

経済財政分析ディスカッション・ペーパー

合併が企業の生産性を向上させる効果の検証

宮部 泰成

Economic Research Bureau

CABINET OFFICE

内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付

本稿は、政策統括官（経済財政分析担当）のスタッフ及び外部研究者による研究成果を取りまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂くことを意図している。ただし、本稿の内容や意見は、執筆者個人に属するものである。

目次

1. はじめに	1
2. 企業はなぜ合併を行うのか	2
(1) 合併に関する仮説	2
(2) 企業へのアンケート調査からみた合併の目的	3
3. 合併による生産性上昇効果の推計	3
(1) データ	3
(2) ロジット・モデルの推計	4
(3) 合併による生産性上昇効果の推計	5
4. 中堅・中小企業のM&A動向	6
5. まとめ	7
補論 合併が企業の生産性に与える効果の推計方法	9
参考文献	11
図表	12

合併が企業の生産性を向上させる効果の検証*

宮部 泰成[†]

【要旨】

本稿では、「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報をもとに、2009年度から2023年度までの非上場企業を含む企業合併のデータセットを作成し、合併が企業の生産性を向上させる効果を検証した。

まず、合併企業数の推移をみると、近年は中小企業を中心に増加傾向にあることが分かった。特に中小企業では、事業承継のニーズが近年高まっていることが背景にあるとみられる。

次に、合併を行う企業はどのような特徴を持っているのかについて、ロジット・モデルの推計を通じて確認した。その結果、資産規模の大きい企業や相対的に若い企業が合併を行う傾向があること、キャッシュフロー比率や営業利益率の低い企業が新たな成長機会を求めて合併を行う傾向があることが分かった。

その上で、傾向スコアマッチングの手法により、比較対象とする企業をコントロールして合併による生産性上昇効果を推計すると、合併は全体として企業の生産性を有意に高めることが示された。規模別にみると、大企業や中堅企業では合併による生産性上昇効果が明確に確認できる一方、中小企業ではその効果が限定的であること、また、中堅企業と中小企業について、親会社の有無別に分けて推計を行うと、親会社を有する企業では、そうでない企業に比べて生産性上昇効果が発現しやすいことが分かった。

以上の推計結果から、M&Aに関するノウハウが比較的蓄積していると思われる大企業や、親会社からノウハウの共有を受けられる中堅・中小企業では、M&Aによる生産性上昇効果が発現しやすいのに対し、親会社を持たない中堅・中小企業では、その効果が働きにくい可能性が示唆される。

M&Aには企業の生産性向上や賃金上昇をもたらす効果があることを踏まえると、M&Aの実施を希望するあらゆる企業にその恩恵が広がるよう、M&A実施後の統合プロセスに関する知見の共有などの取組を官民が一体となって後押ししていくことが重要である。

* 本稿の作成においては、内閣府大臣官房審議官（経済財政分析担当）の茂呂賢吾氏、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）の加藤卓生氏、内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）付参事官補佐の直野未悠氏から有益なコメントを頂いた。また、経済産業省から「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報の提供を頂いた。ここに記して感謝を申し上げる。ただし、本稿に残された誤りは言うまでもなく筆者の責に帰すものである。また、本稿で示された見解は筆者個人によるものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。

[†] 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）付政策調査員

1. はじめに

日本企業によるM&A¹の件数は、景気変動による振れを伴いながらも増加傾向にあり、2025年には5,115件に達した(図表1)。M&Aは企業の生産性向上や事業承継を実現する手段の一つとして位置付けられることが多く、近年は中小企業を中心にM&Aを後押しする各種施策が打ち出されている²。M&Aが企業の生産性に与える効果の有無については、1980年代以降、多くの研究でその両面から取り上げられてきた。

日本企業を対象とした先行研究の例を挙げると、Odagiri and Hase (1989) は、1980年から1987年までの上場企業の合併243事例を分析し、合併元企業の収益性や成長率には改善がみられず、特に市場が縮小する産業における業界再編を目的とした合併のパフォーマンスが低いことを指摘した。Yeh and Hoshino (2002) も、1970年から1994年までの上場企業の合併86事例を分析し、収益性や成長率などの営業パフォーマンスは合併後に低下すること、特に双方が系列関係を持つ場合、その悪化度合いは大きいことを示した。また、内閣府(2007)は、1997年から2002年までに買収を行った上場企業1,572社を分析した結果、買収を実施した企業は、買収を実施していない企業に比べてROAと営業利益率の改善度合いが小さいと結論付けている。

一方、Kruse et al. (2002) は、1969年から1992年までの製造業・上場企業の合併46事例を取り上げ、合併が企業業績に与える影響は、統計的に有意ではないもののプラスであり、多角化を目指した合併の場合、企業業績に与える影響はプラスで統計的にも有意であると報告している。岩城(2006)は、1980年から2004年までにM&Aを行った上場企業の事例をもとに、グループ内企業や上場企業を買収した方が、グループ外企業や非上場企業を買収した場合と比べてROA、売上高経費率、労働生産性の改善効果が大きいことを示した。

このように、M&Aが企業の生産性にプラスの影響を与えたとする研究と、プラスの影響はみられない、乃至マイナスの影響がみられたとする研究とが混在しており、定量的な評価は必ずしも定まっていない。また、データの制約等から、上場企業を分析対象とした研究が中心であったが、滝澤ほか(2009)は、1994年度から2002年度の非上場企業を含む合併1,590事例を分析し、合併元企業の生産性や収益性は、合併直後に悪化した後、改善する傾向にあることを示した³。本稿では、滝澤ほか(2009)と同様、国内の非上場企業についても分析対象とし、合併が企業の生産性を向上させる効果を検証する。

本稿の特徴としては、①傾向スコアマッチングの手法を用いて、合併以外に起因する生産性の変動要因を取り除いていること、②「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を用

¹ 広義には合併・買収のほか、事業譲渡、資本参加、出資拡大も含まれるが、本稿では特に断らない限り、M&Aを合併・買収と同義として扱う。

² 例えば、「中小M&Aガイドライン」の制定(2020年度)、「M&A支援機関登録制度」(2021年度開始)等によって、企業がM&Aに取り組みやすい環境整備がなされてきた(中小企業庁(2025))。

³ 但し、合併直前との比較で生産性が有意に高まっているとの結論は得られていない。

いることで、非上場企業の合併事例を分析対象に含めていること、③合併が大きく増加した2010年度以降を推計期間に含み、5,537社の合併企業という豊富なサンプル数をもとに分析を行っていることが挙げられる。

本稿では、まず、第2章で合併に関する仮説を提示した後、第3章で合併による生産性上昇効果の推計結果を示し、考察を行う。第4章では、中堅・中小企業に焦点を当て、M&Aの動向と直面している課題等について論じる。第5章はまとめとする。

2. 企業はなぜ合併を行うのか

(1) 合併に関する仮説

そもそも、企業はなぜ合併を行うのだろうか。現実には様々な要因が複合的に作用している可能性もあるが、ここではM&Aの理論を体系的に整理した Gaughan (2007) をもとに、5つの仮説を提示する。

第一に、事業規模の拡大が挙げられる。企業は、自社の既存リソースや組織能力を活用して事業拡大を図ることが多いが、市場の縮小や競争環境の激化等により個社レベルでの成長・拡大が難しい場合や、長い時間を要すると見込まれる場合には、短期間で事業拡大を実現できる可能性があるという点で、合併がその有効な手段となり得る。また、自前の事業基盤を持たない国や地域へ進出する際に、地場の有力企業を傘下に入れる形で合併が行われることもある。

