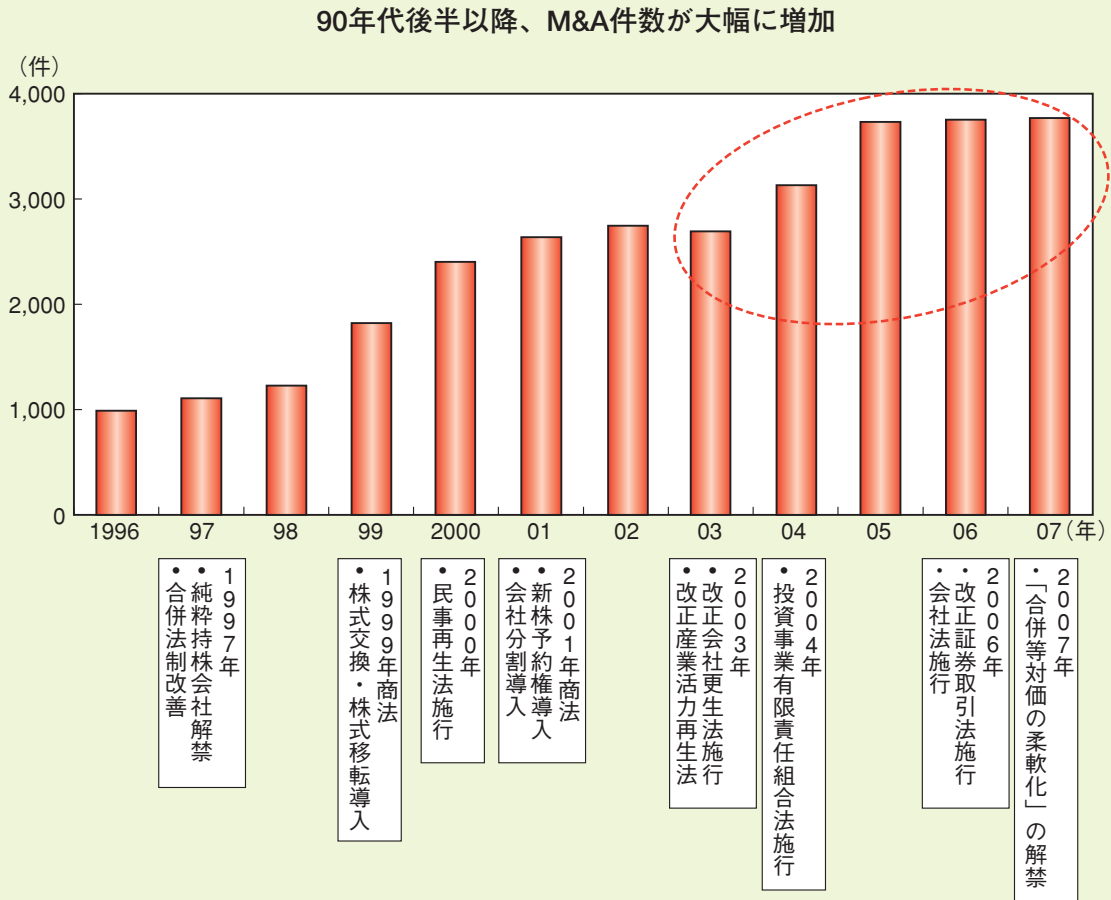


第2-3-11図 M&A総件数の推移



M&Aを仕掛けることは、必ずしも積極的なリスクテイクを意識した行為とは限らない。例えば、事業の多角化を目的とするM&Aは、結果的にはリスクヘッジを意味する場合が多いと考えられる。ただ、M&Aが人的、物的な資源を一括して移転させ、既存組織を組み替えて経営効率の抜本的な向上を図ろうとするものである以上、程度の差はあれリスクを伴う行為であろう。

買手側からみたM&Aへの取組については「平成19年度年次経済財政報告」で詳しく分析したので、ここではM&Aを阻んでいる要因として買収される側の意識に焦点を当て、買収を回避したい企業の特徴を明らかにする。

●日本のM&Aは増加しているが国際的には低水準

90年代後半以降、持株会社解禁をはじめとした法整備などを背景に、日本のM&A件数が大幅に増加している(第2-3-11図)。もっとも2006年以降、件数は高水準ながらほぼ横ばいとなっている。これは、マザーズ、ジャスダックなど新興市場が低迷する中で、同市場上場企業が買手となる案件の増勢が鈍化していることが影響したと考えられる。加えて、2007年に

