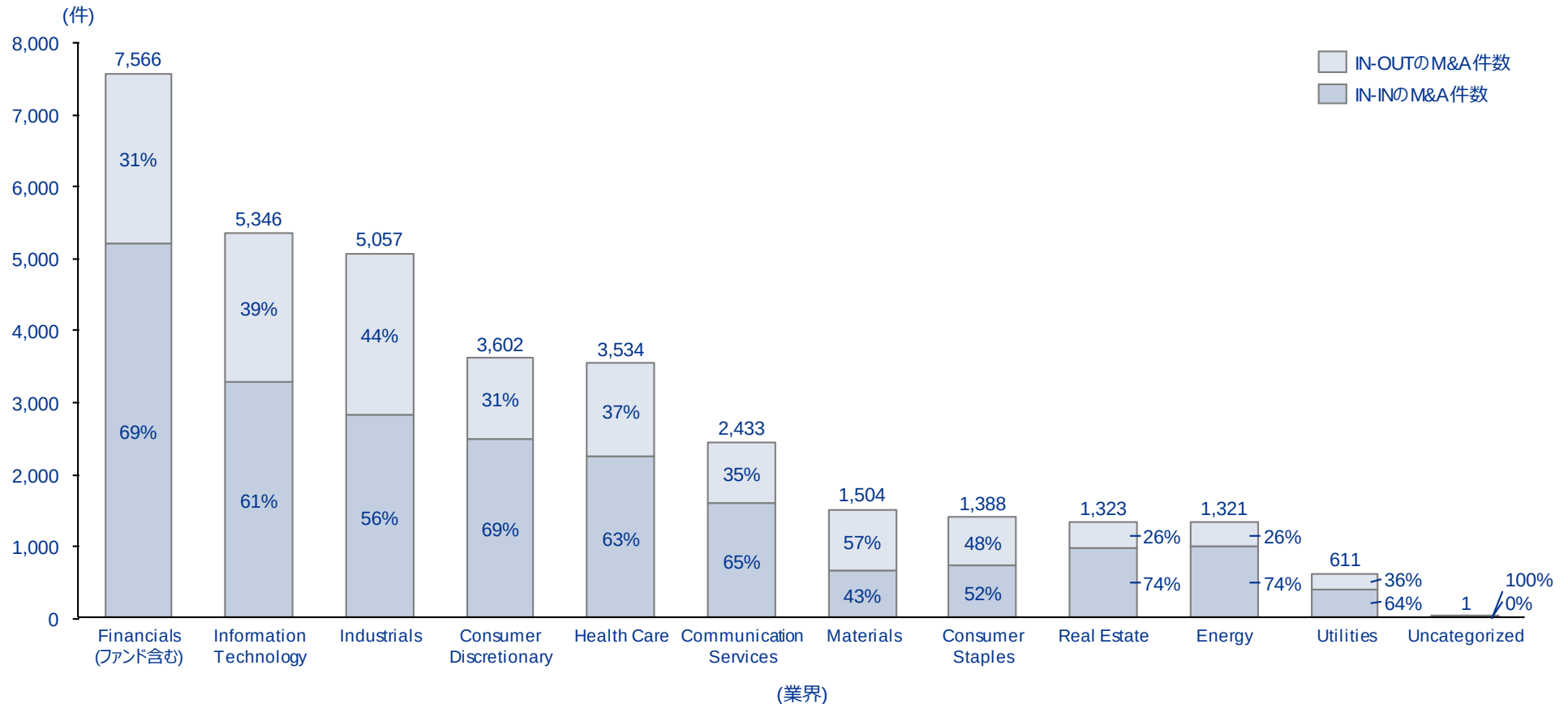
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧米におけるM&A実施状況 (7/7)

欧米全体では素材、生活必需品、製造業といった業界において、他の業界と比較してIN-OUTのM&Aに積極的な傾向が見受けられる。

業界別の累計M&A件数の推移 (マーケット別、2010年度-2019年度)



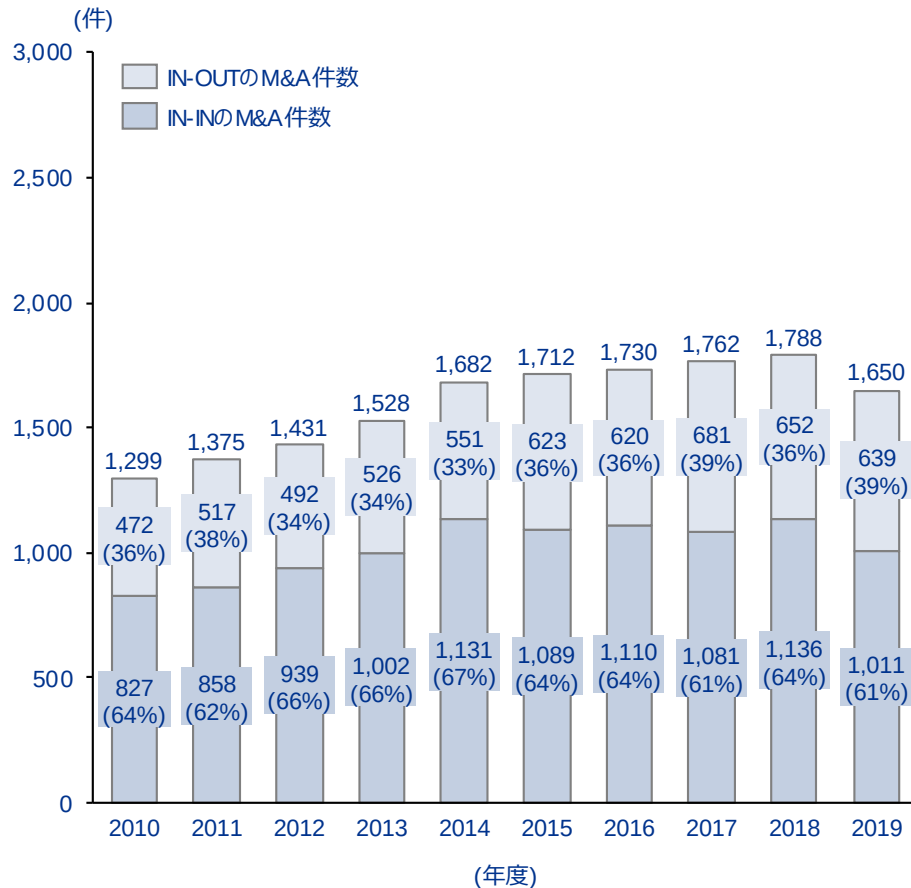
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買い手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

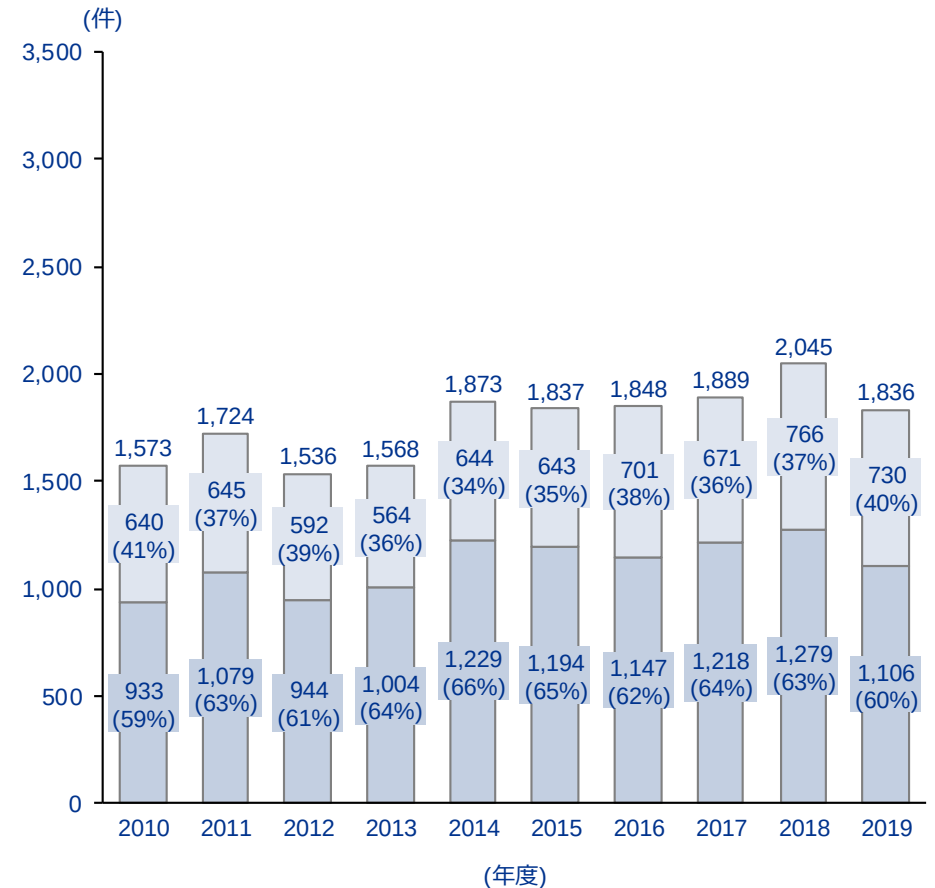
欧米の成長企業のM&Aの実施状況 (1/2)

欧米全体ではM&Aにより成長したと特定された企業とその他の企業において、IN-IN/IN-OUTの実施割合に大きな差は見受けられない。

成長企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (欧米)



その他企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (欧米)



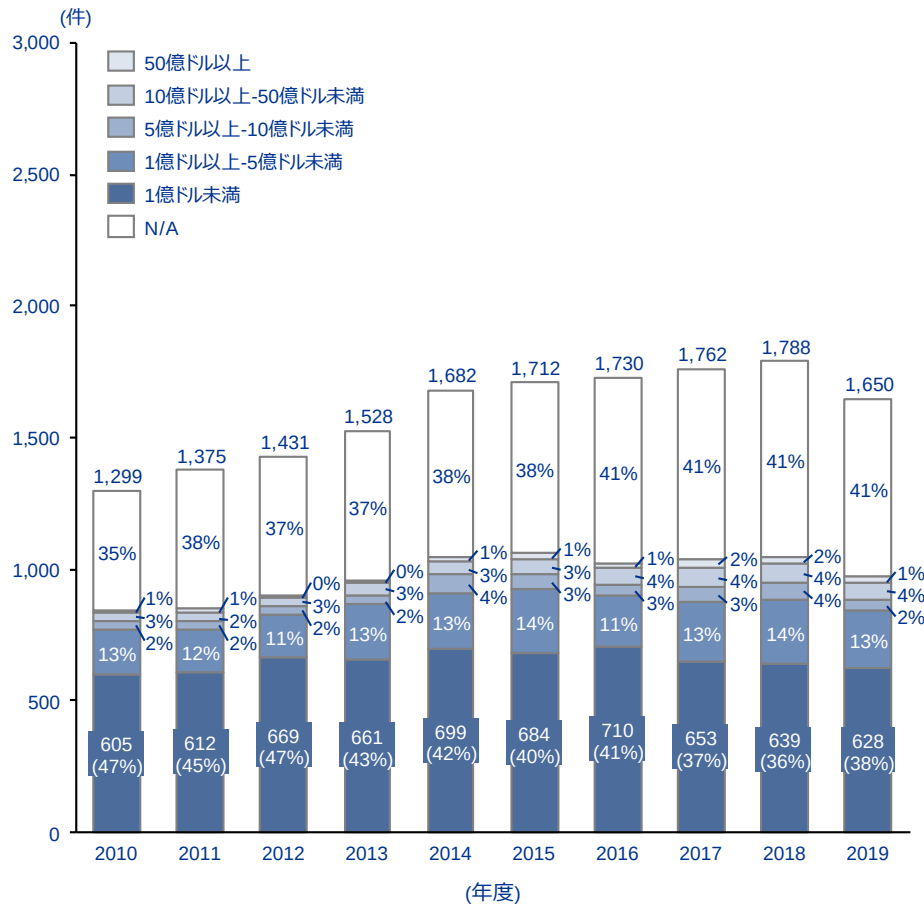
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買い手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

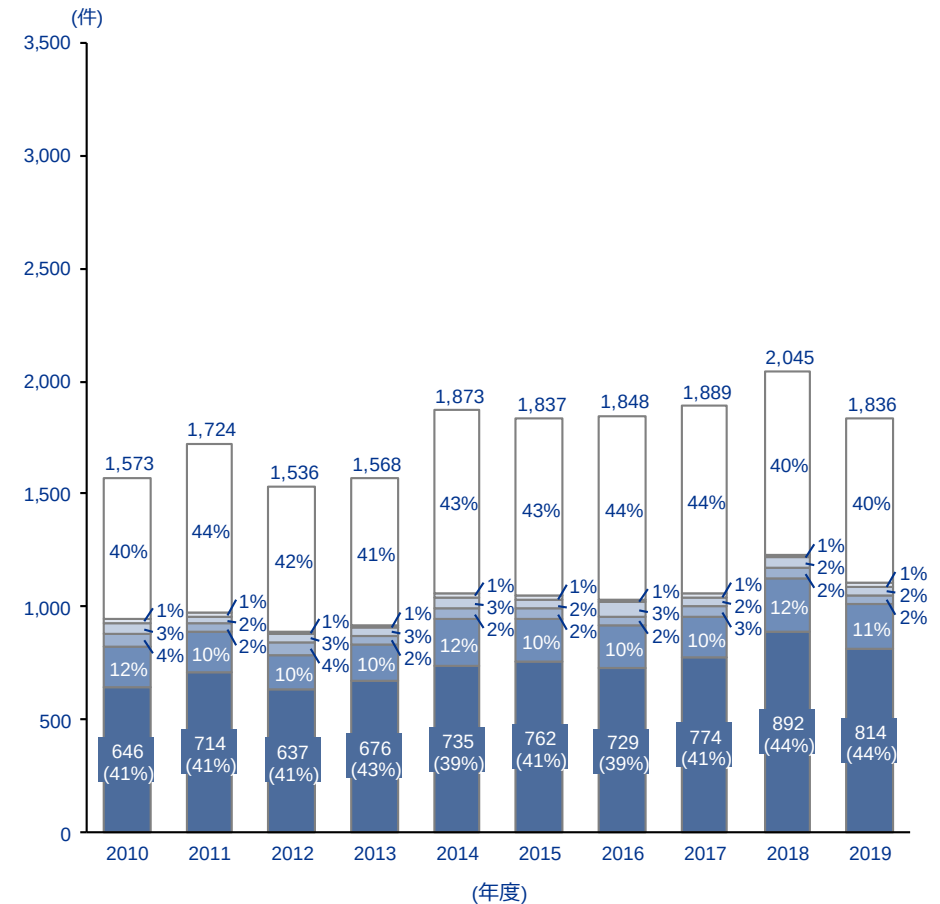
欧米の成長企業のM&Aの実施状況 (2/2)

金額規模が把握できる案件を総数とした場合に、成長企業は1億ドル以上の案件の割合が微増傾向である一方、その他企業は横這いである。

成長企業における規模別のM&A件数の推移 (欧米)



その他企業における規模別のM&A件数の推移 (欧米)



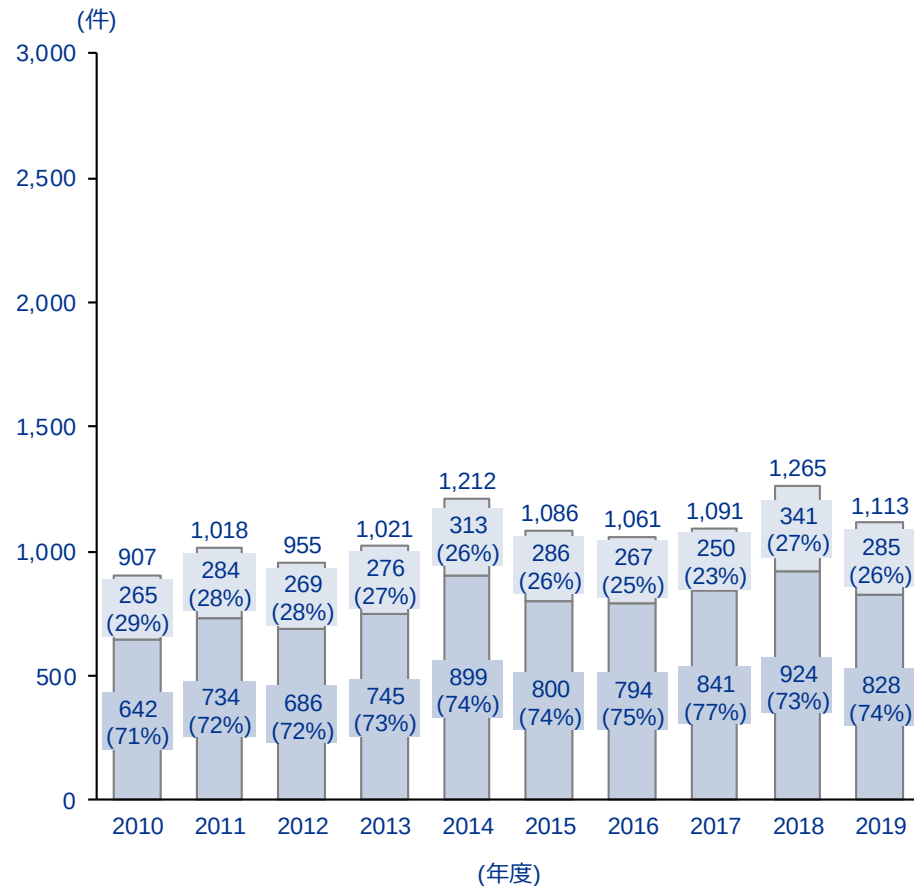
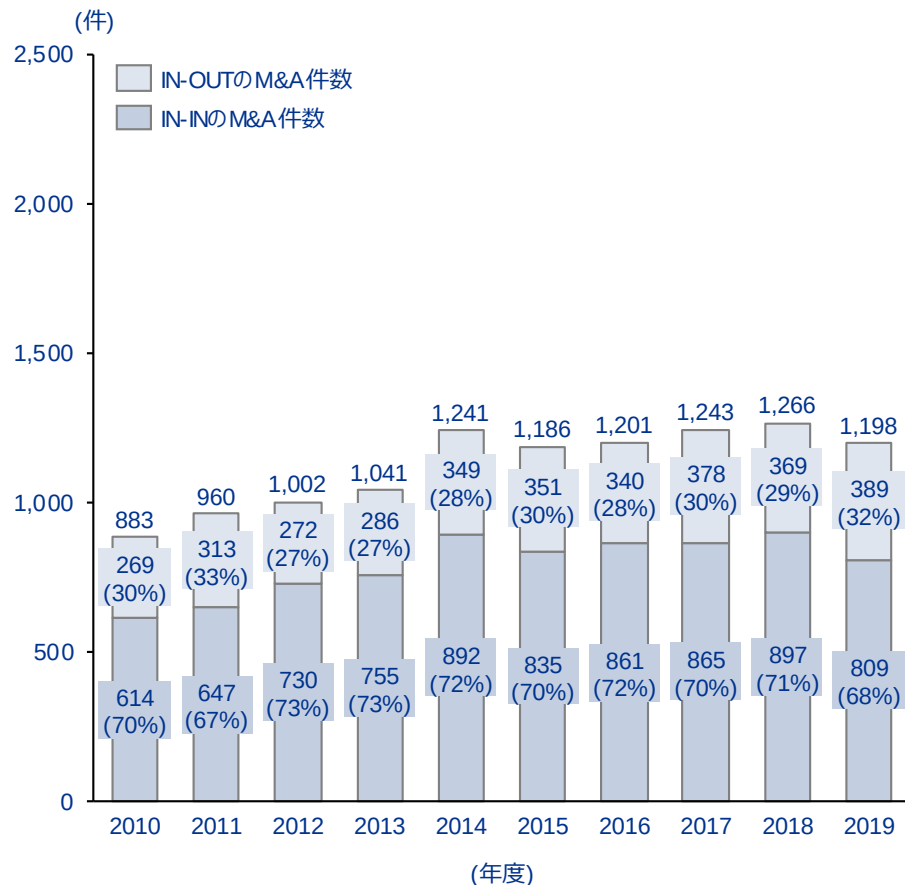
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。N/Aは値がデータ上に存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

NYSE + ナスダックの成長企業のM&Aの実施状況 (1/2)

NYSEおよびナスダック上場の成長企業とその他企業では、わずかに成長企業の方がIN-OUTの割合が大きいものの、IN-IN/IN-OUTの実施割合に大きな差異は認められない。

成長企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (NYSE + ナスダック) その他企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (NYSE + ナスダック)



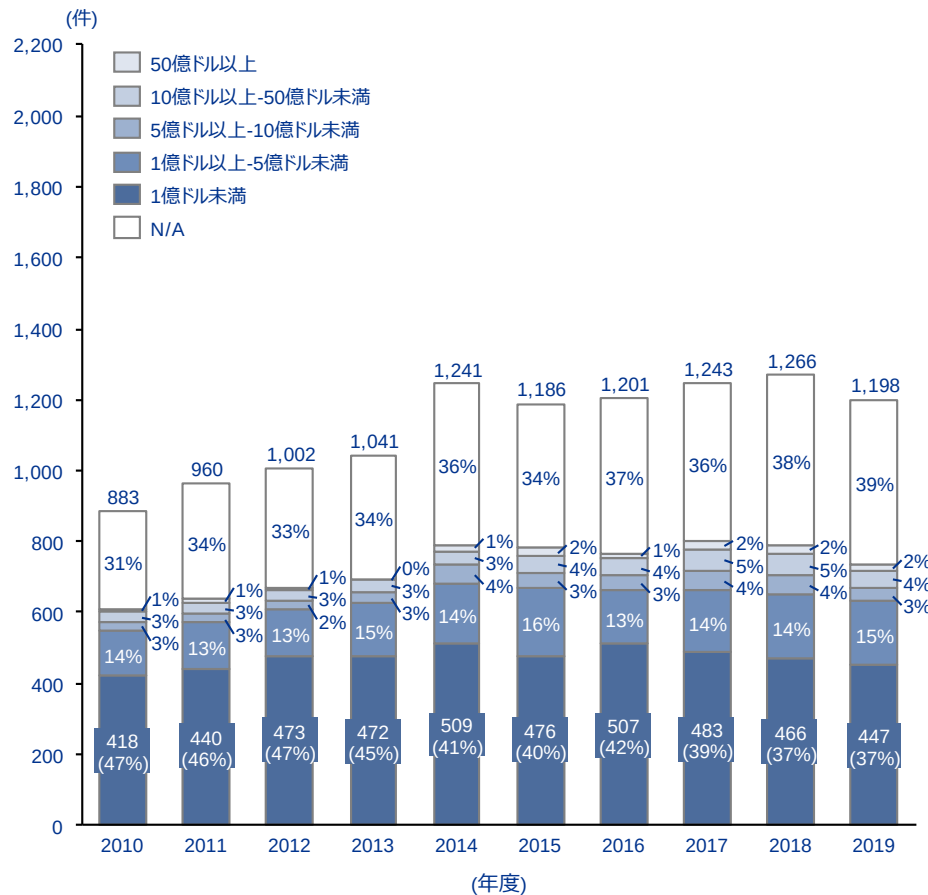
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

