

競争優位性強化手段としての M&A

学位論文(要約版)

博士(経営学)

芳 賀 裕 子

筑波大学大学院

ビジネス科学研究科 企業科学専攻

目 次

第 1 章	序文	
I.	背景と問題意識	1
II.	博士論文の目的と構成	2
第 2 章	文献サーベイ	
I.	M&A の効果と多角化戦略との関係に関する文献サーベイ	4
II.	文献サーベイと各研究について	15
第 3 章	産業コンテキスト(M&A のプロセス)	
I.	内部投資と外部投資	17
II.	M&A のプロセス	17
第 4 章	M&A が戦略ポジション変更に及ぼす効果の研究	
I.	背景とリサーチクエスション	22
II.	方法	22
III.	結果と考察	23
IV.	貢献と限界	23
第 5 章	M&A 投資が企業業績に及ぼす効果の研究	
I.	はじめに	25
II.	先行研究と仮説構築	25
III.	分析方法	28
IV.	分析結果	31
V.	結論	34

第 6 章	多角化度が高い企業の M&A 成功に必要な本社能力の研究	
I.	背景・目的	36
II.	先行研究	36
III.	研究方法	37
IV.	結果・結論	37
第 7 章	議論・考察	40
第 8 章	まとめ	44
謝 辞		48
参考資料		49

第1章 序文

I. 背景と問題意識

企業戦略は、競争優位を生み出すための基本的な資源分配の計画である。企業戦略の中でも、多角化戦略は、複数の事業を持つ企業が、成長と収益実現のために、どのような事業ポートフォリオを目指すのか、また、それをどのように実現するのかといったテーマを扱っている。

多角化戦略研究で扱っている多角化による成長は、大きく2つに分類される。R&D投資や設備投資など、直接投資を通じ企業の内部に経営資源を構築する内部成長(=内部投資)と、事業や企業を外部から買収することで経営資源を取り込む外部成長(=外部投資)である。戦略論研究の分野では、それらを戦略モードと定義している(Simmonds,1990;Lamont & Anderson,1985;Busija, O'Neill, & Zeithaml,1997)。

M&A(Mergers and Acquisitions)は、このモードのうち外部投資にあたる。一般的には、M&A そのものが戦略の目的やゴールであると言われることもあるが、企業成長の観点からいえば、M&A は企業成長のための戦略的な手段である。

多角化戦略研究では、M&A は、R&D投資(内部成長)と並んで、重要な企業成長の手段(外部成長)と考えられている。しかしながら、1990年前後、多くの日本企業はM&Aに対して積極的ではなかった。芳賀(1989)は、1990年代の日本企業のM&Aのケースを事例研究し、「日本企業は企業グループ内の経営資源の活用で十分であるため、M&Aを積極的に検討しない」と報告している。

しかし、2000年代以降、このような状況は大きく変化している。2000年以降、M&A件数は拡大の一途をたどっている。2017年の日本企業のM&A件数は3,000件を上回り、過去最多を記録した。このように、今や多くの日本企業が競争優位性強化の手段として、M&Aを選択している。

このような変化を背景に、M&Aは企業成長のために重要な手段である、との認識は学術研究者・実務家で共通の認識となっている。しかしながら、ここにいまだ解明されていない大きな問題が存在している。実は、M&Aがどのような影響を企業成長に及ぼすのかについて、実証的な検討はほとんど行われていない。

たとえば、M&A件数は増加しているものの、それを実行した企業は結果に満足しているのだろうか。企業へのアンケート調査によれば、目標の成功基準を達成している企業は

わずか36%に過ぎない(デロイトトーマツ,2013)。

海外 M&A の場合は、その主たる目的により成功の割合が異なる。中でも新規事業への参入を目的とした海外 M&A の成功割合は、他の目的と比較し、著しく低い(経済産業省わが国企業による海外 M&A 研究会,2018)。

このように、M&A 件数は増加している一方、その成果が明らかではない現状を踏まえると、M&A という手段が戦略を実施する上で本当に効果的なモードなのかを明らかにすることは、意味のある研究である。

本研究では、まず、先行研究を通じ、M&A の効果について何が明らかであり、何が明らかでないのかを整理する。つぎに、M&A が戦略目標達成のための効果的な戦略モードなのかを分析する。そして、M&A が実行された結果の業績という目標に貢献しているのかを明らかにする。その上で、どのような場合に M&A という戦略モードが目標に貢献しているのかを本研究で検証する。

II. 博士論文の目的と構成

日本企業の M&A 件数が増加していることはデータから明らかである。しかし実施している企業がその結果に満足していないということも事実である。さらに学術的にも、M&A という戦略モードが、戦略目的に対して効果的な手段なのかは明らかにされていない(Lamont & Anderson,1985;Simmonds,1990)。

本論文の目的は、次の二点である。

1. 企業が競争優位を生み出すための企業戦略目標達成のために、M&A は効果的な戦略モードなのかを明らかにする。
2. M&A を成功させるためには、企業として何が必要なのかを明らかにする。

上記 1 の目的のために、本論文の中で実証データを用いた定量分析による二つの研究を行う。一つ目の研究で、M&A によって企業が業界内の戦略的ポジションを変更できるのかを明らかにする。さらに二つ目の研究で、どのような戦略の企業において M&A 投資が企業業績に効果を及ぼすのかを明らかにする。

そして、上記 2 の目的のために、M&A のプロフェッショナルに対するインタビュー調査による研究を行う。定量分析ではなく、事例研究を行ったのは、M&A の実施プロセスにおける、成功・失敗の要因を明らかにするには、個別事例の収集による分析が必要であるためである。

第 2 章で文献サーベイを行い、M&A の効果について、何が明らかにされ、何が明らかにされていないのか、について分析する。

第 3 章では、企業が M&A を実施する際のプロセスについてまとめる。これは、M&A が企業に対し効果を発揮するメカニズムにおいて、M&A 実施プロセスを確認する必要があるためである。

第 4 章～第 6 章は、本論文の目的の回答を得るための実証研究である。目的 1 である、「競争優位性を生み出すための企業戦略目標達成のために、M&A が効果的な戦略モードであるか」という点を明らかにするため、二つの研究を行った。一つ目は、業績を達成するために、業界内で競争優位性を構築することを目的とする戦略目標そのものに対して、M&A が効果的かを検証する研究である。第 4 章では、業界内における競争環境を想定しどのようなポジションを取るのか、その変更に対する M&A の効果を検証する。

二つ目の研究は、業績そのものに対して M&A が効果的かを検証する研究である。M&A は、外部から資源を調達する手段である。第 5 章では M&A という外部投資額の、内部投資額に対する M&A 投資比率を指標とし、M&A 投資比率を上げることの効果を検証する。これら二つの研究から、M&A が効果的な戦略モードなのかを検証する。

しかし、第 4 章、第 5 章からは、本論文の目的 2 である「M&A を成功させるために、企業として具体的に何が必要なのか」という点を明らかにすることはできない。そのため、企業固有の M&A の効果を上げる本社能力について検討するため、定性研究を行う。第 6 章では、多くの大企業の M&A のアドバイザーをしてきたプロフェッショナルに対するインタビュー調査を行い、M&A 成功に必要となる本社能力を抽出し、さらに M&A に成功している企業の事例を基に抽出した項目の確認を行う。最後に、第 7 章で三つの研究について議論および考察を行い、第 8 章で総括する。

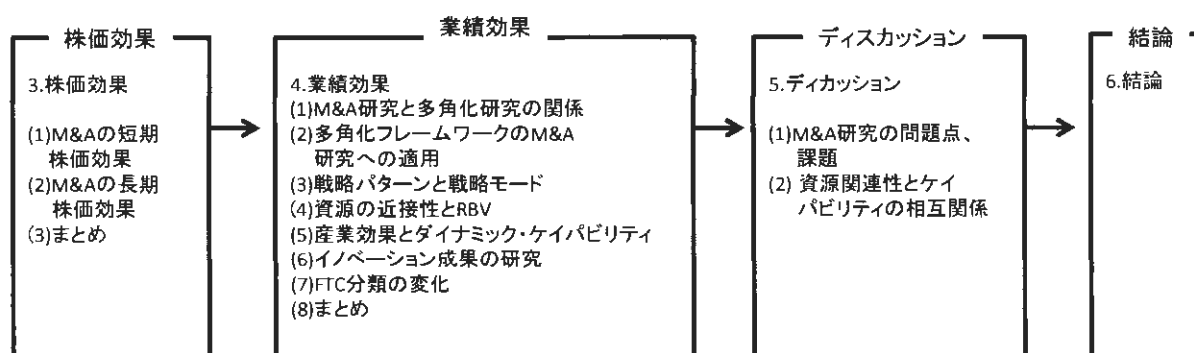
第2章 文献サーベイ

1. M&A の効果と多角化戦略との関係に関する文献サーベイ

1. サーベイの概要

本稿では、M&A の成功要因に関する研究をレビューするために、まず M&A の効果に関する論文をレビューした。文献サーベイの構成は次の通りである。

図 2.1 文献サーベイの構成



「どのような M&A の場合に業績効果が見られるのか」については、多角化研究における戦略タイプ分類との関係が深い。ゆえに、多角化研究の主流が M&A 研究であった背景を説明し、多角化研究のフレームワークの M&A 効果研究への適用についてレビューした。次に、内部資源活用か M&A かの戦略モードと、多角化タイプとしての戦略パターンによる業績効果を分析する。さらに多角化研究、M&A 研究に関連した、RBV、産業効果、ダイナミック・ケイパビリティについてレビューする。また M&A の成果を経営資源としてのイノベーションでとらえる研究をレビューし、特許というひとつの経営資源に与える影響を検討する。最後に多角化タイプ分類として研究で広く使われている FTC(Federal Trade Commission, 米国連邦取引委員会)による分類について、歴史的背景による変化をレビューする。

第3節、第4節の結果を踏まえ、第5節「ディスカッション」では、M&A 研究の問題点を整理し、課題を述べ、本稿の結論を第6節でまとめる。なお、本要約版では、第3節、第4節を省略し、ディスカッションと結論を述べる。

結論を先取りすると、次のとおりである。第3節では、M&A が株価に与える効果を分

析した先行研究を紹介する。株価効果は、M&A を行うときの時価評価額の変化への効果である。一般的に、補完的な企業を買収した場合、買収企業の時価評価額は増加することが考えられる。しかしながら先行研究では、買収企業の資産価値増加は短期的にも長期的にも確認できていない。とくに、短期的には買収企業の株価は下落し、時価評価額は減少するという結論で一致している。時価評価額ベースの資産価値を考えた時には買収はマイナスの効果しか生じない。つまり、資産価値ベースの効果だけを考えるならば、M&A は合理的な戦略ではない。

第4節では、買収企業の競争力が実体的に増大するか否かを探る研究である、業績効果の研究について検討する。業績効果に関する研究は、事業関連性が何らかの形で業績に係っていることは既存の実証研究から確認されているが、どのような法則性があるかについての合意はない。業績を説明する目的変数が様々であり、要因を説明する関連性の指標も複数あることから、研究結果としてコンセンサスを得られていない。

第二次世界大戦後の米国では、各業界が寡占化する中で企業成長を求めて多数の合併が行われた。それらは、多角化研究の中心コンセプトである事業の関連性を適用すると、垂直統合、水平合併ではなく、コングロマリット合併が大多数である。

M&A 研究の多くは、FTC による合併分類(水平、垂直、製品拡大、市場拡大、純粋コングロマリット)をベースとしてタイプ分類されている。しかし FTC 分類のガイドラインが産業環境の変化にともない改定されてきており、過去の FTC 分類では説明できない競争優位の構築が存在する可能性がある。このような背景の中で、どのような多角化パターンを、内部成長、外部成長(M&A)どちらの戦略モードで行うかが研究されている。

次に RBV から M&A 研究を検討した。RBV に基づくと、資源近接性のある事業を買収した場合、事業間で資源、ノウハウが移転し、その結果高生産性を達成することができる。このような、資源関連性が業績を説明した研究は存在する。しかし、事業関連性から多角化をタイプ分類して分析した Rumelt(1974)では、事業関連性の低いコングロマリット戦略をとる企業の中にも、業績の高いグループが認められた。資源近接性がなくても高業績を説明する他の要因として、ケイパビリティやノウハウのような経営資源の可能性がある。

第5節では、第3節、第4節の文献サーベイから、既存の M&A 研究の問題点と課題、今後必要な分析フレームワーク、資源関連性とケイパビリティの相互関係を議論する。そして最後に、結論として、M&A の成功要因分析研究の今後の可能性をまとめる。既存の業種区分による関連性では説明できないタイプの M&A の研究、RBV による実証研究、資

源近接性がない(資源遠隔性がある)M&Aの本社能力の効果研究については、これまで十分には研究されていない点を指摘し、今後の研究の可能性としてこれら3点を提示する。

2. ディスカッション

(1) M&A 研究の問題点、課題

①事業区分と業種コード

多くの多角化研究、M&A 研究では、事業関連性を測定する指標に標準業種コード(SICコード)が用いられている。しかし、業種コードをM&A研究の事業区分に用いることについては、信頼性、妥当性の両面から懸念が残されている。多くの研究で用いられている合併区分は、業種コードが正しく企業を業種分類している前提での研究である。しかしながら、業種分類の信頼性がつぎのように疑問視された。

SIC システムはそもそもマクロ経済分析のためのもので、製品市場と素材による分類から発生したものであり、研究で使用するには限界がある。¹ Bhojraj, Lee, & Oler (2003) は米国企業を対象に SIC と GICS (The Global Industry Classification Standard) の分類の信頼性を検証した。その結果、SIC コードよりも投資情報作成を目的として設定されている GICS 分類の優位性を示唆した。

木村 (2009) の日本企業の分析では、日経業種分類、東証業種分類の方が、GICS 分類よりも高い信頼性を得た。また企業業績、成長性、株式市場関連指標は各業種分類によるグループの同質性の差は認められなかった。なお、企業規模、流動性、資本構成、資産効率性に関連する指標は、日経業種分類中分類、東証業種分類中分類がより同質的な企業群を構成しており、GICS よりも信頼性が高いことが説明されていた。ただし、ここで検証されたのは相対的な比較のみである。

次に妥当性の課題がある。SIC は、新興産業が追加される一方で、衰退産業は削除されている。1987 年の大改訂では、20 程度のサービス産業とハイテクを中心とする製造業が新たに加えられた。しかし、全産業分類の四分の三は改定されていない(鈴木,2007)。標準的な事業コードは役に立たないとの考えから、Rumelt(1974)は事業区分について一定の研究者の主観的な判断を採用している。Rumelt(1974)は、SIC のような標準的な事業の一覧は、

¹「同じボトルでも、素材が異なるガラスのボトルとプラスチックボトルは別のカテゴリーに位置付けられている」と Robins & Wiersema (1995) は説明し、SIC 利用の限界を示した。

あまり役に立たないとしている²。その上で、独自の理論的な多角化タイプ分類方法を提示した。ある企業にとって個別事業であっても、他の企業にとって分離できない統合されるべき事業であることがあるとの考えからである。M&A 戦略を分析する際、買収企業とターゲット企業の関連性を客観的な形で規定する必要がある。

別の観点として、このような分類の国際的な互換性の問題がある。現在、海外企業の M&A が増加しつつある。国を超えた M&A の関連性を分析するための産業コード間の対応の仕組み、国際標準産業分類との比較可能性の検討も、今後の課題である。

②事業関連性の指標の曖昧さ

合併、買収、資本参加のような M&A の形態は、客観的な定義に基づき同様の基準で分類することが可能である。しかし、買収企業とターゲット企業の関連性を測定・区分する指標には、様々な方法が用いられている。これにより生じる関連性指標（例えば事業関連性の定義）の曖昧さが、研究に混乱をもたらしている。

M&A が業績に対して一般的に効果があるという結論には至っていないが、買収企業とターゲット企業が、特定の事業関連性を持つときには、M&A が効果を持つことが報告されており、先行研究としては Hopkins (1987b)、Simmonds (1990)、Healy et al. (1992)、Homburg & Bucerius (2006)、小本 (2002)があげられる。しかしながら、事業関連性の程度を示す「水平・垂直・関連・非関連」といった定義が研究により異なっているため、研究結果を整合的に統合することが難しくなっている。

