

2021年2月1日

# 2021年は国内M&A幕開け、 「黒目ハゲタカ」の時代

## －「3D」デジタル、脱炭素、多様化による構造転換に注目

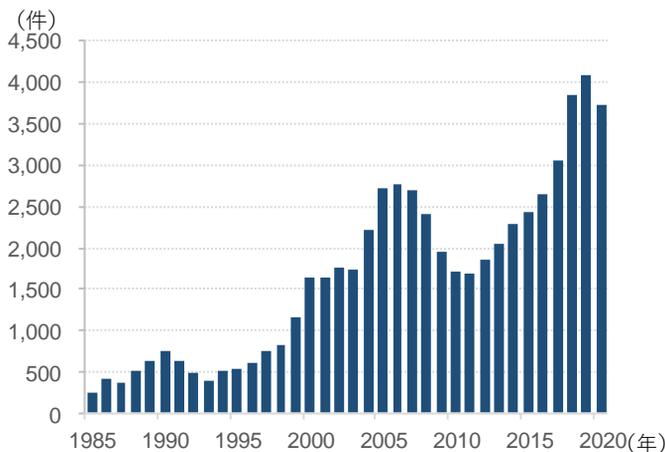
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■2021年以降は再び拡大基調  
への回帰が展望される

### M&A拡大の潮流

昨年12月の当TODAY（2020/12/14）では、コロナショックにより、国内中小零細の「コロナ7業種」に向けた資本の循環によるM&Aの時代になるとした。以下の図表は、日本のM&Aの推移である。2010年代に入り、急速な件数増加が確認される。2020年はコロナショックの直接的な影響もあり一時的な減少が生じたが、2021年以降、再び拡大が生じると展望している。

#### M&Aの件数



(出所) 中小企業白書（2018年版）等をもとに岡三証券作成

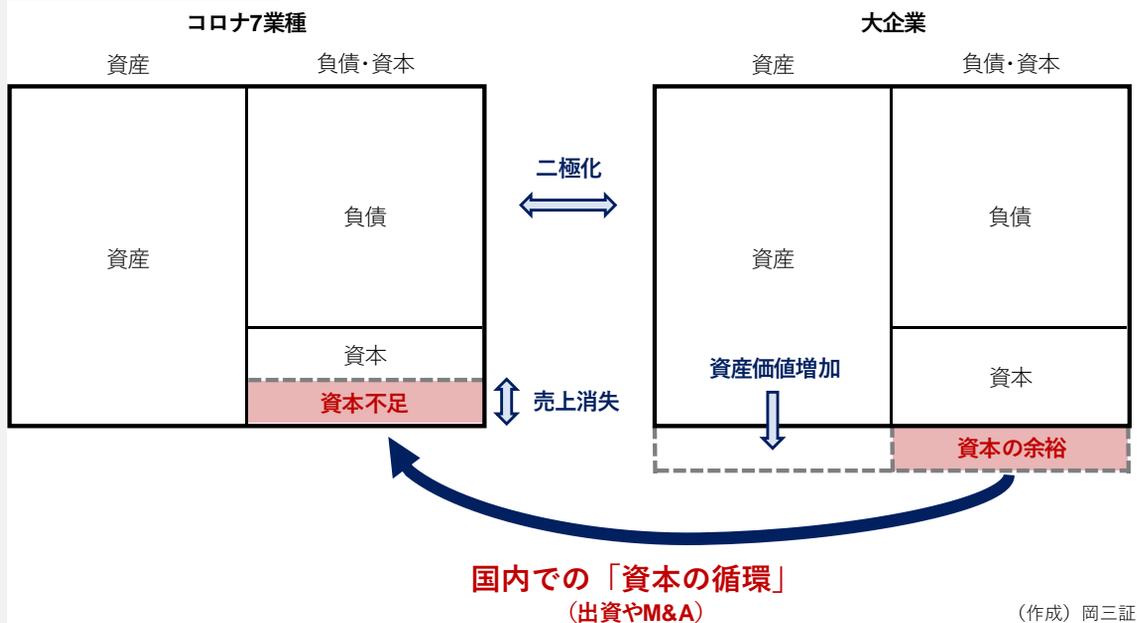
### 「コロナ7業種」を中心とした「資本の循環」

今回のコロナショックでの「危機」の本質は、売上げ消失に伴う「コロナ7業種」を中心とした企業の深刻な資本消失である。一方、資産価格上昇に伴い、マクロ的には国内に資本が温存された状況にある。その結果、資本を温存した経済

