

090.1-802



明治大学大学院経営学研究科
2009年度
博士学位請求論文

M&A が株主価値に与える影響
—シナジー理論と経営者の傲慢理論による検証—

学位請求者 経営学専攻
石井宏宗

— 目 次 —

第1章 序論	3
1. はじめに	
2. M&A の概念	
3. M&A の潮流	
4. 研究対象としての M&A	
5. 本論文の構成	
第2章 M&A の動機と理論	22
1. はじめに	
2. シナジー理論とふたつの仮説	
3. 経営者の傲慢理論と価値移転仮説	
4. シナジー理論対経営者の傲慢理論	
5. むすび	
第3章 M&A のイベント・スタディー先行研究のレビュー	34
1. はじめに	
2. 株価効果の全体的傾向	
3. M&A の形態と株価効果	
4. 合併・買収プレミアムと株価効果	
5. むすび	

第4章 M&A が株主価値に与える短期的経済効果の実証研究	
— 株価超過収益率をもちいて —	48
1. はじめに	
2. リサーチ・デザイン	
3. 株価累積超過収益率によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証	
4. 総便益および加重 <i>CAR</i> とプレミアムによるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証	
5. むすび	
第5章 M&A のパフォーマンス・スタディー 先行研究のレビュー	75
1. はじめに	
2. 財務比率からみた M&A の効果 — 財務指標分析 —	
3. M&A 後のキャッシュフローの動向 — キャッシュフロー分析 —	
4. イベント・スタディーとキャッシュフロー分析との接合 — クロスセクション分析 —	
5. むすび	
第6章 M&A が株主価値へ与える長期的経済効果の実証研究	
— 株価純資産倍率をもちいて —	92
1. はじめに	
2. リサーチ・デザイン	
3. 株価純資産倍率によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証	
4. 株価純資産倍率のベンチマーク比較によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証	
5. むすび	
第7章 本論文の要約, 本研究の限界および今後の研究課題	125
1. はじめに	
2. 本論文の要約	
3. 本研究の発見事項	
4. 本研究の限界と今後の研究課題	
参考文献	134

第1章 序論

1. はじめに

“Does M&A pay?” この問いかけは Bruner(2002)のタイトルであり [Bruner(2004), p.30] , 訳すとM&Aは割に合うか否かという意味になる。換言すれば、ふたつ以上の企業もしくは事業が統合される経営戦略としてのM&Aに、経済の相乗効果いわゆるシナジー効果はあるのかということになる。このテーマは、古くから経営学および経営実務のなかで幾多にわたり議論されてきたものである。しかしながら、学問と実務の間でその評価は異なるようにみえる。経営学ではM&Aにおける経済的シナジー効果について、いまだに十分な証明がなされていない。他方、市場においては毎日のようにM&Aがおこなわれており、この現象は多くの経営者がM&Aは何かしらの経済的シナジー効果をもつという認識に依拠していることを示唆している。

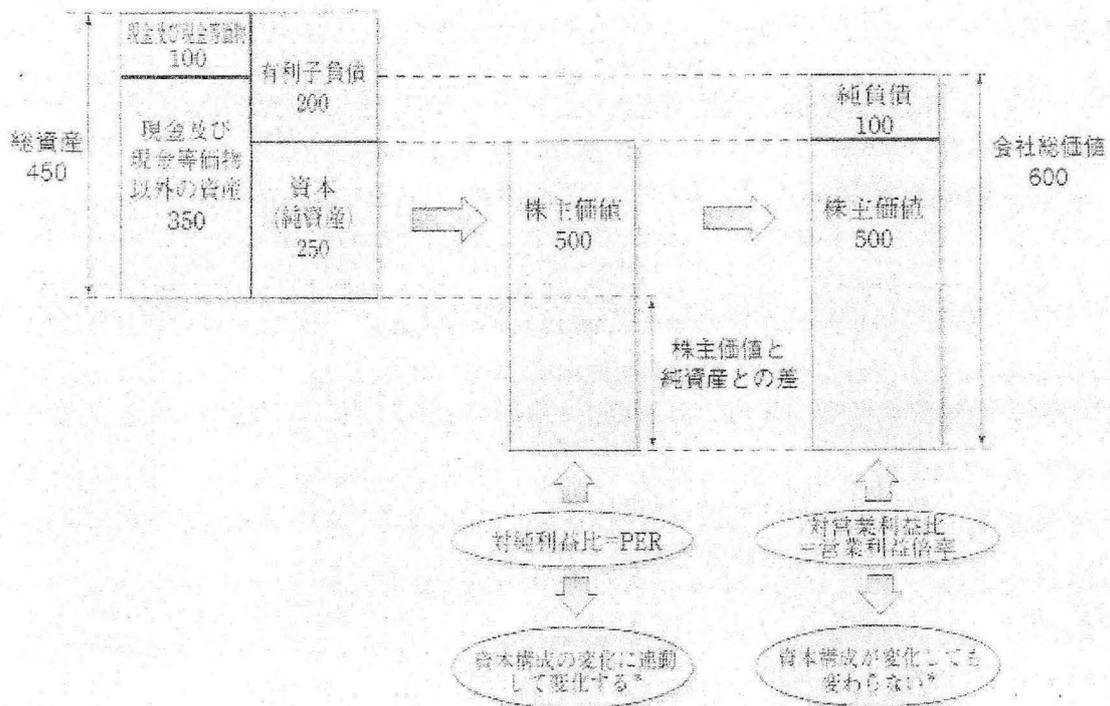
経営実務の世界では株式会社ライブドアなどがM&Aにより事業規模が急拡大し、株主時価総額は一時的に老舗の大手企業を超えた。数年前に、ファンド会社などを中心とした加熱気味ともいえるM&Aブームが生じたことは記憶に鮮明であろう¹。新興企業の経営者が大手老舗企業にM&Aをしかける行為は、マスコミからまるで時代の寵児のように取り扱われた。これらの経営者の行動には、M&Aが経済的シナジー効果を生む経営戦略であるという強い確信があったのであろうか。

しかしながら、紙面を賑わすような経営実務の事例のみでM&Aのもつ経済的シナジー効果が証明されるものではない。M&Aに経済的シナジー効果があるか否かを実証するためには、定量的な視点からM&Aによる経済効果を測定することが必要である。そのためには、測定する対象を特定し、どのような評価モデルをもちいて、どのような理論にもとづき検証すべきかを熟考しなくてはならない。

一般的に、M&Aの主要な目的は企業価値の向上といわれている。すなわち、企業価値を高めればM&Aは成功し、低減させた場合は失敗とみなすこともできる。したがって、企業価値の増減を測定できればM&Aの経済的シナジー効果を検証することが可能となる。しかしながら、企業価値とはいったい何を指すのであろうか。

服部(2004)によれば、企業価値の概念は会社総価値と株主価値のふたつに大別される。会社総価値とは株主価値に純負債²をくわえた部分、株主価値は企業価値のうち株主に帰属する部分³をさす[服部(2004), 53 ページ]。また、服部(2004)は企業価値評価の代表的な手法として、DCF理論価値による収益還元法と類似案件比較法、株価収益率(PER)などの市場価値にもとづく類似会社比較法の3つを取りあげている[服部(2004), 54-55 ページ]。

図表 1-1 会社総価値と株主価値の関係



注) *株式市場が営業利益倍率を一定とし、株主価値を会社総価値から純負債を差し引いて決定するとした場合。

出所:服部(2004), 55 ページ。

本研究のテーマは、M&Aの経済的シナジー効果を考察することであり、M&Aが負債にまでおよぼす影響を分析することではない。そのため、純負債を含む会社総価値ではなく純資産の観点、すなわち株主価値の測定によりM&Aの経済的シナジー効果を検証することが適切である。本研究においては、株主価値を企業価値の対象として、M&Aが株主価値にあたえる影響を測定していく⁴。

また、M&Aが株主価値にあたえる経済効果を測定することにより、客観的な実証研究が可能となる。坂本・文堂(2006)は、M&Aの主要な目的を同一市場で競争力を強化すること、仕入・販売コストの削減と外部コストの内部化、財務・金融収益の拡大、生産・販売・財務コストの削減と外部コストの内部化、株主価値の向上の5つに大別している[坂本・文堂(2006), 3 ページ]。

図表 1-2 M&Aの主要目的

- ① 同一市場で競争力を強化する—水平的合併
—経営的視点
- ② 仕入・販売コストの削減、外部コストの内部化—垂直的合併
—経営的視点
- ③ 財務・金融収益の拡大—コングロマリット合併
—経営的、株主・投資家的視点
- ④ 生産・販売・財務コストの削減、外部コストの内部化
—立体的合併
—経営者的、株主・投資家的視点
- ⑤ 株主価値を向上させる—企業再構築合併
—株主・投資家的視点

出所：坂本・文堂(2006)，3 ページ。

M&Aの5つの主要な目的を概観すると、株主価値の向上を対象とした項目が、もっとも客観性をもつデータであることがわかる。それ以外の目的を検証するためのデータは、市場での競争力や外部コストなどインサイダーでない限り入手困難なものが多い。このように、いかなる第三者でも入手可能な株価や財務諸表にもとづくデータをもちいた株主価値の測定は、より客観的な実証研究を可能とする。

本研究の目的は、M&Aの経済的シナジー効果を実証することである。M&Aの経済的シナジー効果の検証は、M&Aが株主価値へあたえる影響を測定することで可能となり、株主価値はいくつかの評価モデルにより測定される。株主価値の測定結果は、M&Aには経済的シナジー効果があるとするシナジー理論と、M&Aにシナジー効果はないとする経営者の傲慢理論によって検証される。

本章の構成は、第2節ではM&Aの概念を歴史の観点から把握したうえで、M&Aという用語を合併と買収に分類し、それぞれの概念を会社法の視点から定義する。研究の対象とするM&Aの概念と用語を定義することは、研究の前提として必要不可欠である。第3節では、世界的なM&Aの動向について概観したうえで、国内におけるM&Aの潮流と特徴を分析し、本研究の対象である国内におけるM&Aを取り巻く課題点を明らかにする。第4節はM&Aがいままで研究対象としてどのように分析されてきたかを調査するために、その主要な7つの研究領域を取りあげてみる。従前おこなわれてきたM&Aを対象とした研究領域をみても、本研究における分析手法など一定の示唆を得ることができるであろう。第5節は本研究について、その章立と論旨について述べる。

2. M&A の概念

本節の目的は M&A の概念について歴史的背景を明らかにし、くわえて会社法にもとづき M&A を合併と買収に区分して用語の正確な定義をおこなうことである。

M&A の歴史的背景を把握するために、世界の M&A 先進国ともいえる米国の歩みをみてみよう。宮崎(2005)は、1895 年から 1905 年にかけて米国で第一次 M&A ブームが起こり、このときは企業規模を拡大すること、すなわち水平的な統合が主な目的であったと説明している。つぎは 1920 年代の第二次ブームであり、M&A による競争力の強化、いわゆる垂直的な統合が増加した。第三次ブームの 1960 年代には、業種が異なる企業間の M&A が流行し、いわゆるコングロマリットが多く形成された時期となる。1980 年代には、敵対的 M&A が急増する第四次ブームとなった。その後、1990 年代における第五次ブームでは事業の戦略として国際的な M&A が目的となった[宮崎(2005), p.14・15]。このように、古くから M&A が盛んにおこなわれてきた米国では、企業経営者が時流と呼応し経済的なシナジー効果を追求した M&A が積極的に展開されてきたことがわかる。

他方、国内における M&A の歴史をみってみる。坂本・文堂(2006)によれば国内の M&A の流れは昭和 40 年を節目にその前後ではおおきく異なる[坂本・文堂(2006), 6 ページ]。明治維新後から太平洋戦争の終結まで、国内の M&A における中心的なプレイヤーは財閥であった。殖産興業を進める政府と歩調をあわせ、岩崎、安田、三井、住友など強固なコンツェルン⁵が形成されていく。しかしながら、支那事変以降の統制経済でさまざまな事業の統合が促進され、太平洋戦争後は GHQ⁶による財閥解体が断行され事業は細分化されてしまう。

その後、強制的に解体された財閥系の事業会社は 1960 年代後半から再び統合の道を歩みはじめる。三菱造船、新三菱重工、三菱重工が合併した三菱重工業、日産自動車とプリンス自動車の合併、富士製鉄と八幡製鉄の統合による新日鉄の誕生など、重工業業界の大型 M&A が相次いだ。ただし 1980 年代のバブル経済期にも国内における M&A は伸張せず、むしろ国内で余剰となった金を元手に国内企業が海外企業に M&A をしかけるケース⁷が増加していった。1990 年代後半にはバブル経済崩壊後の事業の選択と集中により、外資による国内企業の再編成が目立つようになる。いわゆる OUT-IN といわれる M&A の形態である[坂本・文堂(2006), 8 ページ]。

国内で M&A が活発化してきたのは、ここ最近の動きである。1999 年に導入された商法改正による株式交換および株式移転制度は、国内の M&A を飛躍的に活発化させた。1999 年以降、国内における M&A が増加していることはデータで明らかにされている[『経済財政白書』(2008), 127 ページ]。

つぎに M&A を合併と買収に明確に分類したうえで、M&A という用語を国内の法律にもとづき定義づけしてみよう。M&A という用語は、Mergers(合併)と Acquisitions(買収)というふたつの単語から構成されている。まず合併とは、ふたつ以上の会社がひとつの会社になる

ことを意味している。合併には2種類の方法があり、合併により消滅する会社の権利義務を存続会社にすべて継承させる会社法2条27号の吸収合併と、消滅する会社の権利義務をすべて合併により新設する会社に継承する会社法2条28号の新設合併⁸がある。

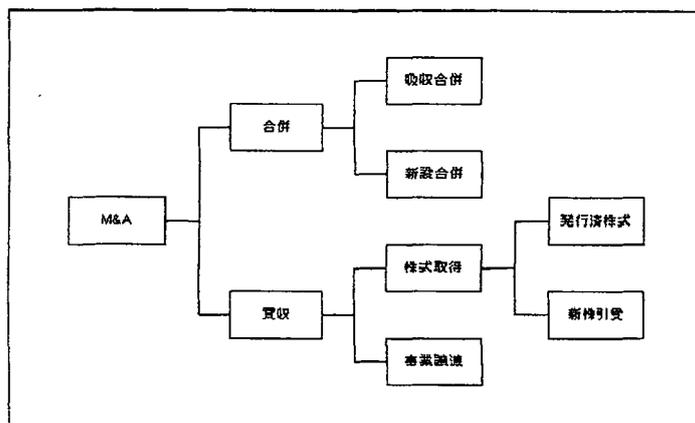
他方、買収の意味は買い手会社がターゲットの会社もしくは事業を買い取ることである。したがって買収の場合は合併とは異なり、必ずしもM&A後に統合した1社になることを前提とはしていない。買収方法はおおきくふたつに大別され、ひとつは株式取得によるもの、ふたつ目は事業譲渡によるものがある。株式取得による買収の場合は、発行済み株式を取得する方法と新たに発行された株式を取得する方法がある。発行済み株式の取得は、銀行法および金融商品取引法によって規制されている⁹。新たに発行される株式を取得する場合は、第三者にたいする募集株式の発行いわゆる第三者割当増資が必要となる¹⁰。事業譲渡による買収は株式の売買や移転ではなく、譲渡会社および譲受会社での取締役会による特別決議の承認で実行することができる。

また一般的に、1999年の商法改正が国内におけるM&Aを活性化させた要因と考えられている『経済財政白書』(2008), 127ページ]。そこで親子会社の規定である、株式交換と株式移転についても取りあげておこう。株式交換とは会社法2条31号により、株式会社がその発行済み株式の全部を他の株式会社または合同会社に取得させることをいう。既存の会社は、他の株式会社と株式交換をすることで他の会社の株式交換完全親会社となる。一方で株式移転の意味は会社法2条32号により、1または2以上の株式会社がその発行済み株式の全部を新たに設立する株式会社に取得させることをいう。既存の株式会社は子会社となり、新設会社に株式を移転することで株式移転完全親会社が設立できる。これらの規制緩和が、国内のM&A市場を活性化させたと考えられている。

このように、M&Aは会社法にもとづき合併と買収に分類され、それぞれ明確に定義されていることがわかる。本研究においては上記の会社法にもとづく定義を踏まえたくうえで、レコフ社のデータ分類方法に準拠して合併と買収を区分している。合併の分類には、ふたつ以上の会社が合併契約で1社になること、株式移転もしくは持株会社により共同持株会社をつくり統合すること、株式交換・持株会社により株式交換に先立ちA社が会社分割を使って持株会社となりその持株会社がB社と株式交換をおこなう統合が含まれている。

買収の分類は50%超の株式の取得のことをいい、TOBも買収に含まれる。また、50%以下でも経営を支配(会社法2条3号参照)、増資の引き受け、株主取得、株式交換をしている場合を含む。会社分割の結果、分割会社が承継会社の親会社になる場合、合併の結果消滅会社の親会社が存続会社の親会社となる場合も買収とみなしている。

図表 1-3 M&A の分類



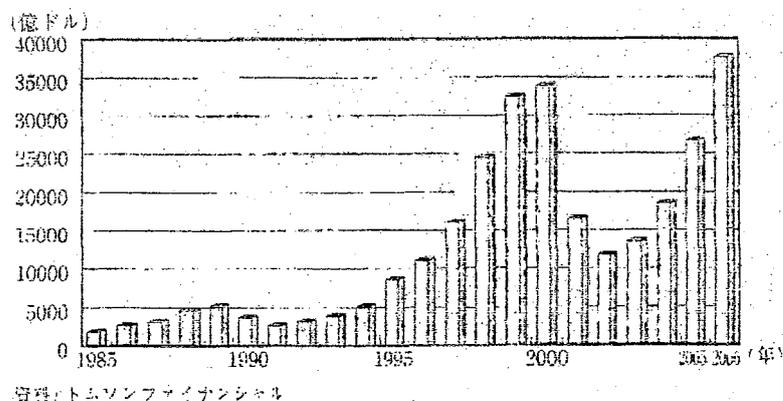
出所:『上級商法 M&A』から筆者作成。

3. M&A の潮流

本節の目的は世界的なM&Aの潮流を概観したうえで、国内におけるM&Aの動向と特徴を調査することである。M&Aの世界および国内の動向をマクロ的に把握することにより、M&Aにおける全体的な輪郭を浮き彫りにし、研究対象としてのM&Aの課題をみいだすことが可能となる。

まず世界的なM&Aの動向をみってみる。図表1-4で示されているように世界におけるM&Aの取引総額は1990年代前半から2000年まで増加し続けている。その後2001年を境に下降するが、2003年から再上昇し2006年には取引総額40000億ドルに迫る勢いで過去最高額を更新している【『世界統計白書』(2008), 102 ページ】。

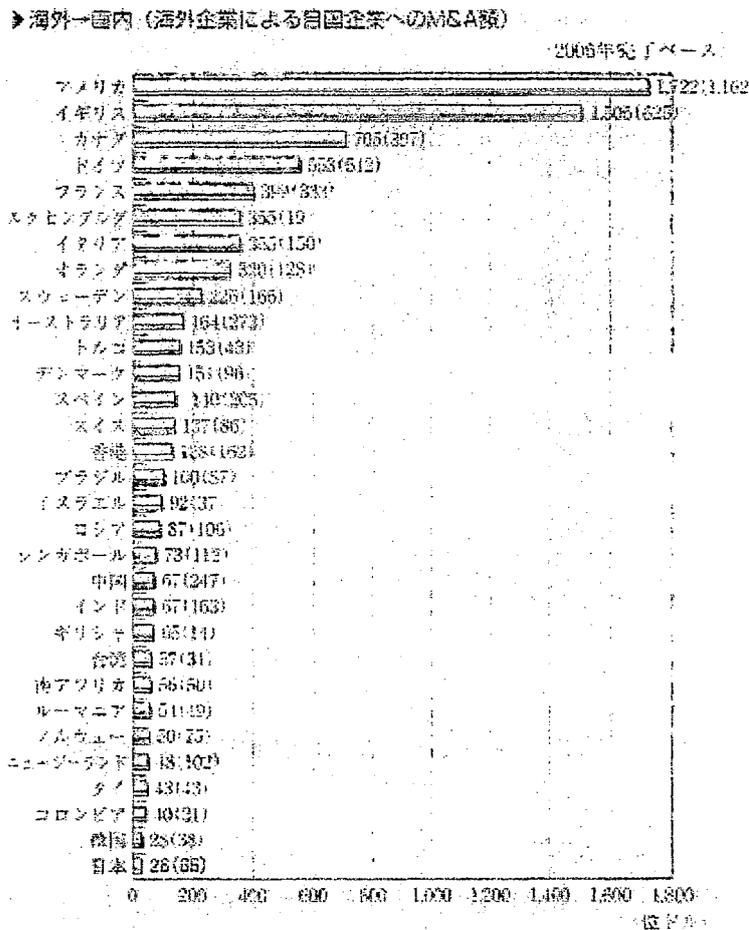
図表 1-4 世界の M&A 市場(取引総額)



出所:『世界統計白書』(2008), 102 ページ。

世界的な M&A が隆盛となっている要因を特定するために、世界の M&A を 2006 年度のクロスボーダー¹¹の視点から分析してみよう。図表 1-5 および図表 1-6 から、海外企業による自国企業への M&A の取引総額、自国企業による海外企業への M&A 取引総額の双方において米国が突出して高いことがわかる『世界統計白書』(2008), 104 ページ]。このデータは、世界の M&A が米国発の資金を中心に活発に取引されていたことの証左といえる。

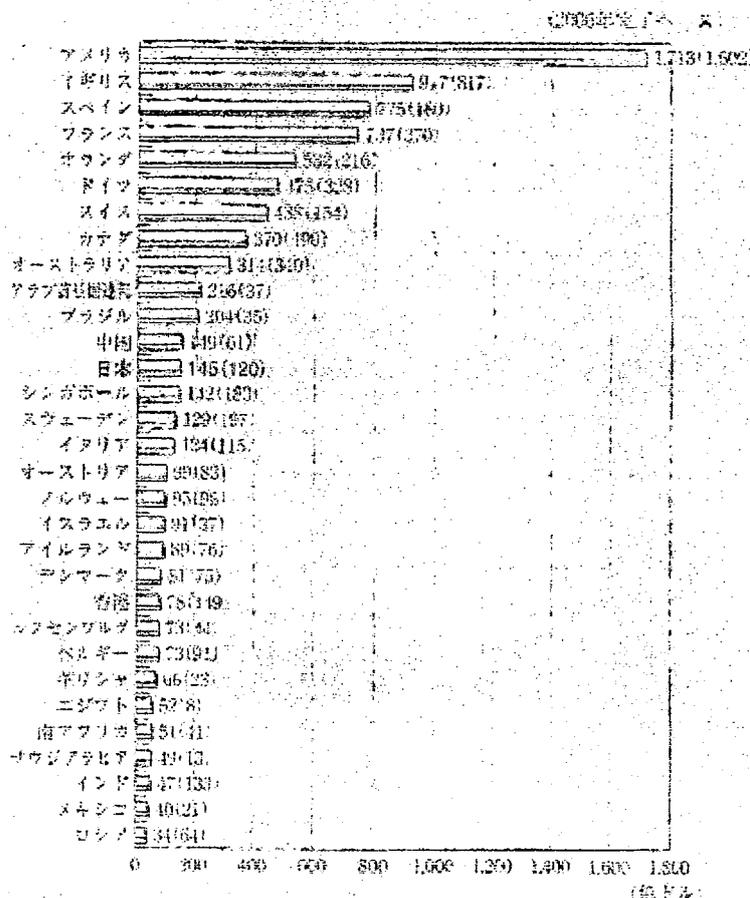
図表 1-5 世界各国のクロスボーダーM&A



出所:『世界統計白書』(2008), 103 ページ。

図表 1-6 世界各国のクロスボーダーM&A

▶ 国内→海外 (母国企業による海外企業へのM&A額)



※ 内数字はクロスボーダーM&A件数
出所: IFC/UNCTAD World Investment Report 2007

出所:『世界統計白書』(2008), 104 ページ。

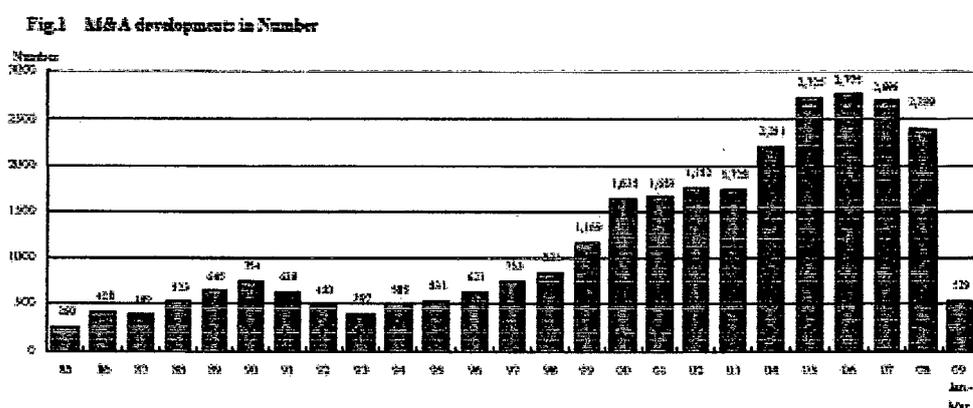
しかしながら、2008 年に表出したサブプライム問題¹²と同年 9 月のリーマン・ショック¹³が震源となった世界的な不況に呼応し、今後なにかしら負の影響が M&A に生じることが予想される。この状況を裏付けるように英国調査会社ディール・ロジックの集計では、2008 年の世界における M&A の総額は 32800 億ドルと前年比 29% 減少し、件数でも 9% 減の 37400 件と 5 年ぶりに低減したことを報告している。またファンドによる買収は 2007 年では全体の 14% を占めていたが 2008 年は 6% に急低下し、中止および延期案件は 1309 件と過去最高となった『世界経済・貿易・産業年表』(2009), 13 ページ。

他方、国内の M&A に目を向けてみよう。図表 1-5 から 1996 年には年間 1000 件程度であった国内の M&A が、2007 年には年間 4000 件弱にまで急増していることがわかる[レコフ (2009), 3 ページ]。とくに 1999 年を境に、M&A の件数は顕著に増加している。『経済財政白書』(2008)から、1997 年の純粋持株会社解禁と 1999 年の株式交換および株式移転の

導入による商法改正が、国内における M&A の増加に大きな影響をあたえていることがわかる『経済財政白書』(2008), 127 ページ¹⁴。

ただし、世界的な不況と同期するように、2008 年の国内の M&A は 2399 件となり前年比 11% の減少となっている。さらに図表 1-6 で示されているように、日本の 2009 年の GDP は 2008 年より悪化する見通である。国内の M&A の取引金額は GDP 比で 2・3% であることから、2009 年の GDP 見通しの低下と比例して M&A 件数が低迷することが懸念される『世界経済・貿易・産業年表 2008 年版』(2009), 9 ページ。

図表 1-7 国内 M&A の件数推移



出所:レコフデータ「Mar.2009 NEWS LETTER」, 3 ページ。

図表 1-8 OECD の経済見通し(GDP の前年比実質増減率 %)

国・地域	2008年	2009年	2010年
先進国			
日本	0.5	▲0.1	0.6
米国	1.4	▲0.9	1.6
ユーロ圏	1.0	▲0.6	1.2
OECD全体	1.4	▲0.4	1.5
振興国			
中国	9.5	9.0	9.2
インド	7.0	7.3	8.3
ロシア	6.5	2.3	5.6
ブラジル	5.3	3.0	4.5

(注) ▲はマイナス。

出所:『世界経済・貿易・産業年表 2008 年版』, 9 ページ。

また、『経済財政白書』(2008)では、国内における M&A を取り巻く特殊な環境について言及している。国内における M&A は 1999 年以降に急激に増加しているが、M&A の取引金額は米国の GDP 比 10.7% にたいして、日本の場合は 2-3% と国際的に比較すると低水準であることが指摘されている『経済財政白書』(2008), 128 ページ]。国内で M&A が活性化しない主な要因として、国内企業の M&A にたいする消極的な姿勢を取りあげている『経済財政白書』(2008), 129 ページ]。国内では全般的に M&A を回避する傾向にあり、外資系または国内企業による敵対的 M&A¹⁵⁾においても 70% 以上の企業が買収対象となることを回避したいとアンケートの回答をしている『経済財政白書』(2008), 129 ページ]¹⁶⁾。また、友好的な M&A であったとしても、買い手が外資系の場合は 45%、国内企業の場合は 30% の企業が買収対象から回避すると回答している『経済財政白書』(2008), 129 ページ]¹⁷⁾。これらのことから国内企業は M&A を潜在的に回避する傾向にあり、いわゆる閉鎖的な市場といわざるを得ない。世界における一般的な M&A 市場の認識とは乖離した国内企業の姿勢が、M&A を活性化させない主要因と推定することもできる。

上記のように、世界および国内の M&A に関する状況をみてきた。これらのことから、今後の M&A における動向は以下のとおりにまとめることができよう。ひとつは今後数年間、世界および国内の M&A 市場は世界的不況の煽りを受け、低迷すると予測されること。厳しい時節であるからこそ、米国主導の余剰資金による M&A ではなく、継続企業たる存在意義をかけた企業同士の M&A が活発化する可能性がある。つまり生き残りをかけた企業同士が M&A の主要な目的である経済的相乗効果を追求し、M&A を展開していくことが予測されるのである。このような観点からも 100 年に 1 度といわれる大不況時であればこそ¹⁸⁾、古典的な争点である M&A のよる経済的シナジー効果の本質を見極める実証研究はきわめて重要な意味をもつ。

ふたつ目は国内の M&A はいまだに閉鎖的な市場である可能性があり、世界の標準的な M&A 市場に展開していくためには M&A の経済的効果にたいする正しい認識が不可欠ということである。国内の M&A 件数は着実に増加しているものの、M&A を受け入れるための文化的素地が十分に定着しているとはいえない。M&A においては後発的ともいえる風土のなかで、国内の M&A 市場が世界の M&A 市場を標榜しながら適切に形成されていくためには、M&A にたいする正しい知見をもつことが必要となる。

4. 研究対象としての M&A

本節の目的は M&A が研究の対象として、いままでどのような視点から分析されてきたかを調査することである。M&A における従前の研究領域を俯瞰することは、本研究を進めるにあたり一定の示唆をあたえるものとなる。

Bruner(2004)は M&A に関する主要な先行研究をまとめた文献のなかで、従前における M&A の研究領域を“Key Themes” “Strategy and Origination of Transaction Proposal” “Diligence, Valuation, and Accounting” “Design of Detailed Transaction Terms” “Rules of the Road” “Competition, Hostility, and Behavioral Effects in M&A” “Communication, Integration, and Best Practice”の7つに大きく分類している[Bruner(2004), p.9]。

Key Themes では M&A における基本的な研究課題である Ethics in M&A と Dose M&A Pay?を取りあげ、M&A の倫理についての研究、そして本研究の背景でもある M&A は割に合うかという課題について先行研究をサーベイしている[Bruner(2004), p.13]。とくに Dose M&A Pay?の研究領域では The measurement of M&A profitability(M&A による収益の測定方法), Findings based on the analysis of returns to shareholders (株主収益の分析), Findings based on the analysis of reported financial performance(財務諸表の分析), Findings about the Drivers of Profitability(収益の原動力), Findings from surveys of executives(経営者の調査), Findings from Clinical Studies(臨床研究)などの分析手法および評価モデルを概観している[Bruner(2004), p.30]。このように第三者でも入手可能な株価や財務諸表をもちいる客観的な実証分析のサーベイは、主観的な偏倚を可能な限り除去した研究を追求する本論文において、非常に参考になるものである。

Strategy and Origination of Transaction Proposal では M&A の戦略と取引提案の開始についての研究領域を、M&A Activity(M&A の潮流), Cross-Border M&A(クロスボーダー取引), Strategy and the Uses of M&A to Grow or Restructure the Firm(M&A を活用した戦略と企業成長もしくは再生), Acquisition Search and Deal Origination: Some Guiding Principles (買収調査と取引の発生およびその方針)に分けて取あげている[Bruner(2004), p.69]。ここでのテーマは、主に M&A の件数と取引総額をもちいた研究が基軸となっており、M&A の全体的な動向や傾向を分析し、古くは Thorp(1941)from Nelson から研究がおこなわれている領域である[Bruner(2004), p.73]。

Diligence, Valuation, and Accounting は、M&A の調査と評価そして会計的な視点からの研究領域である[Bruner(2004), p.207]。Due diligence(ターゲット企業にたいする評価), Valuing Firms(企業の価値), Valuing Options(選択権の価値), Valuing Synergies(シナジーの価値), Valuing the Firm across Borders(海外企業との関係評価), Valuing the Highly Leveraged Firm, Assessing the Highly Transaction(債務が多い企業の評価と高い取引の査定), Real Options and Their Impact on M&A(現実的な選択権と M&A の影響), Valuing Liquidity and Control(流動性と統制力の評価), Financial Accounting for Mergers and Acquisitions(M&A のための財務会計), Momentum Acquisition Strategies: An Illustration of Why Value Creation is the Best Financial

Creation (買収戦略の契機。いかに価値創造できるかは最善に金融創造ができるか次第である)などのテーマがあり、買い手企業によるターゲット企業の評価や査定方法に関する実務的な研究が多く、大手監査法人 KPMG の研究報告である Millman and Gray(2000)の事例などが取りあげられている[Bruner(2004), p.245]。

Design of Detailed Transaction Terms においては、M&A における詳細の取引条件設定を基軸に、An Introduction to Deal Design in M&A(M&A における契約形態の概説)、Choosing the Form of Acquisitive Reorganization(買収再構築の形態選択)、Choosing the Form of Payment and Financing(支払と金融の形態選択)、Framework for Structuring the Terms of Exchange: Finding the Win-Win Deal(交換取引の条件構築の枠組み。両社にメリットがある条件をみいだすために)、Structuring and Valuing Contingent Payments in M&A: Risk Management in M&A(M&A における偶発的債務の枠組みと評価。M&A における危険回避)などのテーマを取りあげている[Bruner(2004), p.531]。この研究領域は契約や支払の危機回避に焦点が絞られており、Ronald Coase(1937)など半世紀以上前から実務を対象とした研究がおこなわれている[Bruner(2004), p.532]。

Rules of the Road では法律などの規定の指針についての研究領域がサーベイされている[Bruner(2004), p.685]。Governance, Laws, and Regulations(統制, 法律, 規制)、How a Negotiated Deal Takes Place(問題発生時の協議の方法)、Governance in M&A(M&Aと統制)、The Board of Directors and Shareholder Voting(取締役委員会と株主投票)、Securities Law, Issuance Process, Disclosure, and Insider Trading(法の厳守, 訴訟手続き, 情報開示, インサイダー取引)、Antitrust Law(反トラスト法¹⁹⁾)、Documenting the M&A Deal (M&A 契約の公的書面)など、M&A と行政の関わりについて、1934 年の SEC(証券取引委員会)の報告書などが研究されている[Bruner(2004), p.726]。

Competition, Hostility, and Behavioral Effects in M&A では、M&A における競合、敵対、M&A の効果的な行動などの研究領域を概観している[Bruner(2004), p.773]。Negotiating the Deal(契約の交渉)、Actions in M&A(M&A における行動)、Hostile Takeovers(敵対的乗っ取り)、Preparing a Bid in Light of Competition and Arbitrage(競売入札価格とアービトラージ²⁰の準備)、Takeover Attack and Defense(乗っ取り攻撃と防御)、The Leveraged Restructuring as a Takeover Defense(乗っ取り防衛としてのレバレッジ再構築)、The Case of American Standard(米国基準における事例研究)など、敵対的買収の方法やその防衛方法などがテーマとなっており、1980 年代に米国で急増した敵対的買収の事例にもとづき、Roll(1986)や Varaiya and Ferris(1987)など多くの研究がおこなわれている[Bruner(2004), p.777]。

Communication, Integration, and Best Practice においては、M&A における経営者

と従業員とのコミュニケーション, 統合, 最善策の実行を取りあげている[Bruner(2004), p.879]。研究領域は Communicating the Deal(契約のコミュニケーション), Gaining Mandates, approvals, and Support(委任状争奪戦, 承認, 支援), Framework for Post merger Integration(M&A後の統治の枠組み), Corporate Development as a Strategic Capability(戦略的能力としての企業発展)など比較的新しい分野であり, Ainspan and Dell(2000)により研究が進められている[Bruner(2004), p.888]。

以上のおり, M&A はさまざまな領域で研究の対象となっている。本研究の目的は M&A の経済的シナジー効果を測定し, その効果を明らかにすることである。したがって, 本研究は 7 つの研究領域のなかで, M&A の経済的シナジー効果を研究対象とした Dose M&A Pay? に属する研究であることがわかる。この研究領域における先行研究と同様に, いかなる第三者でも入手可能な株価や財務諸表などのデータをもちいて, 可能な限り客観的な実証研究を進めていく。具体的には, The measurement of M&A profitability(M&Aによる収益の測定方法)における, Findings based on the analysis of returns to shareholders(株価収益の分析)[Bruner(2004), p.36], Findings based on the analysis of reported financial performance(財務業績の分析)[Bruner(2004), p.47]に関する先行研究をレビューし, M&Aの理論と経済的シナジー効果の評価モデルを明らかにする必要がある。

5. 本論文の構成

本研究の目的は, M&Aの経済的シナジー効果を実証することである。M&Aの経済的シナジー効果の検証は, M&Aが株主価値へあたえる影響を測定することで可能となり, 株主価値はいくつかの評価モデルにより測定される。株主価値の測定結果は, M&Aには経済的シナジー効果があるとするシナジー理論と, M&Aにシナジー効果はないとする経営者の傲慢理論によって検証される。

第2章では, M&Aの主要な理論を考察し, M&Aにおける理論上の争点を明らかにする。従前から, 一般的な文献のなかで M&Aの主な目的として取りあげられているのがシナジー理論である。シナジー理論とは, ふたつ以上の企業や事業の合併もしくは買収による統合により, 規模の経済, 範囲の経済や技術の獲得など経済的な相乗効果による価値創出を目的としたM&Aの基本的な動機とされている。M&Aの経済的シナジー理論についてはJensen and Ruback(1983) [Jensen and Ruback(1983), p.47]など, その効果を実証する多くの先行研究が存在している。他方でM&Aには経済的なシナジー効果がなく, 買い手企業²¹の経営者の傲慢により, 買い手企業の株主価値がターゲット企業に移転してしまうとする理論を取りあげる。これは Roll(1986)の研究により経営者の傲慢理論とよばれ²², シナジー理論の対極として位置付けられる理論である[Roll(1986), p.213]。この対立するシナジー理論と経

営者の傲慢理論の間に存在する争点を整理し、双方の視点から理論上の対立点を検証していく。理論上の争点を明確にすることにより、M&A が株主価値にあたえる経済的シナジー効果について、課題が明らかになるであろう。

第3章の目的は、M&A が株主価値へあたえる短期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することである。M&A の短期的な効果を概観するために、M&A の情報開示が短期的に株価効果にあたえる影響を測定した主要な先行研究をレビューしてみる。

M&A の情報開示が短期的に株主価値へあたえる影響を測定する一般的な評価モデルとしては、M&A の情報が開示される日をイベント日としてその前後の株価累積超過収益率 (Cumulative Abnormal Return:以下では CARという)を分析するイベント・スタディ (Event Study) が有名である²³。イベント・スタディにより、CAR をもちいて M&A による短期間の経済的シナジー効果を測定することが可能となる。買い手企業とターゲット企業の CAR がプラスであれば、M&A におけるシナジー理論を確認することができる。他方、経営者の傲慢理論を実証するために、価値移転仮説について先行研究をレビューする。先行研究では、買い手企業からターゲット企業へ価値の移転が認められた場合、M&A にはシナジー効果ないとする経営者の傲慢理論をみいだしている。

第4章では、M&A が株主価値にあたえる短期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を実証する。M&A の短期的な影響は、M&A による情報開示の株価効果を測定することで可能となる。M&A の短期的な株価効果の測定モデルは、CAR をもちいたイベント・スタディが一般的である。

対象とするサンプルは、1998年から2008年の間に東京証券取引所市場第一部に登録している企業間で取引された、合併および買収事例である²⁴。M&A の形態として合併、買収を明確に区分したうえで、それぞれの買い手企業とターゲット企業における CAR を測定する。測定の結果が、買い手企業およびターゲット企業にたいしてプラスの効果をもたらしていればシナジー理論が実証される。他方、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転していた場合は、経営者の傲慢理論が実証されるのである。また、評価モデルとして M&A の総便益および加重 CAR、合併・買収プレミアムをもちいた検証もおこなう。

第5章の目的は、M&A が株主価値へあたえる長期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することである。M&A の長期的な効果を概観するために、M&A が長期的に株主価値へおよぼす影響を測定した主要な先行研究をレビューしていく。M&A の長期的な株主価値への影響を、企業業績から測定する実証方法はパフォーマンス・スタディとよばれている²⁵。企業業績の伝統的な財務指標としては、総資産利益率(以下では ROA という)、株主資本利益率(以下では ROE という)、キャッシュフローなどを持ちいることが一般的である。

M&A の前後数年間の企業業績の推移を特定の財務指標から分析し、M&A 後の財務指標が向上していればシナジー理論が確認されることになる。他方、ターゲット企業に比べて買い手企業における M&A 後の財務指標が低下している場合は、経営者の傲慢理論がみいだされることになる。

第 6 章では、M&A が株主価値にあたえる長期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を実証する。M&A の長期的な企業業績を測定可能な評価モデルは、特定の財務指標をもちいたパフォーマンス・スタディが一般的である。

一般的なパフォーマンス・スタディでは、財務諸表から得られる ROA や ROE などの経営指標をもちいて収益性、安全性、成長性などを測定する伝統的な分析がおこなわれている。しかしながら、ROA や ROE をもちいて間接的に株主価値を測定せず、株主価値を直接測定できる評価モデルを使用できれば、より正確に M&A が株主価値におよぼす影響を測定することが可能となる。

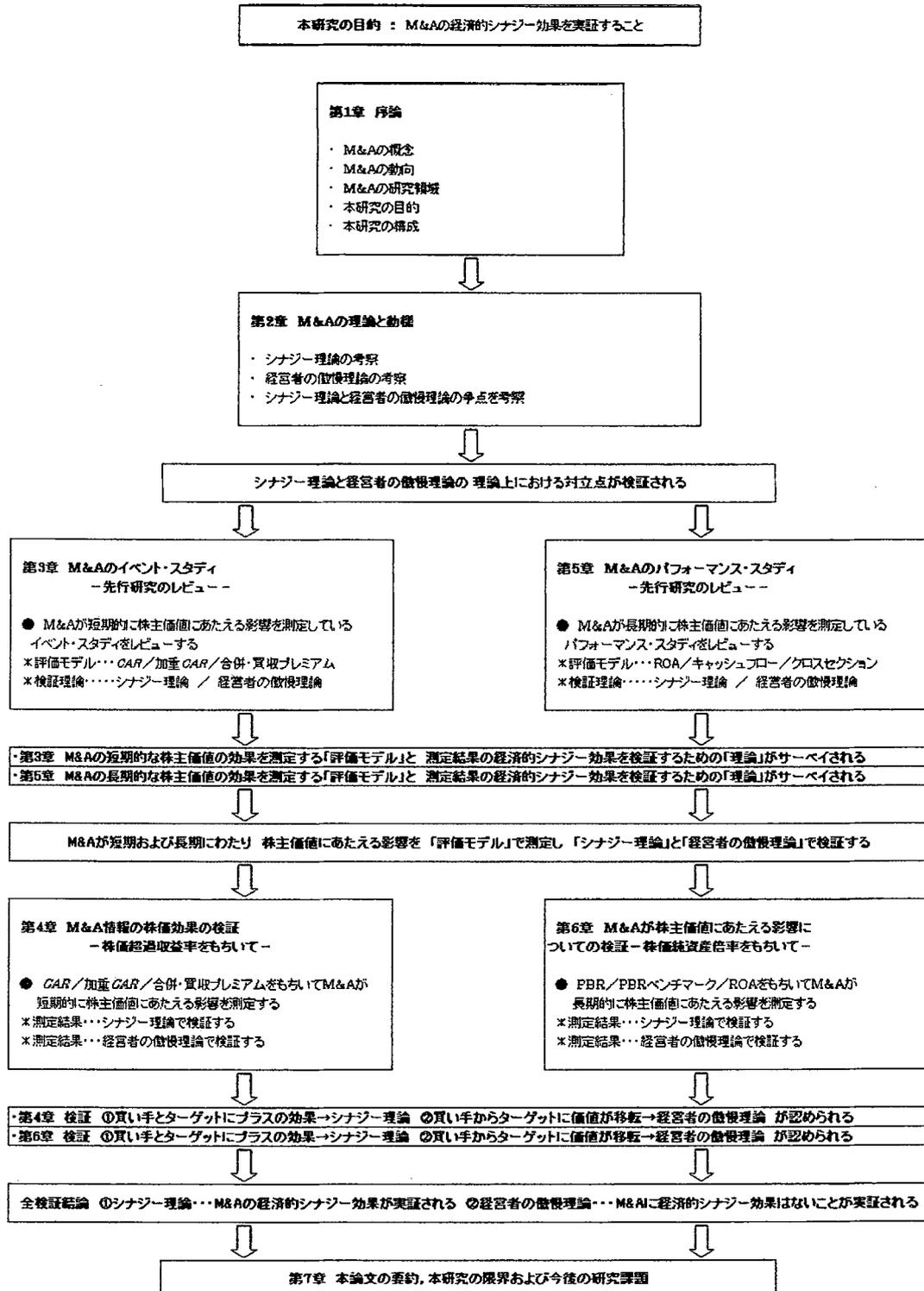
第 6 章では株主価値を直接測定可能な評価モデルである株価純資産倍率 (Price Book-value Ratio: 以下では PBR という)²⁶をもちいて、M&A が長期的に株主価値へあたえる効果を測定する。サンプルは第 4 章のイベント・スタディと同じく、1998 年から 2008 年の間に東京証券取引所市場第一部に登録している企業間で取引されたすべての合併と買収を対象とした。そのうえで、合併と買収それぞれ 10 年間の平均 PBR の推移を測定する。測定の結果、買い手企業およびターゲット企業にたいして M&A の前よりもプラスの効果をもたらしていれば、シナジー理論が実証される。他方、M&A の後に買い手企業の PBR がターゲット企業の PBR より低くなった場合は、経営者の傲慢理論が実証される。

