JAIST Repository
https://dspace.jaist.ac.jp/

Title	15年のデータ分析で判明したM&Aの新たな真実とは
Author(s)	海山, 久儀; 若林, 秀樹
Citation	年次学術大会講演要旨集, 36: 691-694
Issue Date	2021-10-30
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/17882
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

JAIST
JAPAN
ADVANCED INSTITUTE OF
SCIENCE AND TECHNOLOGY

Japan Advanced Institute of Science and Technology

２Ｆ０８

15年のデータ分析で判明したM&Aの新たな真実とは

○海山久儀、若林秀樹（東京理科大）
8820210@ed.tus.ac.jp

1. はじめに

日本企業が低迷する中、グローバル競争力の獲得、もしくはイノベーションを起こす方策としてM&Aに対する注目度が高まっている。一方、PWCが実施したM&A実態調査[1]によると買収した海外企業の業績が「計画を上回って推移」との回答はわずか12%に留まるのに対し、35%が「のれんの減損を実行または検討」と回答しており、海外M&Aで苦戦する日本企業の姿が映し出されている。このことは、筆者の投資銀行における長年の経験からも、海外M&Aに限った話ではなく、国内再編においても同様である。このように日本企業がM&Aに苦戦する要因はどこにあるのか。業界やアカデミックの間で囁かれる通説にその一因があるのではないかとの仮説を立て、検証を進めたところ、通説が必ずしも真実を表している訳ではないことが判明したので、報告したい。

2. 先行研究

M&Aの効果を検証している代表的な先行研究を三つ取り上げたい。一つ目は、1980年から1999年までに発表された上場企業同士の合併を調査対象とした小本の研究（2002）である[2]。この先行研究では、合併発表前後220日間の株価に与える影響を分析し、金融機関を除き合併は株価に有意な影響を与えなかったとの結論を導き出している。二つ目は、レコフ社のM&Aデータベース及び「企業活動基本調査」の企業データを用いて企業合併のデータベースを作成し、合併前後の経営数値の変化を分析した滝澤・鶴・細野の研究（2008）である[3]。この先行研究では、製造業における合併では、合併直後のパフォーマンスは悪化するものの、4年目以降は合併コストが一巡するため、ROAやキャッシュフローなどの指標が改善するとの結論を導き出している。三つ目は、2000年以降に行われた合併や株式交換による経営統合の内、IR資料等で統合コンセプトを示している20事例を対象に統合コンセプトと株価変動・経常利益変動の関係性を分析した塩田の研究（2018）である[4]。この先行研究では、経営コンセプトの充実度合いと株価・経常利益には正の相関性が存在することを導き出している。

上記三つの先行研究では業績、時価総額等の定量情報や統合コンセプトという定性情報を用いてM&Aの効果測定をしている点で意義深いものではあるが、同業種再編はリストラ策中心の後向き再編、異業種再編はイノベーティブで前向き再編[5]、コストシナジーは早期に発現可能[6]、吸収型買収スキームが最も早期に統合シナジーを創出しやすい[7]等、業界やアカデミックにより囁かれる日本のM&Aの通説に対する直接的な解答を提供していない。よって、直接的な解答を得るべく検証を行うこととした。

3. 仮説と検証方法

日本のM&Aの通説はM&Aの現場において、買収企業の意思決定に少なからず影響を与えている。このように、M&A実務に深く浸透している通説が必ずしも真実を表していない、もしくは、時代の変化とともに風化したまま放置され、現在の日本のM&Aをミスリードしているのではないか。このような仮説に基づき、レコフ社のM&Aデータベースを活用し、2000年から2014年度完了分までの過去15年間における国内上場企業同士の再編事例（金融機関、不動産再編、上場REIT再編を除く）を分析した。

なお、本稿では検証に際して、①製品・サービスの付加価値、コスト競争力等に重きを置く取引先（取引先への提供価値の向上は、売上高の増加、コスト改善の結果としての価格競争力に現れる）、②投下資金の回収、投資収益の最大化等に重きを置く株式投資家（時価総額向上、減損有無を評価）の二種類のステークホルダーの視点を採用し、検証を進めた[図表1]。