■ 今後求められる金融機能は「資本仲介」

主体との二極化が大きな特徴だ。今回のコロナショックの構図は、以下の図表の概念図に示されるように、深刻な資本不足の「コロナ7業種」の企業と、資本を温存した企業やファンドの二極化、格差にある。従って、必要なことは、不足する資本を国内で資本を温存した主体が補うこと、「資本の循環」の実現である。そこで求められる金融機能は、資本の「不足セクター」と資本の「余剰セクター」を仲介する「資本仲介」にある。金融機関の機能も以上の「資本仲介」に関与できるかだ。過去の「危機」は、国内の資本不足から資本の仲介は海外が関与する構造にあったが、今回は国内でも仲介が可能となることが大きな違いである。

### コロナショックの二極化構造概念図

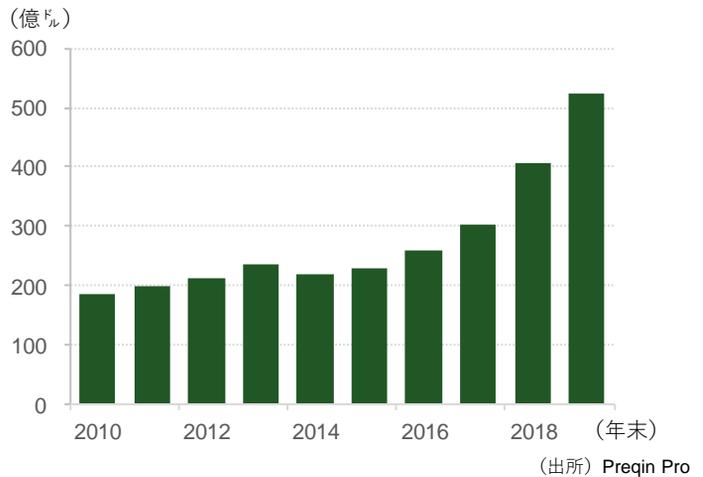


■ ハンズオンでの経営人材も含めた運営を担う器としてファンド活用は拡大へ

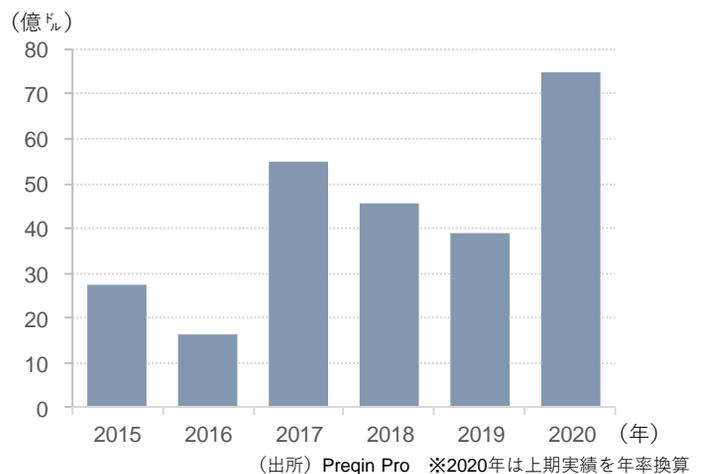
## M&Aを担うファンドの拡大も

次ページの図表はM&Aを担うファンドの運用資産の推移である。国内での資本に余裕があることに加えて、投資家の深刻な運用難を受けて国内ファンドの拡大が続いている。以上のファンドの拡大は、先に示した図表での「資本の好循環」・「資本の仲介」を実現するには大企業や金融機関が直接的にM&Aを担うという形態に加えて、M&A活動を行うファンドを通じた動きも考えられる。すなわち、プライベートエクイティを中心にハンズオンでの経営人材も含めた運営を担う器としてファンド形態の活用が拡大しやすい。また、銀行も含めた金融機関としても業務範囲の見直しに応じて、再生のファンドを活用した動きが今後も拡大しやすい。さらに、以上のM&Aのファンドの拡大にそって、従来、あまりなかった敵対的買収も増加しやすいと考えられる。

