

## 第12章

### 日本企業の組織再編が収益性に与える影響 —企業パネルデータに基づく実証分析—

清水 俊英

#### 要約

本稿では、M&A・ジョイントベンチャーの設立・事業売却などの企業の組織再編が収益性に与える影響について検証を行う。先行研究では、買収対象企業の同業種／異業種及び国内／外を分類した際にいずれに属する企業を買収すると収益性が改善する傾向にあるかは明確になっていない。そのため、本稿では、2000年から2020年の計60社の日系大手企業が実施した組織再編施策を計量化し、収益性に与える影響をパネルデータ分析した。分析結果からは特に、多角化施策としてはジョイントベンチャーの設立が相対的に収益性の向上につながる可能性が見られること、及び不採算部門の売却を進めることで収益性が改善する傾向が見られることが明らかとなった。一方、M&Aに関しては、買収対象の国内外・同業種異業種を問わずM&Aの実施が収益性の改善に繋がりやすい顕著なケースを特定することはできなかった。

#### 1. はじめに

現代の日本では企業の収益性の低下が業界を超えた課題となっている。その証左として、1960年から2000年までの40年間では名目売上高は20倍以上に拡大した一方で、営業利益率は11%から3%強まで一貫して低下を続けている（三品 2004）。このような状況を鑑みると、売上高のみの拡大を追求するのではなく、収益性の向上も意識した企業経営が今まで以上に求められていると言えよう。

一方で、日本企業が関わるM&A件数は1985年には260件に過ぎなかったが<sup>81</sup>、2020年には3,730件を記録しており<sup>82</sup>、日本企業は盛んにM&Aなどを経営戦略に取り入れていることが伺える。しかし、M&Aの成功確率は概ね30～50%（木俣 2019）と言われることか

<sup>81</sup> <https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/prj/mer/houkoku/0510-z01.pdf>（最終アクセス：2021年11月2日）。

<sup>82</sup> [https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2021/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap3\\_web.pdf](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/2021/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap3_web.pdf)（最終アクセス：2021年11月2日）。

らもわかるように、M&A を成功に導くことは容易ではない。

ただ、M&A には自社の経営資源のみを用いる場合よりも短い時間で、市場への浸透、製品の開発、市場の開拓、バリューチェーン上下機能の内製化、多角化等を進めることに繋がる施策であるため、事業戦略の立案や買収後の経営管理次第では収益性の改善に大きく貢献する可能性を秘めている。また、2020 年度の平均 M&A 額が 40 億円ほど<sup>83</sup>と大きく、企業にとって 1 件あたりの M&A の成功確率を高めることの重要性は大きい。

M&A の失敗要因としては、①買収価格が高すぎた、②そもそも買うべき企業でなかった、③買収後の経営統合がうまくいかなかった、の 3 つのいずれかに当てはまる場合が多い(木俣 2019)。このうち、①を防ぐには、事前に対象企業の評価額についてフィナンシャル・アドバイザー企業への助言を受けつつ厳格に算出することや、買収以前に社内で買収上限額を設定し、それを遵守するガバナンス体制を整えておくことが解決策となるだろう<sup>84</sup>。一方、②・③に関しては、買収価格の大きさは問題ではなく、専ら買収戦略対象の選定自体や買収後の経営管理方針の不備が M&A の失敗につながっているケースと考えられる。この中には特に買収後の経営統合段階での失策により期待した M&A の効果が得られない場合も想定できるが、本稿は経営統合の難易度も考慮した上で買収対象企業を選定すべきであるとの問題関心から、買収対象企業の選定段階に焦点を絞ることとする。

なお、今日では全社戦略の方向性は確定した上で、M&A の他にジョイントベンチャーの設立も検討される場合があることを考慮し、本稿ではジョイントベンチャーの設立も分析対象とする。また、全社戦略の観点で企業の収益性を高めるためには不採算部門などの一部部門を売却することも考えられるため、事業部門の売却の効果についても議論する。

上記の観点から、本稿では、建設・消費財・食品・化学の 4 業界の 2020 年時点の売上高上位 15 社を対象に、2000 年から 2020 年の各年度の M&A 件数(国内/外及び、同業種/異業種の 4 種に分類し集計)・ジョイントベンチャーの設立件数・事業の売却件数が、実施から 1 年~6 年後の ROIC に与える影響を、パネルデータ分析を用いて検証した。