また、年度別平均 PBR とベンチマークとする年度別東証平均 PBR の比較検討をもちいた検証と、一般的な評価モデルである ROA による検証もおこなう。

第 7 章においては本論文の要約をおこない、実証研究から得られた発見事項をまとめる。最後に、本研究の限界と今後の研究課題について述べる。

本論文を論理的に展開するために、上記で示した本論文における各章の構成を図表 1-9 でフロー・チャート化し、さらに図表 1-10 では本論文でおこなう実証研究について一覧表を作成した。

図表 1-9 本研究の構成図



出所:本章より筆者作成。

図表 1-10 本研究の実証一覧

分析モデル	イベント・スタディ	パフォーマンス・スタディ
対象期間	短期間(イベント日前後45日間・合計91日間)	長期間(M&A実施年±5年間・合計10年間)
対象企業	買い手企業(=合併企業)とターゲット企業(=被合併企業) 買い手企業(=買収企業)とターゲット企業(=被買収企業)	買い手企業(=合併企業)とターゲット企業(=被合併企業) 買い手企業(=買収企業)とターゲット企業(=被買収企業)
評価モデル	① 株価累積超過収益率(CAR) ② 総便益と加重CAR ③ 合併・買収プレミアム	① 株価純資産倍率(PBR) ② PBRとベンチマークの対比 ③ ROA
検証理論	① シナジー理論 ② 経営者の傲慢理論	① シナジー理論 ② 経営者の傲慢理論

出所:本章より筆者作成。

注

¹ 当時多くの M&A を展開していた株式会社ライブドアの子会社であるライブドア・パートナーズは、2005 年 2 月 8 日に時間外取引でフジテレビの親会社であったニッポン放送の発行済み株式 29.5%を取得し、事実上ライブドアがニッポン放送の筆頭株主となりフジテレビにたいする間接的な支配が成立したかにみえた。しかしながら、フジテレビは防戦の結果ニッポン放送の TOB を成功させ、ライブドアの間接支配を回避した。この一連の騒動は社会的に強い影響力をあたえ、多くの企業では M&A ブームと同時に、M&A 防衛策などが導入される契機となった。

² 純負債は会社の総有利子負債から現金・現金同等物を差し引いたもの。

³ ただし、少数株主持分は株主価値から除く。少数株主持分は簿価価格であるが、他方、会社総価値と株主価値は時価で評価されるためである。

⁴ 本研究でいう株主価値は、株主資本とは異なる。簿価にもとづく株主資本では、M&A による株価効果や企業価値を測定する評価理論が迅速に反映されない。そのため、市場評価と時価にもとづく株主価値を評価対象としている。

⁵ コンツェルンとは、資金貸付または株式保有による金融的支配形態をとる独占的な企業連携のことである。

⁶ 第二次世界大戦の勝者である極東連合軍司令部(GHQ)は、1945 年 11 月に日本の財閥の解体を指令した。

⁷ いわゆる IN-OUT といわれる M&A である。

⁸ ただし新設合併は、合併当事者が従前取得していた官庁の営業認可が新設会社に継承されないことや、新設会社は新たに上場の手続きを取らなければならないことなどもあり、実務ではあまりもちいられることは少ない制度となっている。

⁹ たとえば金融商品取引法 27 条 23 では、発行済み 5%を超えた株式を保有する場合その事実を内閣総理大臣に届けなければならないが、銀行およびその子会社にいたっては 5%を超える株式を保有できないことが銀行法 16 条 3 で規定されている。また独占禁止法 10 条では、一定の株式取得の場合は、公正取引委員会に株式所有報告書を提出しなければならない。さらに上場株式の株式市場内外での取引は、原則として公開買付しなければならないことが金融商品取引法 27 条 2 で決められている。

¹⁰ ただし払込金額が時価と比較して有利な価格で発行する際には、株主総会での特別議決の採決が会社法 199 条 2 および 3 などで定められている。

¹¹ クロスボーダー M&A とはたとえば国内企業が海外企業を買収するような事例、すなわち国境を越える M&A 取引のことをいう。

¹² 住宅ローンにおいて、信用保証が十分ではない債務者への融資をサブプライム・ローンとよぶ。サブプライム・ローンは信用問題が懸念されていたが、2007 年に入りサブプライム・ローン返済の延滞問題が表出化した。同時にサブプライム・ローンを組み入れた債務担保証券 (CDO) までも信用保証が低下し、世界中の金融機関で信用収縮が発生した。

¹³ 米国の大手投資銀行および証券会社であるリーマン・ブラザーズが破綻したことは、金融立国である米国の屋台骨を崩壊させる契機となり世界経済を震撼させた。

¹⁴ 内閣府『経済財政白書』(2008)では日本の M&A が増加した主な要因として、1997 年の純粋持株会社解禁、合併法制改善、1999 年の商法改正による株式交換、株式移転の導入をあげている。

¹⁵ 敵対的買収とは、買い手がターゲット企業の同意なしで買収を仕掛けることをいう。日本の金融商品取引法では、有価証券報告書の提出義務のある会社の株式を市場外または市場内と市場外の組み合わせ等の買付けにより、株券等所有割合が 3 分の 1 を超える場合には公開買付 (TOB) によらなければならないとしている。

¹⁶ 内閣府「企業のリスクへの対応力についてのアンケート調査」(2008)にもとづく。

¹⁷ さらに企業間の株式持合いが存在していることも、M&A の促進を阻害する要因として取りあげている。持ち株比率が高い伝統的な日本型とよばれる企業やオーナー企業が、M&A を回避する意識が高いことがアンケートにより明らかにされている。さらに国内のベンチャーキャピタルは金融機関系が全体の 60%と多くを占めており、一般に金融機関系の子会社ではベンチャー投資の専門的能力をもつキャピタリストが育たない環境である問題も指摘している。

¹⁸ 前米国連邦準備制度 (FRB) のグリーンズパン議長は、サブプライム問題を発端とした米国発の金融不況を、「100 年に 1 度の不況」と表現した。

¹⁹ 反トラスト法とは米国における複数の独占禁止法の総称であり、1890 年のシャーマン法、1914 年のクレイトン法、同年の連邦取引委員会法が代表的な法律である。

²⁰ アービトラージとは裁定取引とよばれ、異なる市場における金利差および価格差を利用した取引により利益を生む取引のことをさす。

²¹ 本研究でいう「買い手企業」とは、M&A をおこなう合併企業および買収企業をいう。他方、本研究における「ターゲット企業」とは、M&A の対象である被合併企業および被買収企業をさす。

²² 経営者の自信過剰理論ともいわれている。

²³ イベント・スタディは M&A による株主価値への影響を株価効果の視点から超過収益率 (Abnormal Return: 以下では AR という)、累積超過収益率 (Cumulative Abnormal Return: 以下では CAR という) などの指標を用いて超過リターン、つまり株価効果の測定をおこなう分析

手法である。使用される主なモデルとしては、期待される超過リターンと実際の超過リターンの比較をする資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model:CAPM)、イベントで獲得したリターンとTOPIXなど株価動向指数のリターンを比較する市場モデル、そしてイベントで獲得したリターンとその企業の過去の平均リターンとの比較をおこなう平均収益率調整モデルなどがある。投資収益率データは、当初は月次のデータがもちいられたが、その後は精度向上のため日次のデータがもちいられている。そのうえでパラメーターの残差(Residual)が計算され、この残差がTOPIXなどの株価動向指数だけでは表現できない超過リターンの部分とみなされる。超過リターンの測定対象期間としては、合併が発表されたイベント日を0日として、それ以前をマイナス、以後をプラスとカウントしている。

²⁴ 東京証券取引所市場第一部登録企業以外の企業を研究対象にしなかった理由は、企業規模と会計基準の差異に起因する。国内においては東京証券取引所市場第一部にもっとも多くの企業が上場しており、IRの信憑性も比較的高い。登録企業がもっとも多く、上場基準および会計基準が同じ条件の証券取引所に所属する企業同士を分析することで、情報の対象性における差異をできるかぎり少なくすることが可能となる。したがって、東京証券取引所市場第一部以上の企業は本研究の対象から外した。なお、本研究では金融機関をサンプルから外す明確な理由がみいだせないため、研究の対象企業に含んでいる。金融機関は規制業種のため対象から除外している先行研究もあるが、その理由はいずれも明確ではない。山一証券や北海道拓殖銀行の経営破綻や金融ビッグバン以降、金融機関は規制業種された護送船団ではなく、もっとも世界的な競争にさらされている業種といえる。そのなかで、この数年にわたり金融機関ではM&Aという選択肢が幾度となく繰り広げられてきたのである。その業種をM&Aの研究対象から外すことは、現在および今後におけるM&Aの方向および趨勢を見誤ることになる。したがって本研究では、金融機関も研究の対象としている。

²⁵ パフォーマンス・スタディは、総資産利益率(以下ではROAという)、株主資本利益率(以下ではROEという)などの主要な財務指標をもちいて、M&A前後数年間におけるそれらの指標の推移を観察し、M&Aが企業業績にたいしてどのような効果をあたえるかを財務分析の視点から検証する手法である。他にROAやROEという財務指標の視点だけではなく、M&A前後のキャッシュフローなどに着目したパフォーマンス・スタディもおこなわれている。

²⁶ 株価純資産倍率(Price Book-value Ratio)は各年度の決算期末日の株価をもちいて、 $PBR = \text{前期末1株当たり純資産} / \text{決算月末日株価}$ で算出している。また1株当たり純資産は、資本合計/連結発行株式数(自己株式除く)である。

第2章 M&Aの動機と理論

1. はじめに

本章では企業がどのような動機で M&A を実行するのか、その主要な理論を考察することである。また、先行研究から M&A の動機と理論を体系的に整理し、そのうえで対立する理論上の争点を明らかにする。

多くの経営学の文献では、M&A の基本的な動機としてシナジー理論が取りあげられている。シナジー理論とは、「規模の経済」や「範囲の経済」など経済的相乗効果を目的とした古典的な M&A の動機が、理論として一般化されたものとして考えることができる。そこで、著名な経営学の文献¹で M&A の動機と理論がどのように取りあげられているのかをみってみる²。

Brealey, Myers and Allen(2007)では、シナジーをもたらす要因として 6 つの主要な M&A の動機が述べられている。同業種による水平的合併が、大きな競争力をもたらす「規模の経済」。原材料の生産から、最終的な消費者における生産工程の事業を拡大する「垂直的統合の経済」。事業の成功のためには、合併によりお互いの経営資源を有効に利用できる「補完的な資源」。手元流動性が過剰気味だが、良い投資機会に恵まれていない企業が資本を移動するためにおこなう「余剰資金」。問題のある経営陣を排除するためにおこなわれる、「非効率性の排除」。企業数が過大または生産能力が過剰な産業において、経営効率を改善する方法としての「産業における統合」。これら 6 つが M&A の動機として取りあげられている[Brealey, R. et al. (2007), p.427]。

Palepu, Healy and Bernard(2001)は、新しい価値を生み出す形態として M&A の動機を 6 つ取りあげている。別々の企業でいるよりも、合併したほうが研究開発や資金調達が効率的とする「規模の経済」。産業平均を下回っている企業の経営を救済するためにおこなわれる、被買収企業の「経営改善」。買収により、経営資源を結合させることができる「補完的な資源」。買収により、被買収企業の繰越欠損金を有効に活用することができる「税制上の利益の獲得」。買収者が安定的な資金源を提供する財務的制約が強い、被買収企業にたいする低コスト「資金の提供」。同業種企業の合併により、生産数量の制限と価格を統制することができる「生産物市場のレントの拡大」³。これら 6 つが M&A の主要な動機であると説明している [Palepu, K.G. et al. (2001), p.400]。

Barney(2003)においては Jensen and Ruback(1983)⁴を参照したうえで、経済価値を高めるための M&A の動機を分類している。「企業存続の確保」、「フリーキャッシュフローの視点」、株主と経営者の間に利害調整に着目した「エージェンシー問題」、買収企業の価値が被買収企業へ移転してしまう「経営者の傲慢」、「標準を上回る利益を得られる可能性」、以上 5 つの動機である。[Jay B. Barney(2003), p.177]。

FTC⁵では、業界内の集中度を高めるための M&A の動機として以下の項目を取りあげている。供給者や顧客を買収するための、「垂直型合併」。競合企業を買収するための「水平型合併」。既存製品を補完可能な製品ラインを獲得するための「製品拡大型合併」。M&A によって新たな市場を獲得できる「市場拡大型合併」。入札企業と被買収企業の間に戦略的関連性のない「コングロマリット型合併」。以上、5 つである。

その他 M&A の動機として Jensen (1988) は「外部モニタリング」[Jensen (1988), p.45-46], 井上・加藤(2006)では「救済型 M&A」[井上・加藤(2006), 140 ページ]などを取りあげている。

これらを概観すると、新しい経済価値を生み出すシナジーを目的とした M&A の動機は、文献によって項目もさまざまである。また、M&A の動機として取りあげられている項目のなかには、シナジー理論から派生した仮説である Eckbo(1983)の水平仮説[Eckbo(1983), p.268]や Mann(1965)の経営改善仮説[Mann(1965), p.119], さらにはシナジー理論を否定する Roll(1986)の経営者の傲慢理論[Roll(1986), p.213]までもが動機として混在していることがわかる。

そこで本研究では、M&A の動機と理論について以下のとおり体系的に整理することにした。規模の経済、垂直統合の経済、水平型合併、補完的な資源、生産物市場のレント拡大、製品と市場の拡大、産業の統合、節税や余剰資金の有効活用、エージェンシー・コストの低減、コングロマリットの 10 項目は、M&A が経済的な価値を創出するシナジー理論の動機とした。また、非効率な経営者の排除、外部モニタリング、救済型 M&A の 3 項目はシナジー理論から派生した経営改善仮説に分類することができる。さらに事業関連性が強い M&A を研究している水平型合併は、シナジー理論から分派する水平仮説に区分した。

他方 Jay B.Barney(2003)が M&A の動機として取りあげた経営者の傲慢は、すでに多くの先行研究で理論として認識されている。経営者の傲慢理論は M&A にはシナジー理論が存在しないと主張する、シナジー理論とは相反する概念である[Roll(1986), p.213]⁶。したがって、経営者の傲慢理論はシナジー理論とは対立する理論として分類することができる。

以上のように M&A の動機と理論を体系的に整理したうえで、それぞれの理論を考察していくことが肝要である。本章の構成は、まず第 2 節において先行研究からシナジー理論の考察をおこなう。また、シナジー理論から派生するふたつの仮説の先行研究をサーベイする。第 3 節においてはシナジー理論と対峙する経営者の傲慢理論を取りあげ、M&A にシナジー理論はなく、むしろ買収企業の株主の利益を損なうとする Roll(1986) [Roll(1986), p.213]の理論を考察する。また、経営者の傲慢理論から派生した価値移転仮説について先行研究のサーベイをおこなう。第 4 節ではシナジー理論と経営者の傲慢仮説における相違点を整理し、双方の視点から M&A の理論に関する対立点の検討をおこなう。第 5 節においては、本章の要約と M&A の動機と理論を体系化し、一覧表にまとめる。

2. シナジー理論とふたつの仮説

本節の目的は、主要な先行研究から M&A におけるシナジー理論を考察することである。また、シナジー理論から派生したふたつの仮説に関する先行研究のサーベイをおこない、シナジー理論の根本的な概念について理解を深める。

Jensen and Ruback(1983) では、1960年代から1980年代までにおこなわれた M&A と CAR に関する多くのイベント・スタディをレビューしている。その結果、M&A はプラスの CAR を生む活動であること、買い手企業と比較してターゲット企業に多くのプラスの CAR が生じること、買い手企業の CAR はほぼゼロに近いが買い手企業の利益は毀損されていないことをみいだした。これらのことから、M&A にシナジー理論をみいだすことができると結論づけた[Jensen and Ruback(1983), p.47]⁷。

Bradley, Desai and Kim(1988) は、1963年から1984年の間における成功した株式公開買付を検証し、買い手企業とターゲット企業の全体の CAR はプラスであることをみいだした。また、シナジー理論を構成する要素として M&A による需要と供給の変化、技術的なイノベーション、規模の経済、生産技術の向上、補完的な資源の組み合わせ、労働力の配置転換、市場支配力の強化という動機を明らかにしている。これらの動機は、M&A が経済的な相乗効果をもたらすシナジー理論の源泉としている[Bradley et al.(1988), p.4]⁸。

シナジー理論から派生した主要な動機のひとつに、経営改善仮説がある。Mann(1965) は外部投資家による M&A がターゲット企業の経営者を規律付け、経営を改善させるという仮説を立てた[Mann(1965), p.119]。経営改善仮説は効率を追及するためにシナジー理論から派生した概念であり、規模の経済や範囲の経済などの量的なシナジーを目的とする動機ではない。むしろ経営改善仮説とは、非効率な経営者を排除して経営効率を高める、質的な観点にもとづくシナジー理論である。具体的にはターゲット企業における非効率な経営者の排除と経営の改善、M&A による外部からの経営者にたいするモニタリングの強化など、経営者を規律付けるためにおこなわれる M&A をさす。

Lang, Stulz and Walking(1989) は、経営効率を示す経営指標である Tobin の q をもちいて経営改善仮説を実証した。買い手企業における Tobin の q が低い場合、M&A は株主価値を毀損させること、ターゲット企業の Tobin の q が低い場合は買い手企業の株主価値を増加させることを明らかにした[Lang et al.(1989), p.152]。薄井(2001) も Tobin の q をもちいて同様の研究をおこなっており、Lang, Stulz and Walking(1989) の結果を支持している[薄井(2001), 100 ページ]。

経営改善のために、外部モニタリングの必要性を主張したのは Jensen(1988) である。Jensen(1988) は株主価値を損なう可能性のある非水平型 M&A は経営者が自分の欲求をみたすためであり、非効率的な経営者には外部モニタリングが必要であると論じた。また LBO¹⁰ による M&A は一部の株主に資本が集中するため、一定の権限を有する株主が経営

者によるモニタリングが可能となることを明らかにしている[[Jensen(1988), p.45-46]。

井上・加藤(2006)は、ターゲット企業の経営改善を動機とする救済型 M&A に着目した。既存のターゲット企業における非効率な経営者を一掃する場合、救済型 M&A は有効な手段となる。実証の結果、有意ではないが救済型 M&A の CAR は買い手企業がマイナス、ターゲット企業はプラスであった。他方、非救済型 M&A では買い手企業およびターゲット企業双方において CAR は有意のプラスとなることを検証している[井上・加藤(2006), 140 ページ]。

もうひとつの主要な仮説として、事業関連性が高い企業同士が M&A をおこなう水平型合併仮説がある。水平型合併に着目して実証研究をおこない、水平仮説を論じたのは Eckbo(1983) である。Eckbo(1983)は 1963 年から 1978 年までの水平型合併について検証をおこない、同業種における水平型合併は製品と市場を拡大させ企業の競争力を高め、合併企業だけではなく同業種全体の CAR も高めていることを実証した。この検証では、プラスの株価効果の要因は水平型合併による同業者との談合や競争制限の結果ではないことが示された。また、水平型合併は反トラスト法の温床ではなく、同業種における競争的行為を阻害する要因にはならないことを指摘している[Eckbo(1983) , p268]。Morck,Shleifer,and Vishny(1990) も、事業関連性の高い水平仮説は事業関連性の低い非水平型合併より、CARが高いことを確認している[Morck et al.(1990), p.47]。

その他シナジー理論から派生した仮説に、買い手企業の経営資源を有効的に活用するため、業績不振会社を買収するとした業績仮説[小本(2002), p.8]、Slovin and Sushka(1998)による関連会社間の M&A は親会社の CAR がプラスとなることを論じている資本関係仮説[Slovin and Sushka(1998), p.277]などを先行研究からみいだすことができる。しかしながら、これらの研究はまだ実証事例が少なく、本研究では主要な仮説として取りあげていない。今後において、研究の発展が期待される領域といえる。

3. 経営者の傲慢理論と価値移転仮説

本節の目的は M&A そのものにシナジー効果がなく、買い手企業の株主価値を損なうだけとする Roll(1986)の経営者の傲慢理論[Roll(1986), p.213]を取りあげることである。また、経営者の傲慢理論を実証するために価値移転仮説の先行研究をサーベイすることで、経営者の傲慢理論の仕組みをより深く理解することができる。

Roll(1986)による経営者の傲慢理論の発端は、Jensen and Ruback(1983)による「M&A は総じて利益を創出する活動であり、ターゲット企業の株主は恩恵を受ける。他方で買い手企業の株主の利益は低いが、買い手企業の利益が毀損されているわけではない」[Jensen and Ruback(1983), p.47]という解釈への反証である[Roll(1986), p.198]。Roll(1986)は、

この Jensen and Ruback の解釈を強く否定している。Roll(1986)は、M&A は買い手企業がターゲット企業を割高に買収してしまうため、買い手企業の価値がプレミアムとしてターゲット企業に移転してしまうと論じた[Roll(1986), p.198]。M&A により買い手企業の株主価値がターゲット企業へ移転してしまう仕組みが、経営者の傲慢理論の骨子である。

Roll(1986)は経営者の傲慢理論を主張する根拠として、いくつかの理由をあげている。ひとつは、シナジー理論を支持する研究の論拠が乏しいことである。シナジー理論を肯定する研究では、買い手企業の株価超過利益は低いがターゲット企業では高いため、M&A がもたらす経済的相乗効果の総和はプラスであると論じている。しかしながら、いくつかの先行研究では同じデータを取りあげているにも関わらず、実証結果に誤差が生じていることを指摘している。このような実証方法の脆弱さから、M&A が買い手企業とターゲット企業に利益をもたらしているという結果そのものを疑うべきである[Roll(1986), p.213]。

また、買い手企業とターゲット企業の企業規模の差の問題を取りあげている。M&A はほとんどの場合ターゲット企業よりも買い手企業のほうが企業規模は大きいため、ターゲット企業にくらべて買い手企業の CAR が小さいことは当然の結果と論じた。また、買い手企業は買収側の当事者であり、事前の株主への内部情報の伝達の可能性を含め、ターゲット企業の株主にくらべて買収時の反響が株価に強く影響しづらいと推定している[Roll(1986), p.213]。

市場の非効率性が、買い手企業とターゲット企業の利益の差異を生むことも指摘している。経営者を自信過剰にさせ傲慢にしてしまう要因として、非効率な株式市場において買い手企業の株価が高く評価されている要因を取りあげている。そのような不完全な株式市場の環境のなかで、もし買い手が高額な買収価格で M&A の申し入れをおこなうとしたら、買い手企業の株価は下がるがターゲット企業の株価は上がるであろう。株主価値を損なうこのような経営者の行動は回避しなければならないが、株主が経営者の行動を回避させることは極めて困難なのが現実である。このようにして経営者の自信過剰は形成され¹¹、自信過剰にもとづく傲慢な行動により多くの経営者はターゲット企業の買収価額を実際の価額より高く設定し、買い手企業の株主価値がターゲット企業の株主に移転されてしまうのである[Roll(1986), p.214]。

このように、Roll(1986)はシナジー理論をもちいた先行研究における解釈の問題と限界を指摘したうえで、M&A は利益を創出しない便益ゼロの取引であり、その原因は経営者の傲慢にみいだすことができると結論付けた。また、経営者の傲慢理論をもちいればシナジー理論では説明することができない買い手企業の CAR の低さとターゲット企業の CAR の高さについて、適切な解釈をすることが可能であると論じている¹² [Roll(1986), pp.212-213]。

しかしながら Roll(1986)の経営者の傲慢理論は、過去の実証研究の結果にたいする解釈であり、経営者の傲慢理論自体が実証研究により明らかにされているわけではない。そこで M&A によって買い手企業の価値がターゲット企業の株主へ移転する経営者の傲慢理論を実証するために、コンテスト型 M&A¹³などの場合に買い手企業の合併・買収プレミアム¹⁴をも

ちいた価値移転仮説の研究がおこなわれるようになった。

井上・加藤(2006)では、M&A の価値移転仮説を検証するために、合併・買収プレミアムをもちいた実証研究をおこなっている。国内の1990年から2002年までの上場企業間におけるM&A165件を対象とした結果、合併・買収プレミアムが高いほどターゲット企業のCARが高く、買い手企業から価値の移転が確認された[井上・加藤(2006), 145-149 ページ]。

森・劉(2008)においても、価値移転仮説が実証されている。国内の1999年1月から2006年12月にかけて公表された合併91件を対象として、合併プレミアムの平均5.4%よりも高い場合を高プレミアム、下回る場合を低プレミアムとして検証をおこなっている。その結果、高プレミアム消滅企業のCARは低プレミアム消滅企業のCARよりも高い。反対に高プレミアム存続企業のCARは低プレミアム存続企業のCARよりも低い[森・劉(2008), 123-126 ページ]。この結果は、価値移転仮説を支持している。

つまり、合併・買収プレミアムが高いほど買い手企業からターゲット企業へ価値が移転していることになる。この実証は井上・加藤(2006)、森・劉(2008)などをはじめとして、国内では最近になって注目されはじめている研究である。

4. シナジー理論対経営者の傲慢理論

本節の目的は、シナジー理論と経営者の傲慢理論の相反する争点を整理し、それぞれの問題および限界を検証することである。本節の検証により、M&Aの理論において対峙する大きなふたつの流れを確認することができる。

第2節ではM&Aは経済的相乗効果があるとするシナジー理論、第3節においてはシナジー理論を否定する経営者の傲慢理論について考察してきた。シナジー理論と経営者の傲慢理論は、M&Aの理論における相反する大きなふたつの大河といえる。

シナジー理論は Jensen and Ruback(1983) [Jensen and Ruback(1983), p.47]、Bradley, Desai and Kim(1988) [Bradley et al.(1988), p.4]ら多くの研究者によって支持されており、M&Aは買い手企業とターゲット企業の合計したCARがプラスになることを根拠に、シナジー効果がある活動であることを主張している。しかしながら、ほとんどの先行研究においてターゲット企業のCARは+20-30%と高いプラスの数値を示しているにも関わらず、買い手企業のCARはゼロもしくはマイナスとなっている。この現象こそ、M&Aのシナジー理論における唯一の脆弱な論点といっても過言ではない。

経営者の傲慢理論は Roll(1986)によって論じられているが、そもそもシナジー理論を否定する論拠は買い手企業のCARの低さについてである[Roll(1986), p.198]。経営者の傲慢理論では、自信過剰な経営者が非効率な市場においてターゲット企業を割高に買収してしまうため、M&Aは買い手企業のプレミアムがターゲット企業に移転するだけのシナジー効果が

ない活動と結論付けている。また、CARをもちいたイベント・スタディの信頼性の低さについても指摘している。

他方、シナジー理論を支持する立場から、買い手企業の CAR の低さと市場の効率性についてについて解釈した Andrade, Mitchell and Stafford(2001)を取りあげてみる。Andrade et al.(2001)は、買い手企業の CARの低さと市場の効率性について論ずる前に、1973年から1998年までのM&Aを検証している。その結果、買い手企業とターゲット企業のCAR合計は+1.8% (5%有意水準)であることを確認した¹⁵。また、買収対価の支払形態の分析もおこない、株式ではなく現金による支払の場合は買い手企業のCARは+0.4%となることをみいだした。すなわち、必ずしも買い手企業のCARはゼロもしくはマイナスにならないのである [Andrade et al.(2001), p.112]¹⁶。

Andrade et al.(2001)は、買い手企業のCARの低さについて、市場の効率性をもちいて以下のように解釈している。買い手企業におけるCARの低さは、M&Aから生じる買い手企業の将来の経済的な負担を市場の効率性が反映した結果である。たとえば研究開発に関する投資決定の研究では、ジョイントベンチャーなどの資本支出型M&Aの場合にCARが低くなることが実証されている。すなわち買い手企業のCARがターゲット企業にくらべて低いという現象は、M&Aにおける買い手企業の経済的なリスクを、効率的な市場が冷静に反応した結果であると解釈した [Andrade, Mitchell and Stafford(2001), p.119]。

以上のとおり、シナジー理論と経営者の傲慢理論の双方の視点から対立点を取りあげてきた。これらの問題を明確にするために、双方の主要な争点を図表2-1にまとめてみた。

図表 2-1 シナジー理論と経営者の傲慢理論の争点

争点	シナジー理論	経営者の傲慢理論
1 M&Aのシナジー効果	あり… 買い手とターゲットの合計CARがプラスである	なし… 買い手の価値がプレミアムとしてターゲットに移転するだけ
2 イベント・スタディの信頼性	高い… 多くの実証研究でシナジー効果を確認している	低い… 同じデータにも関わらず先行研究によって結果が違う
3 市場の効率性	高い… 効率的であるからこそターゲットのCARが低い	低い… 経営者を自慢過剰にさせ買い手の買収プレミアムを割高にする

出所:本章より筆者作成。

このように、シナジー理論と経営者の傲慢理論の理論上の対立点が明確にされた。しかしながら、双方の見解をレビューするなかで根本的な疑問が生じた。シナジー理論および経営者の傲慢理論を解釈するうえで前提となる先行研究について、その実証方法は磐石なのであろうか。たとえば、シナジー理論では買い手企業とターゲット企業の合計したCARがプラスのためシナジー効果が確認できるとしているが、この場合のサンプル企業の取引形態は合併

なのか買収なのか、買い手企業なのかターゲット企業なのか。先行研究をサーベイするなかで、両方の視点から分析している実証は非常に少ない。多くの先行研究のように、一方向からの検証結果のみでシナジー理論に関する十分な考察が可能なのであろうか。

他方、経営者の傲慢理論においても、対象となる研究の多くは買収のみを対象に価値移転仮説が検証されている。しかしながら、合併の場合にはどのような結果になるのであろうか。また、*CAR*の分析の多くはM&Aにおける短期間の効果を測定したものであるが、M&Aの長期間にわたる効果を検証した研究からはどのような結論が得られるのであろうか。

M&Aにおけるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証をおこなうためには、合併と買収、買い手企業とターゲット企業、短期間と長期間など複眼的な観点からの実証が不可欠であろう。先行研究をしてみると、これらの条件をみたす検証はごくわずかしか存在していない。十分ではない先行研究にたいして議論を繰り返しても、良い結論は得られない。M&Aにおけるシナジー理論と経営者の傲慢理論の対立点に関する検証は、より客観的な観点から導き出されるべきである。

5. むすび

本章の目的は、M&Aの主要な理論を考察し、対立するシナジー理論と経営者の傲慢理論における争点を明らかにすることであった。

第2節ではM&Aにおけるシナジー理論はJensen and Ruback(1983) [Jensen and Ruback(1983), p.47]など多くの実証研究により明らかにされており、シナジー理論はM&Aの動機の基本的な概念として確立されていることがわかった。またシナジー理論から経営改善仮説、水平仮説という仮説が派生していることを確認することができた。

第3節においては、シナジー理論と相反する理論である、M&Aにシナジー効果はないとするRoll(1986) [Roll(1986), pp.212-213]の経営者の傲慢理論を考察した。Roll(1986)はM&Aにおいて買い手企業の*CAR*がターゲット企業に比べて非常に低い現象について、市場の非効率性により買い手企業の経営者が自信過剰となり、買い手企業の価値がプレミアムとしてターゲット企業に移転すると主張した。また、価値移転仮説とちいて経営者の傲慢理論が実証されていることが明らかになった。

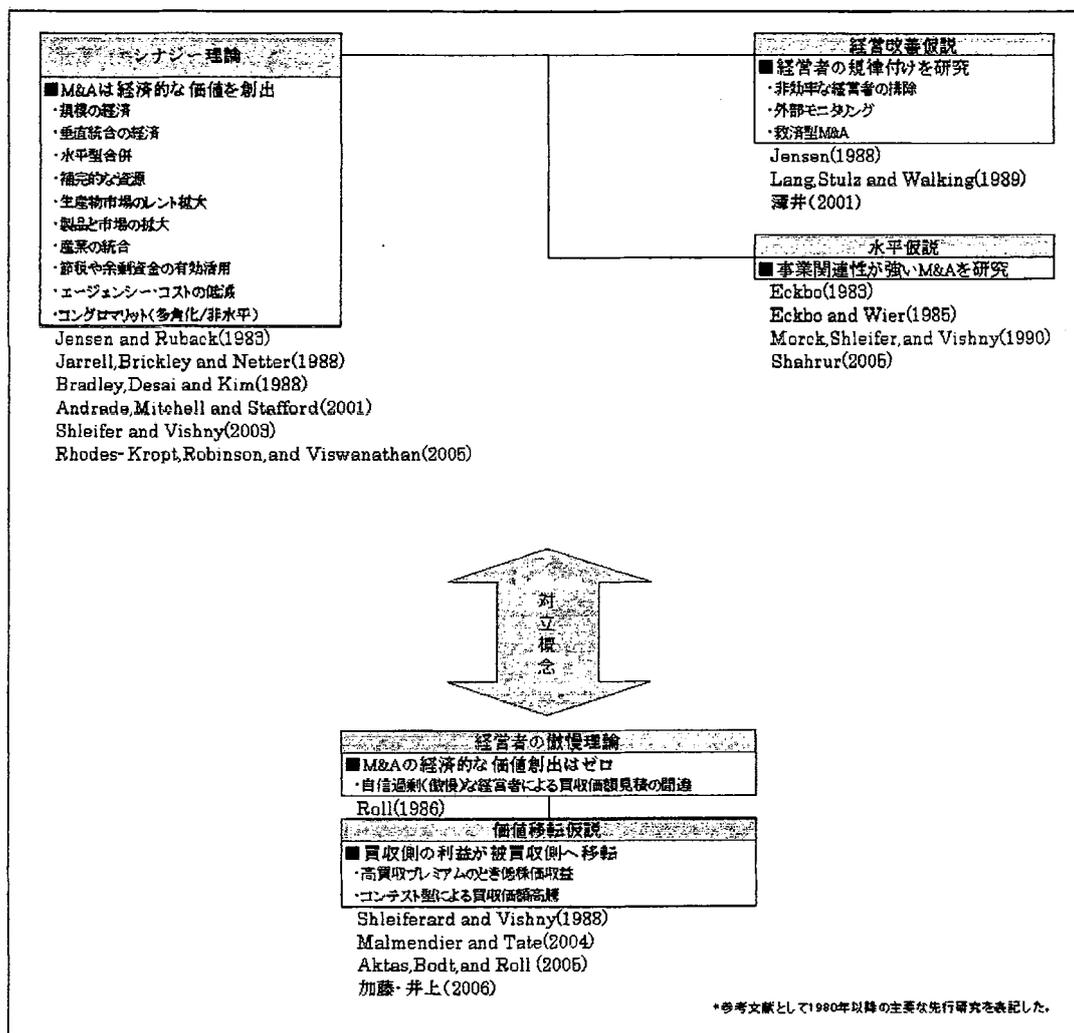
第4節ではシナジー理論と経営者の傲慢理論の間に存在する対立点を明らかにし、争点をまとめた。しかしながら、シナジー理論を支持する先行研究、他方で経営者の傲慢理論を支持する先行研究の実証方法には不足事項があることがわかった。十分ではない先行研究にたいして理論上の議論を繰り返しても、良い結論は得られないであろう。したがって、M&Aにおける理論上の争点を検証するためには、より客観的な観点からの検証が不可欠である。

本章の成果のひとつは、M&Aの動機と理論をサーベイするなかで理論から派生する仮説

を、体系的に明らかにしたことである。多くの文献において M&A の動機とその理論は混同され、株価効果の増減を解釈するためにもちいられる取引形態¹⁷などの要因が¹⁸、M&A の動機として取りあげられている場合さえある。

また、M&A の理論を体系的にまとめたうえで、シナジー理論と経営者の傲慢理論の対立点を明らかにしたことも意味があろう。この理論上の争点については、学問上いまだに明確な示唆がなされていないのである。

図表 2-2 M&A の動機と理論



出所:本章より筆者作成。

注

- 1 Palepu, Healy and Bernard(2001)と Brealey, Myers and Allen(2007)などは、国内外問わず大学および大学院などで広く経営学書として使用されている主要な文献である。
- 2 M&A の主要な理論を考察する前に、M&A の動機における理論と仮説の関係について触れておく。経営者は、それぞれ個別の理由から M&A を意思決定していることはいうまでもない。それらの理由は多岐に及んでいることから、それぞれの経営者による意思決定を公式のごとく標準化することは不可能である。ただし、経営者が M&A を選択する一般的な概念、たとえば M&A をすれば事業規模が大きくなるのではないかと、事業範囲が大きくなるのではないかと、など意思決定を刺激するいくつかの基本的な欲求は存在している。この経営者の意思決定を促す要因こそ、M&A の動機である。そしてこれらの動機が学問により仮説として概念

化され、さらに時間をかけて一般化されたものが理論として認識されることになる。すなわち M&A の動機には、まだ仮説の状態のものと、すでに理論として確立されているものがある。本研究では、この関係を基軸として M&A の動機における理論と仮説の考察を進めている。³ ほとんどの国には反トラスト法が存在しているため、生産物市場のレントの拡大は M&A の動機として投資家には明確な意図は伝えられない。なお米国では 1890 年のシャーマン法、1914 年のクレイトン法、1976 年のハート=スコット=ロディノ法という 3 つの主要な反トラスト法がある。

⁴ さらに Jensen and Rubak(1983)の M&A の戦略理由を取りあげ、組織特殊な資産を共通の管理化に置くことによるエージェンシー・コストの削減を目的とした生産コストや流通コストの削減の動機、活用できなかった節税策の活用、倒産費用の回避、借入金活用の機会の増大、さまざまな優遇税制の活用を目的とした財務的な動機、製品市場における市場支配力の獲得を目的とした動機、ターゲット企業の非効率な経営陣の排除を目的とした動機、以上 4 つの動機について説明をしている。

⁵ 米国公正取引委員会 (The Federal Trade Commission) が示している、M&A の分類区分。

⁶ この理論については、次節で詳細に取りあげる。

⁷ 本章においては、M&A の動機と理論を明らかにすることに主眼をおいているため、イベント・スタディにより得られた具体的な数値は説明していない。イベント・スタディによりどのような株価効果が得られたかについては、本論文の第 3 章もしくは石井(2007)で明らかにされている。

⁸ シナジー理論には、過大評価されている株式を買収対価の支払手段として使用し割安な企業を買収するという Shleifer and Vishny(2003)の余剰資金の有効活用も含まれる。この動機は Rhodes-Kropt, Robinson, and Viswanathan(2005)による実証結果からも支持されている。また買収の支払手段も株価効果に影響をあたえており Franks, Harris, and Mayer(1988)は、株式対価買収よりも現金対価買収の方がより高い超過リターンを買収企業にもたらすことを確認しており、Andrade, Mitchell and Stafford(2001)も同様の実証結果を得ている。

⁹ トービンの q とは、資産の取得原価にたいする企業の市場価値の比率をさす。市場価値とは、株主価値と負債価値の時価合計である。

¹⁰ LBO (leveraged buyout) とは、買収先の資産やキャッシュフローを担保とした借金による買収をいう。

¹¹ 経営者の傲慢さについては、Jensen(1986)は経営者が私利私欲の最大化を目指す傾向におちいりやすいこと、Shleifer and Vishny(1989)は経営者が私利私欲のために経営権を守りエントレンチメントといわれる居座りをおこなうことを指摘している。経営者の傲慢仮説についての研究も広く展開されていることがわかる。

¹² さらに Roll(1986)はシナジー理論を実証した多くの先行研究にたいして、評価モデルおよび測定方法に関していくつかの疑問を呈している。たとえばまったく同じサンプルを対象にしている研究にもかかわらず、ある文献では CAR がわずかにマイナスだが、他の先行研究ではプラスの結果が示されていたことを取りあげている。同じデータにおいても測定条件などが変化した場合に結果が一変してしまうような評価モデルでは、M&A が常に経済的な相乗効果を創出しているという仮説は成立しないのではないかと指摘している。

¹³ たとえば株式公開買付において買い手企業の競合先が数社ある場合、多くの買い手企業の CAR はマイナスとなることが実証されている。複数の競合先があるためにターゲット企業の買収価格がつかあがってしまうこの現象は、コンテスト型の M&A とよばれており、ここでも経営者の傲慢により買い手企業の価値がターゲット企業へ移転していることが確認されている。

しかしながら、買い手企業の合併・買収プレミアムが低いことや、コンテスト型の M&A の場合の買い手企業における CAR のマイナスが経営者の傲慢理論に起因しているかどうかは、Roll(1986)以外の先行研究において十分な検証がなされているとはいえない。

¹⁴ 合併・買収プレミアムとはターゲット企業の M&A イベント発表直前の市場株価と比較した買収価額の上乗せ部分をいう。合併・買収プレミアムは、公表日前日の存続企業株価(Pa)に合併比率(y)を掛けたものから公表日前日の消滅企業株価(Pt)を引き、それを公表日前日の消滅企業株価で割ることで求められる。つまり、合併・買収プレミアム=(Pa×y-Pt)/Ptとなる。

¹⁵ この研究では、M&A 発表日含む前後 1 日、合計 3 日間の CAR を測定している。1973 年から 79 年までの全体としての CAR は+1.5%、ターゲット企業は+16.0%、買い手企業は-0.3%、1980 年から 89 年はそれぞれ+2.6%、+16.0%、-0.4%、1991 年から 98 年では同様に+1.4%、+15.9%、-1.0%となっている。

¹⁶ 1973 年から 1998 年の間の、M&A 発表日含む前後 1 日、合計 3 日間の CAR において、株式による M&A の場合、全体では+0.6%、ターゲット企業は+13.0%、買い手企業は-1.5%であった。他方、株式ではなく資本調達による M&A では、それぞれ+3.6%、+20.1%、+0.4%となった。

¹⁷ M&A の取引形態も、株価効果におおきく影響をあたえる要因となる。Dodd and Ruback(1977)は株式公開買付の事例を取りあげ、買い手企業の失敗の場合の 1 ヶ月間の超過リターン(AR)が+0.58%(*t*=1.19)、ターゲット企業は+18.96%(*t*=12.41)であることを明らかにし、株式公開買付の場合は M&A が失敗したにもかかわらず高い超過リターンを獲得していることを見いだした。井上・加藤(2006)は国内の M&A において、1999 年 10 月の商法改正により M&A の取引形態が従来の合併と株式公開買付以外に、株式交換と株式移転が追加されたことに着目をした。従来の合併と株式公開買付の場合は、それぞれ買い手企業の CAR は+2.33%(*t*=1.24)、+0.34%(*t*=0.10)、ターゲット企業では+0.63%(*t*=0.36)、+7.21%(*t*=1.94)であった。他方、株式交換と株価移転の場合を測定してみると、それぞれ買い手企業で+3.50%(*t*=1.79)、+7.13%(*t*=1.85)、ターゲット企業においてはそれぞれ+11.91%(*t*=3.41)、+10.65%(*t*=3.06)と合併と株式公開買付にくらべて超過リターンが非常に高いことを明らかにしている。