### 日本特化型PE・VCファンドの運用資産残高



### 日本特化型PEファンドの資金調達動向



■日本全国での後継者問題、事業承継は大きな課題

## 事業承継の拡大も

先の概念図で示された、「コロナ7業種」と資本に余裕のある大企業の二極化は、双方の誘因からM&A活動の拡大をもたらしやすい。まずは、深刻な資本不足の「コロナ7業種」である。次ページの図表は、事業承継の推移を示したものである。日本の人口の高齢化もあり、日本全国での後継者問題、事業承継が大きな課題になっている。ただし、資本不足が制約となり、過去、円滑に進まなかった事例も多かっただけに、今回、資本の余裕が生じたなかで、「コロナ7業種」を中心としたなかでのM&Aが拡大する可能性がある。また、サーチファンドのように、個人が投資家から資金を募り企業を買収して経営を行う形式も増加が期待される。

事業承継系M&Aの件数



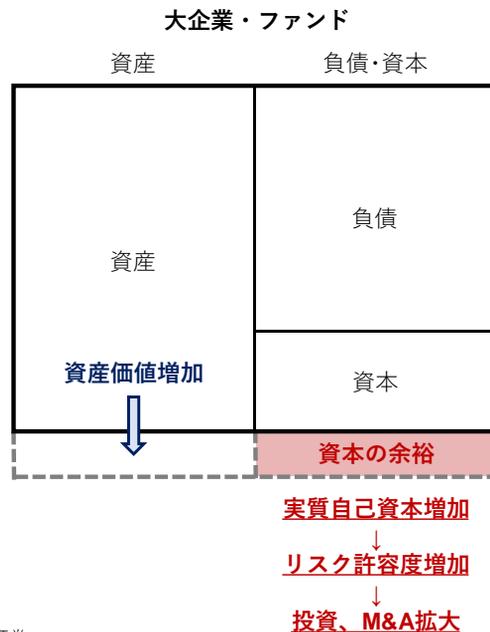
(出所) 中小企業白書 (2020年版)、レコフ

■ 資産価格上昇のプラス効果が实体经济や資本市場に波及する可能性

資産価格上昇による投資拡大効果

一方、大企業を中心としたM&A拡大の背景には、資産価格上昇による資産効果の面が強い。以下の図表の概念図に示されるように、資産価格の上昇により資本を温存した企業やファンドへの影響が注目される。資産価格上昇は、以下のプロセスでの波及効果、すなわち、  
 「資産価格上昇 → 実質自己資本比率上昇 → リスク許容度上昇 → 投資拡大 (M&Aも含む)」  
 を生じ、实体经济や資本市場に前向きな動きを与えうる要因になる。以上の流れのなかで、新たな分野として、カーボン

資産価格上昇と実質自己資本比率上昇の概念図



(作成) 岡三証券

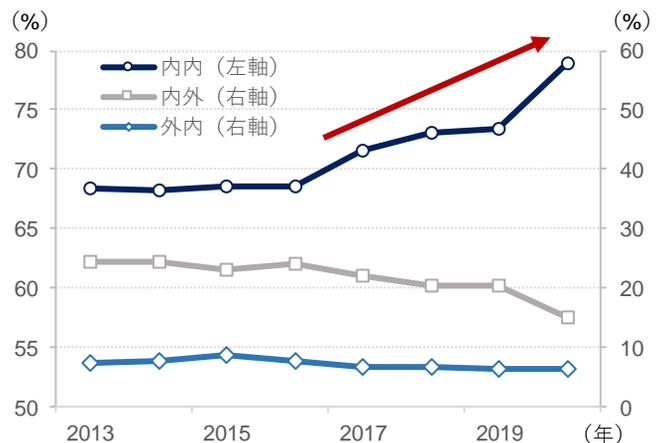
ニュートラルに向けた動きを受けて環境対応や自動車のEV化等の構造変化に対応した動きがM&Aの活動なども活発化しやすい。資本の余裕に伴い新たな分野への活動につながる可能性がある。

