

外部成長要因としての M&A の機能  
—資源の関連性を活かした事業展開のケース分析—

篠崎 香織

実践女子大学人間社会学部

紀要 第17集 抜刷

2021年3月31日発行

# 外部成長要因としての M&A の機能 —資源の関連性を活かした事業展開のケース分析—

篠崎香織

実践女子大学人間社会学部

## 1. はじめに

企業が成長を遂げるためには内部資源の活用はもとより、適宜外部資源を取り入れることも必要である。外部資源獲得の1つの手法としてM&Aがあり、1870年代以降20世紀はじめにかけてアメリカで最初の合併運動が起こっている。このときの合併運動の特徴は、USスチールやインターナショナルハーバスター等、同一業種の諸企業が結合し、特定の産業分野で高い市場占有率を増やしていったというものである。1920年代後半には合併運動の第二波がきて、第一次世界大戦後に勃興していた自動車や化学などの新興産業において合併が進んだ。また、業界トップ企業に対して、二位以下の企業が合併するという形や、素材メーカーが加工メーカーを合併する垂直型もみられた（奥村、1990）。さらに、1960年代後半は反トラスト法の規制を受けて、全く異なる業種の企業を合併・買収するコングロマリットがブームとなった。例えば、エジソンが設立したエジソン電灯社を起源にもつゼネラル・エレクトリック社（General Electric; GE）は、1949年までに本業の発電設備に加えて、モーター、モーター制御装置、照明機器、電気器具、テレビ、ラジオ、ジェット・エンジン、電子部品、電子システムの事業に取り組んでいた。さらに1959年までにプラスチック、コンピュータ、半導体、航空宇宙開発請負、1969年までに有線テレビ、テレビ・ラジオ放送、タイム・シェアリング・コンピュータ、高速旅客輸送車両、都市システム研究と、事業の多角化が進んでいた（Rumelt, 1997; 高橋, 2015）。

このように水平統合によるシェアの獲得、垂直統合による効率化やコスト削減の追求、多角化による規模拡大などを目的にM&Aは行われてきた。そして、M&A実施企業とターゲット企業を対象に、その意味を問う研究が進められている。しかし、M&Aに関して定量分析による実証研究を行った文献のレビューを通して、芳賀・立本（2016）は、M&Aが効果的な戦略であることは必ずしも明らかになっていないと結論づけている。その一因として芳賀・立本（2016）は事業の関連性の定義の曖昧性を挙げ、それによってM&Aは株価や業績等に対して、ときに正、ときに負の影響をもたらしていると説明している。Lubatkin（1983）は、「買収による利益（profit）が明らかでないのにも関わらず、企業はなぜ買収するのか」というテーマで、財務、産業組織論、戦略論の分野で行われてきた研究をレビューし、買収による効果を捉える難しさとして、買収のケー

スごとに違いがあるからと主張する（同質性の否定）。そこで本研究では、買収実施主体とそのターゲット主体の特徴を捉えたうえで、買収自体の意味を明らかにする事例分析を行う。そして、(1) 事業や資源、製品や市場の関連性、(2) 各主体が保有する資源をどのように活用するのかという買収のダイナミック・ケイパビリティ、この2つの観点から買収が当該企業にどのような影響をもたらしたのかを明らかにする。分析では、インタビュー調査により取得した一次データと、有価証券報告書や中期経営計画、プレスリリースデータ、企業活動基本調査から取得した二次データを活用する。

事業の関連性については、Rumelt (1974) が提示した指標や、SIC (Standard Industrial Classification) コード、日本企業を対象にする場合には、日本標準産業分類や日経業種コード等が使われている。本稿ではまず、Rumelt (1974) の指標の構成を示し、Rumelt の研究を踏襲し実証分析を行った Simmonds (1990) をレビューする。次に、外部資源の獲得を企業の成長要因の一つと捉えた Penrose (1959) をレビューし、企業の成長に欠かせない経営者の役割を確認する。買収を優位性につなげるには、買収のケイパビリティが必要であるため、Mitchell (2007) の提示する買収のダイナミック・ケイパビリティの枠組みに基づいて、資源のマネジメントについて検討する。

## 2. 先行研究のレビュー

### 2-1. 「関連性」について

先述の通り、第二次世界大戦後アメリカで行われていた M&A の主流が、コングロマリット合併であったことを受けて、M&A 研究の多くは多角化のパターン（関連／非関連）と戦略モード（内部成長／M&A による外部成長）との関連に注目したものが中心であった。多角化の戦略パターンは Rumelt (1974) の分類がしばしば用いられるため、これをもとに関連、非関連の境界を確認する。

Rumelt (1974) が多角化の戦略パターンを検討する際に用いている指標の1つは、Wrigley (1970) をベースにした専門化率 (specialization ratio, SR) である。専門化率とは、ある年度においてその企業の中の最大の単一事業が獲得した収益の比率のことで、以下のように分類される (Rumelt, 1974, p.18)。

「単一製品」企業：SR が 0.95 から 1.0 の間にある企業。このような企業は、その営業規模の拡張を通じてのみ成長する。

「主力製品」企業：SR が 0.7 から 0.95 の企業。このような企業は多少の多角化を行ってはいが、依然としてその主要な製品－市場活動に依存し、またそのような活動によって特徴づけられる。

「関連製品」企業：SR が 0.7 以下の企業で、もともとその企業が保有している蓄積された技術と強みと明らかに関係のある新しい活動を追加することによって多角化した企業。

「非関連製品」企業：財務を除くならば、企業がもともと保有している技術とか強みとは関連のない分野へ、(通常は買収によって) 多角化している企業

主力グループと、関連、非関連の境界線を 0.7 としたのは Wrigley であり、経験的事実に基づいた判断であったことから、Rumelt は実証的にこの数字の根拠を示そうとした。しかしうまくいかなかったため、この数字がそのまま用いられることになった (Rumelt, 1974)。Rumelt は専門化率を手掛かりに企業を分類を行うと、「非関連」に分類される企業を「関連」のグループに入れる、あるいは逆に、「関連」のグループから「非関連」のグループに移動させるケースがでてきた。そのため、もっと厳密な定義が必要とされ、検討されたのが関連率である。関連率 (rerated ratio: RR) とは、企業の関連事業の最大グループが獲得する収益の割合で示される。ここでも 0.7% が 1 つの基準になっており、関連企業と非関連企業の分岐点は関連率 0.7% とされた。Rumelt (1974) は、具体例としてノース・アメリカン・ロックウェル社の収益分布を示している (表 1)。二つの主要関連事業グループは、NASA - 政府市場に関連づけられる事業と、自動車用および産業用部品事業で、関連率は 0.612 である。この結果は、当該企業は非関連分野で活動していることを意味する。

