

被買収企業の存続期間による企業買収の有効性分析

小倉 賢治 (立教大学大学院)

I. はじめに

企業は、社会の公器として存続し続けることにより、雇用の継続や所得の再分配、信用保全などのあらゆる便益をステイクホルダーにもたらす。しかしながら、近年の市場ニーズの多様化や製品ライフサイクルの短期化、そして弛まなく繰り返される技術変革は、自らの内部資源のみで企業が存続していくことを困難としている。バーナード（1938）は、企業存続には環境への適応が必要であり、内的諸過程の調整と組織間のマネジメントの重要性を説いた。しかし、実際のところ、内部資源の調整だけで組織を維持させていくことは非常に困難である。人格を持つ人的資源は変化に即応できない。また、固定資産などの物的資源も償却に時間を有するからである。そのため、内部資源に依存して急激な環境変化に対応しようとする、組織の慣性が抗力となり、かえって環境適応の阻害要因となるのである。こうした急激な環境変化に俊敏に対応し、かつ組織の慣性を刺激し組織を変革に向かわせる際の一助となるのが企業買収である。企業買収は、外部資源を調達し内部資源と融合させることにより、内部資源のみで実現できない様々な事業活動が可能となる。そして、企業に活力を与え企業の存続を促すのである。

このように激しい環境変化のなかで長期間存続している企業体は環境適応能力が高く、あらゆる変化を自らの組織に取り込み、変化を媒介に企業の存続を維持していると言える。よって、企業買収では、如何に被買収企業の資源を効率的に資源結合させ、変化に適応するために組織内で培養するかが企業買収に求められている。そして、いったん取り込まれた経営資源は組織に固着し、次の変化に対応するための組織の土壌となる。こうした被買収企業の経営資源が買収企業の組織内へのどの程度固着するか、時間的尺度をもとに買収の有効性を検証することが本研究のテーマである。

II. 問題の所在

国内では、1997年以降、株主資本主義の高まりと買収関連法制度の整備により、事業ポートフォリオの再検討が行われた。「選択と集中」が進められるなかで不良債権処理とともにノンコア事業の売却が行われ、コア事業に対する経営資源の集中が行われた。そうした時代の要請に円滑に対処していくための手段として、買収(M&A)が定着してきた(青木、宮島、2011)。一方、経営に対する厳しいモニタリングが課せられるなか、企業価値の観点から買収の有効性が厳しく評価されるようになって

ている。過日、経営学のなかでも買収の有効性や買収の成否に関する議論は、多くなされてきているが、いまだ決着を見ていない。これまでの研究では、買収の有効性に対し肯定的というよりも、むしろ悲観的意見が大勢を占めている。たとえば、ブロックハウス(1975)は、第二次大戦後の米国における企業買収は1/3が失敗だったと論じており、また、メレル(1985)の研究でも企業買収の60%以上が失敗しているという。このような買収に対する評価は、今日、買収が中小企業にまで広がりを見せているのとは対照的で矛盾さえ感じる。

果たして、企業は、買収によって企業の競争力が強化されているのだろうか。本研究では、買収の有効性を市場における財務的な企業価値評価に求めるのではなく、買収企業による被買収企業に対する依存関係の継続性を時間的尺度に置き換え買収の有効性を考察した。すなわち、企業買収によって取得した外部資源が買収企業にどの程度有効に活用され続けているかを被買収企業の存続期間をもとに究明しようとするものである。敢えて、企業の存在理由の一つでもある企業存続に視点をあて、買収によって取得された外部資源がどの程度有効に買収企業のなかで活用されているのか、資源活用の有効性を時間的尺度で定量的に分析する。そのため、技術変革が弛まなく起き、経営環境に俊敏に、かつ柔軟に適応することを求められている情報通信業を研究対象とした。情報通信業では、古くより買収が企業成長戦略の一部として多用されてきた。また、シリコンバレーなどのハイテク産業集積地では、企業は時間的コストを節約するため、外部ベンチャー企業のもつ先進的

な技術を買収により取り込むことにより、自ら技術変革を起こしながら業界構造を根底から変貌させている。このように組織内の新陳代謝が働いている組織であれば、たとえ買収によって取得した経営資源が陳腐化したり、採算性を生まないような事態に陥った場合、経営の健全性の観点からそのような経営資源は整理売却されるであろう。一方で、買収企業にとって取得した経営資源が買収企業にとって必要不可欠な資源であれば、買収企業の組織内に取り込まれ、積極的に活用され、組織内に定着するであろう。

以上のことから、買収の有効性を買収企業における取得経営資源の存続期間とみなし、時間的価値から考察する。本稿の構成は、まず、被買収企業の存続期間はどのような因子(変数)に影響を受けやすいか、そして買収の失敗は何に起因するかを生存時間分析により分析し、分析から導き出された結果をもとに買収案件の失敗の要因について取引コスト論を援用しながら解釈を行う。

III. 先行研究について

1. 取引コスト論から見た「買収」と「買収失敗」の定義

企業が市場からの要請にもとづき、新たな財サービスを創出する必要性に駆られたとき、企業は、どのような尺度で経営資源の配分を行うのだろうか。コース(1937)やウィリアムソン(1975)は、資源配分システムを「組織(企業)」と「市場」という概念を用いて説明しようとした。その際、資源配分の尺度として用いたのが、取引コストである。新たに資源配分を行う場合、組織、市場を問わず適

切な資源を探索するコスト、その資源を取得するための契約に係るコスト、そして適切に資源が機能するための監視コストが生じ、こうしたコストを総称して取引コストと定義した。

たとえば、経営変化に適応するため、新たな財サービスを創出する必要が生じた場合、必要な経営資源を内部資源で賄うか、外部から経営資源を調達するかという場面に直面する。その際、経営資源が市場で取引されるコストよりも組織内で取引されるコストが高くなるのであれば、企業は、取引コスト節約の原理から経営資源の市場取引が選好される。また、組織内で経営資源の市場取引にかかるよりも低いコストで賄うことができるのであれば、逆に組織内取引が選好される。すなわち、市場と企業組織の境界は、取引コストを尺度に決定されることにほかならない。取引コストの概念に従えば、企業買収は、内部経営資源を活用して事業化を行うよりも市場から経営資源を調達するほうが取引コストの節約につながる場合に貨幣レントを対価に外部経営資源を獲得すると解釈される。そして、買収という行為によって企業は組織の境界を拡張することを意味する。

