

地域企業のM&Aの特徴と 企業パフォーマンス

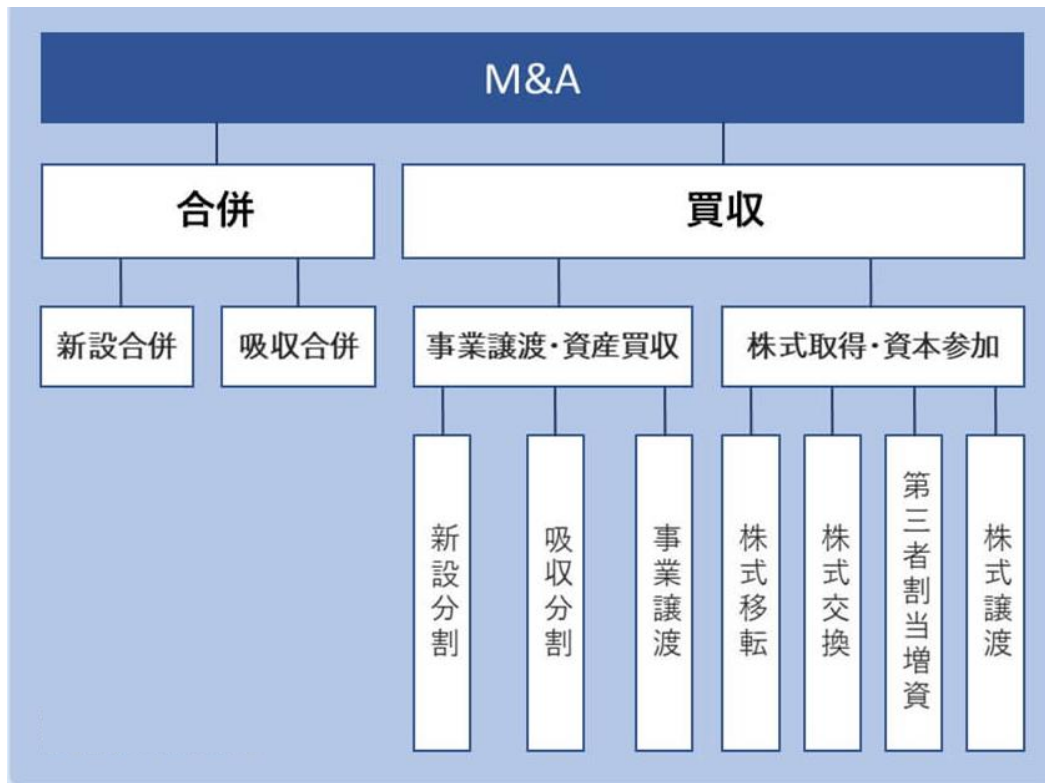
～中部地方を中心に～

南山大学経済学部 川本ゼミ
藤岡柚紀 平林花菜 稲垣あゆり

目次

1. M&Aの概要
2. 研究の動機
3. 先行研究
4. 仮説
5. データ
6. 分析結果
7. 結論
8. 今後の課題

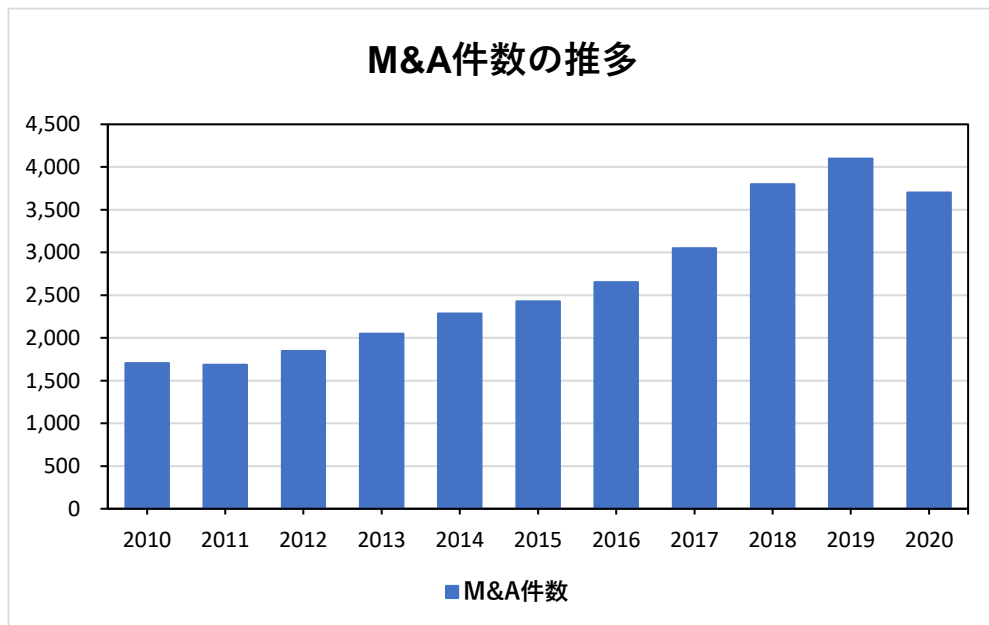
M&Aの概要



M&Aの概要

《M&Aの現状》

2010年1,707件⇒2020年3,730件 **増加傾向**



M&Aの概要

《M&Aの主な目的》

買い手	売り手
M&Aで事業成長にかかる時間を買う	投資回収・現金化までの時間の短縮
シナジー効果を得る	事業承継・後継者探し
新規事業の開拓	創業者利益確定
事業規模の拡大	利益率の高い部門に資源を集中
	経営不振を救済

M&Aの概要

《買い手》

メリット	デメリット
企業規模・事業規模の拡大	買収対象企業の従業員が不満を抱く可能性 ⇒優秀な人材の流出
新規事業参入へのリスクを軽減	
税金を削減可能	期待していたシナジー効果が生まれない
技術・ノウハウの取得	予想していた収益が上がらない
ブランド・信用・取引先の取得	統合後の組織がうまくいかない
優秀な人材の確保	
コスト削減	

M&Aの概要

《売り手》

メリット	デメリット
従業員の雇用を守る	雇用条件悪化などから従業員離職の可能性
事業継続・事業拡大	取引先に契約を打ち切られる可能性
廃業コストがかからない	顧客や取引先との関係性が悪化
後継者不在問題の解決	企業文化の不一致
経営者の個人保証を解除	
資金調達・バイアウト・創業者利益の確保	

M&Aの概要

《成功事例》

○ソフトバンクの日本テレコム買収（2004年）

目的 : コスト削減、事業規模の大幅な拡大

方法 : 日本テレコム発行済普通株式約144百万株（100%）取得

効果予測 :

