

M & Aと日本経済

日本貿易会における報告用資料

2005年4月15日

一橋大学経済研究所
経済産業研究所(RIETI)

深尾 京司

報告の構成

1. 生産性の低迷と失われた十年：産業・企業レベルの実証分析
2. M & Aは何をもたらすか
3. M & A活性化に何が必要か

参考文献

Fukao, Kyoji, and Hyeog Ug Kwon, "Why Did Japan's TFP Growth Slow Down in the Lost Decade? An Empirical Analysis Based on Firm-Level Data of Manufacturing Firms," paper presented at the 6th Annual CIRJE-TCER Macro Conference, *Macroeconomic Analysis of the Lost Decade*, December 11-12, 2004, Tokyo, *HI-STAT DP Series*, No. 41, the Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, December 2004.

Fukao, Kyoji, Keiko Ito, and Hyeog Ug Kwon, "Do Out-In M&As Bring Higher TFP to Japan? An Empirical Analysis Based on Micro-data on Japanese Manufacturing Firms," *HI-STAT DP Series*, No. 41, the Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, September 2004, forthcoming in *the Journal of the Japanese and International Economies*.

深尾京司・天野倫文『対日直接投資と日本経済』日本経済新聞社、2004。

1. 生産性の低迷と失われた十年

マクロ・産業レベルの実証研究結果:

何が日本経済を停滞させたか？

多くの実証研究によれば、日本経済低迷の原因の一つは、全要素生産性上昇率が90年代以降低迷していることにある。

1980年代 90年代

Hayashi and Prescott (2003) 2.36% → 0.19%

Yoshikawa and Matsumoto (2001) 1.20% → -0.90%

全要素生産性とは

労働、資本、中間財等、生産要素の組み合わせ1単位あたりの生産量をあらわす。全要素生産性が高いことと企業の収益率の間には密接な相関がある。

全要素生産性の下落は、それ自体、経済成長率を低下させるだけでなく、企業収益の低下を通じて設備投資の下落をもたらす。

実証研究によれば、非製造業だけでなく、製造業でも全要素生産性が低迷

1. 生産性の低迷と失われた十年

製造業における企業レベルのデータを使った実証研究
結果 その1 経済の新陳代謝機能の低下

全要素生産性上昇の要因分解

米国や韓国と比べて、日本は参入・退出効果（生産性の高い企業の参入、低い企業の退出）、再配分効果（生産性の低い企業の縮小と高い企業の拡大）が著しく少なく、内部効果（各企業内での生産性上昇）が中心

日本の製造業では一貫して退出効果は負。

Nishimura et al. (2003)、Fukao and Kwon (2004)

Table 3.3 Comparison of Total Factor Productivity Decompositions of Each Country's Manufacturing Sector Based on Foster, Haltiwanger, and Krizan Method

Source	Country	Unit of analysis	Period	TFP growth total (%) a=b+c+f	Contribution of each effect						
					Within effect b	Redistribution effect subtotal c=d+e	Between effect d	Covariance effect e	Net entry effect subtotal f=g+h	Entry effect (including switch-in) g	Exit effect (including switch-out effect) h
Ahn, Kwon, Fukao (2004)	Korea	Establishment	1990-98	28.1	11.35 (0.40)	0.63 (0.02)	-2.28 (-0.08)	2.90 (0.10)	16.11 (0.57)	15.60 (0.56)	0.50 (0.02)
Foster, Haltiwanger, and Krizan (1998)	USA	Establishment	1977-87	10.2	4.92 (0.48)	2.66 (0.26)	-0.82 (-0.08)	3.48 (0.34)	2.66 (0.26)		
This paper	Japan	Firm	1994-2001	2.1	1.20 (0.56)	0.33 (0.15)	-0.09 (-0.04)	0.42 (0.20)	0.61 (0.29)	1.13 (0.53)	-0.52 (-0.24)
Barnes, Haskell, and Maliranta (2001)	Finland	Firm	1987-92	5.4	-5.08 (-0.94)	6.37 (1.18)	2.86 (0.53)	3.51 (0.65)	4.10 (0.76)	2.92 (0.54)	1.19 (0.22)
	France	Firm	1987-92	-7.7	-10.16 (1.32)	1.46 (-0.19)	1.62 (-0.21)	-0.15 (0.02)	1.00 (-0.13)	0.92 (-0.12)	0.08 (-0.01)
	Italy	Firm	1987-92	15.5	8.22 (0.53)	2.17 (0.14)	3.57 (0.23)	-1.40 (-0.09)	5.12 (0.33)	5.43 (0.35)	-0.31 (-0.02)
	Netherlands	Firm	1987-92	2.7	4.16 (1.54)	-0.16 (-0.06)	2.46 (0.91)	-2.62 (-0.97)	-1.30 (-0.48)	0.16 (0.06)	-1.46 (-0.54)
	UK	Firm	1987-92	-4.5	-6.93 (1.54)	1.40 (-0.31)	-1.04 (0.23)	2.43 (-0.54)	1.04 (-0.23)	0.23 (-0.05)	0.77 (-0.17)

Notes: The entry and exit effects in this paper and in Ahn, Kwon, and Fukao (2004) include the switch-in and switch-out effects, respectively. Values in parentheses denote the share of each effect in total TFP growth.

なぜ参入・退出効果、再配分効果が小さいのか

仮説1. 対外直接投資による空洞化が新規開設や再配分効果を低迷させている？

Ahn, Fukao and Kwon (2004)

仮説2. ゾンビ企業がマイナスの退出効果を初めとする新陳代謝機能の低下をもたらしている？

Caballero, Hoshi and Kashyap (2004)

Figure 3.1 Start-up and Closure Rate of Establishments: Japan-US Comparison

Figure 4.1. Panel A. Start-up Rate: Japan-US Comparison %

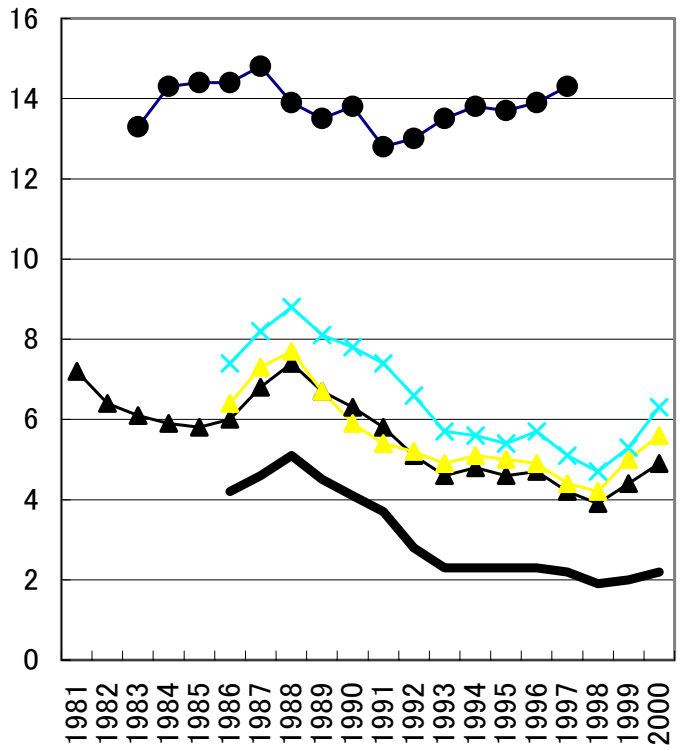
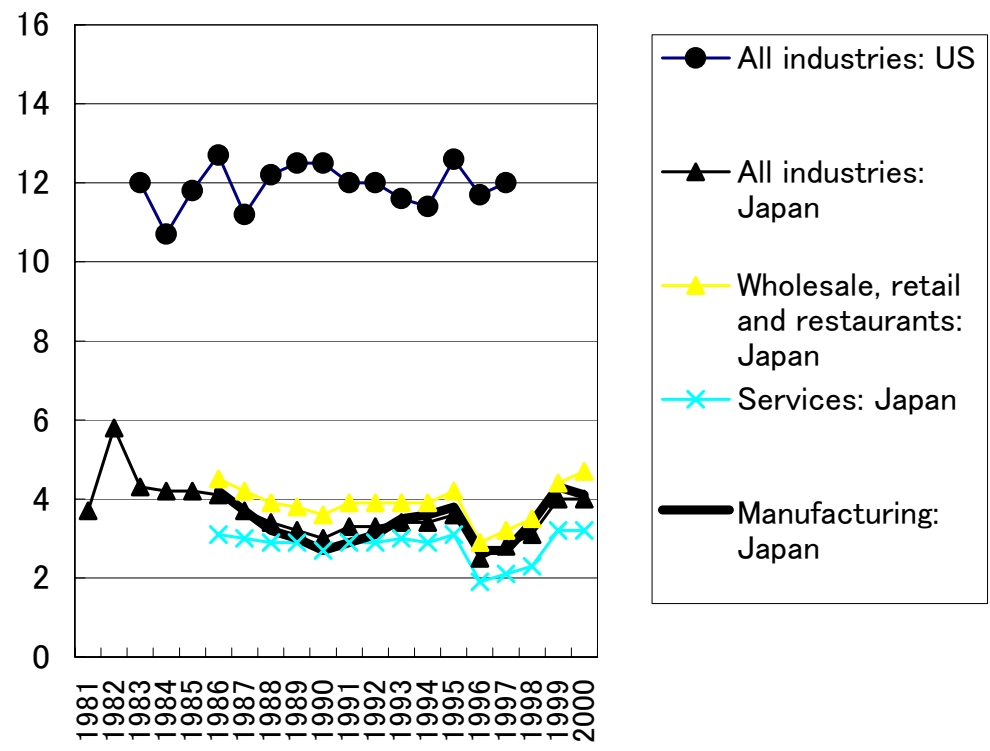