第二に、単なる事業拡大にとどまらず、事業シナジーの発現を目的としている可能性もある。ここで言う「事業シナジー」とは、合併が個々の企業の単純和を上回る利益を生み出すことである。例えば、合併を経て、顧客に提供できる財やサービスの範囲が拡大したり、共同で販売促進活動を展開したりすることによって、自社製品の売上高が増加する可能性がある。加えて、特に製造業では、事業規模の拡大に伴う単位当たりコストの減少によって、あるいは、サプライヤーを自社のグループに取り込むことによって、原価率を抑制し、利益率を高めることができるかもしれない。

第三に、競争優位性の確保が目的である場合も想定される。標準的なミクロ経済学の理論に従うと、合併によって市場シェアを高め、価格支配力を有するプレイヤーとなることができれば、その企業は販売価格を引き上げ、超過利潤を獲得することができる⁴。もっとも、合併によって市場シェアを高めたとしても、製品の差別化が不十分な場合や、業界が強力な参入障壁を持たない場合、限界費用を上回る価格設定は新たな競合他社の参入をもたらすだけに終わってしまう可能性がある。そこで、最終製品を生み出す上で重要となる技術や特許、人材等の囲い込みを目的とした合併が行われることもある。

⁴ 但し、航空業界といった一部の業界を除き、企業の合併によって財やサービスの価格が上昇したという実証的な結論は得られていない。他方、合併を行った企業では、原材料等の調達において価格交渉力が高まり、仕入コストが減少したとする結果が、複数の実証研究から報告されている (Gaughan (2007))。

第四に、事業の多角化によるリスク分散効果が挙げられる。特定の事業において市場の縮小や競争の激化等に見舞われた場合であっても、合併を行って事業を多角化することができる、企業全体では利益を拡大させることができるかもしれない。さらに、事業構造の異なる2社が合併した場合、通常は業績の変動が平準化されやすくなることから、金融機関等の資金提供者が要求する資本コストが低下し、資金調達を行いやすくなる可能性がある。

第五に、合併の中には、合併元企業の経営陣が対象企業の資源をより適切に管理できるという確信に基づいて行われるものがある。例えば、大企業が有するサプライチェーン等のネットワークや経営ノウハウを、合併を通じて業容拡大中の小規模企業に提供するようなケースが、これに該当する。

（２）企業へのアンケート調査からみた合併の目的

以上の仮説を踏まえて、日本企業がM&Aを実施する主な目的について確認する。大企業へのアンケート調査によれば、「既存事業の規模やシェア拡大」、「事業分野の拡大」を挙げた企業が製造業、非製造業ともに多く、前述の合併に関する仮説を裏付ける結果といえる。また、製造業では次いで「相手先技術の取り込み」と回答した企業の割合が高く、合併によって特定の技術や生産設備等を囲い込み、競争力を高めようとする姿勢がうかがわれる（図表2（1））。中小企業を対象とした別のアンケート調査でも、「売上・シェアの拡大」という回答が最も高い割合を占めており、「事業エリアの拡大」のほか、「新事業展開・異業種への参入」、「技術・ノウハウの獲得」も主要な目的であるという結果に変わりはない⁵（図表2（2））。

他方で、組織体制や企業文化、意思決定プロセスの違い等から、合併による経営統合に時間を要することも想定されるため、必ずしもこうした目的がすぐに達成されるとは限らない。この点を検証するため、次章では、「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を用いて、企業の合併前後の生産性指標の変化を分析する。

3. 合併による生産性上昇効果の推計

（１）データ

まず、データの作成方法を説明する。分析に用いたのは「経済産業省企業活動基本調査」の過去15年間（2009年度から2023年度まで）の調査票情報である。同調査では、直近の決算期間に合併等の組織再編行為を行ったか否かを調査しているため、これにより非上場企業を含む日本全体での企業合併の動向を確認することができる⁶。ここでは、2010年度か

⁵ このほか、中小企業では、M&Aを実施する目的として「人材の獲得」を挙げた企業も多い。人手不足感が強い中小企業では、人材の確保が喫緊の課題となっているとみられる。

⁶ 「経済産業省企業活動基本調査」の調査対象は、従業員50人以上かつ資本金又は出資金3,000万円以上の全企業とされており、カバレッジは広いものの、従業員50人未満や資本金又は出資金3,000万円未

ら 2022 年度まで⁷の間に 1 回以上合併をしたと回答した企業を「合併企業」、同期間中に合併をしたと一度も回答していない企業を「非合併企業」と定義する。なお、合併後に消滅した企業は特定できないため、ここでは合併後に存続した企業（合併元企業）を対象に分析する⁸。

こうして集計した合併企業数の推移を規模別⁹にみると、2010 年代半ば頃にかけて緩やかに減少したものの、近年は中小企業を中心に増加傾向にある（図表 3（1））。特に中小企業では、事業承継のニーズが近年高まっていることが背景にあるとみられる。業種別にみると、製造業（2022 年度の構成比：34.7%）と卸売業・小売業（同：32.7%）の割合が高く、次いでサービス業（同：11.9%）、情報通信業（同：11.6%）の順となっているが、合併企業の業種構成については過去 10 年余りにわたって大きな変化はないことが分かる（図表 3（2））。

次に、合併企業は合併 1 年前から合併 5 年後までの生産性指標を、非合併企業は 2010 年度から 2022 年度の各年度を基準として、その 1 年前から 5 年後までの生産性指標をそれぞれ集計する。対象企業の時系列ウェイト表（図表 4）の通り、合併企業には、2010 年度から 2022 年度までに合併を行った延べ 5,537 社が含まれている¹⁰。ここでは、生産性指標として営業利益率、キャッシュフロー比率、総資産利益率（ROA：総資産に対する税引後当期純利益の比率）¹¹、労働生産性、1 人当たり賃金を用いるほか、企業の財務健全性を示す指標である純資産比率の動向も確認する¹²。なお、合併以外に起因する企業固有の要因を取り除くため、以下では、滝澤ほか（2009）を参考に、合併企業といくつかの指標から似た特徴を持つ非合併企業を抽出した上で、両者の生産性指標を比較する。

（2）ロジット・モデルの推計

まず、合併を行う企業はどのような特徴を持っているのかを確認するために、合併企業で

満の企業が含まれていない点には留意する必要がある。

⁷ 後の分析で少なくとも合併 1 年前から合併 1 年後の調査票情報が必要となるため、基準時点は 2010 年度から 2022 年度までとしている。

⁸ これに対し、外資企業による M&A の対象となった日本国内企業に焦点を当て、M&A 実施前後の業績や生産性の変化を分析した研究もある（例えば、権ほか（2005）、深尾ほか（2006）、Tanaka（2025）を参照）。

⁹ ここでは、資本金 10 億円以上を大企業、資本金 1 億円以上 10 億円未満を中堅企業、資本金 1 億円未満を中小企業と定義する。

¹⁰ 以降の分析では、少なくとも合併 1 年前から合併 1 年後までの連続した調査票情報が得られる企業を合併企業として集計している。具体的には、合併 1 年前から合併 1 年後までのデータがある企業、合併 1 年前から合併 2 年後までのデータがある企業、合併 1 年前から合併 3 年後までのデータがある企業、合併 1 年前から合併 4 年後までのデータがある企業、合併 1 年前から合併 5 年後までのデータがある企業が混在している。非合併企業は、2009 年度から 2023 年度までの 15 年間連続で調査票情報の得られる企業を対象に集計している。

