慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	M&Aの戦略と実行 : 組織的能力の向上を目指す戦略的取組み
Sub Title	
Author	渡邊, 裕介(Watanabe, Yusuke) 井上, 光太郎(Inoue, Kotaro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2011
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	企業が国際競争を勝ち抜くには、もはやOrganicな成長に頼るだけでは十分ではなく、M&Aを積極的に経営に取り入れていく必要があるということは一般論として良く言われることである。しかし一方、1998年から2005年のデータで、日本のM&Aは件数ベースでは1000件強と米国の1/8、対GDP比ベースでは約2.5%と米国の1/5、英国の1/10程度に留まっている。しかも、日本企業のin-in案件で60%弱が、クロスボーダー案件で50%弱が失敗に終わっているという調査結果もある。これだけM&Aの必要性が叫ばれつつも、件数・金額とも伸びず、更には成功確率も依然として低迷しているのはなぜかだろうか。 本稿は、その主たる原因を日本企業における「M&Aに対する組織的能力の低さ」にあるとみており、その組織的能力を高めるにはどうすればよいかという疑問の解決を目的としたものである。 具体的には、M&Aの組織的能力向上のために必要な取組みにおいては、次の3点が鍵であるという仮説を検証する。 ①-1 多くのM&Aを実施し、経験値を高めること ①-2 特に実施するべき案件はMiddle Size（買収金額50億円～200億円または資産規模比1%～10%）の案件であること; 及び、 ② M&Aの専門チーム（M&Aチーム）を内部化すること。 検証の結果、仮説の①-1および①-2は支持されたが、②の事実は検出できなかった。 このことは、基本的に、M&A戦略は積極的に展開するべきであるが、その際には、買収金額が200億円を超えるか、または、売り手と買い手の資産規模比が10%を超えるようなBig Dealのみではなく、買収金額が50億円から200億円程度で売り手と買い手の資産規模比が1%から10%の範囲に収まるMiddle sizeの案件の重要性を認識し、それらの案件を積極的に実施していくべきであることを示唆している。 また、M&Aチームについては、設置する場合にも、ただ設置するだけではあまり意味がなく、組織形態や機能について適切な設計をすることが必要であるということが示唆されている。ただし、仮説②の検証結果から発展的に、M&Aチーム設置後のM&A行動の変化に関する分析を実証的に行ったところ、M&Aチームを設置した結果、Big Dealが減少する一方でMiddle sizeの案件に対するカバーが増加しているという傾向を読み取ることができた。これは、Middle sizeの案件の重要性を認識するべきであるという本研究の主張と一致する傾向であり、この点では、M&Aチームの設置の有効性が確認できたと考える。
Notes	修士学位論文. 2011年度経営学 第2716号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002011-2716

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文　2011 年度

論文題名

M&A の戦略と実行

- 組織的能力の向上を目指す戦略的取組み -

主　査	井上光太郎准教授
副　査	清水勝彦教授
副　査	岡田正大教授
副　査	

2011 年 12 月 27 日　提出

学籍番号	81031305	氏　名	渡邊　裕介

論 文 要 旨

所属ゼミ	井上光太郎研究会	学籍番号	81031305	氏名	渡邊　裕介

（論文題名）

M&A の戦略と実行　- 組織的能力の向上を目指す戦略的取組み -

（内容の要旨）

企業が国際競争を勝ち抜くには、もはや Organic な成長に頼るだけでは十分ではなく、M&A を積極的に経営に取り入れていく必要があるということは一般論として良く言われることである。しかし一方、1998 年から 2005 年のデータで、日本の M&A は件数ベースでは 1000 件強と米国の 1/8、対 GDP 比ベースでは約 2.5%と米国の 1/5、英国の 1/10 程度に留まっている。しかも、日本企業の in-in 案件で 60%弱が、クロスボーダー案件で 50%弱が失敗に終わっているという調査結果もある。これだけ M&A の必要性が叫ばれつつも、件数・金額とも伸びず、更には成功確率も依然として低迷しているのはなぜかだろうか 。

本稿は、その主たる原因を日本企業における「M&A に対する組織的能力の低さ」にあるとみており、その組織的能力を高めるにはどうすればよいかという疑問の解決を目的としたものである。

具体的には、M&A の組織的能力向上のために必要な取組みにおいては、次の３点が鍵であるという仮説を検証する。

①-1　多くの M&A を実施し、経験値を高めること

①-2　特に実施するべき案件は Middle Size（買収金額 50 億円～200 億円または資産規模比 1%～10%）の案件であること；及び、

②　M&A の専門チーム（M&A チーム）を内部化すること。

検証の結果、仮説の①-1 および①-2 は支持されたが、②の事実は検出できなかった。

このことは、基本的に、M&A 戦略は積極的に展開するべきであるが、その際には、買収金額が 200 億円を超えるか、または、売り手と買い手の資産規模比が 10%を超えるような Big Deal のみではなく、買収金額が 50 億円から 200 億円程度で売り手と買い手の資産規模比が 1%から 10%の範囲に収まる Middle size の案件の重要性を認識し、それらの案件を積極的に実施していくべきであることを示唆している。

また、M&A チームについては、設置する場合にも、ただ設置するだけではあまり意味がなく、組織形態や機能について適切な設計をすることが必要であるということが示唆されている。ただし、仮説②の検証結果から発展的に、M&A チーム設置後の M&A 行動の変化に関する分析を実証的に行ったところ、M&A チームを設置した結果、Big Deal が減少する一方で Middle size の案件に対するカバーが増加しているという傾向を読み取ることができた。これは、Middle size の案件の重要性を認識するべきであるという本研究の主張と一致する傾向であり、この点では、M&A チームの設置の有効性が確認できたと考える。

目次

1. はじめに 5
2. 背景 6
(1) 問題意識 6
(2) M&A の組織的能力 7
(3) 先行研究 8
(4) ケース分析 10
(5) 小括 11
3. 仮説 11
(1) M&A 経験の蓄積の効果 11
(2) Middle size の案件の蓄積の効果 11
(3) M&A チームの内部化の効果 13
(4) まとめ 14
4. 検証の設計 14
(1) 検証方法 14
(2) 検証すべきモデル 15
5. サンプルおよびデータの内容 17
(1) サンプルおよびデータ 17
(2) 記述統計 18
6. 検証結果 19
(1) 仮説①-1 および仮説①-2 の検証結果 19
(2) 仮説①の結果に対する反論 20
(3) 仮説②の検証 21
(4) 追加的検証① －M&A チーム設置後の M&A 行動変化分析－ 22
7. 考察 23
(1) Middle size の案件の学習効果について 23
(2) Middle size の案件の戦略的効果について 23
(3) M&A チームの内部化による学習効果の促進について 24
(4) M&A チーム設置に伴う M&A 行動変化についての分析からの示唆 25
8. インプリケーション 25
9. 本研究の限界および課題 26

（図 1：M&A 件数・規模の国際比較）・・・

1. はじめに

企業の今後の成長にとって不可欠である M&A を経営戦略実行のために戦略的に活用し、競争優位を獲得するためには、M&A についての「組織的能力」（Grant(1991)）を向上させることが必須である。

本稿では、M&A の組織的能力向上のために必要な取組みにおいては、M&A の経験値と組織的学習の中心となる M&A 専門部隊（M&A チーム）の設置が鍵になるとの考えの下で、以下の 3 つの仮説を中心的に検証した。

仮説①-1　数多くの M&A をこなし、経験値を高めることにより、M&A の組織的能力を獲得することができる。

仮説①-2　M&A の経験値として実績を積み重ねるべき案件は、Middle size の案件である。

仮説②　専門の M&A チームを内部化している企業が、M&A の組織的能力の獲得に成功している。

具体的な検証方法としては、サンプル企業 51 社について（サンプル企業の詳細については 5.(1)で述べる）、2006 年から 2010 年までの 5 年間の M&A データ（件数）および財務データによりパネルデータを作成し、実証的に上記 3 つの仮説を検証する方法を採用した。

従来から、M&A 戦略に長けた企業は比較的小規模の案件を行っているということや、M&A の組織的能力に関わる M&A チームの効用については、経験則あるいは事例研究をベースとして論じられるものはあったが、これらを実証的に検証しようとしている点に本論文の特徴がある。