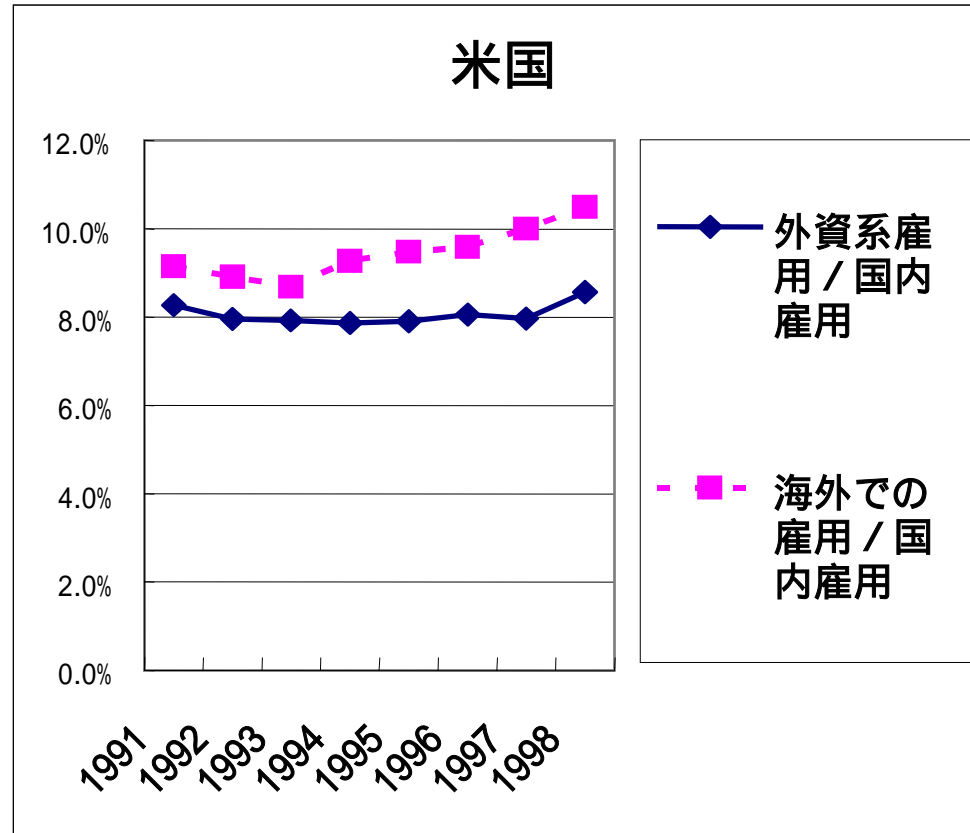
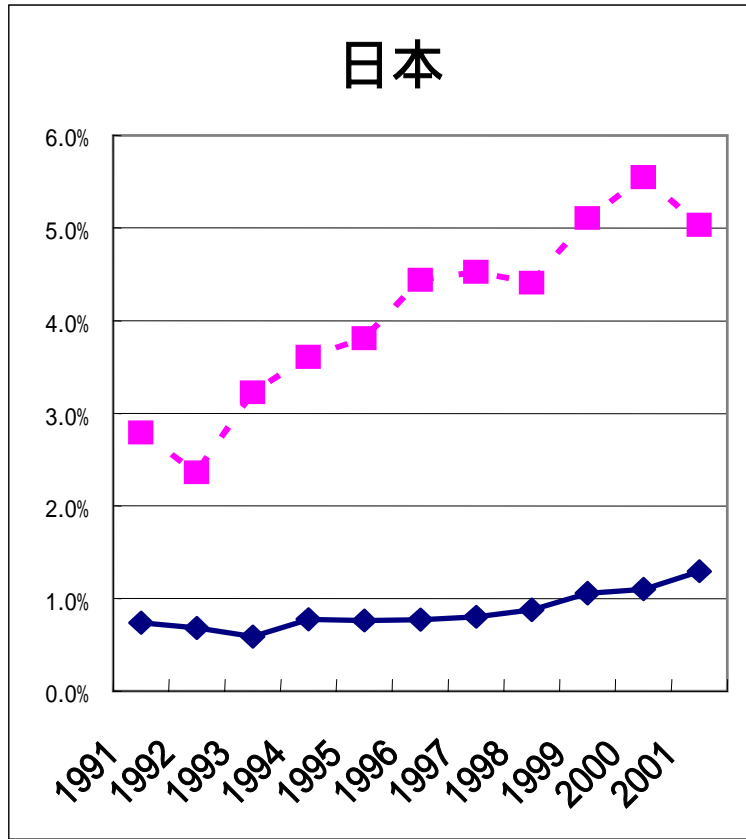
Figure 4.2. Panel B. Closure Rate: Japan-US Comparison %



Both the US and the Japanese data are based on statistics of employment insurance program. Sources: Small Business Administration, US Government (1998), Small and Medium Enterprise Agency, Ministry of Industry, Trade and Industry, Japanese Government (2001), and Study Group on "Industry Hollowing-out" and Tariff Policy, Ministry of Finance, Jap

対日直接投資が少ないため対外直接投資による空洞化を相殺できない（雇用）

対内・対外直接投資と国内雇用：日・米比較



日本に関する外資系企業の雇用と海外での雇用データの出所は表1.1と同じである。
 米国の外資系雇用および海外での雇用はOECD Measuring Globalisation 2001より得た。
 日本全体の雇用は内閣府「平成14年度年次経済財政報告」より得た。
 米国全体の雇用はThe Chairman of the Council of Economic Advisors,
 より得た民間雇用の総計。