¹¹ ROA は、総資本回転率（総資産に対する売上高の比率）と当期純利益率（売上高に対する税引後当期純利益の比率）の積であり、貸借対照表の項目（総資産）の影響を受ける点が、キャッシュフロー比率や営業利益率との主な違いである。

¹² 既存の研究にもみられるように、使用する生産性指標によって推計結果が異なる場合があることも考慮し、本稿では複数の財務指標を分析に用いることとする。

あれば1、そうでなければ0のダミー変数を被説明変数とし、説明変数として、ROA、営業利益率、キャッシュフロー比率、純資産比率のほか、総資産（対数値）、企業年齢（対数値）、年ダミー、業種ダミーを含め、企業が合併を行う予測確率を推計する。推計に用いた主要な変数に関する記述統計及びロジット・モデルの推計結果は、図表5の通りである¹³。

全規模全産業の推計結果をみると、第一に、総資産の係数はプラス、企業年齢の係数はマイナスでいずれも統計的に有意となっており、資産規模の大きい企業や相対的に若い企業が合併を行う傾向があることが分かる¹⁴。資産規模の大きい企業が合併を行うのは、合併によって市場シェアを高め、競争優位性を確保するためであるとの解釈が可能である。また、若い企業では、技術力や経営ノウハウの蓄積が十分に進んでいないことも想定されるため、短期間での事業拡大を実現する上でも、合併によって相手先企業が持つ技術やノウハウを獲得しようとすることは、合理的な選択であると言える。

第二に、ROAの係数はプラスでかつ有意となっており、経営効率の高い企業ほど合併を行う可能性が高いことを示している。一方で、キャッシュフロー比率と営業利益率の係数はマイナスで、かつ統計的に有意となっている。ROAが資産効率でみた企業の収益力を示すのに対し、キャッシュフローや営業利益は主として各期の利益フローを表していることから、これは、例えば収益力はあるが何らかの要因によって今は減益や赤字となっている企業などが、合併によって新たな成長機会を見出そうとした結果であるとの解釈が可能である。

第三に、純資産比率の係数はマイナスで有意となっており、内部留保の蓄積は結果として、少なくとも企業が合併を行う誘因にはなっていないことを示唆している。

（3）合併による生産性上昇効果の推計

次に、合併を行った企業と、合併を行う予測確率は同程度だが合併を行わなかった企業を、1対1で対応（マッチング）させる。その上で、両者の生産性指標の変化幅に有意な差があるか否かを推計するというDID（Difference in Difference：差の差）の分析を行った（図表6）。

その推計結果¹⁵（図表7）をみると、全規模全産業で営業利益率、ROA、労働生産性、1人当たり賃金が有意に押し上げられたことが分かる。全規模で合併元企業の産業別にみると、製造業ではいずれの指標についても有意な変化が確認されなかった一方、非製造業では合併によってROA、労働生産性、1人当たり賃金が有意に押し上げられたとの結果が示

¹³ 以降の推計では、いずれかの生産性指標がサンプルの上位・下位それぞれ1%以内に該当する場合は外れ値とみなし、その企業は推計対象には含めていない。例えば、2013年度に合併をしたA社のデータが2012年度（合併1年前）から2018年度（合併5年後）まで存在したが、A社の営業利益率が2014年度のみサンプルの上位1%以内に該当したとする。この場合、A社は2012年度から2018年度の全期間で、推計の対象から外す。

¹⁴ 上述の通り、様々な固定効果を考慮した上で推計を行っているものの、逆因果（例：近い将来に合併を計画しているため、総資産を増加させている）の可能性を完全には排除できていない点に留意する必要がある。

¹⁵ 詳細は補論を参照。

された。製造業では、合併に伴う工場の統廃合や買収先の生産技術の取り込みにより多くの時間を要することが想定され、合併による生産性上昇効果が5年程度では発現しにくいのかもしれない¹⁶。また、全産業で合併元企業の規模別にみると、合併によって大企業では営業利益率と労働生産性が、中堅企業では営業利益率、ROA、労働生産性がそれぞれ有意に上昇した一方、中小企業ではいずれの指標についても有意な変化は確認されなかった¹⁷。

さらに、親会社の有無別に分けて推計を行うと¹⁸、親会社を有する企業では、合併を行うと1人当たり賃金が有意に高まるのに対し、親会社を持たない企業では、そのような傾向はみられないことが分かる。親会社を有する企業では、合併に際して親会社の持つノウハウを有効に活用できていること、経営統合にかかるコストが比較的小さいグループ内の合併も含まれることから、合併による生産性上昇効果が働きやすいものとみられる。

4. 中堅・中小企業のM&A動向

前章の推計結果より、M&Aに関するノウハウが比較的蓄積していると思われる大企業や、親会社からノウハウの共有を受けられる一部の中堅・中小企業では、合併による生産性上昇効果が発現しやすいのに対し、親会社を持たない中堅・中小企業では、その効果が働きにくい可能性が示唆された。本章では、その仮説を検証するため、合併以外を含めた中堅・中小企業のM&A動向を確認する。

昨今は経営者の高齢化等により事業承継のニーズが高まる中で、中堅・中小企業でもM&Aが事業承継の一つの手段として浸透してきており、事業承継にかかるM&Aの成約件数は増加が続いている（図表8（1））。こうしたM&Aが、売上・市場シェアの拡大といった当初の目的を達成したか否かを聞き取ったアンケート調査によれば、「概ね達成した」との回答が過半を占める一方、目的を達成できなかったとする企業も約4割を占めており、その理由として「相手先の経営・組織体制が脆弱だった」との回答が3割超と最も多い（図表8（2）、（3））。これは、相手先の経営・組織体制を十分に見極められないまま合併・買収に踏み切った企業が多いことを示唆しており、当事者間に存在する情報の非対称性が、M&Aによる生産性上昇効果の発現を妨げているものとみられる。

¹⁶ 前述の通り、本稿では合併元企業（買収側）の業種のみに着目しているため、合併対象企業（被買収側）は製造業とは限らず、非製造業の場合もあると考えられる。ここで詳細には論じないが、滝澤ほか（2009）が指摘するように、生産性上昇効果は同業種間の合併か、異業種間の合併かによって異なることも想定される。

¹⁷ このほか、純資産比率は大企業を中心に、合併後有意に低下している。特に合併時の所要資金が巨額になる場合、合併元企業は銀行借入等の有利子負債で所要資金を賄うことが多いとみられ、その結果、純資産比率が低下した可能性がある。なお、合併後については、当該企業が保守的な資金調達を行うようになり、財務レバレッジ（総資産／自己資本）は縮小（純資産比率は上昇）する傾向があるとの結果も報告されている（Celestin（2022））。

¹⁸ 親会社を有する大企業には、自社が独立した経営権を掌握しているものの、持株会社等のグループ頂上会社が形式上の親会社となっている事例が散見されることから、大企業は推計の対象から外している。