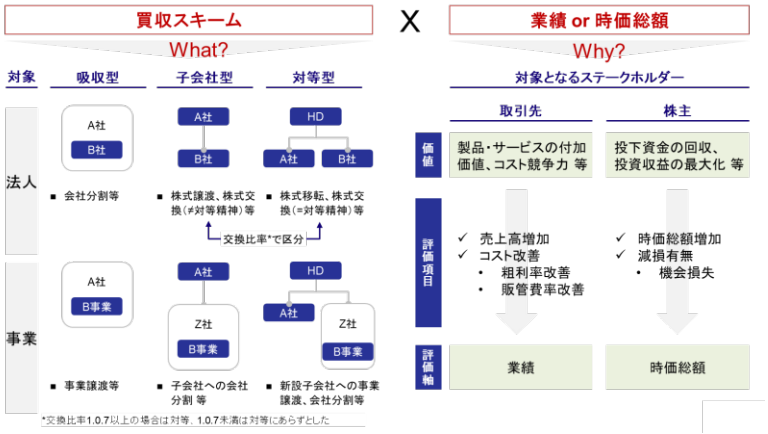
＜検証方法＞

① 2000 年から 2014 年末までの 15 年間に完了した上場企業同士の国内再編案件の内、金額 500 億円以上の案件をレコフ M&A データベースから抽出

② 金融機関、不動産再編（上場 REIT の再編を含む）、グループ内再編（連結上場子会社の出資比率引上げ案件のみ）を除外し、検証対象リストを作成

③ 買収企業、被買収企業のレコフ M&A データベースに記載の業種に基づき、同業種再編（買収企業と被買収企業の業種が同じ）、異業種再編（買収企業と被買収企業の業種が異なる）に区分

図表1 検証方法と考え方 出所：海山 2021



④ 買収スキームを(a)吸収型、(b)子会社型、(c)対等型の三類型とし、全ての事例を三類型に分類

⑤ (i) 各事案の公表日の属する日の買収企業、被買収企業の直近通期期末の売上高、粗利率、販管費率の 3 項目（”業績 3 項目”）並びに時価総額の単純合算、及び、(ii) 買収完了 5 期後の買収企業（被買収企業連結後）の業績 3 項目（販管費は買収のれんを加算調整）、並びに買収企業の時価総額を比較し、(ii)が(i)を上回る事案の割合を算定[図表 2]。但し、数値データが取得できないもの（例：小売業における R&D）に関しては分母、分子ともに除外

図表２：売上高・粗利・販管費の計算方法（粗利率・販管費率は以下で算定した結果を売上高で除したもの）

出所：海山 2021

売上・粗利： **買収企業数値** ＋ **被買収企業数値** ＝ **単純合算数値** vs **買収企業数値**
（買収完了日が属する期の直前期末） （連結後）

販管費： **買収企業数値** ＋ **被買収企業数値** ＋ **のれん償却費** ＝ **単純合算数値** vs **買収企業数値**
（買収完了日が属する期の直前期末） （買収のれん調整） （連結後）

⑥ 買収スキーム別の比較では、項目毎に最も改善した事案数の割合が最も多い買収スキームには 3 点、次に多い買収スキームには 2 点、最も改善した事案数の割合が少ないスキームには 1 点を付与し、合計点を算定。なお、改善した事案数の割合が 0%の場合には得点は付さなかった

4. 検証結果

同業種再編、異業種再編の効果測定（買収完了 5 期後）を[図表 3]に示した。売上高は同業種再編 63.9%対異業種再編 59.1%、粗利率は 55.6%対 45.5%、販管費率は 55.9%対 36.4%、時価総額は 23.4%対 15.4%となり、業績、時価総額ともに同業種再編に軍配が上がった。

図表3：同業種vs異業種（買収完了5期後）出所：海山 2021

	項目	同業種	符号	異業種
業績評価	売上高増	63.9%	＞	59.1%
	粗利率改善	55.6%	＞	45.5%
	販管費率改善	55.9%	＞	36.4%
時価総額評価	時価総額向上	23.4%	＞	15.4%

■ 業績による評価 ⇒ 同業種 > 異業種
■ 時価総額による評価 ⇒ 同業種 > 異業種

また、同様に、買収スキーム（PMI ガバナンス）別の効果測定（買収完了 5 期後）を[図表 4]に示した。同業種再編においては、売上高、粗利率、時価総額の 3 項目において子会社型に、販管費率においては対等型に軍配が上がった。異業種再編においては、売上高、粗利率は吸収型、販管費率は子会社型、時価総額は対等型にそれぞれ軍配が上がった。これを踏まえて、検証方法⑥のルールに基づき点数化を行い、買収スキーム毎の優劣を比較した結果、業績による評価においては、同業種再編は子会社型＞吸収型＞対等型、異業種再編は子会社型＞対等型＞吸収型。時価総額評価においては、同業種再編は、吸収型＝子会社型＞対等型、異業種再