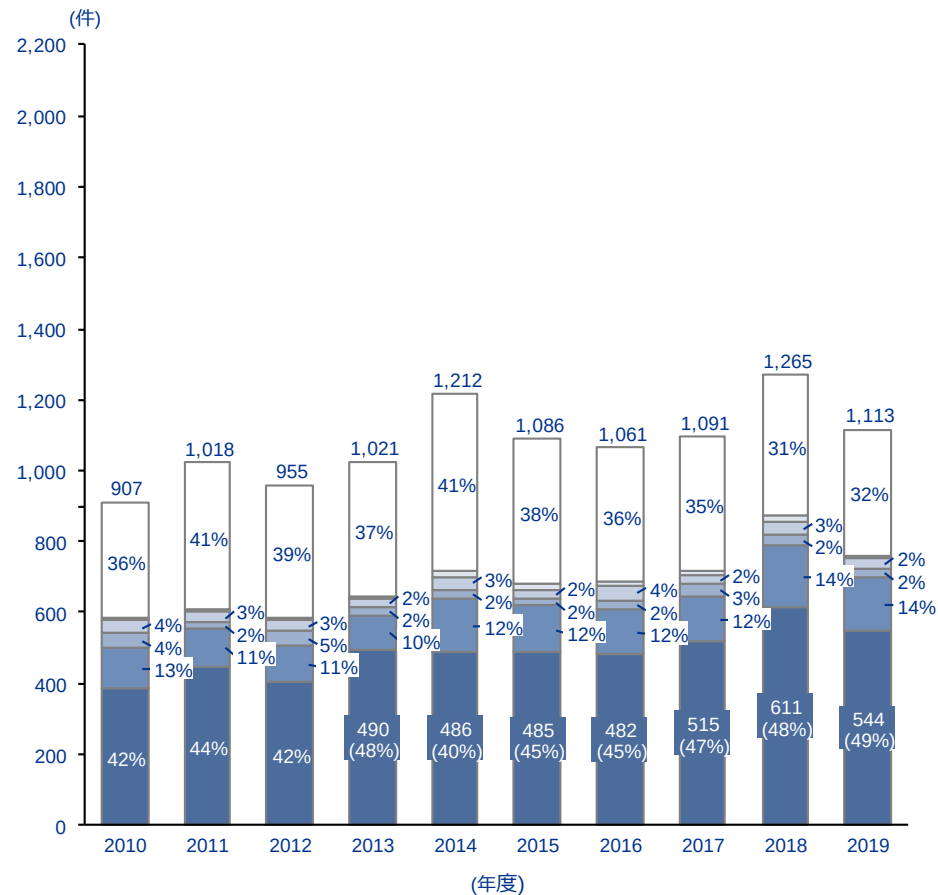
NYSE + ナスダックの成長企業のM&Aの実施状況 (2/2)

NYSEおよびナスダック上場の成長企業によるM&Aは、1億ドル以上の案件の割合が増加傾向にあり、金額規模が把握できる案件を総数とした場合にその他企業の割合よりも高い。

。成長企業における規模別のM&A件数の推移 (NYSE + ナスダック)



その他企業における規模別のM&A件数の推移 (NYSE + ナスダック)



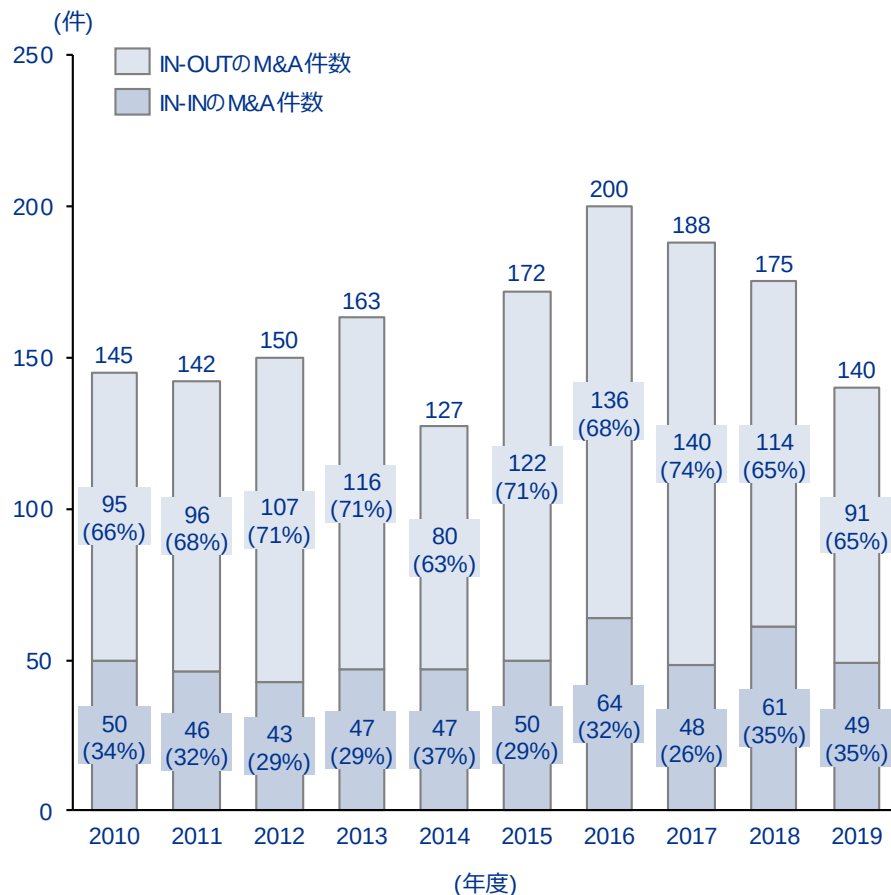
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。N/Aは値がデータ上に存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

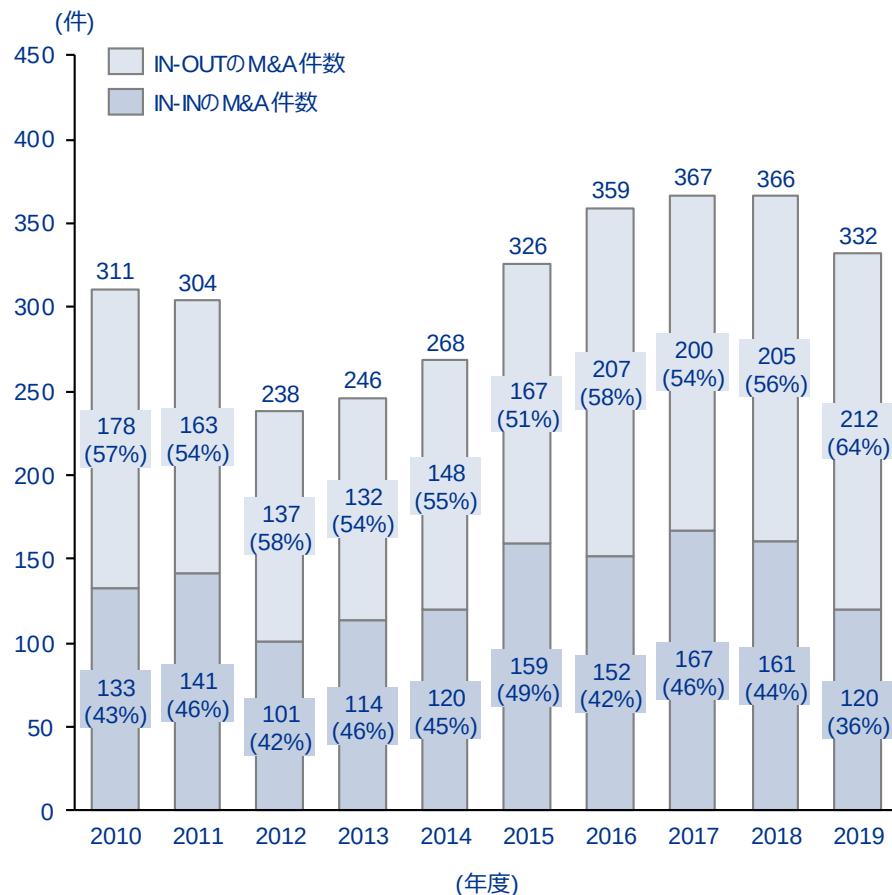
欧州の成長企業のM&Aの実施状況(ユーロネクスト) (1/2)

ユーロネクストではその他企業と比較して成長企業の方がIN-OUTの割合が大きい傾向にある。過去10年間で成長企業とその他企業はともにIN-IN/IN-OUTの割合に大きな変動は見受けられない。

成長企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (ユーロネクスト)



その他企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (ユーロネクスト)



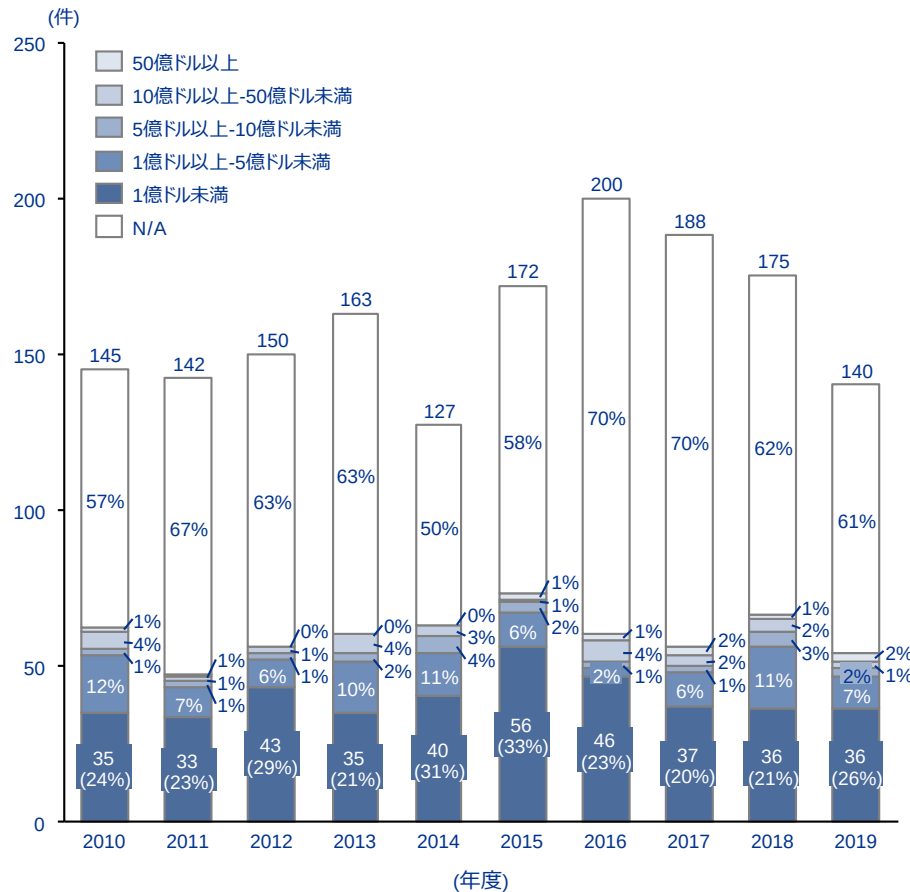
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買い手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

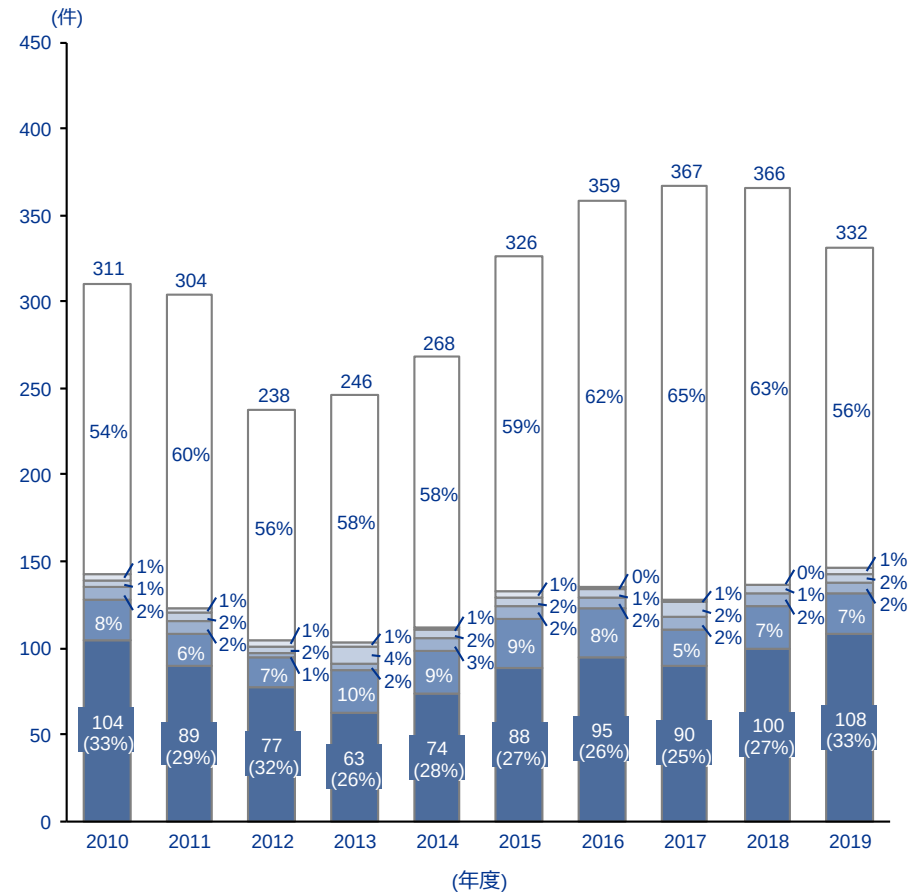
欧州の成長企業のM&Aの実施状況(ユーロネクスト) (2/2)

ユーロネクストでは金額規模が把握できる案件を総数とした場合、成長企業の方がその他企業と比較して1億ドル以上の案件の占める割合が多い傾向にある。

成長企業における規模別のM&A件数の推移 (ユーロネクスト)



その他企業における規模別のM&A件数の推移 (ユーロネクスト)



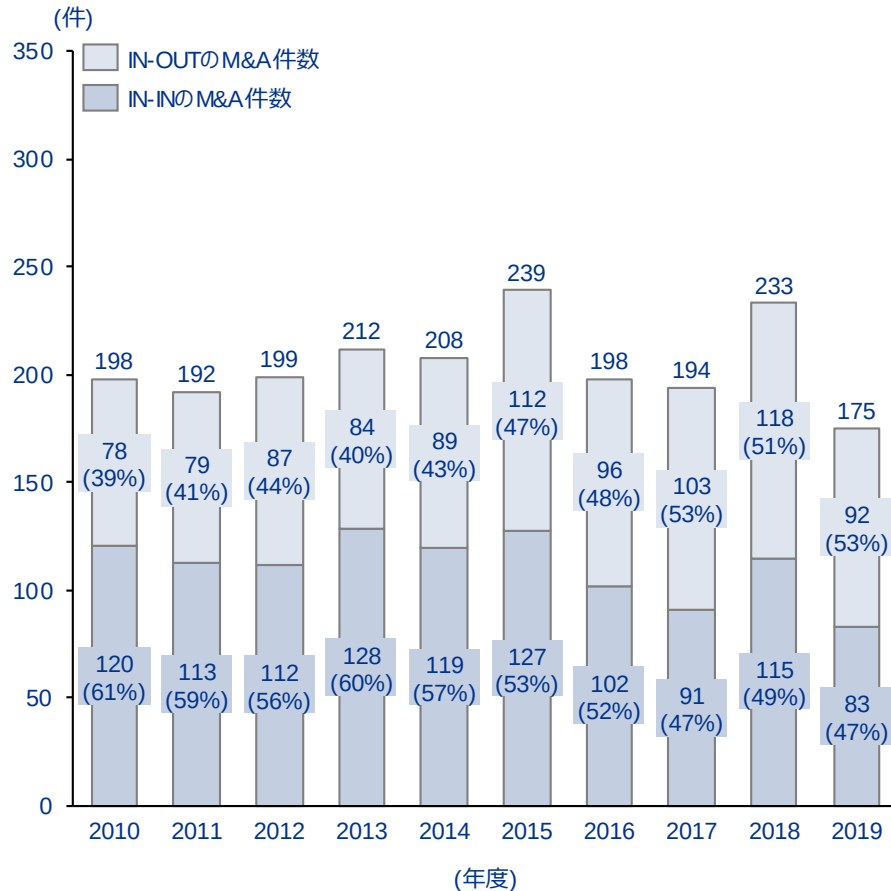
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧州の成長企業のM&Aの実施状況(LSE) (1/2)

イギリスでは成長企業のIN-OUTの割合が増加傾向にある一方、その他企業のIN-IN/OUT割合は過去10年で大きく変動していない。

成長企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (LSE)



その他企業におけるマーケット別のM&A件数の推移 (LSE)



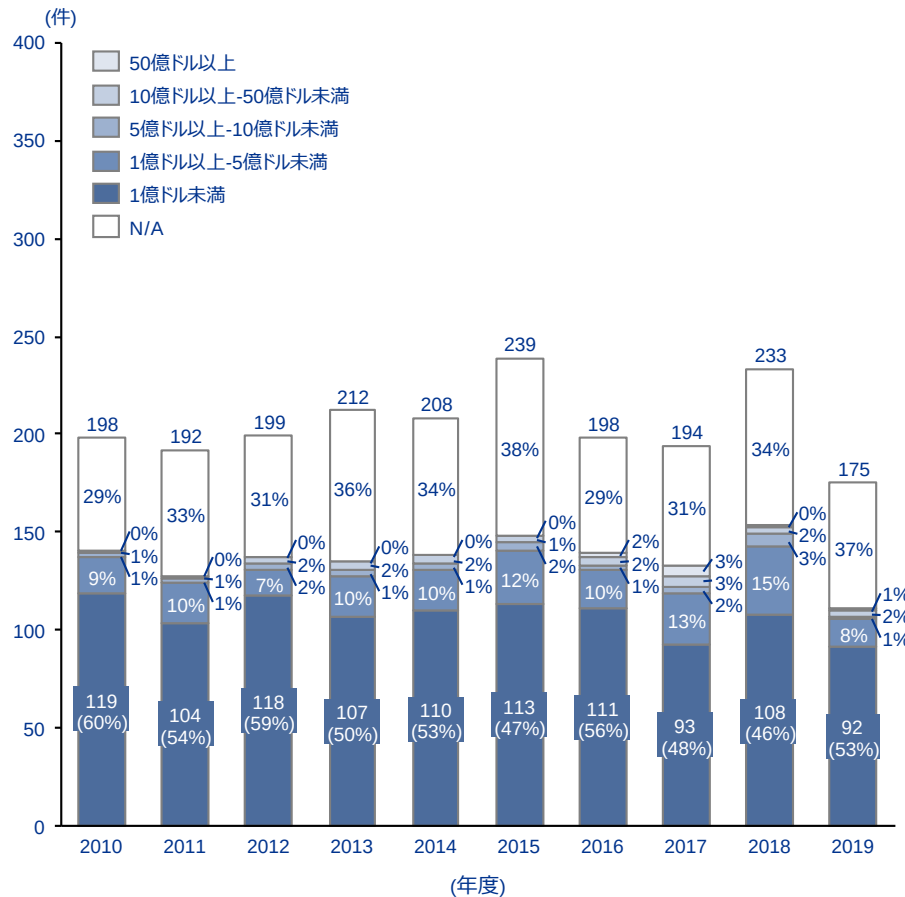
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本会社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買い手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

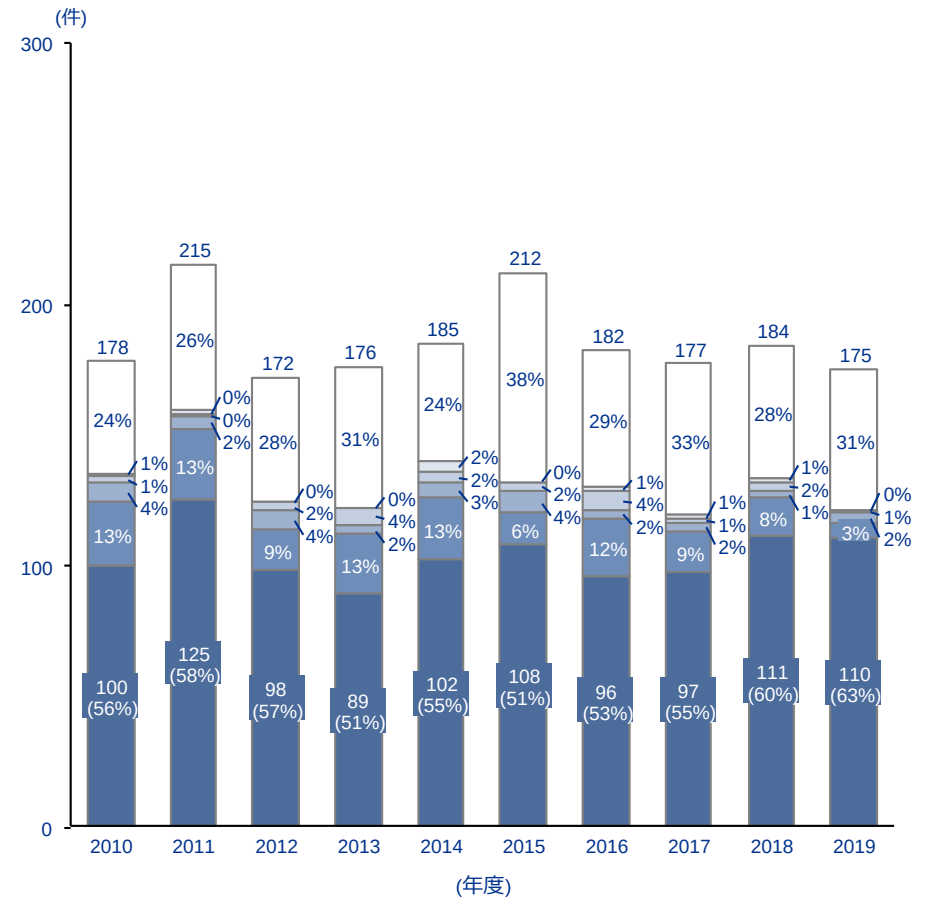
欧州の成長企業のM&Aの実施状況(LSE) (2/2)

イギリスでは金額規模が把握できる案件を総数とした場合に、成長企業は1億ドル以上の案件の占める割合が増加傾向であるが、その他企業では減少傾向にある。

成長企業における規模別のM&A件数の推移 (LSE)



その他企業における規模別のM&A件数の推移 (LSE)