検証の結果、仮説の①-1 および①-2 は支持されたが、②の事実は検出できなかった。

このことは、基本的に、M&A 戦略は積極的に展開するべきであるが、その際には、買収金額が 200 億円を超えるか、または、売り手と買い手の資産規模比が 10%を超えるような Big Deal のみではなく、買収金額が 50 億円から 200 億円程度で売り手と買い手の資産規模比が 1%から 10%の範囲に収まるような Middle size の案件の重要性を認識し、それらの案件を積極的に実施していくべきであることを示唆している。

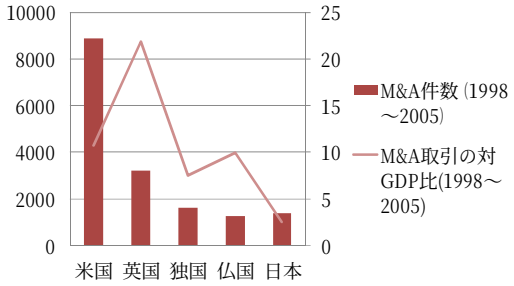
また、M&A チームについては、設置する場合にも、ただ設置するだけではあまり意味がなく、組織形態や機能について適切な設計をすることが必要であるということが示唆されている。ただし、仮説②の検証結果から発展的に行った検証（M&A チーム設置後の M&A 行動の分析）により、M&A チームを設置した結果、Big Deal が減少する一方で Middle size の案件に対するカバーが増加しているという傾向を読み取ることができた。これは、Middle size の案件の重要性を認識するべきであるという本研究の主張と一致する傾向であり、この点では、M&A チームの設置の有効性が確認できたと考える。

2. 背景

(1) 問題意識

企業が国際競争を勝ち抜くには、もはや Organic な成長に頼るだけではダメで、M&A を積極的に経営に取り入れていく必要があるということは良く言われることである。しかし一方、1998 年から 2005 年のデータで、日本の M&A は件数ベースは米国の 1/8、対 GDP 比ベースでは約 2.5%と米国の 1/5、英国の 1/10 程度の規模に留まっているうえ（図 1）、日本企業の In-In 案件で 60%弱が、クロスボーダー案件で 50%弱が失敗に終わっているという調査結果（火浦(2011)）もある。これほどまでに M&A というものが注目を浴びていながら、件数・金額とも伸びず、更には成功確率もいま一つ振るわないのはなぜだろうか。

（図 1：M&A件数・規模の国際比較）
出所：宮島(2007)のデータから筆者が作成



一方、M&A の価値創造に関する先行研究によれば、次のように言われている 。たとえば、Jensen & Ruback (1983)は、「支配権(corporate control)の移転」が価値を生んでいることを実証しているし、Lubatkin(1987)によれば、製品ラインナップ拡充型・水平統合型・コングロマリット型・垂直統合型という 4 つの M&A 類型のいずれもが価値創造に貢献していることが示されている。また、Singh & Montgomery (1987)によれば、技術的に関連性があるか、または、製品市場で関連している企業の買収は、そうでない企業の買収よりも、リターンが大きいとされており、Ansoff et. al. (1971)によれば、事前に策定されていた買収計画に基づく M&A が高い効果を上げているということである。
つまり、これらの先行研究からも明らかであるように、先人の業績によって、M&A それ自体は価値を創出しているということが実証的に示されているし、価値を生み出しやすい M&A 類型も示されている。

また、M&A 戦略で成功を収めていると言われるモデルとすべき海外企業にも事欠かない。たとえば、日本の製造業者にとって、シスコ、GE などの取組みは、自社の M&A 戦略を考える際に参考になるはずである。

これらの先行研究を通じて明らかとなった成功要因・失敗要因や、具体的なモデル的取組み事例等は、秘密でも何でもなく、一般の企業が、コンサルティング会社や投資銀行などから教育されていてもおかしくないであろう。それにも関わらず、繰り返しになるが、先のデータが示すように、日本の M&A 市場は活況を呈しているとは言い

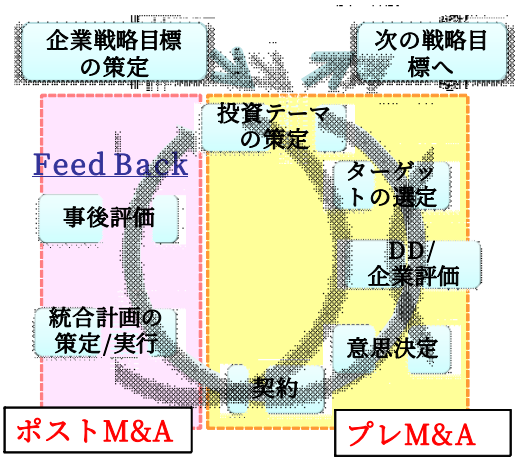
難く、また M&A が実際に成功する訳でもないのである。一体これにはどういう原因があるのだろうか。

思うに、それは、どんな類型の M&A をすることが経営戦略的に正解かとか、どういう点に気を付けて M&A を進めて行けば良いかといった先行研究の多くが注目している問題以前のところ、すなわち、その M&A を実行するケイパビリティ、あるいは「組織的能力」とも言うべきところの問題であり、日本企業の多くにおいて、この組織的能力が欠如していることが、M&A の件数や成功確率といった数値に表れているのではないだろうか。

(2) M&A の組織的能力

それでは、M&A に関する「組織的能力」とは、何であろうか。ここで、M&A の組織的能力の内容を明らかにするために、そもそも、M&A とは一体如何なるプロセスであるのかを俯瞰してみたい。

図 2 は、アンダーセン(2001)を基に、筆者が作成した「M&A ライフサイクル」の模式図である。この図に沿って、M&A という行動のプロセスを分析してみたいと思う。なお、ここで述べているプロセスは一般的なプロセスとして現実に観察されたものではなく、このようなプロセスであるべきだ、という「べき論」を展開するものであることに留意する必要がある。



（図 2：M&A ライフサイクル）

まず、M&A が企業戦略を実行するための手段であるという考え方からすれば、M&A ライフサイクルに入る前に、まず全社的な企業戦略が策定され、それが M&A ライフサイクルに投入されることになる。そして、この全社戦略の内容からの規律を受けながら、その後の一連の M&A の投資テーマや個別のターゲット企業が探索されることになる。ここでは、投資銀行等の外部の情報源や事業部門からの内部情報など、あらゆる情報源を駆使して、投資テーマに最もフィットする企業を探索し、それを Long List・Short List 化していくことになる。その後、最終的なターゲット企業が選定されることになるが、それらのターゲット企業に対して投資銀行等を介したアプローチに成功したり、あるいは、実際にそれらの企業が売り物に出たりした場合には具体的な買収プロセスに入っていくことになる。このプロセスにおいては、まず、ビジネス・会計・法務・人事・環境・IT 等々の Due Diligence プロセスを経て、ターゲット企業の企業価値評価が行われる。 そのうえで、最終的な買収価格や付帯条件等が取りきめられ、各社での社内的な意思決定プロセスを経て、晴れて最終契約書の締結、更にク

ロージングへと至ることになる。
もっとも、M&A プロセスはこれで終わりではなく、その後は、買収した企業の統合プロセスが開始される。そして、その統合プロセスの成果を見極めつつ、当該案件について、成功だったか失敗だったか、問題はどこにあったのかといった事後的な評価を行うというプロセスが入り、その教訓を以って、次の買収案件へと繋げていくプロセスが完了するのである。もちろん、これは模式的なプロセスであるので、複数の案件が同時に進むこともあるであろうし、直近の案件の事後評価が完了する前に次の案件がスタートすることもあるであろう。

以上から見て分かる通り、M&A プロセスも、Plan（投資テーマ・ターゲットの選定）、Do（Due Diligence から最終契約締結、更には統合プロセスに至る実行プロセス）、Check（事後評価）、Act（次回の買収案件への反映）といった、いわゆる PDCA サイクルとして捉えることが可能であり、M&A というもの全体がこのような一定の PDCA サイクルとして成り立っているとすれば、M&A に関する「組織的能力」というものも、このライフサイクルを、自律的に、繰り返してグルグルと回していける能力と理解することができるだろう。
そして、その能力は、分解していけば、投資テーマに沿ったターゲットを探し出すための情報収集能力（投資銀行等の情報源を使いこなす能力やそのための関係構築力などを当然含むものである）、Due Diligence から最終契約締結に至るまでの実務を取り仕切る execution 能力、統合を上手に進める能力、更に適切な基準を以って厳格に事後評価したうえ、そこから次の投資テーマやターゲット探索に係る教訓を導き出す分析力といったものに分けて考えることができるであろう。