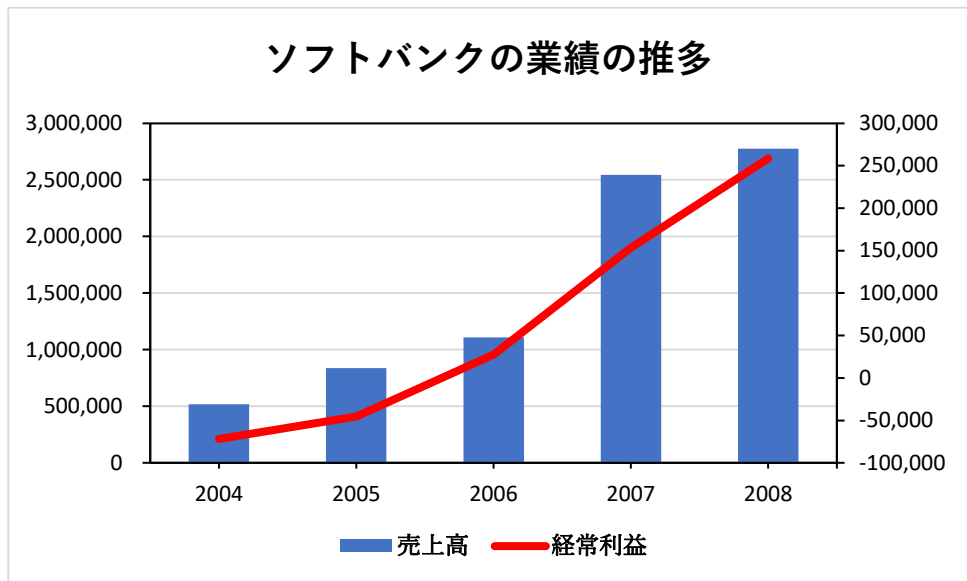
- (1) 法人事業の大幅な強化の実現
- (2) 顧客基盤の拡大、法人向け営業の強化、顧客獲得チャネルの多様化
- (3) ネットワークの強化や効率化の実現
- (4) 法人営業や技術系の人材を大幅に強化
- (5) EBITDAの向上、収益基盤の強化

M&Aの概要

結果：日本テレコム¹の営業強化やコスト削減

⇒わずか3年で経営を立て直す

グループの収益力にも寄与するようになる



出典：有価証券報告書

M&Aの概要

《失敗事例》

○キリンホールディングスのスキンカリオール買収（2011年）

目的：有望な新興市場の基盤獲得

方法：アレアドリ社の発行済普通株式100%を取得

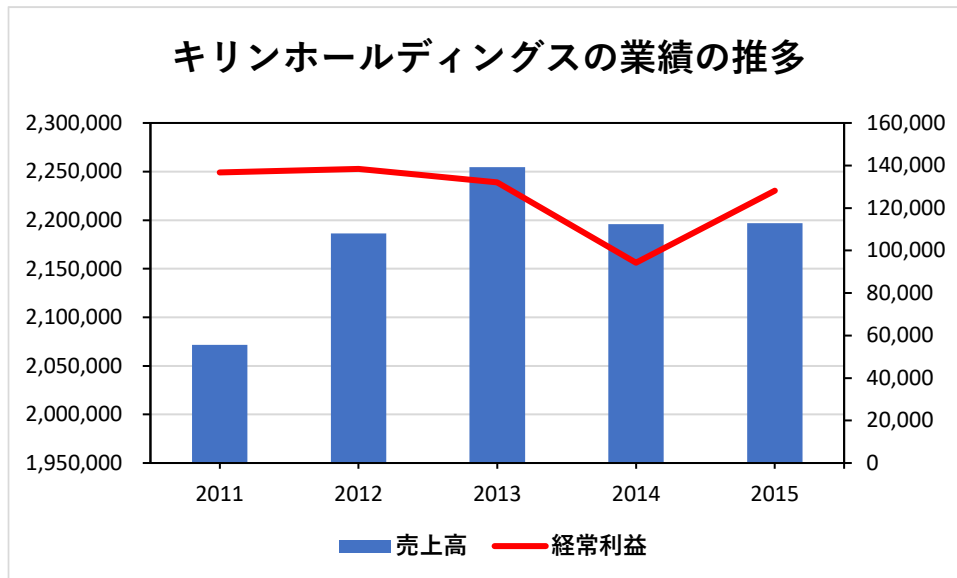
効果予測：

- (1) ガバナンス強化
- (2) ブラジル市場における競争力強化
- (3) スキンカリオール・グループの事業基盤を強化

M&Aの概要

結果：ブラジルの景気低迷

⇒減損損失1100億円



出典：有価証券報告書

研究の動機

- 近年、日本の**M&A実施企業が増加**
- M&Aによって業績が改善した企業・悪化した企業が存在
- **中部地方**は工業地帯・地域があり、製造業が活発
- 東京と大阪の二大都市の間にあり交通の便がよい
⇒**地の利を生かしたM&A**



