

研究指導 大橋 良生 准教授

## 企業業績に対する資本業務提携の影響

—提携対象に焦点を当てて—

鈴木 伶奈

### 1. 本研究の目的

#### 1.1 資本業務提携とは

事業再編・統合は、M&Aと資本業務提携の2つに大別される。

M&Aとは、企業の合併と買収を意味し、Merger and Acquisitionの略語である。M&Aの定義は様々であるが、狭義には「ある会社が別の会社を所有する、または支配するための経済行為」(弘兼、2006)を指しており、経営権(支配権)の移転を伴う取引を意味している。

一方、資本業務提携とは、支配権の移転を伴わない取引であり、狭義のM&Aとは異なり、互いの会社は独立した状態であり、あまり提携のメリットが感じられなかった場合は解消しやすい手法である。なお、資本業務提携は業務提携と資本提携を同時に行う提携である。

業務提携とは、資本の移動を伴わない契約関係等を通じて企業間の業務上の協力関係を築く手法であり、技術提携と生産提携、販売提携に区別される。技術提携は共同開発や技術の提携であり、生産提携はパートナー企業に対して生産の一部や製造工程の一部を委託する提携である。販売提携とは、互いの販路と製品・商品を提供しあう提携である。これらの業務提携では、他社の資源やノウハウなどを生かすことができる。また、資本の移動を伴わないため、提携を行う際に資金を用意する必要がない。その反面、提携対象となっていない企業が有しているノウハウや技術などが流出してしまう恐れがある。

また、資本提携とは業務提携等をさらに強固にするために、支配権を持たない範囲での相互の株式の持ち合いや、一方の会社の株式の取得、第三者割当増資(第三者に向けて新株の発行を行うこと)の引受け等を行う提携である。資本提携は、業務提携よりも強固な関係性を築きやすい反面、会社内の機密情報に他社が触れられる立場になってしまう恐れがある。

以上より本研究では、一般的に経営権の移転を伴う合併と買収を意味する用語としてM&A、契約関係等を通じて、企業間で(資本関係を含む)業務上の協力関係の構築を指す用語として資本業務提携を用いる。

#### 1.2 資本業務提携の事例

日本M&Aセンターのホームページによると、2019年に資本業務提携は121件行われている。

ここで、資本業務提携の事例として3案件取り上げる。第一の事例は、マツキョホールディングス(HD)とココカラファインとの提携である。ドラッグストア大手のマツキョHDとココカラファインは2019年4月26日、資本業務提携に向けた検討を始めると発表した。医薬品の仕入れや物流、プライベートブランド商品の開発で協力を模索し、9月までに判断した(日本経済新聞2019/4/26)。2020年1月31日に契約が締結された。

第二の事例は、ZOZOとヤフーとの提携である。ZOZOは、ヤフーによる同社株式に対する公開買付けに賛同意見を表明し、資本業務提携を決定した。強固な提携関係に基づき、集客と決算面やPayPayモール出店を中心としたシナジーを創出し、ファッションECプラットフォームとして、新たな成長ステージに挑戦することを公表した(ZOZOホームページ2019/9/12検索)。

第三の事例は、KDDI とローソンとの提携である。両社の顧客基盤を生かしたデータマーケティングの推進や先端テクノロジーの活用による新たな消費体験の創出に向け資本業務提携契約を締結した(KDDI ホームページ2019年12月16日)。

以上のように、資本業務提携は、2019年では121件公表され、M&Aの648件と比較すれば少ないものの有名な企業も行っている。

#### 1.3 問題の所在

前述のように、資本業務提携は支配権の移転を伴わない取引であり、お互いの会社は独立した状態であるため、あまり提携のメリットが感じられないときは解消しやすいなど、M&Aよりも実行にふみきりやすい手法である。

図表1は企業間連携の連携相手を示している。これによると、企業間連携の連携対象が、同業種企業、異業種企業、不特定、大学・公的研究機関、個人、NPO・非営利団体と多岐にわたっていることがわかる。それでは、提携対象の違いが資本業務提携の影響に違いをもたらすのであろうか。本研究では、このような問題意識から提携対象の相違が資本業務提携の企業業績への影響に違いをもたらしているのかを明らかにすることを目的とする。