例えば Kitching (1967) は、合併の 45%がコングロマリットで、その失敗率が 42%あるとしている。しかしコングロマリットの定義は研究により異なり、本当にコングロマリットは失敗率が高いのか、一概にはいえない。事業関連性の定義が曖昧であるため、どのような M&A が効果的なのか、業績に対しての研究結果は共通の見解を得られていない。

③M&A 成果の目的変数

M&A の成果指標としての変数については、様々な指標が用いられている。代表的指標として財務データやマーケットデータの客観指標が用いられる。それ以外にも、経営者や M&A の主要な実施者への面接調査、アンケート調査から成果を分析する場合もある。M&A

² 企業は技術、製品、市場の間に独自の歴史を持ち、独自のパターンで発展するため、ある企業にとって別の事業であっても、他の企業にとって統合された一つの事業で分離が不可能なことがある。

の成功、失敗を評価する研究においては、経営者の期待に対してどれだけ成果を感じることができたか、という視点もひとつの研究の視点としては考えられる手法である。

財務データを成果の目的変数とする場合でも、ROA、ROE、ROIC など複数の財務指標で評価されている。Porter は、競争での成功を図る正しい指標は ROIC であり、業績は経済的目標を反映する形で定義されなくてはならないと述べた。³ 経済的目標とは、すべてのインプットのコストの総和を超える価値を持つ製品やサービスを生産することであるが、長期的な ROIC をみれば、企業が経営資源をどれだけ有効に利用しているかがわかる。

株価効果の研究については、イベントスタディ分析という確立された手法が用いられた限りは、複数の研究から共通の結論を発見することが可能であった。しかし業績効果の研究については、目的変数とする財務指標、コントロールする変数、そして分析手法が様々であるため、共通の結論を見出すことが困難である。

④Rumelt 研究の課題

Rumelt の研究は、初めて多角化のタイプを FTC 以外の方法で区分したという点では大きな貢献をしている。しかし、そのタイプ分類を用いて何回も追試されているが、必ずしも結論として支持されてはいない。⁴ Grant & Jammine (1988) は、多角化戦略をとる企業のほうが、多角化していない企業よりも業績が高いことを明らかにした。しかし、資源関連性のある多角化が資源関連性のない多角化よりも好業績であるというエビデンスは得られなかった。嚆矢的研究である Rumelt (1974) は、産業環境をコントロールしておらず、分散分析の結果であるため、それほど強い結論とはいえないであろう。

また Rumelt(1974)の区分の中で、非関連多角化の分類方法については注意する点がある。Rumelt は補論表 2.2 のように専門化率、関連率、垂直率を用いて多角化を区分した。成果を分析する際、関連率が 70%未満の非関連多角化を、純粹コングロマリットと、それ以外の非関連型多角化戦略に分類している。結果としては、コングロマリットに高い成果が認められた。コングロマリットの定義には「1 株当たり利益平均年成長率が 10%以上」、「5 件以上の合併を行い、3 件以上がその時点での企業活動と関係がないもの」、その他新株発行に関する条件を設定しているが、この分類タイプにのみ業績に関連する指標を組み入れ

³ Magretta (2012) の中で、Porter が考える競争での成功を測定する正しい指標、誤った指標について述べている。

⁴ Grant & Jammine (1988) では、Rumelt 区分での分析の結果、RC の業績は RL を上回っていない。Rumelt (1974, 1982) を支持していない。

ている。Rumelt は非関連多角化が低業績になる可能性を指摘しているが、非関連多角化と
コングロマリットを分類する前の段階のグループには、業績効果が高い要因と低い要因が
混在している可能性も残る。このグループには、関連性の軸で説明できない本来であれば
重要な要因と、意味のない多角化が混在してしまう。そのために重要な要因が隠されてし
まう可能性がある。

Rumelt(1974)を発展させた Rumelt (1982) では、コングロマリットと非関連多角化を区別
せず、すべて非関連多角化と区分した。その結果、業績に対する多角化区分の影響の推定
は変化した。Rumelt (1974) で有意にプラスに認められた DC (Domestic-Constrained) と RC
のうち、DC は有意ではなくなった。さらに産業をコントロールした結果、産業要因が業
績を主に説明し、多角化タイプは業績の一部しか説明していないことが判明した。M&A
の成果を分析する際のモデル構築に関し、この課題について対応する必要がある。

⑤資源近接性に関連する問題

M&A 研究において、資源近接性だけではなく、それ以外の指標による分析を検討す
る必要があるだろう。多角化フレームワークを M&A 研究に適用した研究では、買収
企業、ターゲット企業の関連性による成果が分析されている。しかも、関連性はその
有無だけではなく資源の類似性でも分析されている。分析結果としては、買収企業と
ターゲット企業の事業関連性のうち、水平型、または関連度の高い M&A と、特定の
ケースでのみ買収の成果が認められた。しかし、これら研究にはこれまでに述べたと
おり、いくつかの解決すべき問題点がある。

- ・ 水平型の分類の定義が曖昧。(Rumelt の多角化戦略論上の定義と、FTC のアンチトラ
スト上の定義では、目的、定義方法ともに異なる。)
- ・ SIC コードや産業分類は信頼性、妥当性に欠ける。
 - サンプルを分類しても、必ずしも同一に分類できない。(各産業が同様のレベルで
産業を説明できていない)
 - 時代の変化にともなう新しい産業の誕生などがどこまで反映されているか疑問。
個々の企業の背景により、同一事業と判断する基準が異なっている可能性があ
る。

経営資源の異質性と非移動性が持続的競争優位性をもたらす(Barney,1986)とされている

ことから、買収企業とターゲット企業の関連性を、事業関連性ではなく、経営資源の関連性から分析することもできる。Barney(1988)は、買収企業の株価効果に強い影響を与えるのは、企業独自の高いシナジーによるキャッシュフロー、他社に真似できない高いシナジーによるキャッシュフロー、予想外のシナジーによるキャッシュフローであり、事業関連性ではないと述べた。戦略論研究の中の主要な理論である経営資源に着目した RBV の視点では、ケイパビリティに着目した視点も M&A 研究では重要なはずである。

また、多角化研究において、資源近接性が存在しない場合(資源遠隔性が存在する)の研究が軽視されてきた点は先にのべた。従来 FTC 見解では、市場独占が高収益をうむとしてきたが、2010 年の FTC ガイドライン改定からみるように、独占は必ずしも同一製品市場での独占だけでなく、補完関係にある業界との関係などからも可能であり、製品市場、地理的市場だけによらないことが理解できる。つまり、過去重視された資源近接性では説明できない関係も、今後は考慮しなくてはならない。

例えば、過去の研究では対象とされていなかった新しいビジネスモデルがあげられる。立本(2012)は、垂直統合企業や垂直統合型ネットワークに代わり、ビジネス・エコシステムが IT/エレクトロニクス産業の重要な働きをしていると述べ、プラットフォーム企業が産業進化を主導しているとした。プラットフォーム企業は収益を得る市場と普及を促す市場の両方との関係を持つ。従って、単に事業関連性で戦略を分類して企業成長を説明する方法では、新たなビジネスモデルを説明できない。これら過去の多角化理論では説明できない新たなビジネスモデルをどのように M&A 研究に組み込んでいけるのか、検討の必要がある。

⑥今後必要な分析フレームワーク

M&A の成果の要因として、RBV やダイナミック・ケイパビリティで強調されるような経営資源移転要因と、ポジショニング論で強調されるような産業要因を、それぞれ分析するフレームワークの存在が、文献サーベイより確認された。

多くの M&A 研究は、事業関連性や資源近接性で分析されていたが、資源遠隔性も含めて M&A による経営資源移転全体としてとらえるべきである。さらに McGahan & Porter (1997) が示したように、産業や本社の効果が業績を説明する割合は、業界によって異なっている。M&A の成功要因を分析するには、経営資源移転要因と、産業要因、両方の視点から分析する必要がある。

文献サーベイおよび問題点の整理から、今後必要な分析フレームワークを図 2.2 に示した。

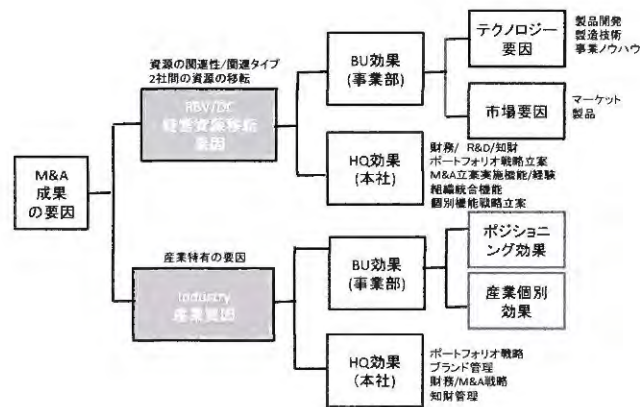
資源の近接性と RBV について述べたとおり、資源近接性のある事業を M&A した場合、買収企業、ターゲット企業間でノウハウの移転が行われ、高生産性を達成するというシナジー効果により高収益が説明される。これは表 2.7 で示した技術経済性であり、経済性の源泉は、BU (事業部) 効果によるシナジーである。

一方 RBV で資源近接性がない (資源遠隔性が存在している) 場合にも好業績をあげるパターンがある。Rumelt (1974) の多角化分類の AC (図 2.4.2) である。これは技術経済性によるシナジー効果ではない。資源がどのように移転するか、関連するかだけではなく、それが成果に結びつくためのケイパビリティ (組織やトップマネジメントの環境変化に対応する能力としてのダイナミック・ケイパビリティ) の分析も合わせて必要となる。ダイナミック・ケイパビリティとして、資源の評価、構築、再配分を実施する組織統合能力が発揮されるからである。これは資源移転要因の HQ (本社) 効果とみることができる。資源近接性がある場合の BU 効果、資源遠隔性がある場合の HQ 効果、この二つが図 2.2 の経営資源移転要因である。

図 2.2 で示すように、資源の観点と同様に重要なのが産業要因である。古典的産業組織論では、M&A により参入する事業セグメントに関する分析を通じ、適切なセグメントに適切なポジショニングで参入することにより、市場独占力が上がり、高収益が達成されると考えられている。M&A 成功の要因としては、参入する事業セグメント自体の成長性をみる産業個別効果と、M&A によって獲得できるポジショニングをみるポジショニング効果の二つが存在する。産業個別効果やポジショニング効果を分析する際には、これまでの競争要因として議論された要因だけではなく、補完業界との関係等、新たなビジネスモデルであるビジネス・エコシステムの観点からの分析も求められる。

McGahan & Porter (1997) は、産業によっては本社効果が大きいことを示した。さらに、本社効果は産業との間に交互作用がある (すなわち、得意な産業と得意でない産業が存在する) ことが示唆された。

図 2.2 M&A の成功要因分析フレームワーク



(2) 資源関連性とケイパビリティ(能力)の相互関連

M&A の成功要因のひとつとして、図 2.2 の中で経営資源移転要因をあげた。M&A により買収企業とターゲット企業間で、経営資源が移転される。しかし資源が移転されるだけで業績に直接結びつくのではなく、ケイパビリティ (能力) が発揮されることにより業績に結びつくと考えられる。その際に必要とされるケイパビリティが発揮する効果は、資源関連性が近い場合、遠い場合で異なるのではないかな。

RBV は、事業の近接性をシナジー発生のロジックで説明していた。その際に、資源近接性がある場合と、資源遠隔性がある (資源近接性がない) 場合では、M&A の成果へ対する効果に違いがあることが理解できた。BU 効果と、HQ 効果である。これを、効果を生み出す能力 (ケイパビリティ) と、資源関連性の二軸で図 2.3 のように示した。

図 2.3 資源関連性とケイパビリティの相互関連

		ケイパビリティ(能力)	
		BU 効果	HQ効果
資源関連性	近	A RBV研究のターゲット	B
	遠	C	D ダイナミック・ケイパビリティ研究 のターゲット

多角化研究のフレームワークによる M&A の業績効果研究は、「事業関連性が高い場合には効果がある」と示唆している。しかし、これら研究では企業の HQ 効果の部分には触れておらず、この場合の効果はシナジー効果による BU 効果の部分が大きいことが推察され

る (図 2.3A)。資源近接性がない (非関連) 企業の M&A においては、統合する組織能力が重要となる。この部分はダイナミック・ケイパビリティ研究の対象である (図 2.3D)。買収する際の事業戦略策定、組織統合の能力等の本社効果に着目し、これまで「非関連 M&A は効果がない」とされていた点についてさらに細分化して分析することが必要である。

事業関連性からは説明できない、非関連 M&A の中で業績効果が認められる M&A を分析することによって、HQ 効果の重要性が明らかになるであろう。またその結果から、資源近接性があるケースの HQ 効果 (図 2.3B)、資源近接性がない (資源遠隔性がある) ケースの BU 効果 (図 2.3C) についても、新たな発見の可能性が残されている。

3. 結論

M&A という戦略実施の手段が企業にとって効果的であるということを、既存文献からは説明できなかった。短期的な買収企業の株価への効果においては、既存文献ではネガティブであることが認められている。長期的な M&A の業績効果については、多角化戦略の効果研究同様、水平型、または関連度の高い M&A で一部効果が認められた。しかし、多くの研究の一致した結論ではない。また、非関連 M&A には効果が認められていないが、米国の多角化戦略の M&A 件数の中でコングロマリットが多くの割合を占めていた。なぜ企業は M&A を行うのかという問いに対する答えは全く見つからない。

また、過去のタイプ分類では、すべての現在の M&A を当てはめるのは困難となっている。つまり、単純に製品拡大、市場拡大、多角化では説明できない M&A がある。例えばそれは、プラットフォーム企業のビジネス・エコシステムの中での戦略タイプである。M&A の成功要因に関する既存文献から、近年の M&A を分析するためのいくつかの課題を発見した。先行研究からはまだ明らかにされていない M&A があること、そのためには先行研究で用いられた分析フレームワークだけでは十分でないことが理解できた。そこに新たな M&A 成功要因を分析する今後の研究の可能性がある。これらは次の①～③にまとめることができる。

①業種区分による戦略タイプ分類の限界と新たな関連性の検討

先行研究では、RBV 見解・FTC 見解のいずれの研究でも、買収企業とターゲット企業の関連性により戦略タイプを分類している。RBV 見解の研究では非関連 M&A の成果は確

認されていない。非関連 M&A について、RBV ではシナジー効果が欠如しており業績に結びつかないと説明されており、その説明は今も有効である。

一方、FTC 見解は、近年その主張を大きく変化させている。FTC 見解は、古典的産業組織論をベースとしており、関連性のある業種の企業が合併することで、市場における独占的地位を獲得することを重視する。FTC 見解における合併分類は、水平合併、垂直合併、非関連合併(コングロマリット)が主な分類である。このうち、ある種のビジネスモデル(とくにプラットフォームビジネス)で利用される非関連合併は、市場における独占的地位を獲得することが可能であると FTC は指摘しており、従来の非関連合併をさらに詳しく分類した、新しい合併ガイドラインへの改定を発表している。この改定では、市場・製品の直接的な関連性だけでなく、補完的な関係も念頭とされている。

FTC 見解によれば、既存の業種区分による関連性では、非関連 M&A による競争力の拡大を説明できていない。既存の M&A の実証研究でも同様である。そのため、今後の研究では補完的な製品業界との関係や、プラットフォーム企業のビジネス・エコシステムの中での戦略タイプも含めて分析する必要がある。それにより、これまで業種区分から非関連 M&A に区分されたケースであっても、効果的な M&A を抽出できるかもしれない。

②RBV による実証研究の発展

RBV を理論枠組みとした M&A 研究では、M&A を経営資源の移転と位置づけている。経営資源を客観的指標で測定する手法が困難であるため、この分野の実証研究は少ない。しかも、これらの先行研究は、M&A の効果をイノベーション成果 (R&D 投資額、特許の質や量) で評価するに留まっている。M&A の効果について、収益性など企業業績で評価する実証研究が求められる。