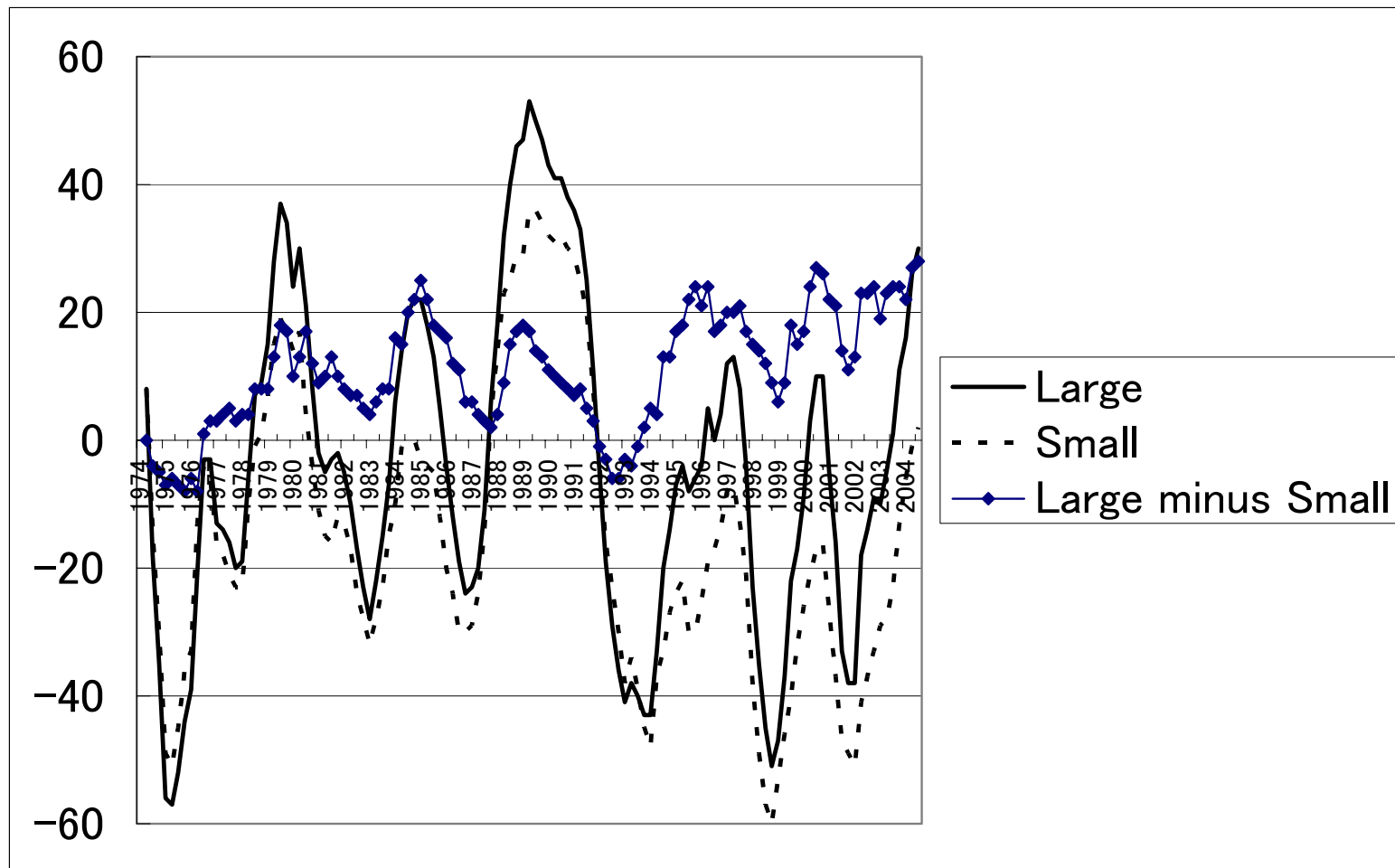
1. 生産性の低迷と失われた十年：

企業レベルのデータを使った実証研究結果 その2

企業間格差の拡大とその原因

- 25%分位企業と75%分位企業の全要素生産性格差が多くの産業で拡大。
- 拡大は、研究開発、海外からの調達、対外直接投資、子会社の割合、外資系企業の割合、が高い産業で特に著しい。

Figure 4.1 Diffusion Index of Business Conditions ("Favorable" minus "Unfavorable") in the Manufacturing Sector: by Firm Size

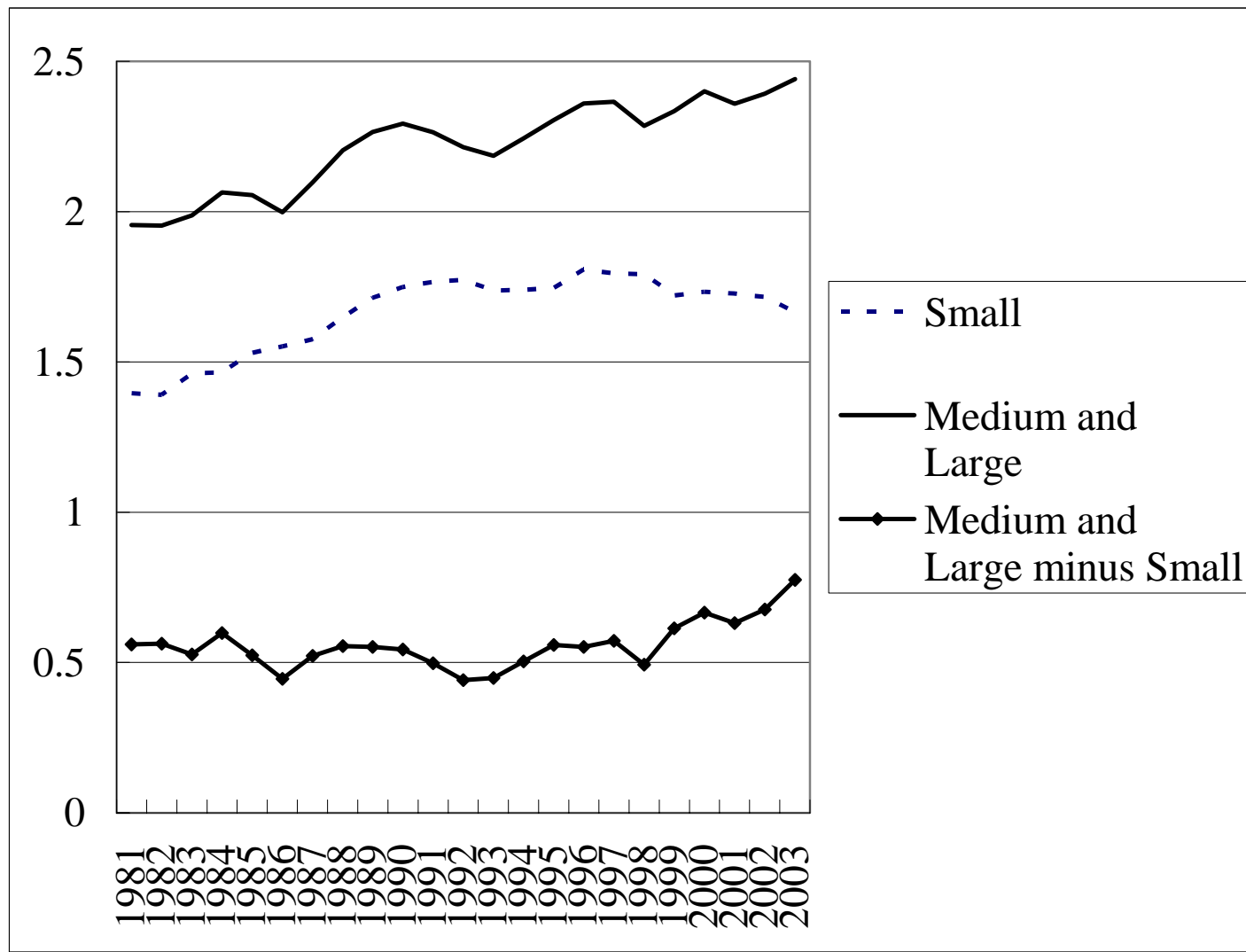


Source: Bank of Japan 'Tankan (Short-term Economic Survey of Enterprises in Japan)'

Notes: The BOJ revised the Tankan from the March 2003 survey onwards. In the case of the December 2003 survey, both the data based on the old format and the data based on the new format are available. Using these data we linked the statistics before and after the revision.

Before March 2004, small firms are defined as firms with 50-299 employees and large firms are defined as firms with 1000 employees or more. After March 2004, small firms are defined as firms capitalized at 20 million yen or more to less than 100 million yen and large firms are defined as firms capitalized at 1 billion yen or more.

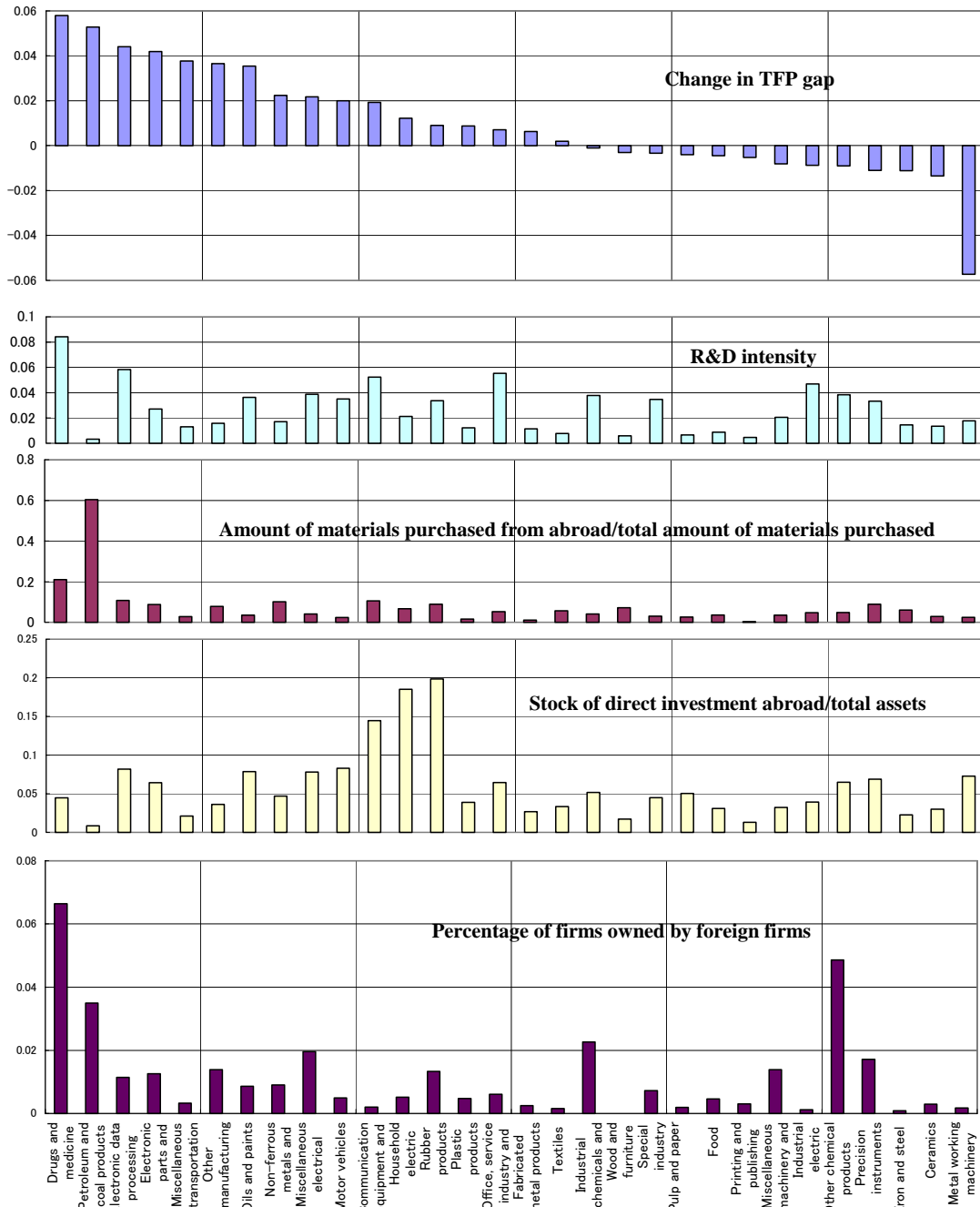
Figure 4.2 Labor Productivity in the Manufacturing Sector: by Firm Size, Logarithm of Value Added (in Million Yen) per Worker



