

卸売業界における M&A と企業パフォーマンス¹

中央大学商学部
結城祥研究会第5期
金子遥玲 河野祐史
溝口美鈴

<要約>

我が国の卸売業界においては近年、製造業者と小売業者の巨大化への対応等を目的とした M&A が活発化している。卸売業界における M&A の活発化を指摘する新聞記事や、企業全般における M&A と成果の関係を論じた研究は数多くある。しかしながら、卸売業者間の M&A とその後の成果の関係を研究した論文はまだ無い。そこで本論は「卸売業者間の M&A が、当事者のパフォーマンスにどのような影響をもたらすのか」というリサーチ・クエスチョンを立てて、その理論的・実証的解明を目指す。

我々はまず既存研究のレビューを通じて、M&A は規模・範囲の経済を通じて成果に正の影響を及ぼしうることを、他方で Dierickx & Cool (1989) が「時間圧縮の不経済」として述べたように、活発な M&A はパフォーマンスに悪影響を及ぼす可能性があることを指摘する。時間圧縮の不経済とは、組織が努力や成長を短期間に詰め込むことは、それを長期間にわたって行うよりも非効率になることを意味している。我々は、このエピソードが M&A の文脈にも当てはまると考えた。つまり M&A による急成長は、必ずしもパフォーマンスの向上にはつながらず、逆に成果に対して悪影響を及ぼす可能性がある、ということである。

独立変数に卸売業者の M&A の有無と回数、従属変数に M&A 後のパフォーマンスを設定し、重回帰分析を行った結果、①国内卸売業者間の M&A において時間圧縮の不経済は観察されないこと、②M&A は規模・範囲の経済を通じて、販管費率を低下させること、③M&A を伴った売上の成長は、営業利益率に正の影響を与え、卸売業者間の M&A は企業のパフォーマンスに正の影響を及ぼすことが明らかになった。

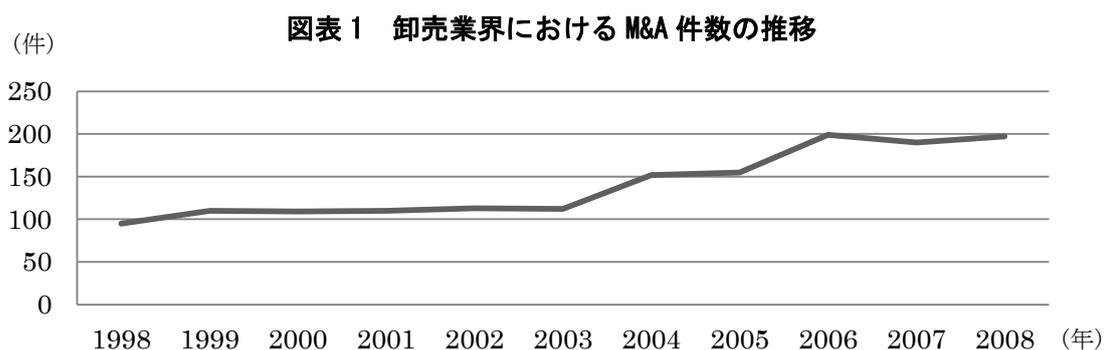
<キーワード>

M&A、卸の中抜き、取引依存度モデル、規模の経済、範囲の経済、時間圧縮の不経済

¹ 本論の意図せざる誤りは、全て筆者の責任に帰するものです。

1. はじめに

近年、我が国では卸売業界の再編が進んでいる。たとえば2013年7月31日の日経MJには、規模の拡大が進むスーパー業界に対応するため、食品卸では商品の広域供給を目的にM&Aが本格化していると述べられている。図表1のグラフは、我が国の卸売業界におけるM&A件数の推移を示したものであり、2003年以降、M&Aの件数が増加傾向にあることが見て取れる。