表 1 ノース・アメリカン・ロックウェル社の収益分布 (1969 年)

事業分野	総収益に対する割合
航空機およびミサイル	14.3
ロケット・エンジン	6.7
航空宇宙用システム	19.5
航空宇宙用エレクトロニクス	20.7
自動車部品	20.8
産業用機械部品	4.6
繊維機械	3.8
グラフィック・アート用具	4.6
その他	5

出典：Rumelt (1974)、p. 22

Rumelt (1974) は「関連」の細目も提示しており、“その従来からの事業に近似した” 事業を「抑制的 - 関連」型、ほとんど関連性がないと自ら考えるような新事業に最終的にはかかわり合いをもつといった形で、旧活動に新活動を追加していった企業については、「連鎖的 - 関連」型とした。

さらに、垂直的統合については、ある所与の年度における垂直率 (vertical ratio; VR) を、垂直的に統合化された一連の加工活動から得られるすべての副産物、中間製品、そして最終製品による

企業収益の割合と定義した。

Rumelt は、垂直率、専門化率、関連率を組み合わせで以下のように整理した。

垂直率が0.7 以上の場合：

もし SR が 0.95 以上ならば「単一事業」企業である

もし SR が 0.95 未満ならば「垂直的－主力」企業である

垂直率が0.7 未満の場合：

もし RR が 0.7 以上ならば「関連事業」企業である

もし RR が 0.7 未満ならば「非関連事業」企業である

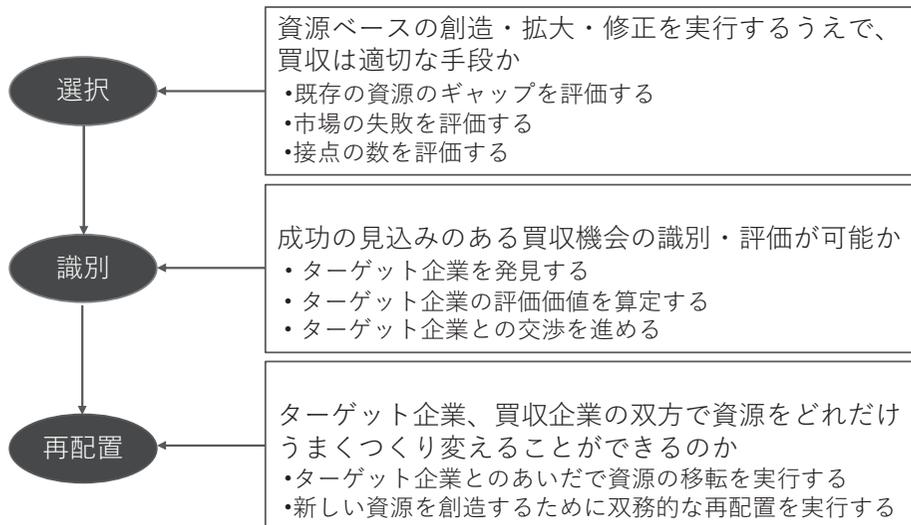
Simmonds (1990) は、Rumelt (1974) らの研究<sup>1)</sup>で用いられた企業データを用いて、内部成長か外部成長 (M&A) か、関連多角化か非関連多角化かの4つの組み合わせに該当する企業の業績 (ROE、ROA、ROIC、CSG) を分析した。サンプルの組み合わせは、「関連多角化×内部成長」、「関連多角化×外部成長」、「非関連多角化×内部成長」、「非関連多角化×外部成長」である。1975年から1984年の間に Fortune 500 に入っていて、この期間に一貫して多角化戦略をとっていた企業が分析対象で、該当したのは73社であった。これらの企業の事業分類には、SICコードの頭の2桁が用いられた。企業内最大売上の事業が全体の40%以上の場合は関連多角化とし、それ未満の場合を非関連多角化とした。内部成長か外部成長かについては、売上高の変化が10%以上の場合は外部成長、10%未満の場合は内部成長としている。サンプル数は限られているが、分析の結果、「関連多角化×内部成長」のグループのROAがほかのグループより高いことを明らかにした。ここでの分析は二つの期間で行っており、1975年から1979年の「関連多角化×外部成長」のグループのROAは、「関連多角化×内部成長」のグループの値はさほど変わらない（前者が40.25、後者が41.64）。しかし、もう一つの分析期間である1980年から1984年のROAは、「関連多角化×外部成長」のグループの値が、「関連多角化×内部成長」のグループの値に比べて統計的に有意に低いため（前者が33.29、後者が45.81）、上記の結論にいたったと考えられる。

## 2-2. 企業の成長とその原動力について

M&Aを外部成長要因と捉える研究は、Penrose (1959) 以来行われてきた。Penrose (1959) は企業を組織的な知識や経験の発展主体と捉え、資源そのものに関する知識と経験を、資源を編成するための知識や経験の深化・発展を通して質的に変化する現象を企業の成長としている。企業の成長は、企業家 (entrepreneur) が遭遇しかつ利用することのできる生産的可能性のすべてからなる生産的機会 (productive opportunity) にかかっている。Penrose は、内的成長と外的成長の両方に共通する視点として、成長の誘因としての「未利用の部分」に注目する。拡大の内的誘因としては、生産的サービス、資源、特別の知識で未使用の部分があることを挙げ、M&A実施企業については、独立した企業では利用できなかった未利用の生産的サービスのプールにアクセス可能に

なることを挙げている。未利用サービスの特に重要な源泉は被買収主体の人材であることから、人材の効率的活用も含めて、生産的機会を生産的活動につなげていくことが企業家（経営者）の役割といえる。しかし、M&A を実施する場合には、拡張のスピードと効率的なマネジメント上の調整の維持が必要であるため、多くの失敗が繰り返されてきたと結んでいる<sup>2)</sup>。

生産的機会が企業の生産的活動を左右するという考え方は、企業が日々変化する条件の下で存続、成功を実現するために必要とされる、収益の実現手段の創造・拡大・修正を可能にするダイナミック・ケイパビリティ (Helfat, et al., 2007) に通じる。ダイナミック・ケイパビリティは、組織・経営者の能力に注目した概念である。買収のダイナミック・ケイパビリティについては、Mitchell (2007) が買収の機会、ターゲット企業の識別、買収後の再配置の3つの構成要素で説明をしている。