については、アメリカのサブプライム住宅ローン問題に伴う信用収縮懸念によって、必要な資金調達が困難となるケースが生じたことなども影響している可能性がある。

一方、M&A取引金額の推移をみると、日本はGDP比2～3%程度で推移しており、諸外国と比較して低くなっている。実際、98～2005年の平均では、アメリカ10.7%、英国21.8%、ドイツ7.5%、フランス9.9%となっている²²。なお、外国企業が日本企業を買収する形のM&A（Out-In型）が全体に占めるシェアは10%前後であるが、これもクロスボーダーでのM&Aが盛んな欧州の主要先進国と比べ相対的に低いことが知られている。

●買収防衛策の導入は着実に進んでいる

まず、買収回避のための具体的な動きとして、買収防衛策の導入等の状況をみよう（付図2-4）。代表的な取組としては、「本業を通じた企業価値向上の取組」「ガバナンスや経営管理体制の充実」といった日常的に進めるべきことと、「友好的な企業との株式持合い」「ポイズンピル等の買収防衛策の導入」「取締役の選任・解任要件の厳格化」といった「有事への備え」に分けられる。

前者については当然ながら大部分の企業が「導入済み」「検討中」と回答している。後者については、4割の企業が「株式持合い」を、1割強の企業が「ポイズンピル等」「取締役の選任・解任要件の厳格化」を導入済みである。2008年の状況を前年と比べると、いずれについても増加しているが、中でも「ポイズンピル等」は6.8%から11.7%へと大幅に増加している。

●友好的M&Aであっても回避したいという企業が少なくない

次に、自社が買収対象となることをどう考えるか、という企業の意識をみておこう。その際、買収を仕掛ける先が国内企業か外資系企業か、買収手続きが友好的か敵対的か、という場合分けをした上で回答を求めた（第2-3-12図、付図2-10）。

予想されたように、「外資系企業による敵対的M&A」を「弊害が多いため回避したい」とする企業は7割を超えた。「国内企業による敵対的M&A」を「回避したい」とする企業も約7割である。一方、「友好的M&A」では、相手が「外資系」の場合45%が、「国内企業」では3割が「回避したい」と回答している。

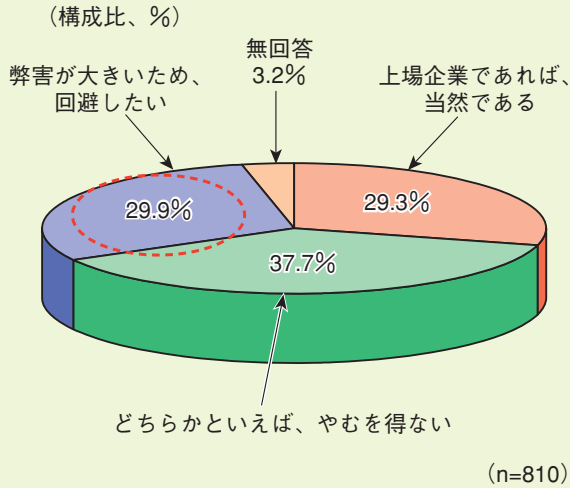
このように、M&Aはたとえ友好的であっても回避したいという意識の企業が少なくないことが分かった。