¹⁸ 株価収益や業績の増減についての解釈要因としては、TOB など取引形態の他に、井上・加藤(2006)による裁定取引が株価効果にあたえる研究。Malatesta and Walking(1988)や Jarrel and Paulsen(1987)のポイズン・ピル(poison pill) やサメ除け(shark-repellent)などの買収防衛策を導入した企業にたいして市場は過大な評価をおこなうため買収プレミアムが増加することを明らかにした研究。Keown, A. J and John. M. P.(1981)の 1975 年から 1978 年までの買い手企業 194 社で合併直前 5 日前の CAR がすべてプラスとなっている理由は株主のインサイダー取引が原因であると指摘した研究など、多岐にわたっている。しかしながら、これらはあくまで実証結果を解釈するための要因であり、M&A の動機と理論とは混同することはできない。

第3章 M&A のイベント・スタディ – 先行研究のレビュー –

1. はじめに

本章の目的は、M&A が株主価値へあたえる短期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することである。M&A の短期的な株主価値への効果を概観するために、M&A の情報開示が株価効果にあたえる影響を測定した先行研究のレビューをおこなう。

一般的に M&A は、買い手企業およびターゲット企業の株価に影響をあたえると考えられている。M&A の情報開示が株価へあたえる影響分析としては、その測定手法として M&A の情報が開示される日すなわちイベント日を基点としたおもに短期的な株価への影響を分析するイベント・スタディ(Event Study)がある¹。

イベント・スタディは市場の効率性にもとづく研究であり、M&A という経営戦略の情報開示にたいして市場が速やかに反応することを前提としている。つまり M&A に関する情報開示がなされた時点で、市場は M&A の動機であるシナジー理論を前提として買い手企業およびターゲット企業の株主価値が向上するとみなし、株価が M&A によって何かしらの影響をうけるものと考えられているのである。

他方、M&A が株主価値に与える影響を M&A 後の財務指標をもちいて、長期的に測定する手法はパフォーマンス・スタディ(Performance Study)とよばれている。財務諸表を基本とした研究は総資産利益率(以下では ROA という)などをもちいた伝統的な経営分析にもとづき、比較的長期間の研究がなされている。本章においては短期間の株価効果の測定手法としてイベント・スタディを取りあげ、その先行研究をレビューしていくことにする²。

ここでイベント・スタディの概念について簡単にふれておこう。イベント・スタディは M&A による株主価値への影響を、株価効果の視点から株価超過収益率(Abnormal Return: 以下では *AR* という)、株価累積超過収益率 (Cumulative Abnormal Return: 以下では *CAR* という)という指標をもちいて測定をおこなう評価モデルである。使用される主なモデルとしては期待される超過リターンと実際の超過リターンの比較をする資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model: CAPM)、イベントで獲得したリターンとその企業の過去の平均リターンとの比較をおこなう平均収益率調整モデル、イベントで獲得したリターンと TOPIX など株価動向指数のリターンを比較する市場モデルなどがある。投資収益率データとして当初は月次のデータが用いられたが、その後は精度向上のため日次のデータがもちいられている。そのうえでパラメーターの残差(Residual)が計算され、この残差が TOPIX などの株価動向指数だけでは表現できない超過リターンの部分とみなされる。超過リターンの測定対象期間としては合併が発表されたイベント日を 0 日として、それ以前をマイナス、以後をプラスとカウントして

いる³。

市場モデルによって得られる市場調整収益率は、以下のとおりにあらわすことができる。

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

証券 i の t 日の原収益率である $R_{i,t}$ から TOPIX の t 日の原収益率 $R_{m,t}$ を差し引くと、証券 i の t 日の株主超過リターン $A_{i,t}$ が算出される。そして $A_{i,t}$ のイベントウィンドウの日次サンプル平均から、株価異常収益率である AR が求められる。

$$AR_t = \Sigma A_{i,t} / N \quad (2)$$

株価異常収益率 AR の該当する期間の合計値から、株価累積異常収益率 CAR を以下のように算出することができる。

$$CAR = \Sigma AR_t \quad (3)$$

このように CAR をもちいたイベント・スタディでは、株価効果をとおして M&A が株主価値にあたえる効果を測定することが可能となる。実証の結果、 CAR がプラスであれば M&A にシナジー理論を確認することができる。しかしながらイベント・スタディにより明らかにされた結果にたいして、買い手企業またはターゲット企業の株主のいずれかに超過リターンがもたらされる、もしくはそうではないという実証をするだけでは十分な分析とはいえない。イベント・スタディで得られた実証結果は、多角的な観点からその原因が分析されることが不可欠である。主要な先行研究の多くは、M&A の情報開示によって生じた超過リターンについて M&A の動機や取引形態などのさまざまな要因を根拠にその原因が分析されている。

本章では、第 2 節で M&A の情報開示が株価効果にあたえる影響について、 CAR の視点から主要な先行研究をレビューしていく。具体的には米国および国内における先行研究を取りあげ、日米における株価効果を超過リターンの観点から、その全体的な株価効果の傾向をみいだす。第 3 節では、M&A の形態が合併もしくは買収によってどのような超過リターンの傾向になるのか、その相違に着目した先行研究をレビューしていく。第 4 節においては、M&A にシナジー効果はないとする経営者の傲慢理論に関する先行研究のレビューをおこなう。合併・買収プレミアムという測定手法をもちいて買い手企業からターゲット企業への価値移転について実証した研究、すなわち価値移転仮説を検証した研究をレビューするのである。第 5 節は、本章の要約および本章の成果について述べる。

2. 株価効果の全体的傾向

本節の目的は、M&A の情報開示が株価効果にあたる影響について、CAR に着目して全体的な株価効果の傾向を明らかにすることである。具体的には、米国と日本における主要なイベント・スタディの先行研究を取りあげ、M&A の情報開示により生じた CAR の結果からシナジー効果に関してレビューしていく。

米国でのイベント・スタディは、1960 年代から Fama(1969)や Mandelker(1974)など先駆的研究者によってはじめられた。しかしながら、初期の研究では月次の株価データがもちいられており、現在の日次の株価データに比べて分析精度が高いとはいえない。したがって本節では日次の株価データがもちいられるようになった 1980 年前後から近年までの先行研究のなかから、いくつか主要な先行研究を取りあげてみる。

Jensen and Ruback(1983)は、米国の 1983 年以前におけるイベント・スタディをもちいた先行研究のなかから、いくつか主要な先行研究のデータを検証している。検証方法としては、それぞれの先行研究のサンプル数に加重平均をかけ、先行研究全体の CAR について株価効果の傾向を明らかにした。その結果、成功した M&A⁴における買い手企業の-1 からイベント日である 0 日にかけて(-1,0)日の CAR は合併で 0%、株式公開買付は+4%であった。他方でターゲット企業の(-1,0)日の CAR は合併の場合+20%、株式公開買付で+30%となっており、ターゲット企業の株価効果はかなり高いが、買い手企業はほとんどないという結果となっている。この両者の差異についての要因は、複雑であり特定することは困難としている。しかしながら、M&A は全体でみてプラスの超過リターンを示しており、M&A のシナジー効果が実証された研究となっている[Jensen and Ruback(1983), pp10-23]。

Bradley,Desai,and Kim(1988) は 1963 年から 1984 年の M&A236 件⁵を対象にして、米国の M&A を 1960 年代、1970 年代、1980 年代⁶の大きく 3 つの期間に分類して株価効果の動向を分析している。買い手企業の CAR は 1960 年代が+4.09%、1970 年代+1.30%、1980 年代は-2.93%。他方でターゲット企業の CAR は 1960 年代が+18.92%、1970 年代+35.29%、1980 年代は+35.34%であった。買い手企業の超過リターンはこの 30 年間で減少しているものの、買い手企業とターゲット企業における CAR の合計はプラス+7.78%から+8.00%となっており、M&A 全体におけるプラスの株価効果を確認している。また 1968 年に実施された株式公開買付の法規制により、以後の合併および買収プレミアムが増加していることをみいだしている[Bradley,Desai,and Kim(1988), pp11-13]。また、Jarrell and Paulsen(1989)もほぼ同時期の成功した株式公開買付の事例を対象に研究をおこなっており、1963 年から 1986 年の買い手企業 462 件⁷の CAR が+1.29%($t=2.35$)、ターゲット企業 526 件⁸の CAR は+28.99%($t=30.50$)と実証している[Jarrell and Paulsen(1989), pp15-16]⁹。

国内における M&A に関するイベント・スタディは、米国に遅れること約 20 年後に首藤

(1981)によっておこなわれた¹⁰。しかしながら、初期のイベント・スタディであるため分析に日次ではなく月次データがもちいられており、現在おこなわれている多くの研究と同条件とはいえない。したがって、本節では日次データの使用が確認されている Pettway and Yamada (1986)以降の先行研究を取りあげる。

Pettway and Yamada (1986)は 1977 年から 1984 年の国内で合併をおこなった買い手企業 50 社、ターゲット企業 16 社を取りあげ、合併公告日前後(-30,+70)日の株価効果を分析している。そのうちイベント日前後 1 日の CAR をみると、買い手企業の CAR は-1 日で +2.083%、0 日 +2.170%、+1 日は +2.292%、ターゲット企業における CAR は-1 日で +4.545%、0 日 +4.309%、+1 日は +2.906%であった[Pettway and Yamada (1986), pp.46-47, pp.50-51]¹¹。

Kang, Shivdasani and Yamada (2000)は 1977 年から 1993 年の国内での合併を 154 件取りあげ、買い手企業のみを対象とした分析をしている。その結果、(-5,+5)日で +2.22% ($t=0.00$) の CAR を獲得していることが明らかとなった。また、企業と銀行の関係が強いほど CAR が高いことを指摘している[Kang, Shivdasani and Yamada (2000), pp.2204-2216]。

Yeh and Hoshino (2001)は国内の買い手企業のみを対象に、1981 年から 1991 年までの 43 件と、1992 年から 1998 年までの 46 件 2 つの期間を分析している。1981 年から 1991 年の(-1,+1)日の買い手企業 43 社の CAR は +0.77%、1992 年から 1998 年まで 46 社の (1,+1)日の CAR は -2.60% であった[Yeh and Hoshino (2001), pp.157-159]¹²。

松尾・山本(2006)は国内における合併および買収事例を取りあげ、1977 年から 1998 年と 1999 年から 2004 年まで 2 つの期間の株価効果を検証している。その結果、1977 年から 1998 年までの CAR は買い手企業の-1 日が +1.32% ($t=0.666$)、0 日 +1.60% ($t=1.264$)、ターゲット企業は-1 日 +4.62% ($t=1.646$)、0 日 +6.19% ($t=3.363$)となった[松尾・山本(2006), pp.19-24]。他方で 1999 年から 2004 年までの CAR は、買い手企業の-1 日が +0.27% ($t=0.817$)、0 日 +1.02% ($t=3.582$)、ターゲット企業では-1 日では +6.71% ($t=4.192$)、0 日 +8.57% ($t=5.459$)となり、1999 年 10 月の商法改正による株式交換と株式移転の規制緩和が、ターゲット企業の株価効果にプラスの影響をあたえていることをみいだした[松尾・山本(2006), pp.24-32]¹³。

以上の主要な先行研究のレビューから、米国と日本における M&A の株価効果は大きく異なる傾向にあることは明白である。すなわち米国における M&A は買い手企業の株価効果はほとんどゼロであるが、ターゲット企業の株価効果は買い手企業にくらべて大幅に高い傾向にある。他方、国内の M&A は買収企業および被買収企業の双方において顕著に高い株価効果は認められず、買い手企業とターゲット企業の間における株価効果の差異はほとんどないことが明らかにされた¹⁴。このように、M&A がもたらす短期間の株価効果において、米国と国内の傾向は大きく異なっていることを把握することができる[Pettway and Yamada

(1986), pp46-47, pp50-51]。

しかしながら、1999年以降の国内 M&A においては松尾・山本(2006)が実証したように、商法改正による M&A 取引形態の規制緩和によりターゲット企業の株価効果が増加傾向にある[松尾・山本(2006), pp.24-32]。この点に関してさらなる検討をおこなうためには、1999年以降の株価効果について合併と買収の取引形態の明確な区分、買い手企業とターゲット企業からの分析など、多面的な観点からの実証研究が不可欠である。また、多くの先行研究においてサンプルは買い手企業のみを検証している場合や、M&A の形態として合併と買収いずれか一方のみを分析しているものが多くみうけられた。合併と買収、買い手企業とターゲット企業という多角的な検証によって、株価効果の特徴が異なる可能性はないのであろうか。一方向からの見方では、対象の全体像を捉えることはできない。

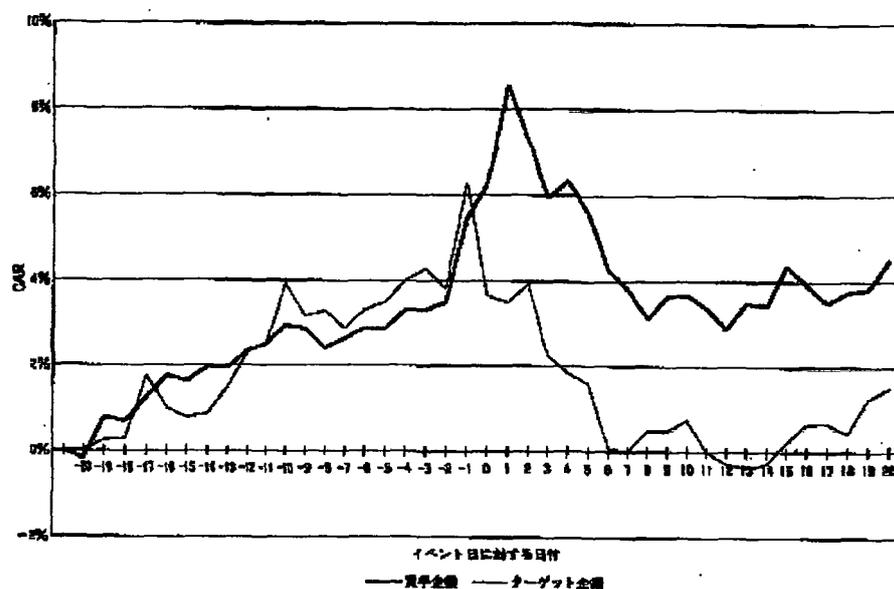
3. M&A の形態と株価効果

本節の目的は、M&A の取引形態として大きく分類される合併と買収に着目して、それぞれの株価効果を測定した先行研究をレビューすることである。M&A の研究では合併と買収という大きく区分される視点ではなく、株式公開買付やグループ企業間の M&A など、より詳細な取引形態が株価効果にあたる研究も多くおこなわれている。しかしながら、本研究では合併と買収というふたつに大別される取引形態に注目していることから、合併および買収以外のより詳細な取引形態に関する先行研究については取りあげていない¹⁵。

多くの先行研究を調査してみると、ひとつの研究のなかで合併と買収それぞれ両方の株価効果を検証している研究はほとんどないことがわかる。米国の研究では株式公開買付のみを対象としている研究、他方で国内は合併のみを対象とした研究がほとんどである。合併と買収の双方からの研究が非常に少ないという点からも、合併と買収から多角的に M&A の株主価値を検証することには意味がある¹⁶。

薄井(2001)は合併と買収を明確に区分して、両方の視点から国内 M&A の株価効果を検証している。合併の分析では、1997年から1999年までの国内の買い手企業37社、ターゲット企業34社を対象に実証をおこなっている。その結果、イベント前後の $CAR(-1,+1)$ 日において、合併における買い手企業は+5.025% ($z=4.926$)、ターゲット企業では-0.260% ($z=0.579$)であることがわかった[薄井(2001), 87-89 ページ]。

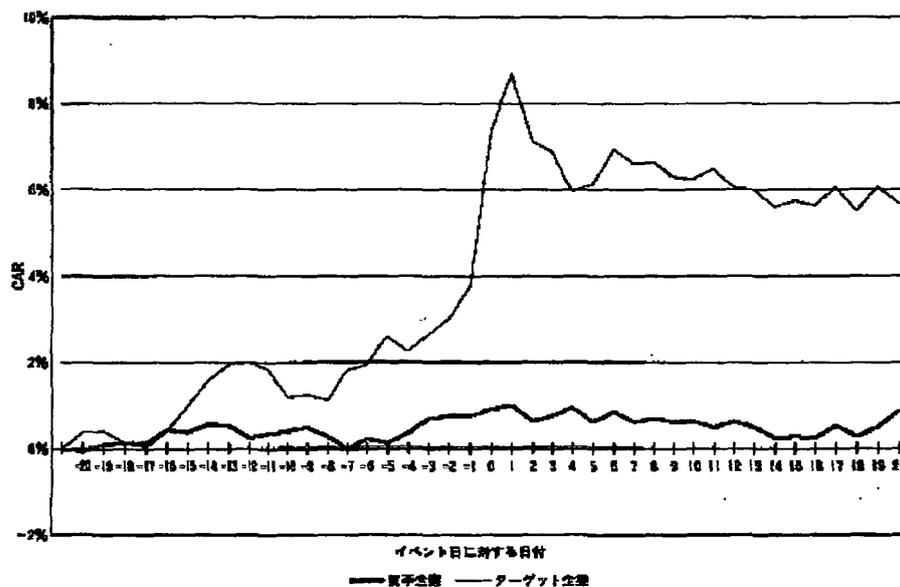
図表 3-1 国内合併の CAR ①(1997-1999 年)



出所: 薄井(2001), 88 ページ。

他方, 買収の場合は 1997 年から 1999 年までの国内の買い手企業 93 社, ターゲット企業 86 社を分析している。イベント前後の $CAR(-1,0)$ は, 買収における買い手企業は +0.160% ($z=0.463$), ターゲット企業では +4.362% ($z=10.123$)であった[薄井(2001), pp.85-87]。

図表 3-2 国内買収の CAR ①(1997-1999 年)

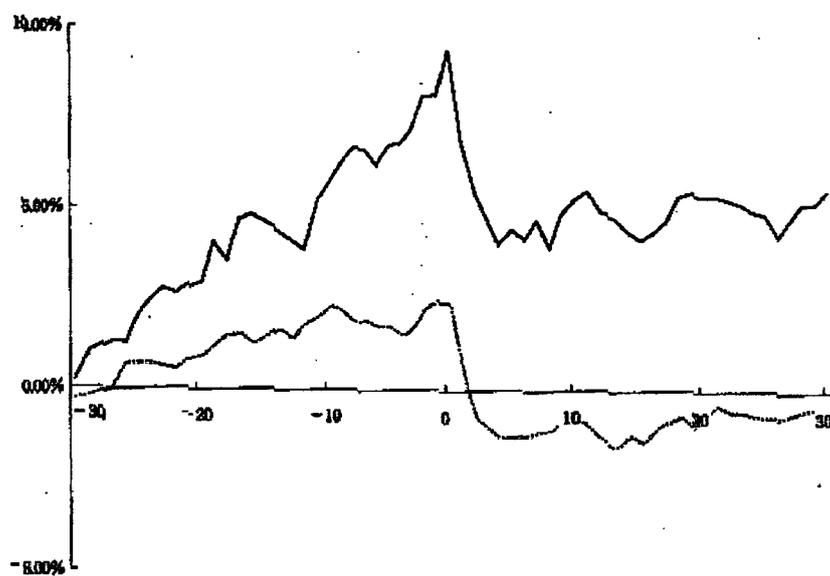


出所: 薄井(2001), 86 ページ。

薄井(2001)の検証結果から、国内の合併の場合は買い手企業の *CAR* がターゲット企業よりも高く、一方で買収の場合ではターゲット企業の *CAR* が買い手企業よりも大幅に高いことがわかる[薄井(2001), pp.85-89]。薄井(2001)はこの原因として、合併の場合は新株主がイベント日前後に合併プレミアムを既存株主に支払うのにたいして、買収では買い手企業から買収プレミアムがターゲット企業に移転すると解釈している[薄井(2001), p.89]。

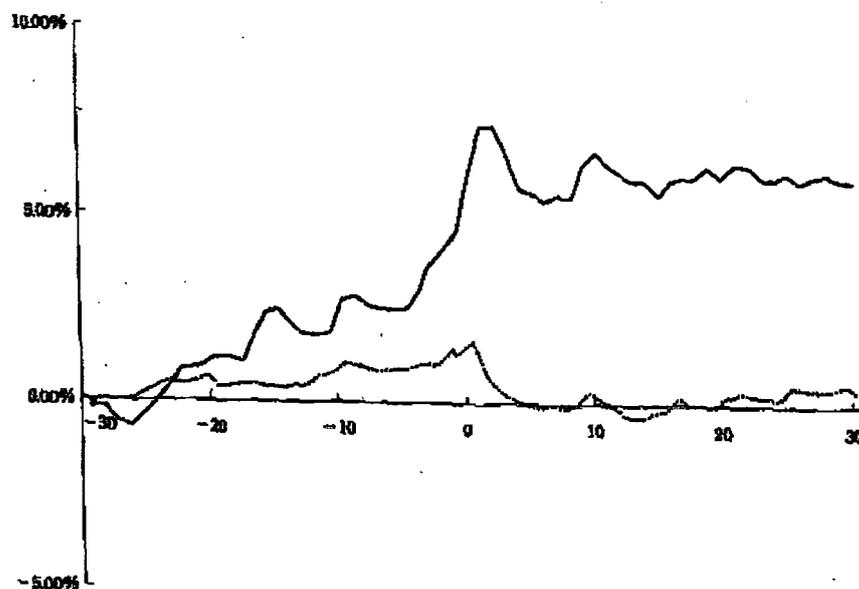
松尾・山本(2006)も、1977年から1998年と1999年から2004年における国内の合併および買収の *CAR* を検証している。そのなかで1977年から1998年までの買収と合併を含めた M&A 全体の分析と、合併のみを抽出した *CAR* を分析している[松尾・山本(2006), pp.20-22]¹⁷。

図表 3-3 国内合併の *CAR* ②(1977-1998年)



出所:松尾・山本(2006), 22 ページ。

図表 3-4 国内買収の CAR ②(1977-1998 年)



出所:松尾・山本(2006), 20 ページ

このように松尾・山本(2006)の結果からも[松尾・山本(2006), pp.20-22], 薄井(2001)同様に合併と買収それぞれの取引形態により, CAR の波形は明らかに相違していることがわかる[薄井(2001), pp.85-89]。したがって合併と買収を明確に区分し, 買い手企業とターゲット企業の双方から複眼的に観察することが, M&A におけるシナジー理論および経営者の傲慢理論を検証するためには不可欠であることがわかる。

本節では, 合併と買収という M&A の形態によって, 超過リターンが相違していることを先行研究から明らかにすることができた。従前では, 合併と買収の区分がなされていない研究が多いが, 本節のレビューにより合併と買収に区分して株価効果を測定する重要性が明らかにされたのである。

4. 合併・買収プレミアムと株価効果

本節では, M&A にはシナジー理論は存在しないとする経営者の傲慢理論を検証するために, 合併・買収プレミアム¹⁸をもちいて経営者の傲慢理論を検証している先行研究をレビューする。シナジー理論と対峙する主要な先行研究をレビューすることにより, M&A による短期間の株価効果の実態をより多角的に把握することができる¹⁹。

Roll(1986)は, 自信過剰な買い手企業の経営者が割高なプレミアムをターゲット企業に支払い, 買い手企業の価値がターゲット企業に移転してしまうとする経営者の傲慢理論を展開

した[Roll(1986), pp.212-214]。

その後、Roll(1986)による経営者の傲慢理論は経営者の自信過剰行動などの領域から研究が進められてきたが、近年では *CAR* にもとづく合併・買収プレミアムという手法をもちいた経営者の傲慢理論の検証が盛んにおこなわれている。合併・買収プレミアムは、以下の公式によって求めることができる。

$$\text{合併・買収プレミアム} = \frac{P_A \times r - P_T}{P_T} \quad (4)$$

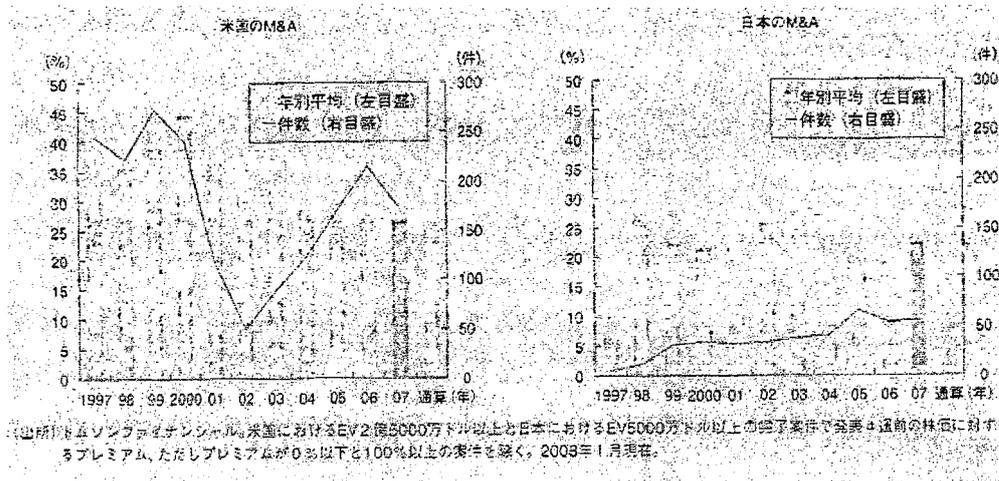
合併・買収プレミアムは、合併、株式交換、株式移転においてイベント前日の買い手企業の株価に合併比率²⁰を乗じて算出される価格と、イベント前日のターゲット企業の株価をもちいて算出することができる²¹。算出されたプレミアムが高いほど、買い手企業がターゲット企業を割高で合併もしくは買収したことになり、買い手企業の価値がターゲット企業へ移転している証左となる。

この論拠として、合併・買収プレミアムをもちいた価値移転仮説と経営者の傲慢理論の関係について解説をしている、井上・加藤(2006)をレビューしてみよう。「買収プレミアムは取引発表直前の買収対象企業の市場株価と買収価格の差額を指し、M&Aの取引条件に関する買収企業と買収対象企業の経営陣間の重要な交渉点となる。大きなシナジー効果や経営改善効果が期待される取引では、相対的に大きな買収プレミアムを支払う経済合理性が買収企業側に生じる。(中略)米国ではこの買収プレミアムの大きさと買収企業の株価効果の間に負の関係があるとの結果を報告している。この結果は、買収プレミアムが買収企業から買収対象企業へのM&Aによる付加価値の移転を引き起こしているという価値移転仮説を裏付けている。Roll(1986)は買収プレミアムと株価効果に負の相関性が生じる理由として経営者の傲慢理論を提示している。(中略)したがって本研究でも、買収プレミアムがM&Aの当事者間の付加価値の配分に影響をあたえている可能性について検証する」[井上・加藤(2006), p.126]。つまり、合併・買収プレミアムにより価値移転仮説が裏付けされ、価値移転仮説は経営者の傲慢理論を理由付ける関係にある。したがって、合併・買収プレミアムをもちいた価値移転仮説の検証により、経営者の傲慢理論を実証することができるのである。

まず、合併・買収プレミアムの一般的な動向をレビューしてみよう。服部(2008)では、日米の合併・買収プレミアムの比較を調査し、M&Aの成否要因をみいだすために合併・買収プレミアムをもちいた検証をおこなっている。1997年から2007年までの米国1913件、国内415件M&Aにおける合併・買収プレミアムの平均値(%)と件数の推移を示し、合併・買収プレミアムの一般的な水準を明らかにしている。特筆すべきは、1997年当時の米国プレミアムは+35%超で国内の5%強と大差があったが、2007年度には米国の+30%強にたいして国内は+25%程度となり、数値的には拮抗してきていることである[服部(2008), p.32]。こ

の要因について服部(2008)は明確な示唆をあたえていないが、国内の M&A も合併・買収プレミアムからみると世界的な標準値に高まりつつあるようだ。

図表 3-5 合併・買収プレミアムの日米比較



出所: 服部(2008), 32 ページ。

井上・加藤(2006)は、M&A の価値移転仮説を検証するために、買収プレミアムをもちいた実証研究をおこなっている。国内の 1990 年から 2002 年までの上場企業間における買収のみ 165 件を対象として、買収プレミアム+5%超のプレミアム価格グループ、-5%以上+5%以下の市場価格グループ、-5%超のディスカウントグループに区分し、それぞれの CAR(-3,+3)日を分析している。その結果、買収プレミアムが高いほどターゲット企業の CAR が高く、買い手企業から価値の移転が確認されている[井上・加藤(2006), 145-149 ページ]。

図表 3-6 合併・買収プレミアムによる価値移転仮説の検証

a. サンプル全体

グループ	N	買収企業		買収対象企業	
		3日間 CAR	差の検定	3日間 CAR	差の検定
プレミアム価格	56	-0.7% (-0.68)	-4.9%** (-2.38)	10.0%*** (6.60)	4.7% (1.53)
市場価格	27	4.2%** (2.04)	2.2% (0.85)	5.3% (1.66)	12.5%*** (3.25)
ディスカウント価格	30	2.0% (1.15)		-7.2%*** (-3.20)	

(注) 括弧内は t 値, ***, **, *はそれぞれ 1%, 5%, 10%水準で有意であることを示している。

出所: 井上・加藤(2006), 145 ページ。

森・劉(2008)は、国内の M&A による価値移転について検証している。1999 年 1 月から 2006 年 12 月にかけて公表された国内の合併のみ 91 件を対象として、消滅企業と存続企業の合併プレミアムを実証した。合併プレミアムは全体平均の+5.4%よりも高い場合を高プレミアム、下回る場合を低プレミアムとしている。その結果、高プレミアム消滅企業の CAR は低プレミアム消滅企業の CAR よりも高い。反対に、高プレミアム存続企業の CAR は低プレミアム存続企業の CAR よりも低いことが明らかにされた[森・劉(2008), 123-126 ページ]。この実証結果は、価値移転仮説の正しさを支持している。

以上のとおり、経営者の傲慢理論を実証することが可能な、価値移転仮説の主要な先行研究をレビューしてきた。その結果、高プレミアムの M&A 取引の場合、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転していることが明らかにされている。すなわち、経営者の傲慢理論が実証されたのである。しかしながら、多くの先行研究は合併もしくは買収のみを対象とした、一方向からの検証であることがわかった。

5. むすび

本章の目的は、M&A が株主価値へあたえる短期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することであった。M&A による短期的な経済効果を測定するために、M&A の情報開示と株価効果を検証した主要な先行研究をレビューしたのである。

具体的には、M&A の情報開示が株価効果にもたらす超過リターンへの傾向、合併と買収という M&A の取引形態がそれぞれ株価効果にあたえる影響、M&A にはシナジー効果がないとする経営者の傲慢理論を検証している研究、以上 3 つの視点から M&A の情報開示と株価効果についての主要な先行研究をレビューしてきた。

第 2 節ではイベント・スタディによって実証された株価効果について、米国および国内の先行研究を取りあげ日米の株価効果の全体的な傾向を考察した。先行研究で Jensen and Ruback(1983) が指摘しているように、米国の M&A における買い手企業の CAR はほとんどゼロだが、ターゲット企業の CAR は買収企業に比べてはるかに高い株価効果が得られていることが確認された[Jensen and Ruback(1983), pp10-23]。他方、国内では 1970 年代から 1999 年までの買い手企業およびターゲット企業において顕著な CAR は認められず、双方の CAR を合計しても顕著なプラスがないことがわかっている[Pettway and Yamada (1986), pp46-47, pp50-51]。しかしながら、1999 年以降の M&A においては、とくにターゲット企業の CAR が増加しており、1999 年の M&A 取引にかんする規制緩和が株価効果の向上に影響をあたえていることが松尾・山本(2006)により明らかにされた[松尾・山本(2006), pp.24-32]。

第3節の目的は、M&Aの形態としての合併と買収に着目し、それぞれの株価効果を測定している先行研究をレビューすることであった。しかしながら、主要な先行研究をレビューした結果、ひとつの研究のなかで合併と買収を同時に比較検討している先行研究はほとんど存在していないことがわかった。そのなかで稀有な先行研究といえる薄井(2001)と松尾・山本(2006)をレビューした結果、合併の場合は買い手企業の方が高いCARを獲得し、他方で買収ではターゲット企業が高いCARを得ていることが確認された。すなわち、合併と買収というM&Aの形態によって、株価効果の波形が大きく相違していたのである。この発見事項は本章の成果といえる[薄井(2001), pp.85-89], [松尾・山本(2006), pp.20-22]。これらのことから、合併と買収を区分して株価効果を対比することは、シナジー理論と経営者の傲慢理論の特徴を観察するうえでも重要な要因であることがわかる。

第4節では、M&Aにシナジー理論はなく、買い手企業の価値がターゲット企業へプレミアムとして移転してしまうとする、経営者の傲慢理論に関する先行研究をレビューした。経営者の傲慢理論を、合併・買収プレミアムをもちいた価値移転仮説により検証した先行研究をレビューすることにより、経営者の傲慢理論の実態を把握するよう試みたのである。その結果、井上・加藤(2006)、森・劉(2008)において、合併・買収プレミアムにより買い手企業の価値がターゲット企業へ移転していることを確認した[井上・加藤(2006), 145-149 ページ], [森・劉(2008), 123-126 ページ]。しかしながら、これらの研究では合併と買収におけるプレミアムの比較がなされていない。合併と買収それぞれのプレミアムは、どのような傾向になっているのだろうか。経営者の傲慢理論の実証のためには、合併と買収のプレミアムを同時に検証し、その結果を対比することが望ましいのではないか。

このように、本章では多くの主要な先行研究からイベント・スタディにおける株価効果の全体的な傾向、合併と買収によって異なる買い手企業とターゲット企業の超過リターン傾向、経営者の傲慢理論を実証する合併・買収プレミアムによる先行研究についてレビューすることができた。また、先行研究の問題点と限界点を抽出することができたことから、本研究ではその課題を考慮し実証研究を進めていく。

注

¹ 長期間にわたるイベント・スタディも研究されているが、Jensen and Ruback(1983)ではM&A後の買い手企業における長期の株価効果はマイナスになることを検証している。Mitchell and Stafford(2000)も、買い手企業の3年後のCARは-15%になることを実証している。なお、長期間のイベント・スタディにおいて、多くの先行研究ではターゲット企業のCARは+10%弱とプラスになっている。

² パフォーマンス・スタディについては、本論文の第5章および第6章で取りあげている。

³ 測定期間は任意であるが、イベント日の前後1日から5日、長くても前後30日程度が一般的である。

- 4 Dodd(1980),Asquith(1983),Eckbo(1983)の先行研究を取りあげている。買収企業のサンプル数は 358 社, 被買収企業のサンプル数が 339 社である。
- 5 この先行研究は, 成功した株式公開買付の事例のみを対象としている。
- 6 詳細には 1963 年から 1968 年, 1968 年から 1980 年, 1981 年から 1984 年の 3 期間に区分して株価効果の分析がおこなわれている。
- 7 測定はイベント日の-20 日から+10 日までの期間である。
- 8 測定はイベント日の-20 日から+10 日までの期間である。
- 9 さらに, Andrade ,Mitchell ,and Stafford(2001)も 1973 年から 1998 年までの 4,256 件を分析し, 買収企業の *CAR*は-0.7%, 被買収企業の *CAR*は+16.0%と報告している。この結果は, 他の先行研究の結果を支持している。
- 10 1967 年から 1974 年の合併 78 件を対象に, 合併公告月後 72 ヶ月の *CAR*がマイナスとなっていることを明らかにした。
- 11 *t* 値については 5%水準で有意としているが, 具体的な *t* 値は示されていない。
- 12 いずれも *t* 値は示されていない。
- 13 井上・加藤(2006)でも, 国内の M&A において 1999 年 10 月の商法改正により株式交換と株式移転が追加されたことに着目している。商法改正前の合併と株式公開買付の場合は, それぞれ買い手企業の *CAR*は+2.33%(*t*=1.24), +0.34%(*t*=0.10), ターゲット企業では+0.63%(*t*=0.36), +7.21%(*t*=1.94)であった。他方で, 株式交換と株価移転が導入された以降を測定してみると, それぞれ買い手企業で+3.50%(*t*=1.79), +7.13%(*t*=1.85), ターゲット企業においてはそれぞれ+11.91%(*t*=3.41), +10.65%(*t*=3.06)となっており, 制度改正が株価効果の向上に影響していることを明らかにした。
- 14 しかしながら, 国内の先行研究は買い手企業の *CAR*のみを検証しているものが多く, 米国のように多くの先行研究から全体的な買い手企業の株価効果の傾向を把握することは容易ではない。
- 15 M&A の詳細な取引形態に関する主要な研究は, 以下のとおりである。Dodd and Ruback(1977)は株式公開買付の事例を取りあげ, 買い手企業の失敗の場合の 1 ヶ月間の *AR*が+0.58%(*t*=1.19), ターゲット企業は+18.96%(*t*=12.41)であることを明らかにし, 株式公開買付の場合は M&A が失敗したにもかかわらず高い株価効果を獲得していることを見いだした。Manne(1965)は複数の買い手企業と競合する M&A を, 会社支配権市場(Market for Corporate Control)と名づけた。現在では複数の買い手企業との競合を必要とする M&A は, 一般的にコンテスト型 M&A ともよばれている。コンテスト型 M&A は競争率が高いために, 競合のない非コンテスト型 M&A よりも買収プレミアムを高める要因とされている。Bladley,Desai and Kim(1988)は, コンテスト型の M&A は競合をするため買い手企業はターゲット企業にたいして最大限での評価額で買収しなくてはならず, ターゲット企業の株主にはプラスの株価効果があるが買い手企業の株価効果は低減することを確認している。Jensen(1986)は, 多角化などの成長戦略にはリスクがあり株主価値を低減させる可能性があり, そのような経営判断にたいするモニタリング能力が株主の多様化や分散によって低下していることを指摘している。また, 日本におけるモニタリングの重要性を示す先行研究としては, Yeh and Hoshino(2001)がある。この先行研究によれば 1981 年から 1991 年までの買い手企業の *CAR*はプラスであるが, 1992 年から 1998 年の *CAR*はマイナスであり, この要因は銀行のモニタリング機能の低下にあると指摘している。Kang,Shivdasani and Yamada(2000)は, 国内での M&A において買い手企業およびターゲット企業と取引銀行との密接な関係が *CAR*にプラスの影響をあたえることを検証している。さらに, 薄井(2001)は銀行による外部モニタリングの低下が *CAR*のマイナスにつながることを報告している。株主のインサイダー取引が株価効果に影響あたえると指摘したのは, Keown,A.J and John.M.P.(1981)である。1975 年から 1978 年までの買い手企業 194 社を対象に検証をおこなった合併直前 5 日前の *CAR*がすべてプラスとなっていることに注目し, この株価効果は株主がインサイダー取引をおこなったために生じたものであると指摘した。裁定取引が, 株価効果に影響を

たえるという考え方もある。裁定業者が買収価格とターゲット企業の株価差額により利益を得る裁定取引が、プラスの株価効果を生む可能性を Mitchell and Pulvino(2001)は論じている。関係会社間の M&A が、株価効果に影響することを確認したのは Slovin and Sushka(1998)である。親会社子会社間の M&A において、親会社はプラスの CAR になる傾向がある。また、第三者買収企業への子会社売却はさらに超過リターンがおおきくなるが、第三者買収企業の CAR はマイナスの傾向となるために、第三者買収企業の株主は高い買収プレミアムを支払されていることを指摘している。ポイズン・ピル(poison pill) やサメ除け(shark-repellent)などの買収防衛策が買収プレミアムにあたる影響を、Malatesta and Walking(1988)や Jarrel and Paulsen(1987)はみいだしている。市場は買収防衛策を導入した企業にたいして過大な評価をおこなうため、買収プレミアムが増加することを明らかにした。買収の支払手段も株価効果に影響をあたえている。Franks, Harris, and Mayer(1988)は、株式対価買収よりも現金対価買収の方がより高い CAR を買収企業にもたらすことを確認している。

¹⁶ 本研究は国内における M&A を対象としているため、本節では国内の合併および買収を研究している文献のみを取りあげている。

¹⁷ 残念ながら、買収だけを取りあげた分析がなされていない。

¹⁸ 先行研究によっては「合併プレミアム」もしくは「買収プレミアム」と表現されているが、本研究では合併と買収の双方からプレミアムの検証をおこなうため、「合併・買収プレミアム」としている。

¹⁹ 井上・加藤(2006)によると、「買収プレミアムと株価効果の関連性問題を考える上で重要な仮説に、経営者の傲慢仮説(Hubris hypothesis)がある。Roll(1986)は、買収企業の超過リターンがマイナスとなる傾向の背景には、買収企業の経営陣が市場株価より自分自身の株価評価を信じ、大きな買収プレミアムを正当化する自信過剰が背景にあるとしている。このような投資スタンスは買収企業経営陣の傲慢であり、この傲慢に M&A の失敗の原因があるとしている」と論じている。なお、井上・加藤では傲慢仮説となっているが、薄井(2001)などでは傲慢理論となっている。著者により表現が一致していないが、本研究では第 2 章で明らかにしたように経営者の傲慢理論を M&A の重要な理論としてとらえている。

²⁰ 本研究では合併および交換比率について、レコフ『MARR』で公表されている数値のみをもちいている。合併および交換比率が明らかにされていない M&A については、本研究の対象サンプルから除外している。

²¹ ただし TOB の場合は、イベント前日のターゲット企業の株価と TOB 価格の差額、イベント前日の株価にたいしての割合を合併・買収プレミアムとしている。公式は、合併・買収プレミアム = $\frac{PTOB - PT}{PT}$ となる。なお PT はイベント前日のターゲット企業の株価、 $PTOB$ は TOB 価格となる。

第4章 M&A が株主価値に与える短期的経済効果の実証研究

— 株価累積超過収益率をもちいて —

1. はじめに

本章の目的は、M&A が株主価値に与える短期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を検証することである。M&A の短期的な影響は、M&A による情報開示の株価効果を測定することで可能となる。短期的な株価効果の測定モデルは、CARをもちいたイベント・スタディが一般的である。

M&A の株価効果に関する主要な先行研究をみると、M&A が公表された日をイベント日として、その前後期間の株価にたいする効果を測定する実証研究が多くみられる。これらはイベント・スタディ(Event Study)と総称されており、株価から算出されるARの累積値であるCARをもちいて、M&A が株価効果に与える収益である超過リターンが測定されている。一般的にM&A が株主価値に与える影響について、イベント日の前後1ヶ月程度における短期間の株価効果を評価する分析手法にイベント・スタディは多くもちいられている。

1960年代後半から1970年代にかけてのイベント・スタディによる実証研究を取りまとめ、1980年代後半から1990年代におけるイベント・スタディ隆盛期のきっかけとなった先行研究がJensen and Ruback(1983)である。この研究では米国の1983年以前におこなわれた主要なイベント・スタディが取りまとめられ、M&A がもたらす短期的な株価効果の傾向についての検証がなされている。1983年以前の米国におけるM&A では¹、買い手企業のCAR(-1,+0)日は+0.20%($t=0.78$)から-1.09%($t=-2.98$)の範囲であったが、ターゲット企業のCAR(-1,+0)日は+6.20%($t=23.07$)から+13.41%($t=23.80$)であり、米国のM&A ではターゲット企業の超過リターンはかなり高くなるが買い手企業の超過リターンはほとんどないという傾向が明らかにされている[Jensen and Ruback(1983), pp10-23]。

他方、M&A にはシナジー効果がないとする研究がRoll(1986)により展開されている。Roll(1986)は、経営者は市場によるターゲット企業の評価ではなく経営者自身による評価を信じる傾向にある。そのため、ターゲット企業を市場価値よりも割高に買収してしまい、買い手企業の価値がプレミアムとしてターゲット企業へ移転してしまうとする経営者の傲慢理論を唱えている[Roll(1986), pp.212-214]。また、経営者の傲慢理論を検証するために、井上・加藤(2006)や森・劉(2008)らにより合併・買収プレミアムをもちいた価値移転仮説による実証がおこなわれている[井上・加藤(2006), 145-149 ページ], [森・劉(2008), 123-126 ページ]。