(3) 先行研究

ここで、M&A の組織的能力や、M&A の実行能力についての学習効果等に関する先行研究を俯瞰してみたいと思う。

まず、Hayward(2002)では、M&A において高い学習効果を得るための特徴として、3 つの事項を指摘している。まず、事業内容や規模において適度に類似する複数の M&A の実行することが重要であるとしている。全く同じような案件が続いてもコンピタンスが獲得できる訳ではなく、逆に全く異なるタイプの案件を続けても、案件の選定や統合上の典型的な問題点等についての知見を得難いためである。次に、「小さな」Loss を経験することの重要性を示している。あまりに大きな Loss は逆に M&A から眼を背けさせる結果となり、M&A の組織手能力を獲得する機会自体を奪うためである。最後に案件間の時間的間隔を適度に保つことが必要であると説いている。直近の案件の規模にも影響されるが、概ね、案件の間隔は 6 ヵ月から 12 ヶ月ほど取ること適当であるとされている。

次に、中村(2003)では、特定の戦略目標の達成のために複数回にわたる M&A を実施していく能力を「M&A コンピタンス」と呼び、その獲得における M&A の専門組織の内部化の効用について論じている。これによれば、M&A コンピタンスの獲得は「失敗からの学習」のうえに成り立っており、その学習を効果的に行う為には、M&A を専門的に取り扱う担当者の設置（専門化）に始まり、それを属人的な知見に留めないための組織化（体系化）を経て、M&A プロセス自体がシステム化（形式化）されるに至ってコンピタンスとして完成することを、資生堂、横河電機、シスコシステムズ、GE キャピタルという 4 社についての丹念な事例分析から示している。

最後に、Jemison & Sitkin (1986)は、戦略適合性や組織適合性に偏った M&A の成功要因に関する従来の研究を批判し、M&A プロセスそれ自体にフォーカスしたうえで、M&A を失敗に終わらせる「実行上の問題」について次の 4 点を指摘している。まずは、組織的な不適合/能力不足がもたらす分析不足という問題である。M&A の専門チームを持たない場合、多くの企業では経営企画部等のコーポレート戦略部門が M&A のプロセス管理も行うことになるが、かれらは M&A の専門家ではなく、また主たる業務の傍らで M&A も推進していくことになるため、事前の分析が十分には為されず、結果として、失敗案件に手を出すことになるというのである。次に、案件のクロージングへ向けた強すぎるモメンタムという問題点を指摘している。案件責任者のコミットメントの強さが当該案件の「意義」を超えてクロージングへ向けた過度のモメンタムを生むことや、CEO の見栄や過信が案件をブレークするという決定を困難にしていること等多くの要素がその背景にあるとされている。また、早期に合意に達するために曖昧性を残した合意で妥協するという問題や、統合段階においては、被買収企業の過剰防衛や買収企業の傲慢さが統合を失敗に導くことなどが示されている。

以上の先行研究を、M&A の組織的能力の構築という観点から纏めると、次のようなことが言えよう。
まずは経験が重要であるということである。Hayward(2002)にしても、中村(2003)にしても、失敗から学ぶことの重要性を説いており、そのためには、まず以って、経験するより他ないからである。そのうえで問題となるのは、経験の質であるが、この点は、案件の内容や規模において、ある程度似通ったものを繰り返し経験することの意義が大きいと言えるのではないだろうか。
また、合わせて、M&A の専門組織の果たす役割の重要性も見逃すことのできない指摘事項である。中村(2003)の指摘は端的にそのことを示しているし、Jemison & Sitkin (1986)にしても、本務として M&A を取り扱う者による綿密な分析の重要性が示唆されていると言える。

(4) ケース分析

次に、M&A の組織的能力獲得の肝を探るために、M&A 戦略に長けているという評価が一般化している幾つかの海外企業の M&A への取組みを組織的な側面から分析してみたいと思う。

(ア) シスコシステムズ

シスコシステムズでは、M&A の実施目的を、「技術開発・製品開発の代替」に置いている。つまり、シスコシステムズでは、自社内の技術開発・製品開発 によりイノベーションを起こすことを実質的に放棄し、「イノベーションは M&A により買ってくる」という方針を明確にしているのである。

この方針に則って、シスコシステムズでは、1993 年以降 10 年間で 70 件という大量の買収を実施している。

シスコシステムズでは、プレ M&A とポスト M&A で別個の専門チームを用意しており、それぞれ 60 人程度、10 人程度という規模で対応しているが、「技術開発・製品開発の代替」という方針からの当然の帰結として、スタートアップ企業の買収事例が多く、特に、ターゲット企業の技術力や経営陣の能力の査定など、プレ M&A のプロセスに注力している。

一方で、統合プロセスは徹底したマニュアル化が進んでおり、概ね 30 日程度で統合プロセスを完了できるようになっている。

(イ) GE キャピタル

GE キャピタルでは、General Electric という巨大総合電機メーカーをバックとするメーカー系ノンバンクであるという位置づけから、機械類のリースや特殊な保険など、通常の金融機関とは若干異なるニッチな事業に強みを持っていることや、また、金融事業が高度な知識を必要とする個別性の高いビジネスであることなど背景として、M&A をシナジー獲得云々よりも、「事業ポートフォリオの構築」という観点から積極的に展開している。

GE キャピタルでも、プレ M&A とポスト M&A で別個の専門チームを用意し、特にプレ M&A に注力しているという点でシスコシステムと共通しているが、GR キャピタルにおけるプレ M&A の対応では、ターゲットの探索や Due Diligence など業務ごとの専門特化が非常に進んでいる点に特徴がある。

また、GE キャピタルにおける統合プロセスでは、GE 特有の経営システムや経営手法をターゲット企業に移植すると同時に、「GE バリュー」と一般に言われる行動規範・倫理観・価値観といったものの浸透・統合を非常に重視している点に大きな特徴がある。

(5) 小括

以上を踏まえ、本稿では、M&A に関する「組織的能力」、すなわち、M&A ライフサイクルという PDCA サイクルをグルグルと回していく能力を獲得するために有益な取り組みが、一体、何であるのかという点を明らかにしたいと考えている。
次項以下では、そのために検証するべき仮説とその検証方法を明らかにしたうえで、検証結果についての説明および解釈を加える。また、最後に実務に対する若干のインプリケーションを示したい。

3. 仮説

本章では、これまでの検討を踏まえて、企業が組織的能力を獲得するために有益な取組みを明らかにするために検証するべき仮説を導出する。

(1)M&A 経験の蓄積の効果

まず、M&A の組織的能力を、M&A ライフサイクルという PDCA サイクルを回す能力であると定義した場合には、その能力の獲得のためには、失敗しつつもそのサイクルを実際に回してみる必要があることは自明である。また、先述のとおり、先行研究では学習効果や組織的能力の向上の観点から（失敗を含めた）経験の重要性が説かれている。これらを考え合わせると、数多くの M&A を実行し、経験値を高めることにより、M&A の組織的能力が獲得されていくものと考えられる（仮説①-1）。

(2)Middle size の案件の蓄積の効果

仮説①-1 を前提として、次に問題となるのが、いかなる M&A を数多く経験すれば、その組織的能力を獲得できるのかという問題である。
M&A を類型化する際の切り口には様々なものが考えられるが、ひとつの代表的なものは、関連事業（要するに同業者）に対する M&A と、非関連事業に対する多角化 M&A との分類する方法である。本件に当てはめて考えれば、関連事業に対する M&A の経験を蓄積するべきなのか、非関連事業に対する多角化 M&A の経験を蓄積するべきなのかという切り口で考える方法である。しかし、今回はこのような切り口を採用しないこととした。なぜなら、関連事業であれ、非関連事業であれ、それが繰り返される限り、たとえば前者であれば関連事業に対する分析力の向上、後者であれば非関連事業の統合ノウハウなど、それぞれ学ぶべきことは多く、どちらの場合が特に学習効果が高いとか、低いとかといったことは言い難いと思われるためである。また、戦