## 2. 先行研究

本節では、事業再編・統合の手段の一つであるM&Aに関する先行研究をレビューする。筆者の知る限り、資本業務提携の先行研究が見受けられなかったため、支配権の移転を伴うM&Aの効果に関する研究成果をとりまとめ、支配権の移転を伴わない資本業務提携の効果を考察する基礎とする。

### 2.1 M&Aの企業業績に及ぼす効果

岡部・関(2006)は、M&A実施企業の経営の安定化及び効率化に焦点をあて、どのような影響があったかを明らかにした。検証の結果、M&Aはハイリスク・ハイリターンの性格をもつ経営戦略といえることや、日本経済の構造変革にとって有効な手段といえることなどを主張した。

芳賀・立本(2018)は、多角化戦略において、内部投資に対する外部投資の比率がどのように企業業績に影響するかを明らかにした。分析の結果、多角化度が高い場合、M&A投資比率はROICに統計的に有意にプラスの効果を示すが、多角化度が低い場合には、M&A投資比率は統計的に有意にマイナス効果を示すことが明らかになったと主張した。

### 2.2 M&Aの株価に及ぼす効果

森・王(2013)は、M&Aのうち買収を取り上げてその効果を株価の観点から明らかにしようとした。分析の結果、多角化型(異業種)M&Aよりも水平型(同業種)M&Aのほうが高い株価効果を期待できることが示された。次に、長期的株価効果に対しては、TOBか株式交換かの支払手段よりも、水平型か多角化型かの取引性格のほうが大きな影響を与えていたと主張している。

これらの先行研究で示されていたことは次のとおりである。(1) M&Aはハイリスク・ハイリターン性格を持っている。(2)多角化度が高い場合、M&A投資比率はROICに統計的に有意にプラスの効果を示す。(3)同業種買収か異業種買収かの取引性格による違いについては、多角化型買収は顕著なマイナスの株価効果が生じていたのに対して、同業種買収はプラスの株価効果をもたらしていた。

### 2.3 本研究の新規性

これらの先行研究に対し、本研究は企業業績に対する資本業務提携の影響について、提携対象(同業種企業・異業種企業)に焦点を当てて明らかにすることを目的とする。資本業務提携の影響を検証する理由は、M&Aに焦点を当てている先行研究はみられたが、資本業務提携の効果を検定している研究はみられなかったからである。また、提携対象に焦点を当てて分析することで、資本業務提携のより良い提携

対象を検証する。

## 3. 分析方法と結果

### 3.1 サンプル

資本業務提携データは、日本M&Aセンターの公式ホームページから収集し、下記に示す分析方法の関係上、2015年から2017年までに資本業務提携の実施を公表している企業を分析対象とした。なお、各企業のホームページに掲載されている有価証券報告書から財務諸表を収集した。

資本業務提携の効果を測定するために、本研究では、1つの案件につき1社をサンプルとした。M&Aと異なり、支配権の移動がない資本業務提携では提携が行われる前と同様に、2社以上がそのまま存続する。そこで、本研究では、当該提携に関わった会社のうち売上高が最も大きい会社を分析対象とした。最も売上高が大きい企業が提携の影響を最もうけると考えられるからである。

また、資本業務提携の実施前1年t-1期から実施後1年t+1期までの3年間を対象期間とした。実施後1年間を対象期間とする理由としては、資本業務提携を実施した年だけでは、決算日により効果が発現する期間が十分ではない場合もあるため、資本業務提携の効果が財務諸表に現れるのは実施してから一定期間経過した後であると考えられるからである。なお、実施日を公表していない企業や、データを入手できなかった企業は除外し、最終的に抽出したサンプル数は130件となった。