しかし、取引コストは、資産特殊性、不確実性、取引頻度によって決定され、経営環境の変化や資源の活用度によっても動的に変容する（ウィリアムソン、1975）。このことは、いったん買収によって内部化された資源もその後の経営環境の変化や活用度合いにより、組織内取引コストが上昇し市場取引コストを上回れば、経営資源は外部化され組織の境界は縮小されることを意味する。本来、買収企業によって取得した経営資源が買収企業に

とって必要不可欠な資源であれば、積極的に活用され、買収企業の組織内に定着するであろう。こうした取得経営資源の積極的な活用は、規模の経済性や範囲の経済性により組織内の取引コストを低く抑え、企業存続に継続的に寄与し続ける。しかし、たとえ買収によって取得した経営資源が活用されていない場合や買収後の経営環境変化に寄与しないような場合は、組織内取引コストは高くなり、市場取引コストを上回る。そして、最終的に経営の健全性の見地から整理売却されるであろう。

すなわち、取引コストの観点から見れば、買収によって取得された経営資源が組織内で継続的に活用され続けることは、取得経営資源が買収企業にとって有用な資源であり、買収が成功裏に進捗していることを裏づけている。一方、いったん買収によって取得された経営資源が買収企業内に定着することなく外部に再売却、または滅失されることは資源配分の観点からも非効率であり、買収の失敗と言わざるを得ない。

2. 企業存続に関する先行研究

企業のみならず、地球上のすべての万物は、あらゆる環境変化に適応することで存続している。万が一、外部環境の変化にうまく適応できない場合、それは自然淘汰されることを意味する。それゆえ、生物学や医学では、生（生存）は、重要なテーマとして扱われてきた。一方、経営学では、組織生態学のなかで組織の存続期間をもとに組織特性や環境への適応性を検証する研究がなされてきた。スチンコム（1965）は、「新しさの脆弱性」の研究のなかで組織存続の理由を環境との適応の関係から説明を試みた。また、近年の統計手法の

進歩とともに医療分野や社会学で利用されていた生存時間分析が注目されると、ハナン&フリーマン（1989）をはじめ多くの研究者により組織慣性と環境変化、資源の分割、組織密度の依存性、そして組織年齢の依存性などの分野で生存時間分析が分析手法として利用されている。

しかしながら、先行研究では、生存時間分析を用いた企業買収に関する研究は、ほとんど報告されていない。そのようななか、清水（2001）は、東証一部上場企業の合併行動に関する合併効果の分析を試みた数少ない研究である。この研究では生存時間分析を使用し、東証一部上場企業どうしの対等合併では上場廃止率が低く、上場期間を引き延ばす効果があることを論証した。本研究では、清水（2001）と同じく買収の有効性を測る手段として生存時間分析を援用するが、被買収企業の存続期間という変数を用い、買収による被買収企業の資源活用の有効性という観点で分析する。

IV. 被買収企業の存続期間について

買収の有効性を時間的尺度で分析する上で、本稿では、被買収企業の存続を買収企業との

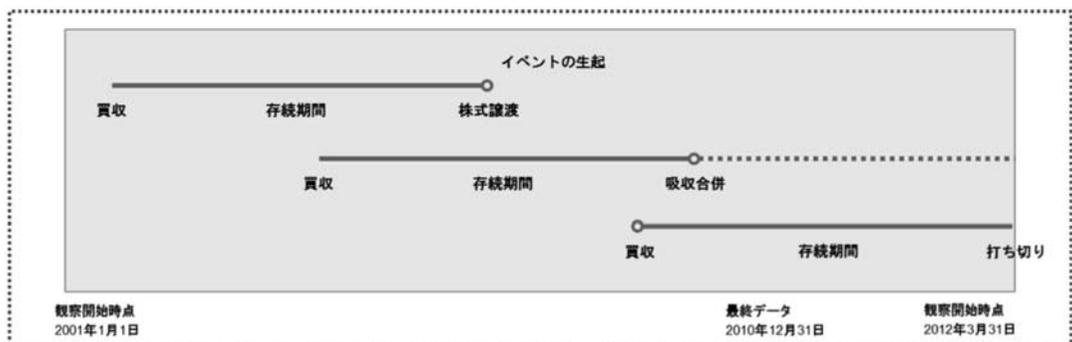
資源依存関係が継続している状態と定義して下記の状態にある場合は、買収は有効に作用していると解釈した。

- ①被買収企業が連結対象企業として存続している状態
- ②被買収企業が吸収合併により買収企業に取り込まれた場合

なお、吸収合併はいったん被買収企業が買収企業に吸収合併されることにより実際の企業実体としては存続しないが、被買収企業の経営資源が買収企業の一機能として取り込まれ、買収企業との資源依存関係は継続しているという考えに基づき本研究では存続中として扱った。同様に、被買収企業が連結対象企業として事業活動している場合も被買収企業は買収企業のもとで存続していると解釈した。

また、被買収企業の資源が活用されず、買収企業の統治から切り離されるという事象（イベント）を被買収企業の存続期間の終了時点と定義した。よって、被買収企業が買収企業の統治のもとで被買収企業の資源が活用されていない状態であっても、何らかの事象が伴わない場合、存続期間の終了と明確に判断することはできないため、本研究では被買収企業は、買収企業の統治下において存続状態に

図表 1 本研究の分析方法



あると判断し、買収の失敗を次の4つの事象として取り扱った。

- ①被買収企業がグループ外企業に株式譲渡される場合
- ②被買収企業がグループ外企業に事業譲渡される場合
- ③被買収企業における買収企業の資本比率が低下し連結対象外になった場合
- ④被買収企業が経営破綻する場合

最後に、被買収企業の存続期間は、買収成立から事象発生までの期間を指す。また、観察期間の終了時点で被買収企業が存続していると判断された場合、被買収企業の存続期間は買収成立から観察期間の終了時点までの期間を言う。