注 (22) 宮島 (2007)。

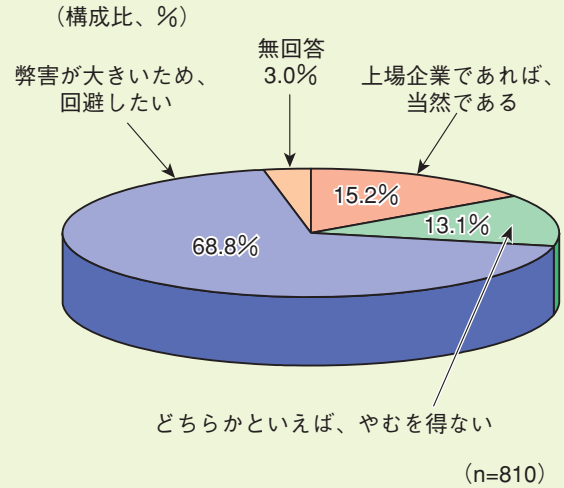
第2-3-12図 M&Aに対する企業の意識

外資系企業によるM&Aに対して回避意識が強い

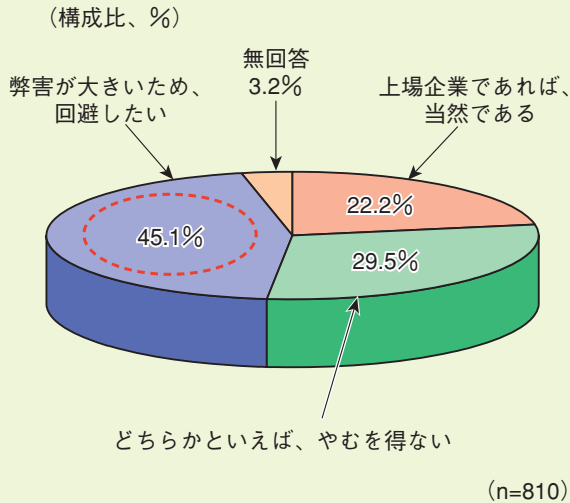
(1) 国内企業による友好的M&A



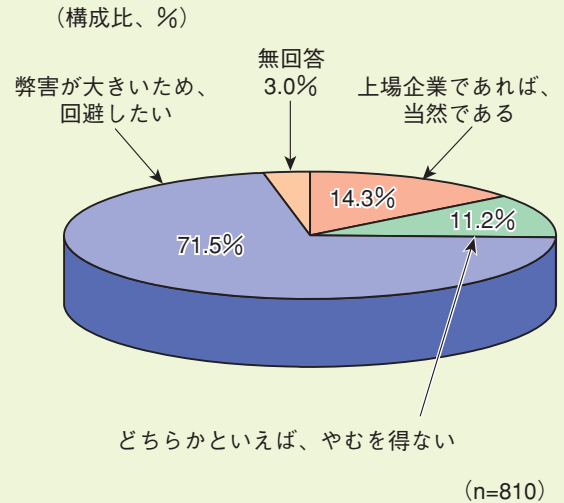
(2) 国内企業による敵対的M&A



(3) 外資系企業による友好的M&A



(4) 外資系企業による敵対的M&A



(備考) 内閣府 (2008) 「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」により作成。

● 株式持合い比率が高い企業ほど M&A 回避意識がある

次に買収防衛手段となり得る株式持合い比率²³と M&A に対する回避的な意識との関係进行分析する (第2-3-13図、付表2-5)。ここで「回避意識がある」とは、上記の4通りの設問 (国内企業/外資系企業による友好的/敵対的 M&A) に対し全て「回避したい」と回答した場合をいう。

まず、企業の株式持合い比率が高いほど M&A に対する回避的な意識がある傾向がみられる。

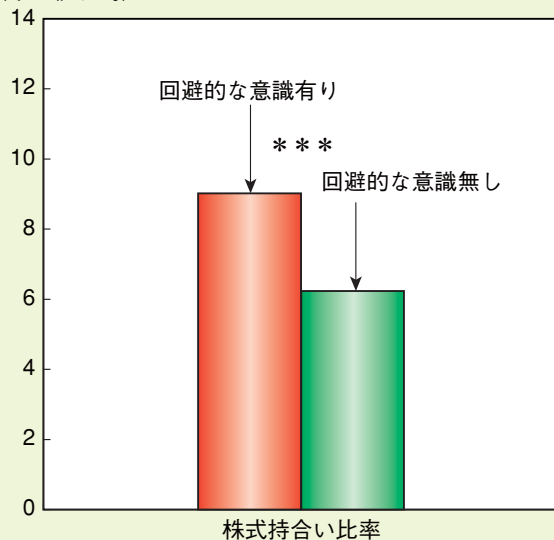
注 (23) 滝澤・鶴・細野 (2007) は、持合い比率が高い企業は他の条件が等しいならば、買収されにくいにもかかわらず、持合い比率が高いほど買収防衛策を導入していることから、高い持合い比率がその企業の経営者保身の強さを反映していると指摘している。

第2-3-13図 株式持合い比率とM&Aに対する回避的な意識

株式持合い比率や役員自社株保有額が高い企業では、
M&Aに対する回避的な意識がある場合が多い

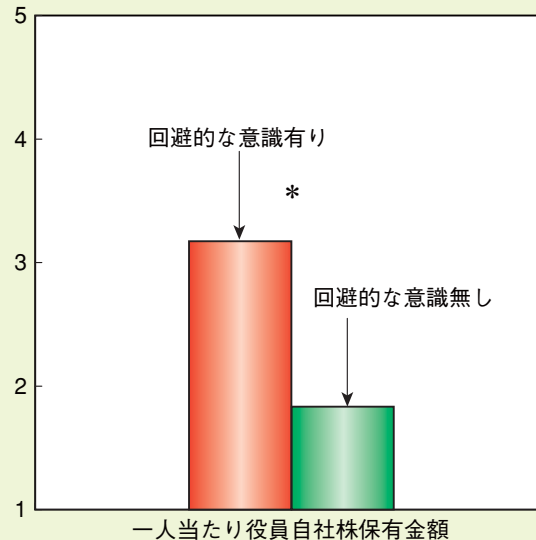
(1) 株式持合い比率

(平均値、%)