出典：Helfat, et al. (2007) 第6章より

図1 買収のダイナミック・ケイパビリティ

これらのケイパビリティを有していれば、買収を通じて優位性を得ることができるという。本論文では M&A のターゲット主体が決まっている場合に、どのようにすれば「資源をうまく作り変えることができるのか」、資源の移転と再配置について、その実現に必要な組織能力も含めて検討する。

### 3. 分析のフレームワークと対象企業の概要

ケース分析を行うにあたり、まず分析対象企業と買収ターゲット主体について、事業や資源、製品や市場の関連性について整理する。次に、中期経営計画に基づいて、分析対象企業がどのような方向に進もうとしていたのかを捉え、その方向性に影響を与えた要因を検討する。

分析対象は、EIZO 株式会社<sup>3)</sup>(以下、EIZO と記述する)である。EIZO は、1967年に設立された七尾電機株式会社に起源をもち、現在の事業内容は、「映像環境ソリューションの開発、設計、製造、販売」である。2018年9月時点では、「映像関連製品の開発・製造企業」であった。創業当時は、CRT(ブラウン管)を使用する映像機器のOEM生産を行っており、17年に及ぶ下請けを通じて技術とノウハウを蓄積してきた。LCD(液晶ディスプレイ)の時代が到来するのに先駆けて、まだCRTモニターで利益が出ている時期に、アミューズメント用から、一般(汎用)、エンターテインメント用のLCDの開発・製造・販売を行ってきた。その後、2002年の医療用モニター市場、2003年にグラフィックス用モニター市場、2007年にATC(航空管制)用モニター市場に参入し特定用途の幅を広げ、高付加価値製品の開発・製造・販売に注力してきた。用途ごとに強いライバルは存在するが、上記すべての分野を一社で手掛けている会社はEIZO以外に存在しない。買収を通して、これまでの「表示」のみならず「撮影」、「記録」、「配信」の技術も包括した企業となり、事業領域のさらなる拡大と、新市場の創出に努めている。

EIZOは開発に関連する買収を、2007年から2018年までの間に5件行っている<sup>4)</sup>。今回はこのうち「医療用モニター」に関わる2件の買収に注目する。具体的には、2007年10月に事業譲受したSiemens AGの医療市場向けモニター事業と、2016年7月に事業譲受したパナソニックヘルスケア株式会社の手術・内視鏡用モニター事業である。図2と図3は、2000年から2018年までのEIZOと日本標準産業分類でEIZOが該当する情報通信機械器具製造業(年度によって異なるが約220社から270社)の売上高と売上高営業利益率の推移をまとめたものである<sup>5)</sup>。最初の買収は2007年に行ったがその後の売上高は下降している。また、次の買収は売上高が上昇傾向にあったときに行われたことがわかる。2007年以前のEIZOの売上高は、多少のばらつきはあるが上昇傾向にあり、2000年度から2001年度の売上高成長率は18%と相対的に高い。2002年度から2006年度の売上高成長率の平均をとると5.4%であった。最初の買収後の2008年度から2012年度の売上高成長率は-7.8%である。EIZOの売上高は2012年を底に上昇傾向にあり、2013年度から2017年度の売上高成長率は8%である。情報通信機械器具製造業のデータはリーマン・ブラザーズの経営破綻後2010年度までは大きな動きはみられないが、それ以降は減少傾向にある。2013年度からの売上高は、EIZOと業界平均では対照的な動きをしていることがわかる。

篠崎：外部成長要因としての M&A の機能

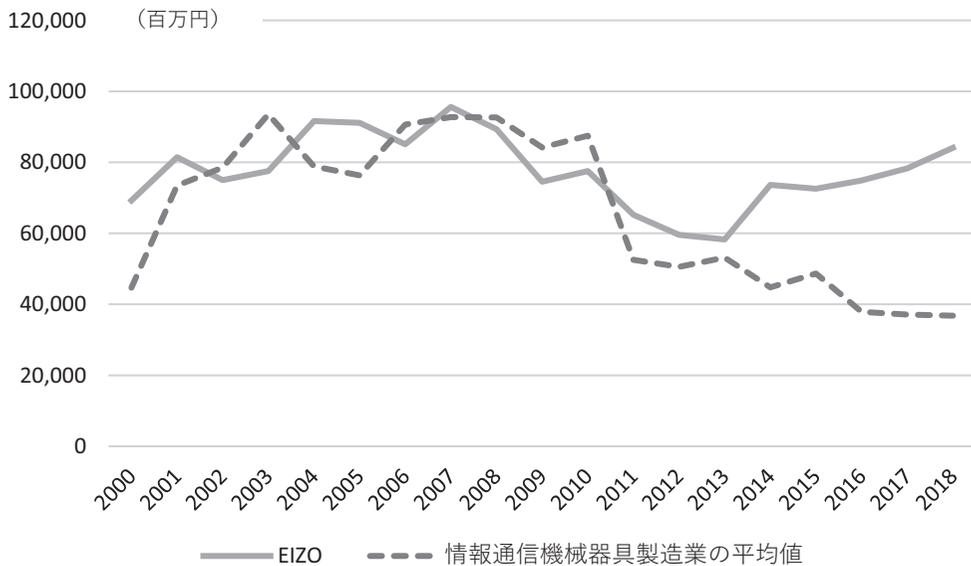


図2 EIZO と情報通信機械器具製造業の売上高の推移

EIZO の売上高営業利益率は、上昇と下降の振りが大きいのが特徴的である。2013 年度以降上向きにあるが 2004 年度や 2006 年度の 12% を超えるところまではきていない。EIZO のデータを見るとアップダウンに気がとられてしまうが、業界平均と比較すると上昇と下降の動きはほとんど変わらず、どの年度においても EIZO の値が大きく上回っていることがわかる。