出典：『MARR』

卸売業界におけるM&A活発化という近年の傾向に鑑み、本研究ではデータ分析を用いて、M&Aが卸売業者のパフォーマンスにその後どのような影響をもたらしたのかを研究する²。我が国の卸売業界におけるM&Aについて論じた既存研究は極めて少ない。したがって、卸売業界におけるM&Aに注目した研究を行うこと、特に卸売業者のM&Aがその後の成果に及ぼす影響を実証的に明らかにすることは、それ自体に大きな意義があると考えられる。

本研究は以下のように構成される。まず第2節においては、卸売業者のM&Aが活発化している背景と、卸売業者間のM&Aがパフォーマンスに及ぼす影響について、既存研究のレビューを行う。第3節では既存研究を踏まえて、M&Aがパフォーマンスに及ぼす正・負それぞれの影響について仮説を提唱する。第4節では導出された仮説群の妥当性をテストすべく、重回帰分析を用いて分析を行う。最後に第5節では分析結果に対する考察を行い、次いで今後の課題を述べる。

2. 先行研究のレビュー

(1) 卸売業界におけるM&A活発化の背景

まず、卸売業界をとりまく環境の変化により、卸売業者の存立基盤が危ぶまれている理

² 本研究はマーケティング論および流通論の観点から、卸売業者におけるM&Aがパフォーマンスに及ぼす影響を研究する。そのため注目されるパフォーマンス指標は、粗利益、販管費、営業利益等の財務成果である。他方で株価等の金融上の成果指標は考慮に入れない。

由、および M&A が行われる背景として、川上・川下業界の巨大化、卸の中抜き問題、小売業者の広域化、業種別統合化の動きを検討しよう。

矢作 (1996) によると、卸売業者の川上・川下には一般に製造業者と小売業者が位置しているが、近年では製造業者や小売業者が巨大化し、卸売機能を統合するようになったため、卸売業者の脅威的な競争相手となっている。特に小売業界は、大型店出店規制の緩和により、かつての「小規模・分散的な構造」から、広域化・業態化・情報化を伴った「大規模・集中的な構造」へと変化を遂げている。そして大規模化・上位集中・低価格販売の実現を背景にして、小売業者は製造業者と直接取引関係を結ぶようになっている。それにより卸売業者のビジネス・チャンスが縮小傾向にあり、卸の中抜き問題が発生している。

積極的なチェーン展開と広域化を進める小売業者に対して、有力卸売業者は営業地域の拡大をもって対応している。また渡辺 (1997) によると、大規模小売業者は取引先卸売業者の数を絞り込み、特定の卸売業者に取引を集約化している。このため、狭いエリアでしか取引のない卸売業者は淘汰されつつあり、有力卸売業者のグループ集約化に拍車が掛かっている。更に矢作 (1996) によると、スーパーやコンビニエンス・ストアといった業態において、小売業者は更なる品揃えの強化を図っている。そのため卸売業者も品揃えの強化が求められるようになり、その結果、食品卸売業界においては、様々なブランド・品目にまたがる卸売業者の統合化が進んでいる。

このように卸売業者は、川上・川下の状況変動に伴う自らの存続基盤の危機、あるいは川上・川下への対応の必要性により、M&A を活発化させていると推測できる。それでは、実際に卸売業者間で M&A が行われた場合、企業のパフォーマンスはどのような影響を受けるのであろうか。この点を検討すべく、次に取引依存度モデル、規模の経済、範囲の経済、時間圧縮の不経済に関する研究をレビューする。

(2) M&A と企業成果の因果関係に関する既存研究

まず、「卸売業者間の M&A が成果に正の影響を及ぼす」という考えに関連した既存研究として、取引依存度モデルを取り上げる (石原 1982, 高嶋 1994)。このモデルのコンセプトは、①B の A に対するパワーは、A の B に対する依存度によって決まり、②A の B に対する依存度は、A の B に対する重要性と B の代替可能性によって決まる、というものである。このコンセプトを製造業者の販売と仕入の依存関係に適用したのが、取引依存度モデルである。そこで、製造業者 A の卸売業者 B に対する販売依存度は「製造業者 A の総販売額分の、卸売業者 B に対する販売額」として、同様に卸売業者 B の製造業者 A に対する仕入依存度は、「卸売業者 B の総仕入額分の、製造業者 A からの仕入額」として表現される。