(2) 一人当たり役員自社株保有金額

(平均値、億円)



- (備考) 1. 日経NEEDS-Cges、内閣府 (2008)「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」により作成。
 2. 図中における***、*は「回避的な意識有り」と「回避的な意識無し」の平均値に差があるという仮説について1%、10%水準で有意であることを示す。
 3. M&A回避意識：友好的、敵対的M&Aの対象となった場合、ともに「弊害が大きいため、回避したい」と回答した企業群。
 4. 株式持合い比率 = 相互株式保有が可能な公開会社による株式保有比率合計
 5. 役員自社株保有金額 = 役員保有自社株の時価総額 / (取締役会人数 + 監査役員人数)

また役員1人当たりの自社株保有金額が高いほどM&Aに対する回避的な意識がある傾向がみられる。

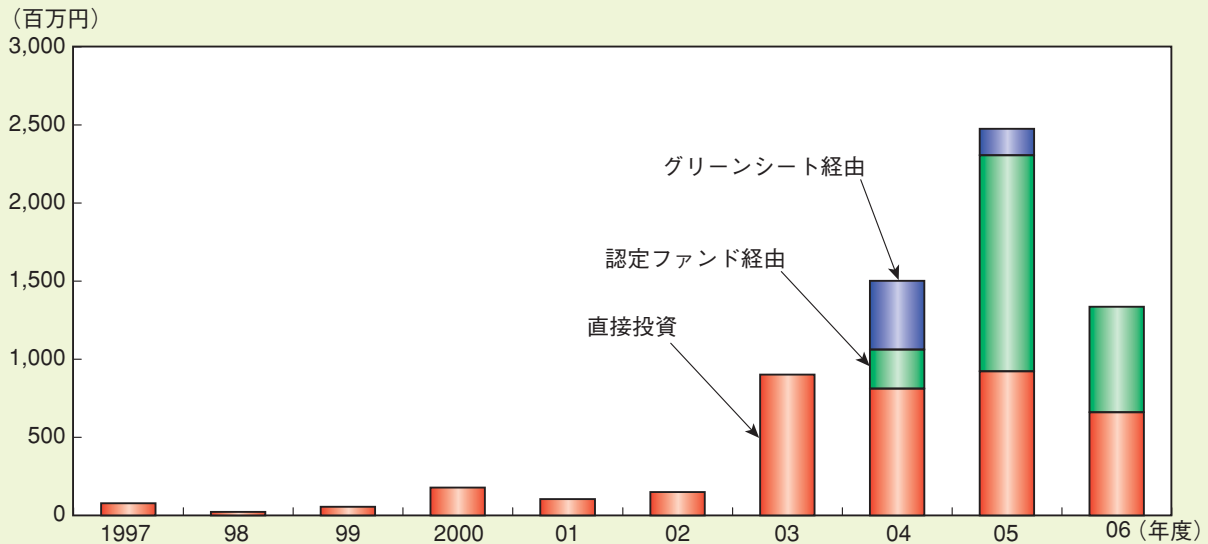
こうした結果の背景には、①M&Aに対する回避的な意識が買収防衛策の一環として株式持合い比率を高めている可能性、②いわゆる「伝統的日本型」の企業（ここでは、株式持合い比率の高さで示される）や「オーナー企業」などが被買収企業としてのM&A回避意識を強く持っている可能性の両面があると考えられる。

4 ベンチャー企業

第1節でみたとおり、日本のベンチャー投資は欧米諸国と比べて低い水準にある。投資家とベンチャー企業の資金の流れを整理すると、一般に、成長段階に応じて増大していく資金需要の規模に応じて、創業者・知人など、エンジェル、ベンチャーキャピタルなどがベンチャー企業の株式取得を通じて資金を供給する。事業が軌道に乗り、企業価値が増大すれば、投資家は株式公開やM&Aなどの形で投資資金を回収する。こうした流れを踏まえ、日本のベンチャー企業の課題を抽出しよう。

第2-3-14図 エンジェル税制実績の推移

過去に比べてエンジェル税制の利用実績は増加傾向



- (備考)
1. 経済産業省(2008)「ベンチャー企業の創出・成長に関する研究会 最終報告書」により作成。
 2. 各年度で払い込んだ金額を集計している。
 3. 直接投資とは、個人が直接ベンチャー企業の株式を取得する場合(民法組合等を經由した場合を含む)。認定ファンド経由とは、認定投資事業有限責任組合經由で株式を取得した場合。グリーンシート経由とは、証券会社經由(グリーンシート・エマージング区分指定銘柄)で株式を取得した場合。
 4. 2004年より認定投資事業組合及びグリーンシート經由での投資が対象となる。
 5. 投資時点の年月日で集計しているため、各年度の数値は今後増加する可能性があることに留意。