分析結果からは、買収対象企業は同業種/異業種及び、国内/外のどちらを選択すると収益性が改善するかという問いに対しては明確な知見を導くことはできなかった。一方で、統計的に有意な年度は限られていたが、ジョイントベンチャーの設立及び、事業売却が収益性の改善に繋がる傾向が見られた。

---

<sup>83</sup> <https://www.marr.jp/genre/graphdemiru> (最終アクセス: 2021 年 11 月 2 日)。及び、前脚注より算出。

<sup>84</sup> 2007 年にファーストリテリングが他社との買収合戦になった際には、相手方の提示額が取締役会で決定した買収価格を上回ったため、あっさりと買収から撤退する判断を下した事例がある。

## 2. 先行研究

本稿では、M&Aの買収対象企業の選定基準に焦点を当てることを主眼としている。そのため、特に買収対象企業の分類の仕方を参照する目的で先行研究を整理する。

まず、そもそも買収以前から収益性が高い企業を買収する場合、評価額も高まるため、買収に要した費用を回収できるのかが論点となりうる。この点に関して、深尾ほか(2006)は買収以前から生産性・収益性が高い企業を買収する外国企業は、買収の時点で生産性・収益性が低い企業を選定してしまう傾向がある日本企業よりも、買収後に被買収企業の収益性や生産性を向上させるケースが多かったことを明らかにしている。ここから、買収企業の国内外の別はあるが、買収以前から生産性・収益性が高い企業を選定することがM&Aの成功に繋がることが示唆される。

また、深尾ほか(2006)も指摘する通り、日本企業は収益性が低い企業を買収対象として選定し、結果的に買収後も収益性が改善しないということはYeh and Hoshino(2002)の研究からも同様に示唆される。Yeh and Hoshino(2002)は1970～1994年に日本企業が実施した86件のM&Aは企業の効率性を向上させることはできず、むしろ企業の営業成績を悪化させたことを報告している。

加えて、買収対象企業の同業種・異業種の分類という観点でも、収益性指標として、営業利益ベースのROA<sup>85</sup>を用いているYeh and Hoshino(2002)が参考になる。この研究では、M&Aにおいて、全産業では異業種を買収した場合、ROAが改善されやすいことを明らかにした。また、深尾ほか(2006)によると、非製造業では同業種企業を買収した場合、買収から4年後の営業利益ベースのROAはプラスになる一方、製造業では異業種企業を買収した場合、買収から3年後及び4年後に同指標はプラスになるとしており、同業種・異業種のいずれを買収した方が収益性は改善するのかという問いに対しては、業態によって条件が異なり、明確な答えは出ていない。

さらに、先行研究では企業の国籍という属性に関するものもある。深尾ほか(2006)はIn-In型(日本企業同士のM&A)とOut-In型(外国企業による日本企業のM&A)について区分し、それぞれの買収後の営業利益ベース、当期利益ベースのROAの変化を観測している。その結果、営業利益の観点では、Out-In型ではプラスの変化が現れるが、In-In型には変化が見られないことが明らかになった。

先行研究から、買収以前から収益性が高い企業を買収対象とすべきことは明確になりつつあり、日本企業は収益性が高い企業を積極的に買収対象に選定すべきことが示唆される。ただ、収益性以外の観点でどのような買収企業を選定すべきか否かはさらに議論を深めることが求められる状況である。

---

<sup>85</sup> ROA : Return On Asset の略で総資産利益率と訳される。一般には、(当期純利益率/総資産) \* 100 で求められる。ただし、ここでは(営業利益/総資産) \* 100 を営業利益ベースのROAとして用いている。

### 3. 理論仮説

ここでは、まず、M&A の一般的な効果から整理する。M&A は 1~2 年といった短期的な効果としては、買収によるシナジー効果が最大化されず一時的に収益性が低下することが考えられる。しかし、買収戦略などは 3~5 年ごとに作成されることの多い、中期経営計画に基づき実施されることが多いことなどを念頭に置き、本稿では、戦略通りにシナジーが発揮されれば、買収から 5 年程度の中期期間では収益性は向上することを想定する。また、組織体制の機能不全や市場環境の変化などに伴い、その後買収によって向上した収益性が再び低下し始めることも考えられ、いずれにせよ、M&A の効果は中長期的な観察を要する。

