

財務データに基づく M&A 成功要因の分析

後藤 正幸 研究室
0332102 小林 稔

1. 研究背景・目的

近年、日本においても M&A を行う企業が増加しており、自社を成長させるための重要な経営戦略の一つとみなされるようになった。M&A とは“Mergers and Acquisitions”の頭文字をとったもので、日本語では“企業の合併、買収”を意味している。このような M&A を行う企業の目的は経営の合理化や事業整理などによる業績改善と考えられている。一方、M&A 事例が増加している中で、本当にその効果はあるのかという疑問もまた浮上している。そのような議論の下、M&A の効果を測定することの必要性が高まっており、先行研究では M&A が企業へ及ぼす効果を測るために、ROA 成長率や利益率といった指標と M&A の関係が分析されている。しかし、M&A の効果は様々な財務指標に影響を及ぼすため、単一の指標による評価は M&A の効果を測る上で十分ではないと考えられる。したがって、従来の分析手法に加え様々な側面を網羅した上で M&A の効果を測ることが重要であり、より総合的な詳細な指標の確立が必要であると考えられる。

そこで本研究では、M&A の効果測定を目的とし、M&A を実施した企業の 2000 年と 2006 年の財務データの差を基に、主成分分析を用いた M&A 効果測定のための指標の提案とそれを踏まえた成功と失敗の定義付け、財務データを反映させた M&A の成功企業と失敗企業の特徴把握、を行うことによりその成功と失敗の要因について考察を与える。

2. 研究内容

2-1. 対象データ

M&A の効果を測る指標は業績などを基にしていくつか提案されているが、背景でも述べたとおりこれらの M&A の効果を測る指標は十分とはいえないと考えられる。そこで財務データ全体を網羅し、M&A の効果を財務の総合的な改善によって測ることを考える。企業経営は業績やキャッシュフロー、効率性などを総合的に分析しなくてはならないため、年度業績のみではなくこれらの指標についてもデータとして取得する。M&A の分類には合併、買収、資本参加、営業譲渡などがあるが本研究では企業買収に焦点を絞って研究を行う。2000 年に M&A を行った企業についてのデータを得るため、株式会社レコフ発行の「日本企業の M&A データブック 1988～2002」[1]より企業買収の事例を選出し、その結果 189 社のデータを取得した。そのうち、東洋経済新報社発行の「会社四季報」より 2000 年、2006 年の業績、財務データが共に取得できた企業 137 社をサンプル企業として用いることにした。取得した企業データは業績、株式、財務、キャッシュフロー、指標等、従業員など 32 変数より構成されている。

2-2. 主成分分析による M&A の効果測定指標の作成

M&A の効果測定指標を作成するため、取得したデータに対して主成分分析を行った。その結果である主成分が M&A の効果を測る指標となる。主成分分析により、これまで加味されなかったデータも含めて総合的に M&A の効果を測ることができる。そのデータの中に業績など先行研究でも指標として使われていたものも含まれることから、総合的指標として有益と考えられる。主成分分析の結果、主成分 5 までの累積寄与率は 0.625 であり、全データの 62.5% を説明できる(表 1)。引き続き、主成分 5 までの因子負荷量を元に主成分の解釈を行った。その結果、主成分 1 は「財務総合力」、主成分 2 は「利益効率性」、主成分 3 は「資本回転率」、主成分 4 は「株主価値」、主成分 5 は「経営効率度」と解釈することができた。これら 5 つの主成分を M&A の測定指標と定義した。

表 1. 主成分の固有値と寄与率

No	固有値	寄与率	累積寄与率
1	10.130	0.317	0.317
2	3.166	0.099	0.415
3	2.750	0.086	0.501
4	2.224	0.070	0.571
5	1.720	0.054	0.625

2-3. M&A の成功と失敗の定義付け

抽出した 5 つの M&A 測定指標を用いて M&A の成功と失敗を定義することを考える。各企業を 2000 年～2006 年にかけての主成分得点の増減の度合いで分類したものを表 2 に示す。もし、主成分得点が正規分布に従うならば、成分 1,2 が ± 1 点以内の企業は全体の 68.26% (93.5 社) になる。同じ条件で ± 0.5 点以内では 38.30% (52.5 社)、 ± 0.25 点以内では 19.74% (27.0 社)、 ± 0.1 点以内では 7.96% (10.9 社) となる。しかし表 2 の結果は正規分布には従っておらず、主成分が大きく改善、大きく改悪した企業が少なく、ほとんど変わっていない企業が大部分であるといえる。本研究では主成分 1、主成分 2 の得点が ± 0.1 点以上変化した企業で + を成功企業、- を失敗企業、それ以外をどちらで

表 2. M&A 成功・失敗企業数

	増加	減少	それ以外
成分 1～5 が全て増加または減少	3社	4社	130社
成分 1,2 が 1 点以上増加または減少	4社	2社	131社
成分 1,2 が 0.5 点以上増加または減少	12社	6社	119社
成分 1,2 が 0.25 点以上増加または減少	21社	10社	106社
成分 1,2 が 0.1 点以上増加または減少	32社	12社	93社