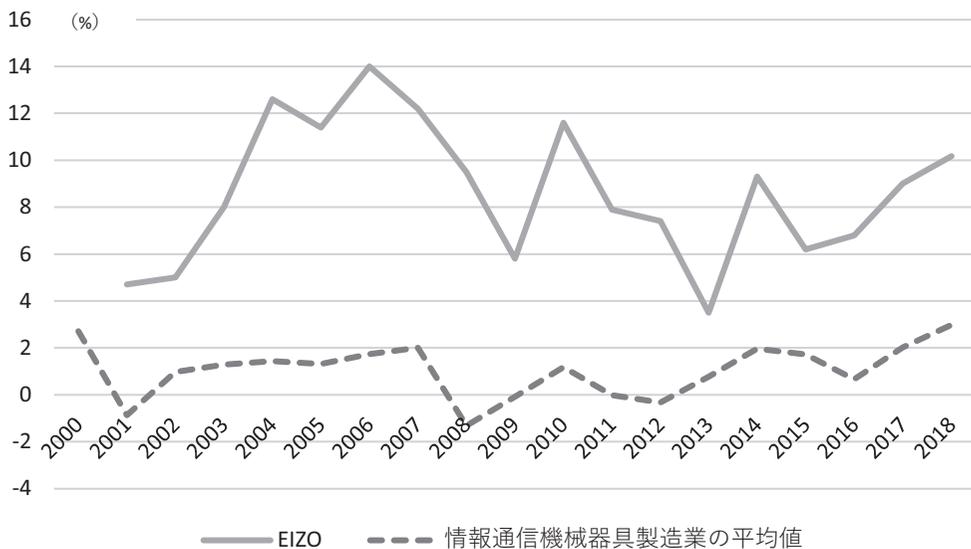


図3 EIZO と情報通信機械器具製造業の売上高営業利益率の推移

#### 4. ケース分析

ケース分析を行うにあたり、まず公表されている第一次から第六次までの中期経営計画をレビューする。その際、SWOT分析を行う際に注目する「機会」や「脅威」という外部環境に注目する。そしてそれらにどのように対応したのかをみていく。また、「関連性」という視点でEIZOと買収対象主体を捉え、関連性を持つ部分と持たない部分を明らかにし、それがEIZOの成長にどのような意味をもたらしたのを検討する。

##### 4-1. 関連性の確認

まずSiemens AG内の事業部の買収のケースについて検討する。Siemens AGは、情報通信、電力関連、交通・運輸、医療、再生可能エネルギー等の事業を手掛けるコングロマリット企業である。EIZOが買収したのは、当時Siemens AGの1つのセグメントを構成していた「オートメーション&ドライブグループ (A&D)」の中の、システムエンジニアリング部門 (SE) に属するディスプレイテクノロジー事業内の、医療市場向けモニターを主とする事業である (以下、Siemens ADと記述する)。オートメーション&ドライブグループは、産業オートメーション分野において、製造業とプロセス産業および電気設備産業向け汎用製品と、工作機向けシステムソリューション、自動車工場・化学プラント全体の自動化などの産業向けソリューションを手掛ける組織である<sup>6)</sup>。SICコード分類にしたがうとEIZOは「3570 コンピュータ・周辺機器製造業」、Siemens ADは「3800 測定・医療、光学、精密機器製造業」である<sup>7)</sup>。したがって非関連ということになる。しかし、ディスプレイに関する事業の一分野として、モダリティ、PACSを中心とする医療市場向けモニターの開発・製造・販売を行っていたという説明<sup>8)</sup>から、重複部分をもつ水平型の買収であったといえる。

次にEIZOとパナソニック・ヘルスケア株式会社がどのような関係にあるのかを、日本標準産業分類にしたがって確認する。表2の通り、両社とも大分類は「製造業」で、中分類で「情報通信機械器具製造業」と「電気機械器具製造業」に分かれる。ただ、今回取り上げる買収の対象は企業ではなく事業なので、日本標準産業分類の分け方では対応できない。実際に買収の対象になったパナソニック・ヘルスケア株式会社の手術・内視鏡用モニター事業 (以下、この事業を記述する際に、PHCとする) は、事業名の通り手術室で使用する内視鏡用モニターの開発を手掛けており、EIZOのヘルスケアの領域で取り組みのある医療用のモニターと関連がある。

表2 日本標準産業分類に基づくEIZOとPHCの事業の整理

	大分類	中分類	小分類
EIZO	E 製造業	30 情報通信機械器具製造業	302 映像・音響機械器具製造業
パナソニックヘルスケア	E 製造業	29 電気機械器具製造業	297 医療用計測器製造業

上記をもとに被買収主体とEIZOの保有資源を「モニターの用途」と捉えて、関連性を整理したのが表3である。

表3 各主体が取り扱うモニターの用途と守備範囲

	EIZO	Siemens AD	PHC
検査	○	○	
診断	○	○	
治療 (IVR)		○	
手術		○	○ (内視鏡)

既述の通り、EIZO と Siemens AD には資源の重複があり、それは検査と診断用モニター部分にみることができる。検査に関するモニターは、例えば、MRI や CT、マンモグラフィ等の医療画像撮影装置で撮影した画像を表示するもので、モダリティ用と呼ばれる。診断に用いられるモニターは、医師が読影あるいは閲覧するためのもので PACS 用<sup>9)</sup>という。買収後 PACS 用モニターは EIZO に集約されることになった<sup>10)</sup>。表3は、市場や製品の観点から見ることもできる。EIZO には手術室内で使用するモニターの取り扱いがなかったため、Siemens AD の買収はこの分野に参入するきっかけになっている。病院内で使用するモニターといっても、医師が読影する際に用いるモニターと手術用のモニターでは、性質も市場も異なる。また、手術用のモニターに患者が受けた検査の画像など必要な情報を一覧できるように周辺機器も必要になるが、これも含めて EIZO にはない製品（技術）であった。したがって、Siemens AD の買収がなければ同時期に EIZO が単独で手術室分野に参入できたとは考えにくい。手術室分野での取り組みは、その後手術室向け映像ソリューション事業に発展している<sup>11)</sup>。

PHC の保有モニター（技術）については、手術室で使う点で Siemens AD と共通する。しかし、内視鏡用という特定用途のモニターであり、Siemens AD でも扱いがなかった。したがって、PHC の買収は EIZO にとって手術室での守備範囲を拡張したことになる。内視鏡検査用の撮影装置に取り付けるモニターは EIZO でも取り扱いがあったが、前述の通り手術用となると規格が異なり、やはりこの買収なくして同時期に EIZO が単独で手術室で使用できる内視鏡用モニターの開発、製造ができたとは考えにくい。

Siemens AD は EIZO がそうであるように、商品企画・開発・製造・品質管理・マーケティング・販売・サービスに至るフルラインで活動を行ってきた経緯があるため、多くの大手医療機器メーカーに商品を供給しており、長い信頼関係で培われた顧客基盤をもっていた。また PHC は、国内外の内視鏡等の医療機器メーカーとの間で構築されてきた良好かつ強固なパートナーシップと、国内外の手術室への多数の導入実績があった。EIZO はこれらを引き継ぐことになり、活用機会を得ることもなった。

#### 4-2. 中期経営計画からみる EIZO の展開

表4は第一次中期経営計画から第三次中期経営計画を抜粋したもの、表5は第四次中期経営計画から第六次中期経営計画を抜粋したものである。経営方針やそのスローガンからは、既存事業の強さに磨きをかけることと、新市場業分野の創出、すなわち、深化と探索の両立を意味する