Source: Ministry of Finance Statistics Monthly: Annual Financial Statements Statistics of Corporations ,

Notes: Small firms are defined as firms capitalized at 10 million yen or more to less than 100 million yen. Medium and large firms are defined as firms capitalized at 100 million yen and more.

Figure 4.3 Change in TFP Gap by Industry and Industry Characteristics: 1994-2001



生産性の高い企業と低い企業は何が異なるか

全要素生産性水準をもとに、トップ四分の一企業とボトム四分の一企業を比較すると、トップ四分の一企業の方が、

- 規模が大きい
- 研究開発集約度、海外からの調達、対外直接投資、国内企業の子会社の割合、外資系企業の割合、が高い これらの要因の多くは98年以降、差が拡大
- 負債・総資産比率が低い

収束のメカニズムは働いているが、1998年以後は弱くなった。

生産性の低い企業はキャッチアップしているか。縮小・退出しているか。

- 継続企業に限ると、1994年にTFP水準で見てボトム3割企業のうち過半が2001年にもボトム3割に属していた。同じくトップ3割企業の過半はトップ3割にとどまった。
- 国際比較は難しいが、トップ四分の一企業とボトム四分の一企業の間で、雇用削減、「退出」にともなう雇用減少には大差は無い。

Table 4.7 Transition Matrix of Firms' Rank: 1994-2001

		TFP-level group in 2001									
		Lowest TFP group	2nd TFP level group	3rd TFP level group	4th TFP level group	5th TFP level group	6th TFP level group	7th TFP level group	8th TFP level group	9th TFP level group	Top TFP level group
TFP-level group in 1994	Lowest TFP group	34.0%	17.3%	10.3%	9.0%	7.2%	6.8%	4.1%	4.1%	3.3%	3.9%
	2nd TFP level group	19.9%	18.8%	15.0%	12.8%	9.2%	7.3%	4.5%	5.1%	4.4%	3.0%
	3rd TFP level group	12.7%	15.4%	14.9%	13.3%	11.4%	8.6%	9.5%	4.6%	5.5%	4.1%
	4th TFP level group	9.3%	12.1%	14.1%	14.9%	13.2%	11.6%	9.3%	6.3%	5.1%	4.0%
	5th TFP level group	5.8%	9.8%	12.7%	13.3%	14.1%	11.7%	12.0%	9.1%	7.0%	4.5%
	6th TFP level group	4.2%	9.6%	10.2%	11.2%	11.7%	13.9%	13.1%	10.8%	8.6%	6.8%
	7th TFP level group	3.7%	5.4%	9.0%	10.5%	10.3%	13.1%	14.3%	13.2%	11.8%	8.7%
	8th TFP level group	3.9%	4.4%	4.9%	5.7%	9.1%	11.6%	14.5%	17.1%	17.3%	11.5%
	9th TFP level group	3.3%	4.4%	5.1%	5.0%	7.9%	9.6%	10.4%	16.3%	18.6%	19.5%
	Top TFP level group	2.4%	3.2%	3.6%	4.2%	6.2%	6.1%	7.9%	13.4%	18.2%	34.9%

Table 4.8 Comparison of Firms' Employment Growth and Firm "Exits" between the Top Firm Group and the Bottom Firm Group: All Manufacturing Firms

Fiscal year	Below the 25 percentile in each industry				Above the 75 percentile in each industry			
	Number of workers				Number of workers			
	All firms	Growth rate of the survivors' total workers	Firms "exited"	Percentage of workers in the firms "exited"	All firms	Growth rate of the survivors' total workers	Firms "exited"	Percentage of workers in the firms "exited"
	a		b	c=b/a	a		b	c=b/a
1994	825336 (3396)		86358 (556)	10.5%	2475820 (3419)		120704 (375)	4.9%
1995	759593 (3559)	-3.3%	86344 (536)	11.4%	2734449 (3582)	-0.9%	141268 (370)	5.2%
1996	694034 (3519)	-2.2%	86792 (523)	12.5%	2743078 (3541)	-1.1%	151256 (382)	5.5%
1997	728367 (3491)	-0.8%	84792 (533)	11.6%	2620956 (3515)	-0.6%	143750 (319)	5.5%
1998	696177 (3479)	-5.2%	68078 (503)	9.8%	2418887 (3501)	-1.5%	182579 (348)	7.5%
1999	679635 (3423)	-3.0%	131938 (768)	19.4%	2381912 (3448)	-1.5%	168144 (530)	7.1%
2000	644740 (3182)	-1.7%	69637 (469)	10.8%	2214509 (3206)	0.4%	104466 (303)	4.7%
2001	651308 (3329)	-6.2%			2262099 (3354)	-2.9%		
Average value		-3.2%		12.3%		-1.1%		5.8%

Notes: The values in parentheses denote the number of firms.

なぜ企業間格差が拡大し、収束係数が低下しているのか

- 全要素生産性に影響する研究開発、海外からの調達、対外直接投資、等において格差が拡大
- 研究開発の成果を企業が内部に囲い込むようになった？
- 海外移転、効率化等により部品調達等を通じた技術移転が減速？
- 子会社化、外資の導入は全要素生産性を高める効果を持つ

以上の実証分析結果のまとめ

- 大企業を中心とした生産の海外移転・海外からの調達拡大・研究開発の重要性の高まり
 - 国際化・研究開発に遅れた中小・中堅企業の窮乏化
- 長期的な部品取引の縮小・研究開発成果の囲い込み
 - 市場取引を通じたキャッチアップ・メカニズムの低下
- 優良企業による生産の海外移転・不良債権(ゾンビ企業)問題
 - 経済の新陳代謝機能の低下

必要な対策

- 立地政策

グローバルな視点で立地選択を行う(外資系企業も含めた)大企業にとって、日本での立地が魅力的な状況を作り出す。法人税等の大幅減免、大学を含めた産業集積の促進、非製造業分野では医療・教育など聖域における規制緩和、等。

- 中小企業対策

中小企業にとって、グローバルな販売・購入・研究開発・技術取引等を可能にする、民間ベースの支援システムを育てる。ちょうど人材派遣会社が企業の効用調整を支援しているような、民間ベースのシステムが作れないか。商社、コーディネイター？