●日本のベンチャーキャピタルは金融機関、事業会社の子会社が多い

事業の初期段階でリスクマネーを提供するとともに、経営への参画や助言といった役割を担うのがエンジェルである。エンジェルには起業経験者が多いといわれるが、日本ではその実態はデータとして把握が困難である。エンジェルがベンチャー企業の創出・成長に重要な役割を果たすと考えられることやエンジェル投資のリスクの高さから、税制優遇措置が講じられてきている。その利用実績をみると、2003年度以降は増加傾向にある(第2-3-14図)。近年、税制面での優遇措置²⁴の拡充がさらに進められており、エンジェルによる投資の一層の増加が期待される。加えて、今後、ベンチャー企業への投資について様々な環境整備が進めば、さらに増加する余地があると考えられる。

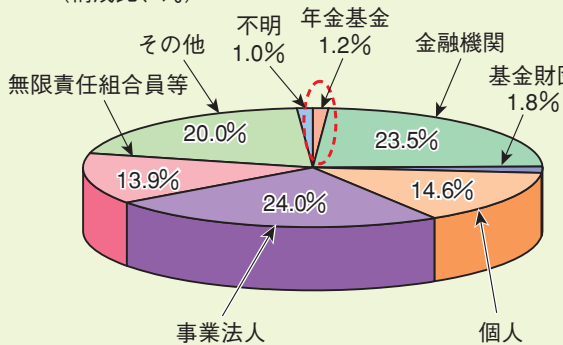
次に、ベンチャーキャピタルの特徴をみてみよう。日本では、金融機関系(銀行、証券会社など)が6割、事業会社系が約2割であり、これらの子会社として設立されているものが多い。これに対し、アメリカでは独立系が8割を占めており、金融機関や事業会社の子会社は非常に少ない。金融機関や事業会社の子会社であるベンチャーキャピタルでは、親子会社間の人事異動の多さ等から専門的知識・能力を有するキャピタリストが育ちにくいといわれている。こう

注 (24) 2007年度には事前確認制度(資金調達前に税制優遇の適用の有無を確認)、2008年度には創業3年以内の一定のベンチャー企業への投資について寄附金控除(控除対象となる投資額の上限は、1,000万円又は総所得金額等の40%のいずれか低い方)が認められた。

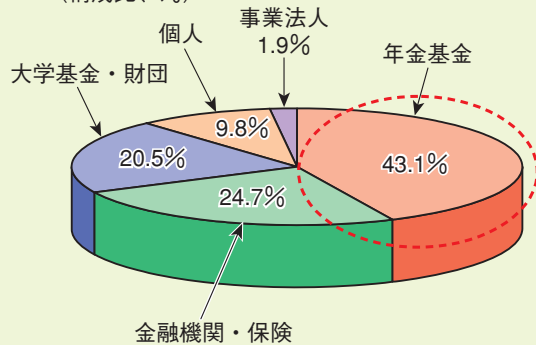
第2-3-15図 ベンチャーキャピタルへの出資者の構成（日米欧）

欧米では年金基金の出資割合が大きい

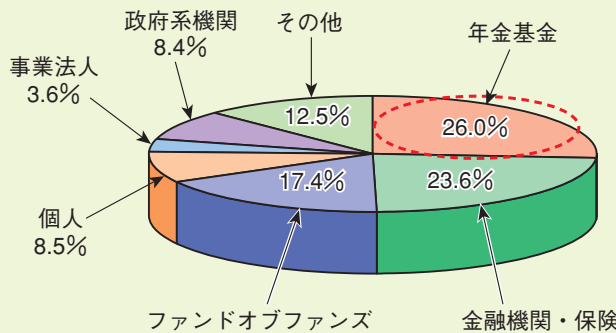
(1) 日本の出資者別投資額の構成比
(構成比、%)



(2) アメリカの出資者別投資額の構成比
(構成比、%)



(3) 欧州の出資者別投資額の構成比
(構成比、%)



(備考) 1. 財団法人ベンチャーエンタープライズセンター (2007)「平成19年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査 NVCA (2004) “NVCA Yearbook 2004”、EVCA (2007) “EVCA Yearbook 2007” により作成。
2. 日本は2006年度、欧州は2006年、アメリカは2003年の数値 (すべて金額ベース)。