国内におけるCARをもちいた本格的なM&Aのイベント・スタディは、1980年代からはじめられている。Pettway and Yamada²(1986), Yeh and Hoshino(2001)³, 薄井(2001)⁴な

どにより 1970 年代から 1999 年の期間について研究がおこなわれている。国内の M&A では、1970 年代から 1999 年までの買い手企業とターゲット企業において顕著な株価効果はなく、双方の *CAR* を合計してもほとんどプラスがないことが検証されている[Pettway and Yamada(1986), pp46-47, pp50-51], [Yeh and Hoshino(2001), pp.157-159], [薄井(2001), pp.85-89]。

しかしながら、1999 年以降の国内における M&A を対象とした研究では、松尾・山本(2006)⁵がそれ以前の時期にくらべて買い手企業とターゲット企業の超過リターンが増加していることを実証している。その要因として、1999 年に実施された M&A の取引形態に関する規制緩和を取りあげている[松尾・山本(2006), pp.20-22]。また、井上・加藤(2006)⁶においても、同様の結果が実証されている[井上・加藤(2006), pp.114-118]。

このように多くの先行研究では *CAR* をもちいて株価効果が測定され、M&A が株主価値にあたる影響について検証がおこなわれている。本章においても先行研究と同様に *CAR* を測定し、M&A が株主価値にあたる効果について、シナジー理論と経営者の傲慢理論をもちいた検証をおこなう。これらの検証結果から、M&A が短期的に株主価値におよぼす効果を考察することができれば、M&A による経済的シナジー効果について一定の示唆をあたえることができる。

本章では第 2 節において株価効果の分析モデルであるイベント・スタディの解説および研究対象とするデータの範囲を特定し、実証研究のためのリサーチ・デザインを説明する。第 3 節および第 4 節では、合併における買い手企業 65 社、ターゲット企業 65 社、買収においては買い手企業 84 社、ターゲット企業 84 社、合計 298 社を対象として 3 つの検証をおこなう。評価モデルには *CAR*, 加重 *CAR*, 合併・買収プレミアム、これら 3 つをもちいて M&A が短期的に株主価値にあたる効果を検証する。第 5 節では本章の要約をおこない、M&A の短期的な経済効果におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論の効果をまとめる。

2. リサーチ・デザイン

本節の目的は、M&A による短期的な株価効果を測定するためのイベント・スタディについて、その検証方法を説明することである。

短期的な株価効果を測定する主要な評価モデルには、期待されるリターンと実際のリターンの比較をする資本資産価格モデル(Capital Asset Pricing Model:CAPM)、イベントで獲得したリターンとその企業の過去の平均リターンとの比較をおこなう平均収益率調整モデル、そしてイベントで獲得したリターンと TOPIX など株価動向指数のリターンを比較する市場モデルがある。それぞれの評価モデルでは、パラメーターの残差(Residual)が計算され、この残差が TOPIX などの株価動向指数だけでは表現できない超過リターンの部分とみなされ

る。

株価効果の測定対象期間は合併が発表されたイベント日を 0 日として、それ以前をマイナス、以後をプラスとしてカウントしている。測定期間は先行研究によりさまざまでありイベント日の前後1日から 5 日間の測定、長くても前後 30 日程度の観察期間が一般的のようである。

これらのモデルを検討してみると、資本資産価格モデルの場合は期待される超過リターンを算出する際にアナリストの予測値が必要となることから、客観的なデータにもとづく実証研究には不向きといえる。また、平均収益率調整モデルではそれぞれの企業の過去データとの対比をおこなうことから、個別の企業にたいする検証には適しているが、市場における全体的な超過リターンの実証に適しているとはいえない。したがって本章ではアナリストの予測値が不要であり、全体的な超過リターンの傾向について分析しやすい市場モデルをもちいることにする。

市場モデルによって得られる市場調整収益率は、以下のとおりにあらわすことができる。

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

証券 i の t 日の原収益率である $R_{i,t}$ から TOPIX の t 日の原収益率 $R_{m,t}$ を差し引くと、証券 i の t 日の株主超過リターン $A_{i,t}$ が算出される。そして $A_{i,t}$ のイベントウィンドウの日次サンプル平均から、株価異常収益率である AR が求められる。

$$AR_t = \sum A_{i,t} / N \quad (2)$$

株価異常収益率 AR の該当する期間の合計値から、株価累積異常収益率 CAR を以下のように算出することができる。

$$CAR = \sum AR_t \quad (3)$$

本章においては株価効果の指標として、 AR と CAR をもちいることにした。超過リターンの観測期間については先行研究によりさまざまであるが、本研究ではイベント日の前後 45 日間、イベント日を含め 91 日間を観察することにする。先行研究において比較的長い観測期間は Pettway and Yamada (1986) のイベント日前 30 日間とイベント後 40 日間の観測であり [Pettway and Yamada (1986), pp.44-46], 井上・加藤 (2006) などイベント日の前後 10 日間を観察する先行研究も多くみられる [井上・加藤 (2006), pp108-109]。しかしながら、現在の企業においては四半期決算制度の導入以降、とくに上場企業は四半期決算をひとつの目安として企業活動をおこなっている。つまり株式市場においても四半期決算を基準、すなわち 3 ヶ月という期間のなかで株価が形成されていくと考えることもできる。したがって株価

の動向を把握するためには少なくとも 3 ヶ月間の株価の推移を観察する必要があり、本章においては 3 ヶ月に相当するイベント日の前後 45 日間、イベント日を含めた 91 日間を観測期間とした。

本章における対象サンプルについては、1998 年 4 月 1 日から 2008 年 3 月 31 日までの間に国内で合併もしくは買収をおこなった東京証券取引所市場第一部に上場している企業を取りあげている。株価と TOPIX については、すべてデータ・ゲット社『10 年株価データ (CD-ROM)』のデータを参照した。具体的に使用したデータは以下のとおりである。

- ① 各社『有価証券報告書』1998 年-2008 年。
- ② 東京証券取引所『東証要覧』1998 年-2008 年各年号。
- ③ 日本経済新聞社『日経会社情報』1998 年-2008 年各四季号。
- ④ レコフ『MARR』1998 年-2008 年各月号。
- ⑤ データ・ゲット社『10 年株価データ (CD-ROM)』2008 年版。

1998 年 4 月 1 日から 2008 年 3 月 31 日までの対象となる M&A のデータ⁷から、対象期間に東京証券取引所市場第一部にまだ登録されていない、もしくは登録が廃止されている 10 年間のデータが入手不能な企業は除外した。その結果、合併では買い手企業 65 社、ターゲット企業 65 社、買収においては買い手企業 84 社、ターゲット企業 84 社、合計 298 社が研究対象となった⁸。サンプル企業の一覧は、図表 4-1、図表 4-2 のとおりである。

図要 4-1 合併サンプル一覧

イベント日	合併 買手企業	証券コード	合併 ターゲット企業	証券コード	合併・交換比率	
1	1998/10/17	日本梱包	5701	東洋アルミニウム	5737	1対3
2	1998/10/29	日本石油	5001	三菱石油	5004	1対0.525
3	1998/11/21	大阪商船三井船	9104	パシフィック	9105	1対0.285
4	1999/1/20	中央信託銀行	8408	三井信託銀行	8401	1対0.3
5	1999/1/21	三菱化学	4010	東京田辺製薬	4532	1対1.75
6	1999/3/19	新日本証券	8606	和光証券	8608	1対1
7	1999/3/24	ANA	7248	ANA	7281	1対1
8	1999/8/26	三菱	6113	三菱マテリア	6959	1対0.873
9	1999/8/26	三菱	6107	三菱	6108	1対0.487
10	1999/10/15	住友銀行	8318	三井銀行	8314	1対0.6
11	1999/11/25	豊田通商	8015	通商	9069	1対1.3
12	2000/2/17	東京証券	8616	東海丸万証券	8620	1対1.75
13	2000/2/17	エスエス石油	5012	東燃	5005	1対2.7
14	2000/2/19	三井海上火災保険	8752	住友海上火災保険	8753	1対1.09
15	2000/3/1	日本火災海上保険	8754	東洋火災海上保険	8762	1対1
16	2000/3/1	大東京火災海上保険	8761	千代田火災海上保険	8768	1対0.9
17	2000/3/27	日本製紙	3863	大昭和製紙	3871	1対0.6
18	2000/8/28	大和ハウス工業	1925	大和団地	8829	1対0.3
19	2000/9/14	東海海上火災保険	8781	日動火災海上保険	8780	1対0.89
20	2000/10/4	昭和電工	4004	昭和アルミニウム	5734	1対1
21	2000/11/2	安田火災海上保険	8755	日産火災海上保険	8756	1対0.36
22	2001/3/17	横和銀行	8391	九州銀行	8548	1対0.75
23	2001/4/4	INAX	5938	INAX	5336	1対0.424
24	2001/4/14	川崎製鉄	5403	NKK	5404	1対0.75
25	2001/5/8	イトーヨーカ堂	8199	イトー	8161	1対0.99
26	2001/9/17	大正製薬	4535	田辺製薬	4508	1対0.55
27	2001/11/9	日産自動車	5014	日産自動車	5716	1対2.54
28	2002/1/29	三井建設	1821	住友建設	1823	1対1.2
29	2002/4/19	西日本銀行	8327	福岡銀行	8539	1対0.7
30	2002/9/28	明光証券	8623	三井証券	8610	1対0.6
31	2002/10/12	明電舎	6508	明電インテック	9649	1対2.65
32	2002/11/9	神戶製鋼	6212	神鋼	7142	1対0.6
33	2002/11/26	エニックス	9684	エニックス	9620	1対0.81
34	2002/12/11	日商岩井	9063	ニチレイ	8004	1対1.54
35	2003/1/17	エニックス	4902	エニックス	7753	1対0.621
36	2003/5/1	三菱	6113	三菱マテリア	6107	1対0.657
37	2003/5/23	北陸銀行	8357	北海道銀行	8353	1対0.8
38	2003/7/12	YUASA	6933	日本電池	6931	1対1
39	2003/10/11	イトー	8021	イトー	8118	1対1.2
40	2003/12/18	日本酸素	4091	大陽東洋酸素	4103	1対0.81
41	2004/2/25	山之内製薬	4503	藤沢薬品工業	4511	1対0.71
42	2004/5/18	カシ	6426	カシ	7964	1対0.28
43	2004/7/17	三菱東京UFJ銀行	8306	UFJ銀行	8307	1対0.62
44	2005/2/1	中興工業	3877	三菱製紙	3864	1対0.555
45	2005/2/4	光洋精工	6473	豊田工業	6206	1対0.76
46	2005/2/19	三共	4501	第一製薬	4505	1対1.159
47	2005/3/18	山口銀行	8380	ちみじ銀行	8329	1対1.70
48	2005/4/27	三菱化学	4010	三菱ケミカル	4509	1対3.13
49	2005/5/2	イトー	7967	イトー	9752	1.5対1
50	2005/5/13	イトー	7867	イトー	7969	1対0.366
51	2005/6/5	豊田通商	8015	トヨタ	8003	1対0.069
52	2005/11/5	国産石油開発	1604	帝国石油	1601	1対0.00144
53	2006/2/23	近畿日本鉄道	2579	近畿日本鉄道	2576	1対0.451
54	2006/4/27	不動建設	1813	イトー	1863	1対2.40
55	2006/5/24	伊藤忠テクノサービス	4739	CROテクノサービス	9660	1対0.31
56	2006/10/18	三菱UFJ銀行	8593	UFJ銀行	8599	1対1
57	2006/10/25	三菱UFJ銀行	4795	JSAT	9442	1対4
58	2006/11/21	東海電力	3706	神鋼製鉄	3881	1対1.73
59	2006/12/16	イトー	7626	イトー	6968	1対0.3
60	2006/12/21	HDYA	7741	イトー	7750	1対0.158
61	2007/3/14	大丸	8234	松坂屋	3051	1対0.714
62	2007/3/21	イトー	8905	イトー	8853	1対0.80
63	2007/4/26	イトー	9952	日本エレクトロニクス	2775	1対1.687
64	2007/8/23	伊勢丹	8238	三越	2779	1対0.34
65	2007/12/14	TIS	9751	イトー	3819	1対0.79

図表 4-2 買収サンプル一覧

	イベント日	買収 買手企業	証券コード	買収 ターゲット企業	証券コード	出資比率	合併・交換比率
1	1998/8/28	東芝	6502	東芝テック	6588	50%	
2	1998/8/29	江2自動車	7203	アパレル工業	7262	51.2	
3	1998/10/31	JT	2914	鳥屋食品	4551	53.47	
4	1998/11/10	J77	6301	コナミソフト	7204	50.9	
5	1999/1/28	三菱化学	4010	日本化成	4007	50%	
6	1999/1/23	富士銀行	8317	安田信託銀行	8404	60%	
7	1999/2/27	日立	9736	日立	9232		
8	1999/3/1	東京急行電鉄	9005	東急建設	1855	58.43	
9	1999/5/11	第一勧業銀行	8311	勧業証券	8507	52	
10	1999/7/28	日石三菱	5001	真壁石油	5006	55.83	
11	2000/4/7	神戸製鋼所	5408	日本鋼管建設	5476	51	
12	2000/6/15	J77	6301	小松製作	7225	50.8	
13	2000/8/26	NEC	6701	日通工	6705	53	
14	2000/11/9	住友工業	5110	エフエフ	5106	51	
16	2000/12/27	東京急行電鉄	9006	東急システム	9726	100	1対0.32
16	2001/1/29	JPM	9766	エフエフ	4643	54.64	
17	2001/2/28	コナミ	7943	三井木材工業	1791	100	1対0.12
18	2001/3/27	三洋信販	8573	三洋カード	8519	51	
19	2001/4/24	江2自動車	7203	日野自動車	7208	50.1	
20	2001/9/28	NEC	6701	トヨタ	6759	66.6	
21	2002/4/19	日立製作所	6501	日立システム	7278		1対0.197
22	2002/4/19	電気化学工業	4061	東洋化学	4210	100	1対1.15
23	2002/4/24	日本エレクトロニクス	3893	日本紙	3859		1対0.00028
24	2002/4/25	東京急行電鉄	9005	東急車両製造	7123	100	1対0.167
26	2002/4/26	豊田自動織機	6201	アビエック	6345	51	
26	2002/8/28	川崎重工	7012	日本銀行	7407	1.140	
27	2003/1/24	森人	3401	吉祥製菓	4560		
28	2003/2/21	住友金属工業	5408	開成建設	5633		1対0.606
29	2003/5/24	住友商事	8053	住友商事システム	9719	51.02	
30	2003/10/25	エフ	8270	鈴丹	8193	60	
31	2003/11/13	三菱化学	4010	三菱ケミカル	4509	58.94	
32	2003/11/21	日立	1853	不動建設	1813	51%	
33	2003/12/19	日立金属	5486	住友特殊金属	6975		
34	2003/12/20	松下電器産業	6752	松下電工	6991	52.7	
36	2004/2/16	日本電産	6594	三協精機製作所	7757	62.27	
36	2004/2/21	住友システム	4203	積中システム工業	4226	51.65	
37	2004/3/30	UFJホールディングス	8307	UFJ証券	8521	100	1対0.00095
38	2004/7/23	東レ	3402	糖理	8014	51.46	
39	2004/8/27	三菱東京UFJホールディングス	8306	三菱東京UFJホールディングス	9645	100	1対0.00135
40	2004/9/27	東京急行電鉄	9005	東急百貨店	8232	59.18	1対0.32
41	2004/10/19	富士エフ	4544	イズミエフ	9700	66.57	
42	2004/11/25	日本郵船	9205	JALDX	2729	51.2	
43	2004/11/27	セコム	6724	東洋通信機	6708	68.25	
44	2004/12/3	NEC	6701	NECソフト	4774	82.88	
45	2005/5/17	三菱電機	6503	日本建設	5972	100	1対0.48
46	2005/8/23	スクウェア・エニックス	9684	サイバー	9646	93.7	
47	2005/11/2	兼松	8020	兼松工機	8096	50.36	
48	2005/11/9	日清紡	3105	新日本製紙	6911	52.71	
49	2005/12/20	山崎	6845	金剛製作所	7724	59.37	
50	2005/12/28	東急不動産	8815	東急システム	4711	50.01	
51	2006/2/3	昭和3井	9104	宇徳運輸	9358	約51	
52	2006/3/31	三井住友ホールディングス	8316	SMBCLD証券	8523	100	1対0.0008
53	2006/4/3	イト	8267	イト	8853	60.25	
54	2006/4/12	エフエフホールディングス	3382	エフエフ	8188	100	1対0.88
55	2006/6/12	エフエフホールディングス	1722	東北物産	1907	52.3	
56	2006/6/19	エフエフホールディングス	8766	日新次郎海上保険	8757	100	1対0.125
57	2006/5/29	阪急ホールディングス	9042	阪神電気鉄道	9043	100	1対1.4
58	2006/7/28	三菱商事	8058	金剛	8064	51.1	
59	2006/7/22	ファーストフィナンシャル	9983	ファースト	8164	51.66	
60	2006/7/29	三菱ホールディングス	5711	三菱仲調	6771	51.04	
61	2006/8/2	王子製紙	3861	北越製紙	3865	3.08	
62	2006/10/11	日立製作所	6501	日立	6798	63.66	
63	2006/10/14	住友信託銀行	8403	住信リース	8432	95.44	
64	2006/10/14	住友商事	8053	住信リース	8592	96.8	
65	2006/11/17	日立	2503	日立	2536	50.89	
66	2006/11/21	日立	9735	臨海防災	6744	50.93	
67	2006/12/11	日立ホールディングス	1334	日立	1331	100	1対0.905
68	2007/2/1	中部電力	9602	トエック	1946	52.12	
69	2007/2/14	イト	8267	イト	7512	48.45	
70	2007/2/28	日本エニックス	8056	エニックス	3713	66.9	
71	2007/3/2	大和ハウス工業	1925	エニックス	6519	50.43	
72	2007/3/17	イト	7732	イト	7720	93.82	
73	2007/5/17	ヤマハホールディングス	8060	ヤマハ	4692	63.17	
74	2007/5/19	三菱商事	8058	東宝製粉	2003	65.58	
75	2007/5/19	アビエックホールディングス	9783	東京国際経営学院	4745	53.42	
76	2007/5/31	HDVA	7741	アビエック	7750	90.58	
77	2007/6/12	味の素	2802	味の素	2591	100	1対0.95
78	2007/7/27	JPM	8574	三洋信販	8573	100	
79	2007/9/28	凸版印刷	7911	凸版印刷	7913	44.89	
80	2007/10/22	イトホールディングス	2503	協和発酵工業	4151	50.1	
81	2007/11/16	住友電気工業	5802	日新電機	6641	52.02	
82	2007/11/22	JT	2914	加1吉	2873	93.88	
83	2007/12/7	新生銀行	8303	ソフ	8568	67.7	
84	2007/12/15	三菱地所	8802	藤和不動産	8834	52.11	

検証 1: *CAR* をもちいた実証

シナジー理論: 買い手企業とターゲット企業の両方にプラスの株価効果をもたらす。

経営者の傲慢理論: 買い手企業からターゲット企業に株価効果が移転する。

さらに本章では *CAR* をもちいた株価効果だけではなく、その他の評価モデルをもちいて M&A におけるシナジー理論および経営者の傲慢理論の実証をおこなう。ふたつ目は、M&A が創出する総便益の推計値から加重 *CAR* を算出する評価モデルをもちいる。Bradley, Desai, and Kim (1988), 薄井 (2001) で示されているように、買い手企業とターゲット企業のシナジー効果は株主の富の変化分として定義され、それぞれの便益は以下のようにあらわすことができる [Bradley, Desai, and Kim (1988), pp9-13], [薄井 (2001), 91-93 ページ]。

$$\Pi_{ib} = BMV_i \cdot 6 \times CAR_{ib} (-5, +5) \quad (4)$$

$$\Pi_{it} = TMV_i \cdot 6 \times CAR_{it} (-5, +5) \quad (5)$$

M&A の *i* 番目のイベントについて、イベント 6 日前の便益 Π_{ib} (Π_{it}) は株主資本の時価総額 BMV_i (TMV_i) 〇にイベント前後 5 日間の *CAR* を乗じて便益を推計している。この便益により、株価の超過リターンではなく、M&A における効果が金額ベースで測定される。これらの便益を総計し、総便益は $\Pi_i = \Pi_{ib} + \Pi_{it}$ で求めることができる。また、それぞれの便益をもちいて合併・買収企業および買い手企業、ターゲット企業を総計した企業のリターンを加重 *CAR* として推計することができる。この加重 *CAR* をもちいることにより、M&A が金額ベースで株主価値にあたえる効果を測定することができる。

$$\text{加重 } CAR = \frac{BMV_i \times CAR_{ib} (-5, +5) + TMV_i \times CAR_{it} (-5, +5)}{BMV_i + TMV_i} \quad (6)$$

検証 2: 総便益と加重 *CAR* をもちいた実証

シナジー理論: 買い手企業とターゲット企業の両方にプラスの便益と加重 *CAR* をもたらす。

経営者の傲慢理論: 買い手企業からターゲット企業に便益と加重 *CAR* が移転する。

他方 M&A は買い手企業の価値がターゲット企業に移転してしまうとする経営者の傲慢理論は、合併および買収プレミアムの公式をもちいた価値移転仮説により検証することができる。

$$\text{合併・買収プレミアム} = \frac{P_A \times \gamma - P_T}{P_T} \quad (7)$$

合併・買収プレミアムは合併、株式交換、株式移転においてイベント前日の買い手企業である合併・買収企業の株価に合併比率¹⁰を乗じて算出される価格と、おなじくイベント前日のターゲット企業の株価をもちいて算出される。算出されたプレミアムが高いほど買い手企業がターゲット企業を割高で合併もしくは買収している、すなわち買い手企業の価値がターゲット企業へ移転した証左となる。

具体的にはプレミアムの結果がプラスの案件を高プレミアム、マイナスを低プレミアムと区分し、それぞれにおける買い手企業の $CAR(-45,+45)$ 日とターゲット企業の $CAR(-45,+45)$ 日の対比により、M&A による価値の移転を測定する。

検証 3: 合併・買収プレミアムをもちいた実証

シナジー理論: 買い手企業とターゲット企業の両方にプラスの株価効果をもたらす。

経営者の傲慢理論: 高プレミアム取引では低プレミアム取引よりも、ターゲット企業に高い株価効果を、買い手企業には低い株価効果をもたらす。

3. 株価累積超過収益率によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証

本節の目的は、合併および買収の視点から CAR を測定し、M&A のシナジー理論と経営者の傲慢理論を検証することである。買い手企業およびターゲット企業の CAR がプラスであればシナジー理論が実証され、仮に買い手企業からターゲット企業へ CAR の移転が確認できる場合は経営者の傲慢理論が実証される。

リサーチ・デザインにもとづき、1998年4月1日から2008年3月31日の間に東京証券取引所市場一部に登録する企業間でおこなわれた合併における買い手企業65社、ターゲット企業65社、買収では買い手企業84社、ターゲット企業84社のイベント日前後45日間、合計91日間の AR から算出された株価累積超過リターンである CAR の動向をみってみる。

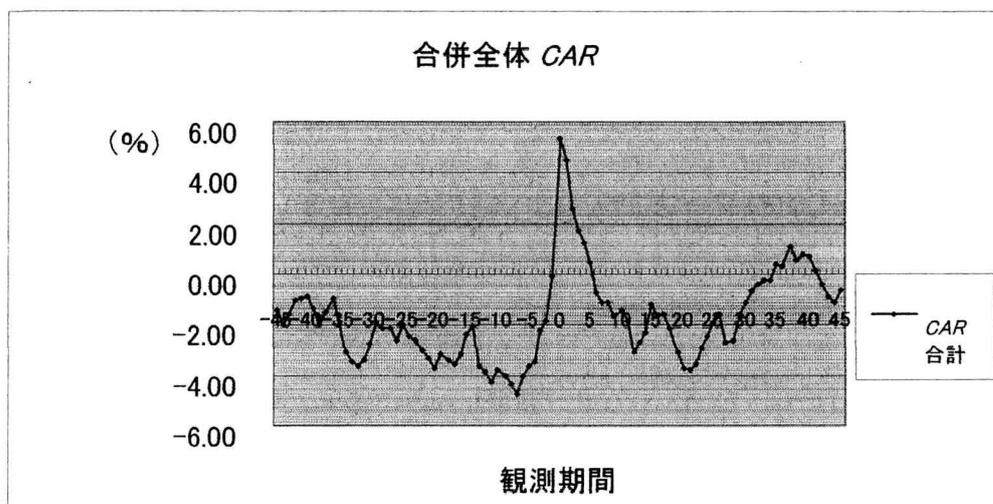
まず、合併によるM&Aの株価効果の傾向をみるために、図表4-3に合併の買い手企業とターゲット企業の*CAR_a*および*CAR_t*をまとめた。図表4-3から買い手企業の*CAR_a*とターゲット企業の*CAR_t*を合計した全体*CAR*を図表4-4に作成した。また、買い手企業の*CAR_a*とターゲット企業の*CAR_t*を比較したグラフは図表4-5に示した。

図表 4-3 合併による M&A の株価効果(-45,+45)

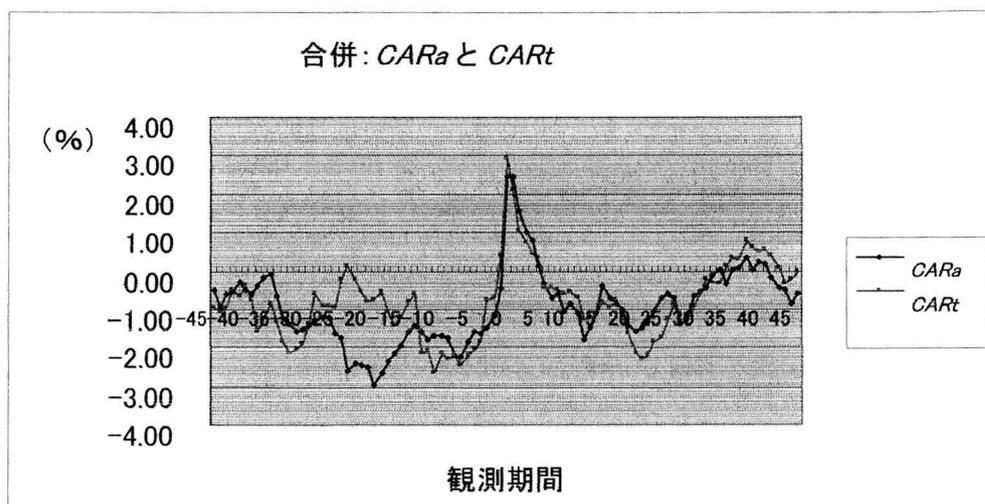
観測期間	ARs	ARt	AR合計	t値	有意確率	CARs	CARt	CAR合計	t値	有意確率
-45	0.14	0.22	0.37	0.89	0.38	-0.47	-0.94	-1.41	3.58	0.00
-44	-0.48	-0.10	-0.57	-0.67	0.57	-0.95	-1.03	-1.98	3.30	0.00
-43	0.37	0.06	0.43	1.17	0.25	-0.57	-0.98	-1.55	4.90	0.00
-42	0.05	0.50	0.55	0.86	0.39	-0.53	-0.48	-1.00	2.95	0.00
-41	0.26	-0.17	0.09	0.70	0.49	-0.27	-0.65	-0.92	2.62	0.01
-40	-0.22	0.28	0.04	0.15	0.98	-0.49	-0.39	-0.88	1.95	0.07
-39	-0.11	-0.34	-0.45	-1.14	0.26	-0.60	-0.73	-1.33	1.97	0.05
-38	0.20	-0.83	-0.64	-1.49	0.14	-0.40	-1.56	-1.96	1.45	0.15
-37	0.20	0.28	0.47	0.24	0.81	-0.21	-1.28	-1.49	3.34	0.00
-36	0.11	0.44	0.55	-1.16	0.25	-0.10	-0.84	-0.94	2.36	0.02
-35	-0.57	-0.49	-1.06	-0.22	0.83	-0.68	-1.33	-2.00	1.49	0.14
-34	-0.57	-0.49	-1.06	-0.70	0.49	-1.23	-1.82	-3.05	4.68	0.00
-33	-0.13	-0.32	-0.45	-0.98	0.34	-1.36	-2.14	-3.50	5.57	0.00
-32	-0.19	0.09	-0.11	0.35	0.73	-1.55	-2.05	-3.61	7.31	0.00
-31	0.03	0.18	0.20	1.12	0.26	-1.63	-1.88	-3.40	7.74	0.00
-30	0.13	0.50	0.62	0.55	0.58	-1.40	-1.38	-2.78	6.99	0.00
-29	0.12	0.79	0.91	-1.46	0.15	-1.28	-0.59	-1.87	6.92	0.00
-28	0.05	-0.32	-0.27	1.31	0.19	-1.23	-0.91	-2.14	3.65	0.00
-27	0.04	-0.01	0.03	1.03	0.31	-1.19	-0.91	-2.10	4.98	0.00
-26	-0.44	-0.04	-0.49	-1.79	0.09	-1.64	-0.96	-2.59	3.81	0.00
-25	-0.11	0.71	0.60	1.29	0.20	-1.74	-0.24	-1.99	4.51	0.00
-24	-0.88	0.38	-0.50	0.38	0.70	-2.62	0.14	-2.48	2.28	0.03
-23	0.23	-0.37	-0.14	0.27	0.79	-2.39	-0.23	-2.62	4.90	0.00
-22	-0.06	-0.33	-0.39	-0.19	0.85	-2.45	-0.56	-3.01	4.42	0.00
-21	-0.06	-0.22	-0.28	0.96	0.34	-2.60	-0.78	-3.29	7.90	0.00
-20	-0.44	0.04	-0.40	-0.37	0.71	-2.95	-0.74	-3.69	6.20	0.00
-19	0.29	0.22	0.52	1.34	0.18	-2.66	-0.62	-3.17	6.59	0.00
-18	0.30	-0.54	-0.24	0.97	0.34	-2.35	-1.06	-3.42	3.49	0.00
-17	0.22	-0.34	-0.12	-0.04	0.97	-2.13	-1.41	-3.54	6.22	0.00
-16	0.20	0.17	0.37	-2.18	0.03	-1.93	-1.23	-3.16	5.87	0.00
-15	0.34	0.45	0.79	1.01	0.32	-1.59	-0.78	-2.37	5.42	0.00
-14	0.16	0.18	0.34	0.33	0.74	-1.43	-0.60	-2.04	4.63	0.00
-13	-0.12	-1.51	-1.64	-1.05	0.30	-1.55	-2.12	-3.67	1.26	0.21
-12	-0.25	0.03	-0.22	1.94	0.06	-1.80	-2.09	-3.89	6.57	0.00
-11	0.14	-0.65	-0.41	-0.12	0.91	-1.66	-2.64	-4.30	8.70	0.00
-10	-0.01	0.49	0.48	0.62	0.54	-1.68	-2.15	-3.82	9.07	0.00
-9	-0.05	-0.17	-0.22	-1.64	0.10	-1.72	-2.32	-4.04	6.19	0.00
-8	-0.46	0.14	-0.32	-1.10	0.27	-2.19	-2.18	-4.36	7.82	0.00
-7	-0.05	-0.30	-0.35	-0.48	0.63	-2.24	-2.47	-4.71	9.95	0.00
-6	0.41	0.28	0.69	-0.73	0.47	-1.83	-2.19	-4.02	7.46	0.00
-5	0.24	0.16	0.39	2.39	0.02	-1.58	-2.06	-3.63	8.73	0.00
-4	-0.05	0.19	0.15	1.21	0.23	-1.63	-1.86	-3.48	6.65	0.00
-3	0.16	1.10	1.26	1.48	0.14	-1.47	-0.75	-2.22	6.29	0.00
-2	0.32	0.08	0.39	0.38	0.71	-1.14	-0.69	-1.84	3.52	0.00
-1	0.71	1.06	1.76	2.29	0.02	-0.44	0.36	-0.07	2.09	0.04
0	2.90	2.53	5.43	6.33	0.00	2.46	2.89	5.36	0.05	0.99
1	-0.01	-0.83	-0.84	0.22	0.83	2.45	2.07	4.52	-6.47	0.00
2	-0.87	-1.01	-1.88	-3.04	0.00	1.58	1.06	2.64	-7.38	0.00
3	-0.58	-0.29	-0.86	0.74	0.46	1.00	0.77	1.78	-4.76	0.00
4	-0.20	-0.36	-0.56	-0.92	0.36	0.81	0.42	1.23	-2.95	0.00
5	-0.65	-0.10	-0.75	-0.63	0.52	0.15	0.32	0.47	-2.30	0.02
6	-0.48	-0.73	-1.21	-0.41	0.68	-0.33	-0.41	-0.74	-3.61	0.00
7	-0.37	-0.03	-0.40	-0.12	0.90	-0.70	-0.44	-1.14	1.76	0.08
8	0.08	-0.07	0.01	0.79	0.43	-0.62	-0.51	-1.12	1.97	0.05
9	-0.42	-0.10	-0.51	1.42	0.16	-1.03	-0.61	-1.64	1.76	0.08
10	0.20	0.05	0.25	0.03	0.97	-0.83	-0.56	-1.39	2.80	0.01
11	-0.27	-0.15	-0.41	-1.07	0.29	-1.10	-0.71	-1.80	3.19	0.00
12	-0.70	-0.57	-1.27	0.47	0.64	-1.79	-1.28	-3.07	2.74	0.01
13	0.33	0.09	0.42	-1.65	0.10	-1.46	-1.19	-2.65	5.95	0.00
14	0.37	0.01	0.38	-1.04	0.30	-1.09	-1.18	-2.27	6.25	0.00
15	0.69	0.39	1.07	0.57	0.57	-0.41	-0.78	-1.19	4.10	0.00
16	-0.28	-0.17	-0.44	1.21	0.23	-0.69	-0.95	-1.64	2.42	0.02
17	-0.16	0.19	0.03	-1.22	0.23	-0.85	-0.76	-1.61	3.02	0.00
18	-0.15	-0.37	-0.52	1.53	0.13	-1.00	-1.13	-2.13	3.18	0.00
19	-0.43	-0.51	-0.93	-1.31	0.19	-1.43	-1.63	-3.06	4.41	0.00
20	-0.12	-0.50	-0.62	-0.53	0.60	-1.55	-2.14	-3.69	5.41	0.00
21	0.08	-0.15	-0.07	-1.09	0.28	-1.47	-2.29	-3.76	7.24	0.00
22	0.15	0.07	0.22	0.02	0.99	-1.33	-2.22	-3.55	6.60	0.00
23	0.25	0.39	0.64	0.61	0.54	-1.08	-1.83	-2.91	4.79	0.00
24	0.36	0.13	0.49	1.11	0.27	-0.72	-1.70	-2.42	5.29	0.00
25	0.11	0.43	0.53	-0.12	0.91	-0.61	-1.28	-1.89	3.94	0.00
26	-0.10	0.40	0.30	-0.63	0.53	-0.72	-0.88	-1.59	2.81	0.01
27	-0.66	-0.45	-1.11	0.31	0.75	-1.37	-1.33	-2.70	3.64	0.00
28	0.09	-0.02	0.08	0.62	0.54	-1.29	-1.35	-2.63	5.46	0.00
29	0.62	0.47	1.09	0.28	0.78	-0.67	-0.88	-1.55	4.12	0.00
30	0.13	0.31	0.44	-0.14	0.89	-0.54	-0.57	-1.11	2.94	0.00
31	0.11	0.36	0.46	0.43	0.67	-0.43	-0.22	-0.65	2.13	0.04
32	0.32	-0.08	0.23	-0.23	0.82	-0.11	-0.31	-0.42	1.51	0.14
33	0.16	-0.01	0.16	0.01	0.99	0.05	-0.31	-0.26	0.94	0.36
34	-0.41	0.45	0.04	-0.49	0.63	-0.35	0.14	-0.22	0.54	0.59
35	0.39	0.20	0.59	0.24	0.81	0.04	0.34	0.38	0.60	0.52
36	0.02	-0.07	-0.05	0.12	0.91	0.05	0.27	0.33	-0.54	0.59
37	0.28	0.62	0.78	-1.65	0.10	0.32	0.78	1.11	-0.56	0.58
38	-0.32	-0.21	-0.53	-1.03	0.30	0.01	0.57	0.58	-2.19	0.03
39	0.24	-0.07	0.18	-1.63	0.11	0.25	0.60	0.76	-1.16	0.25
40	-0.09	0.03	-0.06	-1.02	0.31	0.16	0.53	0.69	-1.38	0.17
41	-0.36	-0.15	-0.51	0.57	0.57	-0.20	0.39	0.19	-1.19	0.24
42	-0.26	-0.33	-0.58	-0.45	0.66	-0.46	0.06	-0.40	-0.31	0.75
43	-0.05	-0.41	-0.46	0.81	0.42	-0.51	-0.36	-0.86	0.79	0.43
44	-0.35	0.10	-0.25	0.04	0.97	-0.85	-0.25	-1.12	1.74	0.09
45	0.28	0.22	0.50	1.82	0.07	-0.58	-0.03	-0.61	1.91	0.06
平均	0.00	0.01	0.01	0.04	0.46	-0.92	-0.80	-1.73	3.28	0.08

注: 自由度 64
有意確率 両側検定

図表 4-4 合併全体の *CAR*



図表 4-5 合併 *CARa* と *CARt*



合併における買い手企業およびターゲット企業の全体 *CAR*を合計した図表 4-4をみてみると、-45日からM&Aを公示したイベント当日まで、*CAR*の合計はマイナスで推移していることがわかる。イベント日に *CAR*合計は+5.36%のプラスとなるが、+6日目からふたたび *CAR*全体はマイナスとなってしまふ。その後は+35日目にいったんプラスに転じ+42日目にマイナスになるものの、そのマイナス幅は大きくなく全体 *CAR*(-45,+45)日は-1.73%と若干のマイナスで推移している。

図表 4-5 は、合併の買い手企業の *CARa*とターゲット企業の *CARt*の対比を示している。

このグラフをみるかぎり合併における買い手企業とターゲット企業の *CAR* の波形は酷似しており、もっとも株価効果が期待されるイベント日でさえ *CAR* はそれぞれ+2.46%、+2.89%とそれほど高くはなく、双方の傾向に顕著な差異をみいだすことはできない。

CAR による合併の検証結果を総合すると、合併による M&A の場合では買い手企業の *CAR*(-45,+45)日は-0.92%、ターゲット企業の *CAR*(-45,+45)日は-0.80%と両方ともにマイナスである。したがって、合併においてはシナジー理論を確認することはできない。また、買い手企業とターゲット企業の *CAR* はほとんど同じ波形を示していることから、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転する経営者の傲慢理論を確認することはできない。なお、本検証で得られた合併における *CAR* 波形の特徴は、国内の合併による M&A を分析した薄井(2001)などの研究結果と一致している[薄井(2001), 87-89 ページ]。

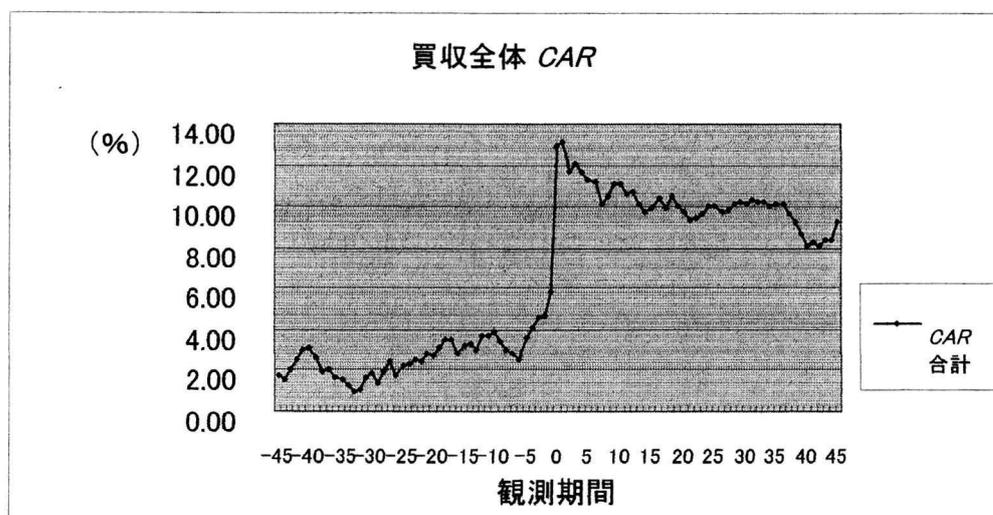
他方、買収による M&A の株価効果については、図表 4-6 に買い手企業とターゲット企業の *CAR_a* と *CAR_t* を示してある。図表 4-7 には買収における買い手企業の *CAR_a* とターゲット企業の *CAR_t* を総計したもの、図表 4-8 は買い手企業の *CAR_a* とターゲット企業の *CAR_t* をそれぞれ比較したものである。

図表 4-6 買収による M&A の株価効果(-45,+45)