### 3.2 分析方法

資本業務提携の効果を測定するために財務諸表分析を行う。財務諸表分析として、収益性分析と成長性分析を行う。まず、収益性分析では、自己資本当期純利益(Return on Equity:ROE)と使用総資本事業利益率(Return on Assets:ROA)の2つの指標を用いる。ROEとは、投資家である株主に対してどの程度の利益を還元しているのかを測る指標である。これは、当期純利益を純資産で除することで求められる。ROAとは、企業の総合的な収益性を測る指標である。これは営業利益を総資本で除することで求められる。

以上の収益性の指標は、資本業務提携が行われると、規模やシェアの拡大、コストダウンにより、上昇すると予想される。

次に、成長性分析である。成長性分析では売上高成長率(GSALE)の指標を用いる。売上高は、企業の営業活動の規模を測る基本的な尺度である。GSALEは、当期の売上高から前期の売上高を差し引き、その差を前期の売上高で除することで求められる。資本業務提携が行われると提携以前よりも提携企業側の取引先を通じて売上高の増加が想定さ

れるためGSALEは上昇すると予想される。

実施前と比べて、実施年・実施後の2年間で各指標に変化が現れたのかをt検定を用いて分析した。分析手順は、資本業務提携実施年をt期として、実施前をt-1期、実施後をt+1期とし、各年の財務諸表を用いた。第一分析は、資本業務提携の効果を評価することを目的として、全案件を対象に、実施年t期と実施後1年t+1期の値から実施前t-1期の値を差し引いた変化値の平均値がゼロと有意に異なるかをt検定を用いて分析する。変化値が有意なプラスの値であれば資本業務提携が業績改善の効果があつたことを、ゼロと変わらない又は有意なマイナスの値であれば業績改善効果が確認されないことを示唆する。

第二分析は、全案件を同業種案件と異業種案件に分けて、第一分析と同様に変化値の平均値がゼロと有意に異なるかを分析する。これにより、全案件を対象とした分析結果が同業種案件、異業種案件でも同様であるかを確認する。

第三分析は、同業種案件と異業種案件の変化値に差があるのか分析する。同業種案件と異業種案件で有意な差が確認できれば、資本業務提携による業績の影響に提携対象の違いが関係していることになる。

### 3.3 分析結果

図表2は自己資本当期純利益率(ROE)の分析結果を示している。収益性分析では、全案件は130件であり、うち34件は同業種案件、96件は異業種案件である。

分析の結果、第一分析では、ROEの平均値は、t-1期の9.13%から下降しており、t期では8.26%、t+1期では7.02%であった。しかし、どの期間においても、t-1期との統計的に有意な差は見受けられなかった。第二分析では、同業種案件は、t-1期に9.78%だったが、t期に10.48%に上昇し、t+1期では-2.01%となった。異業種案件は、t-1期に、8.89%だったが、t期に7.47%と減少し、t+1期では10.21%と上昇し同業種案件とは逆の結果だった。ただし、両者ともt-1期との変化値に統計的な差は確認できなかった。第三分析では、両者の変化値の差は、t期では2.12%、t+1期では-13.11%であった。すなわち、t期では同業種案件の方が異業種案件よりも好ましい値であったが、翌年ではそれは反転していた。ただし、統計的に有意な差は確認されなかった。このことは、資本業務提携がROEにプラスの影響を与えないこと、及び資本業務提携のROEの影響に対して、提携対象の違いが影響しているとはいえないことを意味している。

図表3は、使用総資本事業利益(ROA)の分析結果を示している。第一分析では、全案件の平均値は、t-1期の約9%から、t+1期の約6%へと下降してい

た。実施前と比べ、実施年、実施後は値が小さくなってしまっており、統計的にも有意であった。第二分析では、同業種・異業種案件の両者で、変化値はマイナスとなっており、t+1期において統計的な差が確認された。第三分析では、両者の変化値の差について、統計的に有意な差は確認されなかった。このことは、資本業務提携がROAにプラスの影響を与えないこと、及び資本業務提携のROAの影響に対して、提携対象の違いが影響しているとはいえないことを意味している。