したことから、日本のベンチャー企業の成長可能性を高めていくためには、「目利き」人材の育成、確保を進めることが重要である。

また、日米欧でベンチャーキャピタルへの出資者を比べると、日本は事業法人と金融機関が中心で、年金基金はほとんど出資していないが、アメリカでは年金基金が4割、欧州では3割を占める (第2-3-15図)。これは、年金基金の資金運用に関する方針の違いによるものと考えられる (第5節を参照)。

●日本では新興市場の低迷により「出口」である株式公開が低調

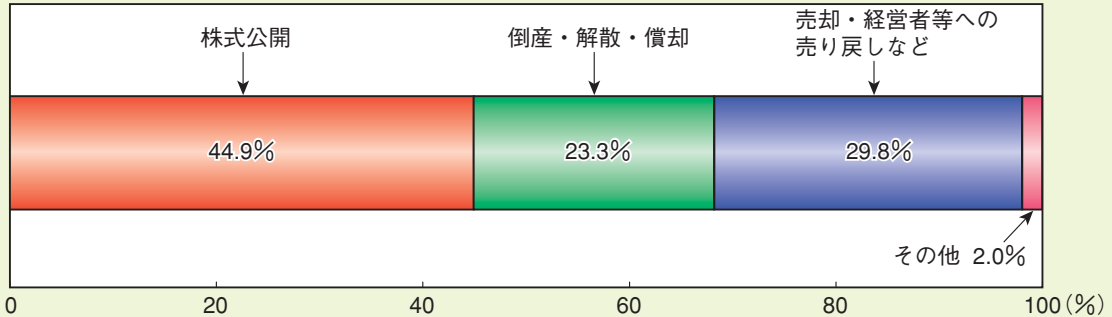
ベンチャーキャピタルによる投資の「出口」である投資資金の回収について、日本と欧州を比べてみよう (第2-3-16図)。日本では株式公開が主であるが、欧州ではM&Aや他のベンチャーキャピタルへの売却が中心となっている。日本において「出口」が株式公開中心となっていることは、その成否が新興市場の市況に大きく左右されることを意味する。

第2-3-16図 ベンチャー企業向け投資の「出口」

欧州では、M&Aや他のベンチャーキャピタルへの売却が多い

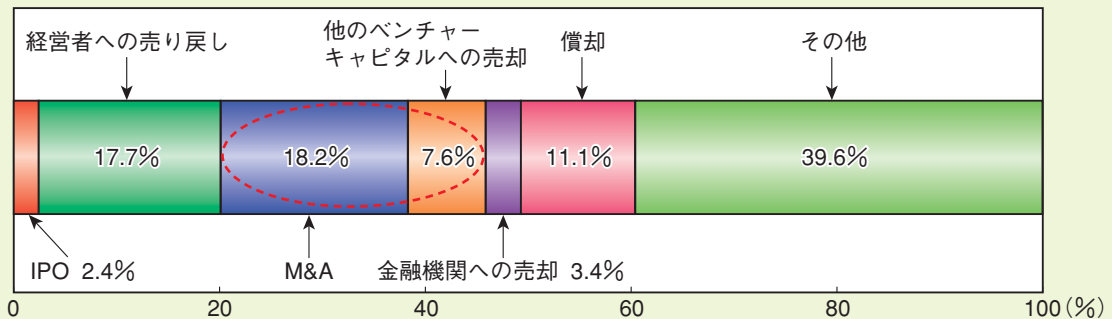
(1) 日本のベンチャーキャピタル投資出口の社数構成比（2006年度）

（構成比、％）



(2) 欧州のベンチャーキャピタル投資出口の社数構成比（2006年）

（構成比、％）



（備考）財団法人ベンチャーエンタープライズセンター（2007）「平成19年度ベンチャーキャピタル等投資動向調査」EVCA（2007）“EVCA Yearbook 2007”により作成。

日本の新興市場²⁵は、2000年前後のいわゆる「ITバブル」の崩壊後は株価が低迷した。その後、2005年後半には一時上向いたものの、2006年1月の「ライブドア・ショック」以降は下落傾向となっている。こうした市場環境のなかで、ベンチャーキャピタルにとっての主な「出口」である株式公開は行いにくい状況が続いている。このように、「出口」が狭まっていることが、ベンチャー企業向け投資を難しくしている面があると考えられる。日本でもM&Aや他のベンチャーキャピタルへの売却²⁶といった多様な形での「出口」が増えていけば、新興市場の市況に大きく影響されずにベンチャー企業向け投資が増えていくと考えられる。