実際にM&Aが業績にどのような影響を与えているかを知る
⇒**日本企業のM&A成功の鍵を握れる**のでは無いか

特定の地域に注目したM&Aの研究は少ないため中部地方に焦点
⇒**地域企業の成長に貢献できる**のでは無いか

先行研究

「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか
— 非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析—」

滝澤 美帆 鶴 光太郎 細野 薫

《目的》

合併が企業のパフォーマンスを改善させたかを検証すること

- ・ 企業セクター全体のリストラクチャリングが進展したかを評価
- ・ 規制緩和や競争政策の緩和の評価

※1994～2002年度までの非上場企業を含む1590事例の企業合併を対象に分析

先行研究

《方法》

- 全産業、製造業、非製造業にサンプルを分けて、どのような企業が合併を行っているのかを推計
- 合併元企業の合併直前から合併後と合併直後からその後についての企業パフォーマンス変化(※)を計測

※ROA・キャッシュフロー比率・コスト比率・負債比率・R&D 集約度
TFP水準・TFP伸び率を指標とする

先行研究

《結果》

- 製造業・非製造業のどちらにおいても資産規模の大きな企業が合併元企業
- キャッシュフロー比率が低く、コスト比率が高い企業が合併
- 製造業と非製造業で異なる合併効果

製造業 : 1年後から4年後を比較 ⇒ ROA、キャッシュフロー比率が有意に改善

非製造業 : 1年後から2年後を比較 ⇒ ROA、キャッシュフロー比率が有意に改善



製造業 : 合併直後は調整・取引コストが非製造業と比べてより多く必要
⇒ 合併後のパフォーマンス改善は非製造業よりも遅れる

先行研究（独自性）

先行研究では...

1994 年度から 2002 年度までの非上場企業を含む企業の合併前後のパフォーマンス変化を分析



《独自性》

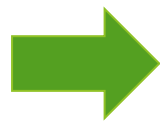
- 中部地方の企業に絞る
- サンプルの期間を更新
- 新たな企業パフォーマンス指標を取り入れる
- 企業買収に注目

仮説

買収によって企業のパフォーマンスは改善されたか

仮説①

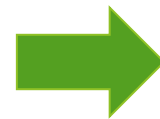
- ・ 既存事業の拡大や新規事業へ参入できる



企業パフォーマンス **改善○**

仮説②

- ・ 異地域・異業種間M&Aの際のリサーチ不足、見込みの甘さ
- ・ 人材の流出



企業パフォーマンス **改善×**

《企業パフォーマンスの指標》

- ・ ROA
- ・ 売上高
- ・ ROE
- ・ 従業員数

仮説

説明変数	影響	根拠
総資産	↑	<ul style="list-style-type: none">・ 専門家を雇う余裕あり ⇒より専門的な知識を持ってM&Aを実行可能
有利子負債比率	↑	<ul style="list-style-type: none">・ 確実に業績を改善したい ⇒念入りな調査をし、慎重にM&Aを進める
社外取締役比率	↑	<ul style="list-style-type: none">・ 所有と経営の分離をしている企業 ⇒M&A後の変革に適応できる・ 客観的な視点 ⇒正しい経営判断ができる
異業種ダミー	↑	<ul style="list-style-type: none">・ 異業種間のM&Aは新規事業に参入しやすくなる
異地域ダミー	↑	<ul style="list-style-type: none">・ 異地域間のM&Aは事業地域を拡大できる
非製造業ダミー	↑	<ul style="list-style-type: none">・ 物流業界やソフトウェア業界の急速な発展
役員持ち株比率	↑	<ul style="list-style-type: none">・ エージェンシー問題の解消・ エントレンチメント防止