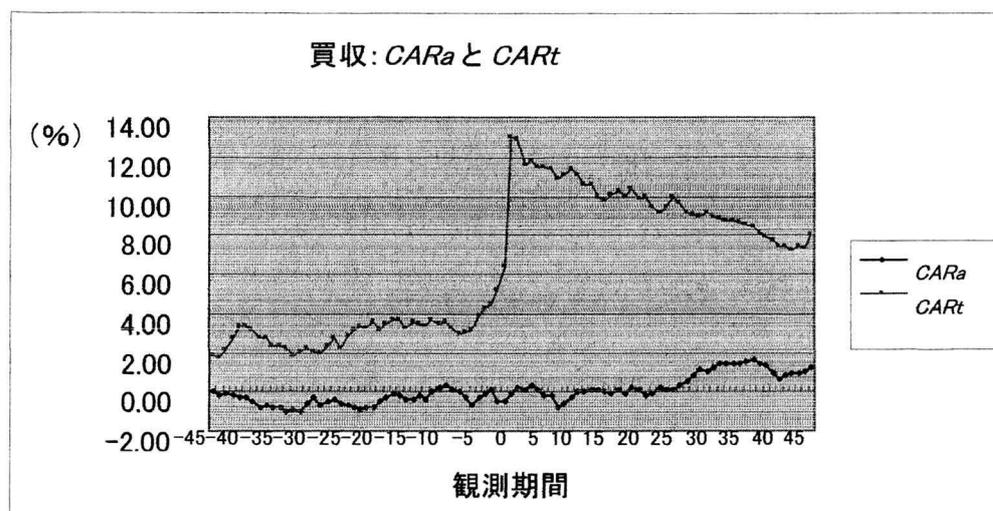
観測期間	AR _a	AR _t	AR合計	t値	有意確率	CAR _a	CAR _t	CAF合計	t値	有意確率
-45	0.00	0.42	0.42	0.89	0.38	-0.01	1.80	1.79	-2.86	0.01
-44	-0.16	-0.03	-0.20	-0.57	0.57	-0.18	1.77	1.59	-5.25	0.00
-43	0.15	0.34	0.48	1.17	0.25	-0.03	2.10	2.07	-3.84	0.00
-42	-0.14	0.62	0.49	0.85	0.39	-0.17	2.72	2.56	-3.66	0.00
-41	-0.15	0.64	0.49	0.70	0.49	-0.32	3.35	3.05	-3.65	0.00
-40	0.03	0.02	0.05	0.15	0.88	-0.29	3.38	3.10	-9.09	0.00
-39	-0.19	-0.25	-0.44	-1.14	0.26	-0.48	3.13	2.65	-7.96	0.00
-38	-0.34	-0.33	-0.66	-1.49	0.14	-0.82	2.81	1.99	-5.99	0.00
-37	0.13	-0.04	0.10	0.24	0.81	-0.68	2.77	2.09	-4.94	0.00
-36	-0.09	-0.39	-0.48	-1.16	0.25	-0.77	2.38	1.61	-5.05	0.00
-35	-0.06	-0.02	-0.08	-0.22	0.83	-0.83	2.36	1.63	-4.54	0.00
-34	-0.12	-0.13	-0.25	-0.70	0.49	-0.95	2.23	1.28	-4.28	0.00
-33	0.04	-0.37	-0.33	-0.96	0.34	-0.91	1.86	0.95	-3.71	0.00
-32	-0.11	0.21	0.11	0.35	0.73	-1.02	2.07	1.06	-3.14	0.00
-31	0.42	0.19	0.61	1.12	0.26	-0.60	2.26	1.66	-1.95	0.05
-30	0.36	-0.18	0.18	0.55	0.58	-0.23	2.08	1.85	-5.08	0.00
-29	-0.42	-0.10	-0.51	-1.45	0.15	-0.65	1.98	1.23	-5.23	0.00
-28	0.21	0.38	0.57	1.31	0.19	-0.44	2.35	1.90	-3.05	0.00
-27	0.08	0.42	0.50	1.03	0.31	-0.36	2.76	2.40	-3.93	0.00
-26	-0.20	-0.49	-0.69	-1.79	0.08	-0.56	2.28	1.71	-6.25	0.00
-25	-0.07	0.59	0.52	1.29	0.20	-0.64	2.87	2.23	-4.26	0.00
-24	-0.12	0.26	0.14	0.38	0.70	-0.76	3.13	2.37	-6.17	0.00
-23	-0.10	0.21	0.12	0.27	0.79	-0.86	3.34	2.49	-5.64	0.00
-22	0.05	-0.12	-0.07	-0.19	0.85	-0.81	3.23	2.42	-6.81	0.00
-21	0.09	0.38	0.39	0.96	0.34	-0.78	3.59	2.80	-6.01	0.00
-20	0.33	-0.45	-0.13	-0.37	0.71	-0.46	3.13	2.68	-8.10	0.00
-19	0.15	0.31	0.46	1.34	0.18	-0.31	3.45	3.14	-7.76	0.00
-18	0.18	0.22	0.41	0.97	0.34	-0.12	3.67	3.55	-7.46	0.00
-17	-0.01	0.00	-0.01	-0.04	0.97	-0.13	3.67	3.60	-13.75	0.00
-16	-0.29	-0.42	-0.71	-2.16	0.03	-0.42	3.25	2.93	-10.77	0.00
-15	0.02	0.36	0.37	1.01	0.32	-0.41	3.60	3.20	-7.63	0.00
-14	0.23	-0.12	0.12	0.30	0.74	-0.17	3.49	3.32	-8.76	0.00
-13	-0.18	-0.16	-0.35	-1.05	0.30	-0.36	3.33	2.97	-10.05	0.00
-12	0.41	0.36	0.77	1.94	0.06	0.06	3.68	3.74	-7.49	0.00
-11	0.16	-0.20	-0.04	-0.12	0.91	0.21	3.48	3.70	-9.79	0.00
-10	0.10	0.09	0.19	0.62	0.54	0.32	3.57	3.88	-12.10	0.00
-9	-0.16	-0.33	-0.49	-1.64	0.10	0.16	3.24	3.40	-13.12	0.00
-8	-0.15	-0.27	-0.42	-1.10	0.27	0.01	2.98	2.98	-8.98	0.00
-7	-0.32	0.13	-0.19	-0.48	0.63	-0.31	3.10	2.79	-7.44	0.00
-6	-0.32	0.07	-0.25	-0.73	0.47	-0.64	3.18	2.54	-8.22	0.00
-5	0.33	0.72	1.04	2.30	0.02	-0.31	3.89	3.58	-5.83	0.00
-4	0.19	0.35	0.54	1.21	0.23	-0.12	4.25	4.13	-8.02	0.00
-3	0.22	0.20	0.42	1.48	0.14	0.10	4.45	4.55	-14.41	0.00
-2	-0.59	0.73	0.14	0.38	0.71	-0.49	5.18	4.69	-12.04	0.00
-1	-0.03	1.22	1.19	2.29	0.02	-0.52	6.40	5.88	-9.05	0.00
0	0.44	6.61	7.04	5.33	0.00	-0.08	13.00	12.92	-4.45	0.00
1	0.30	-0.14	0.17	0.22	0.83	0.22	12.87	13.06	-17.20	0.00
2	-0.11	-1.27	-1.38	-3.04	0.00	0.10	11.60	11.71	-28.84	0.00
3	0.26	0.13	0.38	0.74	0.46	0.35	11.74	12.09	-22.78	0.00
4	-0.21	-0.25	-0.46	-0.92	0.36	0.15	11.48	11.63	-24.58	0.00
5	-0.30	-0.01	-0.32	-0.63	0.53	-0.16	11.47	11.32	-23.11	0.00
6	-0.01	-0.13	-0.14	-0.41	0.68	-0.17	11.34	11.17	-32.12	0.00
7	-0.60	-0.48	-1.08	-3.12	0.00	-0.77	10.88	10.11	-32.69	0.00
8	0.22	0.15	0.36	0.79	0.43	-0.56	11.03	10.47	-21.97	0.00
9	0.32	0.39	0.61	1.42	0.16	-0.24	11.32	11.08	-24.57	0.00
10	0.23	-0.21	0.01	0.03	0.97	-0.01	11.10	11.09	-24.44	0.00
11	0.05	-0.55	-0.50	-1.07	0.29	0.04	10.55	10.59	-23.61	0.00
12	0.10	0.05	0.15	0.47	0.64	0.14	10.60	10.74	-33.24	0.00
13	0.02	-0.61	-0.59	-1.85	0.10	0.16	9.99	10.14	-29.75	0.00
14	-0.18	-0.26	-0.44	-1.04	0.30	-0.02	9.72	9.70	-23.61	0.00
15	-0.09	0.33	0.24	0.67	0.51	-0.11	10.05	9.94	-23.14	0.00
16	0.25	0.22	0.47	1.21	0.23	0.14	10.27	10.42	-25.33	0.00
17	-0.23	-0.31	-0.54	-1.22	0.23	-0.09	9.96	9.88	-23.51	0.00
18	0.27	0.39	0.65	1.53	0.13	0.18	10.35	10.53	-23.12	0.00
19	-0.10	-0.46	-0.56	-1.31	0.19	0.08	9.90	9.97	-24.73	0.00
20	-0.28	0.06	-0.22	-0.53	0.60	-0.20	9.96	9.75	-24.10	0.00
21	0.13	-0.51	-0.38	-1.09	0.28	-0.07	9.45	9.38	-28.40	0.00
22	0.27	-0.27	0.01	0.02	0.99	0.20	9.18	9.38	-26.67	0.00
23	-0.07	0.31	0.24	0.61	0.54	0.13	9.49	9.63	-23.57	0.00
24	-0.05	0.44	0.39	1.11	0.27	0.09	9.93	10.02	-27.32	0.00
25	0.25	-0.29	-0.05	-0.12	0.91	0.33	9.64	9.97	-25.24	0.00
26	0.22	-0.45	-0.23	-0.63	0.53	0.55	9.19	9.74	-27.54	0.00
27	0.25	-0.15	0.10	0.31	0.75	0.81	9.04	9.85	-30.08	0.00
28	0.31	-0.09	0.22	0.62	0.54	1.11	8.95	10.07	-27.83	0.00
29	-0.03	0.14	0.11	0.26	0.79	1.08	9.09	10.18	-24.76	0.00
30	0.12	-0.18	-0.05	-0.14	0.89	1.21	8.92	10.12	-26.82	0.00
31	0.26	-0.07	0.18	0.43	0.67	1.46	8.85	10.31	-23.45	0.00
32	-0.02	-0.08	-0.09	-0.23	0.82	1.45	8.77	10.22	-26.18	0.00
33	0.02	-0.01	0.01	0.01	0.99	1.47	8.75	10.22	-15.25	0.00
34	-0.07	-0.16	-0.23	-0.49	0.63	1.39	8.60	9.99	-21.74	0.00
35	0.11	-0.02	0.10	0.24	0.81	1.51	8.58	10.09	-25.55	0.00
36	0.15	-0.10	0.05	0.12	0.91	1.68	8.48	10.14	-24.04	0.00
37	-0.17	-0.33	-0.50	-1.25	0.10	1.49	8.15	9.64	-33.55	0.00
38	-0.19	-0.25	-0.44	-1.03	0.30	1.30	7.90	9.20	-22.59	0.00
39	-0.38	-0.21	-0.59	-1.63	0.11	0.92	7.69	8.60	-25.32	0.00
40	-0.24	-0.32	-0.56	-1.02	0.31	0.67	7.37	8.04	-15.52	0.00
41	0.19	0.02	0.21	0.57	0.57	0.86	7.39	8.26	-21.50	0.00
42	0.04	-0.22	-0.18	-0.45	0.66	0.90	7.18	8.07	-20.42	0.00
43	0.04	0.25	0.28	0.81	0.42	0.94	7.42	8.36	-23.12	0.00
44	0.13	-0.12	0.01	0.04	0.97	1.07	7.30	8.37	-22.03	0.00
45	0.14	0.71	0.86	1.82	0.07	1.21	8.02	9.23	-17.75	0.00
平均	0.01	0.07	0.09	0.04	0.46	0.06	6.40	6.45	-15.72	0.00

注: 自由度 89
有意確率 両側検定

図表 4-7 買収全体の CAR



図表 4-8 買収 CARaと CARt



買収における買い手企業とターゲット企業の CAR を総計した図表 4-7 のグラフをみると、買収による M&A においては総計 CAR がイベント日を境に急激に増加していることがわかる。合併による M&A とは異なり -45 日からイベント日までプラスの CAR で推移しているが、-1 日の +5.88% からイベント日の +12.92% への大幅な変化は、M&A が株主価値に強い影響をあたえていることを示唆する明らかな差異である。買収による CAR 全体はその後も +45 日まで +10% 前後で推移しており、全般的に高い CAR を確認することができる。

図表 4-8 は買収における買い手企業の CARa とターゲット企業の CARt を示しているが、

この両者の *CAR*の間には著しい差異をみいだすことができる。買い手企業の *CAR_a* はイベント前後(-45,+45)日においてイベント日含めほとんど 0%付近で推移しているのに比べて、ターゲット企業の *CAR_t* は-1日の+6.40%からイベント日には+13.00%にまで向上しその後も+45日まで+10%近辺を保持している。つまり買収における M&A では買い手企業の株価効果はほとんど認められないが、M&A の情報開示がターゲット企業の株価効果を大幅に引きあげていることを確認することができる。また、*CAR*(-45,+45)日は全体で+6.45%、買い手企業は+0.05%、ターゲット企業では+6.40%といずれもプラスである。

*CAR*による買収の検証結果を総合すると、買収による M&A では買い手企業とターゲット企業の *CAR*総計はイベント日以降おおきくプラスに転じている。しかしながら、その内訳を分析すると買収企業の *CAR_a* はほとんど増加しない反面、ターゲット企業の *CAR_t* はイベント日を境に大幅に増加していることがわかる。買収では、買い手企業からターゲット企業へ価値の移転を認めることができる。また、買い手企業 *CAR*(-45,+45)日はわずかなプラスなことから、弱いシナジー理論もみいだすことができる。つまり、買収においては若干のシナジー理論と、経営者の傲慢理論が確認されたのである。なお、これらの買収における特徴は、国内の買収による M&A を測定した松尾・山本(2006)などの先行研究と同様である[松尾・山本(2006), pp.20-22]。

これらの検証から、合併と買収における株価効果には、大きな差異があることが実証された。合併では、シナジー理論も経営者の傲慢理論も確認されなかった。他方、買収においては若干のシナジー理論と強い経営者の傲慢理論を認識することができたのである。

しかしながら、本研究では *CAR*の視点だけではなく、他の評価モデルをもちいてシナジー理論と経営者の傲慢理論を多角的に検証していく。より客観的な検証をおこなうためには、ひとつの評価モデルではなく、他の評価モデルからも M&A が短期的に株主価値にあたる影響を測定することが重要となる。

4. 総便益および加重 *CAR*とプレミアムによるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証

本節の目的は、合併および買収の視点から総便益と加重 *CAR*、合併・買収プレミアムをもちいて、M&A のシナジー理論と経営者の傲慢理論を検証することである。合併と買収、さらにそれぞれの買い手企業とターゲット企業における加重 *CAR* と、合併・買収プレミアムを測定する。

総便益と加重 *CAR* の検証では、合併および買収における買い手企業およびターゲット企業の総便益と加重 *CAR* がプラスであれば、シナジー理論を確認することができる。他方で、買い手企業からターゲット企業へ加重 *CAR*の移転が認められた場合は、経営者の傲慢理論が実証される。

合併・買収プレミアムの検証は、算出されたプレミアムが高いほど買い手企業の価値がターゲット企業へ移転していることになる。プレミアムの結果がプラスの案件を高プレミアム、マイナスの場合を低プレミアムと区分し、それぞれにおける買い手企業の $CAR(-45,+45)$ 日とターゲット企業の $CAR(-45,+45)$ 日に対比し、M&Aによる価値の移転を検証する。買い手企業からターゲット企業へ加重 CAR の移転が確認された場合は、経営者の傲慢理論が実証される。他方、買い手企業からターゲット企業に価値の移転はなく、買い手企業とターゲット企業の $CAR(-45,+45)$ 日がプラスである場合はシナジー理論が認められることになる。

リサーチ・デザインにもとづき、加重 CAR をもちいた実証結果をみてみよう。図表 4-9 は合併による M&A における便益と加重 CAR の結果である。

図表 4-9 合併による便益と加重 CAR

合併 買い手便益	7441億円
合併 買い手平均 $CAR(-5,+5)$	0.72%
合併 ターゲット便益	2990億円
合併 ターゲット平均 $CAR(-5,+5)$	2.73%
加重 CAR	3.60%

図表 4-9 では、合併による M&A の加重 CAR が測定可能な買い手企業 52 社とターゲット企業 52 社、合計 104 社を対象サンプルとしている。その結果、合併における買い手企業の便益は+7441億円で $CAR(-5,+5)$ 日の平均が+0.72%、ターゲット企業の便益は+2990億円で $CAR(-5,+5)$ 日の平均+2.73%、合併による加重 CAR は+3.60%であった。

加重 CAR による合併の検証結果を総合すると、合併による M&A は買い手企業およびターゲット企業の便益がプラス、加重平均も+3.60%のプラスであることから、加重 CAR の視点からシナジー理論を確認することができる。他方、経営者の傲慢理論については買い手企業よりもターゲット企業の $CAR(-5,+5)$ 日の方が若干高い。しかしながら、買い手企業の便益はターゲット企業よりも 3 倍程度も大きいことから、買い手企業からターゲット企業への価値が移転しているとはいえない。したがって、合併において経営者の傲慢理論をみいだすことはできない。

図表 4-10 買収による便益と加重 CAR

買収 買い手便益	-7348億円
買収 買い手平均CAR(-5,+5)	0.48%
買収 ターゲット便益	4113億円
買収 ターゲット平均CAR(-5,+5)	8.30%
加重CAR	-0.26%

図表 4-10 では、買収による加重 CAR が測定可能な買い手企業 76 社とターゲット企業 76 社、合計 152 社が対象サンプルとなった。その結果、買い手企業の便益が-7348 億円で CAR(-5,+5)日の平均が+0.48%、ターゲット企業は便益+4113 億円、CAR(-5,+5)日の平均+8.30%、加重 CAR は-0.26%であった。

加重 CAR による買収の検証結果を総合すると、買い手企業の平均 CAR はわずかなプラスだが買い手企業の便益は-7348 億円と著しいマイナスとなっており、プラスの便益が生じているターゲット企業の+4113 億円との総便益差異も-3235 億円と大きなマイナスであることを確認できる。さらに総便益の加重 CAR 平均も-0.26%であり、この実証結果から買収による M&A そのものにシナジー理論をみいだすことはできない。他方、買収企業の便益-7348 億円に比べてターゲット企業は+4113 億円と大きな差があることから、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転していることは明らかである。買収においては、経営者の傲慢理論を認めることができる。

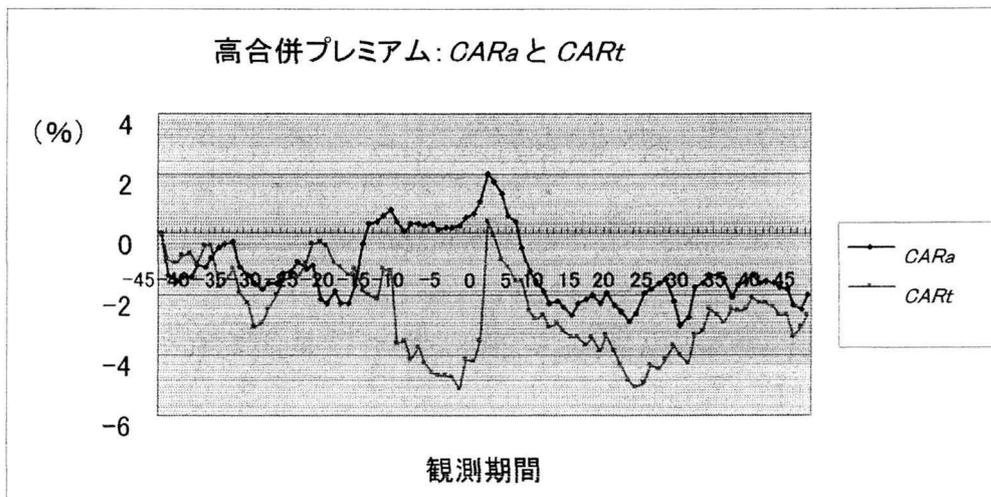
つぎに、価値移転仮説の実証結果をみてみよう。リサーチ・デザインにもとづき M&A による合併および買収プレミアムを算出し、結果がプラスの場合を高プレミアム、マイナスの場合は低プレミアムと区分している。

高合併プレミアムの実証結果が図表 4-11 であり、それをグラフ化したのが図表 4-12 である。他方、低合併プレミアムは図表 4-13 と図表 4-14 に示してある。プレミアムが測定可能な合併 65 件のうち、高合併プレミアムは 40 件、低合併プレミアムは 25 件であった。

図表 4-11 高合併プレミアムの検証結果

合併	買い手企業	存続株価 P_a	ターゲット企業	消滅株価 P_t	合併交換比率 r	合併プレミアム(%)
1	8408	516	8401	104	0.300	48.85
2	7867	1951	7969	493	0.356	40.88
3	8306	1050000	8307	475000	0.620	37.05
4	7248	385	7281	290	1.000	32.76
5	8751	1083	8760	600	0.690	24.55
6	8357	148	8353	98	0.800	20.82
7	6212	231	7142	115	0.600	20.52
8	1821	47	1823	48	1.200	17.50
9	6426	4130	7964	990	0.280	16.81
10	8021	166	8116	171	1.200	16.49
11	8234	1602	3051	993	0.714	15.19
12	9751	2275	3819	1577	0.790	13.97
13	7967	2395	9752	1406	0.660	12.43
14	8905	3530	8853	2515	0.800	12.29
15	4501	2345	4505	2450	1.159	10.93
16	7741	4490	7750	642	0.158	10.50
17	5014	184	5716	426	2.540	9.71
18	4091	430	4103	318	0.810	9.53
19	8199	835	8161	761	0.990	8.63
20	4535	2345	4508	1190	0.550	8.38
21	6113	865	6959	698	0.873	8.19
22	5701	133	5737	370	3.000	7.84
23	6473	1473	6206	1049	0.760	6.72
24	1813	188	1853	423	2.400	6.67
25	8761	323	8758	275	0.900	5.71
26	4739	4810	9560	1413	0.310	5.53
27	5001	407	5004	203	0.525	5.26
28	6933	205	6931	196	1.000	4.59
29	7626	810	6968	233	0.300	4.29
30	8318	1735	8314	1000	0.600	4.10
31	8623	298	8610	173	0.600	3.35
32	8238	1669	2779	553	0.340	2.61
33	4902	871	7753	528	0.621	2.44
34	4503	3590	4511	2495	0.710	2.16
35	9952	2370	2775	3940	1.687	1.48
36	8752	456	8753	490	1.090	1.44
37	3706	326	3881	556	1.730	1.44
38	8015	327	8069	420	1.300	1.21
39	8593	5840	8599	5790	1.000	0.86
40	1604	818000	1601	1174	0.001	0.33
	平均					11.60

図表 4-12 高合併プレミアムの CAR 対比



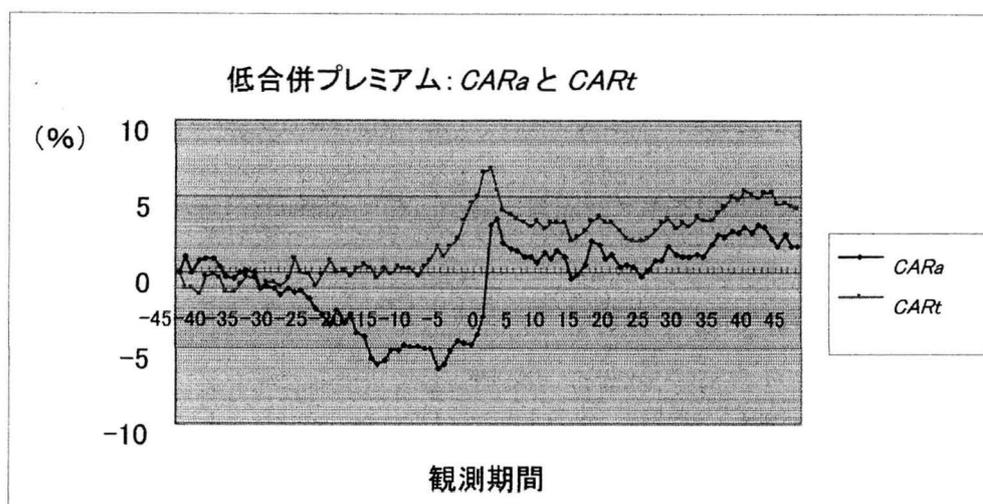
まず、図表 4-11 をみると高合併プレミアムの平均は+11.60%であり、第 3 章でレビューした服部(2008)をみても、高合併におけるプレミアムは比較的高くないことがわかる。図表 4-12 は高合併プレミアムによる買い手企業およびターゲット企業の *CAR* であり、この波形から買い手企業の $CAR_a(-45,+45)$ 日は-1.14%であり、ターゲット企業の $CAR_t(-45,+45)$ 日の-2.59%よりも高いことがわかる。しかしながら、両方ともに *CAR* はマイナスである。

高合併プレミアムによる検証結果を総合すると、買い手企業およびターゲット企業の *CAR* は双方マイナスの結果となっている。また、買い手企業がターゲット企業よりも高い収益を獲得していることがわかる。むしろ、イベント日付近ではターゲット企業の価値が買い手企業に移転しているようさえみえる。したがって、高合併プレミアムではシナジー理論も経営者の傲慢理論も確認することはできない。

図表 4-13 低合併プレミアムの検証結果

合併	買い手企業	存続株価 P_a	ターゲット企業	消滅株価 P_t	合併交換比率 r	合併プレミアム(%)
1	6113	281	6107	186	0.657	-0.74
2	6107	328	6108	162	0.487	-1.40
3	8616	415	8620	742	1.750	-2.12
4	8327	366	8539	262	0.700	-2.21
5	8380	1308	8329	228000	170.000	-2.47
6	4004	145	5734	150	1.000	-3.33
7	4010	340	4509	1106	3.130	-3.78
8	3877	273	3864	158	0.555	-4.10
9	8754	244	8762	255	1.000	-4.31
10	5938	1449	5336	643	0.424	-4.45
11	2679	2540	2676	1205	0.451	-4.93
12	4795	67000	9442	284000	4.000	-5.63
13	8063	42	8004	70	1.540	-7.60
14	8391	351	8548	289	0.750	-8.91
15	4010	234	4532	465	1.750	-11.94
16	1925	781	8829	271	0.300	-13.54
17	9104	196	9105	65	0.285	-14.06
18	6808	145	9649	450	2.650	-14.61
19	5403	129	5404	116	0.750	-16.59
20	8015	1836	8003	153	0.069	-17.20
21	9684	1875	9620	1884	0.810	-19.39
22	3863	674	3871	523	0.600	-22.68
23	5012	181	5005	703	2.700	-30.48
24	8606	205	8608	296	1.000	-30.74
25	8755	576	8756	325	0.360	-36.20
					平均	-11.34

図表 4-14 低合併プレミアムの CAR 対比



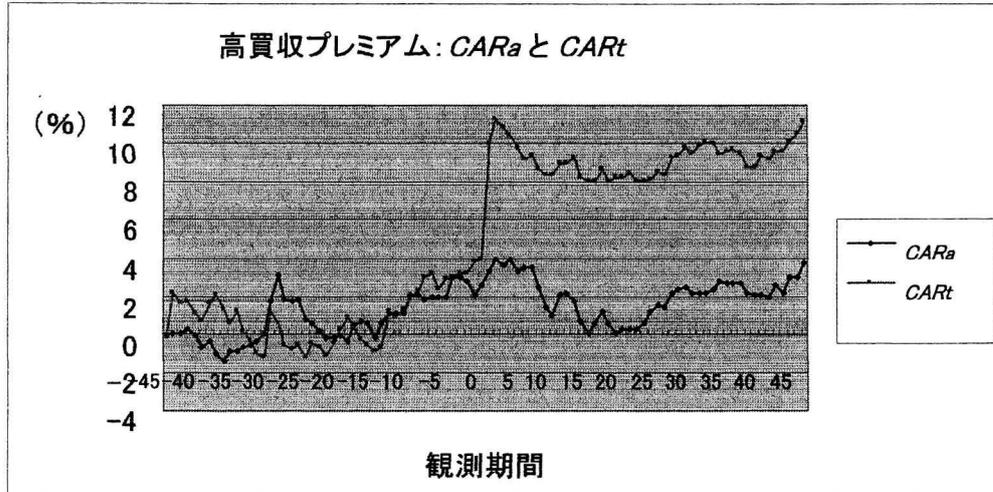
図表 4-13 から低合併プレミアムの平均は-11.34%となっており、第 3 章の服部(2008)をみても、非常に低いプレミアムといえる。図表 4-14 は低合併プレミアムによる買い手企業およびターゲット企業の CAR である。この波形から買い手企業の $CARa(-45,+45)$ 日は-0.58%であり、ターゲット企業の $CARt(-45,+45)$ 日の+2.05%よりも低い。若干ではあるが、買い手企業からターゲット企業への価値の移転がみとめられる。

低合併プレミアムによる検証結果を総合すると、買い手企業とターゲット企業の CAR の合計は+1.47%で弱いプラスである。また、買い手企業からターゲット企業に若干の価値移転がみとめられる。したがって、低合併プレミアムにおいては若干のシナジー理論と、わずかに経営者の傲慢理論を確認することができる。

図表 4-15 高買収プレミアムの検証結果

買収	買い手企業	存続株価 P_a	ターゲット企業	消滅株価 P_t	合併交換比率 r	合併プレミアム(%)
1	9042	580	9043	939	11.40	504.15
2	2802	1470	2591	1106	0.95	25.27
3	9005	622	9725	166	0.32	19.90
4	4061	365	4210	375	1.15	11.93
5	1334	235	1331	193	0.91	10.19
6	3893	700000	3869	182	0.00	7.69
7	3382	4840	8188	3970	0.88	7.28
8	9005	430	7123	68	0.17	5.60
9	8307	658000	8621	593	0.00	5.41
10	6503	571	5972	262	0.48	4.61
11	9005	506	8232	155	0.32	4.46
12	8316	1290000	8623	988	0.00	4.45
13	8306	978000	9645	1313	0.00	0.56
					平均	54.81

図表 4-16 高買収プレミアムの CAR 対比



高買収プレミアムの実証は図表 4-15 で示されているが、買収プレミアムの測定可能な対象企業は 16 社と少なかった。合併および買収プレミアムの検証条件は合併、株式交換、株式移転における事例であるが、本章で対象とした買収サンプルは一般的な出資による買収が多く株式交換や株式移転による交換比率は示されていない事例がほとんどである。16 社のなかでも高買収プレミアムのサンプル総数が 13 件であり、残りの低買収プレミアム 3 件の分析はサンプル数が少なすぎるため検証していない。

図表 4-15 をみると高合併プレミアムの平均は+54.81%であり、第 3 章でレビューした服部(2008)と比較しても、高買収におけるプレミアムは高いことがわかる。図表 4-16 は、高買収プレミアムの買い手企業 $CARa$ とターゲット企業 $CARt$ の比較である。買い手企業の $CARa(-45,+45)$ 日は+1.44%であり、ターゲット企業の $CARt(-45,+45)$ 日の+5.14%ともにプラスである。とくに、買い手企業よりもターゲット企業のプラスは大きい。

高買収プレミアムによる検証結果を総合すると、買い手企業の $CARa(-45,+45)$ 日は+1.44%と若干のプラスだが、買い手企業とターゲット企業の $CAR(-45,+45)$ 日の合計は+6.58%と非常に高い。また、買い手企業からターゲット企業へ大きな価値の移転が認められる。したがって、高買収プレミアムにおいてはシナジー理論と経営者の傲慢理論を同時に確認することができる。

5. むすび

本節では、本章の要約をおこない、M&Aの短期的な経済効果におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論の効果をまとめる。本章の目的は、M&Aが株主価値に与える短期的な影

響を測定し、M&Aにおけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を検証することであった。

第2節においては本研究のリサーチ・デザインをおこない、対象期間およびサンプル企業は1998年4月1日から2008年3月31日の間に東京証券取引所市場第一部の企業間でおこなわれたM&A、合併においては買い手企業65社、ターゲット企業65社、買収では買い手企業84社、ターゲット企業84社、合計298社とした。分析方法はCARによる株価効果の評価、加重CARをもちいた検証、合併・買収プレミアムによる検証であり、これら3つをもちいてシナジー理論と経営者の傲慢理論を実証することとした。

第3節では合併および買収による短期的なM&Aの株価効果について、CARをもちいて検証をおこなった。CARによる合併の検証結果では、シナジー理論も経営者の傲慢理論も確認することはできなかった。他方、買収においては若干のシナジー理論と強い経営者の傲慢理論が確認された。

第4節では、M&Aによる短期的な経済効果をより客観的に検証するために、第3節とは異なる評価モデルをもちいて実証をおこなった。加重CARによる合併の検証結果から、シナジー理論は認められるが、経営者の傲慢理論をみいだすことはできない。他方、加重CARによる買収の検証では、シナジー理論を確認することはできないが、強い経営者の傲慢理論は認めることができた。

高合併プレミアムによる検証結果においては、シナジー理論も経営者の傲慢理論も確認することはできなかった。低合併プレミアムの場合は、若干のシナジー理論とわずかな経営者の傲慢理論をみいだすことができた。他方、高買収プレミアムにおいては、シナジー理論と経営者の傲慢理論を同時に確認することができた。

これらの実証結果は、以下の図表4-17で一覧にまとめることができる。M&Aが短期的に株主価値にあたる影響について、株価効果の視点から3つの実証研究および7項目の検証をおこなった。シナジー理論は2項目で効果がみとめられ、2項目で若干の効果を認めることができた。他方、経営者の傲慢理論は3項目で効果が認識され、1項目で若干の効果をみいだした。傾向としては、シナジー理論は合併および買収の両方ケースでいくつかの効果を認識することができたが、経営者の傲慢理論は買収の場合でのみ効果が確認されたことは発見事項である。

以上のことから、M&Aが短期的に株主価値あたえる影響下において、シナジー理論と経営者の傲慢理論はいずれか一方の効果が肯定され、他方が否定されるものではないことが明らかにされた。どちらも理論も、M&Aが短期的に株主価値にあたる経済効果の特徴的要因といえる。ただし、経営者の傲慢理論は、買収の場合にのみ認められる効果である。

図表 4-17 M&A の短期的経済効果における実証結果一覧

No	実証研究	M&Aの経済効果	測定期間	N	形態	シナジー理論	経営者の傲慢理論
1	イベント・スタディ: CAR	短期間	1998/4/1-2008/3/31	130	合併	×	×
				168	買収	△	○
2	イベント・スタディ: 加重CAR	短期間	1998/4/1-2008/3/31	104	合併	○	×
				152	買収	×	○
3	イベント・スタディ: 合併プレミアム	短期間	1998/4/1-2008/3/31	40	高プレミアム	×	×
				25	低プレミアム	△	△
	イベント・スタディ: 買収プレミアム	短期間	1998/4/1-2008/3/31	19	高プレミアム	○	○
				3	低プレミアム	-	-
				合計	○2・△2・×3	○3・△1・×3	

○…… 仮説が認められる
 △…… 若干の仮説が認められる
 ×…… 仮説は認められない
 -…… 実証不能

本章の意義は、M&A が短期的に株主価値へあたえる影響について、合併と買収双方の観点からいくつかの検証をおこない、シナジー理論と経営者の傲慢理論の実証により一定の成果を示唆した点にある。多くの先行研究は合併もしくは買収のみを対象とした研究であり、一方向からの視点から M&A の経済効果を客観的に分析することは困難といえる。また、近年では M&A に関するできるだけ多くの諸要因を多変量解析などで実証分析する先行研究もみうけられるが、結果の解釈から焦点となる仮説を読み取ることが難解な場合もある。実証研究において、いったい何を明らかにしたいのかさえ不明瞭な先行研究も見受けられた。これらの問題を回避するため、本研究では、できる限りシンプルな実証研究を心がけた。

ただし CARによるイベント・スタディは、主に短期間のなかで M&A が株主価値にたいしてあたえる効果を測定する実証としてもちいられており、M&A が長期間にわたり株主価値にあたえる影響を評価するには限界がある。M&A が株主価値にあたえる効果についてより客観性をもち検証するためには、パフォーマンス・スタディをもちいた M&A による長期的な経済効果の実証研究が不可欠となる。

図表 4-18 合併 買い手企業 CAR検定

合併 買い手企業 CARの検定						
イベント	t 値	自由度	有意確率 (両側)	平均値の差	差の 95% 信頼区間	
					下限	上限
-46	1.895	64	.057	.61690	-.6167	1.2415
-44	1.714	64	.091	.48985	-.9777	1.0153
-48	3.565	64	.001	.84632	.4231	1.4696
-42	2.014	64	.048	.67272	-.0047	1.1407
-41	2.348	64	.022	.52715	-.8783	.9760
-40	.979	64	.334	.27084	-.2852	.8289
-39	1.997	64	.057	.45020	-.0153	.8957
-38	2.424	64	.019	.53938	-.1054	1.0934
-37	1.199	64	.238	.40094	-.2682	1.0689
-36	.653	64	.518	.20502	-.4223	.8924
-35	2.48	64	.018	.60545	-.8721	.8630
-34	2.521	64	.014	.69466	-.1999	1.1919
-33	3.672	64	.000	1.21779	.5817	1.8519
-32	3.847	64	.000	1.36555	.8631	2.0640
-31	6.759	64	.000	1.66207	1.0136	2.0906
-30	5.565	64	.000	1.52576	.9781	2.0795
-29	6.548	64	.000	1.39875	.9728	1.8266
-28	4.708	64	.000	1.27708	.7852	1.8189
-27	4.249	64	.000	1.24193	.6627	1.8112
-26	3.416	64	.001	1.19369	.4963	1.8909
-25	6.498	64	.000	1.69517	1.1323	2.1380
-24	2.099	64	.040	1.74213	-.0937	3.4006
-23	6.814	64	.000	2.61872	1.8517	3.3878
-22	4.796	64	.000	2.88501	1.9315	3.3768
-21	8.393	64	.000	2.44892	1.8618	3.0360
-20	7.878	64	.000	2.59489	1.8173	3.1325
-19	7.841	64	.000	2.94543	2.1951	3.6959
-18	7.194	64	.000	2.65284	1.9158	3.3889
-17	6.715	64	.000	2.35422	1.6639	3.0546
-16	5.704	64	.000	2.19095	1.3948	2.9773
-15	5.798	64	.000	1.92897	1.2541	2.6046
-14	4.804	64	.000	1.68821	.9277	2.2487
-13	4.708	64	.000	1.43180	.8240	2.0388
-12	5.217	64	.000	1.65219	.9578	2.1468
-11	6.109	64	.000	1.78910	1.2107	2.3876
-10	5.411	64	.000	1.85334	1.0483	2.2774
-9	6.203	64	.000	1.67663	1.0329	2.3204
-8	4.899	64	.000	1.72215	1.0939	2.4106
-7	7.840	64	.000	2.16481	1.6281	2.7415
-6	6.790	64	.000	2.22718	1.4672	3.0122
-5	6.481	64	.000	1.82815	1.2832	2.3881
-4	5.403	64	.000	1.58263	.9975	2.1878
-3	4.729	64	.000	1.67843	.9396	2.3174
-2	3.849	64	.000	1.46521	.7240	2.2084
-1	2.349	64	.022	1.14403	.1710	2.1171
0	.499	64	.620	.45529	-.3106	2.1811
1	-5.780	64	.000	-2.46494	-3.3190	-1.6096
2	-6.371	64	.000	-2.45145	-3.2201	-1.8828
3	-4.692	64	.000	-1.68265	-2.2662	-.9088
4	-2.847	64	.006	-1.00489	-1.7109	-.2888
5	-2.642	64	.010	-.80886	-1.4205	-.1972
6	-.488	64	.629	-.15450	-.7309	.4810
7	1.391	64	.172	.92717	-.1463	.8006
8	1.837	64	.071	.68899	-.0612	1.4580
9	1.814	64	.074	.61652	-.0623	1.2959
10	2.062	64	.043	1.02807	.3691	1.7871
11	3.005	64	.004	.89031	.2788	1.5820
12	3.226	64	.002	1.03686	.4170	1.7742
13	6.515	64	.000	1.79411	1.2440	2.3442
14	6.456	64	.000	1.46198	1.0095	1.9144
15	3.743	64	.000	1.09172	.5696	1.6744
16	1.452	64	.151	.41165	-.1548	.5779
17	2.478	64	.018	.68855	.1395	1.2498
18	3.156	64	.002	.86288	.3129	1.5828
19	3.325	64	.001	1.00493	.4012	1.6867
20	4.169	64	.000	1.42046	.7460	2.1163
21	5.109	64	.000	1.55428	.9455	2.1631
22	4.122	64	.000	1.47420	.7818	2.1688
23	3.688	64	.001	1.32692	.6038	2.0501
24	3.438	64	.001	1.07632	.4508	1.7616
25	2.282	64	.026	.71767	.0894	1.3459
26	1.466	64	.148	.61178	-.2225	1.4460
27	2.878	64	.005	.71678	.2185	1.2180
28	3.966	64	.000	1.37371	.6817	2.0658
29	3.591	64	.001	1.28110	.5894	1.9398
30	2.981	64	.020	.68589	-.1072	1.2246
31	1.931	64	.058	.53899	-.0186	1.0986
32	1.773	64	.081	.42778	-.0542	.9099
33	-.425	64	.672	-.11206	-.4141	.6392
34	-.176	64	.861	-.05101	-.8298	.5276
35	1.289	64	.170	.25777	-.1669	.6723
36	-.100	64	.921	-.09591	-.7493	.6727
37	-.180	64	.858	-.09564	-.7209	.6818
38	-.130	64	.883	-.09410	-.8972	.2490
39	-.026	64	.979	-.00692	-.5937	.5183
40	-.690	64	.493	-.25121	-.9791	.4765
41	-.450	64	.654	-.19550	-.8614	.5444
42	-.797	64	.484	-.20429	-.9481	.7577
43	1.505	64	.137	.45991	-.1508	1.0704
44	1.843	64	.078	.51988	-.0491	1.0704
45	9.110	64	.000	.86909	.3087	1.4174

図表 4-19 合併 ターゲット企業 CAR検定

合併 ターゲット企業 CARの検定						
イベント	t 値	自由度	有意確率 (両側)	平均値の差	差の 95% 信頼区間	
					下限	上限
-46	3.585	64	.000	1.16142	-.5318	1.7911
-44	3.828	64	.001	.99668	-.4209	1.4525
-48	4.055	64	.000	1.03323	-.6343	1.5422
-42	2.712	64	.009	.97627	-.2871	1.5985
-41	1.570	64	.121	.47566	-.1297	1.0814
-40	2.015	64	.048	.64840	-.0054	1.2874
-39	1.236	64	.221	.38767	-.2992	1.0145
-38	.869	64	.392	.72679	-.9562	2.4037
-37	3.979	64	.000	1.56126	.7769	2.3463
-36	3.052	64	.003	1.26487	.4488	2.1259
-35	2.324	64	.023	.84268	-.1192	1.5672
-34	6.500	64	.000	1.89172	.8400	1.8155
-33	5.889	64	.000	1.82102	1.1808	2.4612
-32	7.280	64	.000	2.18952	1.6524	2.7288
-31	6.699	64	.000	2.06316	1.4811	2.6759
-30	6.887	64	.000	1.87882	1.2986	2.5190
-29	3.774	64	.000	1.38066	.6499	2.1115
-28	1.648	64	.106	.58983	-.1272	1.3089
-27	3.395	64	.001	.90524	.3726	1.4879
-26	2.651	64	.012	.91201	.1978	1.6262
-25	2.124	64	.038	.95509	.0568	1.8584
-24	1.016	64	.313	.24379	-.2354	.7229
-23	-.519	64	.610	-.18822	-.6758	.8603
-22	-.785	64	.435	-.29341	-.8008	.8274
-21	2.066	64	.043	.96194	.0182	1.1064
-20	2.410	64	.019	.78090	.1396	1.4292
-19	2.557	64	.013	.74450	.1879	1.3262
-18	.892	64	.380	.52073	-.1126	2.1872
-17	3.398	64	.001	1.06211	.4976	1.6866
-16	4.082	64	.000	1.40521	.7174	2.0930
-15	3.421	64	.001	1.23222	.6127	1.9517
-14	2.980	64	.005	.78248	.2490	1.8180
-13	.396	64	.701	.60418	-.2826	2.7220
-12	5.774	64	.000	2.11640	1.8654	2.8514
-11	7.058	64	.000	2.09909	1.4977	2.6903
-10	3.785	64	.000	2.63585	2.0978	3.1729
-9	6.134	64	.000	2.14616	1.3711	2.3613
-8	7.081	64	.000	2.31780	1.8816	2.9726
-7	8.908	64	.000	2.17627	1.6529	2.6988
-6	6.737	64	.000	2.47218	1.7881	3.2058
-5	7.689	64	.000	2.19481	1.8165	2.7741
-4	5.193	64	.000	2.04620	1.2696	2.8818
-3	5.291	64	.000	1.86082	1.1620	2.5497
-2	1.722	64	.089	.76918	-.1157	1.6221
-1	1.223	64	.226	.69198	-.4984	1.8274
0	-.452	64	.653	-.98947	-1.8711	1.2441
1	-4.847	64	.000	-2.99158	-4.0883	-1.8996
2	-8.047	64	.000	-2.85585	-2.7480	-1.3823
3	-9.743	64	.000	-1.05705	-1.8214	-.4928
4	-2.153	64	.036	-.77060	-1.4857	-.0555
5	-1.286	64	.203	-.41862	-1.0679	.2306
6	-.897	64	.373	-.31594	-.9493	.3174
7	1.457	64	.150	.41450	-.1539	.9828
8	1.345	64	.183	.44077	-.2140	1.0358
9	1.440	64	.155	.50781	-.1969	1.2124
10	2.038	64	.046	.66066	.0124	1.1981
11	2.529	64	.014	.56107	.1178	1.0043
12	1.911	64	.060	.70651	-.0320	1.4452
13	4.208	64	.000	1.27997	.6723	1.8876
14	4.048	64	.000	1.80928	.6019	1.7747
15	3.598	64	.001	1.17652	.5234	1.6204
16	2.899	64	.005	.78280	.2434	1.3022
17	3.128	64	.003	.94942	.3490	1.5556
18	2.474	64	.016	.75472	.1462	1.3642
19	4.626	64	.000	1.12709	.8298	1.6245
20	6.301	64	.000	1.63419	1.0182	2.2501
21	8.960	64	.000	2.19528	1.6954	2.8952
22	8.277	64	.000	2.28782	1.7867	2.8401
23	5.088	64	.000	2.21814	1.3471	3.0891
24	6.244	64	.000	1.83294	1.2465	2.4194
25	4.903	64	.000	1.70396	1.0096	2.3583
26	9.872	64	.000	1.27882	.8267	1.9221
27	3.888	64	.001	.87840	.3598	1.3985
28	4.437	64	.000	1.33129	.7319	1.9507
29	4.095	64	.000	1.34847	.8759	2.0211
30	2.848	64	.006	.88207	.2628	1.5013
31	2.024	64	.047	.68996	.0074	1.1909
32	.993	64	.322	.22292	-.2230	.6888
33	1.158	64	.251	.30613	-.2218	.8941
34	1.183	64	.241	.31229	-.2152	.8936
35	-.581	64	.577	-.18903	-.6702	.8483
36	-.881	64	.382	-.94078	-1.1199	.8224
37	-.888	64	.378	-.26876	-.8666	.3393
38	-2.880	64	.			