- M&Aの促進

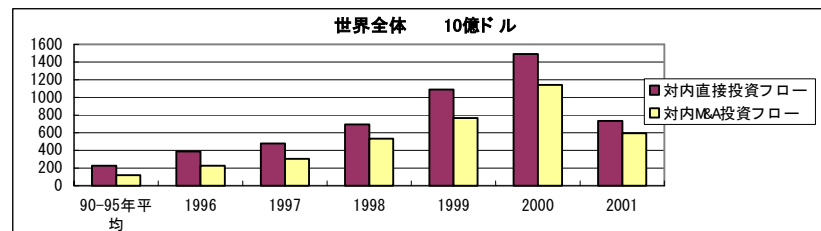
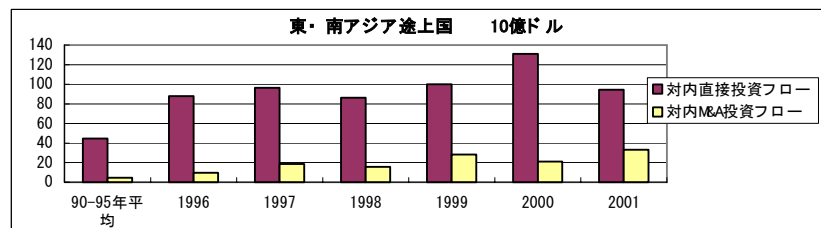
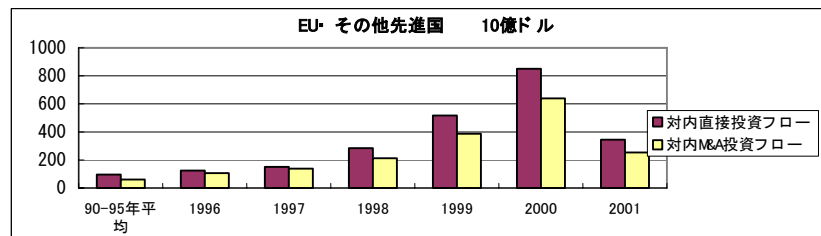
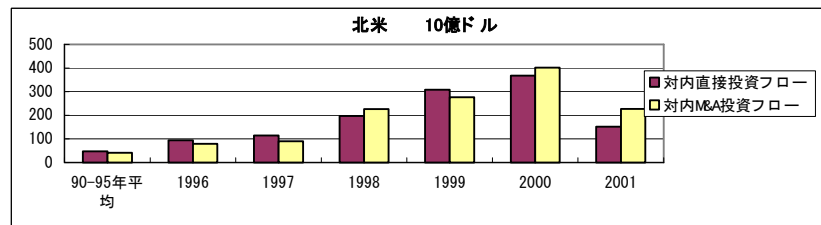
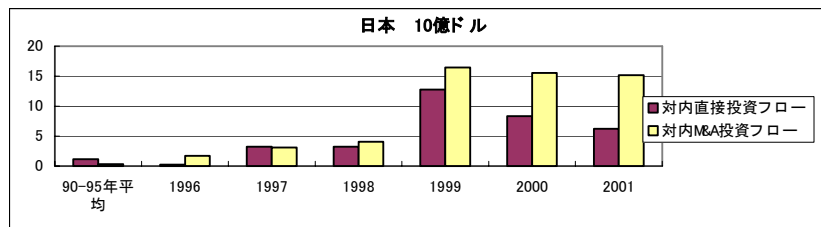
対日投資拡大の上ではM&Aの促進が重要。経営資源の蓄積に遅れた企業については、M&Aの対象になるのも一つの解決策。

2. M&Aは何をもたらすか

- M&Aにより、複数の企業はその経営資源（経営能力、技術知識、ブランド、取引先や海外生産のネットワーク、等）を統合することができる。
- M&Aは多くの場合、合理化や債権・債務の整理を伴う。
- 先進国間の直接投資の大部分はM&A。M&Aの活性化は、対日直接投資拡大に寄与する。対日投資は、海外の優れた経営資源をもたらす。空洞化対策としても有効。

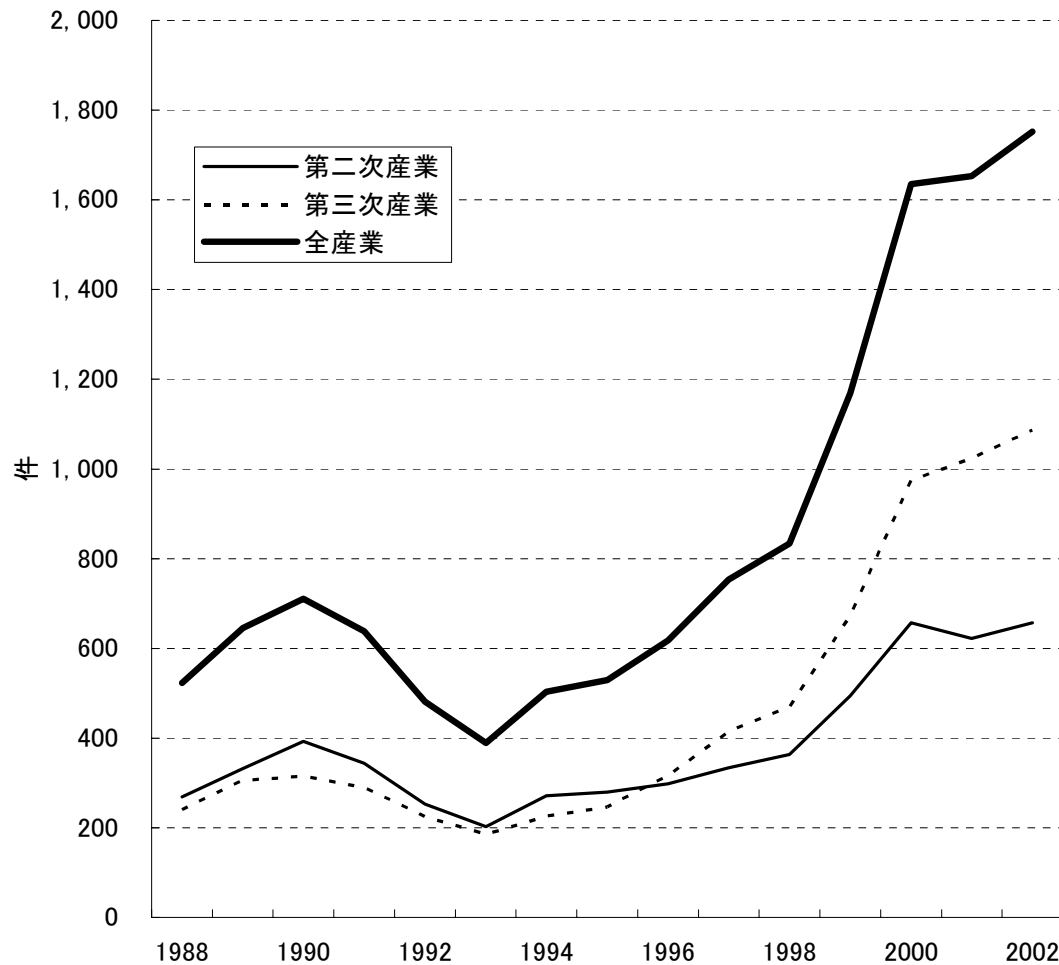
図.2.4 対内直接投資と対内M&A投資の推移：国際比較

- 日本を含め先進諸国の多くでは、対内直接投資の多くはM&A。
- M&Aは進出した企業の規模拡大においても多用されている。



資料：UNCTAD *World Investment Report 2002*

図5-1 M&A件数の推移

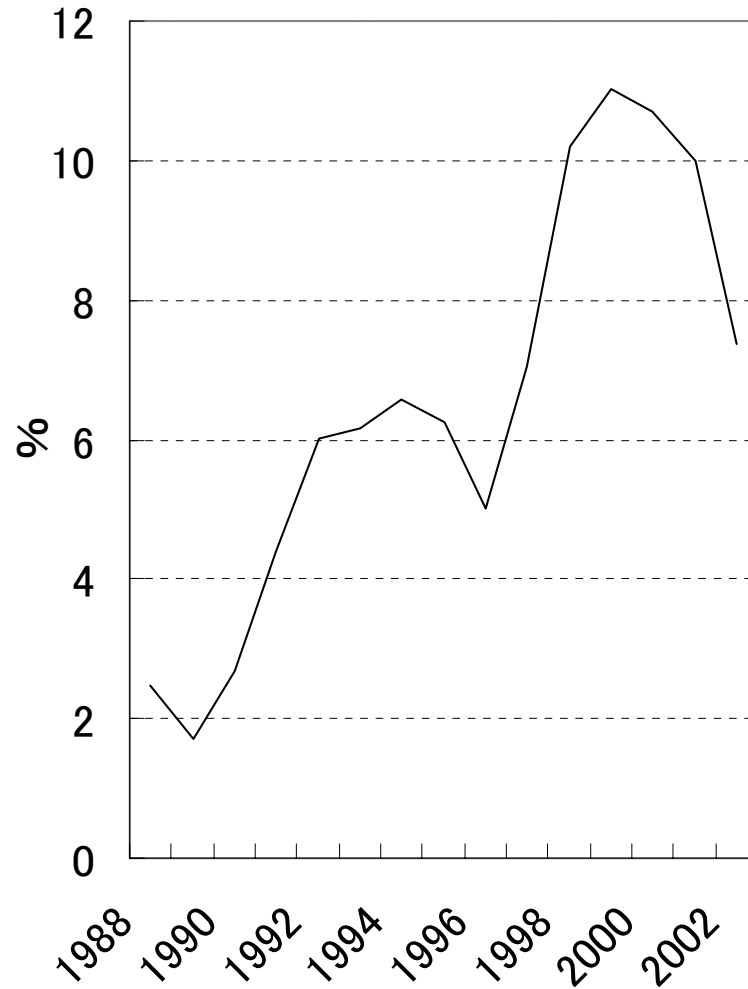


(資料) レコフ『M&Aデータブック1988～2002』より集計.