次に、買収対象企業の同業種／異業種ごとに M&A の効果を整理する（木俣 2019）。同業種企業の買収は、既に参入している市場でのシェア拡大を目指して行われる「水平統合」戦略や、事業上の直接的な競争を取り込む戦略として行われることが多い。水平統合や競合買収を実施すると、売上額の増加が見込めるだけでなく、買収企業と被買収企業で共通している機能などをコストカットすることも可能であるため、収益性の改善に繋がることが考えられる。一方、異業種を買収する場合は、自社の既存事業のバリューチェーンの上流または下流に位置する事業を自社に取り込むため行う「垂直統合」戦略と、事業の多角化戦略のいずれかに大別できる。垂直統合戦略であれば、グループ内での交渉による非効率性を排除することができ、その分が収益性の改善に繋がることが考えられる。また、多角化戦略の場合でも、自社にはない許認可や製品ラインナップ・技術・ブランド・顧客層を M&A を通じて取り込むことができるため、当初の戦略通りにシナジーが発揮されれば収益性の向上に繋がることとなる。

続いて、海外企業を買収する際の特殊性について整理する。海外企業を買収する際には、言語や文化の違いが障壁となり国内企業の買収時以上に業務上の非効率性が生じることが考えられる。一方で、本国市場のビジネスモデルをそのまま現地で活用したり、母国の製品を現地で販売しても十分に競争力を持つ場合も想定できる。以上を踏まえると、海外企業の買収が、国内企業の買収よりも収益性を改善することも悪化させることも考えられる。

次に、異業種買収とジョイントベンチャー設立の違いについて整理する。そもそも、「ジョイントベンチャーは自社事業の一部持分を対価に他社事業の一部持分を買収し、統合された事業のシナジー効果を分け合う」（田村 2009）施策であり、特殊な M&A の形態と言える。ジョイントベンチャーや相互に買収することは難しい大企業間であっても、新規事業の設立に必要な知見や経営資源を持ち寄り、柔軟に設立が可能である。また、特に上場企業同士の M&A では、通常、経営統合後も支配的な株主が誕生することはなく、取締役会レベルの意思決定が中心となるのに対し、ジョイントベンチャーを設立した場合、設立企業が大株主となるため、取締役会レベルでの強力な意思決定に基づく事業運営が可能になる（田村 2009）。このような設立の柔軟性や強力な意思決定が可能になるという観点から、異業種

企業を買収するよりも、ジョイントベンチャーを設立する方が収益性の改善度が大きいことも想定できる。

そして、最後に事業売却の効果を整理する。一般に、収益性を改善する手段としては、不採算部門や中長期的な戦略上不要な部門を特定し売却する方が、買収効果が現れるまでに時間がかかる M&A を選択するよりも成功確率が高いと考えられる。また、一部の事業部門を売却し、注力部門に経営資源を集中させることで収益性を高めることも考えられる。

以上のような整理及び、先行研究を踏まえ、本稿では買収対象企業を同業／異業種及び、国内企業／海外企業の合計 2\*2 の 4 つのセグメントに分けて M&A の効果を分析する。このように分類をすることによって、収益性が高いか否かだけでなくどのような企業を買収するかに関する重層的な議論を深めることを目指す。買収対象企業は同業種・異業種のどちらの方が収益性を改善するかという問いは先行研究でも明確になっていないため、本稿でも議論することは有意義である。また、近年の日本の M&A の動向として、海外企業を買収に要する金額が国内企業買収に要する金額を上回るほどの比重を占めており<sup>86</sup>、海外企業買収策が成功しているか否か、及びどのような海外企業を買収すべきか、という視点も新たに加えて議論する点が本稿の新規性である。

第一に、深尾ほか (2006) によると、日本企業は生産性・収益性の低い企業を買収する傾向があることが明らかになっている。ただ、同業種／異業種及び国内／外いずれの企業を買収したとしても、意図通りの買収効果が出ているとすれば、企業の収益性は次第に改善することが考えられる。そのため、買収対象の国内外・業種の同異を問わず次の仮説 1 を想定する。買収時に収益性の低い企業を選定しても、企業が立案した買収戦略が実現していれば収益性は改善するという考え方がこの仮説の前提になっている。

