

M&Aから見る業界再編

求められる企業規模最適化

石上圭太郎



中村直之



大木隆広



CONTENTS

- I グローバル、ナショナル、ローカルの3階層で進む業界再編
- II 業界再編において目指すべき最適企業規模
- III 業界再編を踏まえた業界構造分析フレームワーク
- IV 業界再編の時代のM&A戦略課題

要約

- 1 日本の人口は2004年にピークに達し、今後は減少すると予想されている。このため、内需関連産業は、従来のように、拡大する市場のパイを分け合う形での成長を見込むことはできなくなっており、「業界再編」は必至となってきている。
- 2 業界再編は、上記の人口減少と国内市場の縮小を背景に、グローバル、ナショナル、ローカルの3階層で起こっているM&A（合併・買収）活動の総称であると理解できる。
- 3 業界再編においては、目指すべき企業規模を見出せるケースがあり、この場合、「企業規模一収益性カーブ（フライフィッシング・カーブ）」分析が有効なことがある。
- 4 各社が自らの属する業界の再編の行く末・あり方を考えるうえでは、「業界ポジショニング・マトリックス」と「企業規模一収益性カーブ」を組み合わせた、業界構造分析フレームワークの活用が有効である。
- 5 業界再編時代のM&Aにおいて、各企業は、金融機関などのM&Aプレーヤーの持ち込み案件に踊らされることなく、王道たる企業戦略を見つめ直し、再確立することが求められる。

I グローバル、ナショナル、ローカルの3階層で進む業界再編

1 日本企業の「成長の限界」と「業界再編」

日本の人口は2004年にピークに達し、今後は減少していくことが予想されている。高齢化がさらに進むなかでの人口減少は、年少人口（0～14歳）および生産年齢人口（15～64歳）の減少を意味する（図1）。今後、年少人口は年率2%程度、生産年齢人口は年率1%程度、それぞれ減少が見込まれている。

内需関連産業では、従来のように、拡大する市場のパイを分け合う形での成長を見込むことができなくなっている。このため、業界再編を仕掛ける企業は、M&A（合併・買収）を通じて同業他社の売り上げを自社に取り込むとともに、競合する企業の数減らして競争条件を緩やかにすることで、市場コントロール力を高めようとしている。

（1）人口減が引き金となる内需関連産業の国内（ナショナル）再編

内需関連産業とは、日本国内でモノやサービスを提供することが収益の柱となっている業種を指し、具体的には、建設、不動産、金融、通信、小売などである。

図2に示す、2006年の日本企業のM&A案件の内訳を見ると、内需関連では、流通（小売）、金融、不動産の比率が高く、基本的に内需型であるサービスも加えると、件数ベースでは、2006年の日本のM&A活動の過半は内需関連産業で起きているといえる。

最近話題となった、紳士服小売、食品メーカー、飲料メーカー、調味料メーカーの

図1 日本の人口の年間平均成長率（各期間平均、年齢階層別）

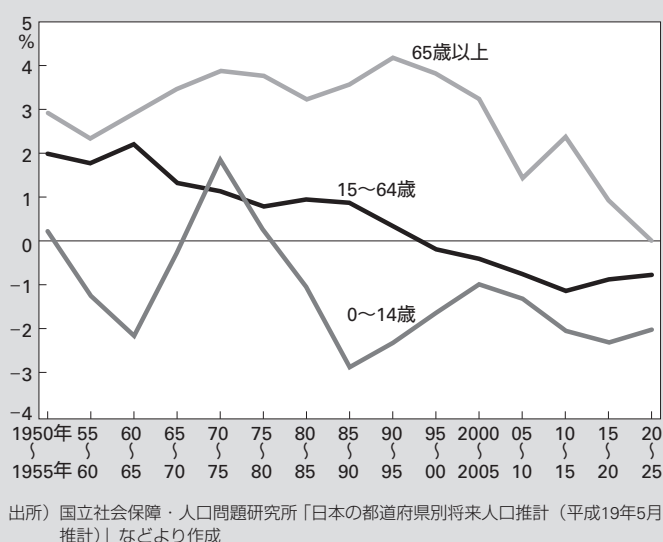
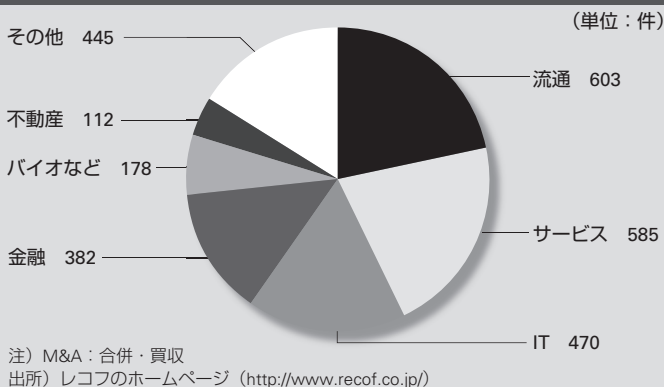


図2 2006年1月から12月までの日本企業が関連したM&A案件 2775件の内訳



M&A案件は、いずれも内需依存度が高い業種で発生している。特にメーカー3社は、いずれも外資系投資ファンドが、資本の論理で内需関連産業の再編を仕掛けていると見ることもできるだろう。