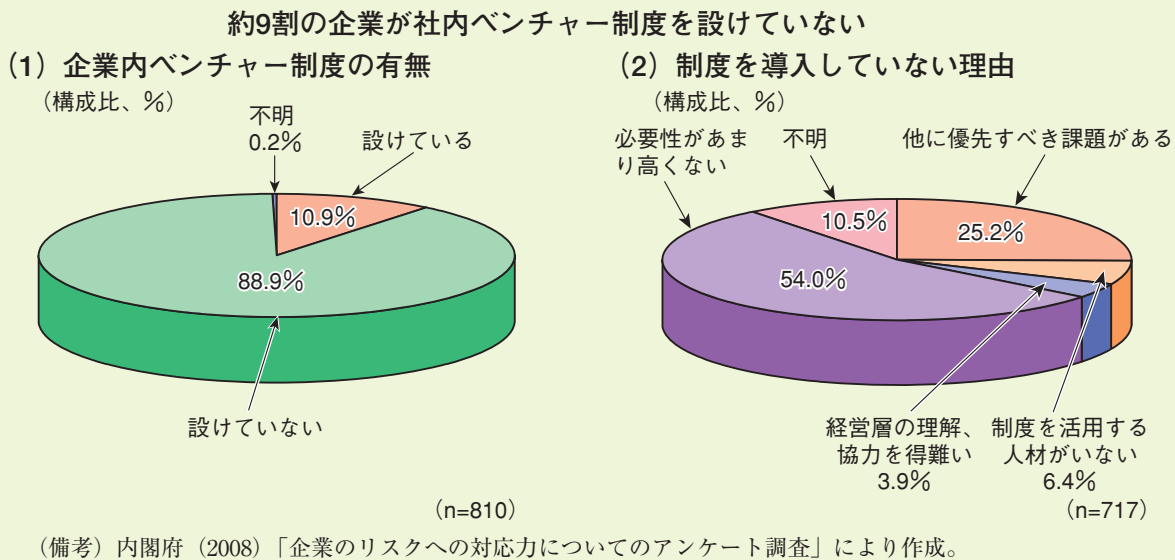
注 (25) 99年11月に東証マザーズ、2000年5月に大証にナスダックジャパン（現ヘラクレス）が創設されたほか、札幌、福岡、名古屋の各市場においても新興市場が創設されるなど、急速に整備された。

(26) 他企業への売却という形での「出口」を選択しにくくしている要因として、ベンチャーキャピタルファンド投資契約に買戻し条項があることも指摘されている（経済産業省（2008））。同買戻し条項は、①ベンチャー企業側に法令・投資契約への違反があった場合、②株式公開が実現されない場合、③ファンドが終期に近づいた場合などに発動されるものである。②及び③のケースでは、買戻し価格は、請求時点の様々な方法による株価評価額のうち最も高い価格とされる。これは出資者にとっては、他企業への売却をするよりもベンチャー企業あるいは経営者に買戻しを求める方が多額の資金を回収できることになる。

●企業内ベンチャーの導入は進んでいない

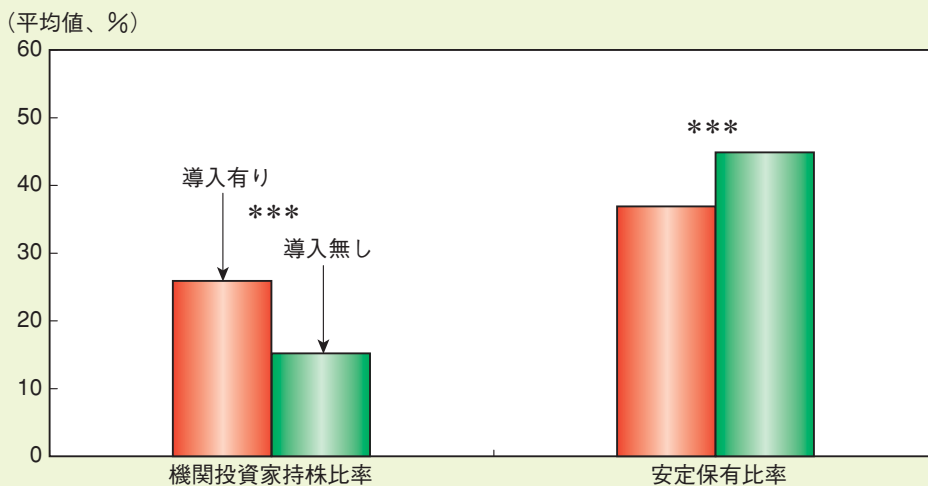
国際的にみてベンチャー投資自体が少ないこと、独立系のベンチャーキャピタルが少ないことなどから、日本でのベンチャー育成には大企業の役割が依然重要である。そこで期待されるのが、企業内での新たな事業の立ち上げ、すなわち「企業内ベンチャー」である。企業内ベン