データ

2010年から2018年のM&Aを行った中部地方の買収元の上場企業計68社を用いて回帰分析を行う

- M&Aデータ：M&Aオンライン
- 財務データ：有価証券報告書

データ

基本統計量（被説明変数）

	ROA 1年増加率	ROA 3年増加率	ROA 5年増加率	ROE 1年増加率	ROE 3年増加率	ROE 5年増加率
平均	2.33	2.97	2.95	0.11	-0.02	0.27
中央値	0.00	0.10	-0.02	-0.09	-0.11	-0.10
最小	-2.43	-1.80	-1.25	-3.62	-7.78	-1.88
最大	64.90	84.00	48.00	10.90	9.10	14.10
標準偏差	11.51	14.96	11.05	1.65	2.09	2.27

	従業員数 1年増加率	従業員数 3年増加率	従業員数 5年増加率	売上高 1年増加率	売上高 3年増加率	売上高 5年増加率
平均	0.25	0.33	0.52	0.22	0.36	0.44
中央値	0.12	0.21	0.26	0.17	0.27	0.39
最小	-0.16	-0.06	-0.85	-0.33	-0.22	-0.87
最大	1.92	2.02	3.17	1.34	2.12	2.71
標準偏差	0.40	0.42	0.69	0.29	0.46	0.63

データ

基本統計量（説明変数）

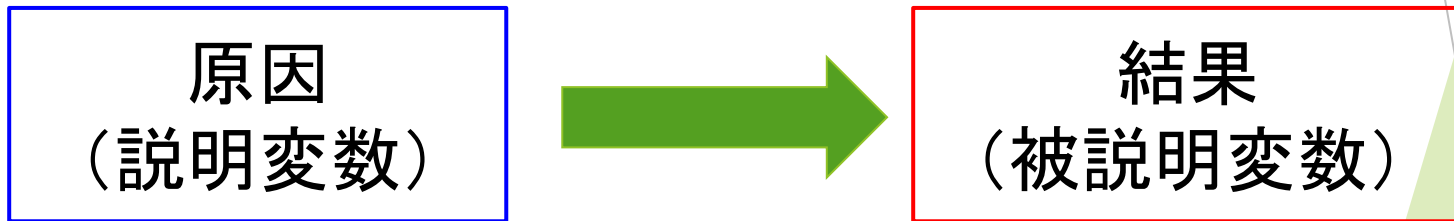
	総資産 (対数値)	有利子負債比 率	社外取締役比 率	異業種ダミー	異地域ダミー
平均	11.53	20.75	21.37	0.55	0.79
中央値	10.87	21.30	20.00	1	1
最小	7.96	0.65	0.00	0	0
最大	17.70	54.17	80.00	1	1
標準偏差	2.01	12.85	15.52	0.50	0.41

	非製造業ダミー	役員持ち株比率 (5%)ダミー	役員持ち株比率 (7%)ダミー	役員持ち株比率 (10%)ダミー
平均	0.51	0.31	0.16	0.13
中央値	1	1	1	1
最小	0	0	0	0
最大	1	1	1	1
標準偏差	0.50	0.47	0.37	0.34