略的に、関連事業に広がるべきか、非関連事業への多角化を模索するべきかは、業界の状況によっても、また自社の保有する資源の状況によっても変わるものであり、どちらの案件の蓄積に意義があるかということは、一概には言い難いと考えられるだろう。

そこで、今回は、「案件の規模」という切り口から考えてみたいと思う。つまり、経験値として積み重ねるべき M&A には適切なサイズがあるだろうという考え方である。この点、たとえば、Big Deal と言われるものは、会社へのインパクトも大きく、担当者のコミットメントも強くなってくるであろうから、これを繰り返し経験することの意義は小さくないとも思われる。しかし、現実には、案件が大きくなるほど、(i) 自前の内部情報だけで案件を見つけてくるのは現実的には難しく、いきおい投資銀行等からの持込み案件が増加し投資テーマの策定やターゲットの選定といったプレ M&A についての学びの機会が少なくなりがちであること、(ii)Due Diligence や企業価値評価など Execution プロセスが複雑化し、より高い専門性が求められることになる結果、案件の重要性からくる説明責任の重さとも相まって、過剰なアウトソーシングが行われやすいこと、(iii)「失敗」という評価を下すことのインパクトの大きさゆえに事後的な評価を適正に下す機会を失い、次回以降の案件への feed back が弱まること、などの問題が発生すると考えられ、逆に学習効果が薄れてしまうのではないかと考えられる。
また、Harding & Rovit (2004)では、M&A で企業価値を高めている企業は、大きな M&A で「一発逆転」を狙うのではなく、買収価格が時価総額の 15%以下という「比較的小規模」の案件を繰り返し（1986 年から 2001 年の 15 年間で 20 件以上）行っているという点が指摘されている。コスト競争力、ブランド力、顧客基盤、資産の優位性、規制からの保護といった自社の競争基盤や本当の強みを良く理解したうえで、それらを補完あるいは補強するような案件を地道に積み重ねることが業績向上に貢献するという指摘である。Harding & Rovit (2004)では戦略的観点から「比較的小規模」な案件の効用を説いているが、それは、「比較的小規模」な案件を通じて M&A の技を洗練させるという学習効果が高かったという、いわゆる状況証拠を示しているものとも考えられる。さらに、Hayward(2002)でも、小さな Loss の効用が説かれているところであり、学習効果は下手に大きな案件よりも手頃なサイズの案件でこそ大きいということが言えそうである。
一方、あまりに小さい案件になってくると、通常、経営上の重要性は大きくなく、また業績へのインパクトも小さい。また、M&A ライフサイクルに係るプロセスも、多くの場合簡単化されるので、学習の機会も多くは無くなってくると考えられる。
以上から、M&A の組織的能力を高めるために積み重ねるべき M&A は、Middle size の案件（定義は後述）であると考えられる（仮説①-2）。

このような仮説①-2 は、幾つかの具体的な事例とも整合的である。たとえば、JT の場

合、1992 年に初めてマンチェスター・タバコという比較的小さい英国の企業を買収している。これは海外事業のノウハウを吸収し、それに長けた人材を獲得するという目的とともに、企業買収のノウハウの蓄積を目的としたものであった。その後、1998 年に鳥居薬品工業の買収（買収金額：約 410 億円)、1999 年に RJR ナビスコの買収（買収金額：約 9400 億円）という Big Deal に至るまで、Big Deal と言えるような案件は無く、小規模から中規模の案件を手掛けている。RJR ナビスコの案件は成功案件であったと評価されることも多く（日経ヴェリタス 2011 年 12 月 11 日版)、ここに至るまでの比較的小さな案件で多くを学び取り、組織的能力を蓄積していたと考えることができるであろう。また、一般的に日本で屈指の M&A 巧者と言われることの多い日本電産についても、1996 年から 2011 年の 16 年間で 50 件以上の M&A を経験しているが、そのうち、Big Deal に該当するものは僅かに 1 件に過ぎない。ここにも、Middle size の案件を行うことの効用が見て取れるのではないかと考えている。

ちなみに、本研究においては、Big Deal および Middle size の案件とは、それぞれ次のように定義することとするので留意されたい。

・Big Deal：

買収金額が 200 億円以上、および、買収金額が公表されていない場合には売り手と買い手の資産規模比が 10%以上の案件

・Middle size の案件：

買収金額が 50 億円以上 200 億円未満か、および、買収金額が公表されていない場合には売り手と買い手の資産規模比が 1%以上 10%未満の案件

(3) M&A チームの内部化の効果

最後に、M&A の経験を多く積むことで、M&A の組織的能力を獲得できると言う仮説が支持される場合、更に、そのことに対する専門の M&A チームの貢献の有無も併せて考えておく必要があるだろう。

この点、中村(2003)で指摘されている通りであり、専門の M&A チームがないと、一般的に、案件からの Feed Back を活かしたり、ノウハウを形式知的に蓄積したりしていくのは難しいと考えられるからである。通常、M&A 案件は多くても年に数件、少なければ数年に 1 件というペースである。全社で見た場合にこの数字なので、これを各事業部門に引き直せば、案件の発生が、10 年程度に 1 件というようなスローペースになることも十分にあり得る。Hayward(2002)を引くまでもなく、そのような僅少な案件から学習するのは難しく、事業部門内に個別にノウハウを蓄積し、個別に組織的能力を獲得していくのは、普通に考えれば至難の業であろう。結果、組織的な学習の核となるチームが必要となるのである。

つまり、専門の M&A チームを内部化している企業の方が、M&A の組織的能力の獲得により成功していると考えられるのである（仮説②)。

(4) まとめ

以上、本研究において中心的に検証される仮説を以下のとおり整理する。

仮説①-1	数多くの M&A をこなし、経験値を高めることにより、M&A の組織的能力を獲得することができる。
対立仮説	M&A の経験数に関係なく、M&A の組織的能力は獲得できる。
仮説①-2	M&A の経験値として実績を積み重ねるべき案件は、Middle size の案件である。
対立仮説	M&A の経験値として実績を積み重ねるべき案件は、Big Deal である。
仮説②	専門の M&A チームを内部化している企業が、M&A の組織的能力の獲得に成功している。
対立仮説	専門の M&A チームを内部化するか否かに関わらず、M&A の組織的能力が獲得されている。

なお、本研究においては、買収金額が 50 億円未満の案件、および、買収金額、売り手と買い手の資産規模比ともに非公表の案件（Small size の案件と定義する）については、検証の対象としない。これは、かかる案件は企業業績へのインパクトも小さく、前述のとおり学習効果も大きくないと考えられるためである。

4. 検証の設計

(1) 検証方法

M&A 経験の蓄積の効果や、その効果に対する M&A チームの貢献という観点からの先行研究は、筆者の調査した限りでは、事例研究しか存在していなかった（中村(2003)）。そこで、本研究では、それらについて、実証的に研究することを試みたいと思う。

今回の仮説を検証する場合、各企業の M&A 経験値すなわち累積的な M&A 件数の漸増的な増加、M&A チームの設置というイベントあるいはそのイベントによる企業の M&A 行動の変化が、企業業績に如何なる影響が生じるかを検証する必要がある。したがって、その観点からは、「時系列的な情報」を観測する必要があった。
一方で、今回は、特定の企業の M&A に係る組織的能力の向上を観察したかったのではなく、あくまでも一般論として、経験や専門チームの M&A に関する組織的能力獲得に対する効果についての議論を展開したかったために、特定企業の時系列的変化ではなく、複数の企業に生じた変化の時系列情報を同時に捉える必要があった。

そこで、本研究においては、通常のクロスファンクショナルデータや時系列データではなく、時系列情報と複数社の情報を同時に検証できる「パネルデータ」を作成し、統計的な分析を加えることとした。
今回用いたデータセットのサンプルについては、Exhibit 1 を参照されたい。