また、中堅・中小企業を対象とした別のアンケート調査によれば、「M&A後の統合作業」を意味するPMI¹⁹という言葉は「知らない」と回答した企業は7割超に上ったほか、PMIという言葉は「知っており、実際に取り組んだことがある」と回答した企業は約3%に過ぎず、M&Aを行う際、PMIに「意欲的に取り組みたい」と回答した企業も約25%にとどまっている（図表9）。多くの中堅・中小企業では、M&Aに関するノウハウの蓄積が必ずしも十分ではないと考えられるため、取引金融機関や外部の専門家等とも連携の上、こうしたPMIの取組を着実に実行していくことが求められる²⁰。

5. まとめ

本稿では、「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報をもとに、2009年度から2023年度までの非上場企業を含む企業合併のデータセットを作成し、合併が企業の生産性を向上させる効果を検証した。

まず、合併企業数の推移をみると、近年は中小企業を中心に増加傾向にあることが分かった。大企業や上場企業によるM&Aは、適時開示等の公表情報により確認できることが多い一方で、中小企業や非上場企業によるM&Aは公表されないことの方がむしろ多いため、その詳細を定量的に把握することは困難であろう。こうした中で、本稿では、カバレッジの広い「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報から、合併を行った企業を時系列で集計し、日本企業全体の合併動向について俯瞰することを試みた。

次に、合併を行う企業はどのような特徴を持っているのかについて、ロジット・モデルの推計を通じて確認した。その結果、資産規模の大きい企業や相対的に若い企業が合併を行う傾向があること、キャッシュフロー比率や営業利益率の低い企業が新たな成長機会を求めて合併を行う傾向があることが分かった。こうした結果は、滝澤ほか（2009）の主張と概ね整合的である。

その上で、傾向スコアマッチングの手法により、比較対象とする企業をコントロールして合併による生産性上昇効果を推計すると、合併は全体として企業の生産性を有意に高めることが示された。本稿では、延べ5,537社の合併企業という豊富なサンプル数をもとに分析を行ったことが、このような安定した推計結果につながったものと考えられる。また、規模別にみると、大企業や中堅企業では合併による生産性上昇効果が明確に確認できる一方、中小企業ではその効果が限定的であること、また、中堅企業と中小企業について、親会社の有無別に分けて推計を行うと、親会社を有する企業では、そうでない企業に比べて生産性上昇

¹⁹ Post Merger Integration の略であり、M&Aの目的を実現させ、統合の効果を最大化するために必要なプロセスのことを指す。

²⁰ 同調査によれば、取引金融機関に期待するサービスとして、「事業承継・M&Aに関するアドバイス・提案」は上位に挙がっており、金融機関に対する事業者側の期待の高さがうかがえる。こうした事業者側のニーズを背景に、地域金融機関は事業承継やM&Aの支援を積極的に行っていることから、今後の取組の一層の深化が期待される（内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2026））。

効果が発現しやすいことが分かった。

以上の推計結果から、M&Aに関するノウハウが比較的蓄積していると思われる大企業や、親会社からノウハウの共有を受けられる中堅・中小企業では、M&Aによる生産性上昇効果が発現しやすいのに対し、親会社を持たない中堅・中小企業では、その効果が働きにくい可能性が示唆される。これは、中堅・中小企業を対象とした各種アンケート調査により確認できる結果とも整合的である。

特に中小企業では、近年事業承継のニーズが高まる中で、M&Aの件数は増加している。M&Aには企業の生産性向上や賃金上昇をもたらす効果があることを踏まえると、M&Aの実施を希望するあらゆる企業にその恩恵が広がるよう、M&A実施後の統合プロセスに関する知見の共有などの取組を官民が一体となって後押ししていくことが重要である。

最後に、今後の課題についても指摘しておきたい。企業が合併を行う動機や、合併が企業の生産性にどのような与える影響を及ぼし得るのかを理解する上で、合併元企業と対象企業の関係性が重要な意味を持つ点については、第2章で言及した。本稿では、合併後に消滅した企業は特定できないことから、合併後に存続した企業（合併元企業）のみに着目して生産性上昇効果を推計したが、合併された企業についても特定することができれば、例えば、異業種間や関係会社間の合併において推計結果に違いはみられるかといった、より踏み込んだ分析を行うことが可能となろう²¹。この点、滝澤ほか（2009）では、企業合併の具体的な事例を含むデータベースと「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を名寄せすることにより、異業種間や関係会社間といった合併の種類を識別した独自のデータセットを作成し、推計を行っている。但し、この場合は、対象とする企業合併が基本的に公表情報に限られるため、調査票情報を得られる企業数からサンプルが大きく減少してしまうほか、中小企業による合併をとらえにくいといったデメリットもあることに留意する必要がある。

²¹ この点に関連して、内閣府（2023）は、「経済産業省企業活動基本調査」のパネルデータを用いて、生産性の高い企業の「退出」（被合併による消滅を含むとみられる）がマクロのTFP（全要素生産性）を押し下げたこと、2010年代後半以降、後継者不在などを背景に、収益状況が相対的に良好な企業の退出が顕著であることを指摘している。

補論 合併が企業の生産性に与える効果の推計方法

1. 概要

合併が企業の生産性に与える効果を検証するため、滝澤ほか（2009）を参考に、傾向スコアマッチング法を用いたD I D（Difference in Difference：差の差）の分析を行った。

具体的には、まず、企業の財務データ等の属性情報を用いて、企業が合併を行う予測確率（傾向スコア）を推計する。次に、合併を行った企業と、推計された傾向スコアは同程度だが合併を行わなかった企業を1対1で対応（マッチング）させる。その上で、両者の生産性指標の変化幅に有意な差があるか否かを推計した。

2. データ

経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」（調査票項目を内閣府で集計）

3. 推計方法

（1）変数の定義

変数名	定義・計算方法等
合併企業ダミー (MA)	2010年度から2022年度までの間に1回以上合併を行った企業であれば1、そうでなければ0をとるダミー変数
$F(\cdot)$	ロジスティック分布の累積分布関数
c	定数項
総資産 (Asset)	—
企業年齢 (Age)	調査年－企業設立年
ROA（総資産利益率）（%） (ROA)	税引後当期純利益/期末総資産
営業利益率（%） (Profit)	(売上高－売上原価－販売費一般管理費)/売上高
キャッシュフロー比率（%） (Cash)	(税引後当期純利益＋減価償却費－配当)/売上高
純資産比率（%） (Equity)	(負債純資産合計－流動負債－固定負債)/総資産
労働生産性	(営業利益＋給与総額＋租税公課)/従業者数
1人当たり賃金	給与総額/従業者数
業種ダミー (Industry ^m)	該当企業が属する業種 ^m で1、その他の業種では0をとるダミー変数

年度ダミー (Year)	該当する年度で1、その他の年度では0をとるダミー変数
$Outcome^{treated}$	合併を行った企業の生産性指標（営業利益率、キャッシュフロー比率、ROA、純資産比率、労働生産性、1人当たり賃金）
$Outcome^{control}$	合併を行わなかった企業（マッチング後）の生産性指標

(2) 推計式

① ロジット・モデルの定式化

$$P(MA_{i,t} = 1) = F \left(c + \alpha_1 \ln Asset_{i,t-1} + \alpha_2 \ln Age_{i,t-1} + \alpha_3 ROA_{i,t-1} + \alpha_4 Profit_{i,t-1} \right. \\ \left. + \alpha_5 Cash_{i,t-1} + \alpha_6 Equity_{i,t-1} + \sum_m \beta_i^m Industry_i^m + \sum_t \gamma_t Year_t \right)$$