データ

○回帰分析

説明変数を用いて被説明変数とどんな相関関係があるのか予測する統計手法



分析結果

	ROA (1年後)	ROA (3年後)	ROA (5年後)	ROE (1年後)	ROE (3年後)	ROE (5年後)
総資産 (対数値)	-5.11324 (-8.23375)	0.132876 (-1.13435)	-0.572095 (0.94108)	-0.612824 (1.00285)	-1.00795 (1.08504)	-1.59793 (2.1202)
有利子負債比率	-0.0120302 (-0.0125127)	-0.00255761 (-0.00172683)	-0.00159137 (0.00141973)	-0.00103030 (0.00158084)	-0.000466975 (0.00167136)	-0.00155269 (0.00319857)
社外取締役比率	-0.00618115 (0.02033)	-0.00129457 (0.00279481)	-0.000778572 (0.00183406)	-0.000211329 (0.00261893)	-0.000336017 (0.00276046)	1.40E-05 (0.00413202)
異業種ダミー	-1.33798 (30.8542)	3.46826 (4.34012)	0.295252 (3.50026)	1.33288 (2.96116)	3.1187 (3.50659)	1.28645 (5.87207)
異地域ダミー	25.7534 (35.9744)	1.53478 (5.08465)	1.60311 (4.05314)	1.69692 (3.52547)	-5.28461 (4.07946)	0.91397 (6.79959)
非製造業ダミー	54.1928 *	3.53748 (4.33623)	6.18025 (3.71351)	1.23051 (3.00087)	2.6166 (3.46122)	0.920893 (6.22983)
役員持ち株比率 (5%) ダミー	-46.6050 (43.6742)	-2.60774 (6.07283)	-2.14482 (5.46262)	-1.07949 (4.04475)	-2.09853 (4.86552)	-0.579000 (9.16414)
役員持ち株比率 (7%) ダミー	3.50144 (143.58)	8.21684 (13.4199)	2.79467 (9.6306)	59.5208 *** (9.29566)	54.3874 *** (10.7743)	75.7734 *** (16.1564)
役員持ち株比率 (10%) ダミー	-31.7783 (97.0186)	-11.7359 (13.6229)	-7.46358 (9.89476)	-60.4413 *** (9.6054)	-55.4296 *** (11.0889)	-76.4830 *** (16.5996)
N	62	60	42	63	60	42
R2	0.119673	0.091754	0.144834	0.469233	0.352518	0.483098

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示している。

分析結果

	従業員数(1年後)	従業員数(3年後)	従業員数(5年後)	売上高 (1年後)	売上高 (3年後)	売上高 (5年後)
総資産 (対数値)	-0.0436460 (0.0263669)	-0.0362107 (0.0279335)	-0.0464198 (0.0648559)	-0.0453150 ** (0.0172623)	-0.0691713 ** (0.0297648)	-0.119550 ** (0.0556122)
有利子負債比率	2.83E-05 (4.17E-05)	3.30E-05 (4.42E-05)	-6.97817e-05 (9.59E-05)	1.04E-05 (2.72E-05)	5.56E-05 (4.70E-05)	5.81E-05 (8.39E-05)
社外取締役比率	-8.97745e-05 (6.87E-05)	-7.07378e-05 (7.26E-05)	-0.000112685 (0.00012289)	-8.11401e-05 * (4.51E-05)	-0.000101293 (7.75E-05)	-0.000106030 (0.000108382)
異業種ダミー	-0.117751 (0.106963)	-0.0900432 (0.112987)	-0.178879 (0.220199)	-0.123039 * (0.0717731)	-0.199179 (0.121773)	-0.262163 (0.215912)
異地域ダミー	-0.130996 (0.125533)	-0.0971994 (0.131524)	-0.718295 *** (0.257472)	-0.110884 (0.0853615)	-0.193465 (0.143682)	-0.341373 (0.250016)
非製造業ダミー	-0.0379615 (0.10701)	0.0679842 (0.112894)	0.545457 ** (0.232933)	-0.0212645 (0.07176)	0.102391 (0.121699)	0.0699323 (0.229067)
役員持ち株比率 (5%) ダミー	-0.118608 (0.145154)	-0.134656 (0.157296)	-0.343366 (0.35582)	-0.0514834 (0.0984016)	-0.120661 (0.171565)	-0.279424 (0.336959)
役員持ち株比率 (7%) ダミー	-0.0790781 (0.331691)	-0.0990019 (0.346712)	0.297555 (0.593972)	0.0892814 (0.226081)	0.0568038 (0.379827)	0.540233 (0.594059)
役員持ち株比率 (10%) ダミー	0.0888622 (0.337768)	0.0260969 (0.351956)	-0.284513 (0.602661)	0.052723 (0.230174)	0.0708165 (0.385405)	-0.213067 (0.610354)
N	61	59	39	63	61	42
R2	0.09812	0.093691	0.287196	0.164308	0.12792	0.185931