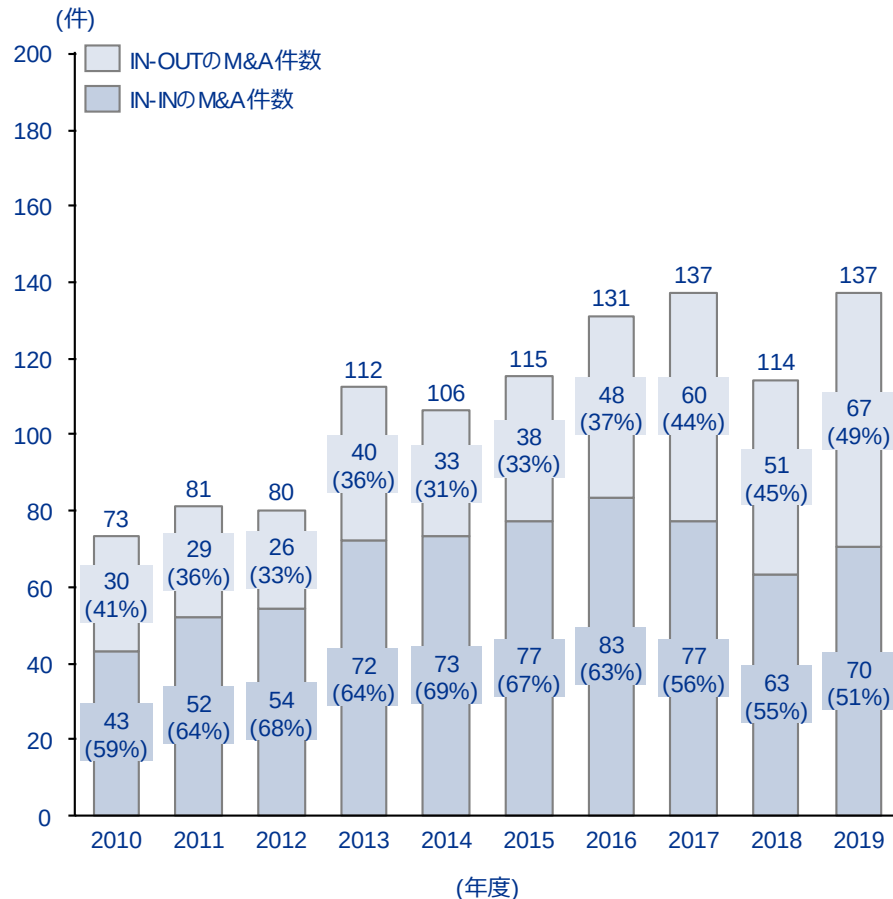
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

欧州の成長企業のM&Aの実施状況(FSE) (1/2)

ドイツでは成長企業の方がその他企業と比較してIN-INの割合が多い傾向にある。近年は成長企業とその他企業ともにIN-OUTの割合が増加傾向にある。

成長企業におけるマーケット別のM&A件数の推移(FSE)



その他企業におけるマーケット別のM&A件数の推移(FSE)



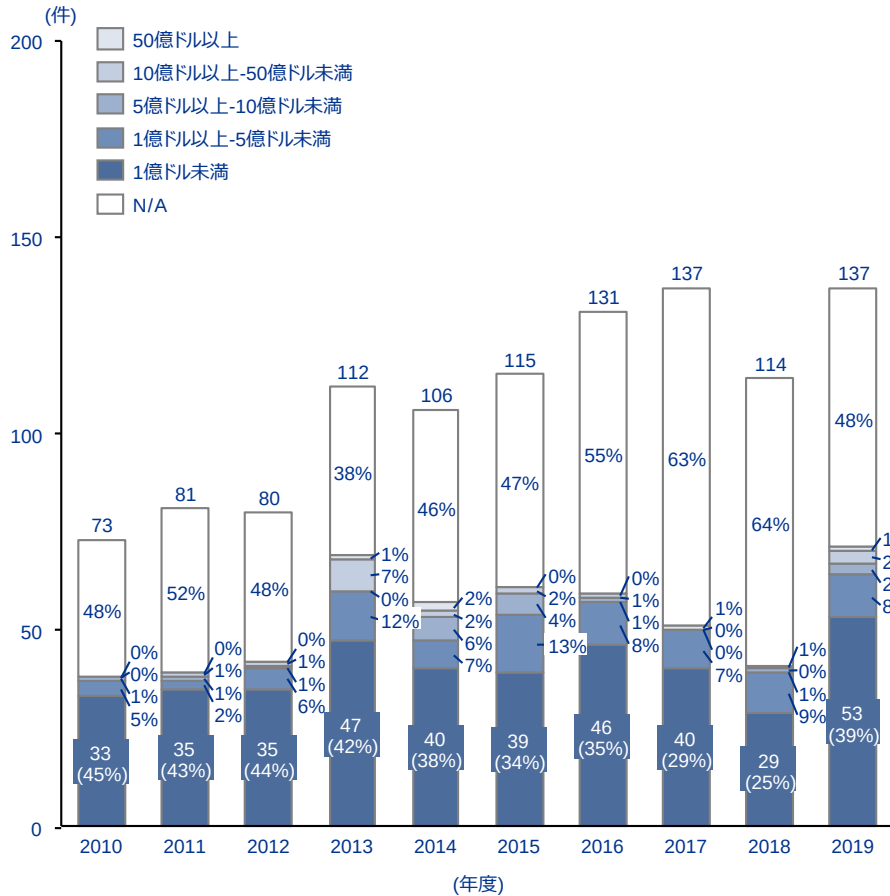
Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社が米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。IN-IN/IN-OUTの判定は買い手企業/ターゲット企業のデータベース上の本社所在地が異なるかどうかを基準に実施した。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

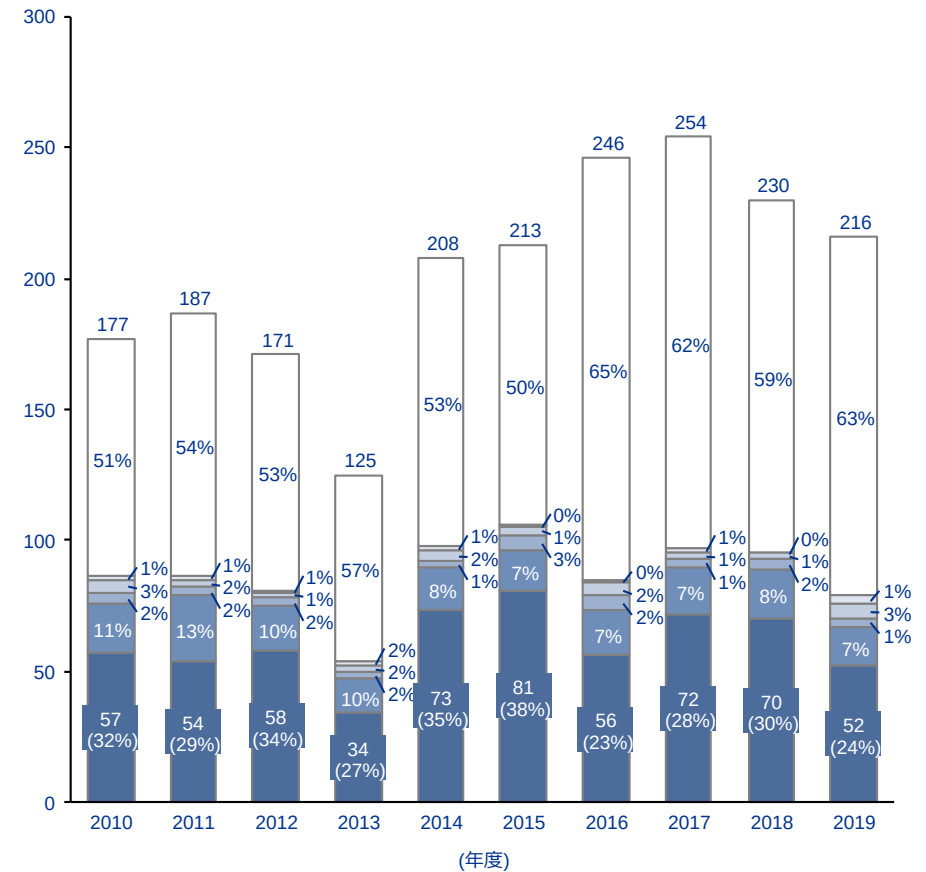
欧州の成長企業のM&Aの実施状況(FSE) (2/2)

ドイツでは金額規模が把握できる案件を総数とした場合に、その他企業の方が成長企業と比較して1億ドル以上の案件の割合が多い傾向にある。

成長企業における規模別のM&A件数の推移(FSE)



その他企業における規模別のM&A件数の推移(FSE)



Note: 欧米企業とはNYSE、ナスダック、LSE、FSE、ユーロネクストのいずれかを主要上場先とする企業である。本社は米国・英国・EU加盟国のいずれかに位置するものを分析対象とした。Capital IQ M&AデータベースにおいてPrimary IndustryとしてREITが指定されている企業は分析対象から除いた。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQ M&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析



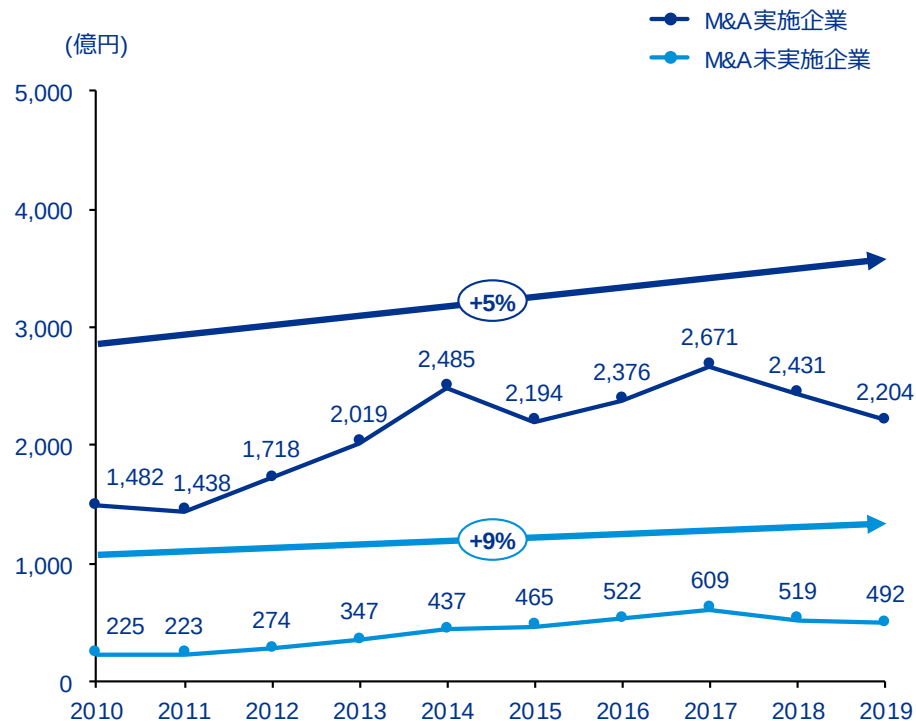
資料5

国内におけるM&A実施企業・未実施企業の比較

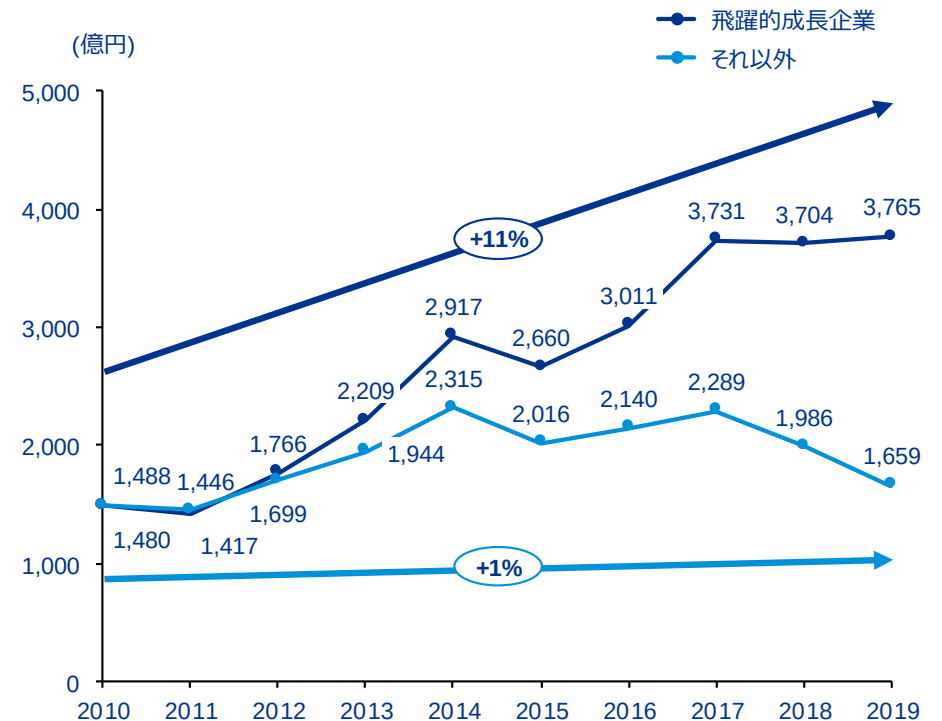
M&A実施企業・未実施企業の時価総額の推移

M&A実施企業とM&A未実施企業を比較した場合、実施企業は時価総額が大きい。また、M&Aに成功している企業(飛躍的に成長している企業)群の成長率はM&A未実施企業よりも高い。

M&A実施企業・未実施企業の時価総額の推移(1社あたり)



M&A実施企業における成長企業とそれ以外の比較 (1社あたり)



Note:東証1部/2部、JASDAQ(グロース/スタンダード)、マザーズに上場する企業3,620社を対象に分析を実施。なお、成長企業は分析対象の3,620社のうち、M&A実施後の時価総額の成長率やTOPIXの成長率との比較等を基に特定された574社である。

Source:レコフM&Aデータベース、東京証券取引所データをもとにKPMG分析



資料6

M&Aにより企業価値を向上させた企業の個社 分析

「現有競争力の強化型」の個社分析 (日本電産)

企業概要

- 精密小型から超大型までの幅広いラインナップを誇るモータ事業を中心に、「回るもの、動くもの」に特化したモータの応用製品・ソリューションを手掛ける企業。
- 事業別の売上高は非公表だが、電子機器に使用される精密小型モータ、車載用モータ、家電・産業用モータ、機器装置用モータなど幅広い分野にモータを提供している。

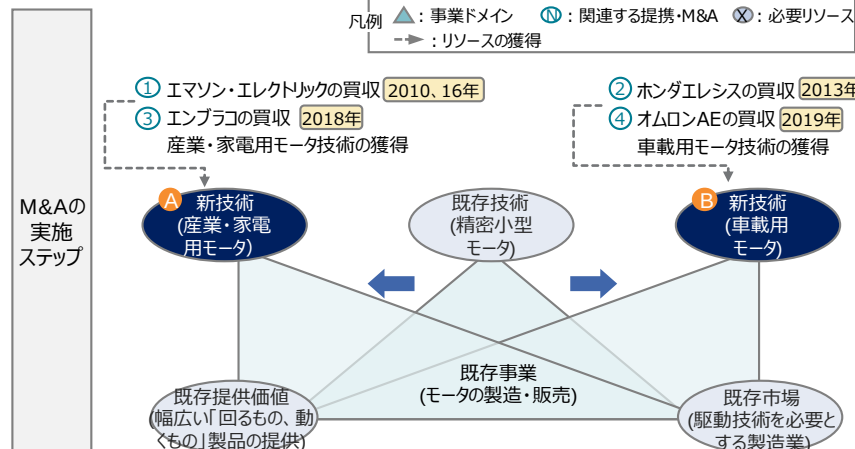
近時10年で実施したM&Aの概要

- 同社が近時10年で実施したM&Aは以下の14件である。

対象企業	業種	公表年月	金額 (百万円)	形態
エマソン・エレクトリック	電機	2010/8	57,442	事業譲渡
三洋精密	精密	2010/12		買収
アンサルド・システム・インダストリー	電機	2012/4	36,564	買収
江蘇凱宇汽車電器	電機	2012/6		買収
キネテック	電機	2012/9	35,697	買収
アプトロン・インダストリアル・オートメーション	電機	2012/9		買収
ホンダエレシス	輸送用機器	2013/10		買収
E.C.E.	機械	2016/5		買収
エマソン・エレクトリック	電機	2016/8	122,868	事業譲渡
LGBレットロボンバ	電機	2017/7		買収
エンブラコ	電機	2018/4	116,532	買収
チーマ	電機	2018/7		買収
超衆科技	電機	2018/10	16,534	買収
オムロンオートモーティブエレクトロニクス	輸送用機器	2019/4	100,000	買収

M&Aの実施状況とその効果

M&Aの実施状況



A 従来の精密小型モータに加え、優れた技術を持するが経営に課題を抱える企業を対象にM&Aを実施しラインナップを拡大。家電・産業用の技術を獲得するため、エマソン・エレクトリック(2010年)、エンブラコ(2018年)などを買収。

B 家電・産業用に続き、ホンダエレシス(2013年)、オムロンオートモーティブエレクトロニクス(2019年)などの買収により、車載用の技術も獲得し、製品ラインナップをさらに拡充。

M&Aによる価値創造の要因

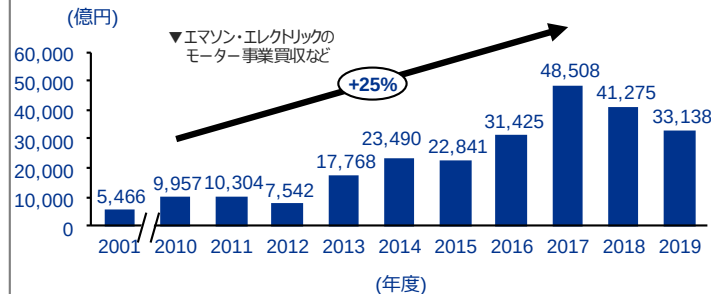
- 事業本部や子会社の経営陣が主体性をもって推進する体制
- 企業戦略室によるディールサポート
- 地域統括会社によるPMIサポート

事業部や子会社の経営陣が買収前のシナジーを踏まえた事業計画作成から、PMIおよびその後のシナジー創出まで一貫して主体的に推進。

2006年にM&A専門家10人弱で「企業戦略室」を設立し、M&Aのソーシングからクロージングまで組織的に事業部/子会社を支援する体制を構築。

地域ごとのシェアードサービスセンターである地域統括会社が、PMIに対する専門のサポートを現地語で実施する体制を構築。

M&Aによる効果(時価総額の推移)



- 2010年以降、産業機器用モータや車載用モータを有する企業を積極的に買収し、2017年度には2010年度の4倍以上となる時価総額を達成。

- 2018年、2019年は国内外工場及び拠点統廃合などによる減益といった影響により時価総額は減少しているものの、放熱部品メーカーである超衆科技や車載モータの制御機器を扱うオムロンオートモーティブ社の買収を実施している。

「現有競争力の強化型」の個社分析 (東京エレクトロン)

企業概要

- 半導体を生産するための半導体製造装置の製造・販売、スマートフォンやPCなどのディスプレイに使用されるFPD(フラットパネルディスプレイ)を生産するためのFPD製造装置の製造・販売を基幹事業としてビジネスを展開する企業。
- 2020年3月期においては、半導体製造における主要工程を網羅した製造装置を取扱う「半導体製造装置」事業(20年3月期売上:1.1兆円)、製造プロセスが一部共通しており半導体製造装置で培った製造ノウハウを活用可能な「FPD製造装置」事業(同661億円)、前述の2事業に分類されないグループ内の物流や施設管理業務などの「その他」(同195億円)の3事業にて構成されている。
- 特に半導体製造装置においては多数の製品で業界トップクラスのシェアを持っており(フォトレジスト塗布・現像装置では2019年に世界市場の91%を獲得)、米国のApplied Materials、オランダのASMLに次いで半導体製造装置メーカー世界3位の売上高を誇っている。

近時10年で実施したM&Aの概要

- 同社が近時10年で実施したM&Aは以下の3件である。

対象企業	業界	公表年月	金額 (百万円)	形態
エリコンソーラー	機械	2012/3	22,500	買収
ネクス・システムズ(NEXX)	機械	2012/3	17,248	買収
FSIインターナショナル(FSI)	機械	2012/8	19,753	買収

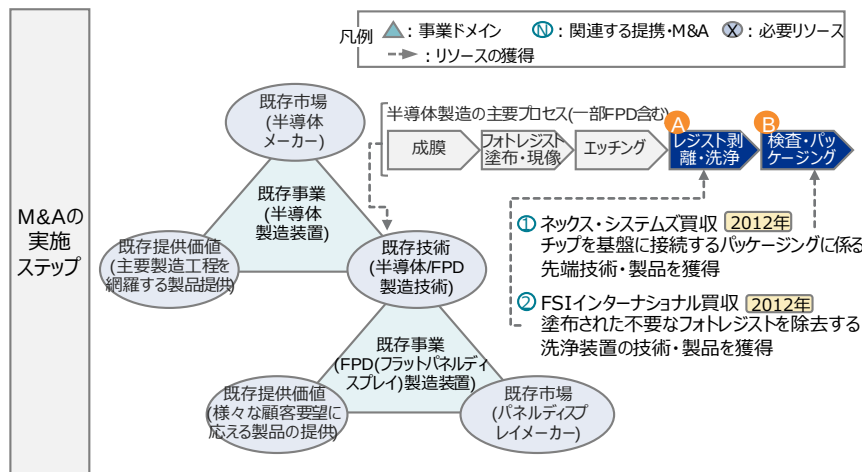
Note: 2012年3月のエリコンソーラー買収により太陽光パネル製造装置事業に本格参入したものの、市場環境の変化から投資回収が見込めないことから2014年に撤退を表明している。

Source: 有価証券報告書、決算短信・決算説明資料、アニュアルレポート、企業HP、レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析



M&Aの実施状況とその効果

M&Aの実施状況



A 東京エレクトロンが取扱う半導体製造装置のうち、2010年代前半に最重要課題の1つとされていたレジスト剥離・洗浄装置の競争力を即時に高めることを狙い、本領域で先端技術を持つFSIインターナショナルを2012年に買収。

B 上記に続き、半導体の微細化に伴い複雑化する顧客ニーズに応えるべく、性能向上に繋がるパッケージング領域での技術獲得を企図し、ネクス・システムズを2012年に買収。

M&Aによる価値創造の要因

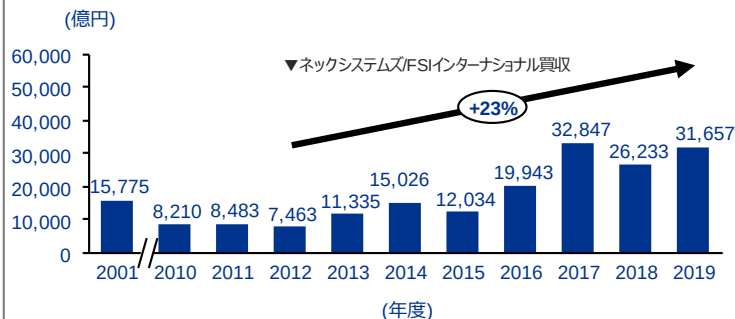
既存キャパシティを踏まえた統合計画の作成

既存事業の弱みを補う不足技術の獲得

技術革新のスピードが速い半導体製造/FPD製造装置領域にて、差別化された技術をタイムリーに開発・製品化して市場に投入するため、事前に既存の自社技術や世界各国の拠点ネットワーク・営業サポート力などの融合によるシナジー創出を検討した上でPMI計画を作成。

既存事業において自社の不足/注力技術をM&Aによりピンポイントで獲得することで、環境変化のスピードが速い事業領域で競争力を高めている。

M&Aによる効果(時価総額の推移)



