

2021年4月27日

2021年はなぜ国内M&A急拡大になるか

－理由は①コロナ7業種の未曾有資本不足、②30年ぶり資本余裕の二極化、③高齢化の事業承継、3要因

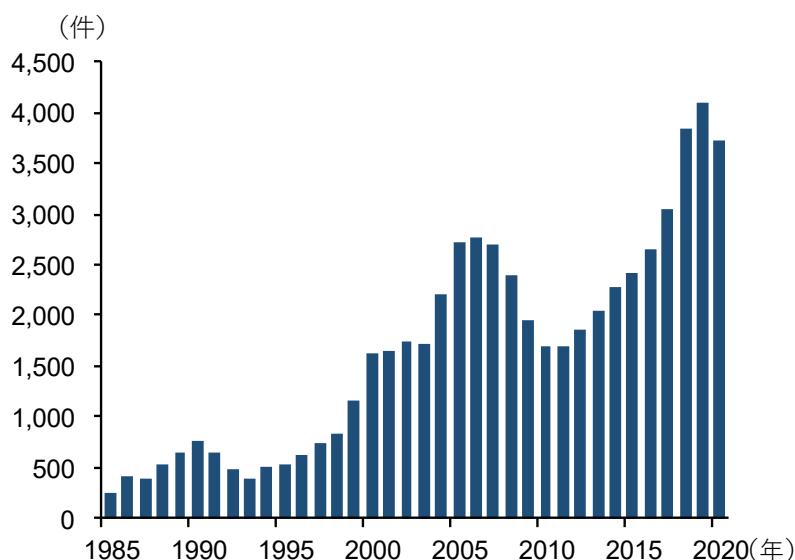
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■国内企業同士（内内）のM&Aは2021年以降も拡大を展望

M&A拡大のまたとない環境に

今年2月のTODAY（2021/2/1）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、なかでも国内企業同士（内内）のM&A拡大を展望した。以下の図表は日本のM&A件数の推移である。2010年代以降、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減少が生じたが、2021年以降、再び拡大を展望している。本論では、現在の状況はM&Aが生じうるかつてない局面と評価する。金融とは不足セクターと余剰セクターを仲介することにある。今日、未曾有の資本不足が「コロナ7業種」に存在し、一方、バブル期以来30年ぶりの資本の余裕が生じているだけに、巨額の不足と余剰の存在による「資本の仲介」としてのM&Aが国内で拡大するまたとない環境にある。さらに、高齢化に伴う事業承継要因も加わる大きな潮流が見込まれる。