図表 4-20 買収 買い手企業 CAR検定 図表 4-21 買収 ターゲット企業 CAR検定

買収 買い手企業 CAR検定

イベント	t 値	自由度	有意確率 (両側)	平均値の差		
				下界	上界	差の 95% 信頼区間
-45	-0.045	83	.954	.01184	-.5075	.5312
-44	.074	83	.942	-.01473	-.3939	.4139
-43	.895	83	.322	-.1776	-.1771	.5325
-42	.181	83	.888	.02948	-.4177	.4767
-41	.709	83	.480	-.15507	-.2980	.6282
-40	1.686	83	.099	-.31564	-.0612	.6924
-39	1.462	83	.147	-.26688	-.1032	.6766
-38	2.224	83	.028	-.48055	-.0508	.9109
-37	4.114	83	.000	-.81867	.4218	1.2115
-36	2.812	83	.008	-.89500	.1955	1.1681
-35	8.982	83	.000	-.78978	.8929	1.1647
-34	4.414	83	.000	-.82579	.4536	1.1925
-33	4.304	83	.000	-.84590	.5110	1.3888
-32	4.951	83	.000	-.90866	.5498	1.2787
-31	3.857	83	.003	1.01841	.9551	1.8777
-30	2.655	83	.010	-.59324	.1500	1.0468
-29	1.227	83	.223	-.23443	-.1455	.8144
-28	2.154	83	.034	-.65147	-.0438	1.2591
-27	1.825	83	.072	-.44152	-.0598	.9290
-26	1.842	83	.074	-.36177	-.0784	.8000
-25	2.921	83	.004	-.55470	-.1892	.9482
-24	3.829	83	.000	-.83883	.2974	.9846
-23	3.272	83	.002	-.75978	.2577	1.2189
-22	4.284	83	.000	-.85551	.4623	1.2482
-21	3.657	83	.000	-.80957	.3693	1.2489
-20	3.958	83	.001	-.78384	.3195	1.2482
-19	2.728	83	.008	-.45831	.1228	.7910
-18	1.285	83	.199	-.30780	-.1651	.7808
-17	.775	83	.440	-.12466	-.1955	.4452
-16	.649	83	.522	-.19276	-.2776	.5491
-15	1.708	83	.091	-.42329	-.0895	.9159
-14	1.958	83	.054	-.46594	-.8076	.8184
-13	.877	83	.383	-.17118	-.2122	.5595
-12	1.887	83	.061	-.36529	-.0711	.7618
-11	-.262	83	.802	-.06781	-.5165	.8594
-10	-1.174	83	.244	-.21480	-.5788	.1482
-9	-1.778	83	.079	-.31613	-.6895	.9373
-8	-.778	83	.439	-.18880	-.5676	.2440
-7	-.892	83	.375	-.08712	-.4480	.4448
-6	1.670	83	.098	-.81408	-.0599	.6881
-5	3.198	83	.002	-.83688	.2405	1.0912
-4	1.372	83	.174	-.30929	-.1932	.7578
-3	-.569	83	.571	-.12080	-.3017	.5488
-2	-.480	83	.632	-.10410	-.5291	.8288
-1	2.815	83	.005	-.48750	.1430	.9320
0	1.808	83	.078	-.52050	-.0548	1.0858
1	.265	83	.792	.08465	-.5514	.7207
2	-.791	83	.427	-.21759	-.8097	.3746
3	-.488	83	.640	-.10388	-.5443	.3885
4	-1.381	83	.171	-.35057	-.8556	.1544
5	-.825	83	.414	-.14547	-.8088	.9178
6	-.705	83	.482	-.15871	-.2888	.6082
7	-.859	83	.392	-.17202	-.3475	.8915
8	3.805	83	.001	-.71453	.3885	1.2408
9	2.287	83	.028	-.55785	.0689	1.0474
10	.920	83	.360	-.24199	-.2814	.7654
11	-.052	83	.848	-.01428	-.4234	.4519
12	-.189	83	.843	-.03593	-.4305	.3524
13	-.888	83	.374	-.19589	-.5289	.2676
14	-.851	83	.392	-.15814	-.6331	.3206
15	-.188	83	.818	-.02169	-.3840	.4872
16	-.481	83	.632	-.10882	-.3347	.5484
17	-.648	83	.516	-.14488	-.8888	.3785
18	-.417	83	.678	-.08592	-.3240	.4859
19	-.988	83	.326	-.17927	-.5403	.1818
20	-.382	83	.783	-.07545	-.4742	.3212
21	-.820	83	.380	-.20485	-.2378	.6468
22	-.886	83	.370	-.07050	-.2823	.4293
23	-1.184	83	.238	-.20221	-.5392	.1848
24	-.870	83	.365	-.13421	-.5325	.2644
25	-.887	83	.374	-.08888	-.5889	.3916
26	-1.484	83	.142	-.32418	-.7870	.1186
27	-2.878	83	.005	-.56818	-.8448	-.1717
28	-3.500	83	.001	-.80545	-.12532	-.3477
29	-4.755	83	.000	-1.11280	-.15780	-.8472
30	-5.199	83	.000	-1.08388	-.14995	-.8582
31	-4.857	83	.000	-1.20880	-.17098	-.7198
32	-6.812	83	.000	-1.46432	-.13048	-1.0298
33	-5.739	83	.000	-1.44760	-.13463	-.8459
34	-8.828	83	.000	-1.48741	-.13677	-1.0271
35	-8.015	83	.000	-1.38225	-.18548	-.8925
36	-8.930	83	.000	-1.50814	-.13920	-1.0548
37	-8.954	83	.000	-1.65556	-.20229	-1.2882
38	-8.824	83	.000	-1.48710	-.18301	-1.1441
39	-8.750	83	.000	-1.29558	-.17438	-.8474
40	-9.878	83	.000	-.91522	-.12859	-.4452
41	-3.748	83	.000	-.37093	-.10270	-.3149
42	-3.435	83	.001	-.48247	-.13619	-.3680
43	-4.512	83	.000	-.83898	-.12352	-.5627
44	-4.889	83	.000	-.93582	-.13890	-.6382
45	-5.143	83	.000	-1.08957	-.14882	-.8559

買収 ターゲット企業 CAR検定

イベント	t 値	自由度	有意確率 (両側)	平均値の差		
				下界	上界	差の 95% 信頼区間
-45	-3.789	82	.000	-1.89108	-2.1195	-.8626
-44	-8.585	81	.000	-1.85098	-2.4101	-1.2918
-43	-4.842	82	.000	-1.72665	-2.4634	-.9878
-42	-4.260	82	.000	-2.07740	-3.0488	-1.1048
-41	-4.090	82	.000	-2.78158	-4.0800	-1.3882
-40	-12.215	82	.000	-3.41677	-3.9792	-2.8603
-39	-9.441	82	.000	-3.89171	-4.1084	-2.6770
-38	-9.178	82	.000	-3.15084	-3.8359	-2.4878
-37	-9.839	82	.000	-2.81590	-3.4857	-2.1981
-36	-5.414	82	.000	-2.78871	-3.9758	-2.1979
-35	-7.879	82	.000	-2.87277	-3.0190	-1.7926
-34	-8.927	82	.000	-2.82148	-2.8988	-1.8041
-33	-8.808	82	.000	-2.21531	-2.7155	-1.7150
-32	-7.822	82	.000	-1.89816	-2.3936	-1.4027
-31	-8.583	82	.000	-2.05176	-2.7888	-1.8187
-30	-8.509	82	.000	-2.24895	-2.7194	-1.7785
-29	-7.234	82	.000	-2.10143	-2.6793	-1.5235
-28	-7.892	82	.000	-1.97997	-2.4718	-1.4764
-27	-5.197	82	.000	-2.84858	-3.2477	-1.4495
-26	-8.380	82	.000	-2.75283	-3.3877	-2.1676
-25	-6.320	82	.000	-2.27954	-2.8971	-1.5820
-24	-10.958	82	.000	-2.83494	-3.3498	-2.3293
-23	-10.854	82	.000	-3.08208	-3.6464	-2.5177
-22	-12.142	82	.000	-3.40400	-3.8817	-2.8489
-21	-10.445	82	.000	-3.22946	-3.8445	-2.6144
-20	-15.821	82	.000	-3.54289	-3.3941	-3.0317
-19	-10.388	82	.000	-3.12289	-3.7210	-2.5247
-18	-12.688	82	.000	-3.50521	-4.0549	-2.8555
-17	-16.940	82	.000	-3.87820	-4.1079	-3.2445
-16	-15.202	82	.000	-3.70585	-4.1908	-3.2209
-15	-14.058	82	.000	-3.24791	-3.7088	-2.7878
-14	-11.988	82	.000	-3.56590	-4.1587	-2.8791
-13	-11.703	82	.000	-3.42133	-4.0000	-2.8427
-12	-11.052	82	.000	-3.82848	-3.8287	-2.7201
-11	-13.258	82	.000	-3.72294	-4.2918	-3.1643
-10	-15.752	82	.000	-3.47158	-3.9100	-3.0392
-9	-15.854	82	.000	-3.54424	-3.3890	-3.0385
-8	-8.591	82	.000	-3.24813	-3.8291	-2.5762
-7	-8.404	82	.000	-2.86885	-3.8668	-2.2669
-6	-11.528	82	.000	-3.10484	-3.8408	-2.5681
-5	-8.888	82	.000	-3.18688	-3.8816	-2.4885
-4	-11.052	82	.000	-3.90078	-4.6029	-3.1988
-3	-18.608	82	.000	-4.20708	-4.6888	-3.7802
-2	-13.184	82	.000	-4.44078	-5.1134	-3.7687
-1	-10.219	82	.000	-5.18428	-6.1484	-4.2221
0	-4.985	82	.000	-6.39382	-8.8894	-5.7985
1	-20.692	82	.000	-13.19208	-14.4982	-11.8855
2	-88.395	82	.000	-12.82719	-19.4860	-12.1574
3	-25.784	82	.000	-11.85763	-12.5568	-10.7881
4	-29.523	82	.000	-11.89783	-12.4859	-10.9099
5	-80.004	82	.000	-11.48005	-12.1879	-10.6722
6	-47.512	82	.000	-11.50868	-11.9885	-11.0248
7	-81.439	82	.000	-11.31727	-11.6834	-10.9511
8	-81.054	82	.000	-10.86749	-11.5850	-10.1900
9	-38.815	82	.000	-10.99700	-11.5635	-10.4505
10	-43.680	82	.000	-11.29207	-11.8863	-10.7778
11	-30.025	82	.000	-11.13842	-11.8764	-10.4005
12	-43.995	82	.000	-10.51458	-10.8900	-10.0381
13	-95.147	82	.000	-10.82884	-11.1790	-10.0887
14	-29.775	82	.000	-10.00873	-10.8785	-9.9410
15	-28.081	82	.000	-9.71052	-10.5471	-9.6740
16	-29.829	82	.000	-10.05214	-10.7271	-9.3772
17	-32.482	82	.000	-10.25685	-10.8844	-9.8278
18	-27.905	82	.000	-9.94744	-10.6588	-9.2983
19	-29.388	82	.000	-10.34500	-11.0453	-9.6447
20	-28.702	82	.000	-9.87065	-10.5548	-9.1855
21	-42.688	82	.000	-9.86728	-10.4316	-8.5028
22	-28.890	82	.000	-9.41270	-10.0891	-8.7852
23	-27.788	82	.000	-9.27880	-9.8405	-8.9127
24	-85.054	82	.000	-9.44832	-9.8046	-8.9121
25	-32.434	82	.000	-9.32936	-10.5384	-9.9204
26	-88.242	82	.000	-8.60888	-10.1008	-8.1015
27	-42.190	82	.000	-8.24788	-9.8839	-8.6118
28	-40.572	82	.000	-9.05107	-9.5054	-8.6188
29	-30.788	82	.000	-8.89588	-9.4581	-8.3091
30	-32.895	82	.000	-9.13414	-9.6976	-8.5808
31	-33.228	82	.000	-8.89423	-9.4267	-8.3818
32	-28.967	82	.000	-8.80913	-9.4141	-8.2042
33	-18.194	82	.000	-8.81313	-9.7767	-7.8495
34	-24.643	82	.000	-8.79179	-9.4826	-8.0808
35	-82.158	82	.000	-8.59285	-9.1242	-8.0611
36	-3					

注

- ¹ Dodd(1980),Asquith(1983),Eckbo(1983)の先行研究を取り上げている。買い手企業のサンプル数は358社、ターゲット企業のサンプル数が339社である。
- ² Pettway and Yamada(1986)は1977年から1984年の国内で合併をおこなった買い手企業50社、ターゲット企業16社を取りあげ、合併公告日前後30日の株価効果ARを分析している。その結果、買い手企業のARは-1日のとき+0.61%、0日では+0.08%、+1日が+0.122%であった。ターゲット企業における超過リターン(AR)は、+1日では+1.56%、0日は-0.23%、+1日が-1.40%となった。
- ³ Yeh and Hoshino(2001)は国内における合併で、買い手企業を対象にした1981年から1991年までの43件と、1992年から1998年までの46件2つの期間を分析している。1981年から1991年の-1日から+1日までの買い手企業のCARは+0.77%、1992年から1998年までは-2.60%であった。
- ⁴ 薄井(2001)は1989年から1999年までの、国内の合併および買収を含む、買い手企業128社とターゲット企業119社を対象に分析をおこなっている。その結果、-1日と0日の2日間において、買い手企業は+0.92%($t=2.05$)、ターゲット企業では+3.07%($t=8.81$)のCARを得ていることがわかった。
- ⁵ 松尾・山本(2006)は、1977年から2004年までの買い手企業およびターゲット企業、ともに上場企業であるM&A1,515件について、1977年から1998年と1999年から2004年までの2つの期間を検証している。その結果、1977年から1998年までのARは、買い手企業の-1日が+0.21%($t=0.79$)、0日-0.03%($t=-0.07$)、ターゲット企業は-1日0.00%($t=0.00$)、0日が+1.35%($t=1.85$)となった。他方、1999年から2004年までのARは、買収企業の-1日が+0.15%($t=0.81$)、0日+0.75%($t=3.58$)、ターゲット企業では-1日では+1.21%($t=4.19$)、0日+1.86%($t=5.45$)となり、1999年10月の商法改正による株式交換と株式移転の規制緩和が、ターゲット企業の株価効果にプラスの影響を与えていることが明らかにされた。
- ⁶ 井上・加藤(2006)においては、取引完了時期が1999年3月以前と1999年4月以降の買い手企業におけるCARが分析されている。1999年3月以前は買い手企業のCAR(-1,+1)日が-1.19%($t=-1.52$)、ターゲット企業のCAR(-1,+1)日が+1.08%($t=0.57$)であったが、1999年4月以降では買い手企業のCAR(-1,+1)日は-3.01%($t=-2.44$)、ターゲット企業のCAR(-1,+1)日では+5.97%($t=3.98$)と株価効果が大幅に増加していることを実証した。そのなかでも、1999年4月以降に導入された株式交換と株式移転のCARが相対的に高い値を示していた。
- ⁷ レコフ『MARR』、1998年-2008年各月号のデータをもちいた。
- ⁸ 東京証券取引所市場第一部に登録されている証券コードをもとに、対象期間に存続しているか否かを判定している。対象企業が上場廃止後に企業として存続している場合でも、証券コードが廃止された時点で本研究上では対象企業外とみなした。また、対象期間内で複数回にわたりM&Aをおこなっている企業の場合は、それぞれのM&Aを個別のM&Aとしてカウントしている。
- ⁹ イベント日から6営業日前の株価終値に、期中平均発行済株式数を乗じて算出した。
- ¹⁰ 本研究では合併および交換比率について、レコフ『MARR』で公表されている数値のみを

もちいている。合併および交換比率が明らかにされていない M&A に関しては、本研究の対象サンプルから除外している。

第5章 M&A のパフォーマンス・スタディ —先行研究のレビュー—

1. はじめに

本章の目的は、M&A が株主価値へあたえる長期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することである。M&A の長期的な効果を概観するために、M&A が長期的に株主価値へおよぼす影響を測定した主要な先行研究をレビューしていく。

一般的に M&A の主な目的としては、株主価値の増大をあげることができる。M&A があたえる経済的シナジー効果の測定方法のひとつに、M&A にかけた投資がどの程度のキャッシュフローを獲得しているかをあらわす、正味現在価値法(以下では NPV という)がある。NPV では、M&A で得られたキャッシュフローの現在価値は、M&A の利益から投資額 I であらわされる M&A の費用を差し引いた差に等しい²。

しかしながらほとんどの M&A において、M&A にかかる投資額 I は当該企業の内部情報であり、対外的に投資額の詳細が公表されることはない。したがって客観的に NPV を算出することは困難であり、同時にインサイダーではない第三者が M&A の財務的な効果について NPV 法をもちいて客観的に分析することはほぼ不可能となる。

そこで NPV 法以外に M&A が株主価値にあたえる経済的シナジー効果を測定する手法として、株価効果分析と財務指標分析というふたつの分析手法がある。前者は M&A の情報が開示される日、すなわちイベント日を基点としたおもに短期的な株価への影響を分析するイベント・スタディ(Event Study)とよばれている。他方、後者は M&A が株主価値にあたえる影響を M&A 後の財務比率などの財務指標をもちいた長期的に測定する手法であり、パフォーマンス・スタディ(Performance Study)といわれている³。

本章では M&A が株主価値にあたえる影響を財務指標から検証するパフォーマンス・スタディを取りあげ、その先行研究をみていくことにする。伝統的なパフォーマンス・スタディは総資産利益率(以下では ROA という)、株主資本利益率(以下では ROE という)などの主要な財務指標をもちいて、M&A 前後数年間におけるそれらの指標の推移を観察し、M&A が株主にたいしてどのような効果にあたえるかを財務分析の視点から検証する手法である。

ROA や ROE という財務指標の視点だけではなく、M&A 後のキャッシュフローに着目したパフォーマンス・スタディもおこなわれている。M&A とは株主価値の増大のためにおこなわれるものであり、M&A の利益は NPV にもとづいたキャッシュフローにより明らかにされる。つまり株主価値増大の重要な指標である将来期待されるキャッシュフローの増減を検証することで、M&A の効果を分析することが可能になるという仮説である。先行研究では、M&A によるいくつかのキャッシュフロー・モデルが構築されており、これらをレビューすることは一定の意義が

ある。

またパフォーマンス・スタディと、M&Aによる株価効果を検証したイベント・スタディとの相関性を分析している研究もある。M&Aの発表をしたイベント日を境にして一定の期間にCARが獲得されることは、主要な先行研究により有力な仮説として確立している⁴。このCARは将来の期待キャッシュフローを反映した現象、つまり正味現在価値にもとづく超過収益であると仮定し、イベント・スタディによるCARとパフォーマンス・スタディで分析されたM&A後のキャッシュフローとの相関性について研究をしているのである。NPV以外の手法でM&Aの経済的効果を測定するための双璧をなすふたつの手法、すなわち株価効果を分析するイベント・スタディと財務効果を分析するパフォーマンス・スタディとの関連性の分析は、先行研究として取りあげる価値がある。

本章の構成は、まず第2節でROAやROEなど財務指標をもちいた主要な先行研究をレビューしてみる。第3節では、M&Aは将来のキャッシュフローの増加を目的とした行為であるという前提のもと、M&A後のキャッシュフローに主眼をおいた主要な先行研究のレビューをおこなう。第4節においては、M&A後のキャッシュフローとイベント時のCARとの相関性、すなわちパフォーマンス・スタディとイベント・スタディとの関連性を分析している先行研究を取りあげる。最後に第5節では、パフォーマンス・スタディをもちいた主要な先行研究のレビューを要約し、本章の課題について述べる。

2. 財務比率からみたM&Aの効果 —財務指標分析—

M&Aが株主価値にどのような長期的な経済効果をあたえているかを検証するために、ROAやROEなど財務指標の視点から伝統的なパフォーマンス・スタディがおこなわれている。この節ではパフォーマンス・スタディのなかでも、財務指標をもちいてM&A後の企業業績を測定している先行研究についてみてみる。初期の先行研究⁵においてはMeeks(1977)などが財務分析を中心としたパフォーマンス・スタディを実証しているが、この節では多くの先行研究において参考文献として取りあげられている、Ravenscraft and Scherer(1987)の研究を取りあげてみる。

他方、国内のM&A後を検証したパフォーマンス・スタディは研究の歴史も浅く先行研究も少ないが、そのなかでも代表的な先行研究を取りあげていく。

2.1 Ravenscraft and Scherer(1987)の研究

Ravenscraft and Scherer(1987)の研究の目的は、テンダー・オファーで買収されたターゲット企業の収益性が買収後に向上しているかを検証することである。テンダー・オファーは

既存経営者を交代させられるため、経営の非効率性を排除し収益性が高まるという経営改善仮説の効果があるとされている⁶。この研究の対象データには、1978年に連邦取引委員会が作成した1950年から1976年までの10億USドル以上の資産を有する企業の合併業種リストを使用している。このリストにはおよそ6000件の合併が記載されており、そのなかで96の製造会社にテnder・オファーの事例が存在した。そのうち1社のデータが入手できず、95社を対象にみても、25社が敵対的な買収で経営者が反対しながらも成立しており、20社はホワイト・ナイト、50社は競合なしのテnder・オファーであった[Ravenscraft and Scherer(1987), pp.148-150]。

収益性を測定するためにテnder・オファー9年後の対象企業のROAを主成分分析により検証し、テnder・オファーがおこなわれていない同業種平均値との対比分析がおこなわれている。変数としては、合併業種リストにおける市場占有率(SHR)、プーリング法で合併前年度の最後に移された資産の比率(PPOOL)、パーチェス法で合併前年度の最後に移された資産の比率(PURCH)、プーリング法で対等合併された場合の仮変数(EQUALS)、親会社により合併された場合の仮変数(NEW)、ターゲット企業から合併に強く抵抗された事例(HOSTILE)、ホワイト・ナイトの事例(WHITE)、提示条件を上回らないで買収した場合(OTHER)、以上8つを使用した[Ravenscraft and Scherer(1987), p.151]。

その結果⁷、合併の9年後においてテnder・オファーがおこなわれた対象企業のROAはテnder・オファーがおこなわれていない企業に比べ、-3.10%低下していることがわかった⁸。他方でテnder・オファーをしていない企業のROAは、平均+13.34%であった。この結果は、一般的なテnder・オファーの仮説である、買収後に収益性が改善されるという内容と一致していない[Ravenscraft and Scherer(1987), pp.151-154]。

パーチェス法による買収の場合においても、ROAは業種平均よりも-2.81%低い結果となっている。これは、パーチェス法の場合、のれんなどの資産評価額が高くなる傾向にあり、多くのターゲット企業におけるM&A後の収益性が低減していると考えられる。さらに売上高営業利益と売上高キャッシュフローとウイリアムズ法施行後の分析をおこなったが、同様にテnder・オファーとパーチェス法の比率が平均よりもマイナスであった。また一般的にウイリアムズ法の施行後は買収プレミアムが増加していると考えられているが、この研究ではテnder・オファーの場合においては買収プレミアムが低下していることがわかった[Ravenscraft and Scherer(1987), pp.154-155]。

このように、Ravenscraft and Scherer(1987)の研究により、テnder・オファーによる買収においては、経営の非効率性の排除とシナジー効果により収益性が高まるという仮説は成立しないことが明らかにされた。

2.2 Yeh and Hoshino(2002)の研究

Yeh and Hoshino(2002)の目的は、日本における合併が業績にあたる効果と系列企業における合併後の株主価値を分析することである。研究の動機は、日本の系列企業が効率的にエイジェンシーコンフリクトを調整し⁹、企業の効率性を向上させることが可能かという問題意識である。先行研究によれば M&A は Roll(1986)の経営者の傲慢理論や Jensen and Meckling(1976)や Morck et al.(1990)による経営者の私的な利益の獲得のためにおこなわれるという仮説がある [Yeh and Hoshino(2002), p.348]。

Yeh and Hoshino(2002)では、パフォーマンス・スタディの財務指標として合併企業の効率性をあらわす TE(technical efficiency)= Q/I をもちいている。TE は、生産量 Q を投入量 I で割ることで求められる。対象サンプルは合併による効率性の効果と系列のガバナンス機能を検証するために、日本企業によって合併が達成された事例のみを取りあげている。合併のイベント日については日本経済新聞を参照し、日本における 1970 年から 1994 年までの 86 件の合併の対象企業は、すべて東京取引証券所に所属している企業である。企業のデータは日経 NEEDS を使用し、期間は合併前 5 年から合併後 5 年まで、合計 10 年間で対象であり、86 件のうち、51 件が系列系、35 件が独立系の合併であった[Yeh and Hoshino(2002), p.350]。

合併前と合併後の業績比較は企業業績を示す $R_t = \theta_t M_t + \epsilon_t$ で算出される。企業業績指標の R_t は、仮変数 M であらわされる。また、対象企業の業績指標は、生産性の測定指標には企業の投入と生産の比率である $TE = Q/I$ 、収益性は ROA と ROE、成長性には昨年度の売上高と今年度の売上高を割って算出される SALES、昨年度の従業員数と今年度の従業員数を割って求められる EMPL、以上の指標を使用し合併前と合併後の比率を比較、合併後の業績について検証をしている[Yeh and Hoshino(2002), pp.353-354]。

分析の結果、合併前と合併後の企業業績の変化については、生産性は合併前の・1 年を見ると、合併企業の生産性はそれらの産業平均値より-5.8%(有意ではない)低いが、合併 1 年後には-11.7%(1%水準で有意)、4 年後には-7.2%(10%水準で有意)へさらに低下している。収益性は、合併前の ROA が+5.3%から+5.7%(0.1%水準で有意)であったが、合併後は+4.3%から+4.8%の範囲の水準に下がっている(0.1%水準で有意)。また、ROE の結果も ROA と同様で合併後に低下しており、合併は企業の収益性に負の影響を与えていることがわかる。成長性に関しては、合併前の SALES は合併 1 年前に合併企業は産業平均値よりも+9.8%高い売上成長率を達成していたが、合併後は、+4.9%から+6.2%の範囲に落ち込んでいる。EMPL については、合併 1 年前では産業平均値より+7.2%(0.1%水準で有意)高いが、合併 2 年後では-1.5%(5%水準で有意)に低減している。この結果は、合併により多くの企業が労働者の削減をしていることを意味している[Yeh and Hoshino(2002), pp.354-356]。

これらの結果から、国内における合併は生産性、収益性、売上や雇用の成長率などに負の影響を与えていることは明らかであり、国内の先行研究(Hoshino,1982,1992;Muamatsu,1986;Odagiri and Hase,1989)の結果とも一致している。国内のM&Aは北米の事例とは異なり、多くは財務的に問題や経営の失敗がある企業の救済目的であった。株式の持ち合いなどがある国内の企業では、M&Aは企業乗っ取りなどよばれるなど負のイメージが付きまとうため、敵対的な買収者はほとんど現れない。また、経営者の刷新や従業員の解雇などは多くの企業ではまだタブーであり、多くの場合CEOもそのまま居座っている場合が多い。そのような環境下においては、シナジー効果を意識した合併を期待することは困難である[Yeh and Hoshino(2002), p.359]。

合併企業を系列系と独立系に区分した分析は、生産性において独立系企業は合併前の産業平均値よりも低い生産性であった。しかしながら、合併4年後には産業平均値に近づきつつあり、大きな低減とはいえない。他方、系列系の合併企業は合併前も合併後も産業平均値近辺を維持している。収益性においては、独立系企業の収益性は低減しているが大きな低下ではない。たとえば、合併前4年と合併後4年の収益性の差異は-0.5%(有意ではない)である。他方、系列系企業の収益性は大幅に低下しており合併前4年と合併後4年の収益性の差異は-1.2%(1%水準有意)である。ROEも同様の結果であった。成長性では独立系企業、系列系企業ともに合併後の成長性は低下している。しかしながら、ここでも独立系企業よりも系列系企業の落ち込みのほうが大きい[Yeh and Hoshino(2002), pp.359-364]。

これらの結果から、系列系の企業の合併は投資の失敗であり、結果として業績が悪化している。したがって本論文の結果は、系列が効率的な機能を有しておりエイジェンシーコンフリクトを調整し企業の効率性を向上させるという仮説と一致していない。むしろ、系列はグループ内の脆弱な企業にたいする経営資源の再分配、企業の健全性、経営のてこ入れという役割を演じていると考えられる。しかしながらそれらの対応は、エイジェンシーコストと関連し結果として企業価値を低下させる可能性がある[Yeh and Hoshino(2002), pp.364-365]。

2.3 青木(2005)の研究

青木(2005)の研究の目的はM&A後の財務業績について、財務分析の視点からM&Aの業績と企業価値への影響、株式買い占めに遭遇した企業の財務的特質と事後対応、日本のM&A会計の状況、以上3つの視点から分析をおこなうことである[青木(2005), 4ページ]。

この研究ではM&Aによる業績および株主価値への影響について、収益性を業績測定の指標として検証している。米国における1980年から1990年までのM&A取引額の上位金額30社(製造業)を分析し、M&A後におけるROAとROEの低下を明らかにしている。この要因は、パーチェス法における営業権償却による償却負担という会計処理に起因するもの

ではなく、実質的な収益性の低下であった[青木(2005), 4 ページ]。

さらに 1991 年から 1998 年の間に、米国において 1 回でも 10 億ドル以上の M&A を実施した企業の、M&A 前と M&A の 3 年後の業績を、M&A を実施した期を含め 5 年間の変化を分析している。対象データは、製造業 45 社、非製造業 65 社の計 110 社で、業績の測定に使用した財務指標は ROE, ROA, 売上高営業利益率, 資産回転率, EBITDA 比率, 支払利息比率である。分析の結果 M&A 前と 3 年後を比較すると非製造業には差がないが、製造業では M&A 後に資産回転率と ROA が大幅に低下しており製造業においては収益性が悪化していることがわかった[青木(2005), 5 ページ]。

国内の M&A が株主価値におよぼす影響については、経営統合前と統合後の変化を 2001 年 10 月に経営統合したトステムと INAX(持ち株会社「住生活グループ」), 2003 年 8 月に経営統合したコニカとミノルタ(「コニカミノルタホールディングス」)について、Ohlson モデル¹⁰をもちいて分析している。その結果、住生活グループは株主価値と株価総額ともに上昇しているが、コニカミノルタは統合後株価総額が増加した一方、株主価値は減少していた[青木(2005), 5 ページ]。

つぎに近年の国内における急激な M&A 環境の変化について検証するために、東京スタイルにたいする村上ファンドの株式買い占め、ユシロ科学とソトーへの SPJSF(スティール・パートナーズ・ジャパン・ストラテジック・ファンド)の敵対的 TOB を取りあげ¹¹、これらの案件に共通する財務的特性を検証している。分析に用いた指標は、現金預金、有価証券、総資産、自己資本/総資産、利益剰余金/総資産、ROA, ROE, 配当性向、増収率(5 年平均)、研究開発費/売上高、PER(実績)、PER(予想)、PBR(実績)、β(TOPIX 5 年)である。

その結果共通する特徴としては、現金預金・有価証券を豊富に保有している、自己資本比率が高い、成長率が低い、PER(株価/1 株あたり利益)が低い、PBR(株価/1 株あたり純資産)が低い、β が 1 以下で株価変動が小さい、企業規模が中小型である、中小型株にしては役員持ち株比率が低い、ファンドによる買収がおこなわれたことなどをあげている。また、株主還元的手段にかんしては、米国では配当(インカムゲイン)よりも、資金は再投資に回し株価上昇や株式分割(キャピタルゲイン)をおこなう傾向にある。米国ではデルコンピューター、マイクロソフト、オラクル、シスコシステムなど、黒字でも無配の企業が多い。他方、国内では業績が良い企業でも配当性向は 20%以下の企業が多く、ファンドは短期的志向から株式分割よりも配当を要求していることも国内の M&A 環境に影響をあたえている[青木(2005), 6-7 ページ]。

最後に、国内の M&A 会計の状況について論じている。米国では SFAS141 企業結合会計では買収、合併でも子会社化でも営業権で処理している。国内では営業権は借方のみに発生、連結調整勘定は借方貸方双方に発生するが「企業結合に係る会計基準(2003 年 10 月)」は営業権の貸方計上(負ののれん)を認め、営業権と連結調整勘定の償却はすべて 20 年以内で規則的におこなうと規定した [青木(2005), 8-9 ページ]。

日本企業のM&Aによる財務的影響についての研究蓄積は少ない。この研究で論じているM&Aによる業績や企業価値の変化、M&A会計処理など、経営分析の視点からの研究を今後も進めていくべきであるとしている[青木(2005), 10 ページ]。

3. M&A後のキャッシュフローの動向 —キャッシュフロー分析—

前節のようにROAやROEという財務指標の視点ではなく、本節ではM&A後のキャッシュフローに着目したパフォーマンス・スタディを取りあげる。M&A後の企業業績の測定指標として、キャッシュフローを測定することでM&A後の経済的シナジー効果を分析することができる。

3.1 Seth(1990)の研究

Seth(1990)の目的は、買収における価値創出に関連した主要な原因について、将来期待されるキャッシュフローをもちいて明らかにすることである。買収により創出される経済的な価値がどのような要因で発生するのかについては、これまでの先行研究のなかで明確に究明されていない。とくに本業関連事業買収における価値の創出は、規模の経済、市場支配力、範囲の経済により得られていると考えられているが、これらの仮説は十分に証明されていない。この研究では、価値創出の要因は非本業関連事業買収の場合よりも、本業関連事業買収の場合の方がキャッシュフローを創出する要因になりうると仮定している[Seth(1990), pp.431-432]。

この研究における価値創出の概念は、シナジー理論にもとづいている。サンプルは、1962年から1979年の間におこなわれた、U.S.FTCの*Report on Mergers and Acquisitions*(1981)のリストに記載されているテnder・オファーによる買収102件を対象としている。これらのサンプルは買収時の総資産がすくなくとも10億USドル以上を有するメーカー、または素材メーカーで構成されている。この102件のうち52件は本業関連事業買収であり、50件が非本業関連事業買収の事例であった。

また、この研究における本業関連事業買収の定義は、水平買収、垂直買収などによる生産と市場の拡大をさす。同様に非本業関連買収の定義は、その他の純粋なコングロマリットによる買収形式を意味している[Seth(1990), pp.432-433]。

評価モデルと測定については、要求利益と期待キャッシュフローに起因する平均価値変化を分析している。企業の所有する資産から生じる価値は、その資産が生み出す将来のキャッシュフローへの期待と資産にたいするリスクを反映し、現在価値に割引かれた期待キャッシュフローとして算出される。

この研究では統合されたふたつの企業の資産をひとつの資産とみなしているため、買収の結果ポートフォリオが向上すればこの増加分はポートフォリオの期待キャッシュフロー、低下している場合はリスクによる減少ということになる。したがって、特定される価値創出において期待キャッシュフローかリスク低減のどちらかが変化、もしくは両方の変化によって生じる価値増加によってその要因が特定されるはずである[Seth(1990), pp.435-437]。

評価モデルでは、 ΔVi は合併による価値の変化、 Si は合併企業のシナジー効果、 $E(Vi)$ は合併後の期待価値、 $E(Xi^*)$ は合併前後の期待キャッシュフロー平均値、 $1/E(Ri)$ はリスクを盛りこみ、以下のとおり構築されている[Seth(1990), p.436]。

$$\frac{\Delta Vi}{E(Vi)} = \frac{\frac{1}{E(Ri)} \Delta E(Xi^*)}{E(Vi)} + \frac{\frac{1}{E(Xi^*)} \Delta \frac{1}{E(Ri)}}{E(Vi)} \quad (1)$$

評価モデルの分析結果により $Si = \lambda i + \mu i$ が求められ、 Si はふたつの企業が併合したシナジー効果によって得られる価値、 λi は期待キャッシュフロー (ECF) から得られた価値、 μi は要求利益から得られた価値となる[Seth(1990), p.436]。

評価モデルから算出された結果、全体サンプルのシナジー効果は+9.296% ($t=6.63$)、本業事業関連買収の場合は+10.545% ($t=5.08$)、非本業事業関連買収で+7.997% ($t=4.25$) であり、いかなる買収の種類においてもシナジー効果が反映されていることがわかった。期待キャッシュフローは全体で+12.855% ($t=2.86$)、本業事業関連買収+16.854% ($t=2.19$)、非本業事業関連買収+8.696% ($t=1.96$) となっており、すべてにおいてキャッシュフローの価値創出は高い水準にある。他方、要求利益においては全体で-3.559% ($t=-0.88$)、本業事業関連買収-6.309% ($t=-0.90$)、非本業事業関連買収-0.699% ($t=-0.18$) となっており、すべてにおいてマイナスとなっている[Seth(1990), p.439]。

非本業関連事業買収よりも、本業関連事業買収において期待キャッシュフローの創出が高いという結果は、Seth(1990)が本論文の冒頭で予測とした仮定と一致していた。[Seth(1990), pp.439-440]。

3.2 Healy, Palepu, Ruback(1992)の研究

Healy, Palepu, Ruback(1992)の研究の目的は、買い手企業およびターゲット企業におけるM&A後のキャッシュフローを検証し、買収により誘発されたキャッシュフローの原因を明らかにすることである。具体的には買収前と買収後のキャッシュフローの増減を算出し、その後業界調整キャッシュフローとの比較をおこない、買収がキャッシュフローの改善すなわち企業業績の改善に効果を果たしているかを検証した。この研究は買い手企業が経済的な利益を生んでいるかどうか、またその利益の源泉を特定することが研究の動機となっている

[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.135-137]。

サンプルは、米国の1979年から1984年、取引金額の上位50件の買収を対象としている。買収企業のデータは *Wall Street Journal Index* に掲載されており、New York Stock Exchange(NYSE)かAmerican Stock Exchange(Amex)に上場している企業だけである。ただし金融企業と規制会社は、特別な会計をおこなっており他の企業との比較が困難なため対象から除外している¹²。

ターゲット企業の規模はCompusatで計算された、株価の市場価値と負債総額の簿価を足したものと、買収前年度初頭の株価を参照したデータである¹³。これらのサンプル分析対象期間は合併年度を除く、買収前-1年、買収後+5年、合計6年間を対象としている

[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.137-139]。

業績の測定は、資産にたいしてどの程度のキャッシュフローが生じたかを基準としている。キャッシュフローは実際の資産から生じる経済的利益をもっとも適切にあらわしている指標であり、この研究では測定指標としてのキャッシュフローにもっとも着目している。なお、この研究ではキャッシュフローを売上高-売上原価-一般経費および販売管理費+減価償却費+のれん償却費として定義している¹⁴[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.139-140]。

買収後の業界調整のキャッシュフロー収益 (the industry-adjusted cash flow return for company i) は、買収後に獲得されたキャッシュフローもしくは超過収益としての α と買収前のキャッシュフローに業種平均値を調整した業種調整のキャッシュフロー収益と、変数 ε をたした等式で示される[Healy, Palepu, Ruback(1992), p.147]。

$$IACR_{post,i} = \alpha + \beta IACR_{pre,i} + \varepsilon_i \quad (2)$$

買収前後のキャッシュフロー変化の分析では、買収前と買収後を比較した結果、買収企業の平均キャッシュフロー増加率は1年で+14%、2年目で+17%、3年と4年目では+16%、5年目は+9%であった[Healy, Palepu, Ruback(1992), p.146]。

同時に、正味キャッシュフロー収益の検証もおこなっている。買収前-5年から-1年までの正味キャッシュフロー収益の平均は、+24.5%から+26.8%の範囲、平均+25.3%となっている。他方、買収後+1年から+5年までは+18.4%から+22.9%、平均+20.5%であり、買収前より低下していた。この現象の要因は、買収後は資産の増加よりもキャッシュフローの増加のほうが遅延するためと考えられる[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.147-148]。

つぎに業種偏差キャッシュフローの構成要素をもとに、買収後のキャッシュフローの改善の要因を分析おこなった。業界偏差キャッシュフロー収益は、買収企業の価値とそれらの加重平均された業界偏差見積りの間の残差で求められる。その結果、業種偏差営業収益における増加は営業利益率の増加より、むしろ資本回転率の増加に要因があることが示された。

買収後の資本回転率における業種偏差は+0.2%改善されており、買収企業はM&Aにより獲得した資産を、より効率的に活用しているように見える。業種偏差雇用成長率は低減し、業種年金費用は業種平均よりも低い結果となった。これらの結果は人件費の低減が営業効率を改善した証左といえるが、人件費のみの低減が業績改善の主要因とは言い切れない。

研究開発費は合併前に比べてほとんど変化はない。設備投資率は買収前が+14.4%、買収後+10.6%と低下しているが、それらの業種の構成比率から鑑みると大きな影響ではない。時価の資産売却で得られたキャッシュ伸長率は買収前も買収後も+0.6%であり変化がない。簿価の資産売却は買収前+が0.9%、買収後が+1.3%であり増加している。

この理由としては、ひとつは買収後に稼働率の低い資産を売却した可能性であり、これは人件費の低減と資本回転率の増加の説明にもつながる要因である。もしかしたら買収の際に、資産が時価よりも高い評価価額で簿価に記載された可能性もある。経営者はのれんなどの資産は時価よりも高く評価する傾向にあるため、これらの指標の増減と資産売却が、買収後のキャッシュフロー改善に強い相関性があるとはいいきれない。

これらのことから、買収後のキャッシュフローは業種平均を上回っており、主に資本回転率が改善されていることがわかった[Healy,Palepu,Ruback(1992), pp.152-156]。

3.3 Ghosh(2001)の研究

Ghosh(2001)の研究の目的は、M&Aにより業績が改善されるのかを明らかにすることである。たとえば Healy et al., (1992)の先行研究では、買収企業の業績は業種平均企業と比較して改善するという結果が出ている。しかしながらサンプル企業が買収前に比べて永続的または一時的要因が理由で、業種平均企業よりも高い業績出している場合において、なにかしらのバイアスの存在を疑うことができる。

バイアスの原因として、少なくともふたつの要因が考えられる。ひとつは計画的に企業規模の異なるふたつの企業が合併した場合、ふたつ目は優れた業績が出ている時期の企業を買収先として見つけた場合である。したがってこの研究では、できるかぎりのバイアスを除去するためのモデルを構築した実証研究をおこなっている[Ghosh(2001), pp.151-153]。

サンプルデータは、1981年から1995年までの間に達成されたM&Aを対象としている。ただしマネジメント・バイアウト、レバレッジド・バイアウトの場合は除外し、かつ1998年時点で企業が存続している企業に限定している¹⁵。その結果、315件の買い手企業とターゲット企業のサンプルを入手することができた。対象期間は買収の前後3年間、買収の発生した年度を除く合計6年間の推移を分析している[Ghosh(2001), pp.153-154]。

Healy et al.(1992)では、M&A後の業績測定方法として、買収前と買収後のキャッシュフローの増減を算出し、その後で業種調整キャッシュフローとの比較をおこなっている。この分析の結果、買収後の買収企業のキャッシュフローは業種平均値を上回っており、M&Aが業

績を改善することがわかった。

しかしながら、この回帰分析は構造上、一般的に分析の結果にバイアスがかかってしまう可能性が高いと考えられている。このバイアスは、買収企業が業種平均企業よりも、買収前の企業が永続的もしくはたまたま一時的に優れた業績をあげているかどうかという状況に依存してしまうという、測定誤差のような計量経済分析上の問題にもとづいている。

したがって、バイアスなしに買収後の業績評価を分析するためには、たんなる業種調整キャッシュフローとの対比ではなく、買収前のキャッシュフローを明らかにしたうえで業種調整キャッシュフローのバイアスを除去する必要がある[Ghosh(2001), pp.155-156]。

この研究で使用する変動切片モデルは、対比対象となる業種調整キャッシュフローのバイアスをできる限り除去することを目的として構築されている。合併前後のキャッシュフローの誤差は、合併により生み出される係数で示される収益 α にキャッシュフローをかけたものと確率的誤差を調整する ε をたした等式で示される。 ε は一時的に業績が優れていた場合の確率的誤差を表している。したがって、合併前および合併後において、 $CF+\varepsilon$ を定義することにより回帰式のバイアスは低減される[Ghosh(2001), pp.151-153]。

$$(Cash\ flow_{post}^{adj} - Cash\ flow_{pre}^{adj}) = \alpha\ Cash + \varepsilon \quad (3)$$