② 合併による生産性上昇効果の計測方法

$$\delta_{ATT} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (Outcome_{i,t+s}^{treated} - Outcome_{i,t-1}^{treated}) \\ - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (Outcome_{i,t+s}^{control} - Outcome_{i,t-1}^{control}) \quad (s = 1, 2, 3, 4, 5)$$

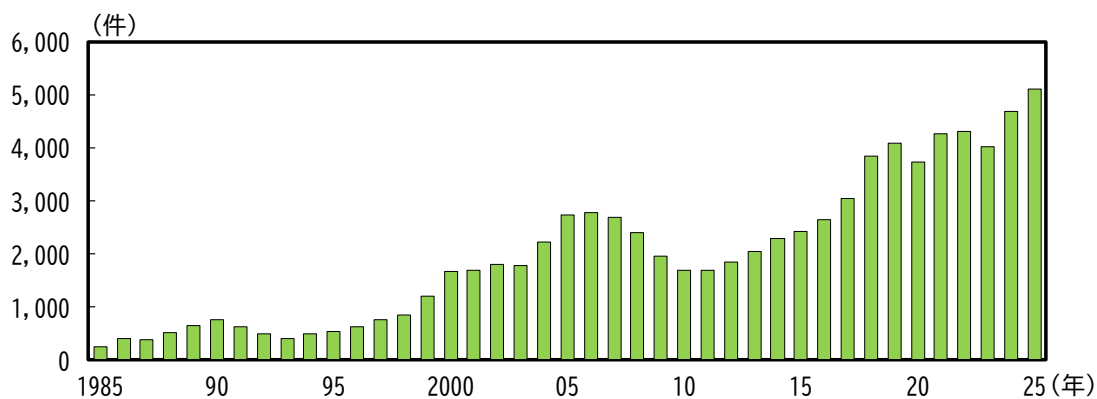
なお、i は企業、t は時点、n は合併を行った企業数をそれぞれ表す。

参考文献

- 岩城裕子（2006）「日本のM&A動向と企業財務の改善効果」『調査』第93号、日本政策投資銀行
- 権赫旭・深尾京司・伊藤恵子（2005）「対日直接投資は日本の生産性向上をもたらすか？『企業活動基本調査』個票データに基づく実証分析」Hi-Stat Discussion Paper Series No. 88
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫（2009）「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか：非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」RIETI Discussion Paper Series 09-J-005 経済産業研究所
- 中小企業庁（2025）「中小M&A市場の改革に向けた方向性について」
- 内閣府（2007）『平成19年度年次経済財政報告』
- 内閣府（2023）『令和5年度年次経済財政報告』
- 内閣府政策統括官（経済財政分析担当）（2026）『2025年度日本経済レポート』
- 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆（2006）「M&Aと被買収企業のパフォーマンス：対日M&Aと国内企業間M&Aの比較」RIETI Discussion Paper Series 06-J-024 経済産業研究所
- Celestin, M. (2022) “The Role of Corporate Mergers and Acquisitions in Financial Performance: Analyzing the Success and Failures of Major M&A Deals,” In *Brainae Journal of Business, Sciences and Technology* (Vol. 6, Number 4, pp. 930-940).
- Gaughan, P. A. (2007) “Mergers, acquisitions, and corporate restructurings,” John Wiley & Sons, 4th ed.
- Kruse, T. A., H. Y. Park, K. Park and K. Suzuki (2002) “The Value of Corporate Diversification: Evidence from Post-Merger Performance in Japan,” AFA 2003 Washington, DC Meetings.
- Odagiri, H. and T. Hase (1989) “Are Mergers and Acquisitions Going to be Popular in Japan Too? : An Empirical Study,” *International Journal of Industrial Organization*, vol.7, pp.49-72.
- Tanaka, K. (2025) “Synergy or Anergy? Foreign acquisition and firm productivity in Japan,” RIETI Discussion Paper Series 25-E-085.
- Yeh, T and Y. Hoshino (2002) “Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers,” *Japan and the World Economy*, vol.14, issue3, pp. 347-366.

図表

図表1 日本企業によるM&A件数の長期推移

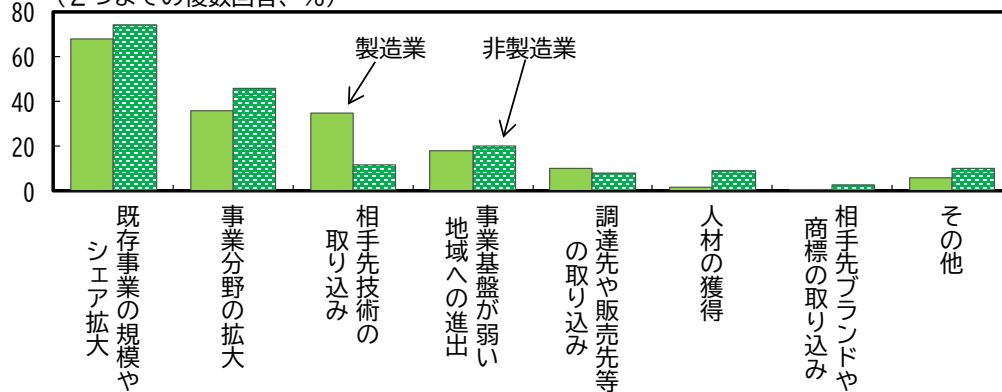


- (備考) 1. 株式会社レコフデータ資料により作成。
 2. M&Aは合併、買収のほか、事業譲渡、資本参加、出資拡大を含む。日本企業が買い手または売り手となるM&Aの件数で、外国企業との取引を含む。

図表2 M&A実施の主たる目的

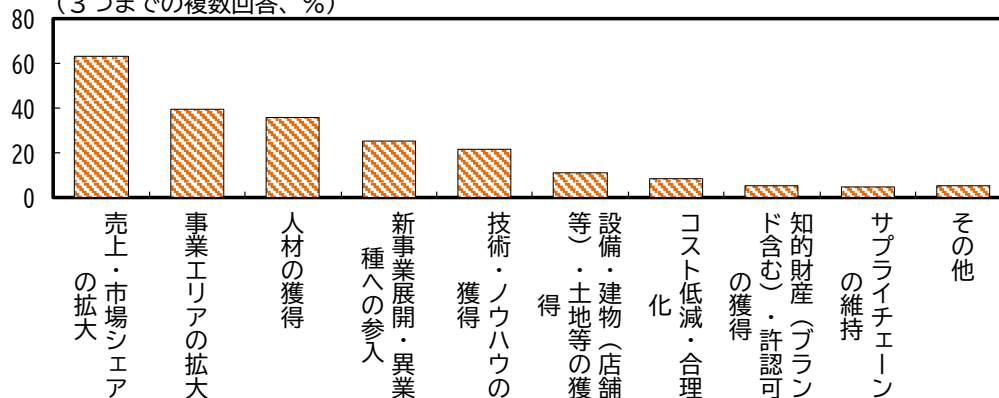
(1) 大企業

(2つまでの複数回答、%)