国内M&Aの件数推移



(出所) 中小企業白書（2018年版）等をもとに岡三証券作成

■金融の中心は融資業務から
投資銀行業務へシフト

■コロナ7業種を中心に高まる
不動産の益出しニーズ

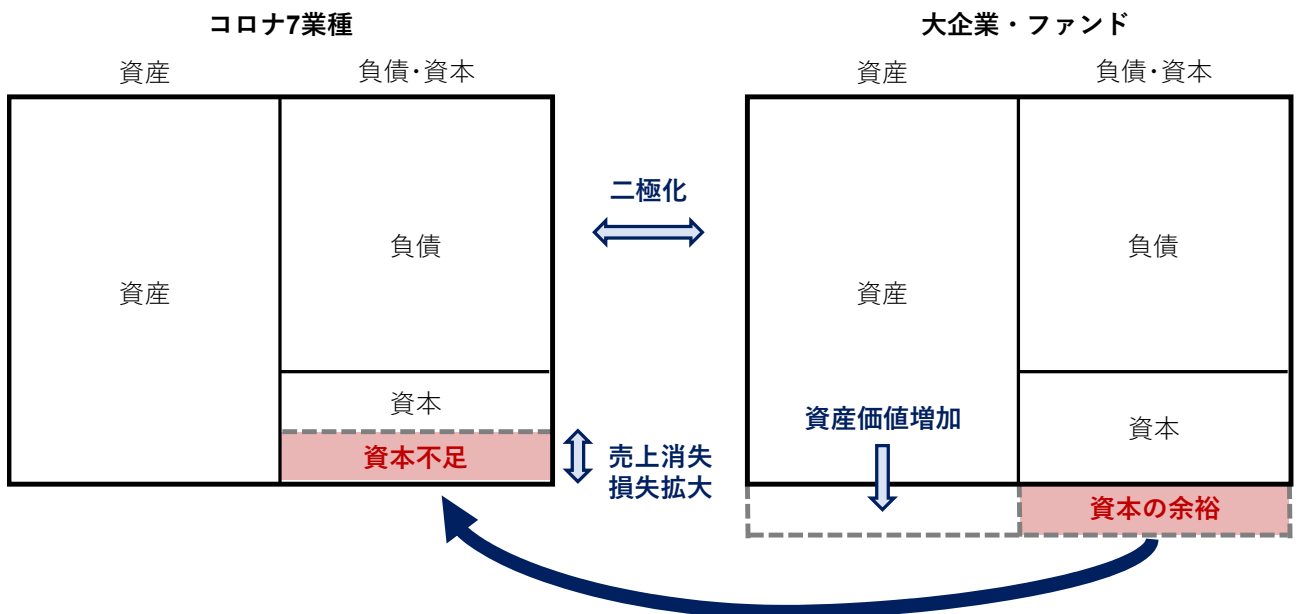
「コロナ7業種」による二極化

従来、企業の「資金不足」と家計の「資金余剰」を商業銀行が中心となって預貸業務で仲介する企業金融が金融の大動脈だった。一方、今日、企業が「資金余剰」に転じたなか、金融の中心は従来のような融資業務ではなく、コロナ7業種の「資本不足」とその他大企業・ファンドの「資本余剰」を仲介するM&Aを中心とした投資銀行業務へとシフトする。

今回のコロナショックの構図は、以下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」と、資本を温存した企業やファンドの二極化、格差にある。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」であり、金融機関の機能も「資本仲介」にいかに関与できるかにある。過去の「危機」においては、国内の資本不足への資本仲介は海外からの資金が中心となる構造にあったが、今回、日本国内で初の資本の余裕が生じた状況下において、「コロナ7業種」を中心としてかつてない規模でM&Aが拡大する可能性がある。

同様の二極化事例は、最近の「コロナ7業種」を中心とした企業の不動産売却にもあてはまる。資本不足を補うため、不動産の益出しが行われており、この動きは中小企業にとどまらず、一部の大企業にもみられる。その結果、通常では出てこない物件が流通市場に登場する事例も散見される。以上のような事例に対し、日本国内の投資家が躊躇している間に海外投資家が購入に乗り出す可能性もあるだろう。

コロナショックの二極化構造概念図



国内での「資本の循環」
(出資やM&A)