このモデルによる検証の結果、総資産にたいするキャッシュフローの割合は、M&A 実施年度の-3年で+16.65%、-2年は+15.80%、-1年では+15.07%、買収後では+1年が+15.52%、+2年で+15.11%、+3年で+14.58%と低下していることがわかった[Ghosh(2001), p.166]。したがって、キャッシュフローが買収前よりも買収後のキャッシュフローが改善されるという根拠をみいだすことはできなかつた[Ghosh(2001), p.176]。しかしながら、M&A 時の支払い形態がキャッシュフローの増減に与える影響について分析をしたところ、株式の買収に比べ現金をもちいた買収は、買収後のキャッシュフローが年+3.94%と大幅に増加することをみいだしている[Ghosh(2001), p.177]。

4. イベント・スタディとキャッシュフロー分析との接合 —クロスセクション分析—

M&A のイベントにより、超過利益として CAR が生じることは株価効果の多くのイベント・スタディで明らかにされている。しかしながら CAR が将来期待されるキャッシュフローの正味現在価値にもとづく超過収益であるとするならば、合併後一定期間後のキャッシュフローは CAR と関連して増加しているはずである。本節の目的はこの仮定にもとづき、イベント・スタディによる株価効果とパフォーマンス・スタディによる M&A 後のキャッシュフローとの相関性に

ついて分析した、いくつかの先行研究を取りあげることである。

4.1 Healy, Palepu, Ruback (1992)の研究

本論文の3.2で示したとおり、Healy et al.(1992)は米国での1979年から1984年の買収50件のM&A後の会計データを分析し業種調整キャッシュフローと比較した結果、企業の資産回転率の向上によりキャッシュフローが業界平均と比べて改善されたことを明らかにした。しかしながら、この研究にはもうひとつの重要な目的がある。それは買収後のキャッシュフローの改善という視点だけではなく、キャッシュフローとM&Aの情報開示により生じるCARとの相関性を研究することである。

この研究は、M&Aの情報開示による株価市場における再評価が、将来期待される業績改善を反映しているという仮説にもとづいている。もし株式市場が将来期待される業績の現在価値であるならば、M&Aにおける株式市場の再評価と実際のM&A後の業績指標としてのキャッシュフローには正の相関性があるはずである[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.156-157]。

M&Aの情報開示における株価効果について、Bradly, Desai, and Kim(1988)の株価効果の研究では、ターゲット企業のCARが高く、買い手企業のそれは低い傾向にあることを明らかにしている。その仮説にしたがい、この研究の対象である50社の買収発表時5日間のCARの平均値を検証したところ、ターゲット企業で+41.8%、買い手企業は-3.6%であり、先行研究の結果と同様であった[Healy, Palepu, Ruback(1992), p.157]。

CARだけでなく、合併によって将来期待される利益が生み出されていることを証明するために合併時の資産収益についても分析している。その結果、資産収益はターゲット企業ではmeanで+40.6%、平均で+32.5%、買収企業との合算平均では+5.2%であった。CARと同様、資産収益でも買い手企業の収益は低いことがわかる[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.157-158]。

このように資産収益を検証したうえで、CARと合併後のキャッシュフローの相関性を分析している。この2つの相関性については回帰式LACRで算出され¹⁶、現在価値に割り引かれた税引き前の割引率は+24%と高い数値であることがわかった。この結果はこの研究における仮定と一致しており、買収前の業績において見積もられた割引率は正であり統計的に有意である。これらのことから、買収後のキャッシュフローとM&Aの情報開示時の買収企業の株価にたいする市場の再評価と相関性について、つぎの2つの解釈ができる。ひとつは株式市場の効率性が保たれている場合、買収前の業績から見積もられた割引率は合理的であるということ。ふたつ目は、この結果はM&Aの情報開示時におけるCARとM&A後のキャッシュフローに正の関係があるとみなすことである[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.158-160]。

この研究では、買収企業の事業関連性の高い買収後の業績についても検証している。買

収した企業同士が事業的に関連性の強い合併は+5.1%という高い業績改善がみられ、買収後の業績がそれ以外の場合に比べて改善していることがわかった。事業関連性の高い買収は、買収後の業績改善に強い影響をあたえているのである[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.161-163]。

4.2 薄井(2001)の研究

薄井(2001)の研究の目的は、国内でおこなわれたM&Aが、買い手企業とターゲット企業の株主価値を創出しているかを実証することである。サンプルは、1989年から1999年の期間におこなわれた取引で、『日経会社情報』と『MARR』を参考にして収集されている。サンプル選出の条件は買い手企業、ターゲット企業の双方が株式を上場もしくは店頭公開している日本企業であり、市場モデルを推計するために必要な100個以上の日次株式収益率の算出が可能で取引日が公表され、取引金額が10億円以上の事案である。日次株式収益率は「株価 CD-ROM2000」(東洋経済新報社)を利用して算出し、財務データは「日経 NEEDS 財務データファイル」(日本経済新聞社)から算出している。この条件に当てはまるM&Aは、買収73件、営業譲渡11件、合併36件の合計120件が分析対象となった[薄井(2001), 80ページ]。

市場モデルにより算出されたCARをもちいて、イベント・スタディがおこなわれた。その結果、米国の先行研究と同様に日本のM&Aでもターゲット企業の株主は、買い手企業の株主よりも大きなリターンを獲得していた¹⁷。また、CARが算出されたうえで財務指標とのクロスセクション分析おこなわれている。財務指標の変数はM&Aのタイプ、事業の関連性、経営効率と経営実績、企業規模、キャッシュフロー、コーポレートガバナンス関連指標、レバレッジの7つである¹⁸[薄井(2001), 95-100ページ]。

買い手企業における分析の結果、資本提携のように買い手企業のコントロールが弱いタイプのリターンが高い。事業関連性の高い企業は、買い手企業のリターンとプラスに相関する。買い手企業の経営効率性を示すTobinの q と買い手企業のリターンは、プラスに相関する。企業規模は、買い手企業のリターンと有意に関連しない。ターゲット企業のキャッシュフローは、買い手企業のリターンと有意である。買い手企業のガバナンスとそのリターンは、ほとんど関連していない。負債比率と長短借入金比率の係数は有意なプラスであるが、その他負債比率と買い手企業のリターンは関連していないことがわかった[薄井(2001), 101-103ページ]。

他方、ターゲット企業においては、M&Aのタイプは資本提携のように買い手企業のコントロールが弱いタイプのリターンが高い。事業関連性は、有意に関連していない。ターゲット企業のリターンは、Tobinの q と有意に関連していない。ターゲット企業の企業規模が小さいほ

ど、買い手企業のリターンは大きい。ターゲット企業のリターンは、キャッシュフローと関連していない。ガバナンスは、関連指標のリターンと有意に関連していない。負債比率の符号はいずれもマイナスであり、ターゲット企業のリターンと有意に関連していないことが明らかとなった[薄井(2001), 103-105 ページ]。

これら2つの分析の結果、*CAR*は買い手企業の財務指標とは有意に関連しているが、ターゲット企業においては相関性が低い結果となっていることが明らかにされた[薄井(2001), 105-107 ページ]。

5. むすび

本章の目的は、M&Aが株主価値へあたえる長期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することであった。M&Aの長期的な効果を概観するために、M&Aが長期的に株主価値へおよぼす影響を測定した主要な先行研究をレビューしたのである。

まず、第2節でROAやROEなどの財務指標をもちいた、パフォーマンス・スタディの先行研究を取りあげた。Ravenscraft and Scherer(1987)はテンダー・オファーによる買収の場合、テンダー・オファーをおこなっていない業種平均値に比べM&A後にROAが低下することを明らかにしている[Ravenscraft and Scherer(1987), pp.151-154]。Yeh and Hoshino(2002)の研究でも、国内の系列企業における合併は合併後にROA, ROEともに低下することがみだされている[Yeh and Hoshino(2002), pp.354-356]。

第3節ではM&Aは将来期待されるキャッシュフローを生み出す活動であるという仮定のもと、M&A後のキャッシュフローに着目したパフォーマンス・スタディをレビューした。

Healy, Palepu, Ruback(1992)は、M&A後のキャッシュフローを測定し業界調整キャッシュフローとの比較をした結果、合併がキャッシュフローの改善に貢献していることを明らかにした。[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.164-165]。しかしながら、Ghosh(2001)は、M&Aによりキャッシュフローが改善されるという根拠をみいだしてはいない[Ghosh(2001), p.176]。

第4節においてはM&A後のキャッシュフローとM&Aの情報開示における*CAR*との相関性、つまりパフォーマンス・スタディとイベント・スタディとの関連性を分析している先行研究を取りあげた。Healy et al.(1992)は、M&A後のキャッシュフローと*CAR*との相関性の有意性を明らかにしている[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.161-163]。他方、薄井(2001)では*CAR*は買い手企業の財務指標とは有意に関連しているが、ターゲット企業においては相関性が低いことを明らかにしている[薄井(2001), 105-107ページ]。

これらの研究を概観すると、財務指標分析をおこなったRavenscraft and Schere(1989)などはM&Aにより収益性が下がると結論づけており[Ravenscraft and Scherer(1987),

pp.151-154], M&Aの長期的な経済的シナジー効果を確認することはできない。他方、キャッシュフロー分析をしている Healy et al.(1992)らはM&Aにより収益性は改善されると分析しているが[Healy,Palepu,Ruback(1992), pp.164-165], Ghosh(2001)の検証ではキャッシュフローの改善を認識していない[Ghosh(2001), p.176]。これらの先行研究をみるかぎり、株主価値の測定にもちいる評価モデルや取りあげる指標により、得られる結果が異なるようである。

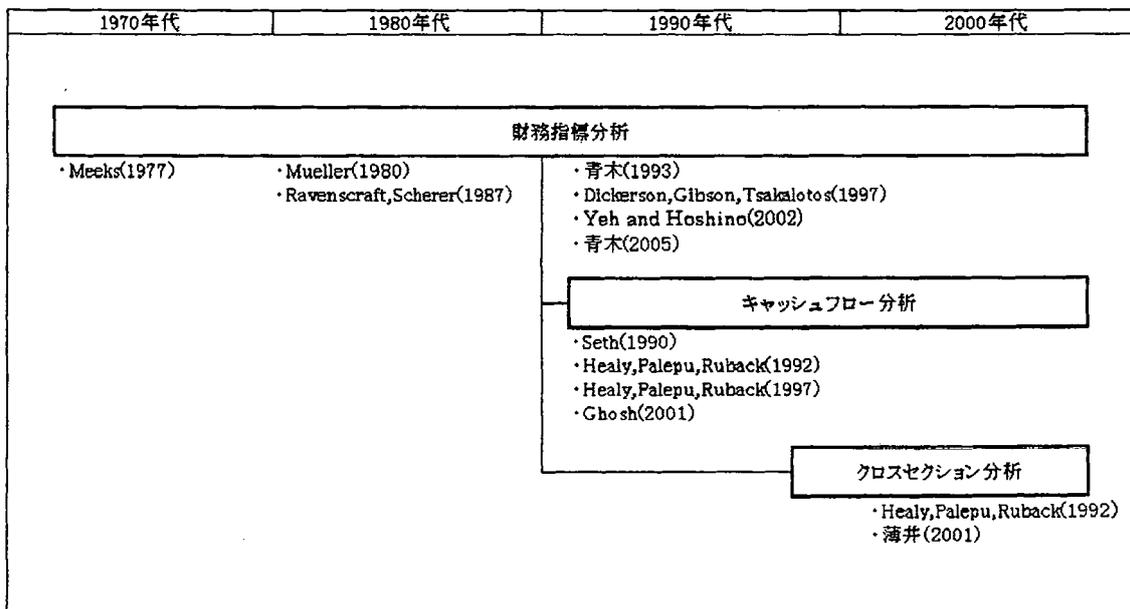
また、*CAR*は将来期待されるキャッシュフローの正味現在価値にもとづく超過利益であると仮定し、合併後のキャッシュフローは*CAR*と相関するという仮説を検証、その相関性の有意性をみいだしたHealy et al.(1992)と薄井(2001)の研究はたいへん興味深い視点といえる。

本章における先行研究のレビューから、M&Aが長期的に株主価値におよぼす効果の研究は、ROAおよびROEなど伝統的な財務指標分析、M&A前後のキャッシュフロー分析、キャッシュフローと*CAR*のクロスセクション分析に区分されることが明らかにされた。本研究においても、M&Aが長期的に株主価値にあたえる影響についての検証をおこなう。そのうえで、先行研究におけるこれらの分析手法は、大いに参考となるものである。

しかしながら、先行研究では使用する評価モデルと取りあげる指標により、検証結果に違いが生じている。M&Aが長期的に株主価値におよぼす影響を測定するという視点から、従前の評価モデルで十分な検証ができるのか否かについては、慎重な検討が必要である。

本章で取りあげた先行研究は、以下の図表 5-1 のように大別、俯瞰することができる。

図表 5-1 パフォーマンス・スタディの主要分析体系図



出所:本章から筆者作成。

注

- 1 Net present Value の略語として、一般的に NPV といわれている。
- 2 M&A の NPV は等式、 $NPV=(VAB-VA) \cdot I$ で算出される。
- 3 アカウティング・スタディ(accounting study)ともいわれているが、本論文ではパフォーマンス・スタディ(performance study)という表現に統一している。
- 4 Jensen and Ruback(1983)らは、米国における M&A の情報開示による株価効果は買い手企業の CAR はほとんどゼロであるが、ターゲット企業の CAR は場合によっては+30%程度となり、買い手企業とターゲット企業をあわせ M&A は経済的シナジー効果が生じる活動であることを実証している。
- 5 Meeks(1977)は英国での 1964 年から 1972 年まで、233 件の M&A 後の財務分析をおこない買収企業の ROA は合併後に低下する傾向にあることを明らかにしている。その後では Mueller(1980)が米国における 1962 年から 1972 年までの 287 件の M&A を取りあげ、M&A をおこなっていない競合他社と比較をして ROA, ROE ともに向上していないという研究を発表した。
- 6 これらの仮説にもとづく実証研究は Dodd and Ruback(1977)など、多くの研究者により検証がおこなわれている。Dodd and Ruback(1977)らは、テNDER・オファーが高い CAR を獲得していることを見いだしている。
- 7 主成分分析の結果は以下のとおり、検定結果も有意である。
 $OPINC.A=[257constants]-3.10TENDER+30.18SHR+0.66POOL-2.81PURCH+0.83NEW+1.43EQUALS, R^2=0.1823, N=2732; mean OPINC.A=13.34$
- 8 テンダー・オファー前は、ターゲット企業の ROA は業種平均に比べて-0.97%であった。したがって、テンダー・オファー後にさらに ROA は悪化していることがわかる。

⁹ この研究における利益のコンフリクト調整にたいする系列の役割は、銀行などが大株主となり系列間企業を提携、長期間の成長と収益性をもたらすことである。

¹⁰ Ohlson(1995)は、企業の超過収益力を算出するために、財務諸表には記載されていないが価値のある情報(v)を盛りこみ、線形情報モデル(LIM)を構築した。

¹¹ 村上ファンドは委任状争奪戦で東京スタイルの株式議決権 24%を取得、2001年2月期の株主総会に配当金 500 億円、自己株取得 340 億円を要求したが否決された。SPJSF はユシロ科学とソトーへの同時敵対的 TOB にたいしてユシロは配当を 14 円から 200 円に増配、ソトーは 1 株 14 円から 3 年間で 500 円に増配することで TOB 価格以上にすることで買収を防衛した。

¹² M&A の買収者が米国以外の企業、もしくは個人企業の場合も除外している。

¹³ そこには買い手企業とターゲット企業の名前、Value Line レポートからそれらの事業と産業の詳細が記されており、対象企業は 27 の業種、被買収企業は 33 の業種に属している。

¹⁴ キャッシュフローは、M&A の 1 年後から 5 年後のデータをもちいてキャッシュフローを求めている。

¹⁵ この研究では、米国のデータベース *CRSP* と *Compusat tapes* にデータが含まれている企業を対象とした。*Compusat* にデータがない金融機関と公共機関については対象から外している。

¹⁶ $LACR\ post, i = \beta LACR\ pre, i + \theta V/V_i + \varepsilon_i$ で求められる。

¹⁷ 株価累積超過収益率 *CAR* は、買い手企業は公表日から -20 日までの 21 日間の $CAR(-20, 0)$ 日は +2.490% (z 統計値は +2.524)、公表日前後の 3 日間の $CAR(-1, +1)$ 日は +1.621% (z 統計値は +2.995)、公表前後 2 日間の $CAR(-1, 0)$ 日は +0.923% (z 統計値 +2.054) である。これらの *CAR* は統計的に有意なプラスのリターンである。他方、ターゲット企業においては、*CAR* は +6% から +2% の範囲にあり、すべてのイベントウインドウの *CAR* がプラスのリターンである。21 日間の $CAR(-20, 0)$ 日は +6.251% (z 統計値は +5.274)、公表日前後の 3 日間の $CAR(-1, +1)$ 日は +4.078% (z 統計値は +9.071)、公表前後 2 日間の $CAR(-1, 0)$ 日は +3.077% (z 統計値 +8.816) である。ノンパラメトリック検定でも、イベント日前の $CAR(-20, 0)$ 日、イベント日前後の $CAR(-1, 0)$ 日、 $CAR(-1, +1)$ 日のプラスの社数は、いずれも有意である。これらの実証結果から、1990 年代の M&A は、その公表時に買い手企業の株主に、平均 +2% 前後、ターゲット企業の株主には平均 +4% 程度の株主価値をもたらした。これらのリターンは統計的に有意である。

¹⁸ ① M&A のタイプ変数は、変数として、合併・買収・営業譲渡 = 1、買い手企業の出資比率が過半数を超えない買収(資本提携) = 0 とする。② 事業の関連性変数。東証業種コードが同じ = 1、その他 = 2 とする。③ 経営効率と経営実績。それぞれ Tobin の *q* と総資産利益率 (ROA) によって推測される。 $q = \text{株主資本時価} + \text{長期負債} / \text{総資産簿価}$ 、 $ROA = \text{経常利益} + \text{支払利息} / \text{期末総資産(簿価)}$ 、ターゲット企業の成長性 = $3 \times \text{M\&A の 1 期前売上高} / \text{M\&A の 4 期前売上高} - 1$ とする。④ 相対的サイズ。Servaes(1991) や Mulherin and Boone(2000) らと同様、相対的なサイズ = $\log(\text{ターゲット企業の株式時価総額} / \text{買い手企業の株式時価総額})$ と定義する。⑤ フリーキャッシュフロー = $\text{営業利益} + \text{減価償却費} - \text{支払利息} - \text{支払法人税} - \text{支払現金配当(中間・期末)} / \text{期末総資産}$ 、キャッシュ有高 = $\text{現金} + \text{預金} + \text{有価証券} / \text{期末総資産}$ とする。⑥ コーポレートガバナンス関連指標。経営者持株比率・大株主持株比率・金融機関持株比率・買手企業持株比率 とする。⑦ レバレッジ関連指標。負債比率・長期借入金比率・その他負債比率とする。

第6章 M&A が株主価値にあたる長期的経済効果の実証研究

—株価純資産倍率をもちいて—

1. はじめに

本章の目的は、M&A が株主価値にあたる長期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を実証することである。M&A の長期的な影響は、M&A が株主価値におよぼす経済効果を、数年間にわたり動的に測定することで可能となる。

M&A が株主価値におよぼす長期的な効果を測定可能な評価モデルは、特定の財務指標をもちいたパフォーマンス・スタディが一般的である。多くのパフォーマンス・スタディでは、財務諸表から得られる ROA や ROE, キャッシュフローなどの財務指標をもちいて収益性、安全性、成長性から間接的な株主価値の測定がおこなわれている。これら伝統的な財務分析は、一般的な経営分析の視点からも適切なものといえよう。

しかしながら、株主価値を直接測定できる評価モデルを使用すれば、より正確に M&A が株主価値におよぼす影響を測定することが可能となることはいうまでもない。

本章では、M&A による株主価値を直接測定することができる評価モデルを検討し、M&A が長期的に株主価値へあたる影響を測定する。直接的に株主価値の長期的な変化を測定することにより、シナジー理論と経営者の傲慢理論がより正確に検証できるのである。第2節では、M&A における長期的な株主価値の推移を直接測定できる評価モデルを検討し、本章に適切な株主価値の評価モデルを特定する。また、対象とするサンプルと検証方法について、リサーチ・デザインをおこなう。第3節および第4節では、長期的な株主価値を直接評価することが可能な評価モデルをもちいて、実証研究の結果とその解釈をおこなう。第3節では全体的な結果分析、第4節においては年度ごとのベンチマークと対比分析をおこなう。その結果から、M&A が長期的に株主価値にあたる影響を測定し、シナジー理論と経営者の傲慢理論を検証する。買い手企業およびターゲット企業にプラスの効果をもたらしていればシナジー理論が実証される。他方、買い手企業からターゲット企業に価値が移転していれば経営者の傲慢理論が実証される。第5節においては、本章の要約をおこない、本研究の成果と課題について述べる。

2. リサーチ・デザイン

本節の目的は、M&A が長期的に株主価値へあたる効果について、直接測定できる評

価モデルを特定することである。また、対象とするサンプルと検証方法を明らかにする。M&Aの長期的な株主価値を測定可能な評価モデルは、特定の財務指標をもちいたパフォーマンス・スタディが一般的である。多くのパフォーマンス・スタディにおいて、M&Aの長期的な株主価値を測定するため、ROAやROEなど伝統的な財務指標がもちいられている。

ROAとROEをもちいた初期のパフォーマンス・スタディとしては、Meeks(1977)やMueller(1980)が有名である。Meeks(1977)は英国における1964年から1972年まで233件のM&A後のROAについての分析をおこない、Mueller(1980)は1962年から1972年まで287件の米国におけるM&A後のROAとROEを分析している。[Bruner(2004), pp.47-54]。これら初期の先行研究以降、ROAやROEなどをもちいるパフォーマンス・スタディが一般的になっていく。

近年ではRavenscraft and Scherer(1987)において、テnder・オファーをおこなった企業のROAを主成分分析により検証し、テnder・オファーをしていない同業種平均値と対比検証がおこなわれている[Ravenscraft and Scherer(1987), pp.151-154]。この研究では、ROAの増減という定量的な検証だけではなく、ROAが主成分分析により定性的にも分析されている。Yeh and Hoshino(2002)は、国内における1970年から1994年までの86件の合併前-5年から合併後+5年までの合計10年間のデータを対象として、収益性におけるROAとROEの業績比較をしている[Yeh and Hoshino(2002), pp.354-356]。青木(2005)は、米国における1980年から1990年までのM&A取引額の上位金額30社(製造業)を分析し、M&A後のROAとROEが低下することを明らかにしている[青木(2005), 4ページ]。このように、多くの主要な先行研究では、M&Aの長期間にわたる経済的シナジー効果の指標として、ROAとROEがもちいられていることがわかる。

他方、ROAやROEだけではなく、1990年代以降の研究においてはM&A後のキャッシュフローに着目したパフォーマンス・スタディも多く研究されている。キャッシュフローは、資産が将来に生み出す価値を現在価値に割り引いたものであるという理論にもとづき、キャッシュフローはROAおよびROEよりも株主価値を正確に測定可能とする研究領域である。

Seth(1990)は、買収における期待キャッシュフローを業績の測定指標として、M&Aによる長期間の価値創出を実証している。サンプルは1962年から1979年の間に米国でおこなわれた、テnder・オファーによる買収102件である。業績の測定については、要求利益と期待キャッシュフローに起因する平均価値変化をもちいた評価モデルをもちいている。評価モデルの ΔV_i は合併による価値の変化、 S_i は合併企業のシナジー効果、 $E(V)$ は合併後の期待価値、 $E(X_i^*)$ は合併前後の期待キャッシュフロー平均値、 $1/E(R)$ はリスクを意味している。[Seth(1990), p.439]。

Healy, Palepu, Ruback(1992)は、買収におけるM&A後のキャッシュフローを検証し、M&Aが株主価値にあたる影響を明らかにしている。買収前後のキャッシュフロー²の増減を算出し、その後に業界調整キャッシュフローとの比較をおこない買収がキャッシュフローを改

善するか否かについて実証をしている。サンプルは、米国の1979年から1984年の間における取引金額上位50件の買収を対象とし、業績の評価については資産にたいしてどの程度のキャッシュフローが生じているかを測定の基準としている。買収後の業界調整のキャッシュフロー収益は、合併後に獲得されたキャッシュフローもしくは異常収益としての α と、合併前のキャッシュフローに業種平均値を調整した業種調整のキャッシュフロー収益と、変数 ε をたした評価モデルがもちいられている[Healy,Palepu,Ruback(1992), pp.152-156]。

Ghosh(2001)においては、M&A によるキャッシュフローの改善が検証されている。サンプルは 1981 年から 1995 年までの 315 件の買収事案、対象期間は買収の前後 3 年間、買収の発生した年度を除く合計 6 年間にわたるキャッシュフローの推移を分析している。また、Healy et al.(1992)で使用された評価モデルよりも、できる限り余分なバイアスを除去した評価モデルを構築することも実証研究を重要な目的としている。バイアスを低減した評価モデルは、業種調整キャッシュフローとの対比ではなく、買収前のキャッシュフローを明らかにしたうえで、業種調整キャッシュフローのバイアスを除去することが必要であると主張している[Ghosh(2001), pp.155-156]。

この研究で使用する変動切片モデルは、対比対象となる業種調整キャッシュフローのバイアスをできるかぎり除去することを目的として構築されている。合併前後のキャッシュフローの誤差は、合併により生み出される係数で示される収益 α にキャッシュフローをかけたものと、確率的誤差を調整する ε をたした等式で示される。 ε は一時的に業績が優れていた場合の確率的誤差を表している。したがって合併前および合併後において、 $CF+\varepsilon$ を定義することにより回帰式のバイアスは低減されるとしている[Ghosh(2001), pp.151-153]。

これらの先行研究を概観すると、伝統的な ROA や ROE をもちいた評価モデルだけではなく、より正確な長期にわたる株主価値を測定するために、現在価値の理論を応用したキャッシュフロー・モデルが展開されていることがわかる。ROA と ROE 分析による伝統的な評価モデルと同様に、キャッシュフロー・モデルも長期的な株主価値を測定するための実績ある評価モデルといえよう。

しかしながら、M&A が長期的に株主価値にあたえる影響を分析するという本章の目的から鑑みると、なぜ長期的な株主価値を直接測定しないのかという疑問が生じる。M&A と長期的な株主価値という観点からみると、ROA, ROE, そしてキャッシュフローを測定する一般的な財務分析ではなく、株主価値そのものを測定、評価できるモデルをもちいるべきである。株主価値を直接測定することができれば、従前の評価モデルより適切に M&A の経済的シナジー効果を検証できることはいうまでもない。

M&A の主要な目的は、株主価値を向上させることである。すなわち M&A をおこなうことにより株主価値が増加していれば M&A は成功であり、低減していれば失敗したと判定することが可能である。Palepu,Healy and Bernard(2001)では、一般的な株主価値の評価モデルとして配当の割引、超過利益の割引、割引キャッシュフロー(DCF)分析、そして株価倍率に

よる評価方法を取りあげている[Palepu, K.G. et al.(2001), pp.281-312]。これらの4つの評価モデルを取りあげ、より適切な株主価値の測定方法を検討していく。

配当の割引は、株主が企業からキャッシュによる配当を受け取るため、株主資本の価値は将来配当の現在価値ということになる。予想された年の配当を DIV 、資本コストを r_e であらわした場合には、株主価値の評価は以下公式で求められる[Palepu et al.(2001), p.283]。

$$\text{株主資本の価値} = \frac{DIV_1}{(1+r_e)} + \frac{DIV_2}{(1+r_e)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r_e)^3} + \dots \quad (1)$$

割引超過利益による評価の場合、株主資本の変化が毎期損益計算書に記載される前提において、初年度期末の株主資本簿価の期待値 (BVE_1) は初年度期首の資本簿価 (BVE_0) に期待利益 (NI_1) を足し期待配当 (DIV_1) を差し引いたものとなり、以下の公式に置きかえられる[Palepu et al.(2001), p.284]。

$$DIV_1 = NI_1 + BVE_0 - BVE_1 \quad (2)$$

割引配当の公式にこの公式を代入すれば、株式価値は株主資本簿価と将来の期待超過利益の現在価値を足して求められ、超過利益は純利益から期首の株主資本簿価に割引率を乗じて計算されることから、次のように表すことができる[Palepu et al.(2001), p.284]。

$$\text{株主資本の価値} = BVE_0 + \frac{NI_1 - r_e \cdot BVE_0}{(1+r_e)} + \frac{NI_2 - r_e \cdot BVE_1}{(1+r_e)^2} \quad (3)$$

割引キャッシュフロー・モデルは配当割引モデルから配当がフリー・キャッシュフローへ置き換えられることを前提に構築されており、配当とは営業キャッシュフローから資本流出を差し引き債権者からの正味キャッシュフローを足したものであるという概念が基本となっている。 NI は純利益、 ΔBVA は正味営業資産の簿価変化、 $\Delta BVND$ は正味負債の簿価推移とすると、配当割引モデルは株主に帰属するフリー・キャッシュフローの現在価値として予測することができる[Palepu et al.(2001), p.300]。

株主資本の価値＝株主資本に帰属するフリー・キャッシュフローの現在
価値

$$= \frac{NI_1 - \Delta BVA_1 + \Delta BVND_1}{(1+r_e)} + \frac{NI_2 - \Delta BVA_2 + \Delta BVND_2}{(1+r_e)^2} + \dots \quad (4)$$

ここまで配当割引モデル、割引超過利益モデル、割引キャッシュフロー・モデルをみてきた。これらはアナリストなどに実務上もちいられているものであり、株主資本を算出する際の一般的な評価モデルといえる。しかしながら、これらのモデルは数年間にわたる将来の配当、超過利益、キャッシュフローなどの予想が必要となり、アナリストによる将来の割引率の予測誤差の大きさや急激な市場の変化などにより、必ずしも精度の高い株主資本価値を算出できない危険性をはらんでいる。また、財務諸表など会計監査を受けたデータではなく、特段規制のないアナリストによる将来の予想にもとづく評価モデルは主観的なバイアスがかかる可能性も否定することはできず、実証研究に使用するデータとして適切とはいえない。

他方、株価倍率モデルによる株主資本の評価は複数年にわたる将来的な予測が不要であり、予測による係数を使用しないことで比較的正確な分析が可能となる。株価倍率をもちいた株主価値の評価をおこなう場合、倍率の基礎となる売上高、利益、キャッシュフロー、株主資本簿価、資産帳簿価格などの価値に係る指標を選択し、比較可能な価値の指標を推定することにより分析対象とする企業の価値指標に比較可能な倍率を適用する手続きを踏む。仮に超過利益による評価式を株主資本の簿価で割った場合、左辺は株価の代わりに株価・簿価比率、右辺は ROE となり、株価・簿価比率の評価モデルは以下のように示すことができる³[Palepu et al.(2001), p.292]。

$$\text{株価・簿価比率} = 1 + \frac{ROE_1 - r_e}{(1+r_e)} + \frac{(ROE_2 - r_e)(1+gbve_1)}{(1+r_e)^2} + \frac{(ROE_3 - r_e)(1+gbve_1)(1+gbve_2)}{(1+r_e)^3} + \dots \quad (5)$$

この評価モデルは将来の超過 ROE、株主資本簿価の成長率、株主資本コストの3つの変数によって構成されており、将来の超過 ROE は将来の ROE から株主資本コストを引いた $ROE - r_e$ となる。そのため正の超過 ROE である企業は、その正味資産を株主価値増大のために投資が可能となり、株主・簿価比率は 1 より大きくなる。したがって、この評価モデルをもちいることにより企業の ROE がいかに高くもしくは低くなるか、企業の投資規模すなわち株主資本の簿価がどのくらいで成長するかを測定することができる。つまり、M&A という投資により ROE が株主資本コストを上回る事業に投資された場合は株価・簿価倍率が向上し、他方

そうでない場合には株価・簿価倍率は低下するのである。株価・簿価比率による株主価値の評価モデルは、割引率の予測なしで M&A による株主価値すなわち企業価値の評価を可能としている[Palepu et al.(2001), p.292]。

ただし株価倍率モデルを使用する場合、業種的に関連する企業の間において価格簿価はかなり異なる場合が多く、比較できる代表的なベンチマークをみいだすことが困難といわれている。この課題について Palepu et al.(2001)では同様の業界に属する企業の株価・簿価倍率の平均をとり評価の対象を業界の典型的な企業とすることで回避しうることを示唆している[Palepu et al.(2001), p.289]。したがって対象企業の株価倍率と、対象企業の所属している株式市場における株価倍率の業種平均などを比較基準のベンチマークとして使うことができればこの課題を克服することができる。

本章では株主価値を測定するための評価モデルとして、過去の財務データから比較的正確に株主価値の評価が可能である、株価倍率による評価モデルを取りあげることにした。株価倍率でもっとも一般的に使用される指標は、株価で一株あたりの純資産額を割る株価純資産倍率(以下では PBR という)である。これは、東京証券取引所でもちいられている株価倍率の指標が PBR であることから明らかである。したがって、本研究における株価倍率は、PBR を使用することとする⁴。

対比するベンチマークについては、同等な企業規模同士の比較が望ましいため、同じ証券取引所に所属する企業を選択する必要がある。そのため、東京取引証券所市場第一部の企業のみを対象とし⁵、ベンチマークには東京証券取引所が公表している[東証 PBR 長期データ]に記載された毎月の市場第一部平均 PBR を使用することにする⁶。同じ証券取引所かつ同じ市場規模の企業を対象にして、その市場の PBR 平均値をベンチマークにもちいることで、一般的に比較可能なベンチマークをみいだすことが困難とされている株価倍率分析における問題点を回避することができる。

本研究で分析する対象サンプルは、1998年4月1日から2008年3月31日までの間に国内で合併もしくは買収をおこなった東京証券取引所市場第一部に上場している企業とした。合併と買収のケースを取りあげ、さらにそれぞれの買い手企業とターゲット企業の双方向から、多角的な考察をおこなうのである。

また、本章では分析対象の期間として1998年4月1日から本研究の直近である2008年3月31日までのデータをもちいて、長期的な動態分析という観点から10年間にわたる合併および買収の事例を取りあげている。具体的には M&A の公表年度を t 年として M&A 以前の $t-4$ 年間から M&A 後の $t+5$ 年、合計 10 年間を分析の対象としている。たとえば 1998 年度が t 年の $t-4$ 年は 1994 年度となり、2008 年度が t 年の $t+4$ 年は 2012 年度となる。しかしながら、2008 年 3 月 31 日までのデータを対象としているため、実際には $t-4$ 年が 1994 年度、 $t+5$ 年が 2007 年度までの期間が対象となる。具体的に使用したデータは、以下のとおりである。

- ① 各社『有価証券報告書』, 1994年-2008年.
- ② 東京証券取引所『東証要覧』, 1994年-2008年各年号.
- ③ 日本経済新聞社『日経経営指標〈全国上場会社版〉』, 1994年-2008年各年号.
- ④ 日本経済新聞社『日経会社情報』, 1994年-2008年各四季号.
- ⑤ レコフ『MARR』, 1998年-2008年各月号.

その結果, 1998年4月1日から2008年3月31日までの対象となるM&Aのデータ⁷から, t-4年が1994年度 t+5年が2007年度という条件をあてはめ, t-4年とt+5年の期間に東京証券取引所市場第一部にまだ登録されていないもしくは登録が廃止となった10年度分のデータが入手できない企業を除いたところ, 合併の買い手企業は38社, 買収における買い手企業78社とターゲット企業8社, 合計124社が研究対象となった⁸. なお, 合併におけるターゲット企業は, 測定期間内にすべて消滅していることから分析することができない。

これらのサンプルをもちいて, 10年間にわたるPBRの推移を検証していく。t-4年からt+5年の10年間における, それぞれt年の全社平均PBRを観察し, 買い手企業とターゲット企業の両方がM&Aの前よりもプラスであればシナジー理論をみいだすことができる。他方, M&A後における買い手企業のPBRがターゲット企業よりも低い場合には, 買い手企業からターゲット企業へ価値が移転していることを認めることができる。すなわち, 経営者の傲慢理論が確認されることになる。

検証1: 全社平均PBRをもちいた実証

シナジー理論: 買い手企業とターゲット企業の両方にM&A前よりもプラスのPBRをもたらす。

経営者の傲慢理論: M&A後の買い手企業のPBRがターゲット企業よりも低い。

ふたつ目の検証は, 10年間にわたる年度ごとの平均PBRを, ベンチマークとする東京証券取引所[東証PBR長期データ]に記載された年度別の市場第一部平均PBRと比較検討することである。

1998年度から2007年度における, それぞれ年度別の平均PBRと東京証券取引所[東証

PBR 長期データ]の年度別平均 PBR を比較する。その結果, M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方がベンチマークよりプラスであればシナジー理論を確認することができる。他方, M&A 後の買い手企業の PBR はベンチマークより低く, ターゲット企業の PBR がベンチマークより高ければ経営者の傲慢理論をみいだすことができる。

検証 2: 年度別平均 PBR と東証 PBR 長期データ年度別平均の比較による実証
シナジー理論:M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方がベンチマークの平均よりもプラスの PBR をもたらす。
経営者の傲慢理論:M&A 後の買い手企業の PBR はベンチマークより低く, ターゲット企業の PBR がベンチマークより高い。

なお, 参考までに代表的な評価モデルである, ROA をもちいた検証もおこなう。サンプルなどは, 検証 1 および 2 と同様の条件で実証することにする。

検証 3: 年度別 ROA 平均をもちいた実証
シナジー理論:M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方にプラスの ROA をもたらす。
経営者の傲慢理論:M&A 後の買い手企業の ROA がターゲット企業よりも低い。

図表 6-1 合併 買い手企業サンプル一覧

	イベント日	合併 買い手企業	証券コード
1	1998/7/31	リチウム	5108
2	1998/9/2	リサーチ工業	6448
3	1998/9/10	森永製菓	2201
4	1998/10/17	日本軽金属	5701
5	1998/10/28	日本石油	5001
6	1998/11/19	オリックス	8591
7	1998/11/21	大阪商船三井船舶	9104
8	1999/1/14	北九州コカ・コーラボリックス	2579
9	1999/1/15	日本ケミソ	6997
10	1999/1/25	日本毛織	3201
11	1999/1/30	すかいらーく	8180
12	1999/3/1	富士重工業	7270
13	1999/3/4	ツバサ	8267
14	1999/3/24	加川ニッパ	7248
15	1999/7/21	クワダ	5352
16	1999/8/17	すかいらーく	8180
17	1999/8/26	アマダ	6113
18	1999/10/19	大同ほくさん	4088
19	1999/11/25	豊田通商	8015
20	1999/12/16	DDI	9433
21	2000/1/13	協和エクソ	1951
22	2000/2/15	国際電気	6756
23	2000/2/17	セネラル石油	5012
24	2000/7/26	積水ハウス	1928
25	2000/8/28	大和ハウス工業	1925
26	2000/10/4	昭和電工	4004
27	2000/10/21	リサーチハット	8200
28	2001/1/31	近畿通信建設	1932
29	2001/4/4	システム	5938
30	2001/10/19	ホンダオートモティブシステム	6041
31	2001/11/28	神戸製鋼所	5406
32	2002/4/26	ヒュー・イス	1871
33	2002/4/26	日立造船	7004
34	2002/8/10	高砂電器産業	6423
35	2002/10/12	明電舎	6508
36	2002/12/2	大庄	9979
37	2002/12/14	第一セメント	5234
38	2002/12/26	住友コム工業	5110

図表 6-2 買収 買い手企業サンプル一覧

	イベント日	買収 買い手企業	証券コード
1	1998/8/28	東芝	6502
2	1998/8/29	日産自動車	7203
3	1998/9/17	オートックスセブン	9932
4	1998/10/23	ユニ-	8270
5	1998/10/31	JT	2914
6	1998/11/10	コマツ	6301
7	1998/11/12	CSK	9737
8	1999/1/22	三菱化学	4010
9	1999/2/27	セコム	9735
10	1999/3/1	東京急行電鉄	9005
11	1999/4/28	東京急行電鉄	9005
12	1999/4/29	住友重機械工業	6302
13	1999/7/15	タニックス	3551
14	1999/7/28	日石三菱	5001
15	1999/9/9	トステム	5938
16	1999/9/29	CSK	9737
17	1999/11/5	川崎汽船	9107
18	1999/11/23	松下電器産業	6752
19	1999/12/22	高島屋	8233
20	2000/2/18	住友軽金属工業	5738
21	2000/3/11	日野自動車	7205
22	2000/3/24	トステム	5938
23	2000/4/7	神戸製鋼所	5406
24	2000/5/12	いすゞ自動車	7202
25	2000/6/13	内田洋行	8057
26	2000/6/15	コマツ	6301
27	2000/6/21	ヤマハ販売	8060
28	2000/8/17	松下電工	6991
29	2000/8/26	NEO	6701
30	2000/9/30	日本郵船	9101
31	2000/11/9	住友ゴム工業	5110
32	2000/12/26	日本板硝子	5202
33	2000/12/27	東京急行電鉄	9005
34	2001/1/29	コナミ	9766
35	2001/2/16	KOA	6999
36	2001/2/28	ニチハ	7943
37	2001/3/2	コカ・コーラ・イースト・ジャパン	2579
38	2001/3/13	富士重工業	7270
39	2001/4/24	日産自動車	7203
40	2001/5/30	西濃運輸	9076
41	2001/7/3	システムックス	6869
42	2001/7/12	リョウカカバ・エー・リミテッド	5331
43	2001/9/7	阪急電鉄	9042
44	2001/9/26	NEO	6701
45	2001/9/28	神戸製鋼所	5406
46	2001/11/1	松下電工	6991
47	2001/11/23	イトン	8267
48	2001/12/3	王子製紙	3861
49	2001/12/5	王子製紙	3861
50	2002/1/16	太平洋セメント	5233

51	2002/2/12	横河ブリッジ	5911
52	2002/2/23	日本郵船	9101
53	2002/2/28	日野自動車	7203
54	2002/4/19	電気化学工業	4061
55	2002/4/19	日立製作所	6501
56	2002/4/25	東京急行電鉄	9005
57	2002/4/26	豊田自動織機	6201
58	2002/5/15	横河電機	6841
59	2002/5/17	京セラ	6971
60	2002/5/21	大同特殊鋼	5471
61	2002/5/23	コダキ	5352
62	2002/6/4	イミ	8273
63	2002/6/27	帝人	3401
64	2002/7/9	日本ハム	2282
65	2002/7/22	富士写真フイルム	4901
66	2002/8/6	ケーヨー	8168
67	2002/8/28	川崎重工業	7012
68	2002/9/12	OSK	9737
69	2002/9/13	シーシー	4725
70	2002/9/21	昭文社	9475
71	2002/10/23	石川島播磨重工業	7013
72	2002/10/28	コシ	8218
73	2002/11/26	トランスコスモス	9715
74	2002/11/29	三菱電機	6503
75	2002/12/4	住友重機械工業	6302
76	2002/12/18	三菱ガス化学	4182
77	2002/12/20	オゾート狸山	8016
78	2002/12/27	関西電力	9503

図表 6-3 買収 ターゲット企業サンプル一覧

	イベント日	買収 ターゲット企業	証券コード
1	1998/8/28	東芝テック	6588
2	1998/8/29	ダイハツ工業	7262
3	2000/4/7	日本高周波鋼業	5476
4	2000/8/26	日通工	6705
5	2000/9/30	小松建設工業	1865
6	2001/4/24	日野自動車	7205
7	2001/9/26	トキ	6759
8	2002/4/26	ライオンホーレショウ	6345

3. 株価純資産倍率によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証

本節の目的は、長期間にわたる株主価値の評価モデルとして株価倍率を取りあげ、M&A 前後におけるその推移を測定することにより、M&A が長期的に株主価値へあたえる影響を明らかにすることである。合併の買い手企業、買収の買い手企業とターゲット企業別における10年度分のPBR推移をみていく。