取引依存度モデルは卸売業者間の M&A について直接言及したものではないが、M&A により取引依存度が変化し卸売業者の交渉力が増大すれば、卸売業者の成果が向上する可能性がある。

次いで規模の経済についてレビューする。沼上 (2008) によれば、規模の経済は「より大

きな生産設備を用いて大量に生産した方がより小さな設備を用いて少量を生産するよりも、製品 1 個あたりのコストが下がること」(p.123) である。浅羽・牛島 (2010) では、ホテルが客室を 100 室から 10 倍の 1000 室に増やしたとしても、それに比例して従業員数や諸設備のキャパシティも 10 倍にする必要はないことを、規模の経済の一例として挙げている。同様の理屈で、卸売業者が M&A により規模を拡大させ、製品取扱量が増えれば、単位当たりの流通コストが低下し、それが成果に好影響を及ぼすかもしれない。

またこれに関連して、M&A は範囲の経済によっても、成果に正の影響を及ぼす可能性がある。沼上 (2008) によれば、範囲の経済は「様々な製品 (サービス) を、複数の異なる企業で生産した時の総費用と比べて、単一企業で生産する時の総費用が低くなること」(p.126) である。例えばアマゾン は元々、本の通販サイトであったが、現在では既存の倉庫や受発注システムを活用して、食料品、家電、衣服に至る様々な製品を取扱っている。こうしてアマゾンは、範囲の経済を実現させ、全体の売上高に対する販管費率を削減していると考えられる。したがって卸売業界においても、M&A によって類似した製品群を共通の設備をもって取り扱えるようになれば、範囲の経済が実現し、成果が高まる可能性がある。

しかし Dierickx & Cool (1989) は、これまでの議論と異なる見解を示している。それは、組織が努力や成長を短期間に詰め込むことは、それを長期間にわたって行うことよりも非効率であるという「時間圧縮の不経済」である。

時間圧縮の不経済に背後にあるのは、人間の吸収能力・学習能力の限界である。例を挙げると、同じ曲をトータルで 5 時間練習するとして、M 君は金曜日にまとめて 5 時間練習し、A 君は月～金曜日に毎日 1 時間ずつ練習するとしよう。その場合トータルの練習時間は同じであるが、短期間にまとめて練習を行った M 君に比べて、長期間に少しずつ練習を行った A 君の方が、土曜日の発表会で上手に演奏することが出来る、というものである (Vermeulen 2010)。このエピソードは、卸売業者間の M&A の文脈にも当てはまるかもしれない。つまり M&A による短期間での急激な規模拡大は、逆に業務効率化を困難する可能性を否定できない。

3. 仮説の提唱

前章での既存研究レビューを踏まえ、本研究では以下、2 つの段階に分けて仮説を提唱する。はじめに①取引依存度モデル、規模の経済、範囲の経済により M&A が企業にもたらすであろう正の影響について、次いで②時間圧縮の不経済によって M&A が成果に及ぼすであろう負の影響について、それぞれ仮説が提唱される。

(1) M&A の正の効果に関する仮説

既述した取引依存度モデルに基づいて考えれば、M&A により企業規模が大きくなった卸売業者は、大手小売業者にとっても無視し得ない存在となるだろう。よって、卸売業者は

M&A 以前と比べて、大手小売業者に対する交渉力が強くなり、自社の利ざやを維持・増大させることができると考えられる。よって、次の仮説を導くことができる。

H1: M&A は粗利益率を向上させる。

次いで、規模と範囲の経済に注目する。前節においてレビューされたように、M&A 実施の前後を比べると、M&A 以後は卸売業者の規模も大きくなり製品取扱量は増えると考えられる。それに伴い、規模の経済を通じた単位流通コストの削減が期待できる。加えて、M&A により共通設備で類似製品の取り扱いが可能となれば、範囲の経済によって、全体の売上高に対する販管費率の削減が可能となる。そして粗利益率が一定であれば、販管費率の削減は営業利益率の向上につながるはずである。