（2）海外市場に成長の活路を求めるグローバル再編

一方で、輸出型の産業の場合、内需成長が止まれば、海外市場に成長を求めることは今以上に必須となる。輸出型産業のうち、ある

程度成熟している業種では、すでにグローバルレベルでも主要プレーヤーのポジションが確立しているため、速やかな成長を目指すのであれば、既存の海外企業とのM&Aが有効な手段となる。

2006年には、東芝がウェスチングハウス・エレクトリック（米国）を、日本板硝子がピルキントン（英国）を、JT（日本たばこ産業）がギャラハー（英国）をそれぞれ買収するなど、大規模なクロスボーダーM&Aも行われた。これらは、いずれも海外市場での成長およびグローバルプレーヤーとしてのポジション確保が目的となっている。原子力発電、ガラス、たばこなどの産業は、いずれもある程度成熟した産業であり、国内の大手プレーヤーの数も必ずしも多くはなく、グローバル再編のステージに入っていると見ることもできよう。

（3）国内の地域エリア内（ローカル）再編

野村総合研究所（NRI）の過去数年間にわたる「地域密着・再生型M&A」（「求められる地域密着・再生型M&Aプロデューサー」本誌、2005年8月号参照）での実務経験から

得た知見では、図3のような業種・業態の領域で、九州や中国といったエリア内に閉じた再編事例が頻繁に発生している。

これらの多くは、日本全体をマーケットとするのではなく、地域需要に依存した業種・業態である。たとえば、福岡銀行と熊本ファミリー銀行の経営統合や、経営統合を視野に入れたスーパー業界における広島県のユアーズと北九州市の丸和の包括提携などが、これらの地域エリア内の再編事例と考えられる。

2 3階層で進む業界再編

業界再編は、図4のとおりに、人口減少、国内市場の縮小を背景に、①グローバル、②ナショナル、③ローカル——の3つの階層で起こっているM&A活動の総称であると理解できる。

もちろん、「新規事業進出」や「不得意分野の補強」を目的とした、業界再編とは直接関連のないM&Aも少なくないが、同業他社の買収により規模拡大を図るM&Aの場合には、自社の属する産業・業界において、3階層のいずれで再編が起きているのかを、十分に意識することが必要となる。たとえば、地

図3 地域エリア内での再生型M&Aと業界再編の動向

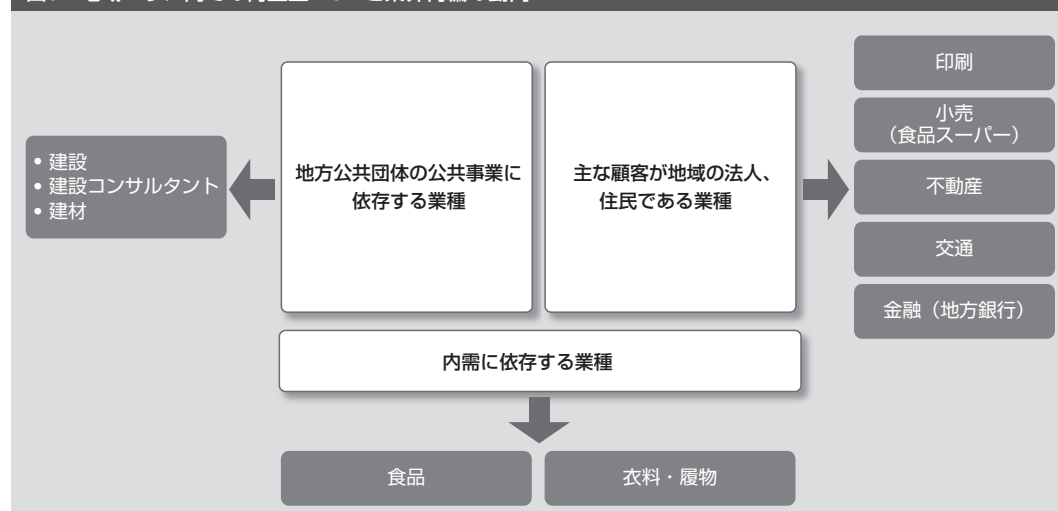
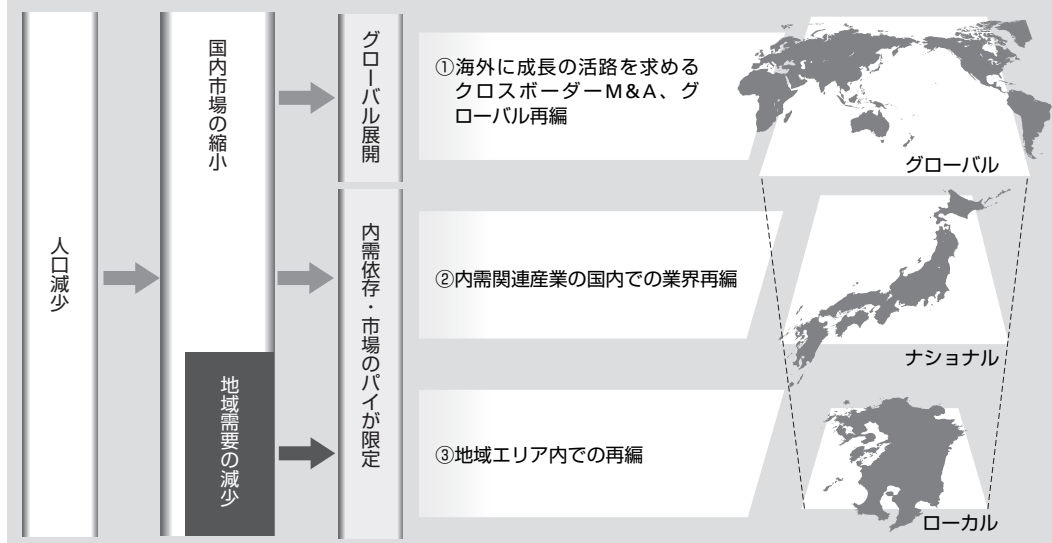