- 2012年のネクス・システムズおよびFSIインターナショナル事業買収後、時価総額は堅調に推移。M&Aの実施により半導体製造プロセスの後工程を強化したことがその後の成長に寄与していると考えられる。

- 直近数年で目立ったM&Aのアクティビティは見受けられないものの、2013年には米国Applied Materialsとの経営統合(米司法省との間で見解に隔たりがあり2015年に破断も試みており、今後も既存事業の強化に繋がるM&Aを実施するものと推察される。

「新規事業による競争力の獲得型」の個社分析 (エムスリー)

企業概要

- 医療従事者向け情報サイト「m3.com」を中心に、医療に係る分野でインターネットを活用した様々なサービスやソリューションを手掛ける企業。
- 2020年3月期では、「m3.com」を核とした「メディカルプラットフォーム」事業(20年3月期売上:513億円)、治験業務に係る「エビデンスソリューション」事業(同214億円)、医療従事者向け人材サービスの「キャリアソリューション」事業(同154億円)、医療機関運営支援の「サイトソリューション」事業(同122億円)、海外向けサービスの「海外」事業(同300億円)、その他サービスの「その他エマージング事業群」(同33億円)の6事業を展開。

近時10年で実施したM&Aの概要

- 同社が近時10年で実施したM&Aは45件存在している。(以下は少額出資や金額不明を除く17件の一覧)

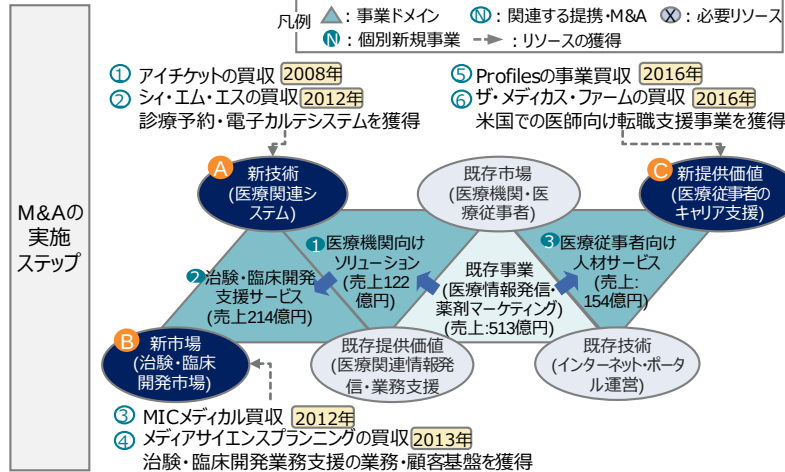
対象企業	業界	公表年月	金額 (百万円)	形態
メディカル・パイロット全事業分限会社	サービス	2011/8	58	買収
フジ・シー・アール・エス	サービス	2011/12	807	買収
MICメディカル	サービス	2012/6	2,551	買収
シー・エム・エス	ソフト・情報	2012/10	400	買収
メディアサイエンスプランニング	サービス	2013/12	6,694	買収
Kingye Co., Limited	ソフト・情報	2014/1	1,248	買収
Practice Match LLC	ソフト・情報	2014/5	1,662	事業譲渡
ノイエス	サービス	2014/12	192	買収
Profiles, LLC	ソフト・情報	2016/1	567	事業譲渡
Integrated Development Associates	サービス	2016/1	1,741	買収
ザ・メディカス・ファーム	サービス	2016/1	2,770	買収
アクシオ・メディカル・ホールディングス	ソフト・情報	2016/10	11,800	買収
コスモテック	その他販売・卸	2017/9	1,006	買収
ワイズ	サービス	2018/8	1,526	買収
新日本科学SMO	サービス	2018/9	1,000	買収
日本アルトマーク	ソフト・情報	2019/3	6,610	買収
DailyRounds, Inc.	ソフト・情報	2019/3	2,089	買収

Note: M&A実施状況内のM&Aの実施ステップの各事業を示す三角形の中に記載の売上は2020年3月期の値を示す。なお、図中には特定の事業に分類されないその他の「エマージング事業群」は含まれていない。

Source: 有価証券報告書、決算短信・決算説明資料、企業HP、各種公開情報をもとにKPMG分析

M&Aの実施状況とその効果

M&Aの実施状況



M&Aによる価値創造の要因

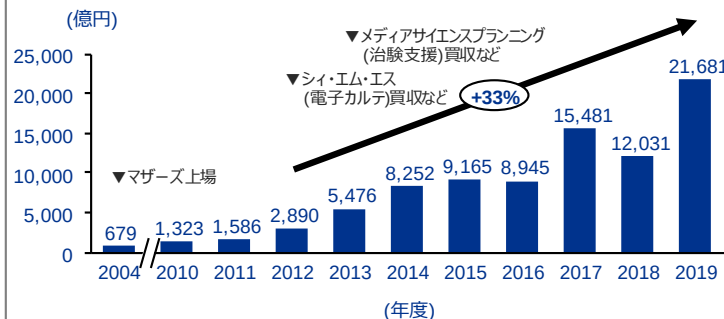
ステップを踏んだ計画的なシナジーの創出

買収先既存メンバーとの新規事業開発

①コスト改善にフォーカスした短期での業績改善、②「m3.com」での拡販など既存事業を活用した中期でのトップライン改善、③長期での新規事業の開発といったように、シナジーが創出しやすい施策からステップを踏んで取組むことでM&Aの成功確率を上げている。

買収先の事業を深く理解している既存の経営陣やスタッフを残し、エムスリーの既存事業やアセットを活用した新規事業開発に協力して取組むことで、スムーズな新事業の開発に繋がっている。

M&Aによる効果(時価総額の推移)



- 2004年のマザーズ上場以降、医療×IT領域の企業を中心に国内外で積極的にM&Aを実施(2007年には東証1部に鞍替え)。2019年には2010年の16倍以上となる時価総額を達成。
- 2018年は時価総額が減少しているが、これは積極的な人員拡充による採算の低下などが要因と推察。その後も医学教育サービスのDailyRounds買収などM&Aによる事業多角化を継続しており、2019年には時価総額も復調している。

「新規事業による競争力の獲得型」の個社分析 (ミネベアミツミ)

企業概要

- ベアリングなどの機械加工品の製造・販売や被測定体のひずみを計測する計測機器などの電子機器を主要事業とする企業。ミニチュア・小径ボールベアリング、航空機用ベアリング、HDD向け軸受部品、スマホ向けリチウムイオン電池用保護ICなどで世界トップシェアを誇る。MEMS技術や無線通信技術に強みがあり、アジアを中心に欧米にも海外拠点を有している。
- 2020年3月期では、ベアリングなどの「機械加工品」事業(2020年3月期売上高:1,864億円)、計測機器や液晶用バックライトなどの「電子機器」事業(同3,849億円)、買収したミツミが持つ半導体デバイスなどの「ミツミ」事業(同2,940億円)、同じく買収したユーシンが持つ自動車部品の「ユーシン」事業(同1,251億円)、自社製機械などの「その他」(同4億円)の5事業を展開。

近時10年で実施したM&Aの概要

- 同社が近時10年で実施したM&Aは13件である。(以下は少額出資は除く10件の一覧)

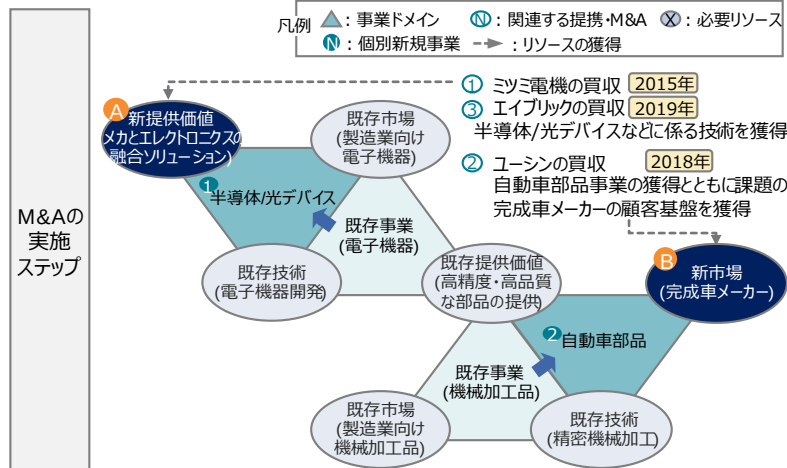
対象企業	業界	公表年月	金額 (百万円)	形態
第一精密産業	その他製造	2010/5		買収
モアテック	機械	2012/3	4,266	買収
JAPAN 3D DEVICES	精密	2014/8	375	買収
パラドックスエンジニアリング	通信・放送	2015/9		買収
ミツミ電機	電機	2015/12	42,163	買収
塩野製作所	輸送用機器	2014/12		事業譲渡
ザルトリウス・メカトロニクスT&H	電機	2014/12	10,000	買収
ユーシン	電機	2018/11	32,785	買収
エイブリック	電機	2019/12	34,393	買収
C&Aツールエンジニアリング	非鉄・金属製品	2017/8	4,874	買収

Note: 企業概要に記載のMEMSとはマイクロメートル単位の微小な機械部品やセンサーや電子回路などを組み合わせた複合的な電子部品を示す。

Source: 有価証券報告書、決算短信・決算説明資料、アナリアルレポート、企業HP、レコフM&Aデータベース、各種公開情報をもとにKPMG分析

M&Aの実施状況とその効果

M&Aの実施状況



A 2015年のミツミ電機の買収により半導体/光デバイス事業を獲得。従来の電子機器や機械加工品と獲得事業の融合により「エレクトロメカニクスソリューションズプロバイダー」としてIoT市場でのシェア拡大を狙っている。その後も2019年に半導体のエイブリックを買収するなど同事業の強化を図っている。

B 2018年に自動車部品のユーシンを買収。キーセットなどの自動車部品の獲得とともに課題であった完成車メーカーの顧客基盤を獲得。既存のメカとエレクトロニクスの知見が活かせる新たな成長分野として自動車市場に注力している。

M&Aによる価値創造の要因

- 統合初日までの徹底した現場準備
- 買収先人材の有効活用
- 是々非々のいここ取りの徹底

CEOの「Day1までが勝負」という思想の下、買収契約後は現場に多数のワーキンググループを設置し、統合に向けたシナジー創出案をボトムアップで徹底的に議論することを仕組化。

統合の際には対話を重視しており、CEO自らが「有能な人材はミネベアミツミの社長となることもあり得る」とメッセージを伝えるなど、買収先との信頼関係の構築と有能な人材の活用に注力。

たとえ買収する側であっても譲歩すべきところは譲歩することを基本姿勢とし、買収先の技術を生かすよう是々非々で最適解を探ることに注力することでシナジーの最大化を図る。

M&Aによる効果(時価総額の推移)



■ 現CEOが2010年に就任後、積極的にM&Aによる事業領域の拡大に取り組んでいる。2012年以降は時価総額が増加傾向に転じており、2015年のミツミ電機の買収が「ミツミ救済の色合いが濃い」との市場評価により一時減少につながったものの、その後シナジー創出に成功したことで再度の増加傾向をみせている。

■ 直近では時価総額が減少傾向を示しているが、今後もM&Aを活用した成長を目指すことを公表しており、シナジー創出による事業の拡大に取り組むとみられる。

「将来に向けた早期囲い込み型」の個社分析 (ソフトバンクG)

企業概要

- もともとは子会社であるソフトバンク株式会社やZホールディングスが提供するモバイル・インターネット事業を主要事業とする企業。
- 2010年代より積極的にM&A(米スプリント買収、英ARM買収など)を実施するとともに、2017年には投資ファンドであるフォートレス・インベストメント買収及び10兆円規模のソフトバンクビジョンファンドを組成。2020年3月期は投資ファンド運営の「ファンド」事業、移動体通信・インターネットの「ソフトバンク」事業、買収したARMによる「アーム」事業、米国モバイル端末流通の「ブライトスター」事業(2020年売却済み)、「その他」事業の5事業で構成。

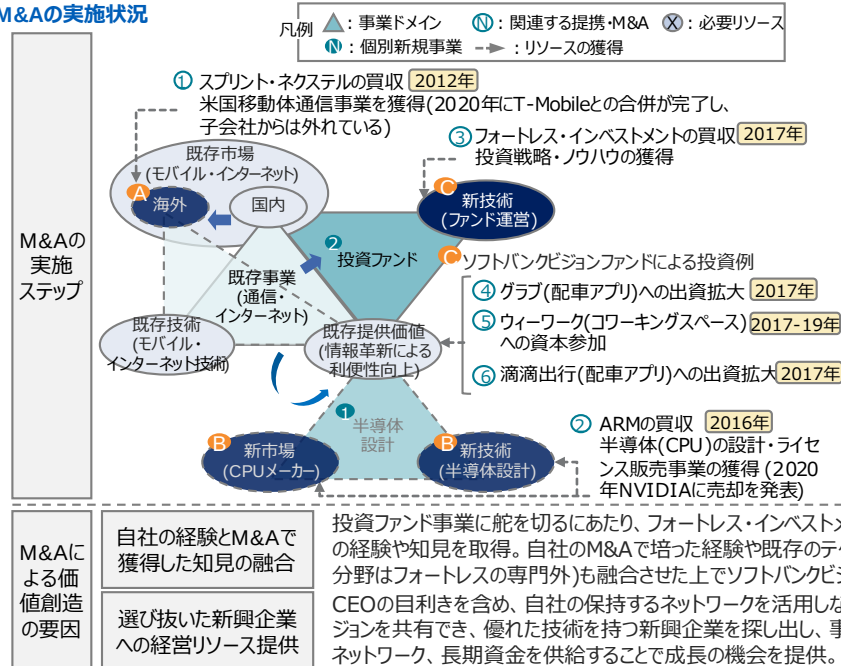
近時10年で実施したM&Aの概要

- 同社が近時10年で実施したM&Aは65件存在している。(以下は近時10年の金額規模上位20件のM&A一覧)

対象企業	業界	公表年月	金額 (百万円)	形態
イー・アクセス	通信・放送	2012/10	180,189	買収
スプリント・ネクステル・コーポレーション	通信・放送	2012/10	1,812,100	買収
スーパーセル	ソフト・情報	2013/10	154,700	買収
ブライトスター	その他販売・卸	2013/10	110,700	買収
フォワード・ベンチャーズ	その他小売	2015/6	124,000	資本参加
ソーシャル・ファイナンス(ソフファイ)	その他金融	2015/10	120,000	資本参加
アーム・ホールディングス	電機	2016/7	3,323,400	買収
ワンウェブ	通信・放送	2016/12	118,000	資本参加
フォートレス・インベストメント・グループ	その他金融	2017/2	372,900	買収
Xiaoju Kuaizhi Inc.	ソフト・情報	2017/5	550,000	出資拡大
クラブ	ソフト・情報	2017/7	223,480	出資拡大
ウィーク	サービス	2017/8	328,260	資本参加
滴滴出行	ソフト・情報	2017/12	452,560	出資拡大
ウーバーテクノロジーズ	ソフト・情報	2018/1	867,328	資本参加
ウィーク	サービス	2018/11	341,670	出資拡大
ウィーク	サービス	2019/1	216,360	出資拡大
ワンウェブ	通信・放送	2019/3	139,562	出資拡大
ワイヤード	ソフト・情報	2019/4	113,184	資本参加
ラビ	サービス	2019/5	111,670	資本参加
ウィーカンパニー	サービス	2019/10	1,030,800	出資拡大

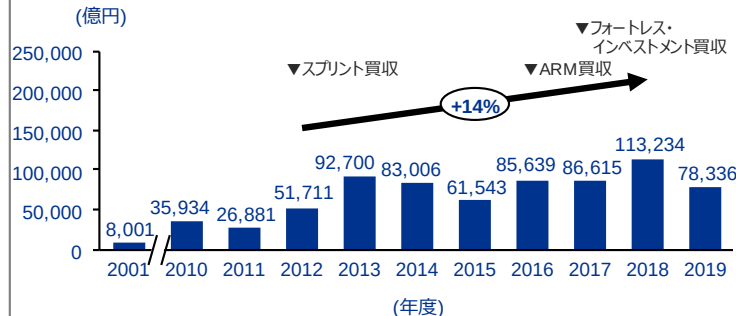
M&Aの実施状況とその効果

M&Aの実施状況



- A モバイル・インターネットサービスの海外展開のため、米スプリントを買収。2020年のT-Mobileとの合併により連結から外れたものの0.4兆円の手元資金で1.3兆円のリターンを獲得。
- B 2016年にARMを買収したが、2020年にNVIDIAに売却を発表。完了した場合80億ドル(買収金額の25%)の利益を得ると推測されている。
- C 2017年にフォートレス・インベストメントを買収するとともに、ソフトバンクビジョンファンドを組成し、事業形態を投資ファンドに移行。その後も様々なIT新興企業を中心に投資を実施。

M&Aによる効果(時価総額の推移)



- 2011年以降、時価総額は増加傾向にあり、特に2012年のスプリント買収後は2013年に2011年度の3倍以上の時価総額を達成している。
- その後もARMの買収やフォートレス・インベストメントの買収など積極的に大規模M&Aを実施し、2018年時点で11兆円を超える時価総額を達成。2019年は投資先のウィークの上場撤回などの影響により時価総額が減少したとみられるが、今後もビジョンファンドによる大規模M&Aが実施される可能性があると考えられる。

※「将来に向けた早期囲い込み型」は、将来の成長が期待される事業への種まきを目的とするため、上記のM&Aリストには資本参加・出資拡大を含めてリスト化を実施している。

Source: 有価証券報告書、決算短信・決算説明資料、アニュアルレポート、企業HP、各種公開情報をもとにKPMG分析



資料7

クロスインダストリーM&A実施企業の個社分析

事業転換型企業の事例 – 富士フイルム

国内

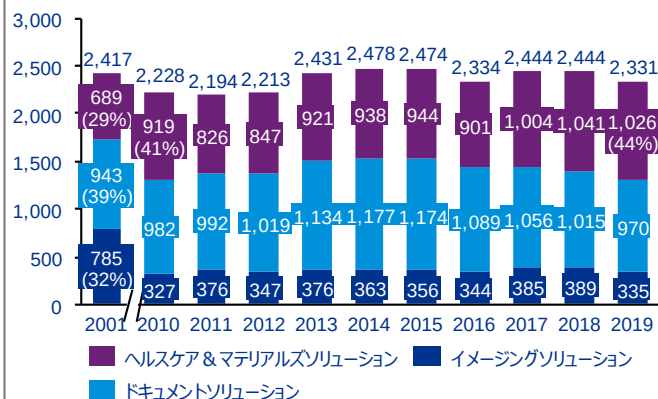
海外

企業概要

- もともと写真フィルムを主要事業としてきた企業であるが、2020年3月期時点では、医療品やメディカル機器、ディスプレイ材料などを扱う「ヘルスケア&マテリアルソリューションズ」事業、オフィス用複写機・複合機などを扱う「ドキュメントソリューションズ」事業、写真フィルム・デジタルカメラなどを扱う「イメージングソリューション」事業の3事業で構成されている。

セグメント別売上高の推移

(億円)

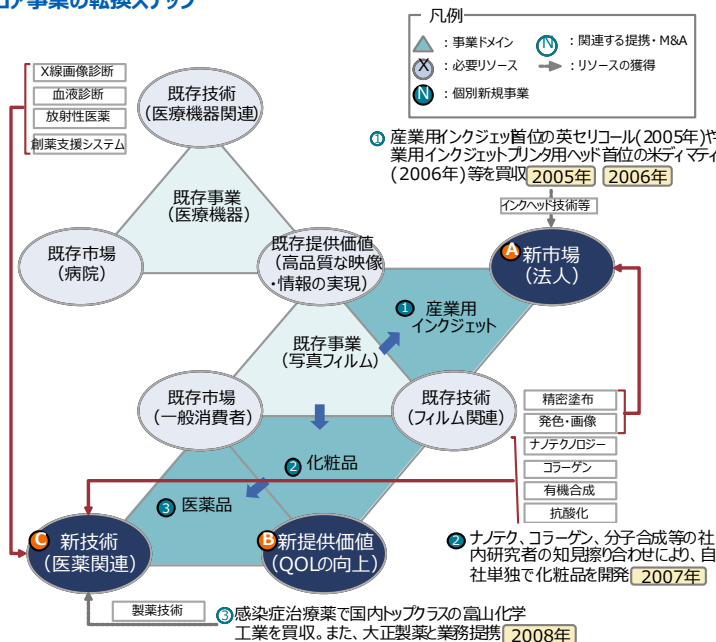


事業転換の背景・経緯

- デジタルカメラの台頭に伴い、フィルム市場は年率20-30%で減少。
- 収益の新たな柱を構築すべく、同社は市場成長が見込め、自社の保有技術を活用可能なヘルスケア市場への参入を検討。
- 2004年に中期経営計画「VISION 75」を発表し、その後ヘルスケア領域への参入を表明。
- 2007年には化粧品「アスタリフト」を発表し、化粧品市場への参入を実現。2008年には富山化学工業株式会社を買収し、医薬品市場への参入を実現。以降も、ソノサイトといった医療関連企業のM&Aを実施している。

M&Aの活用によるコア事業の転換ステップとその効果

コア事業の転換ステップ



A まずは、自社保有インク製造技術が活用しやすい「産業用インクジェット事業」領域をターゲットに、自社に無い最先端のインクヘッド技術等を各分野トップ企業の買収(2005年のセリコール、2006年のディマティクスなど)を通じて獲得、自社保有のインク製造技術と組み合わせて新市場(法人)を開拓。

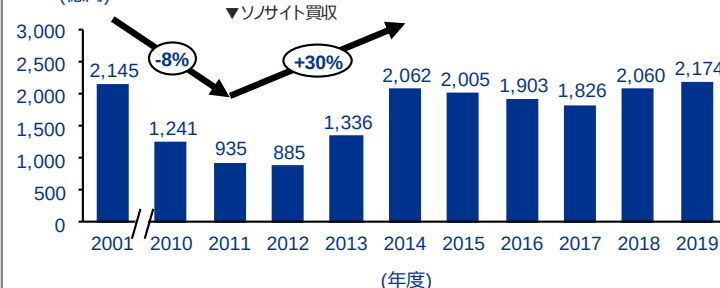
B 続いて、自社保有フィルム関連技術のうち、ナノテク・コラーゲン処理・抗酸化等の最先端技術の「横展開」により「化粧品事業」領域に参入(2007年にスキンケアのアスタリフト発売)、既存市場(一般消費者)に対して“新たな価値”を提供。

※ 化粧品事業は開発開始から約1年半で商品化を達成

C 「化粧品事業」を通じて高度化したコラーゲン技術・ナノテク・抗酸化技術等、医療機器で培った画像診断技術・創薬支援技術等に加え、“新たな価値”を基軸に、2008年に感染症治療薬で国内トップクラスの富山化学工業の買収や大正製薬と業務提携を実施、医療関連の新技術を確認。

コア事業転換による効果(時価総額の推移)

(億円)