既に提唱した H1 も含めて考えるならば、M&A は交渉力の増大を通じて、あるいは規模・範囲の経済を通じて、粗利益率や販管費率を改善させ、その結果、営業利益率を向上させることになるであろう。かくして以下の仮説が提唱される。

H2: M&A は販管費率を減少させる。

H3: M&A は営業利益率を向上させる。

(2) M&A の負の影響に関する仮説

ここまで我々は、M&A の正の効果に注目した仮説を提唱した。しかし、M&A は必ずしもパフォーマンスに正の影響を及ぼすとは限らない。それを示唆しているのが Dierickx & Cool (1989) による「時間圧縮の不経済」であった。

我々は、このコンセプトが M&A による企業成長の文脈にも当てはまると推測した。つまり、企業が短期間に成長を遂げようと M&A を実行しても、業務効率化が進まず販管費が増加してしまい、高いパフォーマンスを得られないということである。また粗利益率が一定であれば、販管費率の増加は営業利益率の減少につながると予想される。かくして、以下の仮説が提唱される。

H4: M&A は販管費率を増加させる。

H5: M&A は営業利益率を低下させる。

4. 実証分析

(1) 分析概要

以上で提唱された仮説群の妥当性をテストすべく、実証分析を行う。我々は『日経 NEEDS』より東証上場卸売業者の 1996～2013 年までの財務データを抽出し、外れ値を除いた 184 社のデータをサンプルとして分析に利用する。M&A の回数と有無は、入手可能であった

2000年～2008年までの『MARR』のデータを参照している。つまり実証分析においては、「2000年～2008年におけるM&Aの有無や回数が、2009年～2013年の業績にいかなる影響を及ぼすのか」に焦点が当てられる。

分析手法については全仮説のテストにおいて重回帰分析を採用した。また収益体質の業界間格差をコントロールするために、産業統計により、卸売業者を「繊維・衣服卸」、「飲食料卸」、「建築材料・鉱物・金属材料卸」、「機械機器卸」、「医薬品・化粧品卸」の5つに分類し、それぞれの業界ダミーを統制変数として導入する。

(2) 「2009年～2013年の売上高成長率」を従属変数とする重回帰分析の結果

はじめに、事前に仮説化されてはいないが、2009年～2013年の売上高成長率を従属変数とする重回帰分析を行った。分析の結果は図表2に示すとおりである。このモデル全体は0.1%水準で有意であった。また「M&Aの有無」の効果は非有意であった。しかしながら「M&Aの回数」は、売上高成長率に有意な正の影響を与えている。すなわち、M&Aの回数と共に、売上成長率も上がるということが明らかになった。

図表2 M&Aの有無と回数が2009年～2013年の売上高成長率に与える影響

従属変数	2009～2013の売上高成長率			
	モデルⅠ		モデルⅡ	
	標準化係数	t値	標準化係数	t値
X1: 繊維、衣服等卸	.01	.17	.02	.43
X2: 飲食料品卸	.10	1.68*	.09	1.67*
X3: 建築材料、鉱物、金属材料卸	-.03	-.48	-.03	-.53
X4: 機械器具卸	.02	.25	.03	.44
X5: 医薬品、化粧品卸	.22	4.15***	.14	2.45**
X6: 持ち株会社ダミー	.67	12.76***	.66	13.06***
X7: 1996～2000の売上成長率	.05	.97	.04	.86
X8: 2000～2008のM&A有無	.01	.18		
X9: 2000～2008のM&A回数			.22	4.10***
F値	30.01***		35.02***	
Adj-R ²	.56		.60	