(2) 検証すべきモデル

仮説①-1、仮説①-2、および、仮説②の検証に用いるモデルは次のとおりである。

仮説①-1 モデル	標準化 ROA （t 期） ＝α ＋β1・研究開発費比率（t-2 期） ＋β2・設備投資比率（t-2 期） ＋β3・M&A 累積数(t 期）
仮説①--2 モデル	標準化 ROA （t 期） ＝α ＋β1・研究開発費比率（t-2 期） ＋β2・設備投資比率（t-2 期） ＋β3・Middle size M&A 累積数（t 期） ＋β4・ Big Deal 累積数（t 期）
仮説②モデル	標準化 ROA （t 期） ＝α ＋β1・研究開発費比率（t-2 期） ＋β2・設備投資比率（t-2 期） ＋β3・中規模 M&A 累積数（t 期） ＋β4･M&A チーム設置後の Middle size M&A 累積数（t 期）

本研究において、ROA は、各企業の営業利益を総資産によって除して算出している。また、標準化 ROA は、各年度の各社の ROA と当該社の属する業種（東証 33 業種分類）の業界中央値との差を以って算出することとしている。ここで、被説明変数として、この標準化 ROA を用いているのは、M&A についての組織的能力が向上すれば、より高いシナジーが得られたり、既存の強みをより強化するのに適切な案件を選んだりする能力が向上するはずであり、また、統合についてもノウハウがたまれば、シナジー創出に向けたロスは小さくなるはずであるため、その結果として、M&A を通じて企業の収益性が高められるはずであるという前提がある。また、M&A は詰まるところ、資産の買収なので、資産の収益性を見る指標である ROA を使用するのが妥当であると考えたためである。

研究開発費比率は、当該年度の研究開発費の売上に占める割合を示しており、設備投資比率は、当該年度の設備投資額の営業キャッシュフローに占める割合を示している。これらは、M&A 以外の投資をコントロールする趣旨である。また、

それぞれ、t-2 期のデータを使用しているのは、これらの投資行動の成果が現れるのが早くても 2 年ほど経過した後であろうと考えられるためである。

すべてのモデルについて、「M&A」は、事業譲受け、および、ターゲット企業の20%以上の持分を取得するあらゆる形態の株式取得行為と定義しており、グループ外の案件であるか、グループ内の案件であるかは問わない（以下、本項の後段において仮説①-1、仮説①-2、仮説②以外に検証されるすべての仮説に共通する）。

仮説①-1 モデルにおける「M&A 累積数」については、2001 年からカウントを開始して、各年度までの時点までに、累積で何件の M&A を経験したかを示したものである。仮説①-2 との関係から、案件の規模はコントロールしていない。

仮説①-2 モデルでは、仮説①-1 の実証結果が仮説①-1 を支持するものであった場合に、さらに、累積的に増加させるべき M&A は Middle size の M&A であることを検証するために、「Middle size M&A 累積数」の変数を使用する。先述した Middle size の案件の定義に従い、「M&A 累積数」と同様に、2001 年度からの累積的な Middle size の案件数をカウントしたものである。また、本仮説の対立仮説が、Big Deal を多く経験することの組織的能力向上への効果であるため、同時に、Big Deal（定義は先述したとおり）の 2001 年度からの累積数も変数に加えて検証することとしている。

仮説②モデルでは、仮説①-1 および仮説①-2 がともに、実証結果によって支持され、M&A の経験によって組織的能力が向上すると考えられる場合に、さらに、その効果に対する M&A チームの貢献を検証するために、「M&A チーム設置後の Middle size M&A 累積数」を変数として使用している。これは、各社において M&A チームを設置した年度から、改めて、Middle size の M&A の累積数をカウントし直したものである。つまり、「Middle size M&A 累積数の内数」となっている。

なお、本研究におけるすべての分析にあたっては、一部を除き、いわゆるパネル分析を行っているが、その際には、特段の断りを入れていない限り、原則として「個体効果」を仮定している。それは、M&A の（単年度ではなく）累積的な実施数や、その結果としての業績への反映は、時期的なものというよりも、各企業が個別的に持っている資質（たとえば、本研究のテーマとするところである組織的能力の程度にも各社で差があるであろうし、統合という側面ではそれを容易にする社風やより困難ならしめる社風なども存在するであろう）がより強く影響すると考えられるためである。

5. サンプルおよびデータの内容

(1) サンプルおよびデータ

(ア) サンプルの収集方法

本研究では、仮説②の検証までを想定して、社内に M&A チームを内部化しているか否かが明確になっている企業のみをサンプルとして使用することにした。具体的には、以下の方法により、M&A チームの有無を確定させて、サンプル企業を決定した。

- サンプル収集方法：企業に対するアンケート調査
- 対象企業： 時価総額上位 200 社（ただし、金融および商社を除く）
- 質問方法： 各社の Web ページ上の IR 問合わせ窓口に対する質問状の送付
- 質問状概要：

i. M&A の専門組織または専任担当者を設置しているか

ii. 設置している場合、それはいつからか

iii. 専門組織の機能は以下の何れか（複数回答可）

① 投資銀行窓口

② M&A 戦略の立案（ターゲットのリスト化等々）

③ Execution（価格算定、交渉、契約締結等々）

④ 統合作業（各種統合の実施、監督等々）

⑤ 案件評価（事後的な案件成否の評価・レポート等々）

(イ) サンプル企業

アンケート結果の概要は、表 1 のとおりである。

（表 1：アンケート結果の概要）

調査対象：時価総額上位200社									
		組織あり	個人担当あり	組織/担当なし	機能				
回答数（拒否含む）	92				①IB窓口	②企画	③実行	④統合	⑤評価
サンプル社数	51	17	4	30	19	19	20	15	15
	（割合）		41.2%	58.8%	37.3%	37.3%	39.2%	29.4%	29.4%

アンケートの結果、何らかの回答を送付してきた企業は 92 社であったが、そのうち、41 社については、M&A は機密性が高いということや、研究目的での質問に対する回答の公平性を確保する等の理由から、質問への回答は拒否する内容であった。結果的に、有効な回答を返してきた企業は、16 業種に渡る 51 社であった。本研究では、この 51 社を今回の検証において用いるサンプル企業とした。なお、サンプルとした 51 社については、Exhibit 1 を参照されたい。

ちなみに、表 1 にあるとおり、当該 51 社のうち、M&A チーム（専任担当者含む）を有する企業は、21 社（41.2%）であった。

(ウ) データの取得期間

各社の M&A データについては、2001 年から 2010 までの 10 年間のデータを取得し集計した。また、財務データについては、データセットの作成期間に応じて、2006 年～2010 年の 5 年間のものを取得した。

なお、データの収集にあっては、M&A の案件データ（件数、金額等）については、トムソン・ロイター社の ThomsonOne.com Inbestment Banking およびレコフ社の M&A データベースから、財務データについては、日経 NEEDS、eol、その他各社の Web ページから情報を取得した。

(2) 記述統計

サンプル 51 社のうち、2001 年から 2010 年までの 10 年間での累積的な M&A 数（Deal size は問わない）が 0 件であった企業は 9 社、1 件から 4 件は 13 社、5 件から 10 件は 19 社、11 件以上は 10 社である。最大は 36 件で楽天株式会社である。累積的な M&A 数（Deal size は問わない）の平均は約 7 件、中央値は 5 件である。

次に、Middle size の案件については、2001 年から 2010 年までの 10 年間で 0 件が 19 社、1 件から 3 件が 24 社、4 件以上は 8 社である。最大は日本電気株式会社の 7 件である。

Big Deal については、同期間で 0 件が 30 社、1 件から 2 件が 16 社、3 件以上が 5 社である。最大は、富士フィルムホールディングス株式会社およびパナソニック株式会社の 5 件である。

また、サンプル 51 社の時価総額であるが、2011 年 10 月 1 日現在のデータで、平均が 1 兆 534 億 7028 万 8000 円、中央値が 7412 億 7882 万 3000 円であった。時価総額の最大値は、日本電信電話株式会社の 5 兆 7140 億 5560 万円、最小値は株式会社 IHI の 2317 億 9516 万 4000 円であった。

なお、Middle size の案件の規模感を示すと、中央値をベースに考える場合、時価総額の 0.6%から 2.8%程度、最大値で考えると 0.08%から 0.3%程度、最小値で考えると 2.1%から 8.6%程度の規模ということになる。

サンプル企業の所属業種は、東証 33 業種分類で 16 業種（建設業、食料品、繊維製品、化学、サービス業、医薬品、情報通信業、電気機器、輸送用機器、機械、精密機器、その他製品、不動産業、陸運業、海運業、電気・ガス）に渡っている。