V. 本研究の仮説

買収の有効性と有効性を阻害する要因を分析するにあたり、本研究では、5つの仮説を設定した。

仮説1：被買収企業の存続期間は、買収の発生時期により左右される。

仮説2：被買収企業の存続期間は、買収企業の買収目的により決定される。

仮説3：被買収企業の存続期間は、被買収企業の取得経営資源により左右される。

仮説4：被買収企業の存続期間は、買収企業の買収戦略に依存する。

仮説5：被買収企業の存続期間は、被買収企業の業種により影響を受ける。

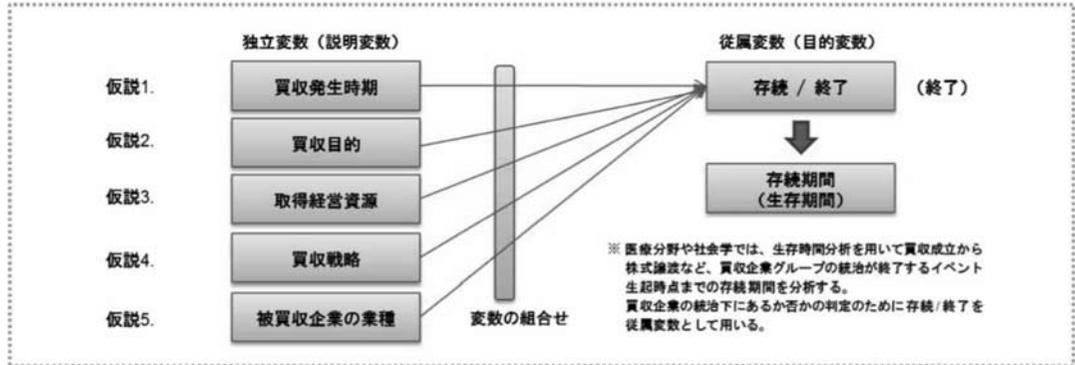
第1の仮説は、被買収企業の存続期間が買収企業を取り巻く経営環境変化や技術変革などの時代背景に起因しているのではないかと問いである。情報通信業では、特にコア

となる技術は短期間のうちに淘汰され、陳腐化されていく。そのため、主たる技術動向を時系列で分類化し、その時代背景が買収に及ぼす影響度合いを精査する。2つ目の仮説は、買収目的が被買収企業の存続時間に影響を及ぼしているとの問題意識に基づく。買収を行う目的は、企業によってさまざまであり、自らの組織に外部資源をも補完させながら経営環境の変化に対応する。本仮説では、どのような経営目的のために買収が活用されることがその後の被買収企業の経営資源の有効活用に役立つかを検証する。

さらに、3つ目の仮説として、取得経営資源による被買収企業の存続期間の影響を仮説として設定した。これは、資源の結合という観点から経営資源の組織間移転と定着の容易さを浮き彫りにする。すなわち、どのような経営資源が買収という経営手法により組織内に効率的に取り込み、組織内で定着し易いかを考察する。4番目の仮説として、被買収企業の存続期間と買収戦略の関係性をあげた。どのような事業戦略により買収を実行したかを買収企業と被買収企業との事業関連性をもとに考察する。ここでは、アンゾフ（1965）成長のマトリックスの4つの象限を援用しながら、どのような事業の広がりを買収は有効に働くかを検証する。最後に、被買収企業の業種の特徴が買収に与える影響を観察する。実際、情報通信業という大きな括りのなかにも、設備産業である通信業から映像・音声・文字情報制作業などの人的資本を中心に構成されている業種も存在する。そのため、業種の特徴が被買収企業の存続期間にどのような影響を与えるかを本仮説で検証する。

以上、上記5つの仮説に基づき、被買収企

図表 2 本研究の構成概念



業の経営資源がどのように活用されているかを被買収企業の存続期間をもとに検証する。

VI. 説明変数

本研究では、前述の仮説検証を行うために生存時間分析で扱う説明変数を買収の発生時期、買収目的、取得経営資源、買収戦略、被買収企業の業種の5つの変数を設定した。

1. 買収発生時期

情報通信業は、時流の流れが激しいため、10年間を同一時間軸で分析するには無理が生じる。そのため、業界のコア技術の変遷をもとに4つの時代区分に分類した。

- ①第1区分：ITバブル崩壊以降の事業再構築（2001年～2002年）
- ②第2区分：新興ネットベンチャー企業事業拡大（2003年～2006年）
- ③第3区分：情報通信業の海外進出の本格化（2007年～2008年）
- ④第4区分：クラウド化による事業基盤の抜本的転換（2009年～2010年）

情報通信業は1990年後半よりインターネットの急速な普及と2000年をピークとするIT

バブルにより需要が急拡大した。その後の需要後退のなか、業績不振の企業が淘汰され企業買収による情報通信業内の集約化が行われた。本研究では、2001年から2002年にかけてITバブル崩壊以降の事業再構築が行われた時期を第1区分とする。次に、2003年からの景気好転と株価の上昇により新興ネットベンチャー企業が新規株式公開で調達した資金力を背景に買収による事業拡大を行った時期を第2区分とする。また、2007年前後から、国内製造業の海外進出に呼応する形で情報通信業の活動の舞台が世界に広がる。こうした地理的拡大に企業買収が活用された時期を第3区分とした。さらに、2009年以降現在に至るまで、モバイルコンピューティングの普及やIT資産の効率活用を促す仮想化技術の急速な進歩が情報通信業の競争環境を変貌させている。それまでのサービスを「売る」時代からクラウドサービスの「利用」に対し対価をえる時代に変容するビジネスモデルの変革期を第4区分とした。