最後に、図表4は売上成長比率(GSALE)の分析結果を示している。全案件は128件であり、うち同業種案件は33件、異業種案件は95件である。

分析の結果、第一分析では、GSALEの平均値はt-1期の16.89%から下降しt+1期では14.60%であった。ただし、どの期間においても、t-1期との統計的に有意な差は見られなかった。第二分析では、同業種案件は、t-1期に10.78%であったが、t期では17.86%、t+1期では11.34%となっていた。異業種案件は、t-1期は、19.01%であり、t期に14.85%と下降し、t+1期では15.74%と上昇したが、t-1期よりも低い値である。しかし、統計的に有意な差は確認されなかった。第三分析でも両者の間に統計的に有意な差は確認できなかった。これは、資本業務提携が収益性にプラスの影響を与えないことが示唆された。また、資本業務提携により成長性への影響に対して、提携対象の違いが影響しているとはいえないことが示唆される結果となった。

## 4. 結論と今後の課題

### 4.1 結論

本研究の目的は、企業業績に対する資本業務提携の影響を提携した対象相手(同業種・異業種)に焦点を当てて明らかにすることであった。分析の結果から、3点のことが明らかになった。

第一に、資本業務提携実施後に収益性の一部分に有意な差が確認できたが、全体として、収益性、成長性に関して資本業務提携が、それらを改善していることを示唆する分析結果は確認できなかった。第二に、同業種・異業種資本業務提携の効果について第一で示した全案件を対象とした分析結果と同様の結果が確認された。第三に、提携対象の違いによる効果の差は、収益性と成長性ともに確認されなかった。

以上の分析結果から、提携対象が同業種企業、異業種企業に関わらず、資本業務提携が企業業績にプラスの影響を与えているとはいえないことが示唆された。

本研究の分析結果に基づけば、資本業務提携を行えば、必ず業績が改善するとは言いきれず、期待

された効果の実現しているかは明らかではない。事業再編・統合の際には、M&A と資本業務提携のいずれが各企業の経営実態に適しているかを見極めることが重要となるといえよう。

4.2 今後の課題

本研究における今後の課題を3つ提示する。第一に、サンプル数を拡大した分析である。2014年12月から2017年までに提携は326件であった。より一般的な傾向を把握するために、サンプル数を拡大した分析を行う必要がある。

第二に、提携手法別や提携対象別の効果を検証することである。本研究では、資本業務提携の影響を同業種・異業種に焦点を当てて検証した。しかし、前述したように資本業務提携は、資本提携と業務提携(技術提携、生産提携、及び販売提携)に分けることができ、提携対象は、大学・公的研究機関、個人、NPO・非営利団体などがある。提携手法や提携対象が異なると提携の効果は異なるのか。この点は分析される必要がある。

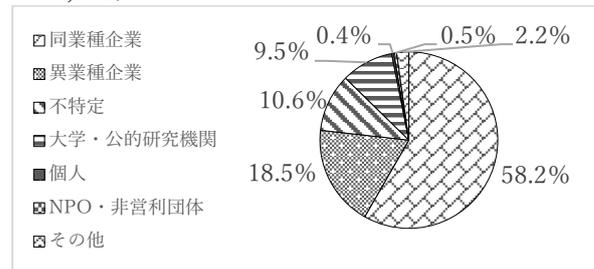
第三に、資本業務提携の効果を株価の観点から検証することである。本研究では財務諸表分析を行った。森・王(2013)では、水平型買収か多角化型買収かという取引性格による違いについては、多角化型買収は顕著なマイナスの株価効果が生じていたのに対して、水平型買収はプラスの株価効果をもたらしていたと主張していた。そのため、この先行研究をもとに株価の面から資本業務提携の効果に焦点を当て検証したい。以上の点は、今後の研究課題である。