(2) 中小企業

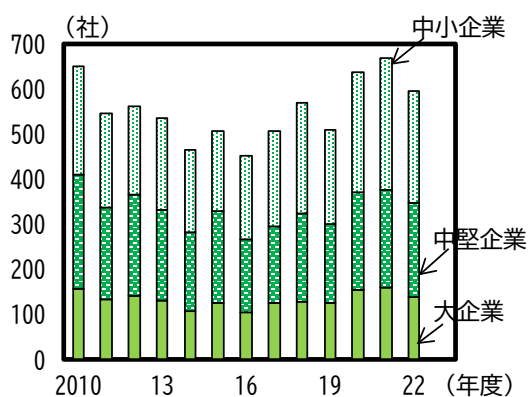
(3つまでの複数回答、%)



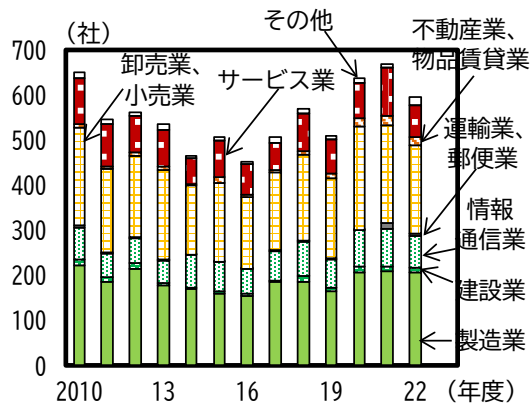
- (備考) 1. (1) は、株式会社日本政策投資銀行「全国設備投資計画調査(2017年6月)」により作成。調査対象は資本金10億円以上の大企業で、回答社数は製造業379社、非製造業398社。
 2. (2) は、日本商工会議所「事業承継に関する実態アンケート」により作成。調査期間は2023年7月14日～8月10日。調査対象は各地商工会議所管内の会員企業で、回答社数は547社。全産業。

図表3 合併企業数の動向

(1) 規模別



(2) 業種別



- (備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。
 2. 同一企業が複数年度にわたって合併を行った場合を含む。一方で、同一年度に複数回の合併を行う企業が存在することも考えられるが、調査票情報からは確認できないため、その場合も1社とみなして集計している。

図表4 合併企業と非合併企業の時系列ウェイト表

(1) 合併企業

	t-1		t		t+1		t+2		t+3		t+4		t+5	
年度	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比
2009	460	8%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
2010	385	7%	460	8%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
2011	422	8%	385	7%	460	8%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
2012	397	7%	422	8%	385	7%	435	9%	0	0%	0	0%	0	0%
2013	365	7%	397	7%	422	8%	363	8%	404	10%	0	0%	0	0%
2014	403	7%	365	7%	397	7%	397	8%	356	9%	386	11%	0	0%
2015	335	6%	403	7%	365	7%	374	8%	384	10%	339	10%	372	13%
2016	404	7%	335	6%	403	7%	335	7%	342	8%	359	11%	320	11%
2017	439	8%	404	7%	335	6%	377	8%	317	8%	319	9%	346	12%
2018	406	7%	439	8%	404	7%	317	7%	359	9%	298	9%	293	10%
2019	495	9%	406	7%	439	8%	377	8%	299	7%	338	10%	276	9%
2020	514	9%	495	9%	406	7%	425	9%	361	9%	285	8%	322	11%
2021	512	9%	514	9%	495	9%	383	8%	403	10%	346	10%	272	9%
2022	0	0%	512	9%	514	9%	478	10%	360	9%	390	11%	331	11%
2023	0	0%	0	0%	512	9%	493	10%	457	11%	353	10%	378	13%
合計	5,537	100%	5,537	100%	5,537	100%	4,754	100%	4,042	100%	3,413	100%	2,910	100%

(2) 非合併企業

	t-1		t		t+1		t+2		t+3		t+4		t+5	
年度	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比	社数	構成比
2009	11,451	8%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
2010	11,451	8%	11,451	8%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
2011	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
2012	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	0	0%	0	0%	0	0%
2013	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	0	0%	0	0%
2014	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	0	0%
2015	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2016	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2017	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2018	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2019	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2020	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2021	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2022	0	0%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
2023	0	0%	0	0%	11,451	8%	11,451	8%	11,451	9%	11,451	10%	11,451	11%
合計	148,863	100%	148,863	100%	148,863	100%	137,412	100%	125,961	100%	114,510	100%	103,059	100%

- (備考) 1. 経済産業省「経済産業省企業活動基本調査」の調査票情報を独自集計し作成。tは合併企業では合併実施年度、非合併企業では合併実施年度に対応する基準時点を指す。
2. 合併企業は、2010年度から2022年度までの間に1回以上合併をしたと回答した企業のうち、少なくとも合併1年前から合併1年後までの連続した調査票情報が得られる企業を集計している。
3. 非合併企業は、2009年度から2023年度までの15年間連続で調査票情報の得られる企業のうち、2010年度から2022年度までの間に合併をしたと一度も回答していない企業を集計している。

図表5 企業が合併を行う予測確率の推計結果

(1) 推計で用いた変数に関する記述統計

	観測数	平均値	標準偏差	最小値	最大値
総資産（百万円、対数値）	101,734	8.51	1.27	4.41	15.53
企業年齢（対数値）	101,734	3.85	0.50	0	5.89
ROA（％）	101,734	2.53	3.27	-15.07	18.62
営業利益率（％）	101,734	3.09	3.95	-15.52	23.10
キャッシュフロー比率（％）	101,734	3.98	3.90	-15.34	26.43
純資産比率（％）	101,734	42.58	22.04	-21.67	92.78

(2) ロジット・モデルの推計結果

説明変数	産業別			規模別		
	全産業 係数	製造業 係数	非製造業 係数	大企業 係数	中堅企業 係数	中小企業 係数
総資産（対数値）	0.4993 *** (0.0116)	0.5523 *** (0.0168)	0.4567 *** (0.0160)	0.4126 *** (0.0270)	0.3689 *** (0.0300)	0.3432 *** (0.0295)
企業年齢（対数値）	-0.6093 *** (0.0275)	-0.5183 *** (0.0476)	-0.6687 *** (0.0340)	-0.4685 *** (0.0622)	-0.6139 *** (0.0389)	-0.6850 *** (0.0489)
ROA	0.0506 *** (0.0082)	0.0447 *** (0.0138)	0.0471 *** (0.0102)	0.0229 (0.0164)	0.0462 *** (0.0137)	0.0572 *** (0.0130)
営業利益率	-0.0168 ** (0.0070)	-0.0209 ** (0.0102)	-0.0061 (0.0098)	-0.0042 (0.0138)	-0.0226 * (0.0125)	-0.0090 (0.0112)
キャッシュフロー比率	-0.0363 *** (0.0058)	-0.0395 *** (0.0087)	-0.0299 *** (0.0080)	-0.0237 ** (0.0111)	-0.0338 *** (0.0094)	-0.0389 *** (0.0102)
純資産比率	-0.0031 *** (0.0009)	-0.0066 *** (0.0015)	-0.0013 (0.0011)	-0.0046 ** (0.0021)	-0.0015 (0.0015)	-0.0062 *** (0.0014)
観測数	101,734	49,318	52,416	10,090	29,940	61,704
Pseudo R2	0.0764	0.0821	0.0665	0.0626	0.0580	0.0400

- (備考) 1. 被説明変数は合併企業ダミー（2010年度から2022年度までの間に1回以上合併を行った企業であれば1、そうでなければ0をとるダミー変数）。説明変数には合併1年前（合併を行わなかった企業は、合併実施年度に対応する基準時点の1年前）の値を用いており、上記のほか業種ダミー、年度ダミーを含めている。
2. 括弧内の数値は頑健な標準誤差。*、**、***は、それぞれ10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。