買収成立時期を説明変数に加えたのは、成立時期の違いによって、買収の性格が異なり被買収企業の存続期間に影響を与えているのではないかとの問題意識からである。情報通

図表3 国内情報通信業における企業買収件数の動きと経営環境の変化

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
	ITバブル崩壊以降の事業再構築		新興ネットベンチャー企業事業拡大			海外進出の本格化		クラウド化による事業本質の根本的転換		
経営環境の変化	ITバブル崩壊 株式分割制度の導入 不良債権処理の組織的な取り組み	エンロン事件をきっかけとした財務健全化の動き 「失われた10年」終焉	株価上昇に伴い買収案件の復調	新規株式公開の急増 新興市場における不祥事の実	株主資本主義や敵対的買収防衛策に対する議論が活発化	新会社法施行 三角合併内→外の解禁 企業結合会計基準によりのれん代一括償却禁止	海外企業による三角合併外→内の解禁 サプライムローン問題の顕在化	金融商品取引法施行による内部統制強化		欧州金融危機
技術革新やグローバルIT企業買収の動き	分散化システム普及により技術的格差が縮小 HPのコンパック買収	ポータル検索企業をめぐる買収合戦	レノボのIBM PC事業買収 オラクルのピープルソフト買収			ソフトバンク ボーダー フォンの買収	PCサーバーの高性能化とUFXサーバーの落ち込み インドIT企業の台頭	サーバーの仮想化普及によるIT投資の抑制 グローバルソーシングの拡大	オラクルによるサンマイクロ買収など海外IT企業のM&Aが復調	クラウド、SNSの利用拡大
国内情報通信業における企業買収に関する動き	ITバブルによる新興ネットベンチャー企業の出現 システム開発企業の取引先情報システム部門の買収が増加	新興ネットベンチャー企業による企業規模拡大のための買収案件の増加	買収ファンドの活動が活発 買収案件の大型化が進む	ニッポン放送株をめぐりライブドアとフジテレビの攻防戦	ライブドア事件 ソフトバンクボーダフォン日本法人買収	人材不足が深刻化 海外アウトソーシングの拡大 国内IT企業によるグローバル化が加速	TIS、インテック経営統合	中国企業による国内企業買収の増加		

出所：筆者作成

信業を取り巻く経営環境の変化やその時代の技術革新、また国内外の主な買収案件、買収関連法制度の動きなどを図表3にまとめた。また、本分析で扱う時間区分を併記したので、時間区分と合わせて国内情報通信業の買収動向を参照頂きたい。

2. 買収目的

企業買収に対する動機がその後の被買収企業の経営資源の有効利用にどのような影響を及ぼすかを考察するために買収目的を本分析の変数に加えた。買収目的を変数に利用可能とするために本分析では、分析サンプルすべての買収に至った理由とねらいを買収企業の財務諸表と買収に関する開示資料からキーワードを抽出し、それを6つの分類に定義し直した。

①経営の効率化

買収側企業が、業務の効率化、コストの削減、事業の加速化などのシナジーの最大化を狙うことを目的に被買収企業を買収、合併することをいう。

②市場シェアの拡大

売上の拡大や顧客の増加を通じて、市場シェアや市場支配力の拡大を狙って、被買収企業を買収・合併することをいう。

③サービスの拡充

自らのサービスの範囲の拡大や品質の向上を狙って買収・合併を行うことをいう。

④新製品・サービスの開発

被買収企業のナレッジや技術力、知的所有権を利用することにより、新製品やサービスの開発を行うことを目的とする買収・合併をいう。

⑤海外展開の拡大

海外進出を被買収企業の持つ人的リソースや販売チャネル、ブランドなどを活用して買収を行うことをいう。

⑥新規事業進出

自社の事業ドメインにはない製品・サービスを展開するために被買収企業を買収・合併することをいう。

本分析では、事業法人の買収を対象として、被買収企業の経営資源が買収企業の企業存続

にどのような影響を及ぼすかを前提としているため、投資目的の買収は本サンプルデータから除外した。

3. 取得経営資源

買収は、被買収企業の経営資源の取得を意味するが、経営資源の特性の違いが被買収企業の存続期間に影響を及ぼすか否かを仮説3で検証する。経営資源は 下記の4つの経営資源に分類した。尚、本研究の目的から財務資本は、分析対象、ならびに本分類から除外している。

- ①人的資本：被買収企業の構成員である経営者や従業員に固着している知識や技術であり、企業買収により自らの組織に融合することを目的とされる。
- ②組織資本：ビジネスモデルや知的財産を意味し、企業買収により範囲の経済性が追求される。
- ③関係資本：販売チャネルや顧客基盤、ブランドを意味し、企業買収による規模の経済性を追求することでコスト削減やコストリーダーシップが可能となる。
- ④物的資本：被買収企業のもつ設備や土地であり、企業買収により資産の稼働率をあげることで買収企業に収益をもたらす。

本分類にあたっては、エドヴィンソン(1997)のスカンディア社 知的資本の研究¹における経営資源の分類に倣った。買収企業の経営資源を被買収企業のどのような資源と融合しようとしているかを分類することで被買収企業の存続期間に対する影響度合いを分析する。

4. 買収戦略

買収企業の買収戦略が被買収企業の存続期間に与える影響を検証するため、買収企業と被買収企業間の関係性をアンゾフ(1965)成長のマトリックスで分析した。アンゾフの成長マトリックスは、既存事業を中心に置き、どのような事業戦略を構想するかを以下の4つの象限で表した。本論では、成長のマトリックスを援用し、被買収企業の経営資源を活用して、どのような領域に組織の境界を拡大(または維持)するかを考察する。

- ①市場浸透：既存の事業領域を維持しながら被買収企業がもつ経営資源を活用し、財サービスの品質向上や市場シェアを企図する場合。また、買い手、もしくは売り手である被買収企業を垂直統合もこの分類に含まれる。
- ②新製品開発：既存の顧客に対して、被買収企業がもつ経営資源を活用して新たな財サービスを提供する場合。
- ③市場開拓：既存の財サービスを活用して、被買収企業が持つ新たな市場に進出する場合。
- ④多角化：被買収企業の持つ製品と顧客を活用し、既存の事業にはない領域に新たに進出することをいう。

5. 被買収企業の業種区分

被買収企業の存続期間がある特定の業種に偏っているのかを見るために被買収企業の業種区分を本分析の変数として扱った。業種分類は、前述のとおり、日本標準産業分類(2007年)情報通信業の中分類にある下記5つの業種に異業種間の買収を考慮して「異業種」を追加した。