(注) M&A件数には「IN-IN」、「OUT-IN」、「OUT-OUT」、「IN-OUT」の4つの市場が含まれる

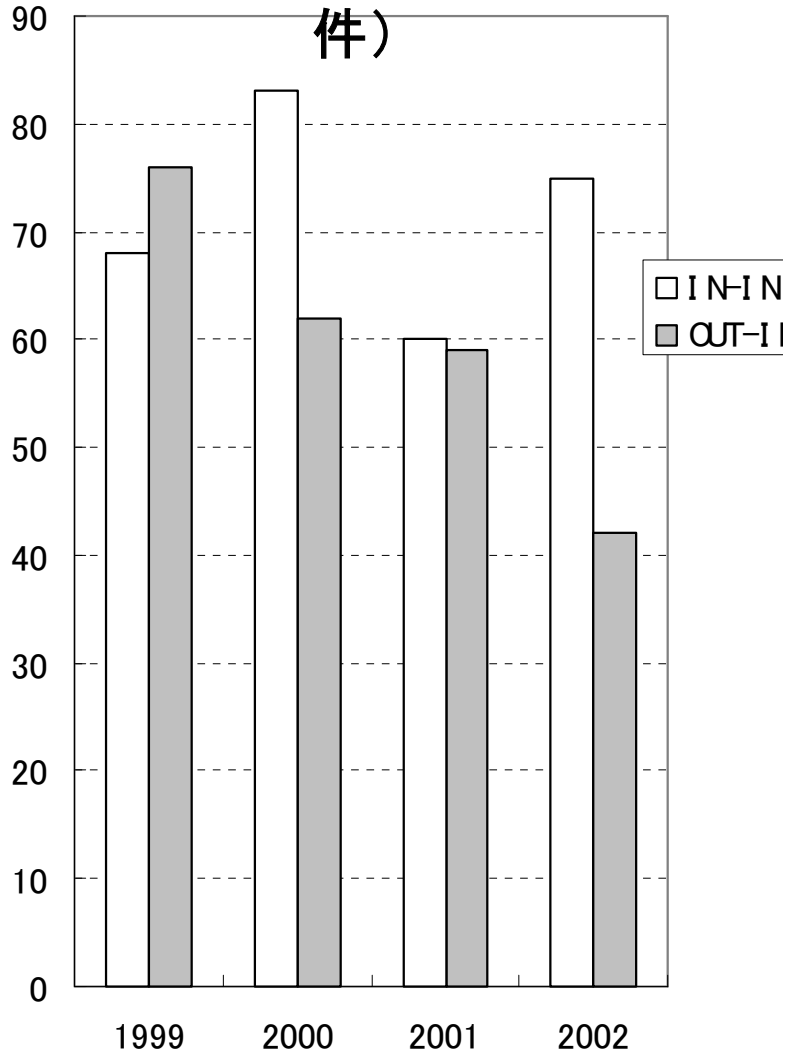
M & Aの現状

M&A全件数に占める外国企業のシェア

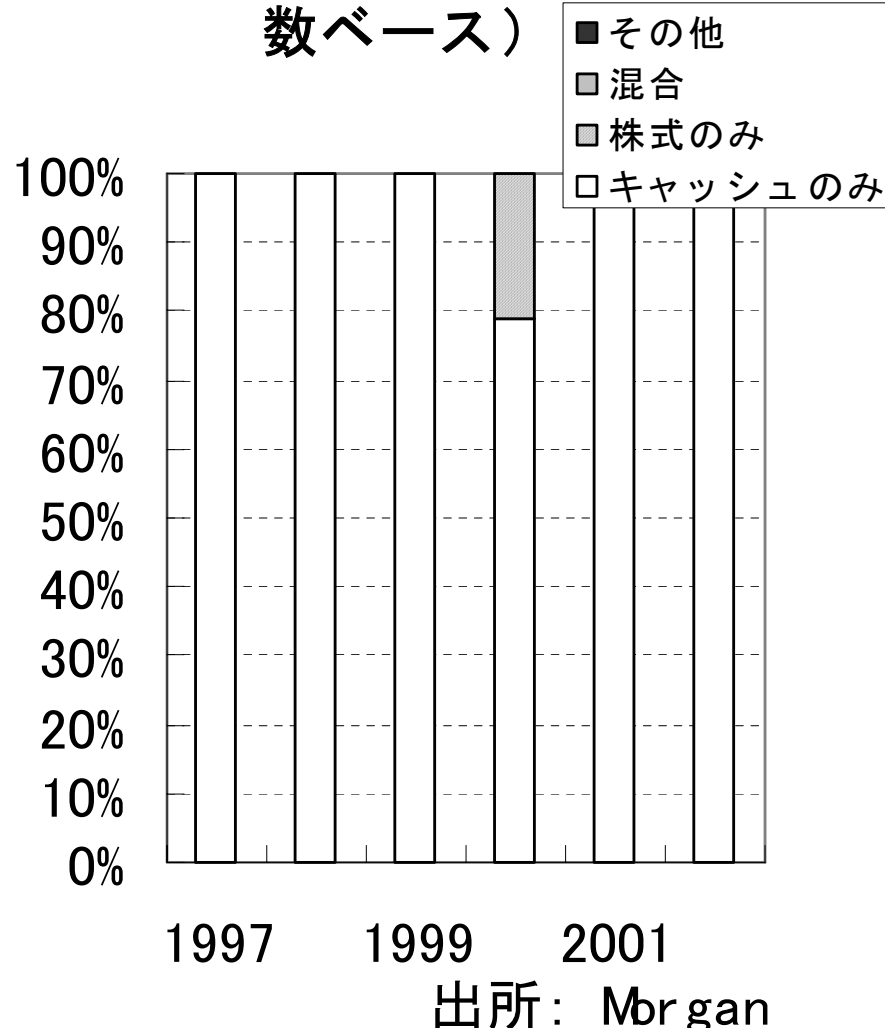


M&Aの特徴

IN-INとOUT-IN M&A
(1億ドル超の取引:
件)

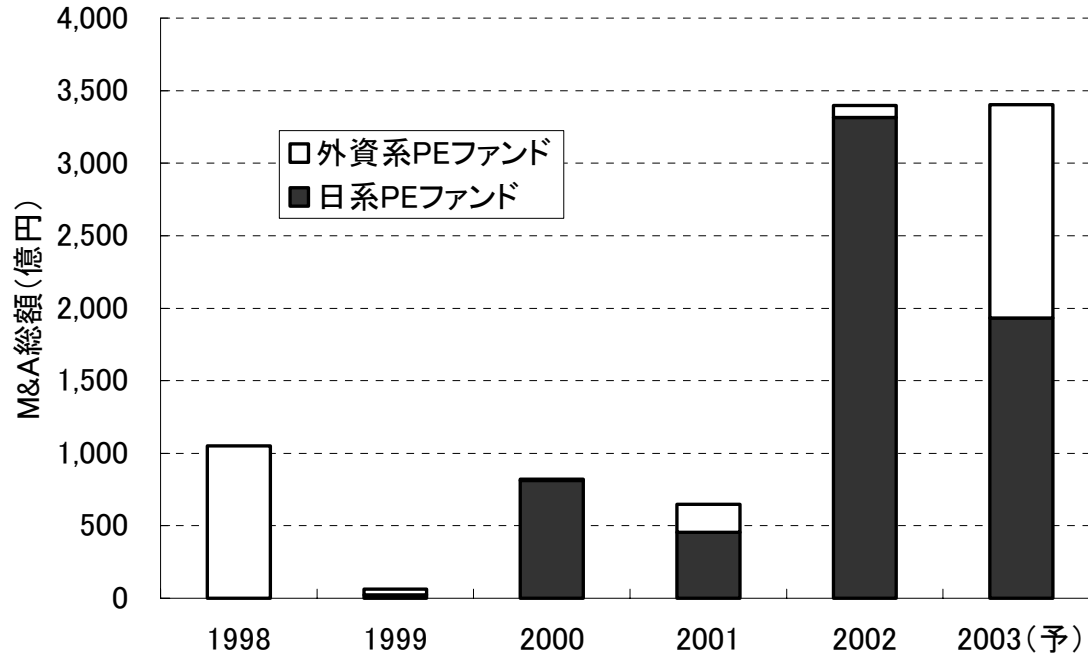


M&Aの取引方法 (OUT-IN: 件
数ベース)