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示している。24

分析結果

被説明変数	説明変数	影響	考察
ROA 1年増加率	非製造業ダミー	↑	<ul style="list-style-type: none"> ・ ITに対する重要性が高まり ⇒ ITソフトウェア業界への参入に積極的 ・ 自社にない技術や機能を補完 ・ 物流業界・ソフトウェア業界の人材不足 ⇒ 優秀な人材を確保、事業規模の拡大
従業員数 5年増加率			

分析結果

被説明変数	説明変数	影響	考察
ROE1年増加率	役員持ち株比率 7%以上ダミー	↑	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営権を寡占する行為の防止 ⇒正しい経営判断 ・ 経費の私的流用など不祥事の防止 ・ 権力を不当利用した人事の防止
ROE3年増加率			
ROE5年増加率			
ROE1年増加率	役員持ち株比率 10%以上ダミー	↓	<ul style="list-style-type: none"> ・ 権力を不当利用した人事 ⇒従業員全体のモチベーション低下 ・ 経営権を寡占する行為 ⇒正しい経営判断ができない ・ 経費の私的流用などの不祥事
ROE3年増加率			
ROE5年増加率			

分析結果

被説明変数	説明変数	影響	考察
売上高1年増加率	総資産 (対数値)	↓	<ul style="list-style-type: none"> ・ 専門家に買収の仲介を任せきりになっていた可能性 ⇒ 調査・見極め不足
売上高3年増加率			
売上高5年増加率			
売上高1年増加率	社外取締役比率	↓	<ul style="list-style-type: none"> ・ 形式的に社外取締役を加えた可能性 ⇒ ガバナンスの強化につながらない ・ 経営経験がない可能性 ⇒ 正しい判断ができない
	異業種ダミー	↓	<ul style="list-style-type: none"> ・ 売り手企業が行う事業に対する専門知識がない ⇒ 企業価値の正しい評価ができなかった可能性

結論

短期：非製造業

⇒ROA増加

役員持ち株比率 7%以上10%未満の企業

⇒ROE増加

役員持ち株比率 10%以上の企業

⇒ROE減少

総資産・社外取締役比率が大きい企業

⇒売上高減少

異業種間M&A企業

⇒売上高減少



仮説①企業パフォーマンス改善○

仮説②企業パフォーマンス改善×

結論

長期：非製造業

⇒従業員数増加

役員持ち株比率 7%以上10%未満の企業

⇒ROE増加

総資産が大きい企業

⇒売上高減少

異地域間M&A企業

⇒売上高減少



仮説①企業パフォーマンス改善○

仮説②企業パフォーマンス改善×

結論

中部地方のM&Aのあり方

総資産が大きい企業⇒売上高減少
中小企業数の多さ
後継者不足の解消



中規模・小規模のM&A推進

非製造業⇒ROA増加
非製造業⇒従業員数増加
製造業が活発
東京⇔大阪の中間



運送・物流業界のM&A推進

結論

求められる支援策

M&Aの円滑化

課題1. リスクやコスト

→ 士業等専門家の育成・活用の強化、補助金による支援

課題2. M&Aの相手先を見つけることが困難

→ 創業希望者や後継者不在企業のマッチングの拡充

課題3. 相手企業の情報不足

→ 事業承継・引継ぎ支援センターとM&A支援機関の連携強化

今後の課題

- 今回は上場企業のみの研究
⇒ 非上場企業を含めた場合の研究も必要
- 今回は買い手に注目した
⇒ 売り手の分析も必要
- サンプル数が少なく、分析に偏りが出ていることが考えられる
⇒ サンプル数を増やすことが必要

ご清聴ありがとうございました。