- ①通信業：通信業
- ②放送業：放送業、CATV
- ③情報サービス業：ソフトウェア開発、ゲーム制作、SIer、情報提供サービス、IT コンサルタント、BPO、調査会社
- ④インターネット付随サービス業：セキュリティ、運用保守サービス業、オンラインゲーム運営、EC サイト運営、コンテンツ配信、データセンター、インターネット広告業、ASP、クラウド
- ⑤映像・音声・文字情報制作業：映画ビデオ制作業、テレビジョン番組制作業、アニメーション制作業、音楽情報制作業、新聞業、出版業
- ⑥異業種：IT ハードウェア、ゲーム機、半導体、IT 商社、電気通信工事、コンテンツ管理、広告代理店業、カラオケ、経営コンサルタント、コールセンター、人材派遣、金融業等

VII. 被説明変数

被買収企業の存続期間をもとに被買収企業の経営資源が有効に活用されているかを買収企業、被買収企業間の依存関係の有無に求めた。具体的には、被買収企業が買収企業の支配下にある期間は依存関係が継続していると考え、買収企業にとって被買収企業の経営資源は活用されているとした。一方、買収企業による被買収企業の売却、解散、資本比率の低下（株式の30%以下）などの事象は、買収企業と被買収企業の依存関係の終了を意味し、被買収企業の存続期間の終了として扱った。また、被買収企業を株式分割し、一部の事業を売却することが考えられる。本分析では、

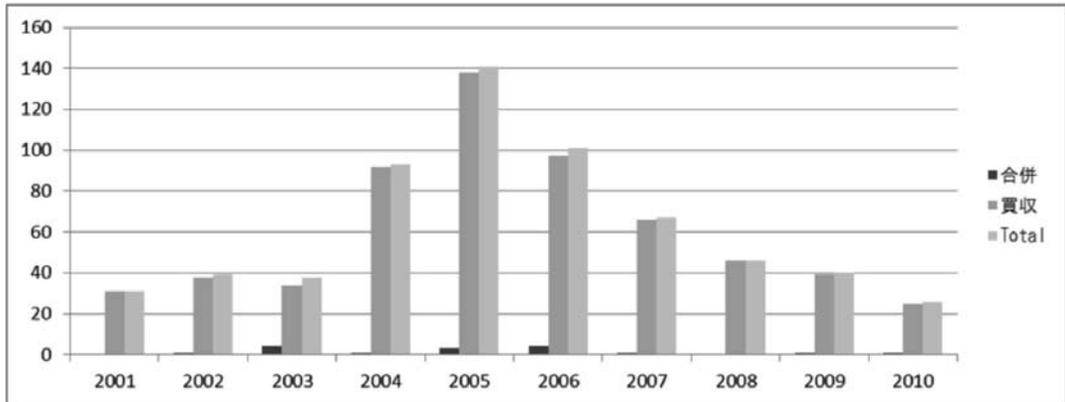
企業の開示情報を参照し取得経営資源が事業譲渡の過程でどのように処理されたかを綿密に調査し、実体に近い形で分類を行った。さらに買収企業が被買収企業を吸収合併した場合は、買収企業内に被買収企業の経営資源が移転されたと考え、被買収企業は存続していると解釈した。本研究では、買収成立から被買収企業の売却、解散などの事象発生までの期間を被買収企業の存続期間として定義した。

VIII. 研究方法

1. サンプルとデータ

本研究では、情報通信業を対象に分析を行う。情報通信業は、日本標準産業分類（2007）にならえば、①通信業、②放送業、③情報サービス業、④インターネット付随サービス業、⑤映像・音声・文字制作業の5つの業種からなる。近年、最も急成長した業界であり、また自然淘汰と技術変革により最も変容した業界でもある。情報通信業では、古くより買収が一般的に企業戦略の手段として利用されてきた経緯があり案件に事欠かない。サンプルの抽出については、情報通信業が関係する買収として、同一業界内の買収案件に加え、情報通信業と異業種間の買収も含めて抽出した。その際、「情報通信業」を前述の日本標準産業分類に基づく5業種に加え、異業種を分類に加えた。また、サンプル期間を買収効力日の2001年1月1日から2010年12月末日の10年間とした。本サンプル期間を2001年からの10年間に限定した理由は、買収関連法規制が整備された²ことにより同一条件で分析が可能であったことによる。この結果、情報通信業の買収案件2523件が抽出されたが、よ

図表4 買収成立時ごとの案件数



り研究の正確性と客観性を期するため、財務諸表や買収に関する開示情報の閲覧が可能な買収企業を上場企業の買収案件 615 件を本分析のサンプルとして利用した。

3. 生存時間分析(コックス比例ハザードモデル)

生存時間分析は、イベントヒストリー分析とも呼ばれ、医療はもとより、社会科学分野では、政治学（政権交代）、人口学（死亡、結婚、出産、年齢）、犯罪学（再犯までの期間）などの研究で利用されている。事象発生までの生存（存続）期間をもとに、事象の発生に影響を及ぼす要因を複数の説明変数（定量データ、定性データともに有効）と共変量との関係を明らかにする（中井、2005）。

生存時間分析では、生存率、ハザード率といった概念が用いられる。生存率は、生存関数は、生存時間 (T) が t 以上である確率をいう。生存関数 S(t) は、時間の経過とともに生存率は減衰し、ある時点までに全体の何パーセントが事象発生せずに残っているかを表す。これに対し、ハザード率は、時間 t 後に生存している研究対象の瞬間事象発生率（瞬間ハザード率）を表す。これを本研究に照らせば、

「買収成立後、時間 t 後に存続している被買収企業の売却などの瞬間事象発生率（瞬間ハザード率）」を言う。

$$hk(t) = h_0(t) \exp(axk_1 + bxk_2)$$

生存時間分析には、主に、 Kaplan-Meier 法と Cox 比例ハザードモデルの 2 通りがある。2 つの分析手法の大きな違いは、「打ち切り」に関するデータの扱いにある。「打ち切り」とは、観察期間に事象が発生しない場合を意味し、本研究に照らせば、買収後、被買収企業が事業売却や倒産などの事象に見舞われることなく、買収企業と継続的に資源依存関係にあることを言う。たとえば、次のようなケースが「打ち切り」データとして考えられる。