**仮説 1** : M&A を実行すると、実行後 6 年間の期間中では時間が経過するに従って、翌年以降の収益性は改善する。

第二に、買収対象の国内・外の分類に関しては、日本企業の海外 M&A の実施パターンとしては、国内で製品・サービスの質や事業の運営方法が確立された事業を海外に転用して展開するケースが多い。このパターンの成功事例としては、JT、リクルート、ダイキンなどが代表的である (木俣 2019)。一方で、海外での他業種の買収は国内企業を買収ケースよりも、現地の事業環境への理解・意思疎通・輸送コストなどが足かせとなり、収益性の改善は難しいと考えられる。以上より、次の仮説 2 を想定する。

---

<sup>86</sup> 2015 年から 2020 年に至るまで一貫して、In-Out 案件の総額が In-In 案件の総額を上回っている。2020 年では In-Out 案件の総額は 4 兆 4,344 億円、In-In 案件の総額は 3 兆 3,392 億円である (株式会社レコフデータ、「M&A 専門誌 MARR マール Mergers & Acquisitions Research Report」. 2021 年 2 月号)。

**仮説 2**：海外企業の買収の場合、異業種企業を買収するよりも、同業種企業を買収すると、翌年以降の収益性は改善する。

続いて、買収対象企業の同業・異業の分類の観点では次のように M&A の収益性に対する影響が異なりうると考えられる。同業者の買収、すなわち既存のサービス・製品と同じ市場での事業拡大を図る水平統合の場合、売上増加の面でのシナジーを発揮することは容易であるため、コスト削減などにも目が向きやすくシナジーを最大化させやすい。一方、異業種企業を買収する場合は、垂直統合と多角化の 2 種類が想定できる。垂直統合とは、他業種の買収にはビジネスの上流または下流に当たる企業を買収し主にサプライチェーンの効率化により収益性の改善を狙うケースであり、多角化とは単に新規事業領域に進出するケースである。このうち、垂直統合はグループ全体として見るとサービス・製品の販売をグループ傘下内の企業に行っても売上増加には直結しない施策であり、専ら発揮の余地がある買収効果が買収企業と被買収企業で共通するコスト削減面でのシナジーに限られるため、水平統合以上に収益性の改善につなげることは難しいと考える。また、多角化施策としては、ジョイントベンチャーの設立を選択することもできる。多角化戦略の文脈では他業種の企業を単独で買収するよりも複数社の知見と資本を持ち寄ってジョイントベンチャーを設立の方が収益性の改善を実現しやすいことや、ジョイントベンチャーを設立した方が取締役会レベルでの強力な意思決定が実現することが想定できるため、他社の買収による多角化よりも成功確度が高いと考えられる。以上より、同業種企業を買収するパターンに関する次の仮説 3・4 を想定する。

**仮説 3**：M&A は異業種企業を買収する場合よりも、同業種企業を買収すると、翌年以降の収益性は改善する。

**仮説 4**：ジョイントベンチャーを設立すると、翌年以降の収益性は改善する。

最後に、今日の日本では成長性の高い市場は限られており、高い収益性が見込めない市場からは戦略的に撤退することが有効であると考えられる。また、不採算部門を売却することで収益性を改善させることは、新規に M&A を行い、数年を要して収益性を高める場合よりも容易に収益性の改善に繋がると考えられる。以上より、次の仮説 5 を想定する。

**仮説 5**：事業売却を実施すると、翌年以降の収益性が改善する。

#### 4. データと方法

#### 4-1. データ

本稿で使用する変数はいずれも UZABASE 社が提供している市場・業界分析用データベースである Speeda から取得している。データの取得対象年度としては、計量分析の実施に十分なサンプル数を取得しつつ極力直近年度のデータを用いるため、2000 年から 2020 年に限定している。

分析対象の企業としては、建設・消費財・食品・化学の 4 業界に業界を絞り、各業界から 2020 年時点の売上高上位 15 社のデータを使用した。これら 4 業界は景気の動向に応じた需要の変化が少ないため、過去 20 年間の組織体制の変化に焦点を絞った分析をする上で適切である。詳細な変数の説明及び、記述統計は以下の表 1・2 の通りである。