M&A チームを置いている企業は 21 社であり、その設置時期は、2005 年以前（2005 年を含む）が 8 社、2005 年以降が 10 社、不明（未回答含む）が 3 社である。

（表 2：記述統計表）

	平均	中央値	最大	最小	比率
累積 M&A 数 (2001~2010 年)	6.8 件	5 件	36 件	0 件	-
Middle size M&A 累積数(同上)	2.6 件	2 件	7 件	0 件	-
Big Deal 累積数 (同上)	0.9 件	0 件	5 件	0 件	-
時価総額 (2010 年 10 月 1 日)	1,053,470,288 （千円）	741,278,823 （千円）	5,714,055,600 （千円）	231,795,164 （千円）	-
M&A チームを設置 している会社	-	-	-	-	21 社 (41.2%)

6. 検証結果

(1) 仮説①-1 および仮説①-2 の検証結果

仮説①-1 および仮説①-2 の検証結果は、以下表 3 のとおりである。

（表 3：仮説①-1 および仮説①-2 の検証結果）

変数	仮説①-1 検証モデル	仮説①-2 検証モデル
サンプル数	252	252
研究開発費比率(t-2 期)	－0.188 (-0.531)	－0.261 (-0.735)
設備投資比率(t-2 期)	＋0.001 (1.090)	＋0.001 (1.208)
M&A 累積数(t 期)	＋0.020* (1.849)	
Middle size M&A 累積数(t 期)		＋0.006* (1.922)
Big Deal 累積数(t 期)		－0.002 (-0.433)

（注）上段は推定値。*は、10%有意水準を示す。( )内の数値は t 値。

t 期までの累積 M&A 数、および、Middle size M&A 累積数は、t 期の ROA に対して、

有意にプラスの効果をもたらしていると言える。
一方、Big Deal 累積数の ROA に対する効果は有意ではなかった。ただし、符号はマイナスである。

(2) 仮説①の結果に対する反論

(ア) 仮説①の検証結果に対する反論

仮説①-1 および仮説①-2 の検証結果は、累積的な M&A 数、特に Middle size の M&A を累積的に多く経験することが ROA に対して有意にプラスの影響を及ぼしており、Middle size の M&A の経験値が組織的能力の向上に対して貢献するという仮説を支持する内容となっている。
しかしながら、これに対しては、「そもそも収益性の高い『高 ROA 企業』が、その収益性の高さを利用して、多くの M&A を実施している」という事実が現れているに過ぎないという反論が考えられる。つまり、逆の因果関係が存在しているのではないかという反論である。

(イ) 反論に対する反証の検証モデル

上記の反論に対して反証するために、仮説①-1 および仮説①-2 と同じデータセットを用いて、以下のモデルを使ったパネル分析により、t-1 期の標準化 ROA と、t 期の Middle size M&A の案件数との関係を検証する。

仮説①-3	ROA が高い企業は、その翌年度の M&A を増加させる。
仮説①-3 モデル	Middle size M&A 案件数（t 期）＝α ＋β1・標準化 ROA（t-1 期） ＋β2・売上高成長率（t-1 期） ＋β3・リーマンショック後ダミー

なお、本モデルで、いわゆる「リーマンショック」後の年度に属するデータか否かのダミー変数を立てているのは、その時期を境に一般的に M&A の件数が大きく変化していると考えられるため、その影響をコントロールするためである。

(ウ) 検証結果

上記検証モデルの検証結果は以下表 4 のとおりである。

（表 4：仮説①-3 の検証結果）

変数	仮説①-3
サンプル数	252
標準化 ROA(t-1 期)	－0.794 (-0.651)
売上高成長率(t-1 期)	＋0.086 (0.560)
リーマンショック後 ダミー	－0.066 (-1.396)

（注）上段は推定値。( )内の数値は t 値。

今回の検証では、t-1 期の標準化 ROA が、t 期の Middle size M&A の件数に対して有意な影響を及ぼしているという結果は検出されなかった。
したがって、高 ROA 企業ほど Middle size M&A の件数が多くなるという「逆の因果関係」が働いているのではないかという反論は統計的には支持されず、当該反論は本研究には当てはまらないと考える。

(3) 仮説②の検証

(ア) 検証結果

仮説②の検証結果は以下表 5 のとおりである。

（表 5：仮説②の検証結果）

変数	仮説②
サンプル数	252
研究開発費比率(t-2 期)	－0.257 (-0.724)
設備投資比率(t-2 期)	＋0.001 (1.176)
Middle size M&A 累積数(t 期)	＋0.003 (0.641)
M&A チーム設置後の Middle size M&A 累積数(t 期)	＋0.004 (0.668)

（注）上段は推定値。( )内の数値は t 値。

標準化 ROA に対する M&A チームの存在の効果については、有意な結果を検出することはできなかった。もっとも、推定値の符号はプラスである。

(4) 追加的検証　－M&A チーム設置後の M&A 行動変化分析－

(ア) M&A チーム設置に伴う M&A 行動の変化についての仮説

仮説②の検証においては、M&A チームの存在およびその指揮の下での M&A が ROA に対して有意にプラスの影響力を持っているという結果を検出することができなかった。

思うに、そのような検証結果となった原因には、M&A チームを設置することによる企業の M&A 行動の変化が関係しているのではないかと考えられる。具体的には、実績を残したいというインセンティブなどから、組織的能力獲得の観点からは経験値の蓄積においてあまり効果が期待できない（仮説①-2 の検証結果を参照のこと）Big Deal へのモメンタムが強まり、逆に、組織的能力獲得の観点からは経験値の蓄積において効果が期待できる Middle size の案件が疎かになっているのではないだろうか。

その点についての考察材料として、次の仮説を検証する。

仮説②-2-a	M&A チームを設置することにより、Big Deal を多く実施するようになる。
仮説②-2-b	M&A チームを設置することにより、Middle size の案件の実施数が減少する。

(イ) 仮説②-2 の検証モデル

上記仮説②-2 を検証するために、次のような検証モデルと使用する。

仮説②-2-a モデル	Big Deal の件数（t 期）＝α ＋β1・標準化 ROA（t-1 期） ＋β2・売上高成長率（t-1 期） ＋β3・M&A チーム ダミー(t 期) ＋β4・リーマンショック後ダミー
仮説②-2-b モデル	Middle size M&A の件数（t 期）＝α ＋β1・標準化 ROA（t-1 期） ＋β2・売上高成長率（t-1 期） ＋β3・M&A チーム ダミー(t 期) ＋β4・リーマンショック後ダミー

なお、本モデルで、いわゆる「リーマンショック」後の年度に属するデータか否かのダミー変数を立てているのは、その時期を境に一般的に M&A の件数が大きく変化していると考えられるため、その影響をコントロールするためである。

(ウ) 検証結果

仮説②-2-a および仮説②-2-b の検証結果は以下表 6 のとおりである。

（表 6：仮説②-2-a および仮説②-2-b の検証結果）

変数	仮説②-2-a	仮説②-2-b
サンプル数	459	459
標準化 ROA(t-1 期)	＋0.119 (0.073)	-0.584 (-0.471)
売上高成長率(t-1 期)	－0.390* (-1.923)	+0.082 (0.536)
M&A チーム ダミー	-0.702*** (-3.064)	+0.164 (0.945)
リーマンショック後ダミー	-0.131** (-2.072)	-0.074 (-1.548)

（注）上段は推定値。***は、有意水準 1%、**は有意水準 5%、*は有意水準 10%を示す。( )内の数値は t 値。

M&A チームの存在は、Big Deal の数に対して有意にマイナスの効果を持っているという結果が検出された。一方、Middle size の案件数に対して有意な効果は検出されなかった。ただし、Middle size の案件数についての符号はプラスであった。

7. 考察

(1) Middle size の案件の学習効果について

今回の検証では、「Middle Size の M&A 経験の蓄積」が M&A に関する組織的能力を向上させ、ひいては、ROA を改善する効果があるという仮説を支持する結果を確認できたが、一方で、Big Deal の M&A 経験の蓄積が M&A に関する組織的能力を向上させるという仮説を支持する結果を確認することはできなかった。

これは、M&A についての組織的能力を向上させるためには、企業が M&A 戦略を積極的に展開するにあたって、『Middle size』の案件を『数多く』実施していくことが重要である点を認識するべきであることを示唆していると考えられる。