また、RBV にもとづく先行研究は BU 効果と HQ 効果のうち、BU 効果が多角化戦略の業績を説明すると報告している (Rumelt, 1991; McGahan & Porter, 1997)。しかし、BU 効果をもたらす経営資源が具体的にどのようなものかは明らかになっていない。また、経営資源間の関係について、資源近接性と資源遠隔性の二つの視点から分析することも、実際に M&A を検討する企業にとって有益な研究となる。先行研究では資源近接性にのみ焦点があてられている。しかし、事業間の補完性を考慮すると、資源遠隔性が存在した場合にもイノベーション成果や収益性に正の影響をあたえる可能性がある。

③本社能力の M&A に対する効果研究

BU 効果はシナジー効果により理論的に説明されており、実証研究も存在する。しかし、HQ 効果についての実証研究はほとんど見当たらない。

HQ 効果は、理論的には一種のダイナミック・ケイパビリティの効果である。HQ 効果は、資源を統合したり再配分したりする組織（すなわち本社組織）や経営者の能力を反映した効果である。本社能力の効果を示した HQ 効果の検証は、BU 効果の検証とともに重要なものである。とくに近年の M&A は事業再編を目的としたものが多く、本社能力を強く反映したものであると考えられる。今後、本社能力の M&A に対する効果（HQ 効果）を実証的に明らかにしていくことが求められる。

本文献サーベイでは、多角化戦略と M&A の関係について、株価効果と業績効果といった成果変数を念頭に、「事業（市場）間の関連性」と「資源近接性」に着目し、RBV 理論やダイナミック・ケイパビリティ理論を背景にしながら先行研究の整理を行った。①～③のような研究の拡張は、多角化戦略と M&A の関係について、より多くの示唆を与えてくれるであろう。本論文においてこれら研究の拡張可能性の中のどの部分を、どのような方法により研究するか、次に検討する。

II. 文献サーベイと各研究について

前述の通り、先行研究の結果から今後想定される発展的研究領域は、多岐に渡っていた。①は新たな業種区分方法を構築するという大きなテーマであり、独立したテーマである。ビジネス・エコシステム自体が比較的新しい概念であり、それを目的とした M&A 案件をどのように抽出するかもあわせて研究する必要が生じる。またビジネス・エコシステム構築を目的とした M&A 案件の数が十分であるかも疑問である。分析に必要なサンプルを抽出することが困難であると考えた。

そこで前述の三つの領域の中から、関連ある二つの領域「② RBV による実証研究の発展」と「③本社能力の M&A に対する効果研究」について、本論文で研究する。図 2.2 に示したとおり、M&A 成果の要因は、経営資源移転要因と産業要因に分類される。本論文では産業特有の要因を研究するのではなく、RBV の観点から経営資源移転要因としての M&A 成果への BU 効果、HQ 効果を明らかにする。

表 2.1 で、先行研究で明らかにされていない内容、課題と、各章との関係を示した。

表 2.1 文献サーベイ結果と各章の研究

M&Aの効果に関する今後の研究可能性	先行研究で明らかにされていない内容、残された課題	本論文で研究	各章とタイトル
①業種区分による戦略タイプ分類の限界と新たな関連性の検討	ビジネスエコシステムの中での戦略タイプにおけるM&Aの効果(補完関係)特定の非関連M&Aにおける成功要因		
②RBVによる実証研究の発展 M&A成果へのBU効果	経営者の主観的效果でなく、客観的指標によるM&A成果の測定	○	【第4章】 M&Aが戦略ポジション変更に及ぼす効果の研究
	資源近接性と資源遠隔性の二つの視点からの分析	○	【第5章】 M&A投資が企業業績に及ぼす効果の研究
	資源関連性から見た戦略モード(多角化モード)と戦略パターン(内部投資、外部投資)の適合性		
③本社能力のM&Aに対する効果研究 M&A成果へのHQ効果	M&A投資を戦略目標達成のために効果的に行うための本社能力 具体的な本社効果	○	【第6章】 多角化度が高い企業のM&A成功に必要な本社能力の研究

②は M&A 成果への BU 効果の研究領域であり、本論文では企業の事業セグメント別売上高を用いて研究を行う。第 4 章「M&A が戦略ポジション変更に及ぼす効果の研究」では、戦略ポジション変更を客観的指標とした実証研究でおこなう。分析は企業固有の変量効果を見込んだモデルを用いる。また同じ②の領域で、第 5 章「M&A 投資が企業業績に及ぼす効果の研究」を行う。ここでは資源近接性と資源遠隔性の二つの視点から分析するため、多角化度の大きさ(事業集中度が高い=資源近接性が高い、多角化度が高い=資源遠隔性が高い)と M&A の交互作用を想定したモデルを用いて分析する。②は RVB である資源移転の効果を M&A 成果への BU 効果としてとらえた研究領域であり、産業特有の要因を研究するのではない。そこで、対象データを限られた業界に絞った研究を行う。表 2.8 に示した先行研究によれば、製造業の BU 効果が他の産業と比較して大きい。また、製造業の中では親和性のある周辺事業への進出による世界的プレゼンスの拡大の動きがある電機業界の M&A 件数が、医薬品、銀行その他金融・証券、食品業界に次いで多い(前川,2008)。そこで第 4 章、第 5 章の研究は、東証に上場する電気機器業界をサンプルとする。

③の領域では、第 6 章「多角化度が高い企業の M&A 成功に必要な本社能力の研究」で具体的な本社能力を明らかにする。具体的にどのような本社効果があると M&A の効果が高いのかを分析する研究である。

第3章 産業コンテキスト(M&Aのプロセス)

I. 内部投資と外部投資

企業成長のために、企業は必要な経営資源を確保するため投資を行う。その経営資源を獲得する手法は、内部投資と外部投資に分類される。内部投資の代表的方法が R&D 投資や設備投資であるのに対し、外部投資が M&A にあたる。つまり M&A とは、R&D 投資のように戦略を実施する上の一つの手段であり、目的ではない。

また、M&A 実施にはいくつかの方法がある。経営権を持つ場合、二つ以上の企業を一つにする方法と、買収企業がターゲット企業を傘下に置く方法の二つに分類される。本論文では、いずれの方法も M&A として扱う。

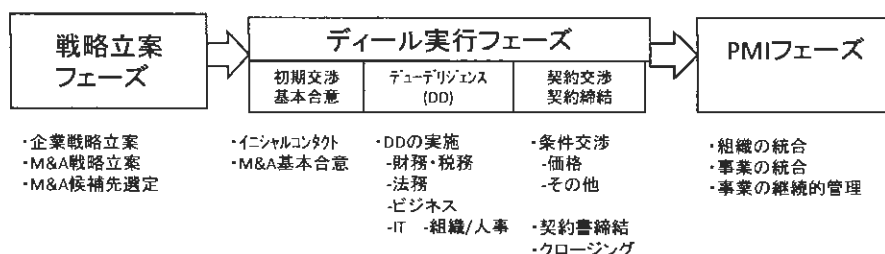
さらに範囲については、M&A を拡大解釈する広義の M&A と、狭義の M&A がある。広義の M&A には、経営権を持たない部分的な資本参加も含まれる。例えば、10%に満たない資本参加といった、企業が他社に 50%未満の資本参加するようなケースを M&A に含めて定義することがある。一方、狭義の M&A は、経営権を取得する 50%以上の資本参加、またはターゲット企業や事業を買収企業に統合してしまい、ターゲット企業を消滅させるものである。

本論文では M&A により経営資源を獲得するという観点から、経営権を持つ狭義の M&A を研究対象として取り上げる。

II. M&A のプロセス

企業が M&A を行うための基本的なプロセスは、大きく三つに分類される。戦略立案フェーズ、ディール実行フェーズ、PMI フェーズである。その流れを図 3.1 に示す。

図 3.1 M&A 実行プロセス



出所:Bauer&Matzler(2014)、中村(2003)他を参考に筆者作成

1. 戦略立案フェーズ

M&A は企業戦略実施のための手段である。企業の中期経営計画などで企業戦略が明確にされていることが M&A 実施の前提となる。企業戦略の目標達成のために不足する経営資源を調達するためには、どのような経営資源を持つ企業を買収するのが望ましいか、また、該当する企業とは具体的にどのような企業なのかを検討し、候補企業を絞り込む。企業戦略目標を達成するために、M&A により果たされるべきことが、M&A 戦略の目的である。

一方、企業が自ら M&A 戦略を立案し買収候補企業を選定するのではなく、投資銀行やコンサルティング会社が、売却案件を企業に持ち込むケースもありうる。その場合も、自社の企業戦略実施において必要な案件か否かを社内で検討することが望ましい。

2. ディール実行フェーズ

このフェーズは、特定の企業に対して買収・合併の具体的な提案、交渉をするフェーズである。

(1) 初期交渉・基本合意

最初から全ての情報が公開されるわけではなく、提供された限られた情報をもとに、買収企業はおおよそその買収についての条件を提案し、基本合意契約を締結する。

(2) デューデリジェンス

基本合意締結後、より多くの情報を公開してもらい、ターゲット企業を様々な観点から詳細に精査する。これをデューデリジェンス(DD)という。

財務・税務 DD では、財務諸表、計上されている資産、負債の詳細を精査する。法務 DD の対象は、訴訟リスクだけではなく、コンプライアンス情報、知財、M&A 実施関連契約書など、多岐にわたる。財務・税務 DD、法務 DD は、ほとんどの場合、公認会計士、弁護士などの専門家に委託される。

ビジネス DD は、M&A 戦略目的を達成させるために重要なプロセスである。基本合意の段階で想定したシナジー効果の実現性は、M&A の成功に大きな影響を与える。そのため、ターゲット企業の事業について詳細に精査する必要が生じる。しかし、限られた時間の中で作業を行うため、精査するポイントをいかに絞るかがポイントとなる。

IT の精査は、事業部門、管理部門、両方のシステムについて行う。買収後の組織をどのように統合するか、そのためのシステム統合が可能か、どの程度の費用がかかるのかなど、

現状を把握するだけでなく、将来を想定した上での精査が必要となる。

組織・人事 DD は、人事制度、給与制度、組織体制/権限など、制度面の DD と、人材の DD の両面からの精査である。買収後に実務を行う社員は重要な経営資源である。どのような能力を持つ人材がどの程度いるのかだけでなく、キーパーソンは誰か、既存の経営陣はそれぞれどのような人間で、どのような能力があるのかなどを精査する。その際、買収後のターゲット企業の経営メンバーをどのように構成するのかを想定しながら、既存メンバーの中のキーパーソンを見極める必要がある。また、実際に事業所を訪問し、社員の様子を確認することで、その企業の文化や風土を確認することができる。

(3) 契約交渉・契約締結

DD の結果をもとに、ターゲット企業に対して M&A の条件を提示し交渉を進める。M&A 契約の条件には、買収の形態、価格、買収の範囲、その他条件が含まれる。そして、交渉の合意事項に従い、最終譲渡契約書⁵ (株式譲渡契約書) を締結し、その中でクロージング日を設定する。クロージングとは、M&A 取引の実行を意味しており、株式譲渡や事業譲渡の取引が実行され、また、譲渡対価の支払いが行われることで、売手から買手に権利が移転することである。第 4 章、第 5 章の研究では、クロージング日を M&A 実施日とした。

3. PMI フェーズ

PMI(Post Merger Integration)とは、シナジー効果を具体化し、企業価値を向上させるために行われる、M&A 実行後の統合プロセスである。M&A の成功は当初の M&A 戦略の目的が達成されることであり、PMI(Post Merger Integration)、統合プロセスに大きく影響される。

何をどのように統合するかは、目標とするシナジーの種類、M&A の形態(合併、株式譲渡/取得、事業譲渡/取得)により異なるが、PMI 全体のフレームワークは以下のとおり考えられる。

一つ目はシナジー効果を最大化させるための事業面での統合、経営資源の共有である。二つ目は組織・人材の視点での統合である。この二つは関連する統合であり、事業面での統合には、組織・人材の統合が必須となる。

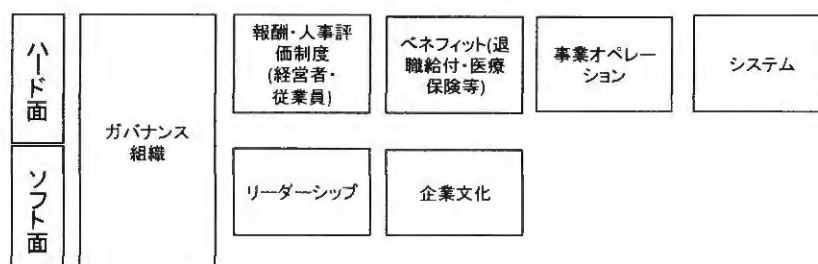
事業面の統合の目的は、シナジー効果の最大化である。売上の拡大を目的とするシナジー効果と、利益を最大化にするコストに着目したシナジー効果、双方を最大化させるために具体的な施策を行うのが、事業面の統合である。

⁵契約書の名称、形式は企業や案件により異なる

事業面の統合を達成させるためには、当然、組織・人材の統合がハード面・ソフト面とも必要となる。

PMI の全体像について、要・中村(2016)をもとに業務面の統合項目を追加し、図 3.2 のように項目を整理した。

図 3.2 PMI の全体像



出所: 要・中村(2016)をもとに筆者が修正し作成

ガバナンスと組織の統合は、経営コントロールのための枠組みであり、ハード面、ソフト面の両方を統括するものである(要・中村, 2016)。具体的に検討する項目は、買収対象企業への責任・権限の委譲、登用(採用・登用・解雇)、経営陣の報酬制度、レポーティングの内容と手段、決裁手続き・会議体の運営などである。必要に応じて、事業再編のためのリストラ、M&A も検討項目として含まれ得る。

ハード面、ソフト面の各項目について、どれも当初の M&A 戦略の目的を達成するには必要な検討項目である。また、戦略目的達成のために、シナジー効果を最大化させる統合を実施することが求められる。ある調査によれば、そのシナジー実現のための最も大きい影響が「相容れない企業文化」であった(要・中村, 2016)。しかし、文化の統一というものはもともと異なる文化である以上困難であり、必ずしも同じものに統一しなくてはならないものでもない。お互いの文化そのものを尊重しながら、企業理念や企業のミッションを共有できるようにすることが必要となる。

以上に示したとおり、PMI では複数の作業が同時に進行するため、PMI 全体を管理する必要が生じる。そのため、時限的に全体を管理する部門を設けるケースもある。

また、PMI には様々な費用が必要となる。この費用について買収計画の時点である程度見積もっておかなければ、買収後に想定しなかった費用のために資金負担が生じてしまう。

4. M&A 各フェーズの関連

各フェーズに必要な項目を把握すると、それぞれのフェーズが独立したものではなく、複雑に関係していることが理解できる。従って、その関係を考慮した M&A 実行をしなければ、結果として M&A 戦略を成功させることは難しいのである。

第4章 M&A が戦略ポジション変更に及ぼす効果の研究

I. 研究の背景と目的

企業は戦略を策定する場合、競争優位性を構築するために、業界内の競争状況を考慮した戦略を策定するはずである。これは、企業の経営環境が激しく変化する中で、他社と異なる戦略を実施することが、自社の業界内における優位性構築につながる可能性があるためである。以上を踏まえると、戦略目標に、他社を考慮した指標を用いることが意味を持つのである。

戦略論における戦略モード(企業成長の手段)には、R&D 投資を主体とする内部投資と、M&A による外部投資がある。第4章では、近年日本企業が戦略モードとして選択する M&A に着目する。そして、外部投資である M&A 投資額や、内部投資である R&D 投資額が、業界内の競争優位を考慮したポジションを移動させることに効果があるかについて、実証研究により明らかにする。本章の研究では、事業ポートフォリオを考慮した業界内の戦略ポジションを、事業セグメント別売上から求めた客観的指標で分析する。本章の研究のサーチ・クエスションは、「業界内における自社の事業ポートフォリオの戦略ポジションの移動に対し、M&A 投資額の効果があるか」である。さらに、「内部投資と外部投資では、その効果が異なるのか」を合わせて検討する。