- 観察終了時点も被買収企業が存続していた場合
- 買収企業が別の企業に買収された場合

本研究では、資源依存関係にある状態を存続として扱うため、「打ち切り」を生存時間として扱うことの可能であることに加え、説明変数に定性データをダミー変数に置き換えることで利用でき、生存関数、ならびにハザード関数に影響を及ぼす因子の分析が可能な Cox 比例ハザードモデルを援用した。

実際に行った分析手法と条件は、下記のとおりである。

- 変数増加法（尤度比）
- 総当たり
- 条件：タイあり、打ち切りあり
- サンプル：615 件
- 観察期間：2001 年 1 月 1 日～2012 年 3 月 31 日
- イベント：買収企業による被買収企業の株式譲渡、事業譲渡
買収企業グループ統治下での経営破綻

IX. 分析結果

本分析の結果、2003 年から 2006 年に起きた買収案件で多角化目的に組織資本を対象にした買収案件が被買収企業の存続期間に影響を与えていたことが導出された。具体的な分

析結果は、表 1 のとおりである。モデル検定の結果は $p < 0.01$ で有意であり、変数の総当たりで分析したが、変数の有意性は、多角化と異業種企業による変数の組合せのみが $p < 0.05$ であり、それ以外の組み合わせによる分析はすべて $p > 0.05$ となり有意性は棄却されている。次に、本分析結果から導き出されたハザード関数は、下記のとおりである。

$$hk(t) = h_0(t) \exp(0.367x_{k1} - 0.680x_{k2} - 0.637x_{k3})$$

本分析から仮説 1（時間区分）、仮説 3（取得経営資源）、仮説 4（買収戦略）が有意であることが確認された。すなわち、2003 年から 2006 年の時期に行われた多角化目的の組織資本の企業買収が被買収企業の存続時間に影響を及ぼしていることが示唆された。では、組織資本の取得を目的とした多角化買収がどのように被買収企業の存続期間を与えるのだろうか。

図表 5 情報通信業における被買収企業の生存時間分析結果

モデル係数のオムニバス検定^d

ステップ	-2 対数尤度	全体 (得点)			前のステップからの変更			前のブロックからの変更		
		カイ2乗	自由度	有意確率	カイ2乗	自由度	有意確率	カイ2乗	自由度	有意確率
1 ^a	2081.986	30.931	1	.000	34.467	1	.000	34.467	1	.000
2 ^b	2071.466	45.922	2	.000	10.520	1	.001	44.987	2	.000
3 ^c	2066.659	51.014	3	.000	4.807	1	.028	49.794	3	.000

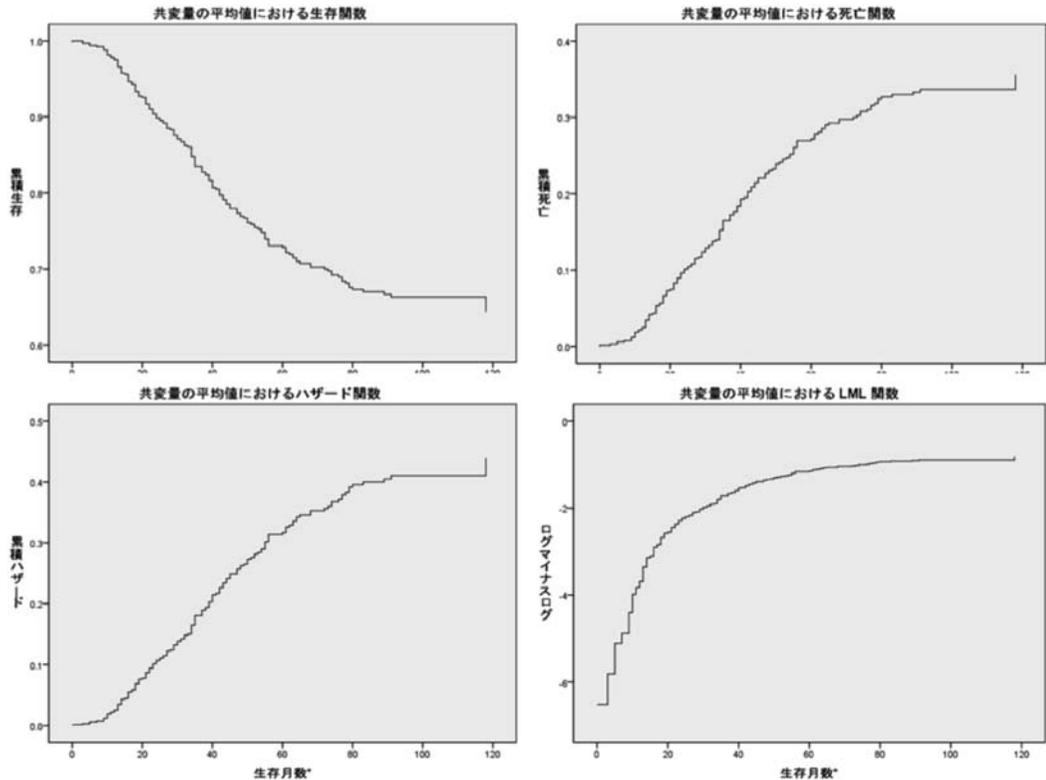
- a. ステップ番号 1: @20032006 で変数が入力されました。
- b. ステップ番号 2: アンゾフ成長マトリックス多角化異質 で変数が入力されました。
- c. ステップ番号 3: 取得経営資源組織資本 で変数が入力されました。
- d. 開始ブロック番号 1。方法 = 変数増加法ステップワイズ (条件付き LR)

方程式中の変数

	B	標準誤差	Wald	自由度	有意確率	Exp (B)	Exp(B) の 95.0% CI	
							下限	上限
ステップ 1 @20032006	-1.043	.196	28.324	1	.000	.352	.240	.517
ステップ 2 @20032006	-.989	.197	25.177	1	.000	.372	.253	.547
アンゾフ成長マトリックス多角化異質	.742	.210	12.479	1	.000	2.101	1.392	3.172
ステップ 3 @20032006	-.989	.197	25.199	1	.000	.372	.253	.547
取得経営資源組織資本	-.362	.162	4.998	1	.025	.696	.507	.956
アンゾフ成長マトリックス多角化異質	.631	.216	8.516	1	.004	1.879	1.230	2.871