図4 3階層で進む業界再編



方銀行や食品スーパー業界での再編は、ナショナルレベルの再編の一環と見るのか、あるいは、ローカルレベルの再編と見るのかにより、各社のM&Aに対する取り組み姿勢・企業戦略が大きく変わらう。

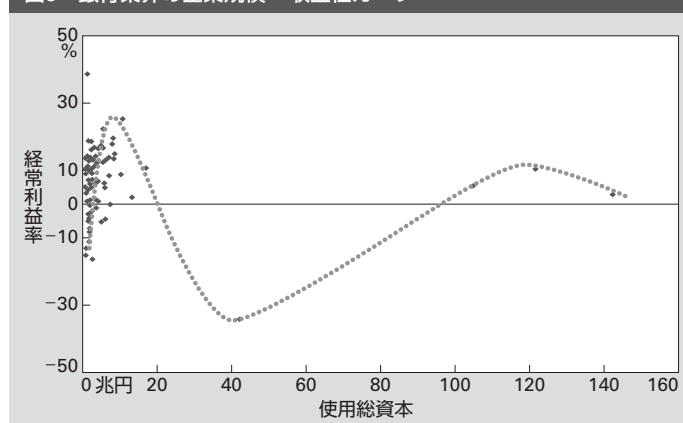
Ⅱ 業界再編において目指すべき最適企業規模

1 企業規模と収益性には相関関係がある——フライフィッシング・カーブ

ある種の業界においては、企業規模と収益性には比較的はっきりした相関関係があることが知られている。

たとえば、国内銀行業界の場合、図5のとおり、縦軸に利益率（ここでは経常利益率）、横軸に企業規模（ここでは使用総資本）をとって各企業をプロットすると、ある程度水準までは企業規模が大きくなるほど利益率が高いのに対し、その水準を超えると利益率が悪化し、さらに次の水準に達すると再び利益

図5 銀行業界の企業規模—収益性カーブ



率が上昇するという傾向が見られる。

これらのプロットを結んだ近似ラインは、フライフィッシングでフライ（疑似餌）を投げるときの釣り糸の描くカーブに似ているために、「フライフィッシング・カーブ」と呼ばれている。

業界の企業規模ごとに利益率を最大化できる最適規模点がいくつか存在するのであれば、M&Aを通じた業界再編も、このような最適規模点の実現を意識したものであることが望ましい。

2 業界別の「企業規模—収益性カーブ」の特徴

(1)「企業規模—収益性カーブ（フライフィッシング・カーブ）」の定義

M&A、業界再編で話題となっているスーパー、銀行、食品メーカー、自動車メーカ

ー、紙パルプメーカー、家電メーカーの6つの業界について、東京証券取引所に上場する企業の、業界別の「企業規模—収益性カーブ」を描き分析を行った。

各社の有価証券報告書から、企業規模の指標として「売上高」（ただし、銀行のみ使用総資本）、収益性の指標として「経常利益率」を抽出し、横軸（X軸）を売上高（使用総資本）、縦軸（Y軸）を経常利益率として、2001年度から05年度の5年間の各企業データの平均値をプロットした。以下、その結果を個別に見ていこう。

(2) 業界ごとに「企業規模—収益性カーブ」の形状が異なる

①スーパー業界

スーパー業界では、売り上げがおよそ3000～4000億円（第1ピーク）までは、売り上げが大きくなるほど利益率は高くなるものの、それ以上の売り上げになると利益率は低下し、2兆円前後で底を打ち、さらに規模の大きい業界トップの3兆5000億円クラス（第2ピーク）で最大となる（図6）。

これは、第1ピークまでが前述したローカル階層であり、第2ピークがナショナル階層であることを反映しているものと考えられる。つまり、地域需要に根ざした展開を図る企業の場合には、第1ピークの売り上げ規模を目指し、全国展開を図る場合には第2ピークを目指すべきと思われる。