II. 方法

先行研究では様々な戦略変更の指標が使われている。鈴木・中内・西村(2016)、青木(2009)、森川(1998)では、多角化度(エントロピー指数)の変化の他に、事業セグメント数の変化、新事業セグメントへの参入有無、経営資源の再配分に関する変化の指標等が用いられた。しかしこれらは自社の情報のみを基に指標化されたもので、業界全体の中での相対的ポジションは考慮されていない。戦略策定においては自社の内部環境のみでなく、競争環境も含めた検討がなされるはずである。そこで本章の研究では、相対的ポジションを考慮した戦略変更を指標とする。

戦略変更の指標を従属変数とし、回帰分析により内部投資、外部投資が戦略変更に、どのような効果をもたらすかを推定した。

III. 結果・考察

M&A 投資額は、企業が前年までの戦略方向をシフトするその角度の大きさに対してプラス効果が認められた。これは業界内の競争優位を意識して戦略方向を変えるときに、M&A が効果を持つことを示している。昨今企業の競争環境や業界環境が大きく変化している。その環境の中で、日本企業の M&A 件数が増加しているのは、企業が業界内のポジションを意識して戦略の方向を変化させることを目的に、M&A を実施しているためと考えられる。

しかし、戦略ポジションを移動させる距離に対しては、M&A 投資額のプラス効果は認められない。反対に R&D 投資額にプラス効果が認められた。R&D 投資は毎年多くの企業で実施される。その R&D 投資の成果として競争優位を想定した戦略ポジションを大きく移動させていることが明らかになった。RBV の理論から考察すると、既存事業の周辺に事業拡大する場合に R&D 投資の効果を発揮していると考えられる。この指標の戦略変更は、それまでと全く同様の方向を向いていたとしても移動した距離が大きければ大きくなる指標である。内部に蓄積された経営資源、ノウハウをもとに自社内への R&D 投資で事業拡大する企業は、既存事業の周辺領域への拡大を目指していると予測される。そして R&D 投資額が大きいほど、周辺事業への拡大による売上増を大きく獲得できると考えられる。戦略目標が既存周辺事業の拡大であれば、R&D 投資が効果的であることを示している。

IV. 貢献と課題

本章の研究の貢献は、M&A による戦略目標を、業界全体の戦略方向を考慮した戦略ポジションの変更に着目したことである。特許件数や特許の質を M&A の戦略目標としてイノベーション効果とする研究群がある(芳賀・立本,2016)が、それらは、特許件数の変化、多角化の事業集中度の変化など、あくまで自社の指標の変化に対する M&A の効果を研究したにとどまっている。本章の研究で M&A の効果を業界全体の戦略方向を考慮した指標で測定できたことは、新たな貢献である。

次に限界について述べる。一点目は、M&A の案件ごとの戦略ポジション変更への影響を考慮していないことである。二点目は、企業にとって M&A が効果的な戦略モードかを研究するにあたり、最終的な企業業績に成果があるかを分析できていない点である。企業固有のどのような機能や能力が、投資額の戦略変更への効果を増加させているのか、それについては本章の研究では明らかにできていない。正しい戦略の意思決定ができる能力や、

M&A の実施能力などの本社能力については、独立した変数として分析に用いなかったためである。Trichterborn et al.(2015)は、M&A を成功させるための要因として、M&A ケイパビリティ(M&A を成功させる組織能力)の存在を実証した。そして M&A の経験や本社における M&A 機能/部門(M&A Function)が、M&A ケイパビリティにプラスに影響すると述べた。

どの企業を買収するかについて適切な判断ができるか、買収後のマネジメントを効果的に実施できるかなど、企業の本社に蓄積されている M&A に関する実施能力は、企業によりばらつきがあることが予測できる。また同時に、戦略そのものが正しいかどうかは戦略ポジション変更距離に影響しているといえる。その能力とは具体的にどのようなものなのか、企業のどのような行動で発揮されるのか、今後この点について事例研究で詳細が明らかにできれば、企業の経営者にとって有益な研究とすることができる。

第5章 M&A 投資が企業業績に及ぼす効果の研究

I. はじめに

第5章では、RBVによる実証研究の発展の二つ目として、M&A投資が業績に効果をもたらすのか、戦略パターン(内部投資、外部投資)と戦略モード(多角化モード)の適合性からどのような場合に効果をもたらすのかを研究する。よって本章では、企業の財務データとM&A案件のデータを用い、傾向スコア・マッチング法と重回帰分析を用いて「M&Aが業績に効果をもたらすのか」について実証分析を行う。

II. 先行研究と仮説構築

(1)戦略パターンと戦略モードの交互作用の研究

戦略パターンや戦略モードそれ自体に優劣があるのではなく、両者の組合せによって優劣が決定されると主張する研究が、企業がとる戦略パターンと戦略モードの関係を分析した研究である。その基本的な考え方は戦略パターン(多角化の度合い)と戦略モード(内部投資と外部投資)の間に、交互作用が存在すると主張するものである。

Simmonds(1990)は、多角化戦略パターン(関連多角化/非関連多角化)と多角化モード(内部投資/M&A)の2 x 2の組み合わせ間の優劣の実証を試みた。「関連多角化と内部投資」の組み合わせが最も業績(ROA)が高く、次に「関連多角化とM&A」「非関連多角化と内部投資」が続き、「非関連多角化とM&A」がもっとも業績が低いという仮説を立てた。彼は研究の中で、この仮説は実証分析でサポートされたと主張している。

先行研究からは、多角化戦略(戦略パターン)とM&A戦略(戦略モード)の組み合わせが業績になんらかの影響を与えていることが示唆される。多角化戦略を実施する場合、その戦略パターンによる業績に対し、M&A戦略が影響していると考え、仮説1を提示する。

【交互作用仮説】

仮説1: M&A投資比率は、業績に対して多角化度と交互効果を持つ

次に、M&A投資比率と多角化度にどのように交互効果があるかについて、先行研究から仮説を構築する。

(2) 関連多角化と戦略モードの研究：多角化度が低い場合

先行研究では、Rumelt 研究から導き出される関連多角化戦略にヒントをえて「事業関連性のある多角化」と「内部投資(R&D)」との間に正の交互作用を仮定している(Busija et al.,1997;Lamont & Anderson,1985;Simmonds,1990)。Rumelt (1974)の結果は、多角化度が低い RC 多角化戦略(関連集約戦略)が多角化区分の中で最もよい業績を示した。その背景にある考え方は、主力事業部のノウハウを他事業へ移転することで効率的な業績拡大が可能というものである。

Simmonds(1990)は、関連多角化の場合、戦略モードで比較すると、内部投資戦略のほうが外部投資戦略の場合よりも、業績(ROA)が統計的に有意に高くなることを提示した。Busija et al.(1997)は、「適合戦略」がそれ以外の戦略よりも業績がよいことを提示した。「適合戦略」とは三通りの戦略モードと戦略パターンの組み合わせであり、RC 多角化戦略(related-constrained 関連集約)と内部投資戦略、RL 多角化戦略(related-linked 関連拡散)と外部・内部混合戦略、非関連多角化戦略と外部投資戦略(M&A)が該当する。

これら先行研究は、関連多角化、つまり多角化度が低い戦略タイプをとる場合、内部投資によって業績が高くなると述べている。この点を踏まえ、多角化度と M&A 投資比率について、仮説 2a を提示する。

【多角化度が低い場合の交互作用仮説】

仮説 2a: 多角化度が低い場合、M&A 投資比率を低く抑えると、業績が高まる。

(3) 非関連多角化と戦略モードの研究：多角化度が高い場合

多角化度については、RBV(Resource based View)の視点でも検討ができる。RBV は、事業の近接性を説明しようと試みた理論である。具体的には、近接性のある複数の事業をもつことにより、それら事業間でシナジーが生じるため、高生産性を達成し、結果的に高収益をもたらすとするものである(Wernerfelt,1984)。資源近接性のある場合には、シナジー効果が強くなり高収益を達成しやすい。逆に、資源近接性がない場合には、シナジー効果が発生しづらく収益には貢献しない。

多角化度が低い場合、すなわち多角化の集中度が高い場合、事業類似性を有する事業範囲で多角化していると考えられる。このような場合、内部投資を行うことで、資源近接性がある資源を十分に獲得することが可能である。資源近接性がある資源同士は、同時に双方を保持するとシナジー効果が生じ、コスト効率的になる。それに対して、多角化度が高

い場合は、事業同士が近接していないため、内部投資を行ったとしても資源近接性がある資源を十分に得ることが出来ない。このような場合、外部から類似資源を調達する必要がある。

企業外部の資源市場の事を Strategic Factor Market(SFM)とよぶ。企業が資源調達を検討する場合には、内部市場から調達した方が有利か、それとも、SFM から調達した方が有利かを考えることになる。このとき、当該企業が関連多角化を行っているのか、それとも、非関連多角化を行っているのかで、SFM を利用するコストや利益が変わってくる。

もし企業が関連多角化をしている場合は、外部市場から経営資源を調達する必要はなく、内部投資をして類似資源を再生産しながら、内部市場から資源を調達するほうが有利である。一般的に、SFM は内部市場よりも情報効率的ではないし、そもそも、自社に必須の資源が購入可能になるのかどうかも不確実である。内部市場を用いれば、これらの問題に直面する可能性はすくない。

しかし、もしも非関連多角化をしている場合、互いの事業が関連していないため、内部投資をしたとしても再生産される資源間に関連性はない。その場合、必要な資源のうち一部の資源が不足していたとしても、再生産された資源で補うことは出来ない可能性が高い。このような時には、SFM に必要な資源を頼る方が合理的である。SFM の整備が進んだり、規模が拡大したりすると、外部から資源を獲得できる機会が増えるため、M&A を多用して必要な資源をそろえることも可能になる。

つまり、関連多角化している企業は、資源獲得のために M&A 投資をするよりも内部投資を行ったほうが大きいメリットを得られる。一方、非関連多角化をしている企業にとっては、内部投資よりも M&A 投資のメリットが大きいと考えられる。先行研究では前者の関連多角化と内部投資の組み合わせに焦点を当てた研究が多く、後者の非関連多角化と M&A 投資の組み合わせを検討した実証研究は少ない。本章の研究では、後者の非関連多角化と M&A 投資の関係を実証的に明らかにするために、次の仮説 2b を提示する。

【多角化度が高い場合の交互作用仮説】

仮説 2b: 多角化度が高い場合、M&A 投資比率を高めると、業績が高まる。

以上のように構築した仮説 1, 仮説 2ab について、実証分析を行う。

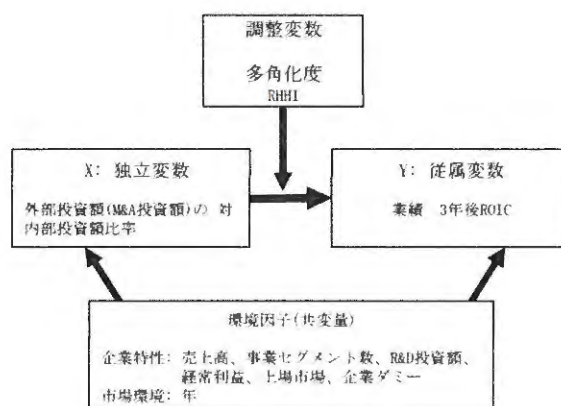
III. 分析方法

(1) 分析方法

実証分析の単位は企業/年である。分析対象の外部投資比率として、年間M&A投資額の内部投資額に対する比率を用いる。調査対象を2000年から2012年各年に東証1部、2部に上場する日本企業とし、業界は東証33業種区分の中から電気機器とした。McGahan & Porter(1997)は業績に対する産業効果、本社効果、事業セグメント効果が業界により異なることを明らかにしている。そのため、業種を限定してサンプルとした。

本章の研究では、M&Aの企業業績に対する効果を推定するため、2段階の分析を実施する。第1段階では、傾向スコア・マッチング法を用いて環境因子（ベースライン特性）をそろえた分析対象データを作成する。第2段階では、第1段階で作成した分析対象データをもちいて回帰分析を行う。図5.1に分析の枠組みを示す。

図 5.1 分析の枠組み



本章の研究では、傾向スコア・マッチング法をもちいて共変量の調整をおこなっている。これは、企業特性（ベースライン特性）がM&A実施/不実施に強く影響すると考えられるからである。多くの先行研究では一般的な重回帰分析によって共変量（ベースライン特性）の調整を行っているが、それでは十分に調整が出来ていない可能性もある(星野, 2009)。よって、今回の研究ではより厳密に共変量の調整を行うため、傾向スコア・マッチング法を用いた。本章の研究では、収益性を維持・向上させるような質的企業成長を目的とするため、企業の売上高をコントロール変数として統制しながら、ROICを目的変数とする回帰モデルを構築してM&Aの効果の推定を行った。

(2) 変数

本章の分析では、第1段階でマッチングをおこなって共変量のバランス性を補正したデータセットを作成し、第2段階で重回帰分析をもちいて変数の影響を推定する。

第1段階のマッチングの際、マッチングの基準変数は、M&A ダミー(M&A 実施したか否か)とし、マッチングの共変量は、売上高(対数)、R&D 投資額、上場市場、セグメント数、経常利益、年をもちいた。マッチングの詳細については、(3) 傾向スコアの算出とマッチングで後述する。第1段階のマッチングと、第2段階の重回帰分析に用いた変数の説明と定義一覧(表 5.1)を以下に示す。

表 5.1 変数一覧

変数	変数名	変数の定義
従属変数		
3年後ROIC	ROICY3	ROICY3 = (営業利益t3-税金t3) × 100 / (有利子負債残高t3 + 純資産t3) 単位は(%) ただし添字t3は当該企業の当該年t0から3年後の財務データを示す
独立変数		
M&A投資額	invsMA	年間M&A投資額(百万円)
M&A投資比率	exinA	年間M&A投資額/年間内部投資額 年間内部投資額=研究開発費+(期末固定資産-期首固定資産 +減価償却費)-(期末のれん-期首のれん+当期のれん償却費)
多角化度	RHHI	多角化度指数=1-HHI (Herfindahl-Hirschman Index)) HHI:各セグメント売上に対する対売上比率の2乗和
M&A実施ダミー	dmyMA	M&A実施なし=0, M&A実施あり=1
コントロール変数		
売上高	SalesL	log(年間売上高 百万円)
R&D投資額	invsRD	研究開発投資額(百万円)
事業セグメント数	nSgmtL	日本標準産業分類コード2桁による事業セグメント数
経常利益	OrPrft	経常利益(百万円)
上場市場	Market	東証1部=0 東証2部=1
企業ダミー	ComCode	東証企業コード 企業数分
年ダミー	Year	年を示すダミー変数

(3) 傾向スコアの算出とマッチング

傾向スコア p の算出には、下記のモデル式を用いてロジスティック回帰を行った。 p は、環境因子を与えたときにマッチングの基準変数の M&A 実施ダミーが M&A 実施 ($dmyMA=1$)をとる確率である。

$$\begin{aligned}
 \text{logit}(p) &= \log\left(\frac{p}{1-p}\right) \\
 &= \beta_0 + \beta_1 \text{SalesL} + \beta_2 \text{invsRD} + \beta_3 \text{nSgmt} + \beta_4 \text{Orprft} + \beta_5 \text{Market} + \beta_6 \text{Year} \quad (1)
 \end{aligned}$$

IV. 分析結果

1. マッチング結果の検証

表 5.2 でマッチング前後の AUC 値および各環境因子の平均値、平均値の差の検定結果を比較した。

表 5.2 マッチング前後の AUC 値・環境因子平均値比較

マッチング前 (AUC=0.8323)					
	N	M&Aを実施した 群の平均	M&Aを実施して いない群の平均	平均値の差	P値
ROI3Y3	1315	4.441	4.749	-0.307	0.605
SalesL	1315	13.588	11.335	2.254	0.000
invsRD	1315	180896.867	21539.990	159356.877	0.000
nSgmt	1315	3.386	2.461	0.925	0.000
OrPrft	1315	61708.916	13268.068	48440.847	0.031

マッチング後 (AUC=0.6052)					
	N	M&Aを実施した 群の平均	M&Aを実施して いない群の平均	平均値の差	P値
ROI3Y3	762	5.179	5.464	-0.285	0.488
SalesL	762	11.619	11.645	-0.026	0.838
invsRD	762	47161.614	41310.625	5850.990	0.475
nSgmt	762	2.614	2.554	0.060	0.454
OrPrft	762	16516.738	28270.113	-11753.375	0.100