(2) Middle size の案件の戦略的効果について

「Middle Size の M&A 経験の蓄積」が ROA を改善する効果があるという仮説を支持する結果を検出した背景には、組織的能力の問題のみならず、Middle size の案件につ

いては、企業戦略との一貫性を維持しやすいという、戦略的側面もあるのではないかと推測される。これは、Harding & Rovit(2004)の論旨と整合する考察である。
通常、M&A 戦略は、企業の全社戦略との間での一貫性（外的一貫性）と、M&A 戦略内部での一貫性（内的一貫性）が求められるところであるが、この点、Big Deal を多く実施する場合では、その一貫性を維持するのが困難であると思われる。それは、投資銀行等の外部から、本来の企業戦略や自社の競争基盤からは必ずしも整合的ではない案件が持ち込まれてしまい、それに乗ってしまうケースがままあると考えられるということの影響もあるであろうし、また、そもそも戦略適合的な大きな売り物（Big Deal）がそれほど頻繁に存在しているとは思えないこととも関係する。
これに対して、Middle size の案件の場合、外的および内的一貫性を維持するうえでの障害が少なく、適切な案件を選択して実行出来ているために、これを数多く実施することで、企業業績へもプラスの影響力を持ち得ているのではないかと考えられるのである。

(3) M&A チームの内部化による学習効果の促進について

M&A に関する組織的能力向上に対する「M&A チーム」の効果は検出できなかったが、これは、2 つの理由が考えられる。

(ア) M&A ノウハウの分散的蓄積の可能性
まず、M&A に関するノウハウが事業部門やスタッフ部門に分散して蓄積され、それが案件毎に formal 或いは informal な形で集結し、結果として全社的には組織的能力を獲得できているという可能性を指摘できる。
通常、専門の M&A チームを持たない会社では、案件の発生ごとにプロジェクトチームを組んで対応することになるが、その際、会計部門や人事部門、法務部門といったスタッフ部門は比較的同じような人員やチームが関与する可能性が高く、それらの部門ではノウハウが蓄積されている場合が多いであろう。また、案件の実施にあたり、過去に同じよう案件を経験した他の事業部門に対してヒアリング等をすることも考えられる。これらのスタッフ部門のノウハウ蓄積や、事業部門間の横のつながりによるノウハウの共有や伝承、すなわち、formal または informal な形での情報共有により、結果的に会社全体としては、ひとつの M&A についての組織的能力とも言い得るものを獲得している可能性が考えられる。

(イ) データの不十分さの影響
次に、各社の M&A チームの組織形態や実際の機能まで考慮した適切なデータ収集ができず、結果として分析が不十分である可能性が指摘できる。
今回は、データの収集元が各社の IR 部門であったということも関係して、各 M&A チームの果たしている機能や組織全体における位置づけ、M&A チームと事業部門

との関係性などの詳細な事項を分析することができなかった。M&A チームの効果については、その組織的形態や機能などによっても大きく影響されることは十分に考えられるところであり、その点を分析に盛り込めなかったことが、今回の検証結果に繋がっているとも考えられる。
なお、このように M&A チームの有無のみを検証対象とした検証結果からは、単に M&A チームを設置するだけでは大きな成果は期待できないという示唆を得ることは出来よう。たとえば、シスコシステムズや GE キャピタルのように、「どのような目的で」M&A 戦略を展開するのかという点を明らかにしたうえで、先に述べた M&A ライフサイクルを意識しながら、当該目的に沿った形で、必要な権限や機能を M&A チームに持たせるという組織設計上の工夫が必要とされるのである。

なお、M&A チームを設置することによって、Big Deal が増加し、Middle size の案件が減少するという仮説を支持する結果は確認できておらず、M&A チームに効果が検出できなかった理由が、M&A チーム設置に伴う企業の M&A 行動の変化にあるとは考え難い。

(4) M&A チーム設置に伴う M&A 行動変化についての分析からの示唆

本研究では、M&A チームを設置することによって、Big Deal が有意に減少する一方で、Middle size の案件については、統計的には有意ではないものの、増加する傾向が確認できた。
これは、M&A チームの設置によって、Big Deal に割いていた人や資金等の資源を、より多く Middle size の案件に振り向けるようになり、Middle size の案件のカバーを増加させるという、企業の M&A 行動の変化が生じていることを示唆している。
このような M&A 行動の変化は、M&A 戦略の展開にあたっては、『Middle size』の案件を『数多く』実施するべきであるという本研究の主張（検証結果から得られた示唆でもある）とも一致するものであり、本研究では M&A チームの設置の効果を ROA の変化を通じて実証的に確認することはできなかったものの、かかる M&A 行動の変化の示すところによれば、M&A チームの設置が企業業績の向上にも一定の効果を果たす可能性があることが示唆されていると言えよう。

8. インプリケーション

本研究の結果からは、次のような事柄が実務に対するインプリケーションとして導くことができると考える。

まず、多くの M&A を実行することについては、ROA を改善する効果が認められるので、基本的に、M&A 戦略は積極的に展開するべきである。
そして、具体的に、M&A 戦略を積極展開するに際しては、M&A に対する組織的能力獲得と、外的・内的双方の戦略的一貫性の維持という 2 つの観点から、まずは買収金額が 50 億円から 200 億円程度（あるいは売り手と買い手の資産規模比で 1%～10%程度）の範囲に収まる Middle size の案件の重要性を認識し、かかる案件を積極的に数多く実施していくべきである。

次に、M&A チームについては、その設置を通じて、Middle size の案件に対する注力が高まり、そのレンジの案件のカバーが増えるという効果を期待できるところ、これは、上記に述べたとおり、M&A 戦略を展開するにあたっての要諦とも通じるものであるため、これを設置するべきである。
ただし、単に M&A チームを設置するだけでは十分ではなく、自社において M&A 戦略を展開する目的（たとえば、シスコシステムズで言う所の「技術開発・製品開発の代替」など）を明確化したうえで、その目的に沿う形で、組織形態や機能について適切な設計をすることが必要である。

9. 本研究の限界および課題

まず、本研究においては、サンプルとして取り扱った企業数が 51 社と少なかったため、統計分析の結果の精度において、やや堅牢さに欠けるきらいがある。
また、仮説①および仮説②の検証において、M&A 以外の投資の種類（研究開発および設備投資）のみではなく、規模以外にパフォーマンスに影響を及ぼすと考えられる M&A の特性、たとえば、国内案件か海外案件か、あるいは、関連多角化か非関連多角化かといった点までコントロールしきれなかったことも、本検証の堅牢性を弱めるものであろう。
更に、本研究においては、M&A チームの組織形態や機能についてのデータが量・精度ともに不十分であった。そのため、M&A チームの効果についての実証研究が不十分なものとならざるをえず、M&A チームの組織論的側面に対する考察が十分にできなかった点は、課題として残るものと思われる。
また、戦略面に関して、Middle size の案件を累積するにしても、どのような戦略類型の案件がより適切であるのか、そもそも戦略類型により、M&A の蓄積効果に差があり得るのかといった点まで踏み込めなかった点も課題であると考えている。

≪参考文献≫

[1] Ansoff.et.al (1971), Acquisition Behavior of U.S. Manufacturing Firms 1946-1965, Vanderbilt University Press.（佐藤禎男監訳『企業の多角化戦略』産業能率短期大学出版部、1972 年）

[2] Grant, R.M(1991), The Resource-Based Theory of Competitive Advantage, *California Management Review*, Spring, pp. 114-135.

[3] Harding, David and Sam Rovit (2004), Building Deals on Bedrock, *Harvard Business Review*, Sep2004, Vol. 82 Issue 9, p121-128

[4] Hayward, L. A. Mathew (2002), When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience? Evidence from 1990-1995, *Strategic Management Journal*, Vol. 23, No. 1 (Jan., 2002), pp. 21-39

[5] Jemison, B. David and Sim B Sitkin (1986), Corporate Acquisitions: A Process Perspective, *The Academy of Management Review*, Vol. 11, No. 1 (Jan., 1986), pp. 145-163

[6] Jensen, C.Michael and Richard S. Ruback (1983), THE MARKET FOR CORPORATE CONTROL　The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, 11 (1983), pp. 5-50.