編では対等型＞子会社型＞吸収型となった[図表 5]。

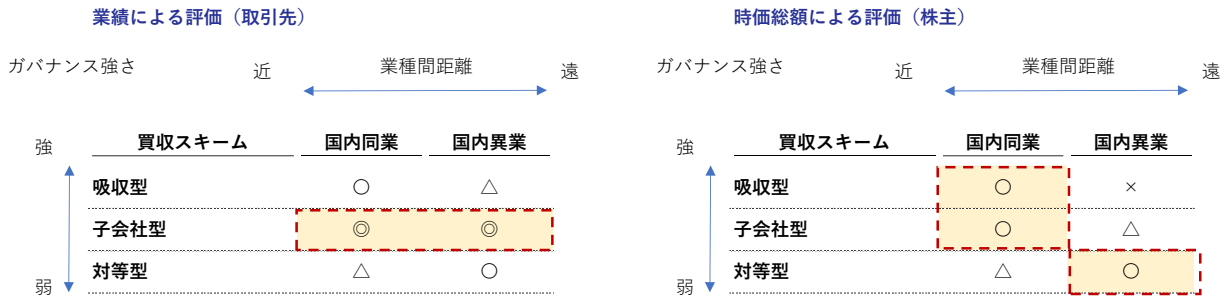
つまり、業績による評価では、同業種再編、異業種再編ともに子会社型が望ましく、また、時価評価による評価では、同業種再編の場合には、吸収型又は子会社型が、異業種再編の場合には対等型が望ましいと言える。なお、異業種再編では吸収型の事例数が 1 件のみであり、十分なサンプルがある状況ではないため、必ずしも吸収型の傾向を表しきれていない可能性がある点は留意事項となる。

図表4：買収スキーム別の効果計測結果（買収完了5期後）　出所：海山 2021

	同業種再編			異業種再編		
項目	吸収型	子会社型	対等型	吸収型	子会社型	対等型
サンプル数	9	7	20	1	15	5
売上高増	66.7%	71.4%	60.0%	100.0%	66.7%	40.0%
粗利率改善	55.6%	57.1%	55.0%	100.0%	66.7%	40.0%
販管費率改善	42.9%	57.1%	60.0%	0.0%	46.7%	0.0%
時価総額向上	25.0%	25.0%	21.7%	0.0%	15.8%	20.0%

※1 サンプル数は売上高・粗利率の検証に使用できたサンプル数を表す（その他はデータ取得ができず）
※2 濃い黄色ハイライトは各項目で最も高い数値、薄い黄色ハイライトは2番目に高い数値
※3 Factsetより取得

図表 5 ：ステークホルダー別の評価視点　出所：海山 2021



5. 調査結果を踏まえた考察

検証結果から、第一に意義あるイノベーションは製品等の付加価値向上の結果として、売上高増と粗利率改善に繋がるとの前提に立った場合に、売上高増、粗利率改善の状況で劣後する異業種再編は必ずしもイノベーティブとは言えない、第二にコスト削減は通説で言われる程に容易ではなく、同業種再編、異業種再編ともに半数程度の事案でしか顕在化していない、第三に吸収型スキームが買収スキームの中で最良とは限らず、むしろ同業種再編、異業種再編ともに子会社型のように被買収企業に対して一定の自治を与えたガバナンス体制が最もシナジーが顕在化している比率が高く望ましいことが判明した。

特に、コストシナジーに関しては、重複部門を含む拠点統廃合、間接部門の整理、及び R&D 体制の効率化・共有化等のコスト削減はイメージがしやすく、積極的に買収価格に積み増されてきた。しかしながら、今回の検証により、実は売上高シナジーよりも実現困難である可能性が明らかになった。このことは、減損の一因がコストシナジーに起因する可能性を示唆するものである。

また、買収スキームに関してもシナジーの早期発現を急ぐがあまり、被買収会社の企業文化をないがしろにする形で吸収型スキームによる強いガバナンス体制を敷くことが、かえって従業員のモチベーションを低下させ、減損を余儀なくされるような事態に陥ることも想像に難くない。特に日本企業の多くは未だ年功序列型報酬制度の考え方が根強い。そのような環境下、ある日突然、自分の勤める会社が売却され、新たな親会社による支配的なガバナンス体制が敷かれた場合に、モチベーションを維持し続けることは容易ではないだろう。この点からも一見、中途半端な「緩めすぎず、締めつけ過ぎず」のガバナンス体制により、被買収会社の企業文化、価値観、従業員のモチベーションを守りつつ、成果の最大化を目指す子会社型が最も望ましいとする結果には、筆者の実務家としての経験もさることながら、多くの読者が頷ける結果ではないか。