第1ピークと第2ピークの間に落ち込んでしまっている会社は、ローカルプレーヤーであるのかナショナルプレーヤー

図6 スーパー業界の企業規模—収益性カーブ

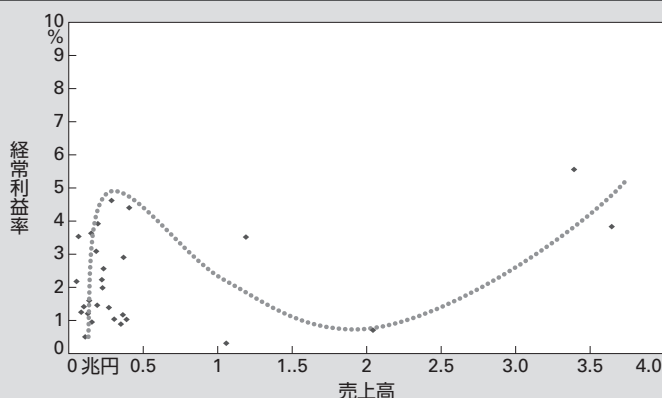


図7 銀行業界の企業規模—収益性カーブ（地方銀行）

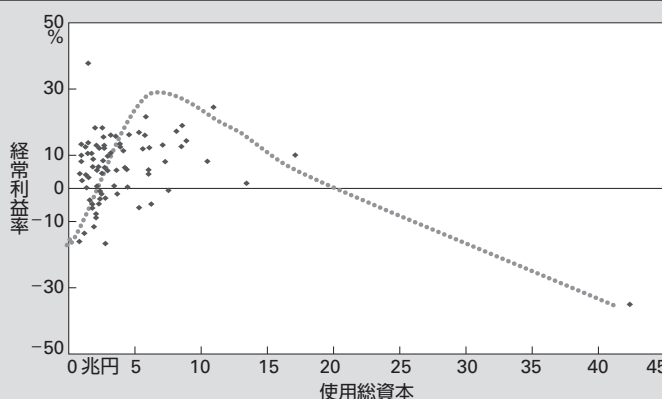
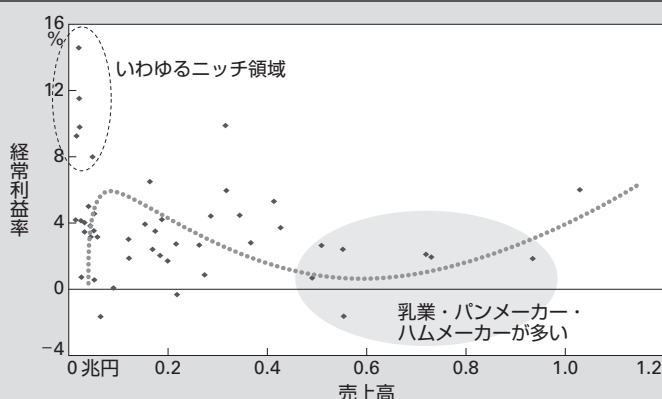


図8 食品メーカー業界の企業規模—収益性カーブ



であるのかのポジショニングが曖昧になってしまっているところに、課題があると考えられる。

②銀行業界

63ページの図5に示したとおり、銀行業界では、ローカル階層である地方銀行のピークとナショナル階層であるメガバンク（大手都市銀行）のピークという形で2つのピークが見られる。このうち、地方銀行階層を中心にカーブを描いたものが図7である。

使用総資本規模がおおむね数兆円～10兆円前後までは利益率が上昇し、その後下降曲線となる傾向となっている。地方銀行業界においても、利益率がボトムのかナショナルプレイヤーであるのか、ポジショニングが不明確になっている可能性が高い。

③食品メーカー業界

食品メーカー業界では、地方にフォーカスした、ないしは特化型の製品を持った、いわゆるニッチ領域の企業が、小規模高利益率群に集中した。一方で、売り上げ5000億円前後～1兆円弱に、乳業、パンメーカー、ハムメーカーなどの企業が集中する傾向が見られる。

経常利益率8%以上の企業群を除くと、企業規模—収益性カーブは、スーパー、銀行業界と同様の傾向を示している（図8）。

④自動車メーカー業界

自動車メーカー業界は、大手であればすでにグローバル市場を相手に事業展開を行っており、かつ、グローバル階層で

の再編が進んでいる。国内メーカーの数字を見ると、売り上げ規模と収益性が正の相関関係にある（図9）。1990年代にしばしばいわれた500万台レベルの販売を達成すべきという議論は、必ずしも正しくなかったにしても、この業界では売