傾向スコア算出に用いたロジスティック回帰モデルの判別力を確認するため、AUC に着目した。表 5.2 に示したとおり、マッチング前は 0.8323 と 1 に近く高い数値であり、環境因子で M&A ダミー変数の値を高い確率で予測できている。マッチング後は 0.6052 と 0.5 に近づいており、M&A ダミー変数を予測できなくなったことがわかった。両群間で環境因子のバランスがとれていることを示しており、マッチングが傾向スコアによりバランスよく行われたことを確認した。

M&A 実施群と実施していない群の環境因子が、マッチング後により類似したことを確認するため、平均値の差を検定した。各環境因子である売上高、R&D 投資額、事業セグメント数、経常利益の各平均値の差はマッチング後に小さくなっている。検定の結果 P 値からも類似したサンプル同士の比較が可能であることを確認した。

2. 回帰分析結果

重回帰分析の推定結果を表 5.4 に示した⁶。環境因子のみを変数としたモデルがベースモデル am1 である。ベースモデルに M&A 投資額とマッチングの基準となる変数である MA 実施ダミーを変数に加え am2 を作成した。さらに独立変数である外部投資比率(M&A 投資比率)、多角化度、それら交互作用項を加えていき、モデル am3、am4、am5 を作成した。それぞれのモデルのあてはまりを示す AIC 値を比較すると、am5 が 4192 と最も AIC 値が小さい。モデルの説明力である自由度調整済決定係数(Adjusted R²)を比較しても、am5 が 0.624 と最も高い。AIC と Adjusted R²の結果から am5 が最良のモデルであるといえる。

am5 で交互作用項を追加したことによってデータへの当てはまりが改善した。さらに、モデル am5 では、M&A 投資比率(exinA)と多角化度(RHHI)の交互作用項(exinA×RHHI)が 1% 水準で統計的に有意にプラスに業績に対して影響している。この結果は、exinA と RHHI の間の交互作用を主張している仮説 1 を支持している。

またコントロール変数の中で、業績に対して統計的に有意に影響しているのは、SalesL、dmyMA、nSegmnt、Market であり、それぞれマイナスに影響している。SalesL の偏回帰係数がマイナスであるのは、売上高の増加率が高いほど業績への投資効率が悪化するためであろう。またセグメントの数(nSegmnt)が多いほど投資効率が悪化するのは、特定のセグメントに投資したとしても、セグメント数が多いほど、企業全体の業績への効果が低くなるためと考えられる。変数 Market がマイナスに有意なのは、一部上場企業のほうが、二部上場企業よりも投資効率が高いことを示している。株主数がより多い一部上場企業では、二部上場企業よりも大きな投資効率が株主から求められているからと推察できる。

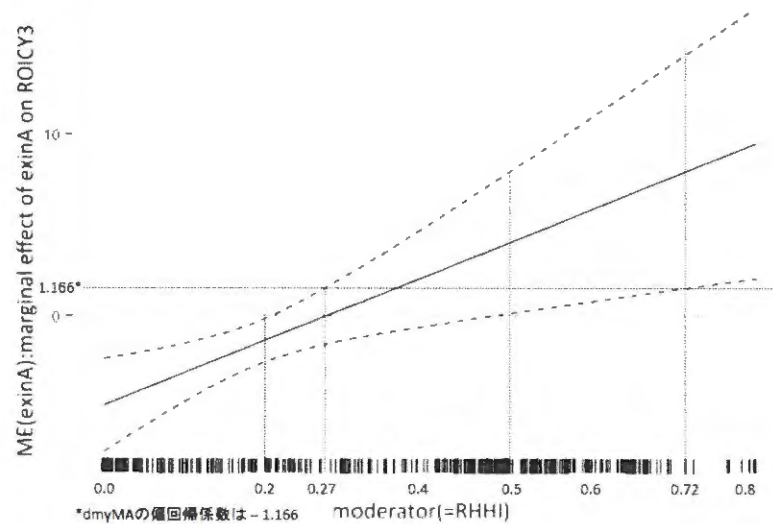
⁶ 分析過程で表 5.3.2 をもとに多重共線性の問題を検討した。「売上(対数)(SalesL)」と「R&D 投資額(invRD)」にやや高い相関が存在した。多重共線性への対処として、高い相関の変数をモデルから除去することが考えられるが、近年では「特定化の誤り」を引き起こしてしまうため変数除去は推奨されていない。変数除去により当該変数の統制が欠如してしまうのに、仮説検定を行うためである(朝野・中村, 2009, p.120-122)。代わりに、十分に大きなサンプルサイズ(観察数)を用いて、標準誤差が大きくならないように推定することが推奨されている。サンプルサイズ見積もりソフト G*Power(Erdfelder, Faul, & Buchner, 1996)を用いて、サンプルサイズを見積もると必要サンプルサイズは 196 であった(効果量 f²=0.15, 有意水準 $\alpha=0.05$, 検定力 $\beta=0.95$, テスト対象従属変数=10 変数, 全従属変数=148 変数)。本分析のサンプルサイズは 762 であり、十分なサンプルサイズを用いていると判断できる。なお、念のため「売上(対数)」と「R&D 投資額」を除去したモデル、2 変数を除去し代わりに研究開発集約度(=R&D 投資額/売上(対数))を変数として追加したモデルも推定したが、本文中表 5.3 の推定結果 am5.4 と大きな違いはなかった(data not shown)。

表 5.3 モデルの推定結果

Dependent variable: ROICY3						
	(1) am0	(2) am1	(3) am2	(4) am3	(5) am4	(6) am5
InvMA			-3.42e-06 (0.00000)	-2.56e-06 (0.00000)	-2.58e-06 (0.00000)	-9.68e-06 (0.00001)
exinA				-1.540** (0.612)	-1.530** (0.612)	-4.920*** (1.304)
RHHI					0.864 (1.986)	-0.290 (2.013)
exinA×RHHI						17.877*** (6.081)
dmyMA			-1.330*** (0.485)	-0.652 (0.553)	-0.674 (0.556)	-1.166** (0.577)
SalesL		-4.556*** (0.954)	-4.851*** (0.959)	-4.547*** (0.962)	-4.415*** (1.009)	-4.239*** (1.005)
invRD		-1.90e-06 (0.00001)	-1.28e-06 (0.00001)	-2.70e-06 (0.00001)	-2.20e-06 (0.00001)	1.15e-06 (0.00001)
nSgmt		-1.201*** (0.392)	-1.096*** (0.392)	-0.999** (0.392)	-1.089** (0.443)	-0.958** (0.443)
OrPrft		-2.40e-06 (0.00000)	-3.57e-06 (0.00000)	-2.81e-06 (0.00000)	-2.96e-06 (0.00000)	-3.36e-06 (0.00000)
Market		-11.371*** (4.174)	-11.572*** (4.158)	-10.415** (4.165)	-10.217** (4.193)	-9.479** (4.174)
Constant	3.481* (1.889)	67.328*** (11.967)	70.276*** (11.996)	65.934*** (12.069)	64.104*** (12.789)	61.705*** (12.736)
ComCode	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
AIC	4249	4212	4205	4199	4201	4192
Observations	762	762	762	762	762	762
R ²	0.666	0.685	0.689	0.693	0.693	0.697
Adjusted R ²	0.591	0.612	0.616	0.620	0.619	0.624
Residual Std. Error	3.616 (df = 622)	3.524 (df = 618)	3.503 (df = 616)	3.488 (df = 615)	3.491 (df = 614)	3.469 (df = 613)
F Statistic	8.920*** (df = 139; 622)	9.390*** (df = 143; 618)	9.432*** (df = 145; 616)	9.492*** (df = 146; 615)	9.416*** (df = 147; 614)	9.528*** (df = 148; 613)

注: *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01, ()は標準誤差

図 5.2 交互作用のマージナル効果



次に、仮説 2 について AIC に基づきデータとの適合度が最良であるモデルの am5 を用いて検証する。am5 は交互作用モデルであり、単なる偏回帰係数の比較では不十分である。

よって、M&A 投資比率(exinA)の ROIC に対するマージナル効果を分析する。マージナル効果は例えば $Y=b_1X+b_2Z+b_3XZ$ という交互作用モデルの時に、 $ME(X)=\Delta Y/\Delta X=b_1+b_3Z$ で示される効果のことである。Z は調整変数(moderator)と呼ばれる。

図 5.2 に示したマージナル効果図から、M&A 投資比率 exinA のマージナル効果と多角化度 RHHI との関係を分析する。図 5.2 から、調整変数 RHHI の増大により exinA のマージナル効果が増大していることがわかる。調整変数 RHHI を考慮すると、exinA のマージナル効果は次の(a)~(c)に示す3つのパターンに分かれることがわかる。

- (a) $RHHI < 0.2$ で exinA のマージナル効果は統計的に有意にマイナス効果をもつ
- (b) $0.2 < RHHI < 0.5$ で exinA のマージナル効果は統計的に有意な効果を持たない
- (c) $0.5 < RHHI$ で exinA のマージナル効果は統計的に有意にプラスの効果を持つ

ただし、am5 では M&A 投資について dmyMA という変数を同時に投入しているので dmyMA の効果を考慮する必要がある。dmyMA の偏回帰係数は -1.166 である。 $ME(exinA) = 1.166$ は、dmyMA 変数を考慮した時の $ME(exinA)$ のブレイクイーブンポイントである。

dmyMA の効果を考慮すると、上記の(a)~(c)の区間は次の(a')~(c')のように修正される。
(a') $RHHI < 0.27$ で有意にマイナス、(b') $0.27 < RHHI < 0.72$ で有意な効果を持たない、
(c') $0.72 < RHHI$ で有意にプラスの効果を持つ。

上記の分析結果は、仮説 1 に対して複雑な条件があることを示している。

RHHI が(a')の区間にある場合とは、多角化度が低い場合である。このとき、M&A 投資比率 exinA を高めると、そのマージナル効果は統計的に有意にマイナスを示す。言い換えれば、マージナル効果をプラスにするためには、M&A 投資比率を低める必要がある。以上をまとめると、多角化度が低い場合は、M&A 投資比率を低くすることによって、業績が高まる。つまり、(a')で M&A 投資比率のマージナル効果が統計的に有意にマイナスであるという推定結果から、仮説 2a は支持されているといえる。

逆に、多角化度 RHHI が十分に高く、(c')の区間にあるときには、M&A 投資比率 exinA のマージナル効果は統計的に有意にプラスの効果を持つ。この推定結果は、多角化度が高い場合には、M&A 投資比率を高めると業績が高まることを意味しており、仮説 2b を支持している。

多角化度 RHHI が中間的な範囲(b')にあるときには、M&A 投資比率 exinA の効果は統計

的に有意ではない。

つまり、分析結果をまとめると、多角化度が低い場合は、M&A投資比率を低く抑えることで、業績にプラス効果をもたらす。逆に、多角化度が高い場合には、M&A投資比率を高めることで業績にプラス効果をもたらすことが明らかになった。

V. 結論

本章の研究では、企業が多角化戦略を実施する際、M&A投資比率がどのように業績に影響するかを推定した。傾向スコア・マッチング法により環境因子の影響を調整したデータセットに対して、多角化度とM&A投資比率との間に交互作用を設定した回帰モデルを適用して推定を行った。

推定の結果、多角化度が低い場合には、M&A投資比率を高めると、業績にマイナス効果をもたらすことが明らかになった。逆に、多角化度が高い場合には、M&A投資比率を高めると、業績にプラス効果をもたらすことが明らかになった。

今回の実証分析では、傾向スコア・マッチング法によって企業のベースライン特性（売上高等）を調整し、さらに企業ダミーを分析モデルに投入することによって、企業固有の特性を含めた分析になるように努力した。しかし、今回の実証研究の中で取り上げなかった重要な変数がまだ存在しているかもしれない。そのような変数の可能性として、本社能力があげられる。

本社能力とは、本社において集中的に遂行することで効果がある機能を実践できる能力である。具体的には、本社のガバナンス機能・戦略調整機能・資源配分機能・サービス機能などを意味することが多い(上野, 2011)。これらの本社能力は、本社がもつ事業部間の調整能力であると解釈することができる。Helfat et al. (2007)は、M&Aを遂行する際に、このような本社能力の有無が大きく影響すると主張している。

本社能力は、多角化度が高いときに、より顕著に業績の高低に影響すると考えられ、本章の研究の推定結果も、部分的であるが、この主張を示唆している。図 5.2 を再度みると、多角化度が低い時の M&A 投資比率のマージナル効果の信頼区間は小さい。つまり、M&A 投資比率の効果のばらつきは小さい。一方、多角化度の高いときの信頼区間は大きい。すなわち、多角化度が高いときには、M&A 投資比率の効果のばらつきが大きい。多角化度が高いときにばらつきが大きくなるというのは、多角化度が高いときに本社能力の強弱がより顕著に業績の高低に影響することを意味しているのかもしれない。しかし残念ながら、

本章の研究の実証分析をもとに本社能力について結論を下すことはできない。本社能力を明示的に分析枠組みに含めた実証分析や事例分析が必要である。そこで次章では、企業業績に対して多角化度と **M&A** 投資比率の交互作用が影響する点について事例分析し、効果的に **M&A** を実施するための本社能力とはどのようなものを明らかにする。

第6章 多角化度が高い企業の M&A 成功に必要な本社能力の研究

I. 背景・目的

近年の M&A は事業ポートフォリオの再編を目的としたものが多い。多角化度が高い企業の M&A には、本社能力が強く反映されているはずである。第5章の分析結果で、多角化度の M&A 投資比率の業績に対する効果が明らかになった。しかし、注目すべき点は他にもある。それは、企業の ROIC に対する M&A 投資比率のマージナル効果の信頼区間の大きさである。図 5.2 をみると、多角化度が高いほど信頼区間が大きい。これは M&A 投資比率の効果のばらつきが、多角化度が高いほど大きいことを示している。その理由として、多角化度が高いと、本社能力の強弱がより顕著に業績の高低に影響している可能性が考えられる。

本章の研究の目的は、多角化度が高い企業において、M&A の効果に影響する本社能力とは何なのかを明らかにすることである。BU 効果については、多くの実証研究が存在しているが、本社効果については多くの研究があるわけではない。本研究では、多額の投資を伴う M&A をいかに効果的に実施し、業績に結びつけられるのか、また、資源の近接度に関わらずどのようなケイパビリティを本社に持てば、M&A 投資を業績に結びつけることができるのか、といった点を明らかにする。

II. 先行研究

M&A に関連する一連の工程が、準備、実行、統合の三つのフェーズに分かれるということは、先行研究の中でも合意されていると理解できる。しかし、それは単にアクションが分類されるだけのことであり、企業の本社は、一連のプロセスとして取り組まなくては M&A の成功に結びつけるのが難しいことがわかる。三つのフェーズは相互に関連し、それぞれに独立した成功要因があるとは言えない。また、企業は、企業戦略の目標達成のために M&A を実施するのであり、買収企業とターゲット企業の関連性の価値をいかに企業成果に貢献させるかが成功の要因となる。

本章の研究の問題意識である「多角化度が高いと、M&A 投資が業績に与える効果について、本社能力の強弱がより顕著に高低に影響する」という根拠は、多角化度が高い企業の戦略立案の複雑性にあるかもしれない。先行研究からは、準備フェーズの段階で企業戦略と M&A 戦略の目的を明確にする必要が示された。事業ポートフォリオの変更、シナジ

一効果など企業戦略と M&A の目的を検討することは、多角化度が高いほど複雑になる。この部分の本社能力の違いが、M&A 効果の大小に影響している可能性は高い。このことは、Bruner(2005)が示した M&A 失敗の 6 つの要因の一つである「ビジネスが複雑なため、経営者は合併で何が起きているか、どんな行動を取るべきなのか理解するのが困難」と同様の考えである。成功の要因が複雑であることは、失敗をもたらす要因も複雑なのである。

では、一連のプロセスとして M&A を実施する際に、成功した企業はどのように行動しているのだろうか。失敗した企業は何がいけなかったのか。成功のためのノウハウは、学術的に明らかにされていない。むしろ、M&A を実施する当事者や、実際に複数案件に長年にわたり関わり続ける社外のアドバイザリーにそのノウハウが蓄積されていると推察される。