なお、組織再編施策の効果は実施後、徐々に企業の収益性に反映されることが予想される。また、一般に企業の中期経営計画は 3~5 年ごとに立案され、企業はそれらの中期経営計画に基づき組織再編を進めることが多い。以上の観点から、本稿では組織再編施策の実施後 1~6 年目の ROIC を従属変数として採用し、それぞれの年ごとに推定を実施している。

#### 4-2. 従属変数

従属変数は企業再編の実施年から 1~6 年後の ROIC を企業ごとに収集している。ROIC は Return On Invested Capital の略であり、投下資本利益率と訳される。ROIC は税引き後営業利益額 / (自己資本 + 有利子負債) で算出され、企業が事業活動に投下した資本からどれくらいの利益を上げられているかを示している。

#### 4-3. 独立変数

主要な独立変数は、いずれも 1 会計年度ごとのものを用いている。本稿では、とりわけ企業の組織再編に関する指標として、国内・同業種企業の買収件数、国内・他業種企業の買収件数、国外・同業種企業の買収件数、国外・他業種企業の買収件数、ジョイントベンチャーの設立件数、事業売却件数を用いる。また、企業の組織再編以外で収益性を左右する要素として、年度ごとの売上高、経常利益、研究開発費も統制変数として用いている。なお、これら 3 つの指標は各企業の財務状況により規模に偏りがあるため自然対数変換を行った。

#### 4-4. 分析手法

上記のように ROIC を従属変数、組織再編と収益性に関する変数 7 つを独立変数として、年度・企業ダミーを含む固定効果モデルに基づきパネルデータ分析を行なった。効果検証は 1 年後から 6 年後の各年度に対して実施するため、モデルは合計 6 つ用意した。

表 1 変数説明

変数名	変数説明	出典
国内・同業企業のM&A件数	買収企業と同業種の日本国籍企業をM&Aした件数	Speeda
国内・他業企業のM&A件数	買収企業と異業種の日本国籍企業をM&Aした件数	Speeda
国外・同業企業のM&A件数	買収企業と同業種の外国籍企業をM&Aした件数	Speeda
国外・他業企業のM&A件数	買収企業と異業種の外国籍企業をM&Aした件数	Speeda
事業売却件数	事業の売却件数	Speeda
ジョイントベンチャー設立件数	ジョイントベンチャーの設立件数	Speeda
log(売上高)	売上高合計の自然対数値	Speeda
log(経常利益)	経常利益額合計の自然対数値	Speeda
log(研究開発費)	研究開発費の自然対数値	Speeda
ROIC	税引き後営業利益額 / (自己資本 + 有利子負債)	Speeda

(1) 業界はSpeedaの業界分類のうち最も詳細な分類を参照。

凡例：「建設>総合建設>ゼネコン」の3段階の分類のうち、「ゼネコン」の部分参照。

(2) 「M&A」とは買収企業の日買収企業に対する当初保有比率が50%未満であり、かつ該当年に50%以上の株式を取得する場合と定義し、件数をカウント。

表 2 記述統計

変数名	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
国内・同業企業の買収件数	1141	0.1034	0.3719	0	4
国内・他業企業の買収件数	1141	0.0631	0.2769	0	4
国外・同業企業の買収件数	1141	0.1183	0.3803	0	3
国外・他業企業の買収件数	1141	0.0421	0.2134	0	2
ジョイントベンチャー設立件数	1141	0.1700	0.4909	0	5
事業売却件数	1141	0.2761	1.0281	0	15
売上高 (百万円)	1141	802671.6874	767207.7561	59504	6045850
経常利益 (百万円)	1141	47498.1797	56877.3043	209	418242
研究開発費 (百万円)	1141	16158.2945	31412.3277	67	249010
1年後ROIC	1126	6.2250	4.1088	0.0056	29.7655
2年後ROIC	1067	6.2673	4.1140	0.0056	29.7655
3年後ROIC	1009	6.2766	4.1115	0.0056	29.7655
4年後ROIC	951	6.2998	4.1098	0.0056	29.7655
5年後ROIC	891	6.2778	4.0755	0.0056	29.7655
6年後ROIC	833	6.2548	4.0229	0.0056	29.7655