図表6 合併が企業の生産性に与える効果の計測方法

	非合併企業	合併企業	合併企業－非合併企業
合併前	A	C	C－A
合併後	B	D	D－B
合併前後の差	B－A	D－C	(D－C)－(B－A)
	時点効果	時点効果＋合併効果	合併効果

(備考) 1. 内閣府作成。
2. 合併企業と非合併企業の時点効果は同じであると仮定している。

図表7 合併による生産性上昇効果の推計結果

(1) 産業別

①全産業

	営業利益率	キャッシュ フロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=3,922)	0.1190 (0.0774)	0.1784 ** (0.0829)	0.2222 ** (0.0870)	-0.5438 *** (0.1776)	0.0060 (0.0072)	0.0065 (0.0051)
1年前から2年後 (n=3,359)	0.0259 (0.0892)	0.0295 (0.0893)	0.1015 (0.0974)	-0.5162 ** (0.2187)	-0.0018 (0.0081)	0.0036 (0.0057)
1年前から3年後 (n=2,862)	0.1918 * (0.0981)	0.1312 (0.1021)	0.2489 ** (0.1064)	-0.2382 (0.2613)	0.0186 ** (0.0087)	0.0117 * (0.0061)
1年前から4年後 (n=2,422)	0.2911 ** (0.1129)	0.1057 (0.1100)	0.3829 *** (0.1174)	0.0258 (0.3064)	0.0245 ** (0.0098)	0.0117 * (0.0069)
1年前から5年後 (n=2,074)	0.3133 ** (0.1267)	0.0872 (0.1197)	0.3900 *** (0.1314)	0.1582 (0.3568)	0.0312 *** (0.0109)	0.0163 ** (0.0077)

②製造業

	営業利益率	キャッシュ フロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=1,491)	0.3626 ** (0.1511)	0.2130 (0.1698)	0.4165 *** (0.1557)	-0.3564 (0.2988)	0.0132 (0.0129)	-0.0038 (0.0086)
1年前から2年後 (n=1,298)	0.1294 (0.1678)	0.0441 (0.1769)	0.0668 (0.1672)	-0.6514 * (0.3756)	-0.0022 (0.0143)	-0.0056 (0.0092)
1年前から3年後 (n=1,128)	0.3107 (0.1897)	0.2018 (0.1910)	0.1543 (0.1815)	-0.6852 (0.4433)	0.0023 (0.0158)	0.0009 (0.0105)
1年前から4年後 (n=967)	0.4534 ** (0.2100)	0.2478 (0.2043)	0.3301 (0.2006)	-0.9024 * (0.5171)	0.0287 * (0.0168)	0.0035 (0.0111)
1年前から5年後 (n=839)	0.2446 (0.2371)	0.2059 (0.2211)	0.2899 (0.2207)	-0.7777 (0.5887)	0.0123 (0.0188)	-0.0062 (0.0121)

③非製造業

	営業利益率	キャッシュフロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=2,430)	0.2059 ** (0.0850)	0.1634 * (0.0888)	0.3178 *** (0.1072)	-0.3495 (0.2242)	0.0147 (0.0090)	0.0116 * (0.0065)
1年前から2年後 (n=2,061)	0.1085 (0.0969)	0.1668 * (0.0982)	0.2540 ** (0.1191)	-0.4389 (0.2766)	0.0064 (0.0099)	0.0052 (0.0073)
1年前から3年後 (n=1,734)	0.1222 (0.1104)	0.1554 (0.1120)	0.3230 ** (0.1313)	-0.2120 (0.3335)	0.0254 ** (0.0107)	0.0214 *** (0.0079)
1年前から4年後 (n=1,455)	0.1024 (0.1236)	0.0270 (0.1228)	0.2590 * (0.1454)	0.0541 (0.3895)	0.0197 * (0.0118)	0.0134 (0.0090)
1年前から5年後 (n=1,235)	0.0751 (0.1408)	-0.0414 (0.1327)	0.2637 * (0.1572)	-0.1879 (0.4627)	0.0262 * (0.0134)	0.0248 ** (0.0100)

(2) 規模別

①大企業

	営業利益率	キャッシュフロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=1,020)	0.3899 *** (0.1450)	0.3056 (0.2087)	0.2914 * (0.1716)	-0.6437 ** (0.3200)	-0.0095 (0.0150)	-0.0068 (0.0096)
1年前から2年後 (n=895)	0.4303 ** (0.1675)	-0.0408 (0.2086)	0.0542 (0.1805)	-0.7764 ** (0.3855)	-0.0109 (0.0170)	-0.0112 (0.0100)
1年前から3年後 (n=770)	0.4697 ** (0.1930)	0.2505 (0.2377)	0.4165 ** (0.2019)	-0.9583 ** (0.4744)	0.0337 * (0.0194)	0.0034 (0.0115)
1年前から4年後 (n=661)	0.7442 *** (0.2204)	-0.1576 (0.2613)	0.2922 (0.2271)	-1.6545 *** (0.5579)	0.0473 ** (0.0210)	0.0009 (0.0134)
1年前から5年後 (n=581)	0.5882 ** (0.2453)	-0.1225 (0.2842)	0.1996 (0.2669)	-1.9523 *** (0.6344)	0.0431 * (0.0243)	0.0123 (0.0156)

②中堅企業

	営業利益率	キャッシュフロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=1,371)	0.1393 (0.1268)	0.1061 (0.1302)	0.2961 ** (0.1504)	-0.4128 (0.3076)	0.0080 (0.0119)	0.0138 (0.0086)
1年前から2年後 (n=1,170)	0.1660 (0.1399)	0.1233 (0.1377)	0.3272 * (0.1679)	-0.2419 (0.3711)	0.0126 (0.0134)	0.0104 (0.0099)
1年前から3年後 (n=1,005)	0.1848 (0.1675)	0.1682 (0.1622)	0.4334 ** (0.1884)	0.0793 (0.4398)	0.0279 * (0.0148)	0.0244 ** (0.0105)
1年前から4年後 (n=863)	0.3749 ** (0.1822)	0.4422 ** (0.1725)	0.6124 *** (0.2019)	0.3297 (0.5062)	0.0299 * (0.0160)	0.0181 (0.0118)
1年前から5年後 (n=727)	0.3723 * (0.2142)	0.3246 (0.2020)	0.5320 ** (0.2351)	0.4800 (0.6024)	0.0357 * (0.0188)	0.0166 (0.0129)

③中小企業

	営業利益率	キャッシュ フロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=1,527)	0.0628 (0.1236)	0.0876 (0.1249)	0.2904 ** (0.1415)	-0.4906 (0.2998)	0.0084 (0.0104)	0.0094 (0.0081)
1年前から2年後 (n=1,292)	-0.1345 (0.1437)	-0.1352 (0.1370)	-0.0217 (0.1582)	-0.6999 * (0.3645)	-0.0143 (0.0120)	-0.0011 (0.0087)
1年前から3年後 (n=1,085)	0.1563 (0.1615)	0.0698 (0.1557)	0.2400 (0.1788)	-0.1189 (0.4323)	0.0073 (0.0137)	0.0046 (0.0100)
1年前から4年後 (n=896)	0.0440 (0.1890)	-0.0895 (0.1667)	-0.0523 (0.1869)	-0.0756 (0.5339)	0.0076 (0.0156)	0.0086 (0.0117)
1年前から5年後 (n=764)	0.2576 (0.2163)	-0.1193 (0.1784)	0.0293 (0.2038)	0.5838 (0.6099)	0.0180 (0.0182)	0.0056 (0.0132)