学術研究でそのノウハウについて分析できないことには、いくつかの理由がある。失敗の情報が開示されないからである。多角化に関連する企業情報について、新規参入は大きく企業から発表されるが、撤退や閉鎖については発表されたとしても目立たない。このことで研究データは多角化失敗率を過小評価している(Porter,2018)。

本章の研究では、M&A 戦略実施の現場から見て取れる成功の要因、失敗の要因、両方を分析する。

III. 研究方法

本章の研究は、二段階の手順を行う。一つ目はインタビュー調査により、M&A の成功に必要な本社能力とは何かを明らかにする。二つ目は M&A を成功させている企業の事例から、インタビュー調査で得た結果を確認する。

最初に、企業の M&A 戦略にアドバイザリーとして関わるプロフェッショナルに対してインタビュー調査を行う。そこで M&A を業績に結び付けられない要因、業績に結び付けられる要因を調査し、M&A を成功させるための本社能力とは何かを明らかにする。

次に、M&A を成功させている企業の事例から、インタビュー調査結果の妥当性を確認する。

IV. 結果・結論

M&A アドバイザリー専門家に対するインタビュー調査から、成功する M&A のための本社能力について、7 つの項目を抽出した。

次に、これらの項目について企業が実務に落とし込む際の困難度が、企業戦略パターンや多角化度に影響されることが説明された。多角化度が高い場合、戦略立案、シナジー効果、PMIの実施など各プロセス、または上記の7つの項目において、様々な複雑性が生じることとなる。その結果、7つの項目をうまく実践に落とし込めないのではないかという仮説が想定された。

そして、M&Aを成功させている企業事例、実際にどのようにM&A戦略を実施しているのか、その事実をもとに、多角化による戦略の複雑性が7つの項目の効果にどのように影響するのかを確認した。

事例企業の多角化戦略は、Rumelt(1974)のAC(Acquisitive Conglomerate)ではなく、技術関連、市場関連、事業補完性のある多角化であった。その結果、戦略立案、シナジー効果、PMIなどを想定した7つの項目における複雑性が、ACほどではないことが確認された。米国で多角化研究の主流がM&Aとなった背景とは異なり、事例企業の戦略は、社会市場全体を見据えた、技術関連M&Aによる企業成長であった。

そのような戦略の場合、企業戦略立案、シナジー効果の策定方法、PMIでのシナジー効果の進捗管理がACほど複雑ではないため、社内である程度標準化することが可能であった。

インタビュー調査で明らかにされたM&Aの三つのフェーズの一貫性については、必ずしも同じ担当者、同じ部署が、戦略立案フェーズ、ディール実行フェーズ、PMIフェーズを実施する必要があることも確認された。M&Aの専門組織が、戦略立案からディール実行フェーズに関わり、ディール実行フェーズからPMIに事業部が関わることで、7つの項目をうまく実施することが可能であった。

しかしこれができていたのは、誰にとってもわかりやすい経営手法と、業務成果を評価するKPIが標準化され、社内や買収先企業に正しく伝えられていることが前提であった。それを伝えるノウハウそのものが企業の中に蓄積されていることが必要であった。

日本企業は、昨今事業ポートフォリオの入れ替え、変更を余儀なくされている。それは、技術や市場が、これまでとは比較できないスピードで変化しているからである。そのためには事例企業のように、自社で技術を育成するよりも他社を買収する方が良いという判断を下す必要があるであろう。

企業は、市場の変化や競争を見ながら企業戦略を策定することをまず実施し、その後、その戦略目標を達成させるためにどのような企業のM&Aが必要なのかを検討する。M&A

案件そのものが少ないからという理由で、安易に持ち込まれた案件を優先してしまうと、本来の戦略目標の達成ができないだけでなく、M&A の失敗による業績低下を招いてしまう可能性が高い。

本章の研究の学術的な貢献は、M&A の成功のための本社能力とは何かを、多角化度との関係で具体的に 7 つの項目として明らかにした点である。過去の定量研究では、企業固有の M&A 能力が存在することは明らかにされていたが、どのような項目がそれに該当するのかは示されていなかった。

次に、実務家にとっての貢献は、効果的な M&A の実施プロセスを明らかにしたことである。日本企業の M&A 件数が増加したとはいえ、M&A 戦略立案から、ディール実行フェーズ、PMI フェーズすべてに関わる専門組織を設け、専門の人材をそこに投入するほどの案件数があるわけではないため、専門組織の設置がかえって非効率になる。その場合、フェーズ間の連携を取りながら実施するのが良いが、そのために全社的に経営手法と、業績管理の KPI を標準化し、社内事業と M&A により獲得した企業の両方で活用できるようにしておく必要がある。

第7章 議論・考察

第4章「M&A が戦略ポジション変更に及ぼす効果の研究」(以下、研究1)、5章「M&A 投資が企業業績に及ぼす効果の研究」(以下、研究2)、6章「多角化度が高い企業の M&A 成功に必要な本社能力の研究」(以下、研究3)、この三つの研究結果をまとめて議論し、考察する。

研究1では、企業の戦略目標を、業界全体の戦略方向性を考慮した戦略ポジションの変更として捉え、それに対する内部投資、外部投資の効果を検証した。戦略ポジション変更の距離に対しては内部投資である R&D 投資のプラス効果仮説が支持された。既存事業の周辺への事業拡大には内部投資の方に効果があるといえる。一方、相対的なポジションの変更である戦略ポジション変更角度には、M&A 投資が効果をもたらすことが明らかになった。戦略ポジション変更とは、戦略方向をシフトすることであり、事業ポートフォリオの入れ替えを意味する。研究1では M&A がどのような戦略変更に対して効果があるかを検証した。しかし、どのような戦略タイプにおいて M&A の企業の業績に対する効果があるかについては明らかになっていない。そこで業績効果を明らかにするために研究2を行った。

多角化している企業は、内部投資では効果的に活用されない余剰資源が蓄積してしまうため、新たな事業に参入しなくてはならないとされる(Amit et al.,1989)。企業が余剰資源を売却しない場合、M&A により外部から資源を調達して新たな事業に参入すると考察できる。つまり、多角化度が高い場合に、M&A という手法の効果が発揮されることが推察される。

研究2では、その仮説を実証するため、多角化度と M&A の企業業績に対する交互効果を検証した。その結果、多角化度が低い場合は、M&A の対 R&D 投資比率を低く抑えると、業績が高まることが検証された。また、多角化度が高い場合、R&D 投資額に対する M&A 投資額比率を高めると、業績が高まることも検証された。

多角化度が低い場合、内部投資(R&D 投資)から近接性がある資源を調達可能となり、主要事業の周辺で売上拡大、コスト効率化が可能となる。しかし多角化度が高い場合は事業同士が近接していないため、内部投資(R&D 投資)では必要な資源を得られない。そこで M&A が必要になると考察できる。

多角化度が高い場合、M&A 投資比率の業績に対するプラス効果が明らかになったが、

同時に多角化度が高い場合の、企業による M&A 投資比率の効果のばらつきが大きいことも明らかになった。これは本社能力の強弱により生じている可能性があるが、その本社能力が具体的に何なのかは、研究 2 から明らかにすることはできない。そこで、M&A 成功に必要な本社能力を、M&A を実施するプロセスにおける企業のケイパビリティとして捉え、研究 3 の事例研究を行なった。

研究 3 では、M&A の成功要因を明らかとするためにインタビュー調査を実施した。具体的には、M&A 専門家に対して「M&A 成功のためにはどのように M&A を実施する必要があるか」との質問に対する回答を検討し、M&A を成功させるための 7 項目を抽出した。そして、三つの M&A 実行フェーズである、戦略立案フェーズ、ディール実行フェーズ、PMI フェーズ全てに対して同一の M&A 担当者、M&A 専門組織が関与することが現実的には難しいことも明らかになった。また、それぞれの項目は、M&A 実施のための三つのプロセスのどれか一つに必要な項目ではない。成功の要因 7 項目は、三つのプロセスに対し、複雑に影響している。

さらに研究 2 で課題として残された、多角化度が高い場合の企業による M&A の効果のばらつきについて、なぜそのばらつきが生じるのかを 7 項目について考察した。その結果、多角化度が高い場合に生じる事業ポートフォリオの複雑性が、戦略立案能力、シナジー効果、PMI の管理などに困難を生じさせている可能性が考察できた。

最後に、抽出した 7 つの項目と、多角化度が高い場合の事業ポートフォリオの複雑性を踏まえ、M&A 戦略に成功している企業の事例から、実際にどのような方法で M&A の成功に結びつけているのかを確認した。事例企業は各項目を効果的に実施していたが、それができた要因が多角化戦略そのものにあることも確認された。事例企業は、シナジー捕捉、PMI、買収価格決定を戦略的に実施することで M&A を成功に結びつけていた。同社では、シナジー効果を高い精度で予測する手段、PMI においてシナジー効果を含めた事業の進捗管理を評価する KPI や実施に関する経営手法が、全社的に標準化され共有されていたからこそ、7 つの項目を効果的に実行できたと考察される。また事例企業の多角化は、共通の技術がベースにあり、技術関連性をベースとした多角化戦略であった。買収価格の上限はターゲット企業の技術者を自社で育成する際にかかる費用をプレミアムとして考慮した価格であった。その費用の見積もりができるのは、関連技術を自社内で育成、活用しているからである。また、シナジー効果についても既存事業部が DD の段階から関わることで、クロスセルによる売上増加、製造原価の削減の可能性によるコスト削減効果を高い精度で

予測した。何れも、自社の既存事業と技術的に近い事業だから実現できたのである。事業の進捗管理の KPI も、既存事業同様の工場の管理方法をもとにするものであった。

事例企業が M&A 戦略を成功させられた要因を分析すると、事例企業の多角化戦略はルメルトの多角化カテゴリー区分の RC(Related-Constrained)、または RL(Related-Linked)に当たることが特徴として挙げられる。RC とは、新事業をある程度特定の中心的な技術や資源に関連づけることによって多角化したもので、このカテゴリーに該当する企業では各事業活動は他の多くの事業活動と関連している。RL とは、必ずしも同一の強みや技術でなくても良いが、なんらかの強みや技術を、新事業と関連づけることによって多角化した企業である。この企業はいくつかの方向に多角化したり、新たに習得した新技術を利用したりして、異なった事業分野で活動するようになったものである(Rumelt,1974;大木,2010)。

事例企業が M&A 戦略をうまく実行できた背景には、多角化戦略のなかでも RC または RL 戦略であったことが影響していると考察する。つまり、技術製品と市場の間において独自のパターンを発展させた多角化戦略であったと考えることが妥当である。その技術関連をベースとして、事例企業は独自のシナジー効果の精度の高い算出方法や、PMI での進捗管理のノウハウを有していた。このことが M&A の成功を導いたのである。そのシナジー効果の算定方法や、PMI での進捗管理の具体的な手法を持つかどうか、多角化度が高い企業間での M&A の効果のばらつきを説明できると考察する。

では、RC、RL の多角化でない、つまり Rumelt(1974)の AC(Acquisitive Conglomerate)が該当する多角化カテゴリーの非関連多角化企業では、M&A 戦略を成功させることが困難なのだろうか。非関連多角化戦略をとる企業では、研究 3 で抽出した M&A 成功のための項目を実施する上で、RC、RL の企業よりも困難があることが予測できる。なぜなら、非関連多角化企業は、非関連事業での複雑な事業ポートフォリオを有しており、M&A 戦略を進める上で必要となる精度の高いシナジー効果の予測や PMI の進捗管理などに困難をきたすからである。大木(2010)は、Rumelt(1974)が UP といった非関連多角化が低業績につながりうる可能性を指摘し、その理由として、コアとなる技術や資源から外れた分野に進出することによる組織的な混乱が考えられると議論したことを述べた。M&A を実行する上でも、同様の理由による混乱が生じる可能性はあるかもしれない。

しかし Rumelt(1974)の分析結果を見ると、AC は ROE、1 株当たりの利益成長率では、他の多角化カテゴリーと比較して高い業績を示している。このことも考慮して非関連多角化企業の M&A の効果を今後確認することも必要である。

研究3ではRCまたはRL戦略企業である事例企業で、7つの項目を確認した。しかし事例企業による確認だけでは、非関連多角化戦略企業でこれら7つの項目がうまく実施されているのかを確認できていない。もし事業間の非関連性が事業戦略上の複雑性となり、その結果7つの項目の実施が困難であるとすれば、この点から、研究2で明らかになった多角化度の高い場合のM&A効果のばらつきを説明できる。

本研究では、非関連多角化戦略を取る企業のM&A戦略成功のための7つの要因について確認できてはいないが、現在の日本企業の多角化の中に、どの程度非関連多角化が含まれているのかは疑問である。

研究1の結果で示された、「事業セグメントの入れ替えも戦略ポジション変更角度に有意なプラス効果がある」については、事業の買収だけでなく、売却という手段を含めた撤退との両方が費用であることを意味している。非関連多角化企業では、余剰資源の種類や量が増加することが推察され、事業撤退も含めた複雑な事業ポートフォリオの変更、戦略策定が必要になる。その結果、M&A成功のための7つの項目の実施にも困難が生じる可能性があると考えられる。この点も、M&A効果のばらつきを説明する要因となりうる。

さらにそれ以前の問題として、近年日本企業がAC、UPのような非関連多角化戦略をとっているのかの疑問も残る。

第8章 まとめ

2000 年以後、日本企業は戦略目標を達成するため、M&A という手段を積極的に活用するようになった。そして日本企業の M&A 件数は 2017 年に過去最高となった。しかし企業は M&A の結果に満足していないという事実がある。学術的にも、M&A という戦略モードが効果的な手段であるかは明らかにされていない。この M&A という手段は本当に効果的な手段なのであろうか。そのような背景と問題意識から、本研究を行った。

第 1 章で述べたとおり、博士論文の一つ目の目的は、「企業が競争優位を生み出すための企業戦略目標達成のために、M&A は効果的な戦略モードなのかを明らかにする」である。二つ目の目的は、「M&A を成功させるためには、企業として何が必要なのかを明らかにする」である。これら目的を明らかにするため、最初に文献サーベイを行い、先行研究で明らかにされていない残された課題を提示した。そして本論文の一つ目の目的のために、RBV による実証研究(研究 1: 4 章 M&A が戦略ポジション変更に及ぼす効果の研究、研究 2: 5 章 M&A 投資が企業業績に及ぼす効果の研究)を行なった。さらに二つ目の目的のために、本社能力の M&A に対する効果の事例研究(研究 3: 6 章多角化度が高い企業の M&A 成功に必要な本社能力の研究)を行なった。

企業戦略目標達成のために、M&A(外部投資)が効果的な戦略モードなのか。この博士論文の目的に対する答えを二つの視点で議論した。

最初の視点は、M&A が業績というアウトプットを出す前提となる戦略目標達成のために、効果的な戦略モードなのかである。それを明らかにしたのが研究 1 である。研究 1 のリサーチ・クエスチョンは、「企業が業界内の競争を踏まえた事業ポートフォリオのポジションを変更することに、M&A は効果があるのだろうか?」「内部投資と外部投資の効果に違いがあるのか?」である。業界内の競争優位性を強化するための、業界内の戦略ポジションの方向を変更するという戦略目標の達成に対して、M&A は効果的な手段であった。これは業界内の競争優位を意識して戦略の方向をシフトさせることに対し、M&A が効果を持つことを示している。また、内部投資である R&D 投資額は、戦略ポジションを移動させるという戦略目標に対して効果を持つことが示された。

次の視点は、M&A が業績指標に対して効果的な戦略モードなのかである。研究 2 の目的は、研究 1 で明らかにできていない企業業績に対する M&A の効果を明らかにすることである。研究 2 のリサーチ・クエスチョンは、「内部投資、外部投資、どちらにどの程度比