第2-3-17図 企業内ベンチャー制度の導入状況



第2-3-18図 企業内ベンチャー制度の導入企業の特徴

社内ベンチャー導入企業は、機関投資家持株比率が高く、安定保有比率が低い傾向



- (備考) 1. 日経NEEDS-Cges、内閣府 (2008) 「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」により作成。
 2. 図中における***は「導入有り」と「導入無し」の平均値に差があるという仮説について1%水準で有意であることを示す。
 3. 機関投資家持株比率 = 外国人株式保有比率 (除く外国法人判明分) + 信託勘定株式保有比率 + 生保特別勘定株式保有比率

安定保有比率 = 国内会社による保有株式のうち、①相互保有関係にある会社が保有する株式、②生損保、銀行、信金が保有する株式 (除く特別勘定、信託勘定)、③公開会社が保有する金融機関株式、④親会社などが保有する株式に該当する場合の株式保有比率合計、⑤役員持株比率、⑥持株会持株比率、⑦自己株式、⑧法人が保有する大口株式 (3%以上、含む外国会社、除く信託銀行等) のいずれかに属する株式比率。

チャー制度は、事業資金支援を得やすいなどのメリットがある。もっとも、アンケート調査で導入状況をみると、導入企業はわずか1割程度となっている。また、導入していない理由は、「必要性が高くない」が5割以上を占めている（第2-3-17図）。

企業内ベンチャー制度導入企業の特徴をみると、株主構成において機関投資家持株比率が高く、安定保有比率が低い²⁷（第2-3-18図）。これは、外国人機関投資家など、企業収益の向上に向けて積極的に経営改革を求める株主の存在が、企業内ベンチャー制度の導入に影響していることを示唆している。

第4節 日本型企业システムの変化とリスクテイク

前節では、リスクテイクの色彩が強い様々な企業活動について、それを規定する要因について調べてきた。その中で、「機関投資家の持株比率が高い企業、借入比率が低い企業は、研究開発費が大きい」「機関投資家の持株比率が高い企業、安定保有比率が低い企業は、企業内ベンチャー制度を導入している」といった、コーポレートガバナンスの特徴に関わる要因の重要性が浮かび上がった。本節ではより一般的な形で、リスクテイクとコーポレートガバナンスの関係を調べることにする。

●メインバンクシステムが機能していた時代にはリスクテイクの必要性は今日ほど大きくなかった

日本型企业システムにおいては、企業への資金供給者兼外部統治者として長期的関係を重視する安定株主（株式持合い企業、メインバンク、従業員持株会）が存在し、こうした安定株主は経営に対して積極的に介入してこなかったといわれている²⁸。このため企業は内部者（経営者）によって統治²⁹される形となり、これが長期雇用と補完的に機能し、長期的な視座にたった安定経営を支えてきたと考えられる。

一方、安定株主のなかでもメインバンクは企業に融資をする債権者でもあり³⁰、企業経営の規律付けの面でも重要な役割を担った。企業が通常の財務状態にあるときは経営に関与しないが、企業経営が悪化（デフォルトリスクの高まりなど）すると、監視を強めた（派遣役員の増員など）。そして企業の経営危機が深刻な場合には、企業の経営会議を事実上主導するなど、

注 (27) 社内ベンチャー制度導入企業を業種別にみると、サービス業や情報通信業が多く、IT分野などでより広く導入されている可能性がある。
 (28) 小口株主が分散して存在する場合、株主が企業の経営を規律付けるのは容易ではない。個々の株主は規律付けの十分なインセンティブを持たない可能性があり、仮に持っていたとしても企業経営に関する詳細情報を随時入手することは難しい（河村・広田（2002））。そこで、機関投資家による規律付けが重要となる（第5節参照）。
 (29) 経営者（多くの場合内部従業員が昇進）が外部の投資家からの圧力を受けずに意思決定できた。このため現場の実情に即した経営判断が可能であり、これが現場での労働の効率性を高めていた可能性がある（小佐野（1996））。
 (30) アメリカでは、企業買収に対する脅威、経営者をモニターするインセンティブを持つ大株主の存在による企業の規律付けがなされてきたと考えられる。従来の日本では、これに代わってメインバンクによる債務を通じた規律付けがなされてきたと考えられる。なお、日本企業の大株主は、銀行や生命保険会社、従業員持株会などを中心に構成されていた（宮島・新田・齋藤・尾身（2004））。