注) ***: 1%水準で有意、 **: 5%水準で有意、 *: 10%水準で有意、 無印: 非有意。

(3) 「2009年～2013年の粗利益率」を従属変数とする重回帰分析の結果

次に粗利益率に対するM&Aの効果を分析しよう。図表3のX9およびX10の欄に示すとおり、2009年～2013年の粗利益率に対して、M&Aの有無と回数は、共に影響を及ぼしていない。すなわちM&Aをしても粗利益は上がらないということが明らかになった。したがって「M&Aは粗利益率を向上させる」というH1は棄却された。

図表 3 M&Aの有無と回数が2009年～2013年の粗利益率に与える影響

従属変数	2009～2013年の粗利益率			
	モデルⅢ		モデルⅣ	
	標準化係数	t 値	標準化係数	t 値
X1: 繊維、衣服等卸	.09	2.71***	.09	2.74***
X2: 飲食料品卸	-.07	-1.78*	-.07	-1.73*
X3: 建築材料、鉱物、金属材料卸	-.13	-3.47***	-.13	-3.44***
X4: 機械器具卸	-.07	-1.64	-.06	-1.57
X5: 医薬品、化粧品卸	-.06	-1.55	-.04	-1.19
X6: 持ち株会社ダミー	.02	.44	.01	.22
X7: 1996～2000年の粗利益率	.85	25.12***	.85	25.16***
X8: 2009～2013年の売上成長率	-.02	-.35	-.00	-.06
X9: 2000～2008年のM&Aの有無	-.03	-1.07		
X10: 2000～2008年のM&A回数			-.04	-.98
F 値	95.74***		95.62***	
Adj-R ²	.82		.82	

注) ***: 1%水準で有意、**: 5%水準で有意、*: 10%水準で有意、無印: 非有意。

(4) 「2009年～2013年の販管費率」を従属変数とする重回帰分析の結果

続いて、販管費率に対するM&Aの効果に注目する。図表4のX9およびX10の欄に示すとおり、2009～2013年の販管費率に対して、M&Aの有無と回数は共に有意な負の影響力を有している。すなわち、M&Aをするほど販管費率は下がるということが明らかになった。よって、「M&Aは販管費率を減少させる」というH2は支持され、「M&Aは販管費を増加させる」というH4は棄却された。

図表 4 M&Aの有無と回数が2009～2013年の販管費率に与える影響

従属変数	2009～2013年の販管費率			
	モデルⅤ		モデルⅥ	
	標準化係数	t 値	標準化係数	t 値
X1: 繊維、衣服等卸	.03	.90	.04	.95
X2: 飲食料品卸	-.11	-2.69***	-.11	-2.58**
X3: 建築材料、鉱物、金属材料卸	-.19	-4.38***	-.18	-4.31***
X4: 機械器具卸	-.12	-2.56**	-.11	-2.41**
X5: 医薬品、化粧品卸	-.10	-2.57**	-.08	-1.92*
X6: 持ち株会社ダミー	-.05	-.98	-.07	-1.36
X7: 1996～2000年の販管費率	.81	21.64***	.82	21.65***
X8: 2009～2013年の売上高成長率	.09	1.79*	.12	2.20**
X9: 2000～2008年のM&Aの有無	.07	-2.05**		
X10: 2000～2008年のM&A回数			-.07	-1.79*
F 値	74.76***		74.24***	
Adj-R ²	.78		.78	

注) ***: 1%水準で有意、**: 5%水準で有意、*: 10%水準で有意、無印: 非有意。

(5) 「2009年～2013年の営業利益率」を従属変数とする重回帰分析の結果

最後に、2009～2013年の営業利益率に与えるM&Aのインパクトを分析する。図表5に示すとおり、M&Aの有無と回数は、共に営業利益率に有意な影響を有していないことが分かる。加えて図表5のX10の欄から、2009～2013年の売上高成長率は営業利益率に両者とも有意な負の影響を及ぼす結果となった。つまりM&Aの有無に関わらず、急激な売上増加は、営業利益率を減少させるということが分かる。