重を置くかにより、業績効果(投資効果)にどのように影響するのか?」「業績効果は、多角化度の違いにより差があるのか?」である。これが戦略モードと戦略パターンの適合の研究である。内部投資に対する外部投資(M&A 投資)の比率がどのように企業業績に影響するかを検証するため、傾向スコア・マッチング法によって環境因子を調整したデータセットを構築し、重回帰分析を行なった。その結果、全ての企業において M&A が効果的なのではなく、多角化度が高い企業では、M&A 投資比率を高める方が、ROIC が高まることが明らかになった。つまり、多角化度が高い場合に、M&A は効果的な戦略モードである。

これら研究 1、研究 2 の結果は、最初の研究の目的に対して、M&A は効果的な戦略モードであることを示している。

さらに研究 2 の分析結果から、多角化度が高い企業では、M&A の業績に対する効果にばらつきが生じていることがわかった。同じ多角化度が高い企業間で効果のばらつきが生じるのは、本社の M&A に関する能力の強弱によると考えられる。この本社能力とは何かを明らかにすることが、博士論文の二つ目の目的につながる。

博士論文の二つ目の目的は、M&A を成功させるために企業として何が必要なのかである。これを明らかにするために、実際に企業が M&A を実行するプロセスで、何を行い、どのような結果になったのを把握する必要がある。研究 3 は、本社能力の M&A に対する効果研究である。これは研究 2 で明らかになった M&A の効果のばらつきが生じるメカニズムを明らかにするための研究であり、本社のどのような能力が影響しているのか、それを明らかにするための研究である。しかし失敗事例については公開情報から情報を入手することが困難である。そこで研究 3 では M&A に関わるプロフェッショナルに対するインタビュー調査を行い、事例研究から、企業が M&A を実施する上でどのような本社能力が必要かを明らかにした。

研究 3 のリサーチ・クエスションは、「M&A 成功に必要な企業経営者、本社機能、本社組織などの本社能力とはどのようなものか?」「どのような本社能力があるときに、M&A の効果が生じるのか?」である。

研究結果から七つの本社能力を抽出した。そして 7 つの項目を企業が実行しようとする、企業戦略複雑性が様々な困難をもたらす可能性が考察された。

さらにインタビュー調査から抽出した 7 つの項目について、事例企業の事例からその内容を確認した。その結果、事例企業の多角化戦略が、技術関連性の高い関連多角化であることが、7 つの項目を効果的に実行できることに大いに関係していた。この 7 つの項目を

実行できているかが、多角化度が高い企業間の M&A 効果のばらつきを説明すると考えられた。

また、これら 7 項目は、M&A 実行プロセスである準備フェーズ、実行フェーズ、買収後統合フェーズの区分を超えて発揮されなくてはならない能力であった。つまり、企業が M&A を実行する際、各フェーズを独立させて実行するのではなく、最初の戦略目標を達成させるために全てのフェーズで共通して実施すべきことが存在する。そのため、フェーズを超えて同一人物が担当するか、または情報を上手に次のフェーズに伝えなくてはならないのである。これらの発見は、M&A を実施する企業の実務家にとって大きな貢献である。そしてこれは、博士論文の二つ目の目的に対する答えであり、研究 3 のリサーチ・クエスションに対する答えである。

次に本研究の限界について述べる。本研究の研究 1、研究 2 のサンプル企業は、東証 33 業種分類の中の電気機器である。Rumelt(1974)が指摘しているような、「企業は技術と製品と市場のあいだの関連において、独自のパターンを発展させている」ということが、業界により異なるとすれば、電気機器業界以外の企業では、M&A 成功のための 7 つの項目の機能の仕方が異なるかもしれない。今後は、他の業界についても同様の研究を試みる必要があると考える。

二つ目の限界は、セグメント分類の方法についての限界である。本論文ではセグメント別売上高を求めるために、日本標準産業分類コードを使用している。しかし 2 章で指摘したとおり、各事業が日本標準産業分類により同様のレベルで分類されているとはいいきれず、信頼性の問題が残る。また、時代の変化により新しい産業が誕生していることがどこまで反映されているかは疑問である。本研究では、各企業が報告したセグメント情報の分類が標準化されていないため、標準化されたコードである日本標準分類に付番したものをサンプルとしたが、新たな方法で分類されたもので、過去のデータと合わせて分析できるコードは存在していないため、この点は本研究の限界である。

三つ目の限界は、M&A 案件毎の規模を考慮していない点である。年間 M&A 投資額を変数として使用したが、少額投資 M&A を複数回数実施するサンプルと、1 件の一定規模の M&A を実施するサンプルとの区別ができていない点である。年間の M&A 投資額合計金額を変数として使用したため、案件毎の規模は考慮できていない。

四つ目の限界は、上場企業のみをサンプルとしたことで、一定の規模の企業に限定した研究であることである。日本では中小企業による M&A の件数が大企業同様に増加傾向に

ある。中小企業にとって M&A という戦略モードが効果的なのかは、本研究からは明らかにされていない。

五つ目の限界は、M&A 投資額を変数としたため、事業売却の効果については考慮していないことである。企業は事業ポートフォリオを変更する場合、買収だけではなく、事業撤退のための売却も同時に行うことがある。日本企業は事業撤退のタイミングが遅いと言われることがある。適切なタイミングでの売却も、M&A 同様に業績に対して効果的な手段である。今後は、売却、買収、両方を変数に含む研究が必要となる。

さらに、第 2 章に示した先行研究で明らかにされていない研究課題の中で、「ビジネス・エコシステムの中での戦略タイプにおける M&A の効果、特定の非関連における成功要因」について、本論文の中で研究することができていない。ビジネス・エコシステムを目的とした M&A の案件をどのように定義するかは、まだ学術分野での議論が十分されていない。またそれに該当する M&A の案件がどれだけ存在するかも疑問である。これら理由から、研究のためのサンプル抽出が難しく、この課題について研究が及ばなかったことも、本論文の限界である。

最後に本研究の貢献について述べる。この論文の一つ目の学術的貢献は、戦略モードが企業の戦略変更に対してどのような効果があるかを実証した点である。業績効果に至る前提である、戦略目標を達成できていたのかを明らかにした。

二つ目の学術的貢献は、これまで戦略タイプ(多角化タイプ)と戦略モードの適合の研究で実証されていなかった業績効果について明らかにした点である。多角化研究の領域では、多角化タイプのカテゴリーによる業績の実証研究がされているが、それら研究では、そのモードが内部投資なのか外部投資なのかについては考慮していなかった。それを本研究で実証した点は学術的な貢献である。

また、本研究は、昨今 M&A を積極的に実施している日本企業の実務家にとっての貢献も大きい。研究の中で、M&A 成功のための 7 つの項目を具体的に明示できたことは、企業の M&A 実施担当実務家にとって、客観的に自社の M&A 戦略をレビューし改善していくための一助となり、企業に貢献するものである。

謝 辞

本論文の執筆に当たり、多くの方々からご指導、ご教示いただき、お世話になりました。ここに記して感謝の意を表します。

主指導教員である立本博文先生からは、研究歴の浅い私に対し、博士研究の進め方や内容に留まらず、学会での発表や投稿の機会、実務家出身の研究者としての姿勢や心構えに至るまで大変親身なご指導をいただきました。先生のご指導のもとで本論文の成就をみることができましたことに、心より謝意を捧げます。また副指導教員である領家美奈先生には、夜遅くまで長時間にわたり分析方法についてご指導いただきました。佐藤秀典先生にも、随時貴重なアドバイスをいただきました。ステージ発表時に、統計分析の視点から貴重なコメントを頂戴し、御指導いただいた佐藤忠彦先生、入学後3年間副指導教員であった稲水伸行先生(東京大学)にも心より感謝申し上げます。そして匿名の予備審査委員2名の先生からは、大変重要なコメントを頂き、論文の内容を改善することができました。ここに感謝申し上げます。

新宅純二郎先生(東京大学)には、学会発表の場で大変有意義なコメントをいただくことができ、分析を追加することで、研究をより充実させることができました。投稿論文のシニアエディター藤原雅俊先生(一橋大学)と2名の匿名のレフリーの先生からは、丁寧な査読意見を頂戴し、論文を完成させることができました。ここにお名前を記すことができない先生を含め、皆様に御礼申し上げます。

立本ゼミの学友からも、様々な支援をいただきました。後期博士課程入学時から約5年間、長時間のゼミで議論を交わした仲間である、柴田健一さん、原寛和さん、中西和子さん、事例研究に協力いただいた山内利夫さん、佐々木秀典さん、ソフトウェアの使い方でも多大な支援をいただいた平坂透さん、そして戸塚奈緒子さんには大変お世話になりました。その他立本ゼミの学生全員にも深謝の意を表します。

30年前に、筆者の修士論文の指導教官であった矢作恒雄先生(慶應義塾大学名誉教授)には、博士課程進学を強く勧めていただきました。入学準備に際し、様々なご指導をいただき、その後も継続して励ましのお言葉を頂戴いたしました。深く感謝いたします。

本務である名古屋商科大学、教授・理事長、栗本博行先生から、博士論文執筆のための時間的配慮や研究費での支援、励ましをいただきました。厚く御礼申し上げます。

最後に、一番大変な時期であった博士論文完成前の約半年間、私の多忙な日々や不安な心情を理解し、精神面で支え、応援してくれた、パートナーの林簡さんに、心から感謝いたします。

参考資料(博士論文全文)

- Ahuja, G., & Katila, R. (2001). Technological acquisition and innovation performance of acquiring firms. *Strategic Management Journal*, 22, 197–220.
- Amihud, Y., Dodd, P., & Weinstein, M. (1986). Conglomerate mergers, managerial motives and stockholder wealth. *Journal of Banking and Finance*, 10, 401–410.
- Amit, R., Livnat, J., & Zarowin, P. (1989). The mode of corporate diversification: Internal ventures versus acquisitions. *Managerial and Decision Economics*, 10(2), 89–100.
<http://doi.org/10.1002/mdc.4090100202>
- Ansoff, I. H. (1957). Strategies for diversification. *Harvard Business Review*, 35(5, Sep-Oct), 113–124.
[http://doi.org/10.1016/0024-6301\(72\)90048-9](http://doi.org/10.1016/0024-6301(72)90048-9)
- Asquith, P. (1983). Merger bid, uncertainty, and stockholder returns. *Journal of Financial Economics*, 11, 51–84.
- Barney, J. B. (1986). Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 32(10), 1231–1241. <http://doi.org/10.1287/mnsc.32.10.1231>
- Barney, J. B. (1988). Returns to bidding firms in mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 9, 71–78.
- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, Mar, 17, 1, 99–120.
- Barney, J. B. (2002). *Gaining and sustaining competitive advantage, Second edition*. NJ: Prentice Hall, Inc. 邦訳, ジェイ B. バーニー (2003) 『企業戦略論【競争優位の構築と持続】上 基本編、下 全社戦略編』岡田正大訳, ダイヤモンド社.
- Bauer, F., & Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A Success: The roll of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, 35, 269–291.
- Behr, A., & Heid, F. (2011). The success of bank mergers revisited. An assessment based on a matching strategy. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 117–135.
<http://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.08.006>
- Bhojraj, S., Lee, C. M. C., & Oler, D. K. (2003). What's my line? A comparison of industry classification schemes for capital market research. *Journal of Accounting Research*, 41(5), 745–774.

- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21, 3–40.
- Brunner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance, SPRING/SUM*, 48–68.
- Brunner, R. F. (2004). *Applied mergers and acquisitions*. New York: John Wiley & Sons.
- Brunner, R. F. (2005). *Deals from hell, M&A lessons that rise above the ashes*. New York: John Wiley & Sons 邦訳, ロバート F. ブルナー (2006) 『M&Aは儲かるのか なぜ企業買収に失敗するのか』 林大幹訳, 一灯社.
- Burgelman, R. (1986) Managing corporate entrepreneurship: New structure for implementing technological innovation. In M. Horwitch (ed.), *Technology in the modern corporation*. New York, Pergamon Press.
- Busija, E. C., O'Neill, H. M. O., & Zeithaml, C. P. (1997). Diversification strategy, Entry mode, and Performance: Evidence of choice and constraints. *Strategic Management Journal*, 18(4), 321–327.
- Capron, L., & Pistre, N. (2002). When do acquirers earn abnormal returns? *Strategic Management Journal*, 23(9), 781–794. <http://doi.org/10.1002/smj.262>
- Cassiman, B., Colombo, M. G., Garrone, P., & Veugelers, R. (2005). The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological- and market-relatedness. *Research Policy*, 34(2), 195–220. <http://doi.org/10.1016/j.respol.2005.01.002>
- Chatterjee, S., & Singh, J. (1999). Are tradeoffs inherent in diversification moves? A simultaneous model for type of diversification and mode of expansion decisions. *Management Science*, 45(1), 25–41. <http://doi.org/10.1287/mnsc.45.1.25>
- Christensen, C. M. (2011). *The New M&A Playbook*, Clayton M. Christensen on Innovation, Boston: Harvard Business Review Press. 邦訳, クレイトン M. クリステンセン (2013) 『クリステンセン戦略論』 DIAMOND ハーバード ビジネス レビュー 編集部 編訳. ダイヤモンド社
- Cloodt, M., Hagedoorn, J., & Van Kranenburg, H. (2006). Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*, 35(5), 642–654. <http://doi.org/10.1016/j.respol.2006.02.007>

- Cohen, W. M., & Levinthal, D. A. (1990). Absorptive capacity: A New perspective on Learning And Innovation. *Administrative Science Quarterly*, 128–152.
- Datta, D. K. (1991). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition intergration. *Strategic Management Journal*, 12, 281–297.
- Datta, D. K., Pinches, G. E., & V.K.Narayanan. (1992). Factors influencing wealth creation from Mergers and Acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13(July 1990), 67–84.
- Davis, J., Schoorman, F., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20–47.
- Dodd, P. (1980). Merger proposals, management discretion and stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 8, 105–138.
- Dodd, P., & Rubac, R. (1977). Tender offers and stockholder returns: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 5, 335–374.
- Eisenhardt, K. M., & Brown, S. L. (1998). Time pacing: Competing in markets that won't stand still. *Harvard Business Review*, 76(2), 59–69. <http://doi.org/10.15713/ins.mmj.3>
- Epstein, M. J. (2004). The drivers of success in post-merger integration. *Organizational Dynamics*, 33(2), 174–189. <http://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2004.01.005>
- Erdfelder, E., Faul, F., & Buchner, A. (1996). GPOWER: A general power analysis program. *Behavior Research Methods. Instruments. & Computers*, 28, 1–11.
- Flanagan, D. j. (1996). Announcement of purely related and purely unrelated mergers and shareholder returns: Reconciling the relatedness paradox. *Journal of Management*, 22, 823–835.
- Franks, J., Harris, R., & Sheridan, T. (1991). The Postmerger share-price performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 29, 81–96.
- Fukuzawa, M. (2015). Dynamic capability as fashion. *Annals of Business Administrative Science*, 14(2), 83–96. <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.7880/abas.14.83>
- Grant, R. M., & Jammine, A. P. (1988). Performance differences between the Wrigley / Rumelt Strategic categories. *Strategic Management Journal*, 9(4), 333–346.
- Hagedoorn, J. (2002). The effect of mergers and aquisitions on the technological performance of companies in a high-tech environment. *Technology Analysis & Strategic Management*, 14, 67–89.

- Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135–175.
[http://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90002-F](http://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90002-F)
- Helfat, C. E., Finkelstein, S., Mitchell, W., Peteraf, M. A., Singh, H., Teece, D. J., & Winter, S. G. (2007). *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations*. Oxford, U.K.: Blackwell Publishers Limited.
- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1996). The market for corporate control and firm innovation. *Academy of Management Journal*, 39(5), 1084–1119.
- Hitt, M. A., R.E.Hoskisson, R.D.Ireland, & J.S.Harrison. (1991). Effects of acquisitions on R & D inputs and outputs. *Academy of Management Journal*, 34. 3, 693–706.
- Hitt, M., Harrison, J., Ireland, R. D., & Best, A. (1998). Attributes of successful and unsuccessful acquisitions of US Firms. *British Journal of Management*, 9(2), 91–114.
<http://doi.org/10.1111/1467-8551.00077>
- Homburg, C., & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 27(4), 347–367. <http://doi.org/10.1002/smj.520>
- Hopkins, H. D. (1987a). Acquisition strategies and the market position of acquiring firms. *Strategic Management Journal*, 8, 535–547.
- Hopkins, H. D. (1987b). Long-term acquisition strategies in the U.S. economy. *Journal of Management*, 557–572.
- Ikeda, K., & Doi, N. (1983). The performances of merging firms in Japanese manufacturing industry: 1964–75. *The Journal of Industrial Economics*, 31(3), 257–266.
- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 11, 5–50.
- Kang, J.-K., Shivdasani, A., & Yamada, T. (2000). The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese. *The Journal of Finance*, LV(5), 2197–2218.
- Kitching, J. (1967). Why do mergers miscarry? *Harvard Business Review*, November–D, 84–101.
- Kraatz, M. S., & Zajac, E. J. (2001). How organizational resources affect strategic change and performance in turbulent environments: Theory and evidence. *Organizational Science*, 12(5), 632–657.