図9 自動車メーカー業界の企業規模—収益性カーブ

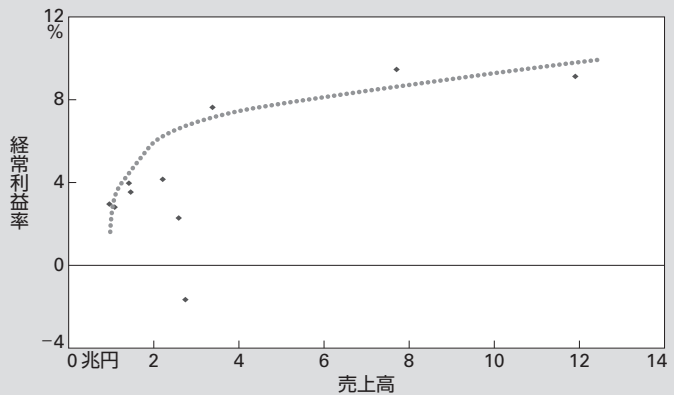


図10 紙パルプメーカー業界の企業規模—収益性カーブ

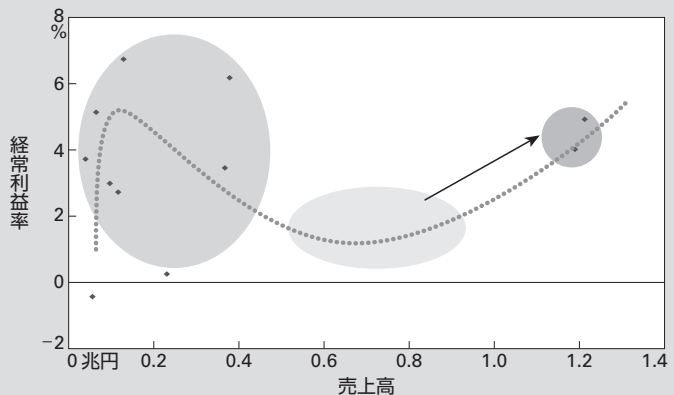
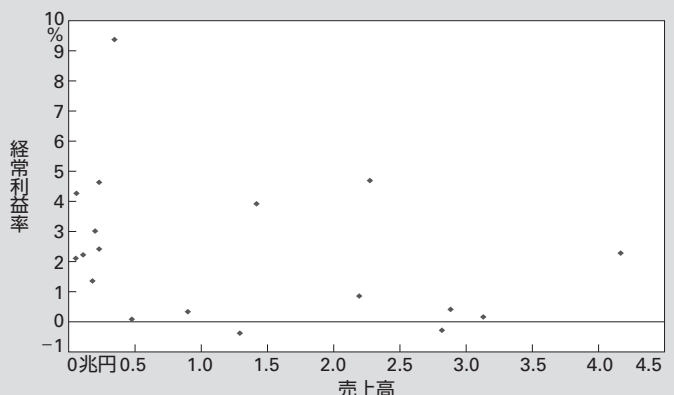


図11 家電メーカー業界の企業規模—収益性プロット



り上げ追求が利益追求につながりやすい可能性が示唆される。

⑤紙パルプメーカー業界

国内の紙パルプメーカー業界は、メーカー2強が激しく競合する市場となっている。しかし、ナショナル階層は、市場規模の割に3位以下のメーカー数が過多であるといわれており、このため近年、2強はM&Aにより、ナショナル階層でナンバーワンの規模・ポジションを確立すると同時に、グローバル階層の再編に備えようという動きを見せた。

この業界においては、過去、カーブのボトム領域にいた企業が、現在すでにグローバルプレーヤーを目指す企業に吸収されて、カーブの両極にしか企業が分布していない状態になっている可能性がある（前ページの図10）。

⑥家電メーカー業界

一方で、企業規模と収益性に明確な関係性を見出しにくい業界も存在する。前ページの図11に示す家電メーカー業界が、その一例である。また、ここには示していないが、精密機械器具メーカー業界や産業機械器具メーカー業界でも、同様に企業規模と収益性に関連性の低い分布が見られた。

これらの業界では、各メーカーの固有技術により、製品、製造コストにおける差別化を図る余地がまだかなり存在するものと考えられる。

また、今回は、あえて家電メーカー業界とひとくくりにして見ているが、実際の企業名を見ると事業・製品ポートフォリオにかなりの違いを読み取ることも可

能であり、1つの業界として見るのが本当に可能なのか、議論が必要であろう。

3 最適規模の観点から見た 業界再編とM&A

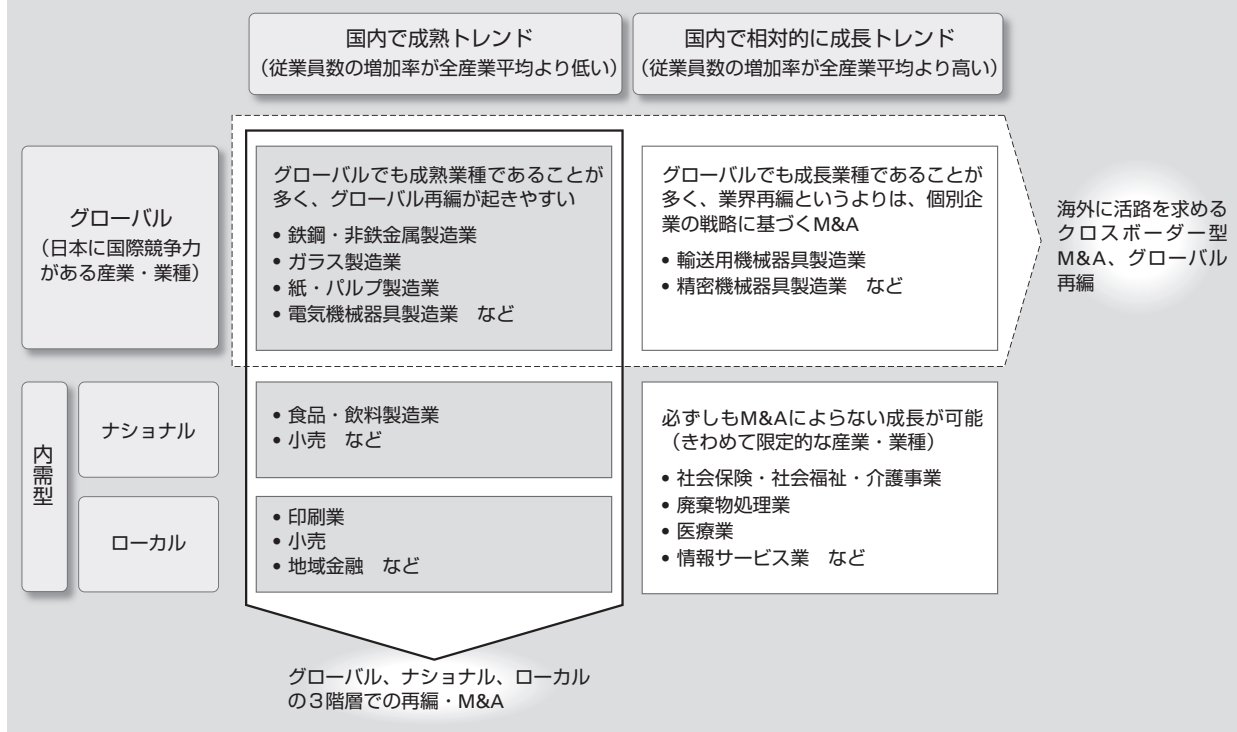
ビジネスモデルや業態フォーマットが比較的均一なスーパー、銀行などの業界では、グローバル、ナショナル、ローカルの階層ごとに、利益率を最大化できる適正規模点が存在する可能性が高いことが示唆された。これらの業界では、中途半端な企業規模は低収益性につながる場合があり、特にローカルプレーヤーともナショナルプレーヤーともつかないポジションに落ち込んでしまった企業の利益率は、相当低くなる傾向にある。