- 2000年代は時価総額の減少傾向が続いていたものの、2008年の富山化学買収、2011年のソノサイト買収など積極的なM&Aを実施。

- 結果、時価総額が急上昇し、2014年度は近時10年で最低であった2012年度の2倍以上となる時価総額を達成している。直近の数年で目立ったM&Aは実施されていないものの、事業環境の変化に伴ってM&Aを活用する可能性もあるとみられる。

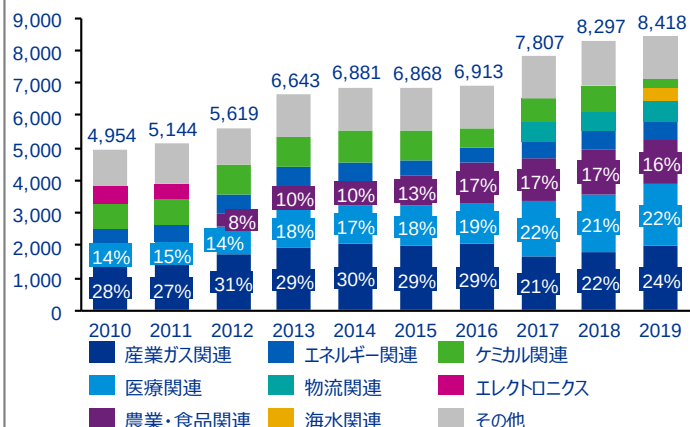
事業転換型企業の事例 – エア・ウォーター

国内

海外

企業概要

- 産業用ガス大手であり、様々な産業ガスを供給する産業ガス関連事業を主軸にしてきた。
- 事業環境の変化に柔軟に対応できるような「全天候型経営」を戦略として掲げており、従来の産業用ビジネス(産業ガス、ケミカル等)に加え、生活系ビジネス(医療、農業・食品関連等)に取り組んでいる。特に医療セグメントについては産業ガス関連セグメントと売上高比率で同水準に達している。

セグメント別売上高の推移
(億円)

事業転換の背景・経緯

- バブル崩壊後、製造業の業績が落ち込んだことや工場の海外移転が進んだことにより、国内における産業ガスの需要が減少。これを契機に「全天候型経営」の目標の下、産業用ビジネスに加え、医療や農業・食品といった生活系ビジネスを拡大することで1つの事業に依存しない経営体制を構築。
- 医療現場に酸素、亜酸化窒素、滅菌ガスなどを供給してきたことを背景に2003年より医療機器販売、医療設備工事といった医療関連事業に参入。
- 前身の1つである旧ほくさん社において、商品である液化窒素を利用した冷凍食品製造を行っていたことを背景に、食品事業も展開。2002年に旧雪印食品北海道工場を引き継ぎ、事業を本格化。
- 2009年に北海道千歳市のトマト農園を買収して農業に参入。ガス事業のノウハウをハウス内部に二酸化炭素を供給・制御する際に活用。その後、農業機械や青果物加工・卸販売へとバリューチェーンを拡大。

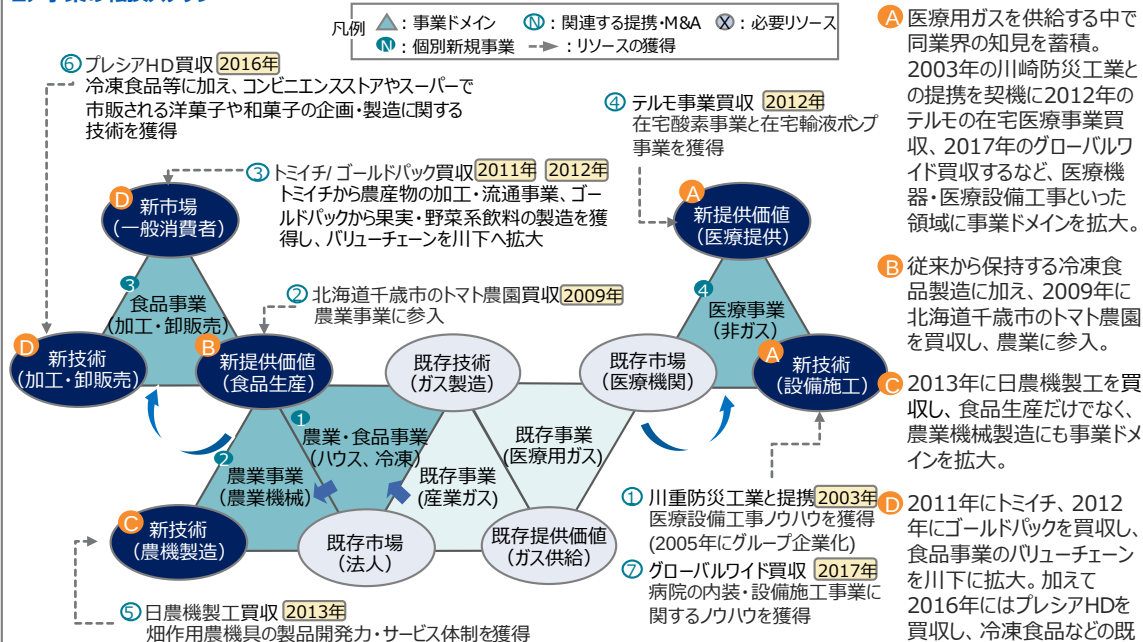
※「エレクトロニクス」事業は2012年度より「産業ガス」事業と統合され、2012年に「農業・食品関連」事業、2017年に「物流関連」事業、2019年に「海水関連」事業が新設された。

Source: 有価証券報告書、決算短信、決算説明資料、企業HP、各種公開情報をもとにKPMG分析

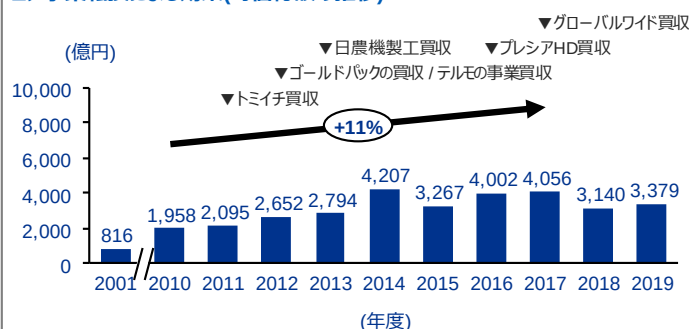


M&Aの活用によるコア事業の転換ステップとその効果

コア事業の転換ステップ



コア事業転換による効果(時価総額の推移)



- 2010年から2017年まで年平均成長率11%で成長し、2倍以上の時価総額を達成。
- 2018時は時価総額が減少しているが、無停電電源装置のシステム設計から施工・メンテナンスまで一貫した事業を手掛けるPower Partners Privateを買収し、エンジニアリング分野の新事業とするなど、引き続きM&Aを活用して事業拡大に取り組む姿勢がみられる。

事業転換型企業の事例 – NVIDIA

国内

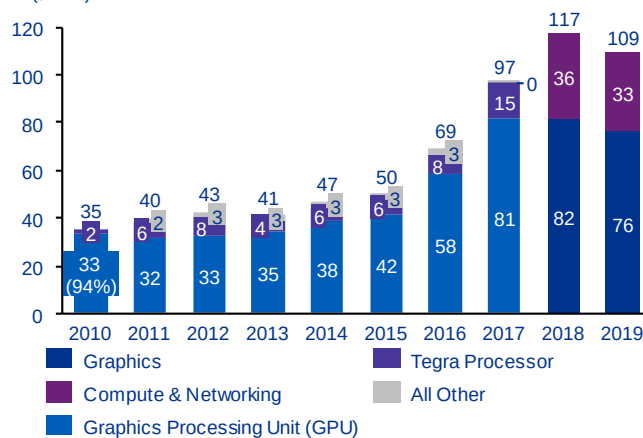
海外

企業概要

- もともと画像処理に特化した半導体であるGPU(Graphics Processing Unit)を主力事業としてきたが、2020年1月期時点では、従来のGPUなどを扱う「Graphics」事業(「GPU」事業)、データセンターやネットワーク製品を扱う「Computer & Networking」事業の2事業で構成されている。

セグメント別売上高の推移

(億ドル)

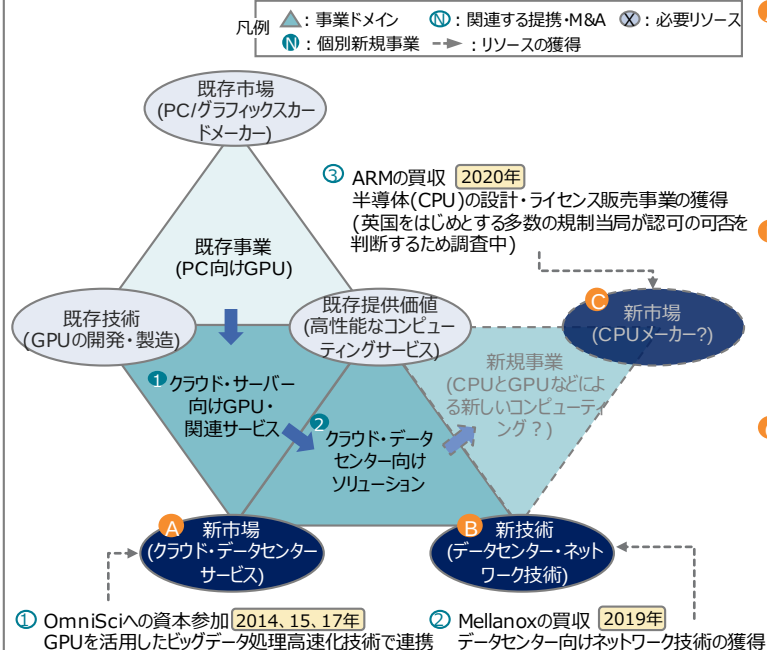


事業転換の背景・経緯

- PCの普及以降、GPUを含む半導体の微細化・高性能化が急速に進行したが、2010年以降そのスピードが鈍化し、微細化に頼った高性能化は徐々に難しくなり同じGPUを製造するAMDなどの競争が激化。
- 一方、クラウド、AI、IoTなど、同社がこれまで蓄積してきた画像処理向け高性能半導体(GPU)の演算能力を活かせる市場が急拡大しており、2015年からこれら領域に事業を拡大・注力することを表明。
- 2018年にはMellanox Technologiesを買収し、データセンター向けネットワーク技術を獲得。クラウド・データセンター向けのソリューション提供にビジネスを拡大。2020年には半導体(CPU)の設計のARM買収を発表しており、更なる事業の拡大・多角化が見込まれる。

M&Aの活用によるコア事業の転換ステップとその効果

コア事業の転換ステップ



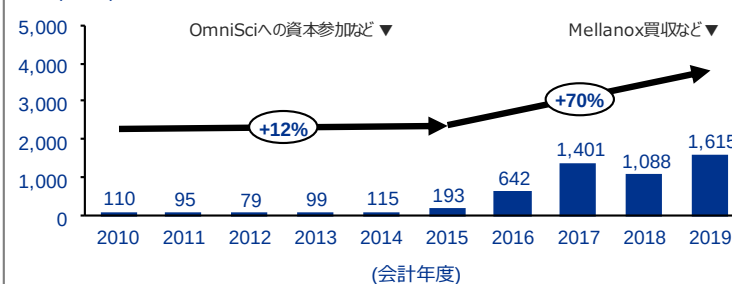
A 2010年代前半までは画像処理に特化した半導体のGPUをグラフィックスカードメーカーやPCメーカーなどに販売。その後、クラウド、AI、IoT市場の急拡大に伴い、これらシステムの提供に高性能な演算処理を必要とするクラウド・データセンターサービス領域において、GPUだけでなくAIや分析ツールなどの関連サービスを提供。

B GPUの提供に加え、2019年にはデータセンター向けのネットワーク技術を開発・提供するMellanox Technologiesを買収。GPUによる高性能演算処理の提供に留まらず、ネットワーク処理も効率化するデータセンター向けソリューションの提供に事業を拡大。

C 2020年には英国半導体設計大手のARMの買収を発表。規制当局の承認が下りていないものの、買収完了後はこれまで競合だった半導体メーカーが顧客となるとともに、自社のGPUやネットワーク技術と組み合わせた新たなコンピューティングアーキテクチャやソリューションが開発されると推察される。

コア事業転換による効果(時価総額の推移)

(億ドル)



従来のGPUの販売からクラウド、AI、IoTへの注力表明し、OmniSciへの資本参加などを実施した後、2015年以降は時価総額が急増。2020年には2010年の14倍以上となる時価総額を達成。

2018年には仮想通貨市場の停滞に伴うGPUの需要低下により一時的な減少がみられるものの、その後もMellanox、ARMの買収を実施しており、時価総額も再び増加している。

Note: 2017年度(2018年1月期)までは「Graphics Processing Unit」事業と「Tegra Processor」事業の2事業で構成されていたが、2018年度(2019年1月期)以降は「Graphics」と「Compute & Networking」の2事業に再編されている。

Source: Capital IQ M&A/企業情報データベース、企業HP、各種公開情報をもとにKPMG分析

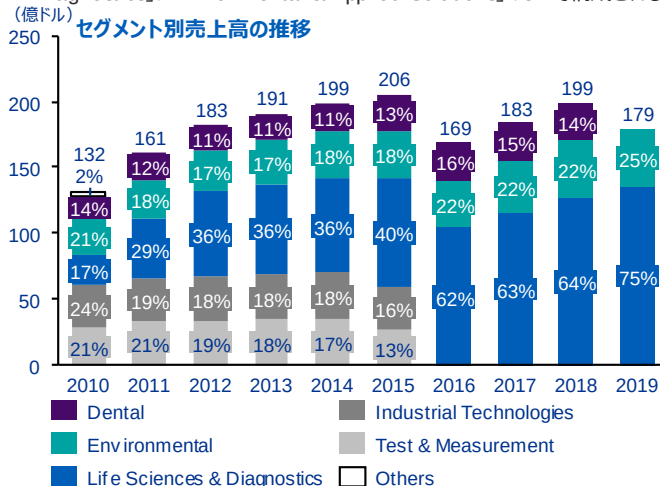
事業転換型企業の事例 – Danaher

国内

海外

企業概要

- Danaherはもともと工業機械を主力とし、多数の関連企業の買収およびダイナハー・ビジネス・システム(DBS)と呼ばれる継続的なオペレーション改善アプローチによって収益を改善し成長してきた。近年ではライフサイエンスに力を入れており、2019年度のポートフォリオは「Diagnostics」「Life Sciences & Diagnostics」「Environmental & Applied Solutions」の3つで構成される。



事業転換の背景・経緯

- Danaherは株主価値の最大化のためにコアビジネスへ注力し、事業の選択と集中に取り組んでいる。生産拠点の海外移転等により米国の製造業の低成長が続く状況を踏まえ、工業機械からライフサイエンスへと事業転換。
- 2010年時点では工業機械部門(「Industrial Technologies」「Test & Measurement」セグメント)が売上高の47%を占める主力であったが、当該事業(具体的には計測、テレマティクス、オートメーション分野などの機器・器具メーカー)を2015年にFortiveとしてスピノフ、2018年には歯科部門(「Dental」セグメント)をEnvistaとしてスピノフし、ライフサイエンス分野へトメインの重心を移している。
- 直近でライフサイエンス関連部門(「Diagnostics」及び「Life Sciences」)の売上比割合は75%に達する。

Note: 「Life Sciences & Diagnostics」セグメントは2016年に「Life Sciences」「Diagnostics」セグメントに分割されたが、便宜上旧セグメント名で示した。「Environmental」セグメントについても2016年に「Environmental & Applied Solutions」セグメントとなったが旧セグメント名で示した。

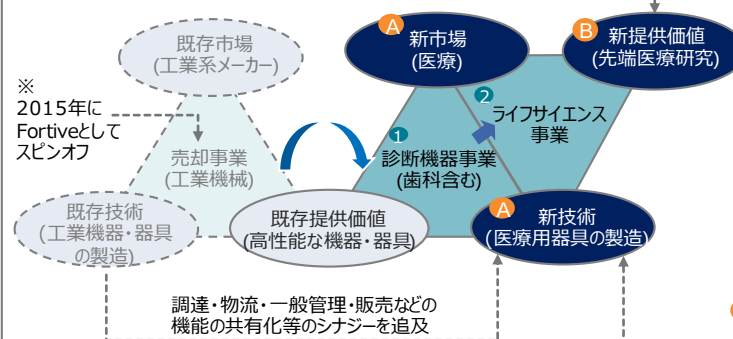
Source: Capital IQ M&A/企業情報データベース、企業HP、各種公開情報を基にKPMG分析

M&Aの活用によるコア事業の転換ステップとその効果

コア事業の転換ステップ

- ② Leica Microsystemsの買収 (2005年)
微細構造とナノ構造の分析のための顕微鏡および科学機器を開発、製造する事業を獲得し、ライフサイエンス事業に参入
- ④ Pallの買収 (2015年)
バイオテクノロジー医薬品や細胞療法を開発・生産する事業を獲得
- ⑥ GE Healthcare Life SciencesのBioPharma 事業の買収 (2019年)
バイオ医薬の研究開発体制を獲得

凡例 ▲: 事業ドメイン N: 関連する提携・M&A X: 必要リソース
N: 個別新規事業 →: リソースの獲得



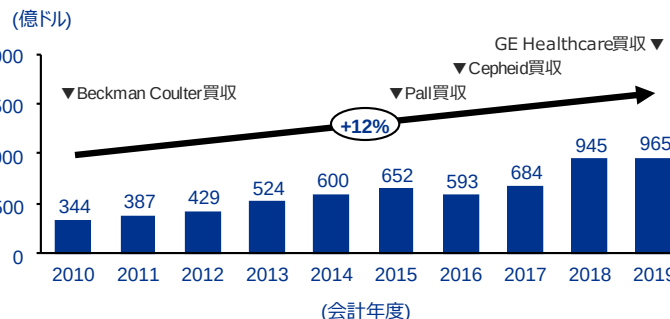
- ① Radiometerの買収 (2003年)
急性期医療診断事業を獲得し、診断機器事業に参入
- ③ Beckman Coulterの買収 (2010年)
臨床検査機器の製造技術を獲得
- ⑤ Cepheidの買収 (2016年)
感染症遺伝子検査機器の製造技術を獲得
- ※ 歯科部門は2018年にEnvistaとしてスピノフ

- A 急性期医療診断事業を展開するRadiometerを2003年に買収し、診断機器事業に参入。その後も2010年のBeckman Coulterや2016年のCepheidなど、数千億円規模の大規模買収を続ける。事業転換の際には以下の視点により成功確率を高めている。

- 成長市場を見極め、当該市場での事業全体の計画を立てることで、必要なM&Aとその順序を精緻に把握
- 買収候補企業の優位性、Danaher傘下での経営改善の可能性(調達・物流・一般管理・販売などの機能の既存事業との共有化等)を検討し、買収対象を厳選
- 事業全体の計画に必要な企業を続けて獲得し、買収企業間でシナジーを創出

- B 2005年のLeica Microsystems買収は診断機器事業を強化するだけでなく、ライフサイエンス事業参入の足掛かりとなった。その後2015年度のPall、2019年度のGE Healthcareといった1兆円超の買収を続けて実施しており、ライフサイエンス分野をコアビジネスと捉えている姿勢がうかがえる。

コア事業転換による効果(時価総額の推移)



- 2010年から2019年における時価総額の年平均成長率は12%と高成長を記録。
- 2015年から2016年の時価総額は若干の落ち込みを示しているが、これは工業機械部門のスピノフによるものと推察される。
- 2017年以降の時価総額は再び増加傾向を示し2015年時点の数値を上回っている。これはライフサイエンス分野に注力するために事業の選択と集中を行ったDanaherの経営戦略が市場によって評価されていることを裏付けていると考えられる。



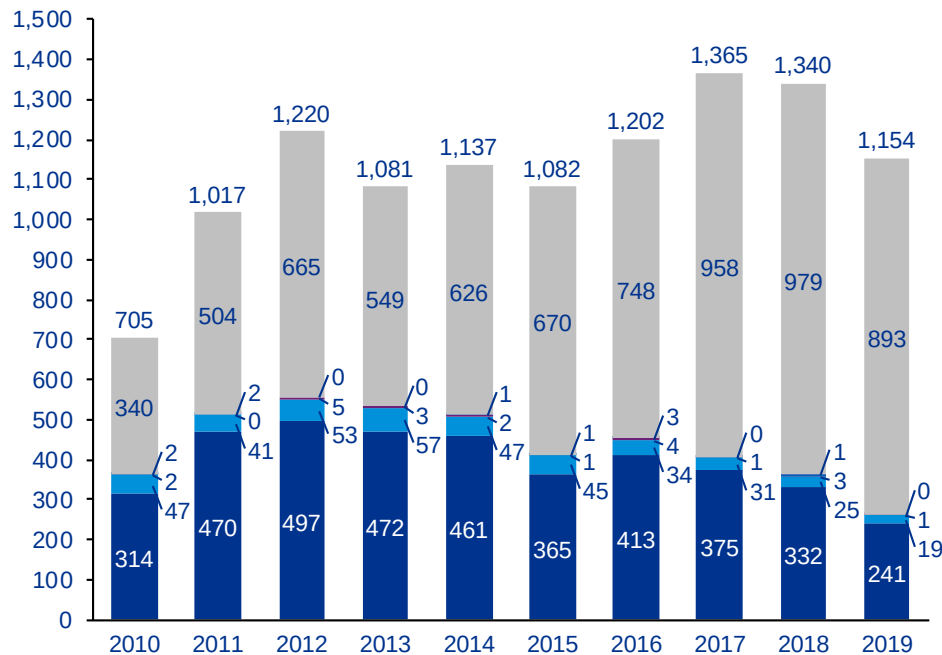
資料8

国内のM&Aにおける買収対価のトレンド

近時10年のM&Aにおける買収対価 ～日本(1/2)

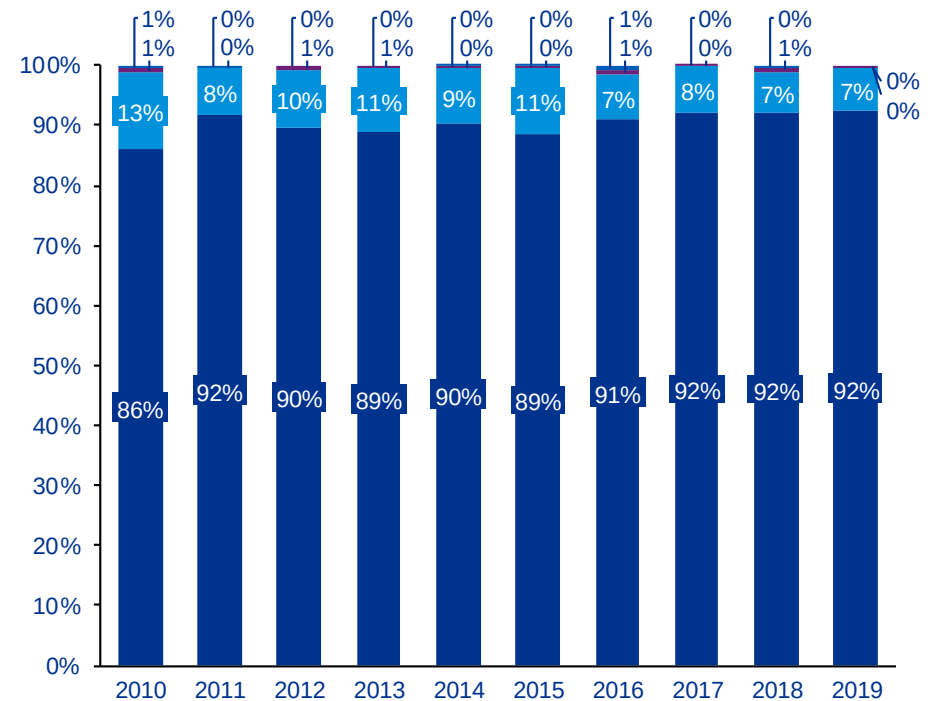
対価種別が把握できる案件を総数とした場合、日本では現金対価型のM&Aが全体の9割を占め、株式対価型・混合対価型のM&Aは1割程度となっている。