- Kruse, T. a., Park, H. Y., Park, K., & Suzuki, K. (2007). Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(2), 154–172. <http://doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.07.001>
- Lamberg, J. A., Tikkanen, H., Nokelainen, T., & Suur-Inkeroinen, H. (2009). Competitive dynamics, strategic consistency, and organizational survival. *Strategic Management Journal*, 30(1), 45–60. <http://doi.org/10.1002/smj.726>
- Lamont, B. T., & Anderson, C. R. (1985). Mode of corporate diversification and economic performance. *Academy of Management Journal*, 28(4), 926–934. <http://doi.org/10.2307/256245>
- Leone, M. I., & Reichstein, T. (2012). Licensing-in fosters rapid invention! The effect of the Grant-Back Clause and technological unfamiliarity. *Strategic Management Journal*, 33, 965–985. <http://doi.org/10.1002/smj>
- Lin, C. S., & Dang, V. T. (2017). Untangling the relationship between strategic consistency and organizational performance: An empirical analysis of moderator variables. *Journal of Management and Organization*, 23(4), 483–503. <http://doi.org/10.1017/jmo.2016.50>
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the performance of the acquiring firm. *Academy of Management Review*, 8(2), 218–225. <http://doi.org/10.5465/AMR.1983.4284724>
- Lubatkin, M. (1987). Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8, 39–53.
- Lubatkin, M., & Neill, H. M. O. (1987). Marger strategies and capital market risk. *Academy of Management Journal*, 30(4), 665–684.
- Lubatkin, M., & Shrieves, R. E. (1986). Towards reconciliation of market performance measures to strategic management Research, 11(3), 497–512.
- Magretta, J. (2012). *Understanding Michael Porter*. Boston,Massachusetts: Harvard Business Review Press.
- Makri, M., Hitt, M. A., & Lane, P. J. (2010). Complementary technologies,knowledge relatedness, and invention outcomes in high technology mergers and acquisitions. *Strategic Management Journal*, 31, 602–628. <http://doi.org/10.1002/smj>
- McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How much does industry matter,Really? *Strategic Management Journal*, 18, 15–30.

- Meckl, R. (2004). Organising and leading M&A projects. *International Journal of Project Management*, 22, 455–462.
- Miller, D., & Chen, M.-J. (1994). Sources and consequences of competitive inertia: A Study of the U.S. Airline Industry. *Administrative Science Quarterly*, 39(1), 1. <http://doi.org/10.2307/2393492>
- Montgomery, C. A. (1982). The measurment of firm diversification: Some new empirical evidence. *The Academy of Management Journal*, 25,2, 299–397.
- Müller, J., & Kunisch, S. (2018). Central perspectives and debates in strategic change research. *International Journal of Management Reviews*, 20(2), 457–482. <http://doi.org/10.1111/ijmr.12141>
- Nadolska, A., & Barkem, H. G. (2014). Good leaners: How top management teams affect the success and frequency of Acquisitions. *Strategic Management Journal*, 35, 1483–1507.
- Nagaoka, S. (2010). M&As and corporate performance in Japan. Transferring vs sharing of control right. In H. Itami, K. Kusunoki, T. Numagami, & A. Takeishi (Eds.), *Dynamics of knowledge, corporate system and innovation* (Chapter 10, pp. 247–265). Berlin, Heidelberg, Germany: Springer-Verlag.
- Nakauchi, M., & Wiersema F, M. (2015). Executive succession and strategic change in Japan. *Strategic Management Journal*, 36, 298–306.
- Nelsoy, R, R., & Winter, S. G. (1982). An evolutionary theory of economic change. (pp. 147–175). Cambridge: Harvard University O'Reilly.
- Pakes, A. (1985). On patents,R&D,and the stock market. *Journal of Political Economy*, 93, 390–409.
- Parola, H. R., Ellis, K. M., & Golden, P. (2015). Performance effects of top management team gender diversity during the merger and acquisition process. *Management Decision*, 53(1), 57–74. <http://doi.org/10.1108/MD-03-2014-0141>
- Penrose,E.T.(1980).*The theory of the growth of the firm*(2nd).Oxford,UK:Blackwell.邦訳,E.T.ペンローズ(1980)『会社成長の理論(第二版)』末松玄六訳.ダイヤモンド社.
- Pettway, R. H., & Yamada, T. (1986). Mergers in Japan and their impacts upon Stockholders' Wealth. *Financial Management, Winter*, 43–52.
- Pinhiro, Jose C., & Bates, Douglas M.(2000). *Mixed Effects Models in S and S-PLUS* .New York:Springer Science+Business Media.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (2018). *On competition updated and Expanded Edition*,Wartertown,MA:HarvardBusienss

- Review Press.邦訳,マイケルE.ポーター(2018)『新版 競争戦略論I』竹内弘高監訳,ダイヤモンド社
- Quy Nguyen, H. (2011). How middle managers' group-focus emotions and social identities influence strategy implementation. *Strategic Management Journal*, 32, 1387–1410.
<http://doi.org/10.1002/smj>
- Rau,P.R.,& Vermaelen,T.(1998).Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms.*Journal of Financial Economics*,49,223–253.
- Ray, G., Barney, J. B., & Muhanna, W. A. (2004). Capabilities, business processes, and competitive advantage: Choosing the dependent variable in empirical tests of the resource-based view. *Strategic Management Journal*, 25(1), 23–37. <http://doi.org/10.1002/smj.366>
- Robins, J., & Wiersema, M. (1995). A resource-based approach to the multibusiness firm:Empirical analysis of portforio interrelationships and corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 16(May 1995), 277–299. Retrieved from
<http://dx.doi.org/10.1002/smj.4250160403>
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy,structure,and economic performance*. Boston,MA:Harvard Business School Press.邦訳,R.P.ルメルト(1977)『多角化戦略と経済効果』鳥羽欽一郎、山田正喜子、川辺信雄、熊沢孝訳.東洋経済新報社
- Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359–369. <http://doi.org/10.1002/smj.4250030407>
- Rumelt, R. P. (1991). How much does industry matter? *Strategic Management Journal*, 12, 167–185.
- Sato, H. (2017). Strategic Consistency Revisited: From Resource Allocation to Temporal Continuity. *Annals of Business Administrative Science*, 16, 265–273.
- Schaik, D. Van, & Onno W., S. (2004). Price and volume effects of merger bids in Japan. *Working Paper, Hitotsubashi University*, (June). Retrieved from ssrn: <http://ssrn.com/abstract=592081>
- Schmalensee, R. (1985). Do markets differ much? *The American Economic Review*, 75(3), 341–351.
- Siggelkow, N. (2002). Evolution toward fit. *Administrative Science Quarterly*, 47(March), 125–159.
- Siggelkow, N., & Levinthal, D. A. (2003). Temporarily divide to conquer: centralized, decentralized, and reintegrated organizational approaches to exploration and adaptation. *Organization Science*, 14(6), 650–669. <http://doi.org/10.1287/orsc.14.6.650.24870>
- Simmonds, P. G. (1990). The combined diversification breadth and mode dimensions and the

- performance of large diversified firms. *Strategic Management Journal*, 11(5), 399–410.
<http://doi.org/10.1002/smj.4250110506>
- Teece, D. J. (1982). Towards an economic theory of the multi product firm. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, 39–63.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18:7, 509–533. Retrieved from
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/B9780750670883500097>
- Trichterborn, A., Knyphausen-Aufseß, Dodo, Z., & Schweuzer, L. (2015). How to improve acquisition performance: The role of a dedicated M&A function, M&A learning process, and M&A capability. *Strategic Management Journal*, 12. <http://doi.org/10.1002/smj>
- Uhlenbruck, K., Hitt, M. A., & Semadeni, M. (2006). Market value effects of acquisitions involving internet firms: A resource-based analysis. *Strategic Management Journal*, 27, 899–913.
<http://doi.org/10.1002/smj>
- Van Schaik, D., & Steenbeek, O. W. (2004). Price and volume effects of merger bids in Japan. *Working Paper, Hitotsubashi University*, (2004, June). retrieved from <http://ssrn.com/abstract=592081>
- Valentini, G. (2012). Measuring the effect of M&A on patenting quantity and quality. *Strategic Management Journal*, 33, 336–346.
- Villalonga, B., & McGahan, A. M. (2005). The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic Management Journal*, 26(13), 1183–1208. <http://doi.org/10.1002/smj.493>
- Wernerfelt, B. (1984). A Resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, Vol.5, 171–180.
- Yeh, T., & Hoshino, Y. (2001). Shareholders' wealth, bank control, and large shareholders: An analysis of Japanese mergers. *Japan Journal of Finance (経営財務研究)*, 21(2), 150–166.
- Yeh, T., & Hoshino, Y. (2002). Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers. *Japan and the World Economy*, 14(3), 347–366.
[http://doi.org/10.1016/S0922-1425\(01\)00081-0](http://doi.org/10.1016/S0922-1425(01)00081-0)
- 青木英孝 (2009). 「日本企業における多角化の推移」 『千葉商大論叢』 46(4) 2009, 19–38.
- 浅野 哲・中村二郎 (2009). 『計量経済学』 東京: 有斐閣.
- 池田勝彦・土井教之 (1980). 『企業合併の分析 国際比較』 東京: 中央経済社.

- 井上光太郎 (2002).「日本のM&Aにおける取引形態と株価効果」『経営財務研究』 22(2), 107-120.
- 井上光太郎・加藤英明.(2003)「M&A発表日の株価効果に関する要因分析」『現代ファイナンス』 13, 3-28.
- 井上光太郎・加藤英明(2006).『M&Aと株価』東京:東洋経済新報社.
- 上野恭裕 (2011).『戦略本社のマネジメント 多角化戦略と組織構造の再検討』白桃書房.
- 大木清弘 (2010)「目指すべき多角化戦略とは何だったのか?:Rumelt研究再考-経営学輪講 Rumelt(1974,1982)」『赤門マネジメント・レビュー』 9巻4号, 243-264.
- 岡部光明・関晋也 (2006).「日本における企業 M&A（合併および買収）の効果」『慶應義塾大学 総合政策学ワーキングペーパー』 NO.107, 1-58.
- 要慎吾・中村健太郎 (2016).「PMIの全体像」ウイリス・タワーズワトソン (編著)『M&Aシナジーを実現するPMI』 (pp. 12-32). 東京: 東洋経済新報社.
- 木村史彦 (2009).「業種分類の信頼性比較 -日経業種分類、東証業種分類、およびGICS業種分類の比較分析-」『現代ディスクロージャー研究』 (9), 33-42.
- 経済産業省わが国企業による海外M&A研究会 (2018).『「我が国企業による海外M&A研究会」報告書』 No. 2018.3.
- 小本恵照 (2002).「合併によって企業業績は改善したか - 財務データによるアプローチ-」『ニッセイ基礎研究所報』 124. Retrieved from <http://www.nli-research.co.jp/report/shoho/2002/vol24/syo0206a2.pdf>
- 佐藤忠彦 (2015).『マーケティングの統計モデル』東京:朝倉書店.
- 佐藤秀典 (2018).「日本企業の戦略的一貫性」『2018年度組織学会研究発表大会』
- 鈴木健嗣・中内基博・西村陽一郎 (2016).「社長交代後の戦略変更とソーシャル・タイ」『日本経営学会90回要旨集』 1, 273-276. <http://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- 鈴木直次(2007).「NAICS(北米産業分類システム)にみるアメリカの産業構造の転換」『専修大学社会科学研究所月報』 531.
- 高橋邦丸 (2009).「持続的競争優位性獲得のためのM&A戦略」『青山経営論集』 第44巻 第1号, 96-117.
- 立本博文 (2012).「プラットフォーム企業の競争戦略」『東京大学ものづくり経営研究センター・ディスカッションペーパー・シリーズ』 396. Retrieved from http://merc.e.u-tokyo.ac.jp/mmrc/dp/pdf/MMRC396_2012.pdf

- 谷口和弘・蜂巢旭・川西章弘(2010)『ダイナミック・ケイパビリティ組織の戦略変化』東京:勁草書房.
- 通産省企業局(1962).『企業合併の効果と問題点』大蔵省印刷局.
- デロイトトーマツコンサルティング株式会社(デロイトトーマツ)(2013).『M&A 経験企業にみる M&A 実態調査 (2013 年)』. Retrieved from <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/jp/Documents/about-deloitte/news-releases/jp-nr-nr20131008-2.pdf>
- 中村公一 (2003).『M&Aマネジメントと競争優位』東京:白桃書房.
- 長岡貞男 (2005).「合併・買収は企業成長を促すか?」『一橋ビジネスレビュー』AUT, 32-43.
- 野々村忠邦 (2013).「米国の2010年司法省・連邦取引委員会「水平的合併ガイドライン」の概要」『政経研究』49(3),19-47.
- 日本政策金融公庫総合研究所 (2016).「M&Aに取り組む中小企業の実態と課題」『日本公庫総研レポート』no.2016-4
- 芳賀裕子 (1989).「企業成長手段としてのM&A -日本企業の事例分析-」慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士論文.
http://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00001988-0632
- 芳賀裕子・立本博文 (2016).「M & A の効果と多角化戦略との関係に関する文献サーベイ」『赤門マネジメント・レビュー』15(3), 109-165.
- 花枝英樹・胥鵬・鈴木健嗣 (2010).「日本企業M&Aサーベイ」『現代ファイナンス』28, 69-100.
- 林昇一(1973).「企業成長と多角化戦略 -合併・買収戦略の位置付けを中心として-」『関東学院大学経済学会研究論集』96, 30-46.
- 福澤光啓 (2013).「ダイナミック・ケイパビリティ」組織学会編,『組織論レビュー II』(pp. 41-87).東京:白桃書房.
- 星野靖雄 (1990).『企業合併の計量分析【改訂版】』東京:白桃書房.
- 前川亜由美(2008).「日本企業のM&A動向 -活発化する海外企業買収-」『みずほリサーチ』December2008.,10-12.
- 松村司叙 (1986).「財務データによる合併効果の分析」『企業会計』Vol.38 No., 60-69.
- 松尾浩之・山本健 (2006).「日本のM&A-イベント・スタディによる実証研究」『経済経営研究』

- 26(日本政策投資銀行設備投資研究所). Retrieved from <http://ci.nii.ac.jp/naid/40007331270>
- 森川正之 (1998).「新規事業への進出と既存事業からの撤退 -日本企業の実証分析-」『通産産業研究所Discussion Paper』 No. #98-DOJ-87.
- 山内勇・長岡貞男 (2010).「合併は技術開発・利用能力を高めるか」『日本知財学会誌』 7, 14-27.
- 古川晃史 (2010).「日本電産のM&A戦略と限界利益管理型管理会計」『メルコ管理会計研究』 3, 65-74.
- 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男 (1976).『日本企業の多角化戦略』 日本経済新聞社.
- 米山祐司 (1984).「セグメント別財務報告をめぐる米国会計基準設定構造の特質」『経済学研究北海道大学』 34-3, 106-151. Retrieved from <http://hdl.handle.net/2115/31661>
- 渡邊泰 (2010).「2010年米国水平合併ガイドラインの要約と解説〔上〕」『国際商事法務』 Vol.38, No., 1331-1337.
- 渡邊渉・天野倫文(2007).「グローバル競争優位の構築と移転 日本電産のM&A戦略」宮島英昭(編著)『日本のM&A』 (pp.225-258).東京:東洋経済新報社