製造業（メーカー）の場合、業界をひとくくりにしても、ビジネスモデルや業態フォーマットがかなり異なる傾向にあり、そもそも利益水準を横並びで比較するのも難しい。一方で、フライフィッシング・カーブ的な分布傾向が見られる場合でも、業態の違いや事業分野・事業ポートフォリオの違いなどが企業規模に反映される場合があり、「事業ポートフォリオの違い→企業規模の違い→利益率格差」という関係になっているケースもある。

今回は分析を尽くせていないが、製造業の場合、同業企業の範囲を相当絞り込んで比較すると、フライフィッシング・カーブが描ける可能性があるものと考えている。

M&Aの目的として「規模の利益を追求する」ことが挙げられるケースは多いが、業界構造をよく見極めたうえで、最適な規模を実現する必要がある。

図12 業界ポジショニング・マトリックス



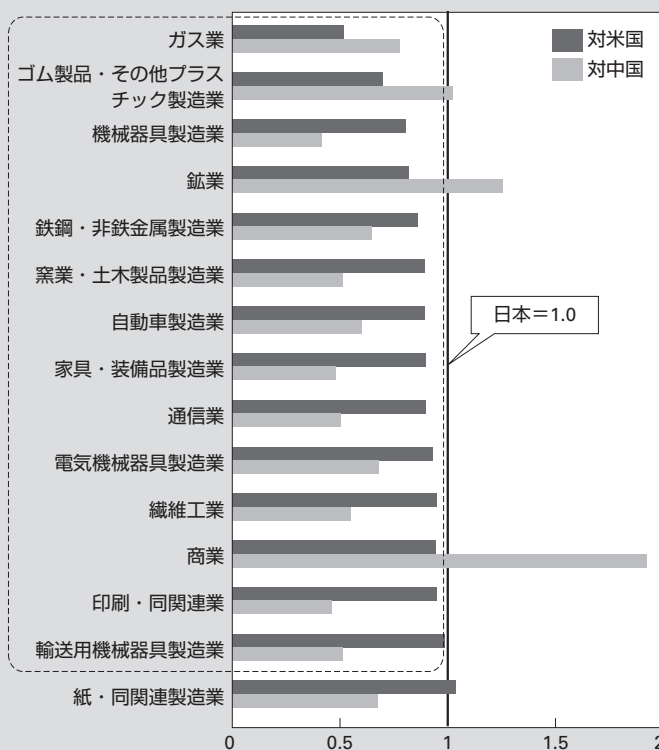
また、一部の業界では企業規模と収益性が連動しており、業界におけるポジションをシフトすることで収益性を高めるポテンシャルを獲得することが可能となる場合がある。紙パルプメーカー業界などで事例が見られるように、これらの業界では、業界再編・M&Aが、利益率向上に必要な企業規模の実現に結びつく可能性がある。

Ⅲ 業界再編を踏まえた業界構造分析フレームワーク

1 業界ポジショニング・マトリックス

日本の産業・業種は、図12の「業界ポジショニング・マトリックス」のいずれかに位置づけることができる。成熟化する日本経済のなかでは、国内で相対的に成長トレンドにあ

図13 日本のTFPが相対的に米国よりも高い産業



注) TFP：全要素生産性

出所) Kazuyuki Motohashi "Assessing Japan's Industrial Competitiveness by International Productivity Level Comparison with China, Korea, Taiwan and United States" より作成

る産業・業種は少ない。一方で、本稿で注目してきたのは、大半が国内で成熟トレンドにある産業・業種であり、これらは3階層のいずれかに属しており、それぞれのレベルでの再編の可能性がある。

(1) グローバル志向産業・業種（日本に国際的競争力がある産業・業種）

日本において、全要素生産性（TFP）が米国よりも高い産業・業種は、前ページの図13のとおりである。TFPは、その国の生産技術力や効率性を反映するものとされており、日本のTFPが相対的に高い産業・業種は、他国との比較でより良い製品を国際市場に対して提供できるものと考えることができる。

対米国で生産性の高い産業・業種のほとんどで、対中国でも優位に立っている。これら日本の競争力が高い産業・業種は、国内での成長の限界が見えたときには積極的に海外に

進出する可能性が高い。したがって、国内市場における成長の限界点に達したときには、海外に活路を求めるクロスボーダー型M&Aへ展開しやすい可能性がある。

(2) 国内で相対的に成熟トレンドにある産業と成長トレンドにある産業

従業員数の増加率で見た場合、日本の産業中分類のなかで増加しているのは、表1の左半分に示した12産業に過ぎず、全産業平均で見ると、2001～04年の間で年率1.8%で従業員数が減少している。