## 5. 分析結果

表3は固定効果モデルの推計結果を示したものである。

仮説1については、国内・同業企業の買收件数の係数は、1年後 ROIC では-0.5358、2年後では-0.2219、3年後では-0.1112、4年後では-0.3554、5年後では-0.4243、6年後では-0.1026、4年後、5年後は収益性が再び悪化する傾向があったものの、時間の経過とともに収益性への悪影響は改善する傾向にあるなど仮説1に整合的な分析結果が得られた。加えて、7年後 ROIC に対する影響を見ると、7年後では係数は0.1896と正に転換していた。もちろん、買収1年後から7年後にかけて一貫して ROIC が回復する傾向は見られなかったことから、日本企業は買収時点での収益性が低い企業を買収しその後も収益性の改善に成功できない場合が多いことを示唆しているかもしれない。

仮説2については、海外企業の買収後の ROIC は同業種企業を買収した方が、係数が正に高い年度が4年、異業種企業を買収した方が高い年度が3年と、仮説2を必ずしも支持しない分析結果が得られた。海外企業の買収に関しては、10%水準でも統計的に有意な結果がなく、本稿では一律に議論できる成功・失敗パターンがあるとは言えない。このことから、海外 M&A の実施にあたっては個別具体的にシナジー創出シナリオを精緻に描き、買収前から買収後に至るまで着実にそれを実現することが重要であるのかもしれない。

仮説3については、国内企業の買收件数の結果を見ると、6年中、同業種企業の買収後の ROIC が高い年と、異業種企業の買収後の ROIC が高い年は同数であり、一概にどちらの方が収益性を高めるとは言えない結果になった。また、国内企業の買収後の ROIC は統計的に有意な係数がほとんどないことから、国内・国外ともに M&A 自体が一貫して ROIC に正の効果を持つとは言えない。以上のことから仮説2に対する考察と同様に、異業種買収の際の成功パターンを一般化することは難しく、個別の M&A 案件ごとに収益性の向上戦略を熟考することの重要性が示唆される。

仮説4については、ジョイントベンチャー設立2年後には ROIC に統計的に有意な負の影響があるものの、4・5年後には ROIC に対する係数は正に転じるなど、係数の方向性は仮説と矛盾しない結果だった。4・5年後の係数は、統計的に有意ではないが、特に5年後の係数の有意確率は0.1406と10%水準に遠くない値であり、中長期的には、他業種への参入・多角化の際にはジョイントベンチャーを設立することの有効性が高まっていく可能性はありうる。

仮説5については、概ねこれを支持する分析結果が得られた。事業の売却に関しては実施後1～6年目で一貫して収益性に対して正の影響をもたらしており、そのうち、2～4年後と6年後は5%水準もしくは10%水準で統計的に有意である。このことから、個々の企業の収益性向上に向けた施策の一つとして不採算部門の売却の有効性は認識されてよいと言える。

表3 日本企業の組織再編が収益性に与える影響（固定効果モデル）

独立変数	従属変数		
	1年後ROIC Model 1	2年後ROIC Model 2	3年後ROIC Model 3
国内・同業企業の買収件数	-0.5358 * (0.2139)	-0.2219 (0.1995)	-0.1112 (0.2173)
国内・他業企業の買収件数	-0.2242 (0.2585)	-0.2759 (0.2662)	-0.1308 (0.2294)
国外・同業企業の買収件数	-0.2206 (0.1878)	-0.0541 (0.2221)	-0.1546 (0.2189)
国外・他業企業の買収件数	0.8601 (0.8119)	0.1187 (0.2883)	-0.3293 (0.5391)
ジョイントベンチャー設立件数	-0.0985 (0.1874)	-0.2312 * (0.1069)	-0.1306 (0.1081)
事業売却件数	0.1854 (0.1182)	0.3042 † (0.1665)	0.4899 * (0.1980)
log(売上高)	0.3311 (1.3765)	-0.2368 (1.5080)	-0.0482 (1.5886)
log(経常利益)	1.3947 *** (0.2827)	0.4503 † (0.2508)	-0.0986 (0.2119)
log(研究開発費)	-1.9319 * (0.8706)	-1.8690 † (0.9416)	-1.8594 (1.1139)
時間効果	YES	YES	YES
個体効果	YES	YES	YES
調整済みR <sup>2</sup>	0.6283	0.6151	0.6220
N	1122	1063	1006

  