(3) 親会社有無別（中堅企業、中小企業）

①親会社有

	営業利益率	キャッシュ フロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=1,639)	-0.0403 (0.1166)	-0.1629 (0.1225)	-0.1151 (0.1500)	0.0874 (0.3151)	0.0066 (0.0110)	0.0179 ** (0.0083)
1年前から2年後 (n=1,393)	-0.0687 (0.1336)	-0.1673 (0.1363)	-0.1620 (0.1738)	0.0053 (0.3830)	0.0040 (0.0123)	0.0146 (0.0092)
1年前から3年後 (n=1,150)	0.1023 (0.1489)	0.1135 (0.1568)	0.0817 (0.1958)	0.4988 (0.4675)	0.0176 (0.0133)	0.0272 *** (0.0097)
1年前から4年後 (n=965)	0.1424 (0.1658)	-0.0584 (0.1607)	0.0124 (0.2150)	0.6743 (0.5500)	0.0175 (0.0151)	0.0274 ** (0.0111)
1年前から5年後 (n=802)	0.0647 (0.1891)	-0.0848 (0.1804)	0.1115 (0.2448)	1.0982 * (0.6506)	0.0265 (0.0167)	0.0359 *** (0.0120)

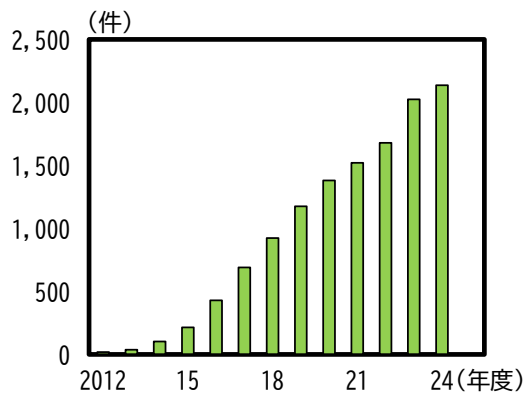
②親会社無

	営業利益率	キャッシュ フロー比率	ROA	純資産比率	労働生産性 (対数値)	1人当たり賃金 (対数値)
1年前から1年後 (n=1,258)	0.0547 (0.1351)	0.1768 (0.1298)	0.2189 (0.1334)	-0.6405 ** (0.2630)	-0.0093 (0.0115)	-0.0021 (0.0084)
1年前から2年後 (n=1,069)	-0.1178 (0.1618)	-0.0614 (0.1428)	0.0461 (0.1521)	-0.7418 ** (0.3343)	-0.0191 (0.0135)	-0.0061 (0.0098)
1年前から3年後 (n=939)	0.0645 (0.1801)	0.0651 (0.1614)	-0.0297 (0.1689)	-0.5578 (0.4083)	0.0040 (0.0150)	0.0047 (0.0104)
1年前から4年後 (n=793)	-0.1230 (0.2012)	0.0014 (0.1836)	-0.1568 (0.1826)	-0.6769 (0.4948)	-0.0035 (0.0165)	0.0017 (0.0117)
1年前から5年後 (n=688)	-0.0584 (0.2331)	-0.1378 (0.1966)	-0.1585 (0.1944)	-0.5273 (0.5529)	-0.0068 (0.0188)	-0.0063 (0.0129)

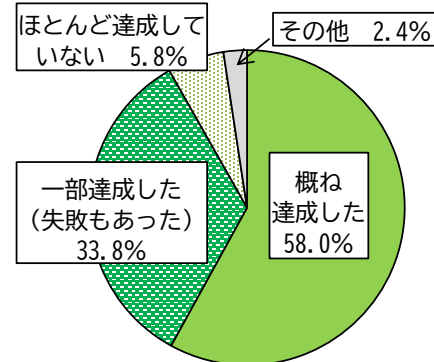
(備考) 1. 合併1年前から合併t年後(t=1、2、3、4、5)にかけての生産性指標の変化幅を推計したもの。
2. nはサンプル数で、括弧内の数値は頑健な標準誤差。*、**、***は、それぞれ10%、5%、1%水準で統計的に有意であることを示す。

図表8 中堅・中小企業のM&Aの動向

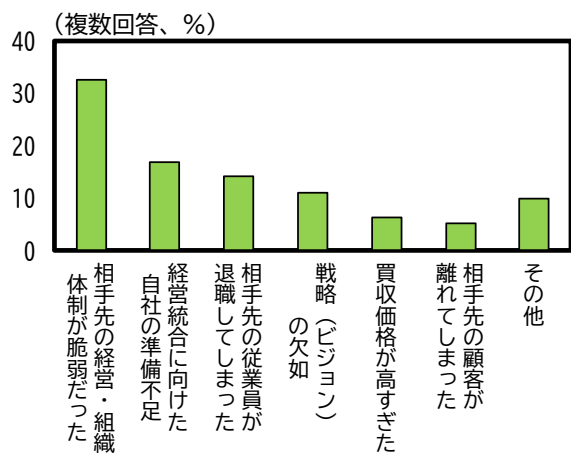
(1) 事業承継M&Aの成約件数



(2) 買収目的・期待効果の達成度



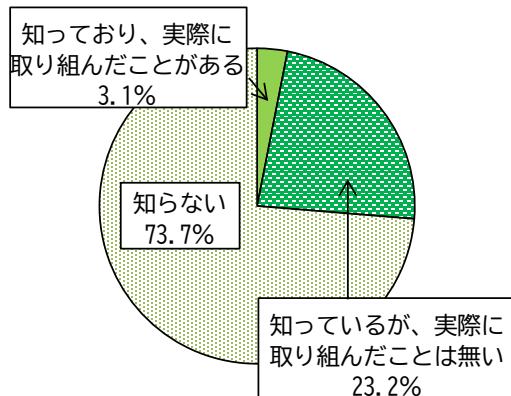
(3) 買収目的・期待効果を達成できなかった理由



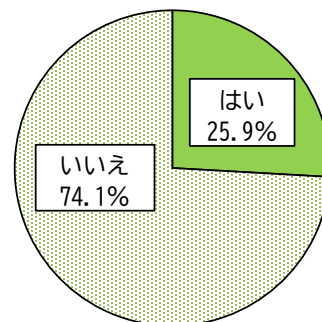
- (備考) 1. (1)は、独立行政法人中小企業基盤整備機構「令和6年度 事業承継・引継ぎ支援センターの実績について」により作成。
2. (2)、(3)は、日本商工会議所「事業承継に関する実態アンケート(2024年3月公表)」により作成。調査期間は2023年7月14日～8月10日。調査対象は各地商工会議所管内の会員企業で、回答社数は(2)が293社、(3)が191社。

図表9 PMI (Post Merger Integration)の認知度と取組状況

(1) PMIの認知度と取組状況



(2) 今後のM&Aで意欲的にPMIに取り組みたいか



- (備考) 1. 金融庁「企業アンケート調査の結果(2025年6月公表)」により作成。
2. 調査期間は2025年1月6日～1月31日。調査対象は地域金融機関等をメインバンクとする中堅・中小企業で、回答社数は(1)が8,166社、(2)が7,988社。