もない企業として扱い、以下ではこれら主成分を「測定指標」と呼ぶ。

3.測定指標を用いた成功企業、失敗企業の抽出

2-3 の定義に基づき M&A の成功企業、失敗企業、どちらでもない企業を抽出した。その結果、成功と見なせる企業は 32 社、失敗と見なせる企業は 12 社、どちらでもない企業は 93 社であった。M&A 測定指標である「財務総合力」と「利益効率性」を軸に取った散布図を示す(図 1)。この図から伊藤忠商事は 2000 年時点では他の企業群の中に埋もれていたが、2006 年には「総合力」、「利益効率性」共に上昇していることが伺える。一方、兼松は 2000 年の時点ではこの測定指標において高い値を示していたが、2006 年には減少し、他の企業群よりも低い値に変化している事がわかる。図 1 から「財務総合力」と「利益効率性」の 2000 年から 2006 年の推移が見てとれる。その推移を 2000 年から 2006 年への矢印で示したとき、その方向性と大きさを M&A の効果と捉えることができる。よって伊藤忠商事が M&A の効果により「総合財務力」、「利益効率性」が向上したといえる。

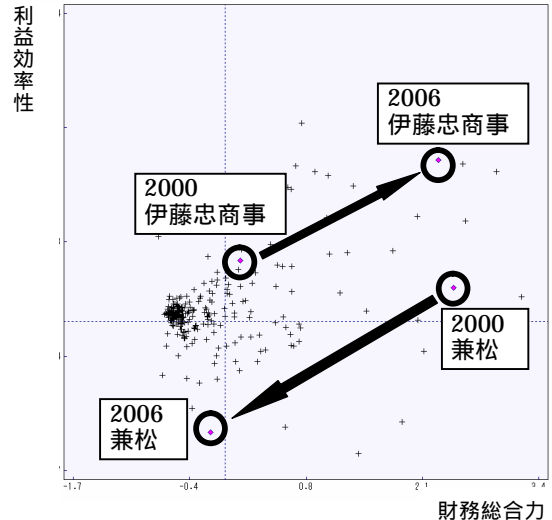


図 1. 財務総合力と利益効率性

4.財務データを加味した成功企業、失敗企業の比較

M&A の成功、失敗の要因について、作成した測定指標と企業の財務データを用いて各々の特徴について比較、検討する。測定指標に注目した場合、M&A に失敗している企業は 2000 年の傾向として、その値は平均よりもやや低いものであった。一方、成功企業に関しては失敗企業よりもさらに低い傾向を示した。財務データに注目した場合、両者ともに株主資本比率、総資本回転率が低下している。加えて、売上高営業利率や売上高経常利益率、ROA の値に関してもほとんどの企業が M&A を行うことで上昇しているということがわかった。さらに、表 3、表 4 から ROE の変化値や投資 CF の値には成功企業と失敗企業の差が顕著に現れるということがわかる。また、主成分 1~5 全てが上昇した企業、減少した企業、すなわち大きく成功した企業と大きく失敗した企業の比較においても同様の傾向が見られたので表 5、表 6 に示す。

表 3. 99 年~00 年 ROE 変化値

	ROE変化値
成功平均	-0.966
失敗平均	0.837
全体平均	-2.643

表 4. 2000 年財務 CF(百万円)

	財務CF
成功平均	-51,617
失敗平均	6,999
全体平均	-47,270

表 5. 99 年~00 年の ROE 変化

		ROE変化値
成功	大日本印刷	-1.100
	日立金属	2.400
	伊藤忠商事	-5.100
失敗	兼松	7.000
	石川島建材工業	0.100
	マル八	4.800
	豊田通商	3.800
	全体平均	0.877

表 6. 2000 年投資 CF(百万円)

		投資CF
成功	大日本印刷	-110,000
	日立金属	-19,400
	伊藤忠商事	-14,400
失敗	兼松	197,600
	石川島建材工業	982
	マル八	21
	豊田通商	36,600
	平均	-41,096

5.考察

財務データの比較で成功企業、失敗企業に共通して株主資本比率、総資本回転率は減少しており、同様に連結、単体での売上高営業利益率や売上高経常利益率、ROA も共通して向上していた。この傾向、M&A と実施する企業全体に見られる特徴と考えられ、従来研究で述べられている知見とも整合する。成功企業と失敗企業の間で ROE 変化値と投資 CF のデータそれぞれに差異が見られた。M&A を行った直後の ROE は、失敗企業のほとんどが上昇、成功企業のほとんどが低下を見せていた。したがって、M&A 直後は株主還元を優先させるのは望ましくない可能性がある。投資 CF では、成功企業は負の値、失敗企業は正の値をとっていた。すなわち M&A を行った後、成功企業は積極投資を行っており、失敗企業は遊休資産があると推測できる。以上のことから、M&A はそれのみで成功と失敗が決められるのではなく、その後の積極投資などで明暗が分かれる可能性があり、さらにこの点に絞って詳細な分析をすることが望まれる。

6.結論と今後の課題

本研究では、抽出した 32 変数を用いて M&A 企業の分析を行った。結論として M&A の成功要因として重要な財務データは ROE、投資 CF であり、その指標に注目し M&A 後の企業経営に生かすことが有効といえる。抽出する変数の量に比例して分析の精度も向上していくと考えられるため、さらに多くの変数を取得し、分析を行う必要があると考えられる。また、測定指標として利用する主成分を変更することにより、M&A 成功企業と失敗企業の判断基準が変化し、新しい傾向を発見できる可能性がある。

参考文献

[1]株式会社レコフ:「日本企業の M&A データブック 1988~2002」,(2002)