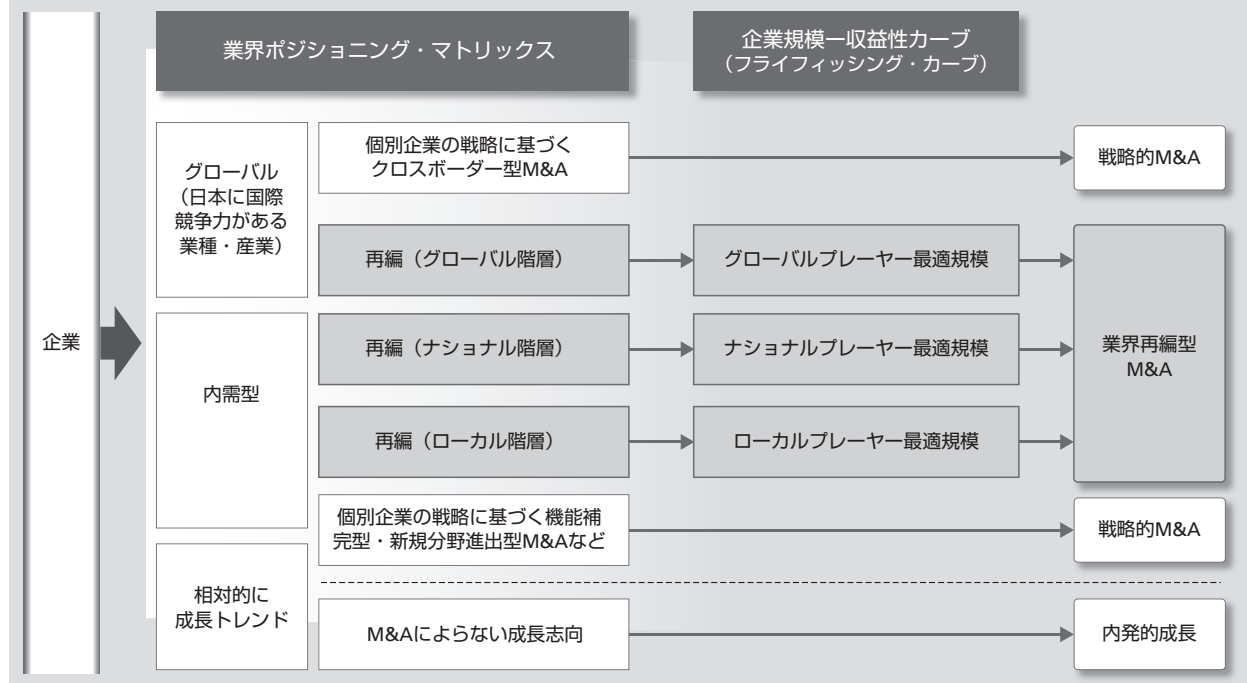
生産性の向上が従業員数の減少につながっている側面も無視できないが、日本の産業・業種の大半は、製造業を中心に成熟トレンドにあるものと理解できる。そしてそれらのなかで、過去からの規制や物流などの「地理的制約が大きい業種」は、ローカル産業・業種に分けられ、今後ローカル階層での企業統合による再編が進む可能性が高い。

表1 2001～04年に全産業平均以上に従業員数が増加した産業（中分類）

			(単位：%)		
分類 符号	産業名（中分類）	従業者数 年平均増加率	分類 符号	産業名（中分類）	従業者数 年平均増加率
40	インターネット附随サービス業	43.1	43	道路旅客運送業	-0.1
75	社会保険・社会福祉・介護事業	10.3	87	機械等修理業	-0.2
66	補助的金融業、金融附帯業	4.2	30	輸送用機械器具製造業	-0.2
90	その他の事業サービス業	3.1	41	映像・音声・文字情報制作業	-0.3
85	廃棄物処理業	2.0	47	倉庫業	-0.3
76	学校教育	1.9	82	洗濯・理容・美容・浴場業	-0.3
73	医療業	1.6	36	水道業	-0.5
86	自動車整備業	1.5	74	保健衛生	-0.6
39	情報サービス業	1.1	57	飲食料品小売業	-0.8
77	その他の教育、学習支援業	0.5	01	農業	-0.9
91	政治・経済・文化団体	0.5	92	宗教	-0.9
51	飲食料品卸売業	0.4	68	不動産取引業	-1.0
			69	不動産賃貸業・管理業	-1.1
			44	道路貨物運送業	-1.2
			35	熱供給業	-1.5
			56	織物・衣服・身の回り品小売業	-1.7
			31	精密機械器具製造業	-1.7
			A～Q	全産業	-1.8

出所）事業所・企業統計調査（総務省統計局）より作成

図14 業界ポジショニング・マトリックスと企業規模—収益性カーブの活用



一方で全国展開、ナショナルチェーン化が進んできた産業・業種では、ナショナル階層での企業統合による再編の可能性が高い。

（3）業界動向と個別企業動向

すべての企業は、その属する産業・業種によって上述のような分類が可能であるが、しかしながら、TFPIは産業・業種レベルでの生産性、技術力を示しているため、個別企業は、日本全体の産業動向と異なる動きをすることもありうる。つまり、個別企業で見た場合には、仮に成熟業界に属する産業・業種にある企業であっても、自社技術によってグローバル展開に成長性を求める可能性も十分考えられるのである。