PEファンドの動向

図5-8(a) PEファンドによるM&A取引金額

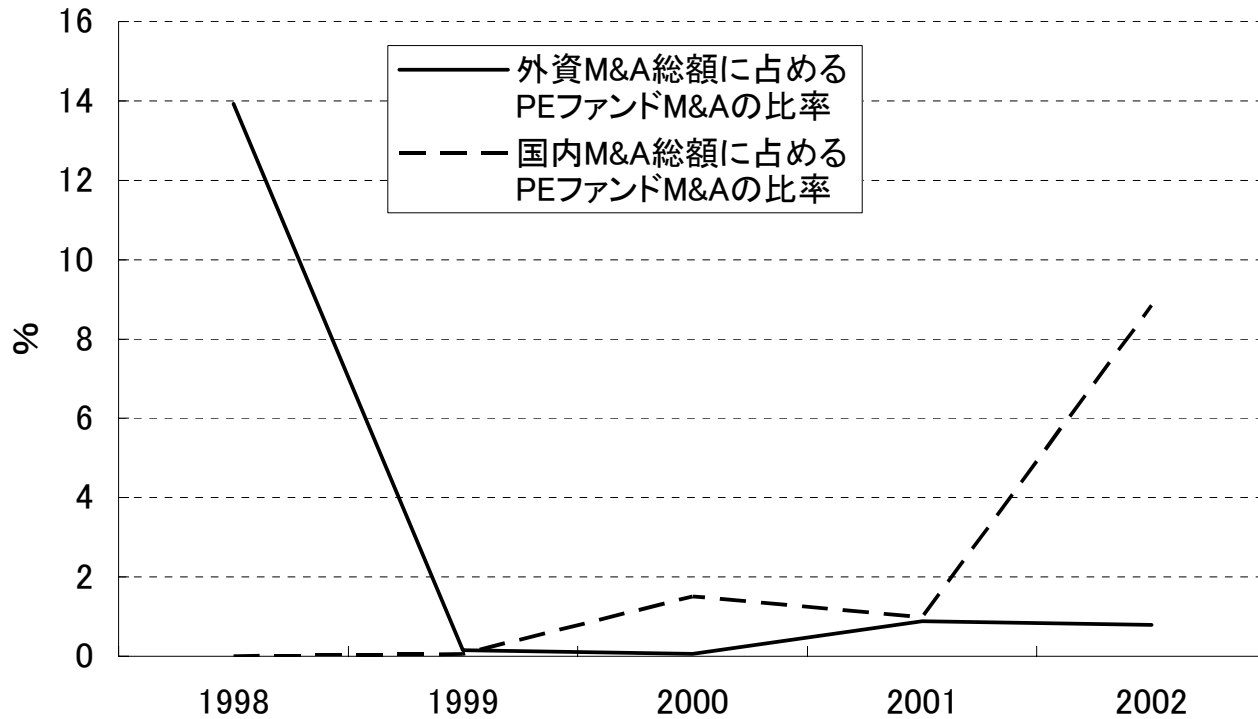


(注1) 数値はM&A取引のうち取引金額と出資比率が公開されている案件のみにもとづく

(注2) 2003年の予測値は同年5月末までのデータにもとづく

(資料) PE(外資を含む)M&Aの取引総額はThomson SDC Database

図5-8(b) PEファンドのプレゼンス



(注1) 数値はM&A取引のうち取引金額と出資比率が公開されている案件のみにもとづく

(注2) 外資PE比率は外国企業の日本へのM&A総額に対する外資系PEファンドのM&A総額の比率、国内PE比率は国内のM&A総額(推計)に対する国内PEファンドのM&A総額である

(資料) PE(外資を含む)M&Aの取引総額はThomson SDC Database、M&A総額および外資M&A総額はレコフ社のデータ

表6.3 1991-98年のM&A累積件数と頻度指数(従業員100名以上の企業数を分母とする)

	M&A(全体)		外資系M&A		(B) / (A) *100
	累積件数(A)	頻度指数(%)	累積件数(B)	頻度指数(%)	
農 林 水 産	16	14.0	1	0.9	6.3
鉱 業	13	27.7	1	2.1	7.7
建 設	88	2.7	1	0.0	1.1
食 品	226	10.9	7	0.3	3.1
織 維	77	6.5	3	0.3	3.9
パルプ・紙・紙加工品製造業	32	7.1	0	0.0	0.0
医薬品・化学工業	388	50.9	50	6.6	12.9
石油製品・石炭製品製造業	20	33.3	1	1.7	5.0
ゴム製品製造業	25	12.5	2	1.0	8.0
出版・印刷・同関連産業	53	6.3	1	0.1	1.9
窯業・土石製品製造業	78	14.9	2	0.4	2.6
鉄 鋼 業	78	25.2	4	1.3	5.1
非鉄・金属製品	121	9.8	5	0.4	4.1
一般機械器具製造業	249	15.8	18	1.1	7.2
電気機械器具製造業	467	18.1	56	2.2	12.0
輸送用機械器具製造業	240	20.6	16	1.4	6.7
精密機械器具製造業	89	22.0	11	2.7	12.4
その他の製造業	114	8.4	8	0.6	7.0
卸 売 業	939	15.0	13	0.2	1.4
小 売 業	243	4.6	4	0.1	1.6
外 食 産 業	25	2.0	0	0.0	0.0
銀行・信託業	128	79.5	9	5.6	7.0
信 金 ・ 信 組	90	45.9	0	0.0	0.0
保 険 業	35	27.1	2	1.6	5.7
証 券 業	41	19.4	2	0.9	4.9
その他の金融業	109	419.2	21	80.8	19.3
運 輸 ・ 倉 庫	109	2.5	3	0.1	2.8
電 力 ガ ス	19	23.8	0	0.0	0.0
通 信 ・ 放 送	108	49.8	20	9.2	18.5
不 動 産 ・ ホ テ ル	78	3.6	5	0.2	6.4
ア ミ ュ ー ズ メ ン ト	45	3.7	7	0.6	15.6
ソフト・情報業	150	11.8	21	1.7	14.0
サービス業	252	5.7	22	0.5	8.7

(注1) M&A頻度指数は1991-1998年におけるM&A累積件数(レコフ社データ)を1996年における従業員数100人以上の企業数(事業所企業統計調査の統計)で割った値に100を掛けた値

(注2) B/A*100を外資系プレゼンスと称する

(資料) M&Aデータはレコフ『M&Aデータ1988~2002』、企業総数は総務庁統計局『事業所企業統計調査報告』

M&Aは投資先企業の生産性を高めるか

製造業企業に関する実証分析結果

Fukao, Ito and Kwon (2004)

- どのような企業がM&A投資の対象となったか、投資の1年前から1年後にかけて、全要素生産性と雇用が上昇したか否か、を検証。
- 親会社が無い状態から有る状態に変化した場合をM&Aと見なす。
- 対日M&Aはもともと生産性の高い企業を対象とし、買収後さらに生産性を高める。雇用削減も顕著。
- 国内M&Aは救済の性格が強く、生産性が低い企業を対象とするが、買収後生産性はやや改善。雇用削減は軽微。