近時10年の対価別のM&Aの実施件数



現金対価
株式対価
混合対価
その他
N/A

対価別の構成比(N/Aを除く)



現金対価
株式対価
混合対価
その他

Note: レコフと比べCIQデータの方が対価データが豊富であったため、この分析に限りCIQデータを利用。東証1,2部、ジャスダック、マザーズを主要上場先とする3,620社により近時10年に実施されたM&A案件11,303件を対象に分析を実施。
なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

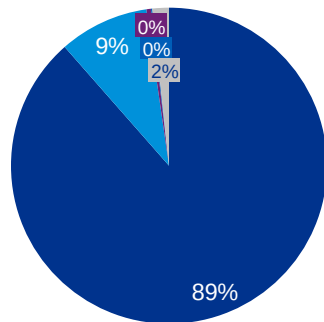
Source: Capital IQをもとにKPMG分析

近時10年のM&Aにおける買収対価 ～日本(2/2)

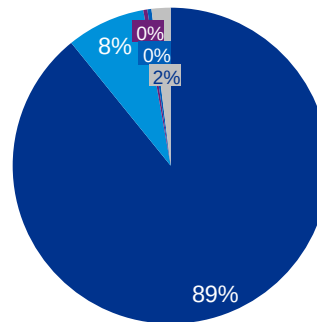
案件規模別にみても選択される対価の傾向に大きな差異は見られない。

取引規模別にみる買収対価の傾向(近時10年の累計ベース)

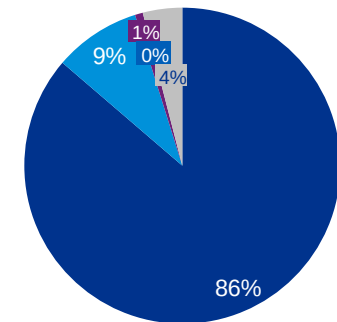
1億ドル未満(n=3,494)



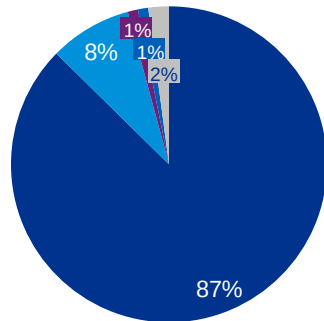
1億ドル以上5億ドル未満(n=720)



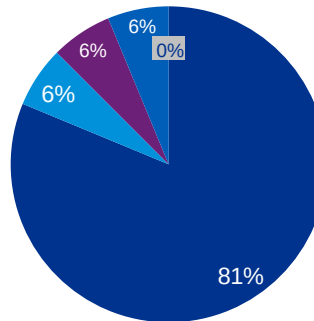
5億ドル以上10億ドル未満(n=124)



10億ドル以上50億ドル未満(n=95)



50億ドル以上 (n=16)



Note: レコフと比べCIQデータの方が対価データが豊富であったため、この分析に限りCIQデータを利用。東証1,2部、ジャスダック、マザーズを主要上場先とする3,620社により近時10年に実施されたM&A案件11,303件のうち、買収価格が公表されていない6,854件を除いた4,449件を対象に分析を実施。なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQをもとにKPMG分析



資料9

国内における混合対価型の資金調達構造

混合対価型の資金調達スキーム－武田×シャイアー(1/2)

国内

海外

案件概要

概要

- 2018年3月に発表された、日本の製薬企業である武田薬品工業によるアイルランドの製薬大手シャイアーの買収案件
- 買収金額は5.8兆円、取得比率は100%

買収会社における経営戦略上の位置づけ

- がん、中枢神経、消化器系疾患、ワクチンといった中核事業を強化するとともに、希少疾患等の新たな領域において主導的な地位を確保
- 世界の製薬市場の約4割を占める米国での事業基盤を獲得
- 新薬開発に必要な規模及び資金力を獲得

対価

- 対価種類：Cash 47.5%、Stock 52.5%

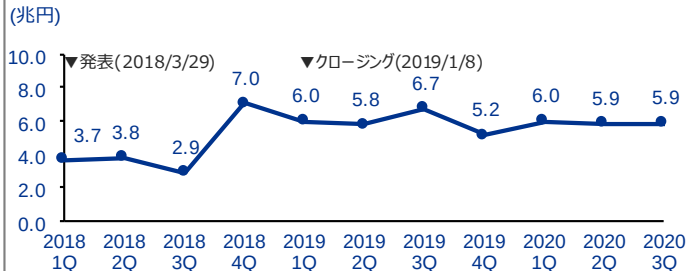
シャイアーの株式1株に対し、30.33ドルの金銭と、第三者割当による武田薬品工業の新株0.839株またはADS(米国預託株式)1.678株のいずれかを対価として交付

- 買収プレミアム：59.6%

武田薬品工業のシャイアーに対するオファーへの潜在的関心についての憶測報道がなされる前の最終営業日である2018/3/23におけるシャイアー株の終値が42.83ドル

対価は金銭と武田薬品工業株(シャイアーの取締役が原則として武田による買収対価を推奨する意図がある旨を公表した日の前日である2018年4月23日時点)の合計で68.35ドル

時価総額推移



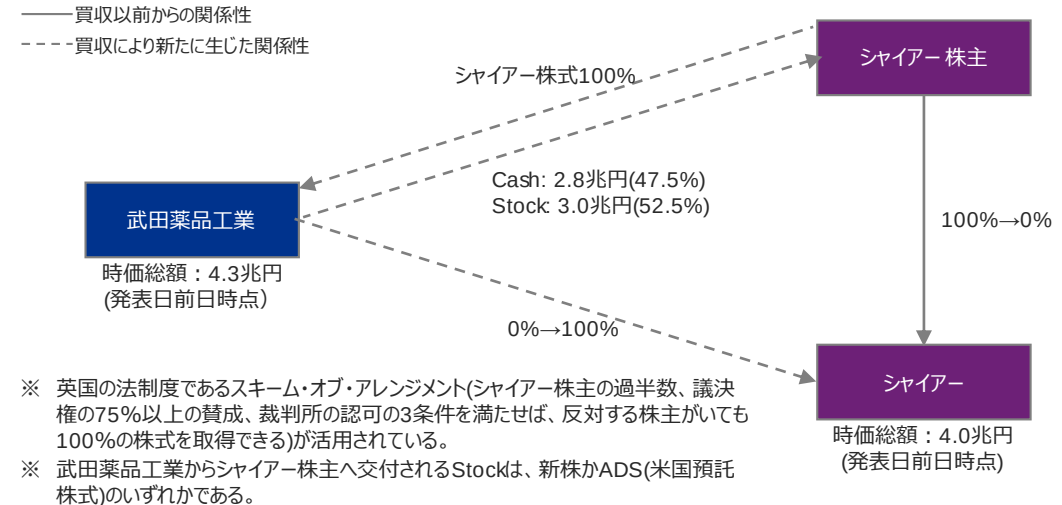
Note: 買収額はCapital IQにおけるConsideration to Shareholdersの値を採用。対価計算における為替レートは2018/3/23時点及び2018/4/23時点のものを採用。

Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析

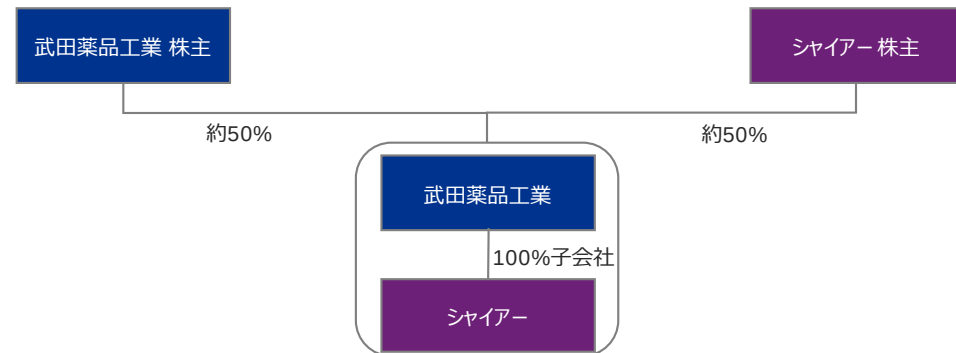


買収スキーム

買収に係るCash, Stockの動き



クロージング時の状況



混合対価型の資金調達スキーム – 武田×シャイアー(2/2)

国内

海外

資金調達スキームとその特徴

- 買収資金確保のため買収発表からクロージングにかけてブリッジファイナンスをはじめとする融資を獲得したのち、社債発行による長期資金への移行、劣後ローン調達による格付低下抑制に取り組む資金調達スキーム(パーマナントアウト等)が採用されている。
- 2019年5月以降は負債削減のためノン・コア事業の売却に積極的に取り組んでおり、純有利子負債/調整後EBITDA倍率を2倍にする目標を掲げている。

武田薬品工業による主な資金調達実績一覧

リリース日	種類	主要目的	概要	金額	償還期日・返済日
2018年5月8日	融資	買収資金調達	364-Day Bridge Credit Agreement (JP Morgan Chase Bank, N.A., 三井住友銀行、三菱UFJ銀行) ※2018年12月21日に支払の目的付き、総借入限度額が消滅	総借入限度額308.5億米ドル (第1トランシェ:153.5億米ドル、 第2:45億、第3:75億、第4:35億)	第1乃至第3:借入の実行日から364日後、 第4:借入の実行日から90日後
2018年6月8日	融資	買収資金調達	Term Loan Credit Agreement (P Morgan Chase Bank, N.A., 三井住友銀行、三菱UFJ銀行、みずほ銀行)	総借入限度額75億米ドル	-
2018年10月26日	融資	買収資金調達	Senior Short Term Loan Facility Agreement (リードorenジャー兼ブックランナー: 三井住友銀行、三菱UFJ銀行)	総借入限度額5,000億円	借入の実行日から1ヶ月、2ヶ月、3ヶ月又は6ヶ月後の日
2018年10月26日	融資	格付低下抑制・長期資金化	劣後特約付コミット型シニョーローン (リードorenジャー兼ブックランナー: 三井住友銀行、三菱UFJ銀行)	総借入限度額5,000億円	借入の実行日から60年後の応当日
2018年11月16日	社債発行	長期資金化	2020,22,26,30年満期ユーロ建無担保普通社債	総額75億ユーロ	2020,22,26,30年
2018年11月20日	社債発行	長期資金化	2020,21,23,28年満期米ドル建無担保普通社債	総額55億米ドル	2020,21,23,28年
2018年12月3日	融資	買収資金調達	JBICとのLoan Agreement	総借入限度額37億米ドル	-
2019年5月9日	ノン・コア資産売却	負債削減	XiidraのNovartis社への譲渡	4億米ドル+最大19億米ドルのマイルストーン	-
2019年5月31日	社債発行	格付低下抑制・長期資金化	ハイブリッド社債(劣後特約付社債)	5,000億円	2079年6月6日
2019年10月15日	ノン・コア資産売却	負債削減	中近東・アフリカにおける一部の一般用医薬品およびノンコア資産のAcino社への譲渡	総額2億米ドル以上	-
2019年11月5日	ノン・コア資産売却	負債削減	ロシア・CISにおける一部の一般用医薬品およびノンコア資産のSTADA社への譲渡	6.6億米ドル	-
2020年3月2日	ノン・コア資産売却	負債削減	ラテンアメリカにおける一部の一般用医薬品およびノンコア資産のHypera Pharma社への譲渡	8億2,500万米ドル	-
2020年4月24日	ノン・コア資産売却	負債削減	欧州における一部の一般用医薬品およびノンコア資産のOrifarm社への譲渡	最大約6億7,000万米ドル	-
2020年6月11日	ノン・コア資産売却	負債削減	アジア・パシフィックにおける一部の一般用医薬品およびノン・コア資産のCelltrion社への譲渡	最大2億7,800万米ドル	-
2020年6月30日	社債発行	長期資金化	2030,40,50,60年満期ユーロ建無担保普通社債	総額70億米ドル	2030,40,50,60年
2020年6月30日	社債発行	長期資金化	2027,29,32,40年満期ユーロ建無担保普通社債	総額36億ユーロ	2027,29,32,40年
2020年8月24日	ノン・コア資産売却	負債削減	武田コンシューマーヘルスケア株式会社株式のBlackstoneへの譲渡	2,420億円	-
2020年9月8日	ノン・コア資産売却	負債削減	欧州における一部のノン・コア資産のCheplapharm社への譲渡	約5億6,200万米ドル	-
2020年9月16日	ノン・コア資産売却	負債削減	TachoSil®のCorza Health社への譲渡	3億5,000万ユーロ	-
2020年12月21日	ノン・コア資産売却	負債削減	中国におけるノン・コア資産のHasten社への譲渡	3億2,200万米ドル	-
2021年2月1日	ノン・コア資産売却	負債削減	TachoSil®のCorza Health社への譲渡	3億5,000万ユーロ	-

Note: D/Eレシオは少数株主持分や優先株式も含めて算出している。Debt, Equity, EVは各期末時点の値、EBITDAは当期予想値を用いている。

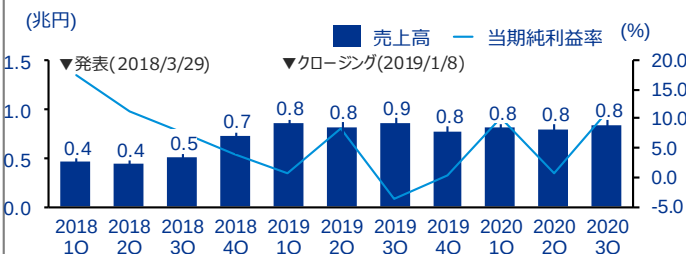
Source: Capital IQ及び各種公開情報、KPMG分析



案件実施後の効果

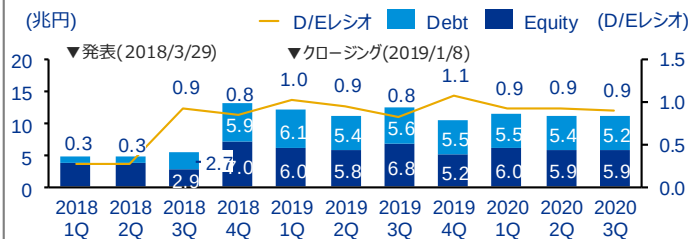
業績面のインパクト

買収により売上高は増大したものの、買収後の伸びは小さい。一方で当期純利益率はノン・コア事業の売却やコストシナジーを受けて改善傾向。



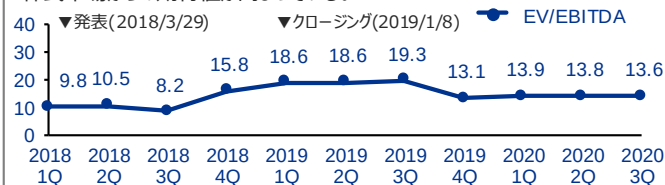
財務面のインパクト

買収に伴う有利子負債の調達及びシャイアーが従前から保有していた有利子負債の影響により2018年度3Q以降D/Eレシオが上昇。買収完了後にノン・コア事業売却を行ったが負債削減は大きくは進まず、D/Eレシオも一定水準を推移。



株式市場からの評価

EV/EBITDA倍率はクロージングに伴い増加したが、その後は時価総額が伸び悩み、緩やかな増加に留まっている。特に直近はEBITDAの増加により減少傾向を示しているが、買収前の水準比ではEV/EBITDA倍率は上昇しており株式市場からの期待値が高まっている。





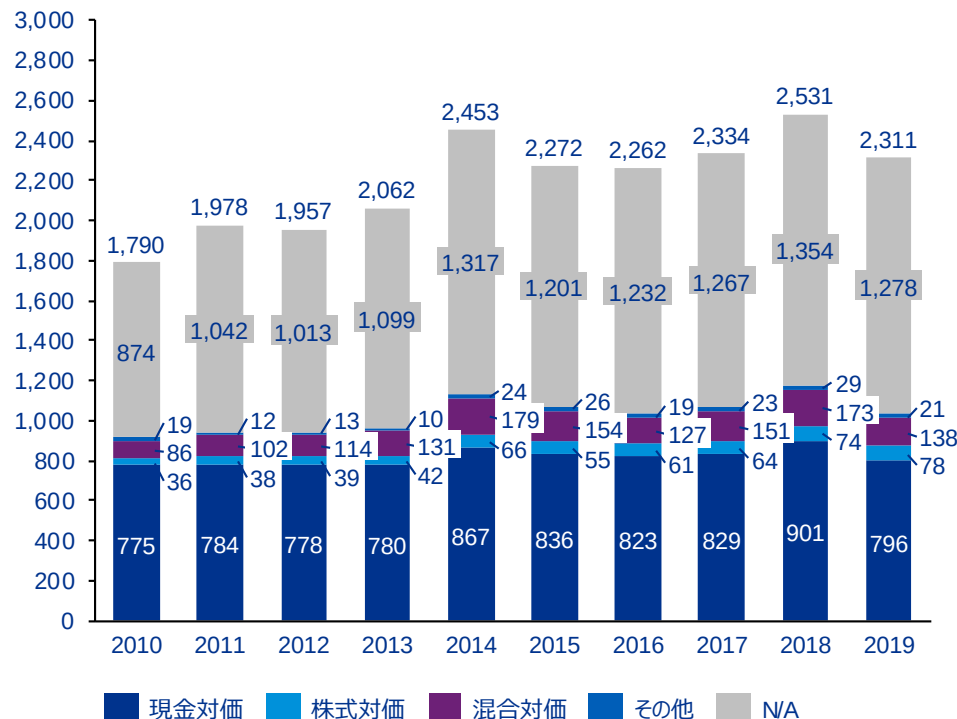
資料10

米国のM&Aにおける買収対価のトレンド

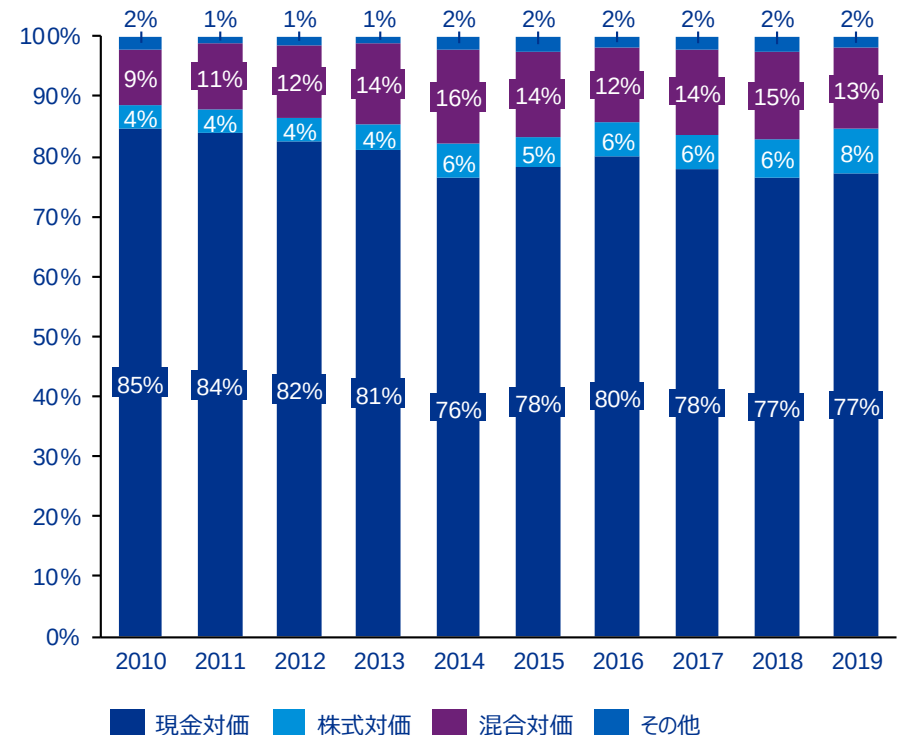
近時10年のM&Aにおける買収対価 ～米国(1/2)

対価種別が把握できる案件を総数とした場合、米国では現金対価型のM&Aが全体の8割を占めるが、株式対価型・混合対価型のM&Aはも2割程度と一定数存在する。

近時10年の対価別のM&Aの実施件数



対価別の構成比(N/Aを除く)



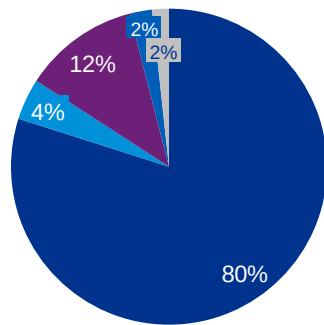
Note: NYSE, NASDAQを主要上場先とする5,005社により近時10年に実施されたM&A案件21,950件を対象に分析を実施。なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。
Source: Capital IQをもとにKPMG分析

近時10年のM&Aにおける買収対価 ～米国(2/2)

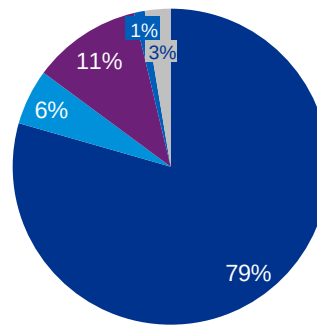
米国では案件規模が大きくなるに従い、現金と株式の双方を対価として活用する混合対価型の割合が多くなっている。

取引規模別にみる買収対価の傾向(近時10年の累計ベース)

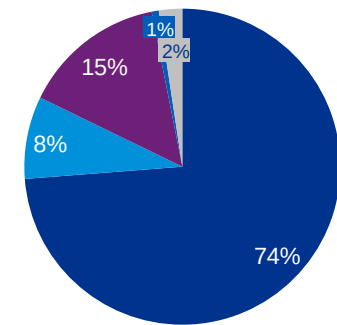
1億ドル未満(n=6,924)



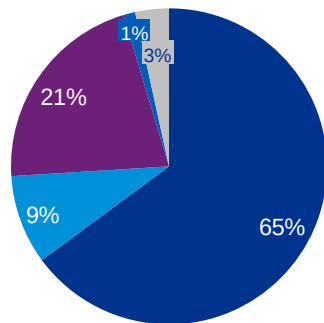
1億ドル以上5億ドル未満(n=2,247)



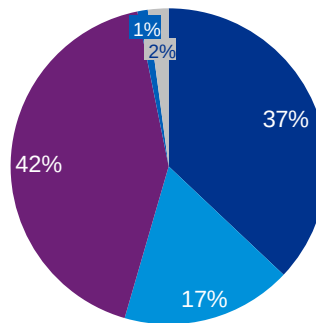
5億ドル以上10億ドル未満(n=545)