独立変数	従属変数		
	4年後ROIC Model 4	5年後ROIC Model 5	6年後ROIC Model 6
国内・同業企業の買収件数	-0.3554 (0.2355)	-0.4243 † (0.2298)	-0.1026 (0.2340)
国内・他業企業の買収件数	0.1297 (0.5121)	-0.2731 (0.2616)	-0.2108 (0.2796)
国外・同業企業の買収件数	0.0426 (0.2585)	-0.1347 (0.3085)	-0.3213 (0.3061)
国外・他業企業の買収件数	-0.1960 (0.3815)	0.2021 (0.4202)	-0.3351 (0.4755)
ジョイントベンチャー設立件数	0.1817 (0.1664)	0.3008 (0.1901)	0.0245 (0.2224)
事業売却件数	0.3736 * (0.1844)	0.2506 (0.2385)	0.2351 † (0.1343)
log(売上高)	-0.9597 (1.7952)	-1.0920 (1.8398)	-0.9232 (1.8257)
log(経常利益)	-0.2031 (0.2406)	-0.7755 * (0.3029)	-0.6472 * (0.2987)
log(研究開発費)	-1.3663 (1.0832)	-0.6498 (0.9716)	-0.1855 (0.9136)
時間効果	YES	YES	YES
個体効果	YES	YES	YES
調整済みR <sup>2</sup>	0.6157	0.6136	0.6055
N	948	889	831

(1) \*\*\*: p < 0.001, \*\*: p < 0.01, \*: p < 0.05, †: p < 0.1。

(2)()内は個体ごとにクラスター化したロバスト標準誤差。

## 6. 結論

本稿では、2000年から2020年の合計60社の企業パネルデータを用いて、企業の組織再編施策が収益性に与える影響を検証した。分析結果からは、まず、買収対象企業は同業種／異業種及び、国内／外のどちらを選択すると収益性が改善するかという問いに対しては本稿でも明確な知見を導くことはできなかった。そもそも、M&A戦略理論としてはいずれに該当する企業を買収しても収益性を向上させることは可能であり、案件ごとに実施以前のM&A戦略そのものや買収後の経営統合の巧拙が異なる以上、そのようなM&A戦略のより詳細な情報を変数化しなければ、M&Aの一貫した効果は見られないのかもしれない。以上を踏まえると、全社戦略・事業戦略の延長線上にある企業の将来像を補完する要素として買収対象企業の条件を定め、それに合致する企業を買収すべきであろう。こうした、買収すべき企業像をより明確にするためには、経営学的な理論を踏まえ、M&Aの個別事情を変数化したモデルで再度検証を行う必要がある。

一方、M&A以外の組織戦略としてはジョイントベンチャーの設立及び、不採算部門の売却を積極的に活用することが収益性の改善に繋がる余地があることが示唆された。ジョイントベンチャーの設立の効果は統計的に有意なものではなく、更なる実証研究を要するが、理論仮説でも示したように、ジョイントベンチャーの設立は、設立の柔軟さや、強力で迅速な意思決定ができる企業の統治構造から、収益性を向上させる可能性がありうる。

また、事業売却に関しては、単に不採算事業を切り離すことによって、収益性が改善するという経路が考えられる。さらに、売却以降は注力すべき事業に選択的に経営資源の投下を集中させることができるという観点でも、収益性の改善を後押ししていることが考えられる。

結論として、次のような業界を超えて企業の成長戦略が考えられる。第一に各企業は不採算部門や企業の長期的経営戦略上重要でない部門を極力高い評価額で売却すべきである。この際、国内企業を買収も日本企業の収益性の改善に繋がっていない以上、売却先は海外企業であっても積極的に売却を行うことを検討してよいだろう。そして、事業の売却によって得た資金は自社で注力する事業領域への投資に当てるべきである。その際、新規領域への参入に際してはM&Aよりもジョイントベンチャーの設立の有効性も意識すべきである。

## 7. 参考文献

- 木俣貴光. 2019. 『M&A戦略の立案プロセス』中央経済社.  
田村俊夫. 2009. 『MBAのためのM&A』有斐閣.  
深尾京司・権赫旭・滝澤美帆. 2006. 「M&Aと被買収企業のパフォーマンス—対日M&Aと国内企業間M&Aの比較」『REITI Discussion Paper Series 06-J-024』.

三品和広. 2004. 『戦略不全の論理』 東洋経済新報社.

Yeh, Tsung Ming and Yasuo Hoshino. 2002. "Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers." *Japan and World Economy* 3 (14): 354-365.