もっとも重要なこととして、図表5のX11およびX12の欄において、M&Aを行い、かつ売上高成長率が伸びた場合、営業利益率が向上することが明らかになった。つまりM&Aをすることが直接営業利益率の改善につながる訳ではないが、M&Aを行い、かつ売上高成長率が上がった場合に、営業利益率は向上するのである。

図表5 M&Aの有無と回数が2009年～2013年の営業利益率に与える影響

従属変数	2009～2013の営業利益率			
	モデルⅦ		モデルⅧ	
	標準化係数	t値	標準化係数	t値
X1: 繊維、衣服等卸	.13	1.81*	.13	1.78
X2: 飲食料品卸	.13	1.77*	.13	1.67*
X3: 建築材料、鉱物、金属材料卸	.11	1.35	.13	1.62
X4: 機械器具卸	.16	1.95*	.16	1.91*
X5: 医薬品、化粧品卸	.10	1.39	.06	.79
X6: 持ち株会社ダミー	.23	2.26**	.27	2.57**
X7: 1996～2000の営業利益率	.37	5.42***	.36	5.22***
X8: 2000～2008のM&A有無 (Z得点)	.09	1.37		
X9: 2000～2008のM&A回数 (Z得点)			.02	.26
X10: 2009～2013の売上成長率 (Z得点)	-.56	-3.68***	-.47	-3.49***
X11: X8×X10(M&A有無と売上 成長率の交互作用)	.31	2.50**		
X12: X9×X10(M&A回数と売上 成長率の交互作用)			.22	1.93*
F値	5.72***		5.35***	
Adj-R ²	.21		.19	

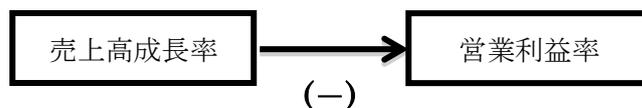
注) ***: 1%水準で有意、**: 5%水準で有意、*: 10%水準で有意、無印: 非有意。

5. 考察および今後の課題

(1) 分析結果の考察

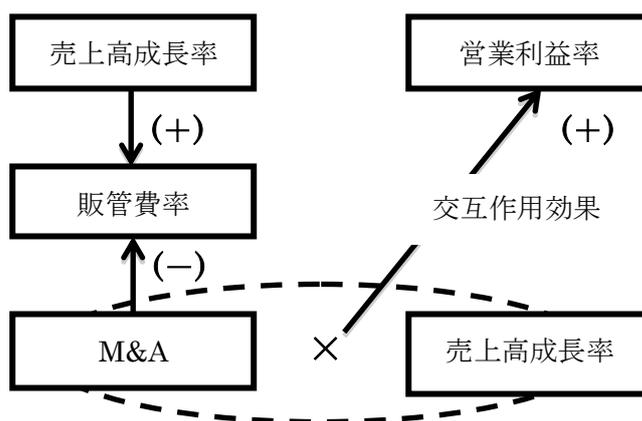
分析の結果、図表6に示されるように、単なる売上成長は営業利益率に負の影響を与えており、この点に限って言えば、時間圧縮の不経済が見られたと言えるだろう。これは無理な売上成長は、販管費(コスト)の上昇を招くためだと考えられる。

図表 6 時間圧縮の不経済



他方で本研究の実証分析は、規模の経済・範囲の経済が作用することにより、M&A は販管費に負の影響を与えることを明らかにした。そして図表 7 に示すように、単なる売上の成長ではなく、M&A を伴った売上の成長は営業利益率に正の影響を与え、卸売業者間の M&A 後の企業パフォーマンスには時間圧縮の不経済が見られないという、M&A の光の部分が見出された。分析結果を総合すれば、自社単独による売上高成長率の飛躍には費用がかかるため限界があり、そのため、卸売業者は他社と M&A を行うことでマーケティング・コストを抑えているものと考えられることができよう。