出所：筆者作成

図表6 被買収企業の生存関数、死亡関数、ハザード関数



出所：筆者作成

通常、買収は経営環境の変化と内部資源との乖離が生じた際に、内部資源の環境適応にかかる組織内取引コストより、外部資源の調達にかかる市場取引コストが低い場合に行われる。なぜなら、企業は取引コストを節約するように戦略的に行動する（コース, 1937）と考えられているからである。反対に、市場取引コストより組織内取引コストが低いようであれば、組織内で研究開発もしくは設備投資が促され変化に適応するための自助努力がなされる。企業が徐々に取引を組織化して節約できる市場取引コストの減少と組織化によって発生する組織内取引コストの増分が等しくなる点が組織の最適規模であり、組織の境界となる。（菊澤、2006）

もし、買収自体が適切に行われていたとすれば、その後の経営資源の売却は、組織の境界の移動を意味し、市場取引コストが減少したか、組織内取引コストが上昇したことによる取引コストの変容（ファンダメーション・トランスフォーメーション）が生じたことと考えられる。では、取引コストの変化はどのような要因によってもたらされるのだろうか。内部環境要因からみれば、経営資源の変質や組織間調整コストの増大などがあり、外部環境要因からみれば、法規制の強化や新規参入業者の出現、新技術の誕生などがある。このような要因が買収企業と被買収企業の依存関係に影響を及ぼし、取引コストを変容させていると考えられる。

本分析から導かれた2003年から2006年の期間は、新興ITベンチャーが新規上場によって得た資金を元手に、先行するeビジネス企業を繰り返し買収することで事業領域を急速に拡大した時期でもある。このようにすでに市場で認知され、組織資本として形成された事業を買収によって取り込むことは一見、時間的コストを節約し短期的な買収効果が期待できるように思える。しかし、組織資本は、組織内で時間をかけて醸成され、表出した結果であり、容易に他の経営資源と融合しづらい。すなわち、組織資本を組織内に取り込むには、いったん分解し再度、組織に適合すべく構成する必要がある。その際、本来の組織資本の価値が損なわれたり、組織どうしの摩擦や調整に多大の取引コストを生む結果となる。特に、多角化のような資源結合が希薄な関係においては、組織内の軋轢を生み、組織内取引コストを増大させる結果となる。そのため、組織内における取引コストの変容をもたらす被買収企業の取得資源は活用されることなく放出されると考察される。

X. まとめと今後の課題

本研究では、組織資本を対象とした多角化目的の企業買収は、被買収企業の存続期間の存続期間に影響を及ぼすことが導出された。これは、多角化を志向する買収の有効性が低いことを示唆したルメルト(1974)や山田&蜂谷(2009)³の研究を支持する結果となった。一方、この結果は、事業の多角化には、内部の経営資源を活用し事業構築するよりもすでに経営が軌道にのっている既存企業を買収により取得したほうが時間的なメリットが大き

いとしたソルター&ウェインホールド(1979)の研究結果と対峙する。多角化目的の買収は、買収企業と被買収企業の資源結合の度合いが緩く、また買収後の経営変化に対する取引コストの変容の影響を受けやすいため、組織内取引コストの上昇、もしくは市場取引コストの減少をもたらす、組織の境界が変化する可能性が高い。すなわち、このような買収は、時間的尺度から見ても買収の有効性は低く、結果的に組織から切り離される可能性が高いと推察される。

最後に、本研究では企業存続という視点に立ち、あえて財務的指標で買収の有効性を検証することを避けた。しかし今後の検証のなかで被買収の存続時間と財務的指標の関連性をより明確にする必要があると感じている。また、取得経営資源による資源結合の粘着性について、本分析では時間的制約から検証することができなかった。この点については、今後の課題としたい。

(注)

- 1 北欧スウェーデンの保険会社であるスカンディア社は、無形資産の一つである知的資本に関する会計情報を世界で初めて開示した企業であり、スカンディア社から得た知見をもとに、1995年エドヴィンソンらが開催した知的資本会議で議論を行い、企業価値を構成する資本として財務資本、関係資本、組織資本、人的資本をあげ体系化した。
- 2 持株会社制度の導入(1997年)、株式交換の自由化(1999年)、会社分割制度の導入(2001年)など法制度の整備されたことにより企業買収がより柔軟に行えるようになった
- 3 山田&蜂谷(2009)では、M&Aによって多角化度合いが増加するほど内部資本市場の効率が下がり、財務業績も悪化すると論じている。