いずれにせよ、M&Aによる成果の可能性は、個別企業の属する業界動向と個社の技術、競争力により、ある程度規定される。

2 業界再編産業・業種における「再編階層」と「最適企業規模」の特定

以上のように、業界ポジショニング・マトリックスによる「自社の位置づけ」とその業界における「最適企業規模」を読み込んだM&Aは、戦略として成功の可能性が高い。現在の事業、技術、ビジネスモデルを前提としながら、規模の経済性、範囲の経済性の実現がほぼ確実に見えているからである。われわれはこのように、国内で成熟トレンドにある産業・業種における最適企業規模を見据えたM&Aを「業界再編型M&A」と呼び、個別企業の企業課題の解決、企業戦略に基づく通常の戦略的M&Aと区別している。

図14は、自社の属する業界でどのような再編・M&Aが起きる可能性が高いのか、また、再編型M&Aではどのような事業規模を

目指すべきかを考える枠組みを示している。

企業戦略を明確にしていくことが望まれる。

IV 業界再編時代のM&A戦略課題

これまで業界再編をキーワードに、M&A戦略を企業規模と収益性を中心に見てきたが、さらに、企業経営に関連性の深い当事者企業、M&Aプレーヤー、株主ならびに債権者という観点から、M&Aの事例や投資ファンドの台頭によって生じる課題を整理したい。

1 企業の課題

企業にとっての課題は、「M&Aの意義＝企業戦略」の喪失、すなわちM&Aが企業戦略のなかにきっちりと位置づけられていないことである。そのため、各企業は、自社が所属する業界の特性、ポジショニングを認識しつつ、向かうべき具体的なゴールが設定できていないのでは、という疑問がぬぐえない。目の前に飛び込んできたM&A案件や証券会社やファンドが持ち込む案件のセールストークに、ただ舞い踊らされているのが実態だと感じられる。

王道たる企業戦略の存在なしにM&Aの活用などありえない。王道たる企業戦略とは経営としての本質的な意志の強さであり、不確実性の高いM&Aを成功させ軌道に乗せるためにも、企業戦略は必要不可欠な成功要因ともいえる。業界再編の渦中にある企業は今一度基本に立ち返り、王道たる自社の企業戦略を見つめ直す機会が必要かもしれない。

つまり、初めに案件ありきではなく、業界における再編シナリオ、および収益性から見た最適企業規模追求という観点を踏まえて、

2 M&Aプレーヤーの課題

一方で、主要なM&Aプレーヤーとして、資本の論理を盾とし、業界再編による果実を得ようとする投資ファンドの投資行動は合理的とも認識でき、結果として、この資本を取り巻くM&Aアドバイザリーフィー・マーケットの規模は8000億円にも上っている。つまり論理さえ成立すれば、M&Aはきわめて魅力的なマーケットなのである。

ただし、魅力的で流行のマーケットは、有象無象がひしめき合う状況をつくり出し、その品質に温度差が生じることは否めない。そのなか、フィー（報酬）の獲得に主眼を置き、理論武装をしたM&A案件も少なくはない。

本来的なM&Aアドバイザリーの役割は、各国の特性や業界特性は当然として、固有の制約条件などをひもといて、競争力向上に寄与するM&Aを創造・構築することであると理解されるべきであろう。

しかしながら、現状はポストM&A業務（企業同士で決まったM&Aの業務支援など）が主流となっており、「外資系のM&Aプレーヤーに並べ、追い越せ」の意識から、フィーというオッズありきでM&Aを組成している感も受けなくはない。本当の意味で顧客主義を全うしているか、問いかけてみる局面にきているのではないだろうか。

3 株主、債権者の課題

株主や債権者は、業界再編が浸透するなかで、自らの投資や債権が今後どのように最大化、良質化していくのか、見極める必要性が

あり、その視点で、物言う株主、債権者でなければならない。株主や債権者は、企業のアクセルでありブレーキでもあるという認識をさらに自らが深めれば、本当の意味でのガバナンス（企業統治）が成立する。

4 すべてのステークホルダーに 経済合理性をもたらすM&Aを

事業のライフサイクルの変化と資金過剰という状況があるかぎり、M&Aは今後もさらに増加する。特に業界再編は国内において主流を占めるM&Aであり、さまざまな業界でそのシナリオが議論されている。

業界再編型M&Aの勝者（企業）は、株主や債権者の意見を聞き入れ、ステークホルダー（利害関係者）を魅了することのできる王道の企業戦略を背景に、M&Aプレーヤーに踊らされることなく、踊らせる側の役割を考えていくことが必要ではなかろうか。このような考え方が、ステークホルダー全員に対し

中長期的には経済合理性をもたらすこととなり、国内企業や業界の競争力向上につながると思う。本稿のフレームワークがその一助となることを祈念する。

著者

石上圭太郎（いしがみけいたろう）

事業戦略コンサルティング二部コーポレートファイ
ナンスグループ上級コンサルタント

専門は事業戦略、事業再生・再編、民営化など

中村直之（なかむらなおゆき）

事業戦略コンサルティング二部コーポレートファイ
ナンスグループ主任コンサルタント

専門はコーポレートファイナンス、金融機関の事業
戦略、事業会社の事業統合（PMI）・事業戦略・業
務改革など

大木隆広（おおきたかひろ）

事業戦略コンサルティング二部コーポレートファイ
ナンスグループ副主任コンサルタント

専門は中期計画策定、組織設計・再編、流通業の事
業戦略など