“ambidexterity (O’Reilly and Tushman, 2016)”を志向していることがわかる。既存事業には、CRT モニターの時代から取り組みのある産業用やアミューズメント用に関わる事業と、第一次中期経営計画が提示された頃にスタートしている医療、グラフィックス、TV等の事業が含まれることに注意が必要である。ポイントは、これまでEIZOの主軸の1つであったアミューズメント分野の動きと、医療用を中心とした特定分野の動きである。

アミューズメント分野は、第一次中期経営計画の事業方針にある通り、遊技機用モニターと家庭用ゲームソフトの両方による収益増強を打ち出しており、実際に業績は好調であったことがわかる。しかし、この時期にアミューズメント分野で行われた規則改正の影響で進んだ、ライフサイクルの短縮化は、「脅威」と捉えることができる。また、液晶パネルの価格下落が製品市場における価格低下をもたらしていることと、それによって競合企業が台頭してきていることも、この時期の「脅威」である。こうした「脅威」がある中で第二次中期経営計画では、“圧倒的な差別化”を経営方針のスローガンに掲げており、低価格競争とは一線を画す姿勢を示している。この時期には、パチスロ用モニター市場に参入し、アミューズメント分野のソフトウェアを手掛ける拠点の開設を行っている。第三次中期経営計画の中では、アミューズメント分野の市場は縮小傾向にあるという認識（「脅威」）のもとで、商品開発の強化を事業方針の1つに挙げている。第四次中期経営計画の期間では、アミューズメント分野でのトップメーカーとしての地位が確立したこと、また商品開発力の強化を行ったことがわかる。2009年以降2015年の間にアミューズメント分野の市場はEIZOの予想以上の速さで縮小した影響なのか、第五次中期経営計画では売上高を15%に抑える方針を打ち出している。2018年3月時点でもEIZOはアミューズメント分野での地位は維持しており、それを堅持することが、第六次中期経営計画の中に盛り込まれている。

次に医療用を中心に特定分野に注目する。第一次中期経営計画は、新規分野の市場に参入して間もない頃に作成されたので、医療用やグラフィックス用途のモニターに注力しようとする様子が見えてくる。第二次中期経営計画では医療市場向けモニターに加えて、モニターの調整・管理ソフトを含むソリューションの強化を掲げ、また強化分野として内視鏡、超音波診断装置、電子カルテ等の市場に注目していくことが示されている。国立がん研究センターが提供する1985年から2018年までのデータによると、男女ともに胃がんの罹患数は大腸がんとともに上位にある。また、すい臓がんや乳がんの罹患数も相対的に多い<sup>12)</sup>。こうした状況は内視鏡や超音波検査、その後の治療や手術につながる「機会」を示唆しており、重点分野に反映されていると考えられる。2008年8月にEIZO初の医用分野向け内視鏡画像表示モニターを発売している<sup>13)</sup>。第二次中期経営計画の実施期間にSiemens ADを買収しているため、これを受けて次の第三次中期経営計画では、OR PACSの取り組み強化も事業方針の一つにしている。ORとは手術室のことで、既述の通りこの分野への参入はSiemens ADの提案によるものであった。2009年7月に手術室向け大型モニターソリューション製品を発売している。第四次中期経営計画でも手術室向け商品の強化が注力事項になっている。医療、グラフィックス、航空管制等、各特定用途のモニター市場でEIZOは優位な地位を確立している様子が見えてくる。第五次中期経営計画でさらに特定分野の強化と市場拡大を狙っていることが伺える。医療分野では2018年3月にカーナシステムを子会社化した。この会社は、医療・放

送分野を中心に、カメラなど撮影機器から記録、配信、編集、更に画像解析も含めたハードウェアやソフトウェアを自社開発・販売する技術開発力とビジネスモデルを持っており、「表示」にとどまらない機能で活動する企業として EIZO は進むことになった。この時期にモニター等の製品セグメントを、B&P (Business & Plus)、ヘルスケア、クリエイティブワーク、V&S (Vertical & Specific)、アミューズメント、その他に再編している。

表4 第一次から第三次までの中期経営計画（抜粋）

	第1次 2003.4-2006.3	第2次 2006.4-2009.3	第3次 2009.4-2012.3
経営方針のスローガン	『進化、深化から新化へ』	“圧倒的な差別化”～進化、深化、新化 PART2～	“重点市場で圧倒的 No.1 を目指して”
経営方針	・新しい事業領域の開拓、商品開発へと展開し、顧客の視点に立った商品企画、生産・販売・マーケティング体制を構築	・既存事業を圧倒的に強い事業にすることで新規事業を創出する ・ビジネスユニット相互のシナジー効果による差別化商品を開発	・産業市場向けを新しい事業の柱として垂直立ち上げ ・究極のリーマン経営を実現
事業方針	1. モニター分野では、コンピュータ用モニターの強化とそこで培った技術を医療用やグラフィックス用等の特定分野の水平展開する。 TV市場向け商品も含む 2. アミューズメント分野では、遊技場用モニターの開発と家庭用ゲームソフトのシリーズ化による収益増強 3. 情報ネットワーク化に寄与する端末や配信システムの販売強化	1. 汎用LCDモニター（大型化：17インチ⇒19インチ以上） 2. 医療市場向けLCDモニター（モニターと、それを調整・管理するソフトも含めたトータルソリューションの強化）※内視鏡、超音波診断装置、電子カルテ等の市場拡大が見込める分野にも注目。 3. グラフィックス市場向けLCDモニター（制作プロダクション、アニメーション分野への参入／プロからハイアマチュアユーザーへのユーザー拡大） 4. 次世代対応TV/モニター（次世代対応TVへ） 5. アミューズメント用モニター（パチスロ用モニターへの進出）	1. 医療市場向け（内視鏡、OR PACSの取り組み強化）、グラフィックス市場向けにてワールドワイドNo.1としての地位を確固たるものとする。 2. 航空管制（ATC）市場向け、産業市場向けでもNo.1に。 3. アミューズメント用モニターは商品開発の強化（市場は縮小傾向）。 4. 新規事業として更なる特定分野の創出・発掘。必要に応じM&Aを実施。
グローバル展開	言及無し	言及無し	開発・生産体制：ドイツ、日本、アメリカ
最終年度売上高目標（）内の数字は結果	1000億円（850億円）	1300億円（745億円）	900億円（595億円）
最終年度経常利益目標第3次からは営業利益（）内の数字は結果	75億円（119億円）	163億円（42億円）	90億円（44億円）
振り返り	・アミューズメント用モニターの好調を受け、03F、04Fは中期計画を上回ったが、05F予想は、計画の1,000億円に達せず ・売上高経常利益率は、3期連続で10%超 ・アミューズメント分野では、規則改正後はライフサイクル短期化へ ・液晶パネルの価格下落により、製品市場の価格低下進む。台湾・韓国勢の台頭。競合激化→付加価値の特定分野への商品開発へ ・ダイレクト販売開始 ・液晶テレビ事業	医療用：No.1を達成、グラフィックス用：No.1を維持。 航空管制（ATC）市場：Tech Source, Inc.の買収により、ATC用グラフィックスボードの開発・製造体制を獲得し、当市場に参入。産業市場向け：eg-electronic GmbHから産業市場向けモニター事業を買収。 （株）ナナオのこれまでの取り組みを拡大する形で、当市場に本格参入。アミューズメント用：描画や動画の高精細化、アイレムソフトウェアエンジニアリング（株）の東京開発室を開設し、ソフト開発体制を強化。パチスロ用モニターへの参入。トップメーカーの地位を維持。	第四次中期経営計画の中で振り返りの記載無し  （備考） ・2009年7月に手術室向け大型モニターソリューション RadiForce LS560W / LX560W を発売。 ・2011年11月に2012年より船舶市場への参入を発表。