[7] Lubatkin, Michael (1987), Merger Strategies and Stockholder Value, *Strategic Management Journal*, Vol. 8, No. 1 (Jan. - Feb., 1987), pp. 39-53

[8] Singh, Harbir and Cynthia A. Montgomery (1987), Corporate Acquisition Strategies and Economic Performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 8, No. 4 (Jul. - Aug., 1987), pp. 377-386

[9] アンダーセン(2001), 『統合的 M&A 戦略　計画・実行・統合・評価のすべて』, ダイヤモンド社, 2001 年

[10] 中村公一(2003), 『M&A マネジメントと競争優位』, 白桃書房, 2003 年

[11] 火浦俊彦(2011), 円高の今こそ絶好のチャンス　M&A を成功させる 7 つの鍵, *週刊ダイヤモンド*, 2011 年 10 月 8 日号, 96-99 頁

[12] 宮島英昭(2007), 日本のM&Aの経済分析：その国際的特徴と経済的役割, RIETI Discussion Paper Series 07-J-026

Exhibit 1

（データセットのサンプル）

株式コード	業種	社名	年度	標準化ROA	中規模M&A累積数	中規模以上M&A累積数（全期間）	中規模M&A	中規模M&A累積数（組織設置後）	中規模以上M&A	中規模以上M&A累積数（組織設置後）	Big Deal累積数（全期間）	Big Deal	累積M&A（全期間）	累積M&A（組織設置後）	M&A組織(t=0)
2503	食料品	キリンHD	2006	0.018093	0	3	1	0	0	0	3	3	9	0	0
2503	食料品	キリンHD	2007	0.004079	1	5	1	1	2	2	4	1	11	2	1
2503	食料品	キリンHD	2008	0.014401	2	6	1	2	1	3	4	0	12	3	1
2503	食料品	キリンHD	2009	0.001533	3	8	1	3	2	5	5	1	14	5	1
2503	食料品	キリンHD	2010	0.004337	4	9	1	4	1	6	5	0	15	6	1
4755	サービス業	楽天	2006	-0.05072	3	6	0	0	0	2	3	3	28	0	1
4755	サービス業	楽天	2007	-0.07736	3	6	0	0	0	2	3	0	30	2	1
4755	サービス業	楽天	2008	-0.0364	4	7	1	1	1	3	3	0	33	5	1
4755	サービス業	楽天	2009	-0.03091	4	7	0	1	0	3	3	0	35	7	1
4755	サービス業	楽天	2010	-0.02478	5	8	1	2	1	4	3	0	36	8	1
4901	化学	富士フイルムHD	2006	-0.03469	1	5	0	0	1	3	4	4	12	3	1
4901	化学	富士フイルムHD	2007	-0.02672	1	5	0	0	0	3	4	0	12	3	1
4901	化学	富士フイルムHD	2008	0.004247	1	6	0	0	1	4	5	1	13	4	1
4901	化学	富士フイルムHD	2009	-0.01567	1	6	0	0	0	4	5	0	13	4	1
4901	化学	富士フイルムHD	2010	-0.05704	1	6	0	0	0	4	5	0	13	4	1
6752	電気機器	パナソニック	2006	-0.01417	5	6	0	0	1	1	1	0	8	6	1
6752	電気機器	パナソニック	2007	-0.014	5	7	0	0	1	2	2	1	9	7	1
6752	電気機器	パナソニック	2008	-0.0038	5	8	0	0	1	3	3	1	10	8	1
6752	電気機器	パナソニック	2009	-0.00177	5	8	0	0	0	3	3	0	10	8	1
6752	電気機器	パナソニック	2010	-0.0013	5	10	0	0	2	5	5	2	12	10	1
9501	電気･ガス	東京電力	2006	0	3	5	0	0	0	0	2	2	11	0	0
9501	電気･ガス	東京電力	2007	0.000955	3	5	0	0	0	0	2	0	11	0	0
9501	電気･ガス	東京電力	2008	-0.01759	3	5	0	0	0	0	2	0	11	0	0
9501	電気･ガス	東京電力	2009	-0.01307	3	5	0	0	0	0	2	0	11	0	0
9501	電気･ガス	東京電力	2010	-0.00749	3	5	0	0	0	0	2	0	12	0	0

Exhibit 2

（サンプル企業一覧）

社名	証券コード	M&Aチームの有無	M&Aチームの設置年度
鹿島	1812	×	
大東建託	1878	×	-
ＫＤＤＩ	9433	○	2009年
日本ハム	2282	×	-
パナソニック	6752	○	2006年
ヤフー	4689	○	1996年以前
積水化学工業	4204	×	-
田辺三菱製薬	4508	×	-
楽天	4755	○	2005年
中外製薬	4519	×	-
三菱重工業	7011	○	不明
村田製作所	6981	○	回答なし
キリンＨＤ	2503	○	2007年
富士フイルムＨＤ	4901	○	2006年
東レ	3402	○	不明
日本電産	6594	○	2006年
トレンドマイクロ	4704	×	-
豊田自動織機	6201	×	-
アサヒグループＨＤ	2502	○	2005年
ＳＭＣ	6273	×	-
栗田工業	6370	×	-
ＨＯＹＡ	7741	○	2008年
ＳＡＮＫＹＯ	6417	×	-
ＴＤＫ	6762	×	-
電通	4324	○	1996年以前
デンソー	6902	×	-
マツダ	7261	×	-
ホンダ	7267	×	-
味の素	2802	○	1996年以前
ニコン	7731	×	-
凸版印刷	7911	×	-
東京エレクトロン	8035	×	-
三井不動産	8801	×	-
近畿日本鉄道	9041	×	-
ヤマトＨＤ	9064	×	-
商船三井	9104	×	-
オムロン	6645	○	2003年
日本電信電話	9432	×	-
東京電力	9501	×	-
ＮＥＣ	6701	○	2000年
中部電力	9502	×	-
日清食品ＨＤ	2897	○	2007年
川崎重工業	7012	○	2010年
ベネッセＨＤ	9783	○	2000年
コニカミノルタＨＤ	4902	○	2003年
関西電力	9503	×	-
大阪ガス	9532	×	-
ＮＴＴデータ	9613	×	-
ＩＨＩ	7013	○	2002年
セコム	9735	×	-

― 謝辞 ―

本論文の完成は、実に多くの方々のご支援とご指導の賜物である。ここに心から感謝申し上げたい。

まずは、指導教官の井上光太郎准教授である。春から夏にかけて修士論文の構想を練っている段階では、仮説も曖昧で検証に至る道筋が全く見えず、私の論文は未完成のまま中途半端に終わる可能性が大であった。それが、未だに中途半端の誹りは免れ得ないものの、とにかくもそれなりの形に仕上げられたのは、先生から、実務経験に裏打ちされた大局的観点からの明快で有益なご助言が頂けたからこそである。先生からのご助言を頂くたびに、私の思考も論文も一歩ずつ前進できて、ここまで至れたように思う。ここに心より感謝申し上げたい。

副査をお願いした清水勝彦教授、岡田正大教授からのご助言も、本論文の完成には欠くことができなかった。戦略論や組織論の知見はもとより、優れた研究者としての知見から、私の論文をより良くするために、全体の構成やモデルの組み方等々に対してアドバイスを頂戴できたことは大変重要であった。両教授に感謝申し上げたい。

もちろん、井上光太郎研究室の仲間たちのことも忘れることはできない。彼等との多くの忌憚ない意見交換を通じて自分の考えを深めることができた。また、研究以外にも、ゼミ合宿やゴルフ合宿など、たくさんの思い出を貰うことができた。かれらとの交わりは、私の KBS 生活の大きな財産である。ありがとう。

さらに、派遣元会社である三菱電機株式会社法務部からの支援への感謝を忘れることはできない。ここでこうして謝辞を書いていられるのも、本来ならば法務部の中堅メンバーとして最も精力的に活動しなければならない私を、法務部の上長達が快く送り出してくれたからこそである。

最後に、本論文の作成期間のみならず、KBS で過ごした 2 年間を通じて、私の支えとなってくれた妻と娘二人に感謝したい。彼女が支えてくれる家庭と、そして、幼い娘二人の笑顔が、寝不足の続く日々を乗り越えるうえでの支えとなったことは間違いない。本当にありがとう。