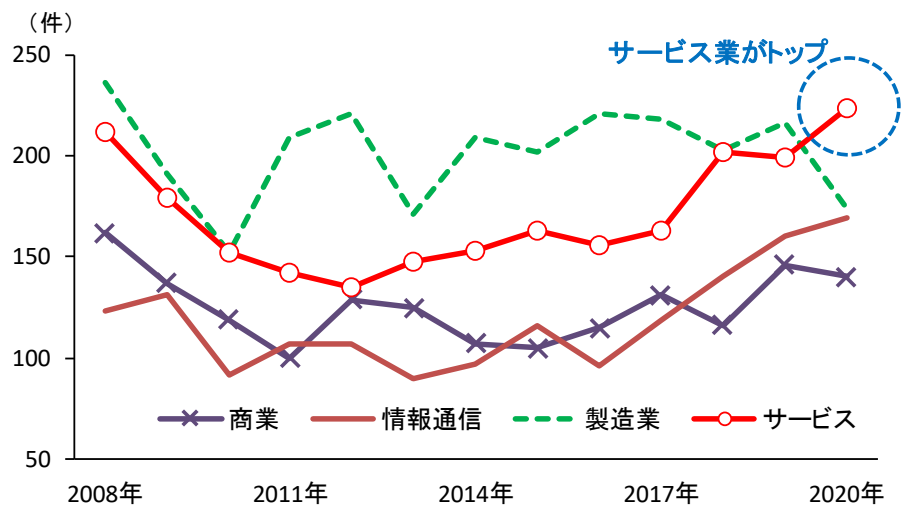
(作成) 岡三証券

■ サービス業へのM&Aが拡大

M&A業界は「コロナ7業種」中心のサービス業向けが拡大

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、売り手となりうる深刻な資本不足の「コロナ7業種」関連の増加が見込まれる。以下の図表はM&A仲介会社ストライクが集計したM&Aの業種別の推移である。ストライク社の執行役員である日高広太郎氏は2020年にサービス業が初めて製造業を抜いたと指摘している。今次、コロナショックで最も影響を受けるのは「コロナ7業種」を中心としたサービス業であるだけに、その資本不足に対応した動きが既に生じていると考えられる。昨日のTODAY（2021/4/26）で議論したように、コロナ7業種のなかでも飲食・宿泊（飲宿）の債務問題が深刻なだけに、当該業態を中心とした資本の仲介ニーズは今後も一層高まると展望される。

M&Aの業種別動向



(出所) ストライク (作成) 岡三証券
※対象企業・事業の業種を集計。売り手・買い手の業種ではない。

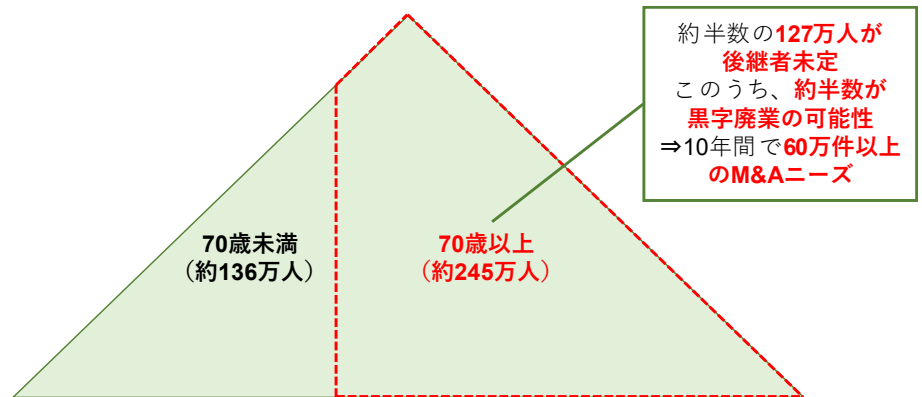
■ 「2025年問題」で事業承継によるM&Aも拡大へ

高齢化から2020年代は事業承継によるM&Aの拡大も加わる

次頁の図表は、事業承継の環境を示したものである。日本の人口の高齢化が進展している状況下で、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。これは「2025年問題」とされるように、2025年には団塊の世代が後期高齢者（75歳）となる節目を迎えることによる大きな問題にある。次頁に示された中小企業庁の資料では、中小企業経営者381万人のうち、2025年に約245万人が70歳以上と引退年齢に達する。そのなかで約半数の127万人が後継者未定で、

その約半数の約60万社が黒字廃業の可能性がある指摘されている。従って、理論上、今後60万件のM&Aニーズが生じることを示すものとなる。今後、これだけの大量の事業承継ニーズにどのように応えるかが重要な課題となる。2020年代の環境は、コロナショックに伴うM&Aニーズ拡大に加えて、高齢化に伴う事業承継ニーズがダブルで加わる大きな構造変革の時代に入ったと考えることができる。