注：枠内はアミューズメント分野、破線の枠内は医療等特定分野に関する記載である。

表 5 第四次中期経営計画から第六次中期経営計画（抜粋）

	第 4 次 2012.4-2015.3	第 5 次 2015.4-2018.3	第 6 次 2018.4-2021.3
経営方針のスローガン	“1000 AGAIN!”	Visual Technology Company に向けて 先ずは、“10/15/150”	Synergy Transformation ～成長エンジンの創出～
経営方針	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日・欧・米・中のグローバル体制により、モニタービジネスの規模拡大</li> <li>・最先端に行く技術開発・商品力により、特定市場にて更なる圧倒的 No.1 の地位確立</li> <li>・企画力・開発力を強化し、アミューズメント分野でのトップメーカーとしての地位確立</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・営業利益率 10%</li> <li>・アミューズメント用モニター売上高比率 15% 以下</li> <li>・(特定) コンピュータ用モニター売上高 14F 比 +150 億円</li> <li>脱・モニター企業</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・映像の「撮影」、「記録」「配信」、「表示」を包括したトータルソリューションで HC、CW、V&amp;S (Vertical &amp; Specific) の事業領域を更に拡大、新市場を創出</li> </ul>
事業方針	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 一般用：ビジネスモデル強化と規模拡大</li> <li>2. 医療用：手術室向け商品の強化・拡販と新興市場の開拓推進</li> <li>3. グラフィックス用：映画、テレビ等の映像制作市場への本格参入</li> <li>4. 特定用途向けモニター事業の新機軸確立</li> <li>5. アミューズメント用：ソフト・ハードの技術力向上で、魅力的な商品の提供、魅力的な商品の提供</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. B&amp;P (Business &amp; Plus)：世界最薄・最軽量技術をカタチに！</li> <li>2. 特定 ①医療：診断分野は米国、中国、インド、中東で拡販。診断から手術室へのビジネス拡大、②グラフィックス：静止画分野で No.1 を維持、映像制作分野でも No.1、市場を広げる商品開発。③産業：重点市場として事業展開</li> <li>3. アミューズメント：開発効率を向上させる構造改革とパートナーとの連携強化</li> <li>4. 業務プロセス改革を通じたリーン化により、固定費削減及び効率化で収益性向上</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. ヘルスケア市場：「撮影」から「記録」「配信」、そして「表示」まで包括的に提供する体制の構築</li> <li>2. クリエイティブワーク市場：HDR 時代を先取りしシェア拡大</li> <li>3. V&amp;S 市場：オプティカルボンディング、AR フィルム、タッチパネル等を含めた EIZO の総合力、技術展開力・供給力・サポート力でステージアップ</li> <li>4. アミューズメント市場：市場環境の変化を先取りし No.1 を堅持</li> </ol>
グローバル展開	開発・生産・販売体制：ドイツ、日本、アメリカ、中国 欧州を中心に自社販売地域を拡大（スウェーデン、イギリス、スイス等）	言及無し	ヘルスケア：欧州での開発・生産体制強化を目的にドイツ 2 拠点で新本社開発工場棟を建設。戦略市場（北米、中国、インド、中東+東南アジア）の販売強化
最終年度売上高目標	1000 億円 (725 億円) 海外売上高を倍増！（売上目標 11F：197 億円→14F 計画：430 億円）	830 億 (840 億円)	970 億円
最終年度経常利益目標 第 3 次からは営業利益	100 億円 (44 億円)	83 億円 (85 億円)	110 億円
振り返り	<ul style="list-style-type: none"> <li>・グローバル体制によるビジネス規模の拡大：特に中国では拡大路線から収益重視で黒字化達成</li> <li>・特定市場で圧倒的 No.1 の地位確立：医療用は新組織設立、手術室分野参入。グラフィックスは映像制作分野へグローバル展開。ATC は市場シェア 30% 獲得。産業用は販売は大幅に増加。</li> <li>・アミューズメント分野でのトップメーカーとしての地位確立：想定以上の市場縮小により、売上が減少。新開発拠点設立、商品開発力の強化</li> </ul>	<p>3 期連続増収増益、業績目標達成 “10/15/150” → 10.2/18/+105 ヘルスケア：領域拡大（撮影、記録、配信）M&amp;A。V &amp; S：航空管制市場シェア拡大、監視/船舶向け販売は増加したが、計画未達。AMU：市場における No.1 ポジション維持。 新工場・新生産ラインで大幅な生産効率向上を実現</p>	

注：枠内はアミューズメント分野、破線の枠内は医療等特定分野に関する記載である。

## 5. 考察

2003年から近年までの中期経営計画とそのレビューに基づいて、EIZOの活動を特にアミューズメント分野と医療分野に注目してみた。2003年時点でEIZOの主軸となっていたのは産業用とアミューズメント用のモニターである。PPMの考え方に基づくと、これらの分野で得たキャッシュは、次の時代を支える医療やグラフィックス、航空管制等の特定分野用のモニター開発に活用されていたと考えることができる。しかし、第二次中期経営計画の活動を経て医療用やグラフィックス用はNo.1を達成、維持しているのに対して、アミューズメント分野はトップメーカーとしての地位が確立したのは、第四次中期経営計画の時期である。つまり、アミューズメント分野にもまだまだ投資が必要だったということである。