主要参考文献

- [1] 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—経営の安定化と効率化に関する実証分析—」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』No.107
- [2] 中小企業白書(2018)「第2節 M&Aの現状と実態」  
[https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap6\\_web.pdf](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap6_web.pdf)
- [3] 日本経済新聞 <https://www.nikkei.com/>
- [4] 日本総研  
[http://www.jri.co.jp/company/publicity/2001/detail/green\\_tieup/](http://www.jri.co.jp/company/publicity/2001/detail/green_tieup/)
- [5] 日本M&Aセンター  
<https://www.nihon-ma.co.jp/news/keyword/capitalbusinessalliance/>
- [6] 芳賀裕子・立本博文(2018)「M&A投資が企業業績に及ぼす効果の研究」『組織化学』Vol.25, No.1, pp.4-17
- [7] 弘兼憲史(2006)『知識ゼロからのM&A入門』幻冬舎
- [8] 三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)  
[https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/04Hakusyo\\_part2\\_chap6\\_web.pdf](https://www.chusho.meti.go.jp/pamflet/hakusyo/H30/PDF/chusho/04Hakusyo_part2_chap6_web.pdf)

- [9] 森久・王子婿(2013)「わが国におけるM&Aの長期定期株価効果」『経営論集』pp.103~118
- [10] 山田コンサルティンググループ株式会社  
<https://www.ycg-advisory.jp/knowledge/glossary/a-business-tie-up/>
- [11] KDDI「KDDIとローソン、資本業務提携に関するお知らせ」  
<https://news.kddi.com/kddi/corporate/newsrelease/2019/12/16/4187.html>
- [12] ZOZO「株式会社ZOZO、ヤフー株式会社による当社株式に対する公開買付けに賛同意見を表明し、資本業務提携を決定」  
<https://corp.zozo.com/news/20190912-8702/>

図表1 企業間連携の連携相手(実施したことがあるn=1,292)



(出所)三菱UFJリサーチ&コンサルティング(株)「成長に向けた企業間連携等に関する調査」(2017年11月)

図表2 自己資本当期純利益率(ROE)の分析結果

	(A) 全案件 (n=128)		(B) 同業種案件 (n=33)		(C) 異業種案件 (n=95)		(D) (B)と(C)の比較 (c)との差
	ROE (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	ROE (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	ROE (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	
t-1	9.13% (22.23%)	-	9.78% (28.28%)	-	8.89% (19.82%)	-	-
t	8.26% (22.15%)	-0.87% (0.42)	10.48% (10.07%)	0.70% (0.12)	7.47% (25.07%)	-1.42% (0.76)	2.12% (0.45)
t+1	7.02% (34.88%)	-2.11% (0.53)	-2.01% (43.60%)	-1.79% (1.30)	10.21% (30.86%)	1.32% (0.30)	-13.11% (-1.45)

図表3 使用総資本事業利益(ROA)の分析結果

	(A) 全案件 (n=128)		(B) 同業種案件 (n=33)		(C) 異業種案件 (n=95)		(D) (B)と(C)の比較 (c)との差
	ROA (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	ROA (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	ROA (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	
t-1	8.96% (12.22%)	-	7.85% (6.60%)	-	9.36% (13.67%)	-	-
t	6.39% (6.50%)	-2.16% (2.30)*	6.12% (4.84%)	-1.73% (1.73)	7.94% (7.01%)	-2.32% (1.88)	0.59% (0.27)
t+1	6.20% (6.60%)	-2.77% (2.66)**	5.17% (5.11%)	-2.68% (2.21)*	6.56% (7.04%)	-2.90% (2.08)*	0.12% (0.05)

図表4 売上成長比率(GSALE)の分析結果

	(A) 全案件 (n=128)		(B) 同業種案件 (n=33)		(C) 異業種案件 (n=95)		(D) (B)と(C)の比較 (c)との差
	GSALE (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	GSALE (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	GSALE (標準偏差)	t-1との差 平均差 (t値)	
t-1	16.89% (25.68%)	-	10.78% (17.33%)	-	19.01% (27.77%)	-	-
t	15.63% (26.10%)	-1.26% (0.46)	17.86% (36.43%)	7.08% (1.22)	14.85% (21.60%)	-4.12% (1.35)	11.24% (1.80)
t+1	14.60% (26.59%)	-2.29% (0.80)	11.34% (16.47%)	1.30% (0.50)	15.74% (29.29%)	-3.24% (0.89)	3.83% (0.59)