M&Aは投資先企業の生産性を高めるか

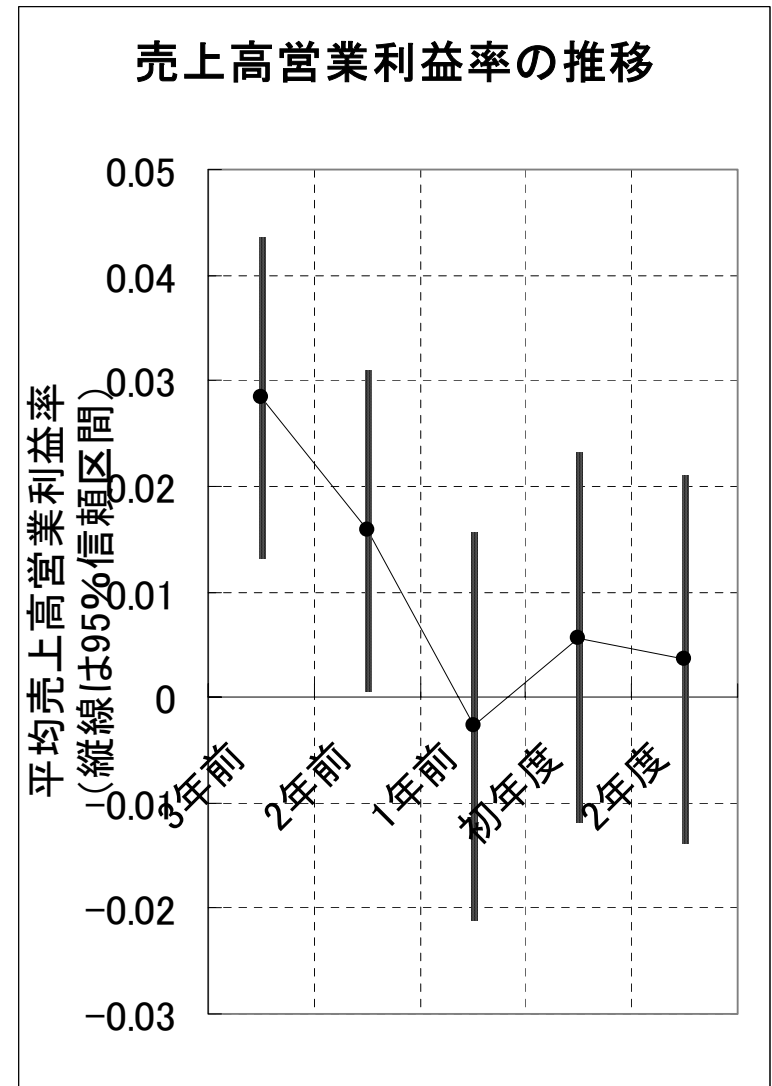
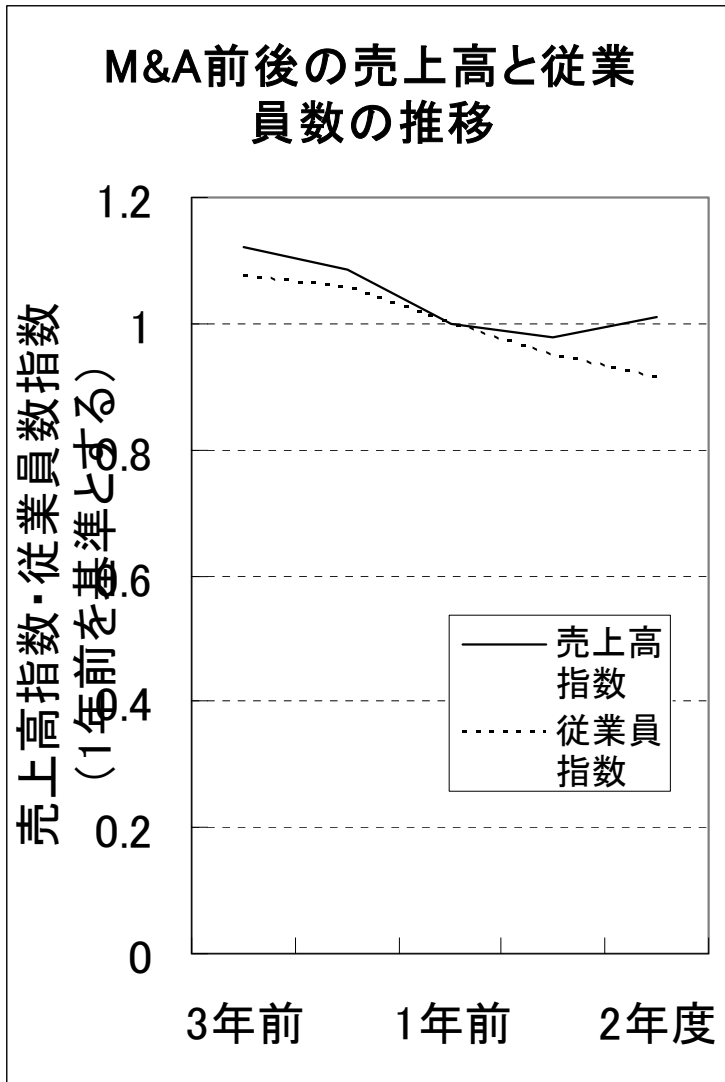
上場・店頭取引企業に関する実証分析結果

法政大学天野倫文氏との共同研究

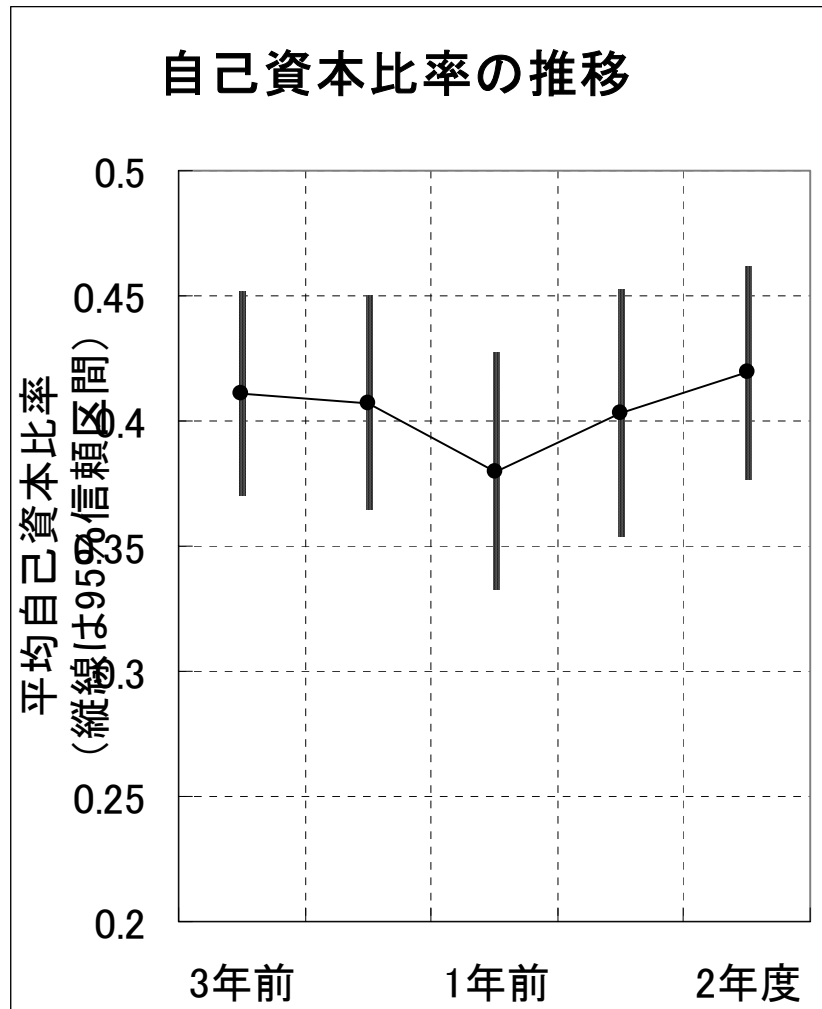
- 統計分析の内容

- レコフのデータから1993–99年までの①買収・資本参加、②IN-INとOUT-INを抽出、財務情報の入手可能性で絞込み
- M&A取引の前年を基準年とし、その前後3年の財務指標の推移を見る
- IN-IN、OUT-INのそれぞれでパフォーマンス指標の変化の要因を重回帰分析で特定化

全サンプルの動向：A (N=127)



全サンプルの動向 : B (N=127)



レコフ社と有価証券報告書データを用いた統計 分析結果のまとめ

- **IN-INとOUT-INの違いに関わらず、M&A取引は、投資先企業のパフォーマンス改善につながる**
- **初期値が低い案件ほどパフォーマンス改善の効果はより強く現れる**
- **OUT-IN取引においては、投資先企業の収益性について大幅な改善が見込めるが、従業員数の削減に帰着される部分も少なくないと思われる**
- **OUT-IN取引の場合はとりわけ新興企業への投資が効果を発揮しており、ユニークである。**

以上の議論のまとめ

M&A拡大は立ち遅れた企業への優れた経営資源の投入を通じて、日本経済が抱える以下のような問題を解決する鍵となりうる

- 大企業を中心とした生産の海外移転・海外からの調達拡大・研究開発の重要性の高まり
 - 国際化・研究開発に遅れた中小・中堅企業の窮乏化
- 長期的な部品取引の縮小・研究開発成果の囲い込み
 - 市場取引を通じたキャッチアップ・メカニズムの低下
- 優良企業による生産の海外移転・不良債権(ゾンビ企業)問題
 - 経済の新陳代謝機能の低下

3. M&A活性化に何が必要か その1

- 株主重視、投資収益重視の経済社会への移行
日本経済の停滞からの脱出の鍵
- 経営権譲渡を嫌うオーナー経営者の認識や株式持合いがM&Aを阻害している

日本のオーナー経営者の多くは、仮に経営が行き詰まっても、経営権を部外者、特に外国企業に売り渡すことを、パートナーや従業員に対する裏切りと考え、できるだけ避けようとする傾向がある。また、経営が行き詰った場合、米国では既存の外部株主が経営権譲渡の圧力をかけるのに対し、日本の中堅・中小企業では株式の持合や同族所有のためにそのような圧力は生じにくい。

3. M&A活性化に何が必要か その2

- M&A分野でも内外無差別原則を実現
外国会社の株式を日本会社の株式と交換する場合にも課税繰延を認める。
- 日本は対内直接投資が不要だという誤解を解く
 - 誤解1： 貯蓄過剰の日本には資本流入は必要無い
 - 誤解2： 対日投資は技術流出を招く
 - 誤解3： 対日投資の大部分は「ハゲタカ」ファンド
件数ベースでは、対日M&Aのうちプライベート・エクイティ・ファンドによるM&Aは5%に過ぎない。
- 流動的な労働市場の整備、社会的なセーフティー・ネットの充実