アミューズメント分野の市場が急ピッチで縮小する中、医療用もグラフィックス用も2008年度末には各市場でトップシェアを取る成長を遂げている。特に医療分野ではSiemens ADの買収により、検査や診断の領域から治療の領域まで医療現場における守備範囲を広げることができた。また、モニターやモニターを管理するソフトウェアに加え、ソリューション事業という新たな業態に取り組むことになった。これら二つの新しい取り組みは、EIZOの経営者が生産的機会をものにした結果であって、Siemens ADを「イコール・パートナー」<sup>14)</sup>として尊重し、協働できる体制を整えてきたEIZOの組織能力の現れといえる。さらにPHCの買収によって、手術室用の製品ラインナップやソリューション事業の対象を拡張することができた。PHCは製品の設計・開発を行い、生産は外注していたので、買収後はEIZO内で生産が行われるようになった。EIZO本社では開発部門と生産部門が近接しているため、PHCの技術とEIZOの技術が融合されたうえに、開発部門と生産部門が連携を取りながらEIZOブランドとして新製品の開発が行われている<sup>15), 16)</sup>。外部から獲得した技術も取り入れたうえで独自の仕様で製品を作り上げられるのも、EIZOの組織能力と見ることができるであろう。二つの買収のケースに共通するのは、被買収主体の人材が再編後の組織の中で機能しているということである。

図4は、2001年度から2016年度までのEIZOの品目別販売実績をまとめたものである。2007年度以降は2009年度を除いてアミューズメントモニターの比率をコンピュータ用モニターの比率が上回っていることがわかる。2016年度のコンピュータ用モニター比率は70.7%で、その内訳は、産業用を中心とする「B&P」が21.5%、「ヘルスケア」が33.2%、グラフィックが含まれる「クリエイティブワーク」が6.9%、航空管制や船舶等が含まれる「V&S」が8.8%である。特定分野の中でも特に医療分野は売上高に占める比率が高く、EIZOを支える主軸の事業に成長したと言える。

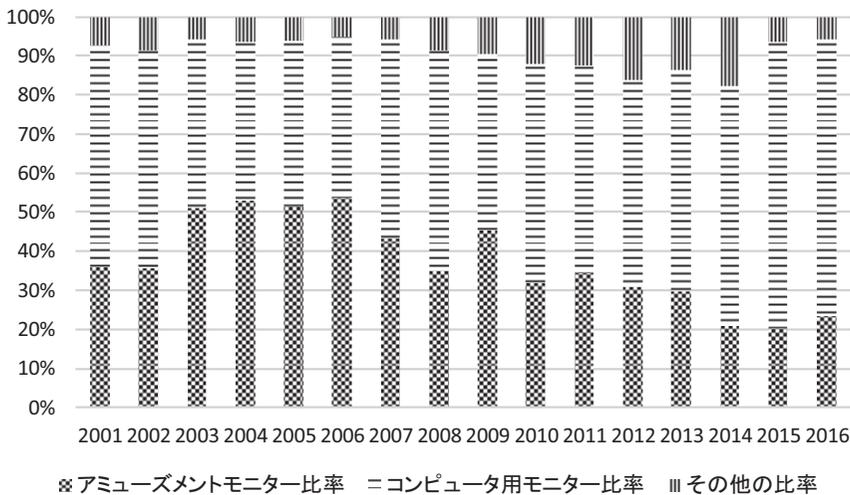


図4 品目別販売実績の推移

## 6. M&A の機能と組織能力

本論文で取り上げた二つの買収のケースについて、時系列の業績データからは直接的な買収の影響を読み取ることは難しい(図2、図3)。しかしながら、これらの買収は、EIZO が産業用やアミューズメント分野のモニター事業から医療事業に軸を転換し、医療事業を強化するのに寄与したことは明らかである。つまり、買収による資源の活用は事業転換の推進力としての機能を持つ。このような機能は、買収実施企業と被買収主体の買収前後の取り組みを様々なデータをもとに調べることで見出せるのであり、M&A の意味を株価や業績等に求めているだけでは、捉えることができない。したがって、数字を追うだけではなくケースの分析を重ねていく必要もある。

組織能力については、EIZO は各分野でトップシェアを持っていることに注目すると、経験効果の観点から検討することができるであろう。トップシェアの地位に在ることによって他に先駆けて経験を積むことが可能になる。つまり、生産量を累積させていく場合や、顧客と打ち合わせをする場合など、EIZO と被買収主体の人材が協働する機会が増えるたびに、効率的なやり方が見えてくるであろう。独立して活動している場合は各自の業務を遂行することが中心になるが、協働する仕組みにしておけば、シェアを取ることで組織全体が意識的に効率的に動くようになり、お互いの力を活用する方向に進む。したがって市場の規模に関わらず、参入した分野でシェアをとることは、M&A 後の組織で資源を活かすマネジメントの一つのあり方であると言える。この点についてはさらに深掘りしていきたい。

### 謝辞

ご多忙の折、インタビュー調査にご協力いただきました EIZO 株式会社の志村和秀取締役執行役員企画部長(現・常務執行役員)、梶川和之企画部販売促進課長(現・企画部 マーケティング