10億ドル以上50億ドル未満(n=581)



50億ドル以上 (n=189)



Note: NYSE, NASDAQを主要上場先とする5,005社により近時10年に実施されたM&A案件21,950件のうち、買収価格が公表されていない11,464件を除いた10,486件を対象に分析を実施。なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aはデータ上で値が存在しないか、N/Aと記載されているものを指す。

Source: Capital IQをもとにKPMG分析



資料11

米国における混合対価型の資金調達構造

混合対価型の資金調達スキーム – AT&T×Warner Media(1/2)

国内

海外

案件概要

概要

- 2016年10月に発表された、米国の情報通信業であるAT&Tによる米国のメディア企業であるWarner Mediaの買収案件
- 買収金額は830億ドル、取得比率は100%

買収会社における経営戦略上の位置づけ

- 通信事業の成長鈍化に伴い進出していた映像サービス事業における強化施策の一環
- Warner Media傘下のWarner Bros.やCNNといったコンテンツを獲得し、TVやデジタル動画向けのターゲット広告を用いた広告事業の構築を企図

対価

- 対価種類：Cash 50.0%、Stock 50.0%

Warner Mediaの株式1株に対し、1株当たり53.75ドルの現金と53.75ドル相当のAT&T株を対価として交付

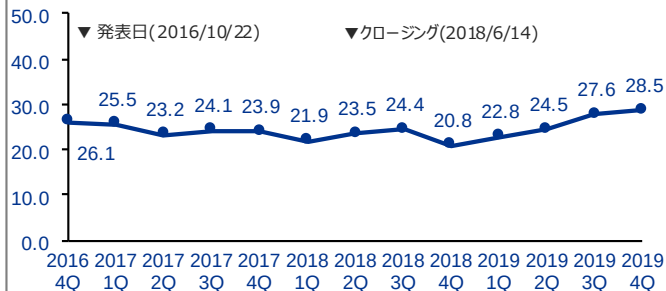
- 買収プレミアム：20.1%

発表日前日である2016年10月21日におけるWarner Media株の終値が89.48ドル

対価は現金とAT&T株(2016年10月21日時点)の合計で107.50ドル

時価総額推移

(百億ドル)

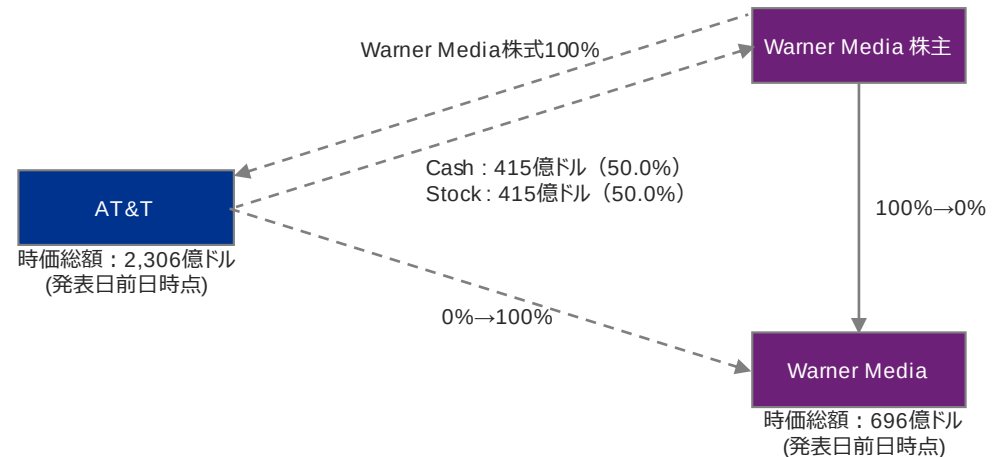


買収スキーム

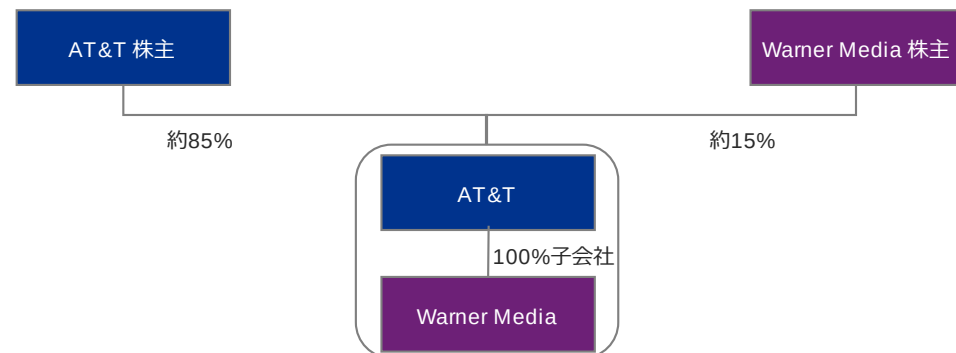
買収に係るCash, Stockの動き

—— 買収以前からの関係性

----- 買収により新たに生じた関係性



クロージング時の状況



Note: 買収額はCapital IQにおけるConsideration to Shareholdersの値を採用。。対価計算における為替レートは発表日前日時点のものを採用。

Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析

混合対価型の資金調達スキーム – AT&T×Warner Media(2/2)

国内

海外

資金調達スキームとその特徴

- 対価のうちCash部分については、買収資金確保のため買収発表からクロージングにかけてブリッジファイナンスをはじめとする融資を獲得したのち、社債発行による長期資金への移行に組み込む資金調達スキームが採用されている。社債の早期償還や融資の早期返済の動きも見られることから、長期資金への移行に加え、格付低下抑制を図っていると推測される。
- 対価のうちStock部分については新株を発行しているが、クロージングから16か月後の2019年10月に発表した3か年計画(下記「AT&Tによる3か年計画」参照)において自社株買いを行う旨の記載があり、株式の希薄化を改善する姿勢が読み取れる。
- 2019年1月以降は負債削減のためノン・コア事業の売却に取り組んでおり、下記一覧の対象期間以降も資産売却を行っているほか、2019年10月に発表した3か年計画においても資産売却を進める方針が謳われている。

AT&Tによる主な資金調達実績一覧(発表日～クロージングの1年後までを対象とする)

リリース日	種類	主要目的	概要	金額	償還期日・返済日
2016年10月22日	融資	買収資金獲得	Bridge loan (JP Morgan Chase, Bank of America)	400億ドル	最大18か月
2016年11月15日	融資	長期資金化	Term loan credit agreement (JP Morgan Chaseなど)	100億ドル (トランシェA: 2.5年 トランシェB: 2～4年)	
2017年6月7日	社債発行	長期資金化	社債の発行	70億ユーロ	2023～36年
2017年7月27日	社債発行	長期資金化	社債の発行	225億ドル	2023～58年
2018年2月15日	早期償還・返済	格付低下抑制・ 長期資金化	未決済社債の現金での購入	約2000万ドル	-
2018年3月29日	早期償還・返済	格付低下抑制・ 長期資金化	未決済社債の現金での購入	約2000万ドル	▼クロージング(2018/6/14)
2019年1月1日	ノン・コア資産売却	負債削減	データセンターのコロケーション業務と資産を売却	約11億ドル	-
2019年5月2日	早期償還・返済	格付低下抑制・ 長期資金化	未決済社債の現金での購入	約6億ドル	-

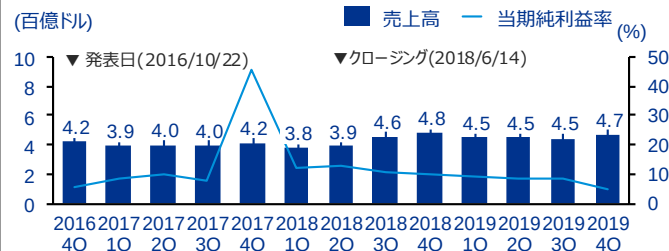
AT&Tによる3か年計画

- 経営改善を強く求めている米アクティビストのエリオット・マネジメントの要求を受け2019年10月に発表されたもので、2020-22年で取り組む施策を記載している。
- Warner Media買収に伴う負債を完済すること、配当支払後のフリーキャッシュフローのうち50～70%を自社株買いに充て、本買収において新たに発行された株式のうち7割を買い戻すこと、ノン・コア資産の売却を進め2020年には50～100億ドル規模の売却を行うこと、などが掲げられている。

案件実施後の効果

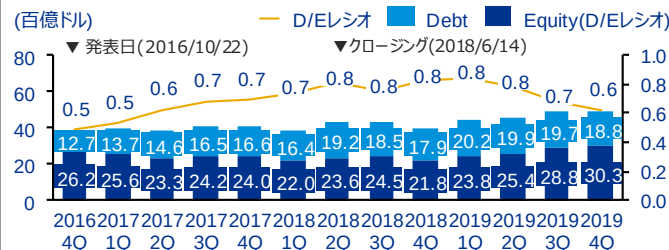
業績面のインパクト

売上高・当期純利益率は2017年4Qに法人税率の変更に伴い一時的に増加したが全体としては横ばいであり、本買収の業績面へのインパクトは小さい。



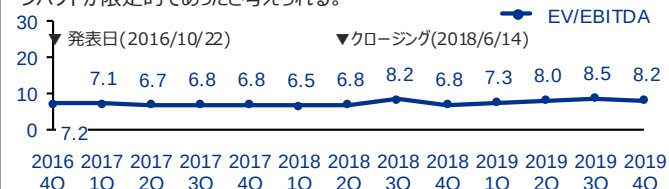
財務面のインパクト

買収を通じ上昇したD/Eレシオは資産売却を通じた負債削減等により下降傾向にある。



株式市場からの評価

買収後のEV/EBITDA倍率はほぼ一定であり、EV、EBITDA共に横ばいの傾向を示しているため、本取引により株式市場からの評価が変わったとは言えない。本取引前のAT&TとWarnerの時価総額の規模から勘案すると財務インパクトが限定的であったと考えられる。



Note: D/Eレシオは少数株主持分や優先株式も含めて算出している。Debt、Equity、EVは各期末時点の値、EBITDAは当期予想値を用いている。2020年3月に、コロナウイルス感染症等の影響で自社株買いを停止している。

Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析

混合対価型の資金調達スキーム – Bristol Myers×Celgene(1/2)

国内

海外

案件概要

概要

- 2019年1月に発表された、米国の製薬企業であるBristol Myersによる同じく米国の製薬企業であるCelgeneの買収案件
- 買収金額は758億ドル、取得比率は100%

買収会社における経営戦略上の位置づけ

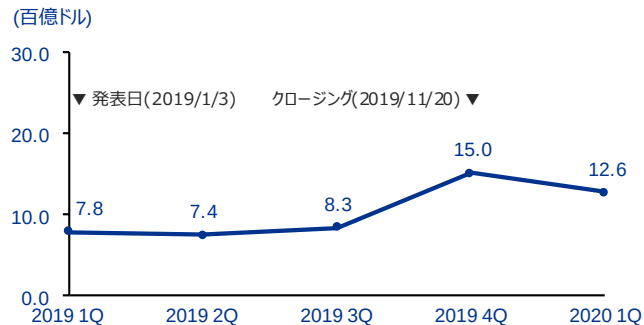
- がん医薬の大手のCelgeneが持つ血液がん治療薬「レプラムド」などの獲得による同分野における規模拡大を企図
- 成長が続くがん治療薬の開発を加速するとともに、経営の効率化によるコスト削減を狙う

対価

- 対価種類：Cash 47.8%、Stock 52.2%
- Celgeneの株式1株に対し、1株当たり50.0ドルの現金、Bristol Myers1株、不確定価額受領権(CVR)9ドルを対価として交付
- 買収プレミアム：53.7%

発表日前日である2019年1月2日におけるCelgene株の終値が66.64ドル
対価は金銭とBristol株(2019年1月2日時点)の合計で102.43ドル(CVRを含まない)

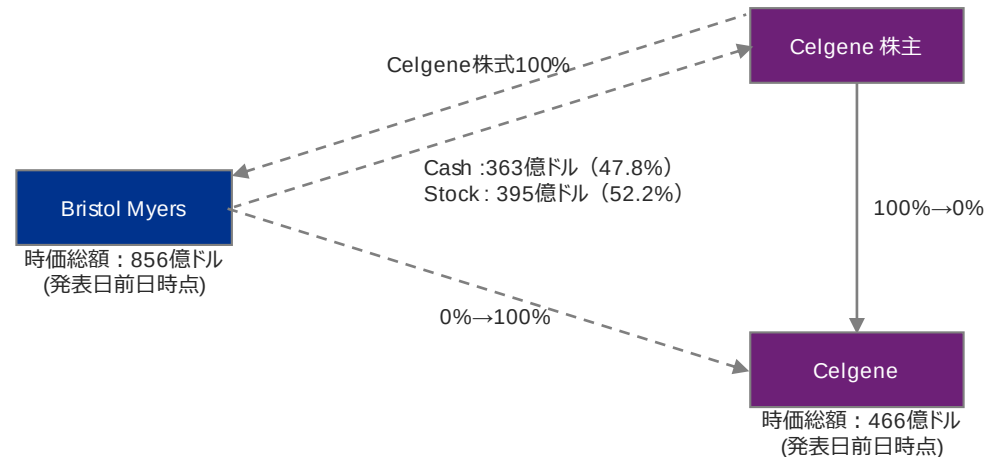
時価総額推移



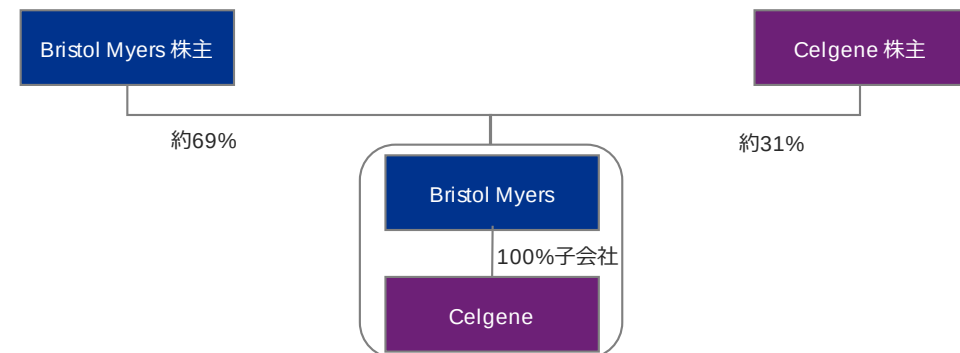
買収スキーム

買収に係るCash, Stockの動き

—— 買収以前からの関係性
 ---- 買収により新たに生じた関係性



クロージング時の状況



Note: 買収額はCapital IQにおけるConsideration to Shareholdersの値を採用。CVRは新薬の承認等の条件を一定期間内に満たした場合のみ交付されるもの。対価計算における為替レートは発表日前日時点のものを採用。

Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析

混合対価型の資金調達スキーム – Bristol Myers×Celgene(2/2)

国内

海外

資金調達スキームとその特徴

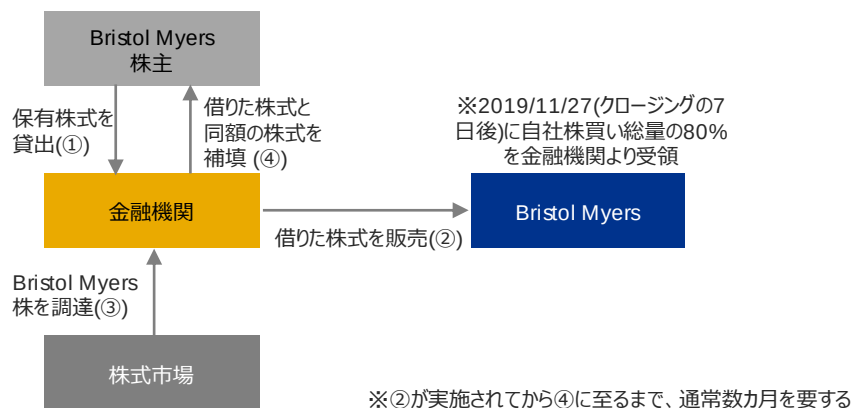
- 対価のうちCash部分については、買収資金確保のため買収発表からクロージングにかけてブリッジファイナンスをはじめとする融資を獲得したのち、社債発行による長期資金への移行に取り組む資金調達スキームが採用されている。
- 対価のうちStock部分については新株を発行しているが、新株の発行を株式全体の20%未満に抑えることで、株主の承認を得る必要性を回避している。さらに2019年から20年にかけて加速型自社株買い(ASR)により約64億ドルの自社株買いを実施しており、株式の希薄化を改善する姿勢が読み取れる。
- 反トラスト当局の承認を得るためにCelgeneの主力医薬品であった「オテズラ」を134億ドルで売却しており、それらが対価のうちCash部分に補填されていると推察される。

Bristol Myersによる主な資金調達実績一覧(発表日～クロージングの1年後までを対象とする)

リリース日	種類	主要目的	概要	金額	償還期日・返済日
2019年1月3日	融資	買収資金獲得	364-day senior unsecured bridge facility (Morgan Stanley Senior Funding Inc.、MUFG Bank)	335億ドル	最大364日
2019年1月22日	融資	長期資金化	Term loan agreement	80億ドル	10億ドル：364日 40億ドル：3年 30億ドル：5年
2019年5月1日	社債発行	長期資金化	社債の発行	190億ドル	2020～26年

Bristol Myersによる加速型自社株買い(ASR)契約のスキーム

ASRは多額の自社株買いを短期間で行う際に有効なスキームで、米国では株主還元施策の一環として自社株買いを行う際に活用されている。



Note: D/Eレシオは少数株主持分や優先株式も含めて算出している。Debt、Equity、EVは各期末時点の値、EBITDAは当期予想値を用いている。

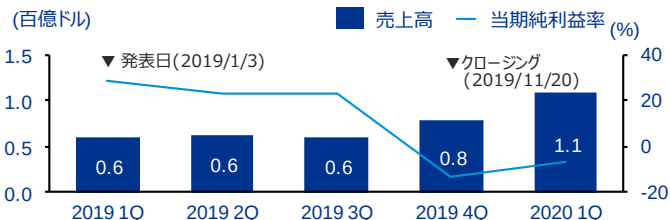
Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析



案件実施後の効果

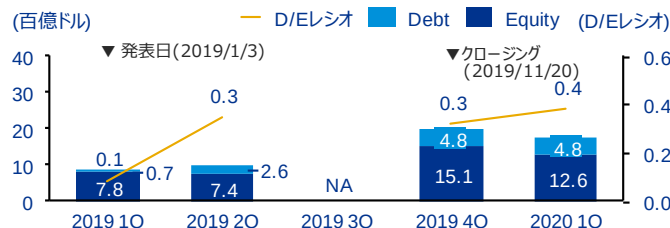
業績面のインパクト

買収後間もないことから、売上高におけるインパクトを測ることは難しい。利益率は買収に伴う無形資産の償却でいったん落ち込んだものの、その後回復傾向を示している。



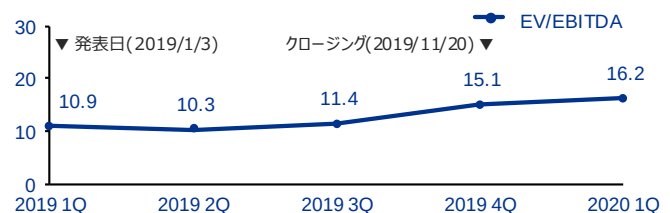
財務面のインパクト

買収に伴う有利子負債の調達に伴い、D/Eレシオは上昇傾向にある。買収後間もないことからクロージング後の財務面へのインパクトを測ることは難しい。



株式市場からの評価

買収後のEV/EBITDA倍率は微増している。EVとEBITDAは共に増加しているもののEVの伸びの方が大きく、その伸びは時価総額の伸びに牽引されているため、株式市場から一定の評価を得ていると言える。





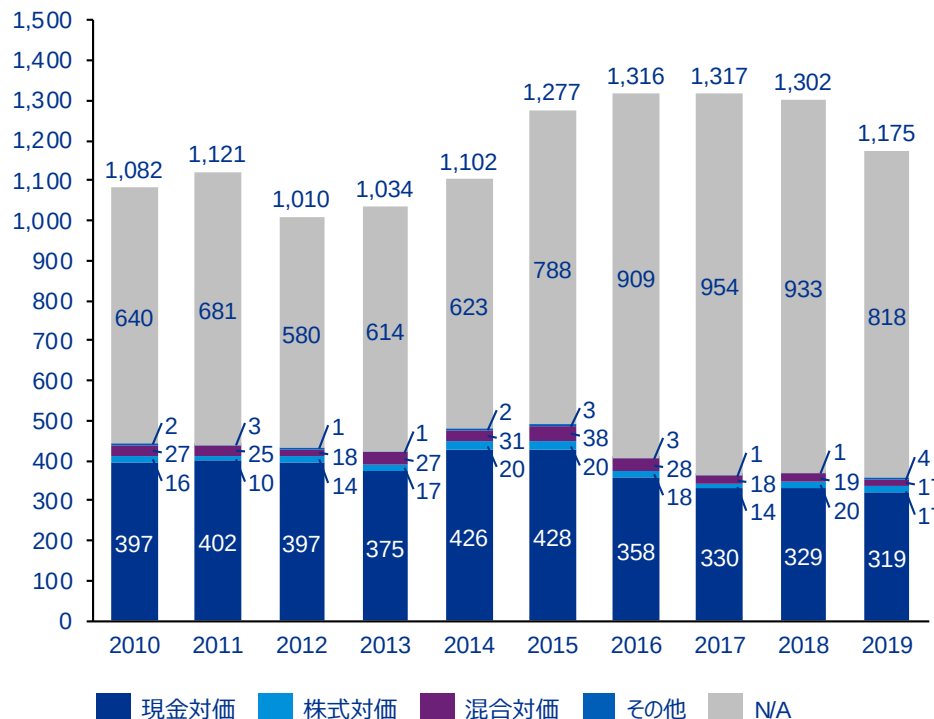
資料12

欧州のM&Aにおける買収対価のトレンド

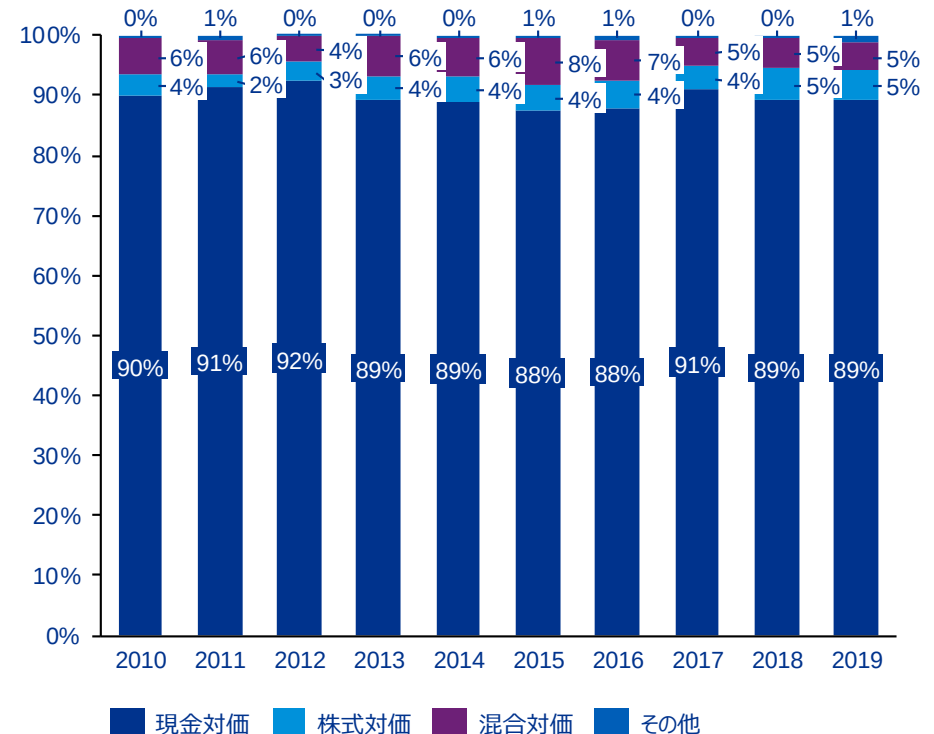
近時10年のM&Aにおける買収対価 ～欧州(1/2)