図表 7 分析結果のまとめ



(2) Vermeulen & Barkema (2002) の実証分析との相違点

Dierickx & Cool (1989) が提唱した時間圧縮の不経済は、組織が努力や成長を短時間に詰め込むことは、それを長期間に行うことよりも非効率であることを意味している。これを実証した研究として Vermeulen & Barkema (2002) があり、これは、企業の急速な海外展開は成果に負の影響を与えることを報告している。しかし本研究は、Vermeulen & Barkema (2002) とは異なり、M&A を伴う売上高成長は、成果に正の影響を与えることが明らかとなった。この結果の矛盾は、研究対象となった業界や文脈の違いに求めることができるかもしれない。

すなわち Vermeulen & Barkema (2002) は、企業が文化も制度も大きく異なる海外市場に進出する文脈に着目している。そして現地でのビジネス慣習を習得するまでには多大な時間がかかるために、急速な海外展開は消化不良を引き起こすことを述べている。しかし

本研究では、日本国内のみの、しかも卸売業者同士の M&A に限定したことにより、M&A を行うハードルが低く、スムーズに成長を遂げることが出来たため、異なる結果が出たと考えられる。

(3) 今後の課題

以下が今後の課題である。第 1 に本研究では分析に際し、東証上場企業のサンプルしか抽出できず、未上場企業の企業パフォーマンスを考慮出来なかった。また今回は 2000 年～2008 年の M&A を対象としたが、更に年代を遡って分析する必要があるだろう。第 2 に本研究は、M&A がパフォーマンスに与える影響については明らかにしたが、卸売業者が何故 M&A をするのか、また M&A を行った企業と行っていない企業との比較を分析できていない。第 2 の課題に関連して第 3 に、川下である小売業者の広域化の程度によって、どの業種が M&A を行いやすいのかを分析する仮説も考えたが、卸売業者の業種分類と小売業者の業種分類を対応させることが困難なため、分析出来なかった。今後、これらの課題を考慮することで、研究のさらなる発展が期待できるだろう。

参考文献

- 青島矢一・加藤俊彦 (2012), 『競争戦略論』, 東洋経済新報社。
- 浅羽茂・牛島辰男 (2010), 『経営戦略をつかむ』, 有斐閣。
- Dierickx, I. & K. Cool (1989), “Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage,” *Management Science*, Vol.35, No.12, pp.1504-1511.
- 原田英生・向山雅夫・渡辺達朗 (2010), 『ベーシック流通と商業 (新版)』, 有斐閣。
- 池尾恭一・青木幸弘・南知恵子・井上哲浩 (2010), 『マーケティング』, 有斐閣。
- 石原武政 (1982), 『マーケティング競争の構造』, 千倉書房。
- 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』, 第 53 巻第 2 号, pp.32-45。
- 沼上幹 (2008), 『わかりやすいマーケティング戦略 (新版)』, 有斐閣。
- 大須賀明 (2005), 「卸売業者の中抜き問題」, 『大阪産業大学経営論集』, 第 6 巻第 2 号, pp.61-74。
- 高嶋克義 (1994), 『マーケティング・チャネル組織論』, 千倉書房。
- Vermeulen, F. (2010), *Business Exposed: The Naked Truth about What Really Goes on in the World of Business*, Pearson Education Canada, 本木隆一郎・山形佳史訳 (2013), 『ヤバい経営学』, 東洋経済新聞社。
- _____ & H. Barkema (2002), “Pace, Rhythm, and Scope: Process Dependence in Building a Profitable Multinational Corporation,” *Strategic Management Journal*, Vol.23, pp.637-653.
- 渡辺達朗 (1997), 『流通チャネル関係の動態分析』, 千倉書房。
- _____ (2011), 『流通政策入門』, 中央経済社。

_____・久保知一・原頼利編著 (2011), 『流通チャネル論』, 有斐閣。
矢作敏行 (1996), 『現代流通』, 有斐閣。

参考資料

『M&A 専門誌 MARR』(2009, 2010, 2011), 株式会社レコフ。
『日本企業の M&A データブック 1985-2007』(2008), 株式会社レコフ。
『日経 MJ』, 2013 年 7 月 31 日。
『商業統計』, 経済産業省。