ここまで見てきたように、通説は必ずしも M&A の真実を表しているとは言えないことが分かった。それにも拘わらず、過去データが乏しい期間に刷り込まれた業界の常識としての通説は M&A 業界に携わる関係者の脳裏に深く刷り込まれており、簡単に置き換わるものではないだろう。今後、日本企業による M&A の事例が増え、ノウハウが蓄積する中で通説が置き換わっていくことを期待したいし、自身も実務において、警笛を鳴らしていきたい。

6. 課題

本研究の課題としては、①データの蓄積量が少ない、②シナジーの有無は本来被買収企業の損益計算書において評価されるべき、もしくは買収時の事業計画をベースに評価されるべき、③買収企業と被買収企業とで会計処理が異なる場合、買収企業の会計処理に合わせたことで被買収企業の業績が改善されたのではないか、④業績の改善が必ずしも M&A の成果によるものとは限らない。つまり、他の事業が業績を牽引して改善した、もしくは、追加買収によるものではないか、⑤スキームは許認可、税務等を総合的に判断されるべき、⑥買収スキームと PMI ガバナンスの関係性が必ずしも明確ではない、⑦検証は過去の事例をベースとしてなされており、AI、機械学習、デジタルトランスフォーメーション、With/After コロナ等、昨今の潮流を踏まえた事例をベースとして検証がなされていない、⑧M&A が成功か失敗かは経営者の判断であり、M&A の目的が異なれば当然に結果も異なって然るべきである、⑨業績・時価総額のみでは成否は測れない等の批判が予想される。

これらについても限界はあるが、可能な限り、今後の研究で明らかにしていきたい。

7. 終わりに

本稿では分析対象を国内再編に絞り、通説の検証を行った。その結果、国内における M&A の通説は必ずしも真実を表しているものではないことが分かってきた。更に、買収価格の問題点を具体的に示唆する先行研究が少ない中、減損リスクの原因を売上シナジーではなく、コストシナジーにあるのではないかとの示唆を加えることができた点等、本稿における分析の意義は大きいと考えている。

一方、今回は国内再編と国内の M&A の通説の検証に絞ったが、筆者の本来の目的としては、グローバル競争力を獲得するために、①直接、海外 M&A を実施するのがいいのか、もしくは②国内再編により、地盤を固めた後に海外へ打って出る”迂回戦略”が望ましいのかを検証し、勝ちパータンを定義することにある。つまり、本稿は分析の途中経過に関する報告となる。

海外 M&A は一般的に言われている通りリスクが高い。それは、例えば補償額の考え方の違いからも明白である。つまり、日本では補償額が買収金額 100%とする事例も散見される一方で、あくまで実務上のイメージとはなるが、米国では取引金額の 5-15%程度、欧州では 10-25%程度、アジアでは 20-50%程度と制限される傾向にある。また、アンチ・サンドバッキングの法域（米国カリフォルニア州、欧州地域等）では、DD において開示された情報や買主が知った事項については、売主への補償請求が制限されるなど、買収企業である日本企業にとっては極めてリスクが高い。

そのような中、日本企業がイノベーションを促進し、グローバル競争力の強化を果たすための価値創造型 M&A の選択肢は海外 M&A 一本なのか、それ以外の施策はないのか等、研究を重ねるとともに改めて報告をしたい

参考文献

[1]M&A 実態調査 2019：クロスボーダーM&A におけるシナジーの発現に向けて　PWC
[2]我が国の企業合併の特徴と経済効果　小本 恵照（2002）
[3]企業のパフォーマンスは合併によって向上するか　滝澤・鶴・細野（2008）
[4]対等合併の成功条件　塩田 英俊（2018）
[5]https://batonz.jp/learn/4892/　Batonz（2020）
[6]https://str.co.jp/merger-and-acquisition/meaning-of-synergy-effect-and-reflection-of-price STR コンサルティング（2018）
[7]M&A スキーム選択の実務　森山 保　中央経済社
[8]経営を重心で分析する：経営重心 2.0　若林 秀樹
[9]海外 M&A 新結合の経営戦略　松本 茂　東洋経済
[10]M&A 実務ハンドブック 第 8 版　鈴木 義行他　中央経済社
[11]2021 年 企業再編レポート SS&C イントラリンクス
[12]企業価値を高めるクロスボーダーM&A の最新実務　東京国際法律事務所