対価種別が把握できる案件を総数とした場合、欧州では現金対価型のM&Aが全体の9割を占め、株式対価型・混合対価型のM&Aは1割程度となっている。

近時10年の対価別M&Aの実施件数



対価別の構成比(N/Aを除く)



Note: ユーロネクスト・LSE・FSEを主要上場先とする3,789社により近時10年に実施されたM&A案件11,736件を対象に分析を実施。なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

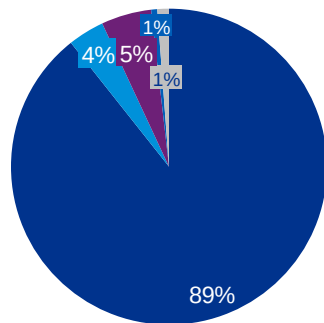
Source: Capital IQをもとにKPMG分析

近時10年のM&Aにおける買収対価 ～欧州(2/2)

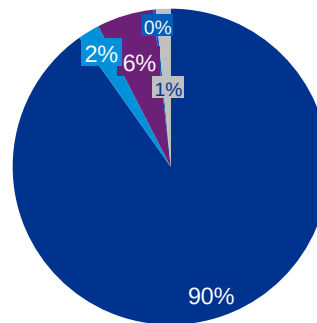
米国同様、欧州においても案件規模が大きくなるに従い、現金と株式の双方を対価として活用する混合対価型の割合が多くなっている。

取引規模別にみる買収対価の傾向(近時10年の累計ベース)

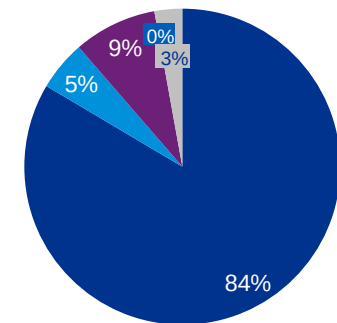
1億ドル未満(n=3,039)



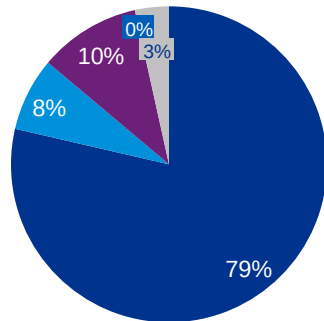
1億ドル以上5億ドル未満(n=806)



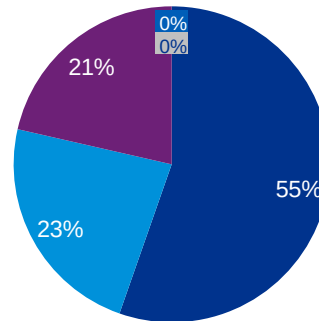
5億ドル以上10億ドル未満(n=176)



10億ドル以上50億ドル未満(n=173)



50億ドル以上 (n=56)



Note: ユーロネクスト・LSE・FSEを主要上場先とする3,789社により近時10年に実施されたM&A案件11,736件のうち、買収価格が不明である7,486件を除いた4,250件を対象に分析を実施。なお、その他は現金・株式以外の対価(資産など)を使用したM&Aを指す。N/Aは値がデータ上存在しない、またはN/Aと記載されている案件を指す。

Source: Capital IQをもとにKPMG分析



資料13

欧州における混合対価型の資金調達構造

混合対価型の資金調達スキーム – AB InBev×SABMiller(1/2)

国内

海外

案件概要

概要

- 2015年9月に発表された、ベルギーの酒造会社であるAB InBevによる英国の同じく酒造企業であるSABMillerの買収案件
- 買収金額は991億ドル、取得比率は100%

買収会社における経営戦略上の位置づけ

- 同業であるがアフリカなど強みとする地域が異なるSABMiller買収により、世界の主要ビール市場すべてで事業を展開することを企図
- 生産拠点や物流の集約によりコスト削減も狙う

対価

- 対価種類：Cash 58.5%、Stock 41.5%

SABMillerの株式1株に対し、現金45ポンドでのCash100%型か、現金4.6588ポンドとAB InBev 0.483969株の混合型のどちらかを選択。SABMiller株式のうち最大41%に対し混合型を適用可能。混合対価の支払対象として、SABMillerの旧大株主であるAltria GroupとBevCoを想定している。※上記の対価条件は発表日後の2016年7月26日に決定

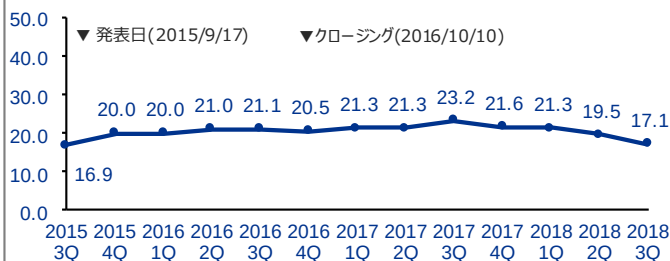
- 買収プレミアム：Cash100%の場合53.4%、混合型の場合30.0%

買収の憶測が出る前の最終取引日である2015年9月14日におけるSABMiller株の終値が29.34ポンド

対価は、Cash100%の場合は金銭で45ポンド、混合型の場合は金銭とAB InBev株(2015年9月14日時点)の合計で38.14ポンド

時価総額推移

(百億ドル)



Note: 買収額はCapital IQにおけるConsideration to Shareholdersの値を採用。対価計算における為替レートは2015年9月14日時点のものを採用。

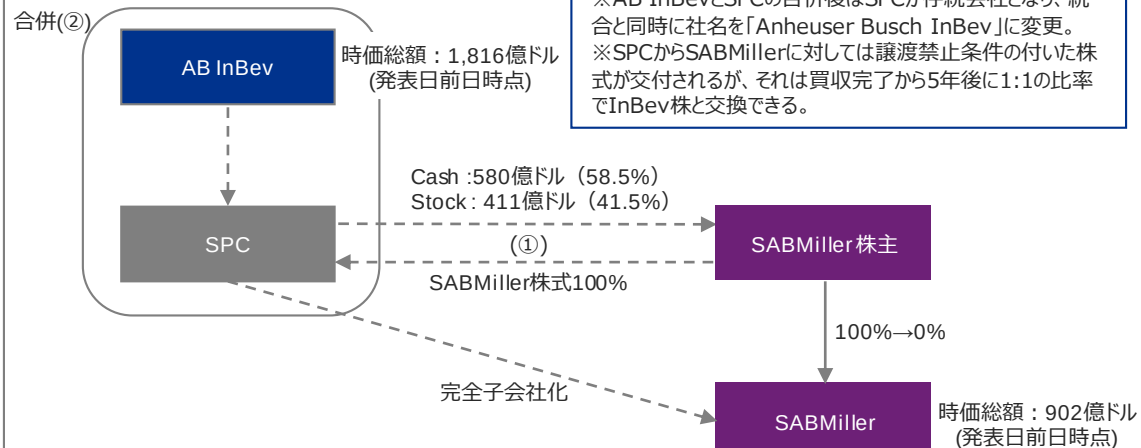
Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析



買収スキーム

買収に係るCash, Stockの動き

- 買収以前からの関係性
- 買収により新たに生じた関係性

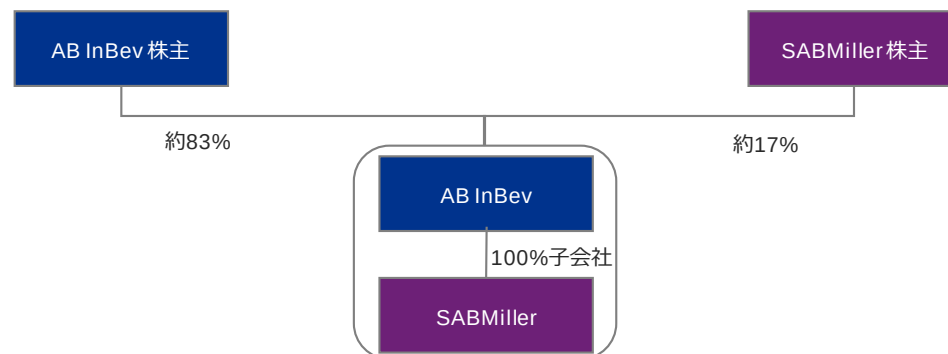


スキームの順序

- ① SPCがSABMillerを買収
- ② AB InBevがSPCを合併

※AB InBevとSPCの合併後はSPCが存続会社となり、統合と同時に社名を「Anheuser Busch InBev」に変更。
※SPCからSABMillerに対しては譲渡禁止条件の付いた株式が交付されるが、それは買収完了から5年後に1:1の比率でInBev株と交換できる。

クロージング時の状況



混合対価型の資金調達スキーム – AB InBev × SABMiller(2/2)

国内

海外

資金調達スキームとその特徴

- 対価のうちCash部分については、買収資金確保のため買収発表からクロージングにかけてブリッジファイナンスをはじめとする融資を獲得したのち、社債発行による長期資金への移行に取り組むスキームが採用されている。
- 対価のうちStock部分については、2016年10月に発行済み株式数が3.3億株(全体の20.3%)増加しているため、大部分を新株発行により調達したと考えられる。一方で、買収前の2015年2-6月にかけて総額10億ドルを自社株買いしており、株式の希薄化を改善する姿勢が読み取れる。また、対価となる株式について5年間の譲渡禁止条件を付与することで買収後の株安を防いでいる点からも既存株主への配慮が見受けられる。
- 反トラスト当局の承認を得るために、イタリアにおける主力事業であるPeroniなど、SABMillerの一部事業を売却しており、それらが対価のうちCash部分に補填されていると推察される。
- なお、買収スキームとしてSPCを利用しているが、これはLBO等に分類される資金調達を目的とした動きではなく、ベルギーの企業であるInBevが英国の企業であるSABMillerを直接買収する法的手段が無かったこと等が背景として考えられる。

SABMillerによる主な資金調達実績一覧(発表日～クロージングの1年後までを対象とする)

リリース日	種類	主要目的	概要	金額	償還期日・返済日
2015年11月14日	融資	買収資金獲得	Syndicated loan	750億ドル	250億ドル：3年 100億ドル：5年 100億ドル：1年 300億ドル：1年
2016年1月13日	社債発行	長期資金化	社債の発行	460億ドル	2019～46年
2016年1月20日	社債発行	長期資金化	社債の発行	15億ドル	2046年
2016年3月16日	社債発行	長期資金化	社債の発行	約130億ユーロ	2020～36年
▼クロージング(2016/10/10)					
2016年11月9日	早期償還・返済	格付低下抑制・長期資金化	未決済社債の現金での購入	最大38億ドル	-

Note: D/Eレシオは少数株主持分や優先株式も含めて算出している。Debt、Equity、EVは各期末時点の値、EBITDAは当期予想値を用いている。

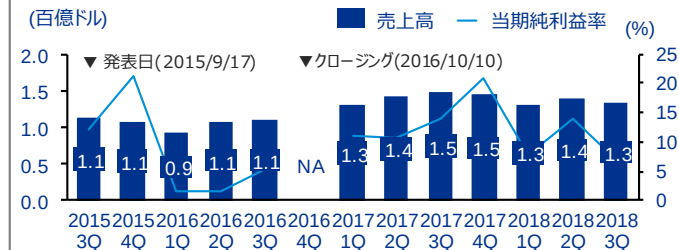
Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析



案件実施後の効果

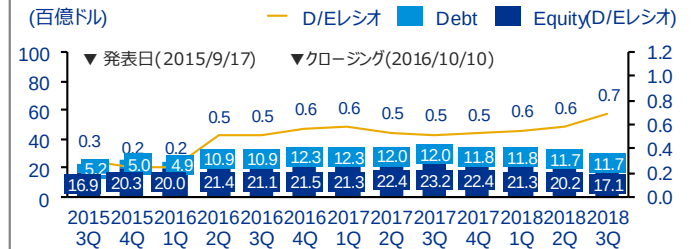
業績面のインパクト

売上高・当期純利益率ともに買収後に増加を続けていたが、2018年は横ばいとなっている。



財務面のインパクト

買収を通じ上昇したD/Eレシオは負債削減が大きくは進んでいないためクロージング後も横ばいだが、2017年後半以降は時価総額の減少により増加傾向。



株式市場からの評価

クロージング後、時価総額の増加が牽引する形でEV/EBITDA倍率は増加したが、その後は減少傾向にある。負債削減が計画通り進んでいない点が評価上ネックとなっている。



混合対価型の資金調達スキーム – Royal Dutch Shell×BG(1/2)

国内

海外

案件概要

概要

- 2015年4月に発表された、オランダとイギリスの石油・ガス会社であるRoyal Dutch Shellによる、英国の同じく石油・ガス会社であるBG Groupの買収案件
- 買収金額は524億ドル、取得比率は100%

買収会社における経営戦略上の位置づけ

- 深海油田開発及びLNGにおいて、東南アジアと中東、ロシア・サハラやオーストラリア西部が強いRoyal Dutch Shellがエジプトや北米に展開するBGを買収することで地域的な補完を企図
- 隣接する油田でのオペレーション統合などによりコスト削減も狙う

対価

- 対価種類：Cash 36.0%、Stock 64.0%

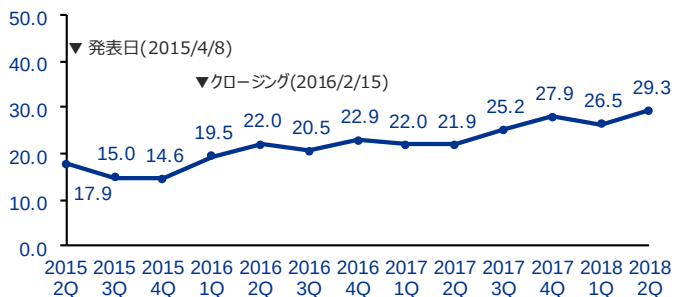
BG Groupの株式1株に対し、現金3.83ポンドと、Royal Dutch Shell 0.445株を対価として交付

- 買収プレミアム：50.1%

発表日前日である2015年4月7日におけるBG Group株の終値が9.10ポンド
対価は現金とRoyal Dutch Shell株(2015年4月7日時点)の合計で13.66ポンド

時価総額推移

(百億ドル)



Note: 買収額はCapital IQにおけるConsideration to Shareholdersの値を採用。対価計算における為替レートは発表日前日時点のものを採用。

Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析

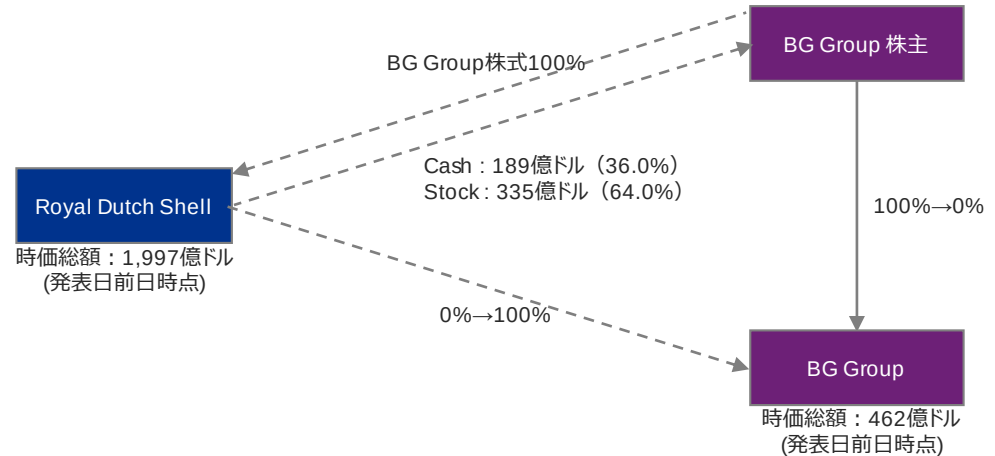


買収スキーム

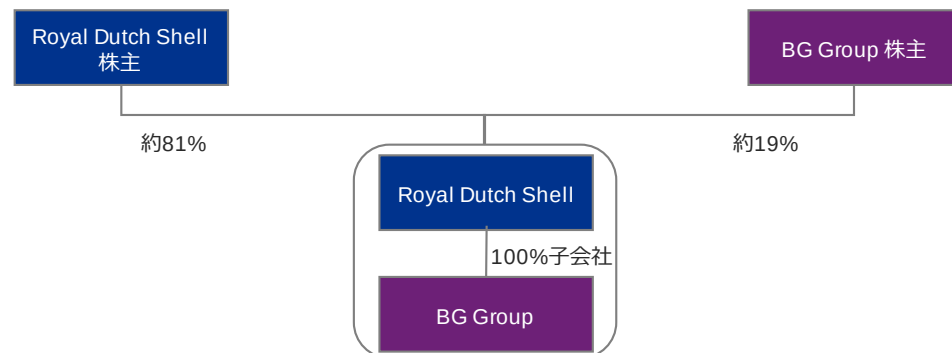
買収に係るCash, Stockの動き

—— 買収以前からの関係性

---- 買収により新たに生じた関係性



クロージング時の状況



混合対価型の資金調達スキーム – Royal Dutch Shell×BG(2/2)

国内

海外

資金調達スキームとその特徴

- 対価のうちCash部分についてはブリッジローンをはじめとする融資や社債発行を行わず、現預金から調達している。2014年から2015年にかけて総額200億ドル規模の資産売却を実施しており、本買収を見据え、事前に手元資金を厚くしていたと推察される。
- 対価のうちStock部分については新株を発行しているが、2017年から2020年にかけて総額250億ドルの自社株買いを進めており、株式の希薄化を改善する姿勢が読み取れる。
- 中長期に及ぶ事業ポートフォリオの見直しを行っており、本買収もその中に位置づけられる。事業ポートフォリオの見直しを通じノン・コア資産売却を実施しており、これによりCash部分の負担を補填していることも考えられる。

Royal Dutch Shellによる主な資金調達実績一覧(発表日～クロージングの1年後までを対象とする)

リリース日	種類	主要目的	概要	金額	償還期日・返済日
2015年7月30日	ノン・コア資産売却	負債削減	昭和シルの株式を売却	14億ドル	-
2015年8月7日	ノン・コア資産売却	負債削減	中国のTongyi Lubricantsの75%の株式を売却	不明	-
2015年10月1日	ノン・コア資産売却	負債削減	ノルウェーのShellの小売、商業用燃料、および供給および流通ロジスティクス事業を売却	不明	-
2015年11月2日	ノン・コア資産売却	負債削減	ブタガスLPG事業を売却	4億6,400万ユーロ	-
2016年2月1日	ノン・コア資産売却	負債削減	マレーシアのShell Refining Company (SRC) の51%の株式を売却	6,630万ドル	▼クロージング(2016/2/5)
2016年5月2日	ノン・コア資産売却	負債削減	デンマークのDansk Fuelsを売却	約3億ドル	-
2016年9月15日	ノン・コア資産売却	負債削減	デンマークの精製事業を売却	約8,000万ドル	-
2016年10月20日	ノン・コア資産売却	負債削減	西部カナダの約206,000エーカーの非中核石油およびガス資産を売却	約10億ドル	-
2016年12月23日	ノン・コア資産売却	負債削減	VivoEnergyの株式を売却	2.5億ドル	-
2017年1月31日	ノン・コア資産売却	負債削減	Shell Integrated Gas Thailand Pte LimitedおよびThai Energy Co Limitedを売却	9億ドル	-
2017年1月31日	ノン・コア資産売却	負債削減	英国北海の資産のパッケージを売却	最大38億ドル	-

Royal Dutch Shellによる事業ポートフォリオの見直し

- Shellは事業領域を「キャッシュフロー創出のエンジン」「中期的な成長の重点分野」「長期的な成長機会」の3つに分類し事業ポートフォリオの見直しを進めている。
- 中期的な重点分野としては深海油田開発や天然ガス事業を掲げていたが、これらの分野はBGが注力していたものであり、また地理的な補完関係にもあることから、本買収は事業ポートフォリオ見直しの一環として位置付けられる。
- 事業ポートフォリオの見直しに伴いノン・コアと判断された資産については売却が進められている。2016-18年の間には総額300億ドルの資産売却が実施されており、これらが本買収におけるCash部分の負担を補填していることも考えられる。

Note: D/Eレシオは少数株主持分や優先株式も含めて算出している。Debt, Equity, EVは各期末時点の値、EBITDAは当期予想値を用いている。2020年3月に、石油価格環境等を考慮し自社株買いを停止している。

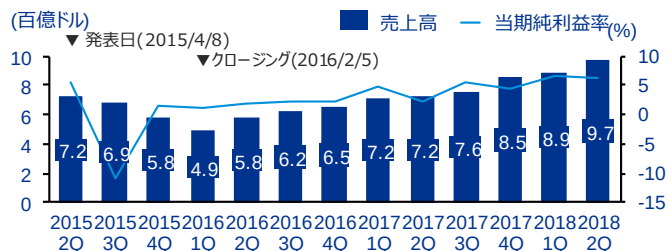
Source: Capital IQ及び各種公開情報よりKPMG分析



案件実施後の効果

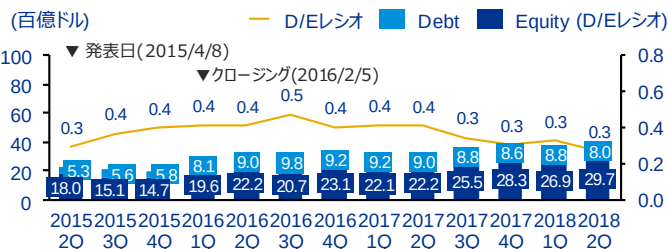
業績面のインパクト

買収後、売上高も当期純利益率も増加傾向にある。利益率の増加についてはコストシナジーの効果と考えられる。



財務面のインパクト

D/Eレシオの増加はBGが元より保有していた負債の影響が大きい。クロージング後はノン・コア資産の売却を通じた負債削減等によりD/Eレシオは減少傾向。



株式市場からの評価

クロージング後、EV/EBITDAは時価総額の増加に牽引される形で緩やかに増加しており、株式市場から一定の評価を得ていたと推測。





© 2021 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.