中小企業経営者の2025年時の状況



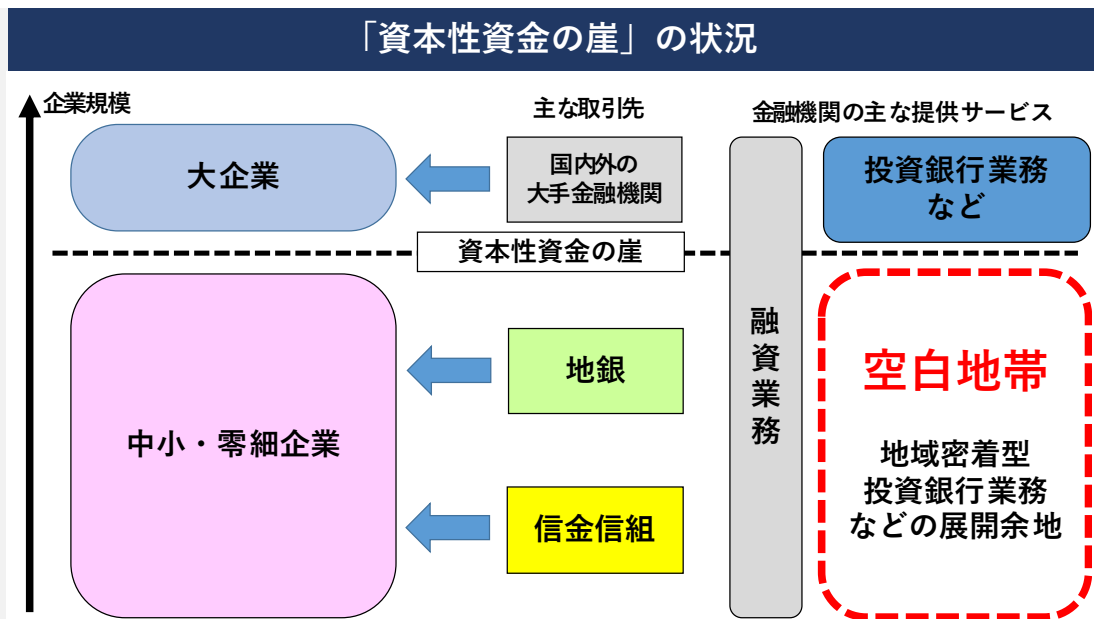
(出所) 中小企業庁「事業引継ぎガイドライン」改訂検討会資料をもとに岡三作成

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

従来、日本の金融構造上、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多く存在していた。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にしたデット市場での対応が中心であった。その結果、大企業と中小企業とのあいだに、事実上の「資本性資金の崖」が存在していた。コロナショックは「コロナ7業種」を中心に、いかにこうした「資本性資金の崖」を超えた金融仲介を実現できるかが課題になる。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などの分野での活動も重要になる。当該分野に対して地域金融機関も地域密着型投資銀行業務として、いかにM&Aも含めた投資銀行業務に関与できるかが問われる状況にある。

先に、事業承継で今後、60万社の潜在的ニーズがあるとされたが、今日、M&A仲介を行う専門企業のトップでも年間の件数は1,000社に達しない状況であり、数量面では十分にM&Aのニーズを満たさきれていない状況にある。それだけに、コロナショックも加わったなかでさらに拡大するM&Aニーズにどう対処するかがこれからの大きな課題となる。また、これだけ拡大しうるM&A市場に対し、M&A実務の透明性等を中心とした市場整備を実現できるかも課題になるだろう。

■ 地域金融機関も投資銀行業務への関与が求められよう



「資本の循環」に向けた課題は中小企業の取り込みに

コロナショック下においては2020年、航空業界等の深刻な資本不足に対する市場での大幅な増資等が実現できた背景には、株価の上昇があった。また、金融機関も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がその後の信用活動の拡大につながった。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維持が重要になる。

以上、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、「資本性資金の崖」としたように、中小零細企業はそうした金融活動から疎外されやすかった。それだけに、新たな金融包摂の観点からも、今後は中小企業分野の資本関連ニーズを取り込むべく地域金融機関の対応が課題になる。また、当該分野は地域金融機関からみても、新たなビジネス機会として注力すべき分野と考えられる。

■ 中小零細企業の資本関連ニーズが地域金融機関の新たなビジネス機会に

日本でも特別買収目的会社 (SPAC) の検討も

日本では株価が30年ぶりの高値水準となり、資本の余裕が生じた状況にある。すでに米国では拡大するM&Aニーズに対する特別買収目的会社 (SPAC) が注目を集めている。米国では一部でその過熱ぶりも懸念されているだけに、日本でもそのまま導入することには慎重な対応が求められる。一方、日本ではこれから「資本の循環」を進める観点から、米国の事例を教訓としつつもSPACのようなM&Aに向けた資金枠を確保する器作りが検討の対象になるだろう。

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はありますが、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質料をいただきます。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、米国居住者に対しブ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)