## M&Aは内内、内外に向かう可能性も

以下の図表は、M&A件数の内訳を示したものだ。ここで注目されるのは、内内の増加であるが、先述のように、国内での資本の余裕があるだけに、今後も一層、この傾向の継続が見込まれる。バブル崩壊など、過去の危機は海外の「ハゲタカ」と呼ばれた買収ファンドを中心としたプレイヤーによる対応が内外の流れを担った。一方、今回は海外への依存が相対的に低下しやすく、内外は引き続き減少が見込まれる。従来の内外の「青目ハゲタカ」中心のフローから「黒目ハゲタカ」も含めた内内フローが中心になりやすい。また、内外は減少が続いたが、資本の余裕があるなか、再び増加も見込まれる。

■海外資本への依存が低下しやすく、内外は減少見込み

M&A件数の内訳



(出所) MARR Online、直近は2020年

## 今後の金融機関の機能は「資本性資金の崖」を超える「資本仲介」に

今後の金融機関の機能は国内における資本の仲介をいかに行うことができるかにある。従来、金融仲介の中心は家計から預金で資金を預かって資金不足セクターの企業に貸出しをする「資金仲介」が中心だった。一方、コロナショックにおける金融は企業、なかでも「コロナ7業種」の企業が深刻な「資本不足」になったなか、「資本仲介」がメインの金融になっていく。

従来、日本の金融構造では、大企業に関しては大手銀行や証券会社も含めて市場での資本性資金の仲介手段が比較的充

■金融機関の役割は「資金仲介」から「資本仲介」へ

実していた。一方、中小零細企業への金融は地域金融機関が中心であり、その分野は貸出しを中心としたデット市場での対応が中心であり、大企業と中小企業で「資本性資金の崖」が事実上存在していた。コロナショックは「コロナ7業種」を中心に、いかに以上の「資本性資金の崖」を超えた金融仲介を実現できるかが重要になる。また、そこでの資本の仲介は未公開株式も含めた対応、すなわち、ファンドの活動も含めたプライベートエクイティの分野での活動も重要になる。地域金融機関も地域密着型投資銀行業務にいかに関与できるかが問われる状況にある。

## M&Aでの産業構造転換は「3D」に

「コロナ7業種」にある非効率性から新たな産業構造への転換を促すためにも、国内でM&Aを中心とした企業買収の活性化が重要な課題になる。昨今、政府が中小企業の再編を進める税制面のサポートを行っている。今後、構造転換を伴うM&Aの方向性は、以下で示した「3D」にあると考える。

■ 今後の構造転換を伴うM&Aの方向性は「3D」に

### M&Aの「3D」

#### Digitalization：デジタル化

サービス業中心のデジタル・リアルの融合  
製造業中心に第4次産業革命に

#### Decarbonization：脱炭素化

環境要因から新たな成長分野の取り組み  
EV化等も含む

#### Diversification：多様化

「コロナ7業種」を中心とした構造不況業種の業態転換  
業界の垣根を超える融合  
地域での統合を志向するコングロマリット化

## 「資本の循環」向けても資産価格維持が不可欠に

今回の「危機」はコロナショックの不安が長期戦となるなか、「コロナ7業種」を中心とした企業をサポートも必要であるだけに、その潤滑油を確保するためにも資産価格維持が不可欠となる。その結果、たとえ株式市場でバブル的な気配があっても極端な過熱の水準になるまでは許容されやすい面もある。

コロナショックにおいては2020年、大手航空産業の深刻な資本不足に対する市場での大幅な増資が話題になった。こ

■ 企業サポート等の潤滑油として資産価格維持が不可欠に

■ 中小企業に向けた資本の  
循環が重要に

こうした活動が実現できた背景には株価の上昇が大きかった。また、金融機関においてはハイブリッドファイナンスを中心に資本の充実を実現できたこともその後の信用活動の拡大につながった面がある。それだけに、資本の循環を実現するためにも資産価格の安定を維持する必要があるグローバルに生じていることも認識する必要がある。

大企業においては市場を活用した資本の循環が実現できたが、先述の「資本性資金の崖」としたように、中小企業はそうした活動から疎外されやすかっただけに、今後は中小企業分野を地域金融機関も含めた取り込みが重要になる。

また、政府も昨年12月の2021年度税制改革大綱で、M&A拡大を支援すべく、買収される側の企業の株主が対価を買収する企業の株式で受け取った際、課税の繰り延べを認めている。その結果、資産価格上昇による自社株を使った企業再編が行われやすいサポートとなっている点も注目される。

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)