コミュニケーション&ダイレクト販売担当次長 兼 マーケティングコミュニケーション課課長)、伊藤広知的財産部知的財産課課長に心より厚く御礼申し上げます。

本研究は日本学術振興会科学研究費補助金(基盤研究(C)、課題番号:17K03881)による研究成果の一部です。

## 注

- 1) Simmonds (1990) では、Montgomery (1979)、Bettis (1981)、Bettis and Hall (1982) が引用されている。
- 2) Penrose (1959) は、Briggs (1957) から成功のケースとしてユニリーバを引用し、失敗のケースとして、Arthur (1934) から GM を挙げている。
- 3) EIZO は、2013年4月に社名を「ナナオ」から商号変更している。資本金は約44億2574万6千5百円、2020年3月期のグループ連結売上高は764億円、単体売上高は512億円。2020年3月末日現在のグループ従業員数は2,422名、単体従業員数は1,031名で、平均臨時雇用人員を含む(EIZO株式会社ホームページ <http://www.eizo.co.jp/company/information/outline/index.html> より。最終閲覧日は2021年1月28日)。
- 4) 本論文では取り上げない3件の買収は、次の通りである。2007年2月、グラフィックスボードの製造、開発を行っている Tech Source Inc. (アメリカ) の株式を取得し、子会社化。2009年2月、eg-electronic GmbH (ドイツ) のモニター及びモニターコントローラーボード事業を EIZO Technologies GmbH (2008年11月設立) が譲受。2018年3月手術室向けシステムソリューションを主力事業とするカーリーナシステム株式会社の全株式を取得し、子会社化。なお、カーリーナシステムも医療分野に関わる買収であるが、モニターの取り扱いはないため、今回の分析対象には入れていない。
- 5) EIZO のデータは第35期から第53期までの有価証券報告書から、情報通信機械器具製造業のデータは経済産業省による企業活動基本調査から得た。
- 6) Siemens が企業を買収した情報を記載したプレスリリースによると、「A&D は世界におよそ7万600人の従業員を擁し、2006年度(9月30日終了)の営業利益(米国会計基準)は15億7,200万ユーロ、売上高は128億4,800万ユーロ、受注高は141億800万ユーロでした」とある(<https://www.plm.automation.siemens.com/global/ja/our-story/newsroom/siemens-press-release/47181> 最終閲覧日は2021年1月10日)。一方、EIZO(当時は、企業名はナナオ)が2007年6月26日付でプレスリリースした Siemens AD 買収の記事によれば、当該事業部は、従業員133名、売上高59百万ユーロ(2006年9月時点)であったことがわかる(<https://www.eizo.co.jp/ir/news/2007/070626.pdf>)。
- 7) 日本経済新聞デジタルメディアの NEED-JCW データより。
- 8) 前掲6)に記載の EIZO のプレスリリースによる。
- 9) PACS は、Picture Archiving and Communication System (医療画像管理システム) の略語。

各種画像装置から得た画像をデジタル化し、その後ネットワークを介して、リアルタイムで検査画像を参照・閲覧するシステム。

- 10) EIZO 株式会社にて志村和秀取締役執行役員企画部長および梶川和之企画部販売促進課長兼営業一部ダイレクト販売課長に二度にわたりインタビュー調査を実施した（役職はその当時）。一回目は 2015 年 11 月 8 日午後 15 時から 16 時 30 分まで、二回目は 2015 年 12 月 11 日午前 10 時から 12 時までである。また、2016 年 1 月 27 日午後 3 時から 3 時 25 分まで、同上のお二人に電話会議形式によるインタビューを行った。PACS が EIZO に集約されたことは、第二回目のインタビューで伺った。
- 11) EIZO のホームページより ([https://www.eizo.co.jp/press/archive/2014/NR14\\_GA002.html](https://www.eizo.co.jp/press/archive/2014/NR14_GA002.html))。手術室向け映像ソリューション事業とは、医療施設へのコンサルティングを行い、個々の要望に合わせた手術室内の映像環境を、ハードウェアと、ソフトウェアやネットワークも含め総合的にソリューション提案するものである。
- 12) 国立がん研究センターによるがんの統計より ([https://ganjoho.jp/reg\\_stat/statistics/stat/annual.html](https://ganjoho.jp/reg_stat/statistics/stat/annual.html), [https://ganjoho.jp/reg\\_stat/statistics/brochure/backnumber/2008\\_jp.html](https://ganjoho.jp/reg_stat/statistics/brochure/backnumber/2008_jp.html), [https://ganjoho.jp/data/reg\\_stat/statistics/brochure/2018/cancer\\_statistics\\_2018\\_fig\\_J.pdf](https://ganjoho.jp/data/reg_stat/statistics/brochure/2018/cancer_statistics_2018_fig_J.pdf) 最終閲覧日は 2021 年 1 月 28 日)。
- 13) 内視鏡用モニターのプレスリリースより ([https://www.eizo.co.jp/products/radiforce/data/press/pdf/pr\\_jp\\_FlexScanMH240W.pdf](https://www.eizo.co.jp/products/radiforce/data/press/pdf/pr_jp_FlexScanMH240W.pdf))。
- 14) 「イコール・パートナー」の詳述は、篠崎 (2016) 「M&A 実施企業のナレッジマネジメント—EIZO を事例とした製品アーキテクチャの位置取り戦略—」にある。
- 15) 2019 年 8 月 23 日、13 時半から 15 時 40 分まで EIZO 本社にて知的財産部知的財産課の伊藤広様と企画部の梶川和之様にインタビュー調査を行った。随時メールにより伊藤様と梶川様に追加の質問をし、回答をいただき情報の補完を行っている。
- 16) 2017 年 8 月に PHC 買収後初めての、手術室・内視鏡用モニターの新製品の発表をしている ([https://www.eizo.co.jp/press/archive/2017/NR17\\_006.html](https://www.eizo.co.jp/press/archive/2017/NR17_006.html) 最終閲覧日は 2021 年 1 月 31 日)。

## 参考文献

- 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), 109-66. <https://doi.org/10.14955/amr.150301>
- Helfat, C. E., Frinckstein, S., Mitchell, W., Peteraf, M. A., Singh, H., Teece, D. J., & Winter, S. G. (2007). *Dynamic capabilities: Understanding strategic change in organizations*. Malden, MA: Blackwell. 邦訳, C. ヘルファレット他, 谷口和弘, 蜂巢旭, 川西章弘 訳. (2010) 『ダイナミック・ケイパビリティ 組織の戦略変化』勁草社.
- Lubatkin, M. (1983). Mergers and the Performance of the Acquiring Firm, *Academy of*

*Management review*, 8 (2), 218-225.

奥村宏 (1990) 『企業買収—M&Aの時代—』、岩波新書

O'Reilly, C. A. and Tushman, M. L. (2016). *Lead and Disrupt: How to Solve the Innovator's Dilemma*. Stanford Business Books. 邦訳、C・A・オーライリー、M・L・タッシュマン、入山章栄 監訳・解説、富山和彦 解説、渡部典子 訳 (2019) 『両利きの経営』東洋経済新報社.

Penrose, E. T. (1959). *The theory of the growth of the firm* (3rd ed.). Oxford: Oxford University Press. 邦訳、E・T・ペンローズ、日高千景 訳 (2010) 『企業成長の理論 (第三版)』ダイヤモンド社.

Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Boston, MA: Harvard Business School Press. 邦訳、R・P・ルメルト、鳥羽欽一郎他 訳 (1977) 『多角化戦略と経済成果』東洋経済新報社.

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.

高橋伸夫 (2002) 「ペンローズ『会社成長の理論』を読む」『赤門マネジメント・レビュー』1(1). 105-124. <https://doi.org/10.14955/amr.010104>

Wrigley, L. (1970). *Diversification and divisional autonomy*, DBA thesis, Harvard Business School.