【参考文献】

浅羽 茂 [2005]「外資は日本企業を立て直せるのか?」『一橋ビジネスレビュー』第53巻第2号、東洋経済新報社、

- pp.46-59.
- 蟻川靖浩 宮島英昭 [2008] 「どのような企業が M&A を選択するのか」『一橋ビジネスレビュー』第 56 巻第 3 号、東洋経済新報社、pp.74-91.
- 大野和巳 [2006] 「知識創造型ビジネスと企業価値：M&A 戦略における企業価値評価の再検討」『道都大学紀要』第 5 巻、道都大学経営学部、pp.19-30
- 大野和巳 [2009] 「ポスト M&A における組織間関係の戦略的マネジメント—M&A の成功要因と組織統合の検討」『青森中央学院大学研究紀要』第 12 巻、青森中央学院大学経営法学部、pp. 33-44
- 大野和巳 [2010] 「M&A 戦略における組織間関係の戦略的マネジメント」『経営論集』第 57 巻第 1-2 号、明治大学経営学研究所、pp.189-207.
- 亀川雅人 [2013] 「企業と市場の選択—経営理念と取引コストの関係」立教大学ビジネスクリエーター創出センター、PP.1-21
- 菊地正俊 [2010] 『日本企業を強くする M&A 戦略』PHP 研究所
- 菊澤研宗 [2006] 『業界分析 組織の経済学 新制度派経済学の応用』中央経済社
- 桑田耕太郎&田尾雅夫 [1998] 『組織論』有斐閣
- 小林謙二 [2000] 「ベンチャー企業の成長戦略としての M&A リスク要因に関する研究：成功と失敗の事例」文教大学国際学部紀要、第 19 巻 2 号、pp. 37-62
- 清水剛 [1999] 「合併行動のイベントヒストリー分析」『組織科学』第 32 巻第 3 号、白桃書房、pp.76-90
- 蔦麗華 [2000] 「スカンディア社の知的資本経営 徹底研究」『Works』第 6 巻第 4 号、リクルートワークス研究所、pp.10-19
- 住田公明 [2005] 「日本企業のグローバル M&A に関する考察」『国際ビジネス研究学会年報』第 11 巻、国際ビジネス研究学会、pp.329-342.
- 中井美樹 [2005] 「ライフイベントの統計分析—イベントヒストリー分析」『立命館産業社会論集』第 41 巻第 2 号、立命館大学産業社会学会、pp.77-85
- 中村公一 [1999] 「ポスト M&A のマネジメント」『立教経済学論叢』第 55 巻、立教大学大学院経済学研究会、pp.85-106
- 中村公一 [2002] 「M&A コンピタンスとコア・コンピタンス」『駒澤大学経営学部研究紀要』第 32 巻、駒澤大学、pp.35-63
- 中村公一 [2011] 「外部成長戦略と経営戦略論」『経営力創生研究』第 7 巻、東洋大学経営力創生研究センター、pp.43-54
- 服部暢達 [2008] 「M&A 成功の条件」『一橋ビジネスレビュー』第 56 巻第 3 号、東洋経済新報社、pp.26-43
- 林伸二 [1991] 「M&A 後の組織統合」『国民経済雑誌』第 164 巻第 3 号、神戸大学、pp.17-40.
- ペーベンロート・ライフ、李東浩 [2009] 「日本における M&A と被買収企業の業績」『年報財務管理研究』第 20 巻、日本財務管理学会、pp.110-118
- 宮崎哲也 [2006] 「M&A における失敗リスクの研究」『九州情報大学研究論集』第 8 巻第 1 号、九州情報大学、pp.1-14.
- 宮島英昭編著 [2007] 『日本の M&A』東洋経済新報社
- 宮島英昭編著 [2011] 『日本の企業統治』東洋経済新報社
- 村松 司叙 [1986] 「財務データによる合併効果の分析」『企業会計』第 38 巻第 5 号、中央経済社、pp.60-69.
- 山倉健嗣 [1988] 「組織間コミュニケーションの視点」『オペレーションリサーチ：経営の科学』第 33 巻第 11 号、日本オペレーションズリサーチ学会、pp.561-565
- 山倉健嗣 [1993] 『組織間関係』有斐閣
- 山田方敏、蜂谷豊彦 [2009] 「内部資本市場の効率性から見た M&A のパフォーマンス」『管理会計学』第 18 巻第 1 号、日本管理会計学会、pp.33-48
- レコフ事務所編『Mergers & acquisitions research report: MARR (マール)』レコフ事務所、2001-2010
- Ansoff H.I., [1965] “*Corporate Strategy*” McGraw-Hill (中村元一/田中英之/青木孝一/崔大龍「企業戦略論」)
- Birkinshaw J., Bresman H. and L. Hakanson [2000] “*Managing The Post-Acquisition Integration Process*”, Journal of Management Studies, Vol.37, Issue 3, pp.395-425
- Blake, R. R. and J. S. Mouton [1985] “*How To Achieve Integration on The Human Side of The Merger*”, Organizational Dynamics, Winter, pp. 41-56.
- Brockhaus, W.L. [1975] “*A Model for Success in Mergers and Acquisitions*”, Advanced Management Journal, Winter, pp. 40-49.
- Christensen C.C. et al. [2011] “*The New M&A Playbook*” (編集部訳「真実の M&A 戦略」『Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー』)、Vol.36, no.11, pp. 74-88
- Coase, R.H. [1937] “*The Nature of the Firm*”, Economica N.S.(4) Nov., pp.386-405
- Coase, R.H. [1988] “*The Firm, the Market, and the Law*”, The University of Chicago (宮沢健一/後藤晃/藤垣芳文訳 [1992] 『企業・市場・法』東洋経済新報社)
- Edvinsson, L. [1997] “*Developing Intellectual Capital at Skandia*”, Long Range Planning, Jun97, Vol. 30 Issue 3, p366-373. 8p.
- Ernst, Holger and Jan Vitt [2000] “*The influence of corporate acquisitions on the behavior of key inventors*”, R&D Management, Apr., vol.30, no. 2, pp105-119.
- Hannan, M.T. and J. Freeman [1989] “*Organizational Ecology*”, Harvard University Press, Cambridge Mass
- Harding D. and S. Rovit [2005] “*Building Deal on Bedrock*” (スコーフールド素子訳「成長する M&A の源泉」『Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー』、

- Vol.30, no.2, Diamond-sya, pp. 88-101)
- Marks, Mitchell L. and Philip H. Mirvis [2001] “*Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation*”, Academy of Management Executive, May, vol.15 no.2, pp80-92.
- Merrell, D. W., [1985] “*Playing Hardball on a Mergers and Acquisitions Team*”, Personnel, Oct., pp.22-27.
- Rumelt, R. P., [1974] “*Strategy, Structure and Economic Performance*”, Harvard Business School. (鳥羽欽一郎他訳『多角化戦略と経済効果』東洋経済新報社)
- Stinchcombe, A. L. [1965] “*Social Structure and Organizations*” in March, J ed. Handbook of Organizations, Chicago: Rand McNally, pp.142-93.
- Salter, M.S. & W.A. Weinhold [1979] “*Diversification through Acquisition*”, Free Press.
- Williamson, Oliver E. [1975] “*Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*”, The Free Press, A Division of Macmillan Publishing Co., Inc. (浅沼万里、岩崎晃訳 [1980] 『市場と企業組織』日本評論社)
- Williamson, Oliver E. [1981] “*The economics of organization: The transaction cost approach*”, American Journal of Sociology, vol.87, No.3, pp.548-577.