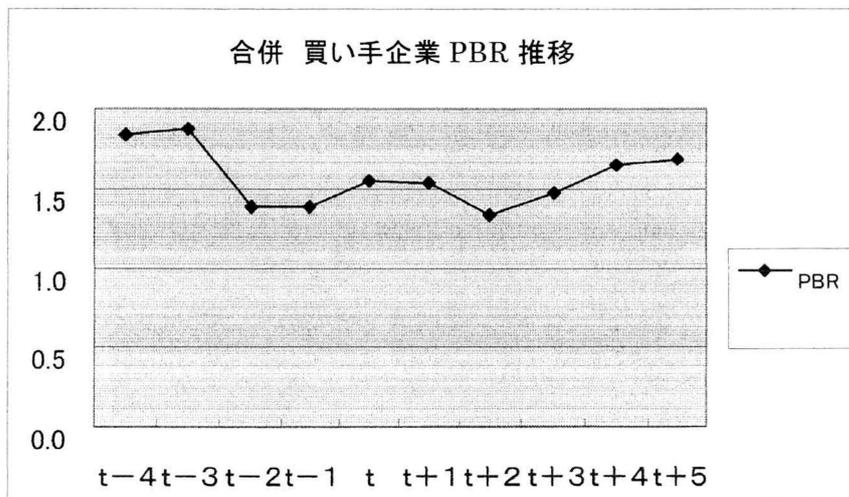
検証の結果、t-4年からt+5年の10年間における全社平均PBRを観察し、M&A後の買

い手企業とターゲット企業の両方がプラスであればシナジー理論を確認することができる。他方、M&A 後における買い手企業の PBR がターゲット企業よりも低い場合には、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転していることをみいだすことができる。10 年間における PBR の推移結果は下記図表 6-4 から図表 6-9 のとおりとなった。

図表 6-4 合併 買い手企業の PBR 推移

	イベント日	合併 買い手企業	証券コード	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
1	1998/7/31	アサヒビール	5108	2.5	2.4	3.2	3.7	3.1	2.4	1.2	1.5	1.5	1.6
2	1998/9/2	アサヒ工業	6448	1.7	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6	0.7	1.6	2.1	2.6
3	1998/9/10	森永製菓	2201	1.8	2.6	1.8	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	0.8	1.2
4	1998/10/17	日本軽金属	5701	1.6	2.4	1.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.6	0.7	1.7
5	1998/10/28	日本石油	5001	1.1	1.3	1.0	0.9	0.9	0.7	1.1	1.0	0.8	1.0
6	1998/11/19	オリックス	8591	1.9	2.2	2.7	4.1	3.7	5.7	3.1	3.2	1.6	1.9
7	1998/11/21	大阪商船三井船舶	9104	2.5	3.3	2.0	1.9	2.0	1.6	1.9	2.4	2.1	3.9
8	1999/1/14	北九州化成工業	2579	1.0	1.3	1.3	1.9	2.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.3
9	1999/1/15	日本ケンゾー	6997	1.3	1.0	0.8	0.8	0.9	1.3	0.9	0.7	1.1	1.1
10	1999/1/25	日本毛織	3201	1.4	1.8	1.0	1.0	0.6	0.7	0.9	0.6	0.7	0.9
11	1999/1/30	すかいらーく	8180	2.2	2.1	1.5	2.0	3.5	4.4	2.6	1.8	2.1	2.0
12	1999/3/1	富士重工業	7270	3.2	3.0	2.1	2.6	2.5	2.5	1.3	0.8	1.0	0.9
13	1999/3/4	ジヤスコ	8267	3.2	3.8	2.0	1.8	1.4	2.4	2.2	2.0	3.1	1.2
14	1999/3/24	加川ソニック	7248	2.1	1.5	1.2	0.9	0.5	0.8	0.7	1.0	1.7	1.3
15	1999/7/21	カワチ	5352	3.0	1.4	1.0	0.7	0.8	0.8	0.5	0.5	1.0	1.4
16	1999/8/17	すかいらーく	8180	2.2	2.1	1.5	2.0	3.5	4.4	2.6	1.8	2.1	2.0
17	1999/8/26	アマダ	6113	1.4	1.1	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7	0.3	0.8	0.7
18	1999/10/19	大同ほくさん	4088	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7	1.1	1.3	1.2	1.5	1.7
19	1999/11/25	豊田通商	8015	1.4	1.1	0.8	0.6	0.6	0.8	1.0	1.1	2.0	2.7
20	1999/12/16	DDI	9433	8.7	8.3	4.1	5.8	8.3	4.0	1.7	1.7	2.8	2.2
21	2000/1/13	協和イソップ	1951	2.5	2.3	2.2	1.7	2.5	1.2	0.5	1.4	1.6	2.7
22	2000/2/15	国際電気	6756	2.0	1.2	0.9	1.6	0.9	0.6	0.4	1.1	1.1	1.8
23	2000/2/17	セキチ石油	5012	2.2	1.9	1.4	0.9	2.8	1.8	1.8	2.4	2.4	3.0
24	2000/7/26	積水ハウス	1928	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.3	1.9
25	2000/8/28	大和ハウス工業	1925	1.4	0.9	1.2	0.6	0.7	0.7	0.6	1.5	1.4	2.1
26	2000/10/4	昭和電工	4004	3.0	1.2	1.0	1.4	1.9	1.0	1.2	1.8	1.8	3.0
27	2000/10/21	リッカーネット	8200	1.6	1.1	1.5	2.0	2.2	1.9	1.9	1.9	2.1	2.7
28	2001/1/31	近畿通信建設	1932	1.3	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7	1.3	1.3	1.5	1.0
29	2001/4/4	トステム	5938	0.9	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	1.5	1.3	1.6	1.5
30	2001/10/19	ホリオンテクノロジーシステム	6041	0.9	0.7	0.4	0.6	0.5	1.2	2.9	2.6	2.2	2.0
31	2001/11/28	神戸製鋼所	5406	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	1.6	1.7	3.5	2.8
32	2002/4/26	ピー・エス	1871	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.5
33	2002/4/26	日立造船	7004	1.7	1.5	1.6	1.1	0.9	3.9	1.8	2.2	4.8	1.4
34	2002/8/10	高砂電器産業	6423	1.0	7.5	2.8	0.9	0.6	0.4	1.1	1.6	0.4	0.4
35	2002/10/12	明電舎	6508	0.9	1.2	0.9	1.3	0.9	1.4	1.5	2.4	1.4	0.9
36	2002/12/2	大庄	9979	0.6	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0	1.2	1.1
37	2002/12/14	第一セメント	5234	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	1.0	1.0	0.5
38	2002/12/26	住友ゴム工業	5110	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1	1.4	2.1	3.0	2.3	1.3
		平均		1.8	1.9	1.4	1.4	1.5	1.5	1.3	1.5	1.7	1.7

図表 6-5 合併 買い手企業の PBR 推移



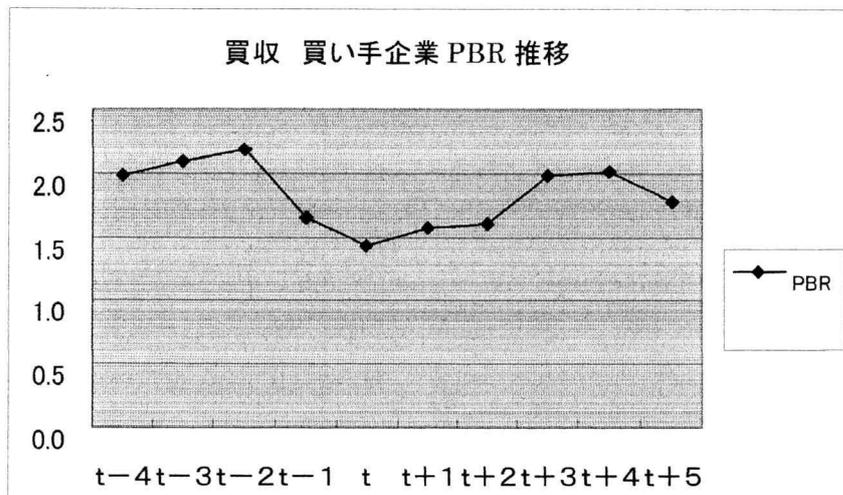
まず、図表 6-5 の合併における買い手企業の PBR をみていく。t-4 年度の PBR+1.8 から t-1 年度 PBR の+1.4 へ、PBR は-0.4 ポイントの降下をし続けるが、M&A がおこなわれた t 年度は PBR+1.5 と+0.1 ポイント上昇している。

M&A 後は、t+2 年度にいったん PBR は+1.3 まで下がるが、t+3 年度の+1.5 から t+5 年の+1.7 まで PBR は+0.2 ポイント上昇している。合併の買い手企業において、M&A は株主価値に初年度である t 年度からプラスの効果をもたらし、その後も PBR を一定レベルに維持していることがわかる。M&A は合併における買い手企業にたいして、M&A の 3 年後から一定の効果をもたらしている。

図表 6-6 買収 買い手企業の PBR 推移

イベント日	買収 買い手企業	証券コード	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5	
1	1998/8/28	東芝	6502	1.7	2.3	1.8	1.4	2.2	3.2	2.2	1.7	1.4	2.7
2	1998/8/29	日立自動車	7203	1.4	1.8	2.2	2.4	2.2	3.3	2.4	1.9	1.3	1.9
3	1998/9/17	オートマタセキ	9832	5.8	3.6	2.6	1.5	1.5	0.9	0.8	0.8	0.6	0.8
4	1998/10/23	イー	8270	1.6	2.0	2.0	1.8	1.7	0.7	1.0	0.9	0.9	1.1
5	1998/10/31	JT	2914	1.4	1.7	1.3	1.5	1.7	1.0	1.1	1.1	0.9	0.9
6	1998/11/10	コダ	6301	1.2	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.9	1.1	1.7
7	1998/11/12	GSK	9737	1.0	1.4	1.5	1.7	2.4	3.8	1.9	3.0	1.5	3.9
8	1999/1/22	三菱化学	4010	2.5	1.6	1.1	1.6	2.0	1.9	1.6	1.3	2.0	1.9
9	1999/2/27	セコム	9735	3.4	3.1	3.4	4.4	3.0	4.4	3.4	1.8	2.9	2.6
10	1999/3/1	東京急行電鉄	9005	3.8	2.8	2.4	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0
11	1999/4/28	東京急行電鉄	9005	3.8	2.8	2.4	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0
12	1999/4/29	住友重機工業	6302	3.8	2.8	3.3	1.9	2.0	1.5	1.9	0.5	2.0	2.2
13	1999/7/15	アイシン	3551	3.0	1.2	1.1	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	2.7	1.6
14	1999/7/28	白石三菱	5001	1.3	1.0	0.9	0.9	0.7	1.1	1.0	0.8	1.0	1.4
15	1999/9/9	トステム	5938	2.2	1.8	0.9	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	1.5	1.3
16	1999/9/29	OSK	9737	1.4	1.5	1.7	2.4	3.8	1.8	3.0	1.5	3.9	2.7
17	1999/11/5	川崎汽船	9107	3.7	2.2	1.8	2.0	1.5	1.5	1.3	2.0	3.9	3.6
18	1999/11/23	松下電器産業	6752	1.1	1.2	1.2	1.3	1.8	1.3	0.9	0.7	1.2	1.1
19	1999/12/22	高島屋	8233	2.9	2.3	1.6	1.3	1.0	1.2	0.9	0.8	1.6	1.8
20	2000/2/18	住友金属工業	5738	10.1	5.1	33.8	2.5	1.3	3.5	3.2	6.3	2.9	3.5
21	2000/3/11	日野自動車	7205	1.9	1.0	1.3	0.9	2.2	2.0	1.6	2.4	1.8	1.8
22	2000/3/24	トステム	5938	1.8	0.9	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	1.5	1.3	1.6
23	2000/4/7	神戸製鋼所	5406	1.8	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	1.6	1.7	3.5
24	2000/5/12	いすゞ自動車	7202	4.1	2.3	3.1	1.7	1.7	1.0	1.4	6.1	2.3	2.9
25	2000/5/13	内田洋行	8057	1.2	0.9	0.5	0.8	1.0	0.8	0.5	1.0	0.7	0.8
26	2000/5/15	コダ	6301	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.9	1.1	1.7	1.9	4.7
27	2000/6/21	セゾ販売	8060	1.5	0.9	1.0	0.9	0.8	0.5	0.5	0.6	1.0	1.6
28	2000/8/17	松下電工	6991	1.5	1.5	1.6	1.4	1.7	1.5	1.0	1.1	1.2	1.8
29	2000/8/26	NEC	6701	2.5	2.1	2.1	5.3	3.3	1.9	1.1	4.4	1.9	2.2
30	2000/9/30	日本郵船	9101	2.3	2.4	2.3	2.1	2.3	1.9	1.5	2.1	2.2	2.1
31	2000/11/9	住友工業	5110	2.3	1.3	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1	1.4	2.1	3.0
32	2000/12/25	日本振興子	5202	1.2	0.8	1.3	3.4	3.5	0.9	0.5	1.0	1.0	1.4
33	2000/12/27	東京急行電鉄	9005	2.9	2.4	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0	4.9
34	2001/1/29	コダ	9766	2.8	3.8	5.4	4.7	2.5	1.6	4.3	3.0	3.6	2.8
35	2001/2/16	KOA	6999	1.9	1.4	3.3	2.1	1.2	0.6	1.0	0.9	1.5	1.7
36	2001/2/28	コダ	7943	1.2	1.1	0.8	0.7	0.9	0.7	1.4	1.3	1.7	1.2
37	2001/3/2	ユニオンクレジット	2579	1.3	1.9	2.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4	1.3
38	2001/3/13	富士重工業	7270	2.1	2.6	2.5	2.5	1.3	0.8	1.0	0.9	1.1	1.0
39	2001/4/24	日立自動車	7203	2.4	2.2	3.3	2.4	1.9	1.3	1.9	1.8	2.6	2.6
40	2001/5/30	西濃運輸	9076	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	0.8
41	2001/7/3	パナソニック	6869	0.8	1.2	2.1	1.7	1.4	1.2	1.4	3.0	2.3	3.4
42	2001/7/12	パナソニック	5331	1.8	1.5	1.2	1.7	1.4	0.8	1.3	1.2	1.9	1.2
43	2001/9/7	阪急電鉄	9042	3.3	2.8	1.8	2.1	1.4	0.9	1.5	1.6	2.3	2.1
44	2001/9/26	NEC	6701	2.1	2.1	5.3	3.3	1.9	1.1	4.4	1.9	2.2	1.4
45	2001/9/28	神戸製鋼所	5406	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	1.6	1.7	3.5	2.8
46	2001/11/1	松下電工	6991	1.5	1.6	1.4	1.7	1.5	1.0	1.1	1.2	1.8	1.6
47	2001/11/23	コダ	8267	2.0	1.8	1.4	2.4	2.2	2.0	3.1	1.2	3.2	2.6
48	2001/12/3	王子製紙	3861	1.5	1.4	1.7	1.3	1.5	1.2	1.8	1.4	1.6	1.3
49	2001/12/5	王子製紙	3861	1.5	1.4	1.7	1.3	1.5	1.2	1.8	1.4	1.6	1.3
50	2002/1/15	太平洋セメント	5233	1.0	0.6	0.9	0.9	0.8	1.4	1.3	2.3	1.8	0.8
51	2002/2/12	横河パルパ	5911	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.7	0.7	0.6	0.4
52	2002/2/23	日本郵船	9101	2.3	2.1	2.3	1.9	1.6	2.1	2.2	2.1	2.0	1.8
53	2002/2/28	日立自動車	7203	2.2	3.3	2.4	1.9	1.3	1.9	1.8	2.6	2.6	1.5
54	2002/4/19	電気化学工業	4061	1.1	2.1	2.0	1.7	1.5	1.8	1.6	2.0	1.9	1.0
55	2002/4/19	日立製作所	6501	0.9	1.4	1.2	1.1	0.6	1.5	1.0	1.2	1.2	0.8
56	2002/4/25	東京急行電鉄	9005	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0	4.9	4.2	1.9
57	2002/4/26	豊田自動織機	6201	2.0	1.9	2.2	0.7	0.6	1.0	1.0	1.4	1.1	0.7
58	2002/5/15	横河電機	6841	0.8	1.4	1.5	1.3	1.1	3.0	2.3	3.2	2.2	1.1
59	2002/5/17	京セラ	6971	1.5	4.2	2.7	1.6	1.1	1.7	1.3	1.7	1.6	1.1
60	2002/5/21	大同特殊鋼	6471	0.5	0.7	1.0	0.8	0.5	0.8	1.3	3.6	1.9	1.2
61	2002/5/23	コダ	5352	0.7	0.8	0.8	0.5	0.5	1.0	1.4	2.7	2.0	0.8
62	2002/6/4	イサ	8273	0.7	0.5	0.7	1.4	1.0	1.3	1.5	2.9	1.6	0.9
63	2002/6/27	帝人	3401	1.5	1.3	1.7	1.2	0.8	1.2	1.4	2.5	1.8	1.1
64	2002/7/9	日本ハム	2282	1.8	1.2	1.3	1.2	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1
65	2002/7/22	富士写真フイルム	4901	1.6	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0	1.2	1.1	1.3	0.9
66	2002/8/6	ケーヨー	8168	0.8	0.5	0.7	1.0	0.9	0.6	0.5	1.0	1.5	0.9
67	2002/8/28	川崎重工業	7012	1.7	0.9	1.3	1.1	0.8	1.3	1.4	3.0	3.3	1.3
68	2002/9/12	OSK	9737	2.4	3.8	1.8	3.0	1.5	3.9	2.7	2.9	2.1	1.0
69	2002/9/13	シーエー	4725	0.0	4.8	3.9	2.0	0.6	1.3	1.4	2.3	1.2	0.9
70	2002/9/21	昭文社	9475	1.5	4.3	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	0.7	0.4
71	2002/10/23	石川島播磨重工業	7013	1.3	0.7	2.1	1.6	0.8	1.2	1.5	3.2	3.8	1.3
72	2002/10/28	コダ	8218	4.4	5.7	2.8	3.2	2.0	2.4	2.1	3.0	2.4	1.4
73	2002/11/26	トヨタ自動車	9715	3.0	16.6	2.1	1.2	0.4	1.7	1.8	1.6	1.0	1.1
74	2002/11/29	三菱電機	6503	1.4	3.8	2.2	1.9	1.3	3.2	2.0	3.0	2.8	1.7
75	2002/12/4	住友重機工業	6302	1.9	2.0	1.5	1.8	0.5	2.0	2.2	5.0	4.2	1.9
76	2002/12/18	三菱ケミカル	4182	1.0	0.7	0.9	0.6	0.5	1.1	1.3	3.4	2.2	1.2
77	2002/12/20	オリエント薬山	8016	1.3	1.0	0.9	1.0	0.8	1.3	1.4	1.7	1.4	0.9
78	2002/12/27	関西電力	9503	1.9	1.2	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5	1.8	1.3
		平均		2.0	2.1	2.2	1.7	1.4	1.6	1.6	2.0	2.0	1.8

図表 6-7 買収 買い手企業の PBR

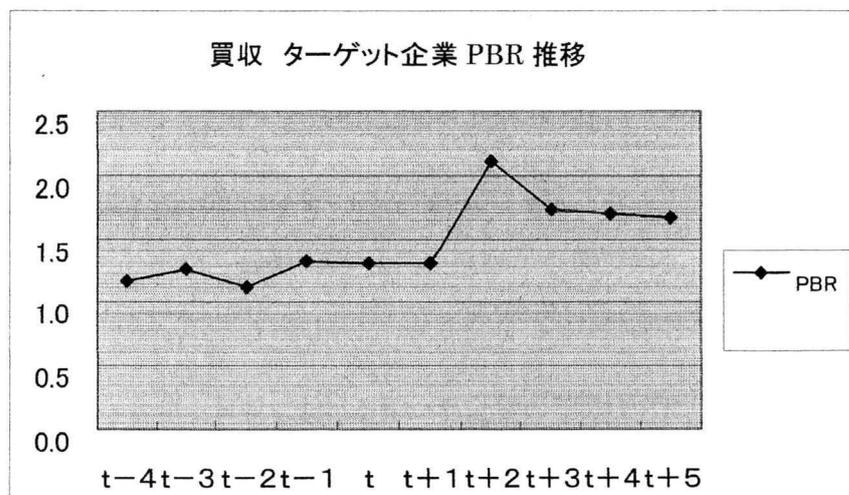


買収における買い手企業の PBR 推移は、図表 6-7 に示してある。買収における買い手企業の PBR は、t-4 年度の+2.0から M&A の実施された t 年度+1.4まで大幅に下がっており、とくに t-2 年度の+2.2 から t 年度+1.4 にかけての低下が著しい。その後の PBR は、t+1 年度+1.6 から上昇しはじめ、t+4 年度の+2.0 にかけて高くなっている。買収における買い手企業の場合も、合併の買い手企業と同じく M&A 後の t+3 年度からプラスの効果が見られることがわかる。

図表 6-8 買収 ターゲット企業の PBR 推移

	イベント日	買収 ターゲット企業	証券コード	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
1	1998/8/28	東芝テック	6588	1.1	2.2	1.2	1.1	1.2	1.2	0.7	0.7	0.7	1.2
2	1998/8/29	ダイワ工業	7262	1.8	2.7	2.4	1.7	2.0	1.8	2.0	1.3	0.9	1.6
3	2000/4/7	日本高周波鋼業	5476	0.9	0.5	0.5	0.4	0.8	0.5	0.6	1.1	1.2	2.4
4	2000/8/26	日通工	6705	1.6	0.9	1.2	1.5	1.5	1.2	0.9	1.3	1.7	2.6
5	2000/9/30	小松建設工業	1865	0.7	0.6	0.9	0.9	0.8	1.3	5.3	2.1	1.0	0.7
6	2001/4/24	日野自動車	7205	1.0	1.3	0.9	2.2	2.0	1.6	2.4	1.8	1.8	1.3
7	2001/9/26	トキ	6759	1.7	1.6	1.6	2.3	1.6	1.0	2.8	2.6	3.5	2.1
8	2002/4/26	アイコーホールディング	6345	0.4	0.2	0.3	0.3	0.5	1.8	2.1	2.9	2.7	1.5
		平均		1.2	1.3	1.1	1.3	1.3	1.3	2.1	1.7	1.7	1.7

図表 6-9 買収 ターゲット企業の PBR



買収におけるターゲット企業の PBR は、M&A 前の t-2 年度の+1.1 から M&A 後の t+2 年度には+2.1 へ+1.0 ポイントも上昇している。その後、t+3 年度から+1.7 へ-0.4 ポイント低下するものの、M&A をおこなう以前の PBR より高いレベルを維持している。買収におけるターゲット企業でも、M&A は株主価値にたいしてプラスの影響をあたえていることがわかる。

全社平均 PBR による検証結果を総合すると、合併および買収における買い手企業、ターゲット企業すべてにおいて M&A 後に PBR が上昇することがわかった。とくに M&A の 3 年後である t+3 年度から PBR の増加は顕著となっており、M&A が長期間の株主価値にあたえる影響は、M&A の 3 年後からプラスの効果を得られることは明らかである。

したがって、全社平均 PBR の視点から、M&A が長期的に株主価値にあたえる効果にシナジー理論をみいだすことができる。他方、買い手企業からターゲット企業に価値の移転は認められないことから、経営者の傲慢理論は確認することができない。

4. 株価純資産倍率のベンチマーク比較によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証

本節では 10 年間にわたる年度ごとの PBR を、合併における買い手企業、買収の買い手企業およびターゲット企業から検証していく。PBR はベンチマークと比較分析することで、株主価値の測定指標として信頼性を高めることができる。

具体的には 1998 年度から 2007 年度における、それぞれ年度別の平均 PBR とベンチマークの比較検討をおこなう。M&A を実行した年度を t 年として-4 年から+5 までの範囲、すなわち 1998 年度から 2002 年度を M&A の実行年度とする、5 つの期間における PBR の推移を検証していく。その結果、M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方がベンチマーク

よりプラスであれば、シナジー理論を確認することができる。他方、M&A 後の買い手企業の PBR がベンチマーク以下、ターゲット企業の PBR がベンチマーク以上であれば、経営者の傲慢理論をみいだすことができる。

しかしながら、1998 年度から 2002 年度にわたる PBR の推移を年度別に分析する場合、買収のターゲット企業のサンプル数が著しく少なくなってしまう。そのため、年度ごとに買収のターゲット企業を分析することができない。また、先述のとおり合併におけるターゲット企業は対象企業がすべて消滅しているため検証が不能である。したがって、買い手企業とターゲット企業両方の平均 PBR がベンチマークよりも高いことによるシナジー理論の検証、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転する経営者の傲慢理論ともに検証することは困難である。

ただし、合併と買収における買い手企業の平均 PBR とベンチマークの比較検討をおこなうことは可能である。平均 PBR がベンチマークと比較してどのような傾向となっているのか、買い手企業の観点からのみでも検証する価値はある。また、前節で示した M&A 後に株主価値としての PBR が向上するという検証結果を補足するためにも、PBR をベンチマークと比較検討することは不可欠となる。

したがって、本節では 10 年間にわたる PBR の動向について、平均 PBR とベンチマークの差異比較に着目して検証をおこなう。分析対象は $t=1998$ 年度から $t=2002$ 年度、5 つの期間となる。

その結果、合併および買収における買い手企業の年度別平均 PBR は、図表 6-10 および図表 6-11 のとおりとなった。1998 年度から 2002 年度までの年度別推移グラフは、図表 6-12 から図表 6-21 に示してある。これらのデータにもとづき、各年度の買い手企業における平均 PBR と、ベンチマークの比較検討をおこなう。

図表 6-10 合併 買い手企業年度別平均 PBR

イベント日	合併 買い手企業	証券コード	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
1	1998/7/31	カワセイト	9108	2.5	2.4	3.2	3.7	3.1	2.4	1.2	1.5	1.5	1.8
2	1998/9/2	カウデン工業	6448	1.7	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6	0.7	1.6	2.1	2.8
3	1998/9/10	森永製菓	2201	1.8	2.6	1.8	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	0.8	1.2
4	1998/10/17	日本製鋼所	5701	1.6	2.4	1.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.6	0.7	1.7
5	1998/10/28	日本石油	9001	1.1	1.3	1.0	0.9	0.9	0.7	1.1	1.0	0.8	1.0
6	1998/11/19	リッパツ	8591	1.9	2.2	2.7	4.1	3.7	5.7	3.1	3.2	1.6	1.9
7	1998/11/21	大阪商船三井船務	9104	2.5	3.3	2.0	1.9	2.0	1.6	1.9	2.4	2.1	3.9
合併PBR平均				1.9	2.2	1.9	1.9	1.7	1.8	1.4	1.6	1.4	2.0
東証PBR平均				2.1	1.7	2.0	1.6	1.3	1.4	1.6	1.2	1.0	1.0

イベント日	合併 買い手企業	証券コード	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
1	1999/1/14	北九州工業-持リッパツ	2579	1.0	1.3	1.3	1.9	2.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.3
2	1999/1/19	日本パル	6997	1.3	1.0	0.8	0.8	0.9	1.3	0.9	0.7	1.1	1.1
3	1999/1/25	日本毛織	3201	1.4	1.8	1.0	1.0	0.6	0.7	0.9	0.6	0.7	0.9
4	1999/1/26	すかいらく	8180	2.2	2.1	1.5	2.0	3.5	4.4	2.6	1.8	2.1	2.0
5	1999/3/1	富士重工業	7270	3.2	3.0	2.1	2.6	2.6	2.5	1.3	0.8	1.0	0.9
6	1999/3/4	パル	8267	3.2	3.8	2.0	1.8	1.4	2.4	2.2	2.0	3.1	1.2
7	1999/3/24	麗ノック	7248	2.1	1.5	1.2	0.9	0.5	0.8	0.7	1.0	1.7	1.3
8	1999/7/21	リッパツ	6362	3.0	1.4	1.0	0.7	0.8	0.8	0.5	0.5	1.0	1.4
9	1999/8/17	すかいらく	8180	2.2	2.1	1.5	2.0	3.5	4.4	2.6	1.8	2.1	2.0
10	1999/8/25	マツダ	6113	1.4	1.1	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7	0.3	0.8	0.7
11	1999/10/19	大同厚くさん	4088	1.7	1.1	0.8	0.7	0.7	1.1	1.3	1.2	1.5	1.7
12	1999/11/25	豊田通商	8015	1.4	1.1	0.8	0.6	0.6	0.9	1.0	1.1	2.0	2.7
13	1999/12/16	DDI	9433	8.7	8.3	4.1	5.8	8.3	4.0	1.7	1.7	2.8	2.2
合併PBR平均				2.5	2.3	1.4	1.7	2.1	1.9	1.3	1.1	1.6	1.5
東証PBR平均				1.7	2.0	1.8	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0	1.3

イベント日	合併 買い手企業	証券コード	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
1	2000/1/13	協和工業	1981	2.5	2.3	2.2	1.7	2.5	1.2	0.5	1.4	1.5	2.7
2	2000/2/15	国産電機	6756	2.0	1.2	0.9	1.6	0.9	0.6	0.4	1.1	1.1	1.8
3	2000/2/17	セキチ石油	5012	2.2	1.9	1.4	0.9	2.8	1.8	1.8	2.4	2.4	3.0
4	2000/7/26	橋本パル	1928	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	1.0	1.1	1.3	1.9
5	2000/8/28	大和パル工業	1925	1.4	0.9	1.2	0.6	0.7	0.7	0.6	1.5	1.4	2.1
6	2000/10/4	昭和電工	4004	3.0	1.2	1.0	1.4	1.9	1.0	1.2	1.8	1.8	3.0
7	2000/10/21	パル-パル	8200	1.6	1.1	1.5	2.0	2.2	1.9	1.9	1.9	2.1	2.7
合併PBR平均				2.0	1.4	1.3	1.3	1.7	1.2	1.1	1.6	1.7	2.5
東証PBR平均				2.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0	1.3	1.4

イベント日	合併 買い手企業	証券コード	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
1	2001/1/31	近畿通信建設	1932	1.3	1.0	0.9	0.7	0.8	0.7	1.3	1.3	1.5	1.0
2	2001/4/4	パル	6938	0.9	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	1.5	1.3	1.5	1.5
3	2001/10/19	パル-パル-パル	6041	0.9	0.7	0.4	0.6	0.5	1.2	2.9	2.6	2.2	2.0
4	2001/11/28	神戸製鋼所	3406	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	1.6	1.7	3.5	2.8
合併PBR平均				1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8	1.8	1.7	2.2	1.8
東証PBR平均				1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.3	1.4	1.6	

イベント日	合併 買い手企業	証券コード	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	
1	2002/4/25	パル-パル	1871	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
2	2002/4/25	日立造船	7004	1.7	1.5	1.6	1.1	0.9	3.9	1.8	2.2	4.8	1.4
3	2002/8/10	高砂電機産業	6423	1.0	7.5	2.8	0.9	0.6	0.4	1.1	1.6	0.4	0.4
4	2002/10/12	明電舎	6508	0.9	1.2	0.9	1.3	0.9	1.4	1.5	2.4	1.4	0.9
5	2002/12/2	大庄	9979	0.6	0.9	1.1	1.0	0.8	0.7	0.9	1.0	1.2	1.1
6	2002/12/14	第一セメント	5234	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	1.0	1.0	0.5
7	2002/12/25	住友工業	5110	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1	1.4	2.1	3.0	2.3	1.3
合併PBR平均				0.9	1.8	1.2	0.9	0.7	1.3	1.2	1.7	1.7	0.9
東証PBR平均				1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0	1.3	1.4	1.6	1.4

図表 6-11 買収 買い手企業年度別平均 PBR

イベント日	買収 買い手企業	証券コード	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	
1	1998/8/28 東芝	6502	1.7	2.3	1.8	1.4	2.2	3.2	2.2	1.7	1.4	2.7	
2	1998/8/29 日産自動車	7203	1.4	1.8	2.2	2.4	2.2	3.3	2.4	1.9	1.3	1.9	
3	1998/9/17 オムロン	9832	5.8	3.6	2.6	1.5	1.5	0.9	0.8	0.8	0.6	0.8	
4	1998/10/23 エニ	8270	1.6	2.0	2.0	1.9	1.7	0.7	1.0	0.9	0.9	1.1	
5	1998/10/31 JT	2914	1.4	1.7	1.3	1.5	1.7	1.0	1.1	1.1	0.9	0.9	
6	1998/11/10 377	6301	1.2	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.9	1.1	1.7	
7	1998/11/12 CSK	9737	1.0	1.4	1.5	1.7	2.4	3.8	1.8	3.0	1.5	3.9	
			買収PBR平均	2.0	2.1	1.9	1.6	1.8	2.0	1.5	1.5	1.1	1.9
			東証PBR平均	2.1	1.7	2.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0

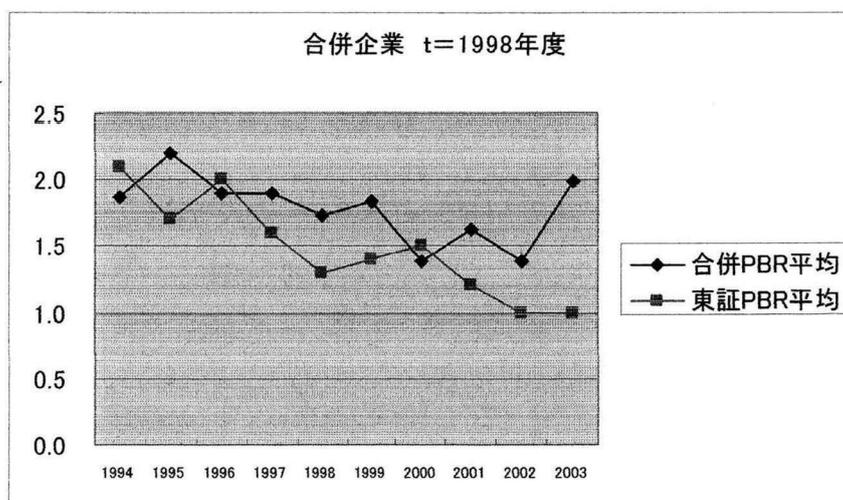
イベント日	買収 買い手企業	証券コード	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
1	1999/1/22 三菱化学	4010	2.5	1.6	1.1	1.6	2.0	1.9	1.5	1.3	2.0	1.9	
2	1999/2/27 日産	9736	3.4	3.1	3.4	4.4	3.0	4.4	3.4	1.8	2.9	2.6	
3	1999/3/1 東京急行電鉄	9005	3.8	2.8	2.4	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0	
4	1999/4/28 東京急行電鉄	9005	3.8	2.8	2.4	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0	
5	1999/4/29 住友重機工業	6302	3.8	2.8	3.3	1.9	2.0	1.5	1.8	0.6	2.0	2.2	
6	1999/7/18 ヤマハ	3551	3.0	1.2	1.1	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	2.7	1.6	
7	1999/7/28 日石三菱	5001	1.3	1.0	0.9	0.9	0.7	1.1	1.0	0.8	1.0	1.4	
8	1999/9/9 以心	5938	2.2	1.8	0.9	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	1.5	1.3	
9	1999/9/29 CSK	9737	1.4	1.5	1.7	2.4	3.8	1.8	3.0	1.5	3.9	2.7	
10	1999/11/6 川崎汽船	9107	3.7	2.2	1.8	2.0	1.5	1.5	1.3	2.0	3.9	3.6	
11	1999/11/23 松下電器産業	6752	1.1	1.2	1.2	1.3	1.8	1.3	0.9	0.7	1.2	1.1	
12	1999/12/22 高島屋	8233	2.9	2.3	1.6	1.3	1.0	1.2	0.9	0.8	1.6	1.8	
			買収PBR平均	2.7	2.0	1.8	1.7	1.9	1.9	1.8	1.3	2.7	2.3
			東証PBR平均	1.7	2.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0	1.3

イベント日	買収 買い手企業	証券コード	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	
1	2000/2/16 住友金属工業	5738	10.1	5.1	33.8	2.6	1.3	3.5	3.2	6.3	2.9	3.5	
2	2000/3/11 日産自動車	7203	1.9	1.0	1.3	0.9	2.2	2.0	1.6	2.4	1.8	1.8	
3	2000/3/24 以心	5938	1.8	0.9	1.4	1.0	0.9	1.1	0.8	1.5	1.3	1.6	
4	2000/4/7 神戸製鋼所	5406	1.8	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	1.6	1.7	3.5	
5	2000/5/12 いすゞ自動車	7202	4.1	2.3	3.1	1.7	1.7	1.0	1.4	6.1	2.3	2.9	
6	2000/6/13 内田洋行	8057	1.2	0.9	0.5	0.8	1.0	0.8	0.5	1.0	0.7	0.8	
7	2000/6/15 377	6301	1.5	1.2	1.1	1.0	1.1	0.9	1.1	1.7	1.9	4.7	
8	2000/6/21 ヤマハ販売	8060	1.5	0.9	1.0	0.9	0.9	0.5	0.5	0.6	1.0	1.6	
9	2000/8/17 松下電工	6991	1.6	1.5	1.6	1.4	1.7	1.5	1.0	1.1	1.2	1.8	
10	2000/8/26 NEC	6701	2.5	2.1	2.1	5.3	3.3	1.9	1.1	4.4	1.9	2.2	
11	2000/9/30 日本郵船	9101	2.3	2.4	2.3	2.1	2.3	1.9	1.6	2.1	2.2	2.1	
12	2000/11/9 住友工業	5110	2.3	1.3	1.3	1.0	1.1	1.1	1.1	1.4	2.1	3.0	
13	2000/12/26 日本橋銀行	5202	1.2	0.8	1.3	3.4	3.5	0.9	0.5	1.0	1.0	1.4	
14	2000/12/27 東京急行電鉄	9005	2.8	2.4	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0	4.9	
			買収PBR平均	2.6	1.7	3.8	1.8	1.8	1.5	1.2	2.6	1.9	2.6
			東証PBR平均	2.0	1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0	1.3	1.4

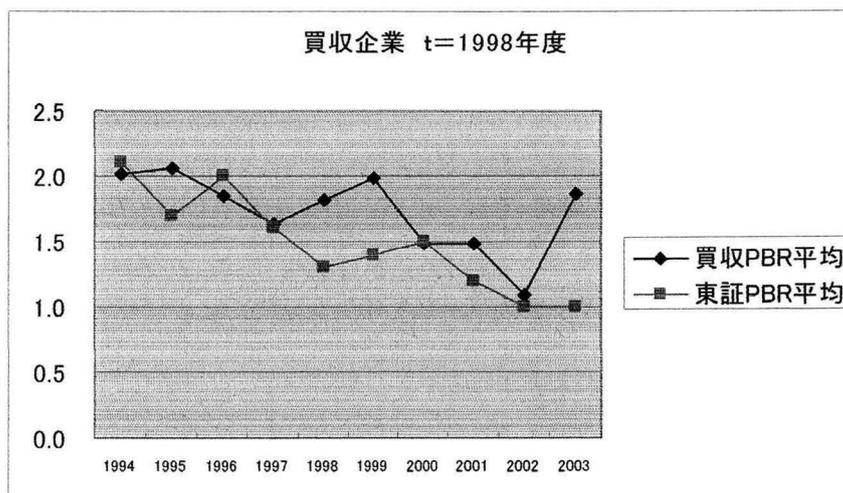
イベント日	買収 買い手企業	証券コード	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
1	2001/1/29 日産	9766	2.8	3.8	5.4	4.7	2.5	1.6	4.3	3.0	3.6	2.8	
2	2001/2/16 KOA	5999	1.9	1.4	3.3	2.1	1.2	0.6	1.0	0.3	1.5	1.7	
3	2001/2/28 日産	7943	1.2	1.1	0.8	0.7	0.9	0.7	1.4	1.3	1.7	1.2	
4	2001/3/2 オムロン	2679	1.3	1.9	2.4	1.3	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4	1.3	
5	2001/3/13 富士重工業	7270	2.1	2.6	2.5	2.5	1.3	0.8	1.0	0.9	1.1	1.0	
6	2001/4/24 日産自動車	7203	2.4	2.2	3.3	2.4	1.9	1.3	1.9	1.8	2.6	2.6	
7	2001/5/30 西濃運輸	9076	0.6	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.8	0.8	0.9	0.8	
8	2001/7/3 オムロン	6869	0.8	1.2	2.1	1.7	1.4	1.2	1.4	3.0	2.3	3.4	
9	2001/7/12 三菱電機	5731	1.8	1.5	1.2	1.7	1.4	0.8	1.3	1.2	1.9	1.2	
10	2001/9/7 三菱電機	9042	3.3	2.8	1.8	2.1	1.4	0.9	1.5	1.6	2.3	2.1	
11	2001/9/26 NEC	6701	2.1	2.1	5.3	3.3	1.9	1.1	4.4	1.9	2.2	1.4	
12	2001/9/28 神戸製鋼所	5406	0.8	0.7	0.6	0.7	0.5	0.7	1.6	1.7	3.5	2.8	
13	2001/11/1 松下電工	6991	1.5	1.6	1.4	1.7	1.5	1.0	1.1	1.2	1.8	1.6	
14	2001/11/23 以心	8267	2.0	1.8	1.4	2.4	2.2	2.0	3.1	1.2	3.2	2.6	
15	2001/12/3 王子製紙	3861	1.6	1.4	1.7	1.3	1.5	1.2	1.8	1.4	1.6	1.3	
16	2001/12/6 王子製紙	3661	1.5	1.4	1.7	1.3	1.5	1.2	1.8	1.4	1.6	1.3	
			買収PBR平均	1.7	1.8	2.2	1.9	1.4	1.0	1.8	1.5	2.1	1.8
			東証PBR平均	1.6	1.3	1.4	1.5	1.2	1.0	1.0	1.3	1.4	1.6

イベント日	買収 買い手企業	証券コード	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
1	2002/1/15 太平洋セメント	8233	1.0	0.6	0.9	0.9	0.8	1.4	1.3	2.3	1.8	0.8
2	2002/2/12 横河シヤチ	5911	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.7	0.7	0.6	0.4
3	2002/2/23 日本郵船	9101	2.3	2.1	2.3	1.9	1.5	2.1	2.2	2.1	2.0	1.8
4	2002/2/28 日産自動車	7203	2.2	3.3	2.4	1.9	1.3	1.9	1.8	2.6	2.6	1.5
5	2002/4/19 電気化学工業	4061	1.1	2.1	2.0	1.7	1.5	1.8	1.6	2.0	1.9	1.0
6	2002/4/19 日立製作所	6601	0.9	1.4	1.2	1.1	0.6	1.5	1.0	1.2	1.2	0.8
7	2002/4/25 東京急行電鉄	9005	1.4	2.8	3.4	3.2	2.5	4.9	4.0	4.9	4.2	1.9
8	2002/4/26 豊田自動織機	6201	2.0	1.9	2.2	0.7	0.6	1.0	1.0	1.4	1.1	0.7
9	2002/5/15 横河電機	6841	0.8	1.4	1.5	1.3	1.1	3.0	2.3	3.2	2.2	1.1
10	2002/5/17 京セラ	6971	1.6	4.2	2.7	1.6	1.1	1.7	1.3	1.7	1.6	1.1
11	2002/5/21 大同特殊鋼	5471	0.5	0.7	1.0	0.8	0.5	0.8	1.3	3.6	1.9	1.2
12	2002/5/23 黒崎播磨	5352	0.7	0.8	0.8	0.5	0.5	1.0	1.4	2.7	2.0	0.8
13	2002/6/4 以心	8273	0.7	0.6	0.7	1.4	1.0	1.3	1.6	2.9	1.6	0.9
14	2002/6/27 確人	3401	1.5	1.3	1.7	1.2	0.8	1.2	1.4	2.5	1.8	1.1
15	2002/7/9 日本丸	2282	1.8	1.2	1.3	1.2	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1
16	2002/7/22 富士写真フイルム	4901	1.6	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0	1.2	1.1	1.3	0.9
17	2002/8/5 ケーシー	8168	0.8	0.5	0.7	1.0	0.9	0.6	0.5	1.0	1.5	0.9
18	2002/8/28 川崎重工業	7012	1.7	0.9	1.3	1.1	0.8	1.3	1.4	3.0	3.3	1.3
19	2002/9/12 CSK	9737	2.4	3.8	1.8	3.0	1.5	3.9	2.7	2.9	2.1	1.0
20	2002/9/13 シーケー	4725	0.0	4.8	3.9	2.0	0.6	1.3	1.4	2.3	1.2	0.9
21	2002/9/21 昭文社	9475	1.5	4.3	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	1.0	0.7	0.4
22	2002/10/23 石川島播磨重工業	7013	1.3	0.7	2.1	1.5	0.8	1.2	1.5	3.2	3.8	1.3
23	2002/10/28 コル	8218	4.4	8.7	2.8	3.2	2.0	2.4	2.1	3.0	2.4	1.4
24	2002/11/26 伊予パラス	9715	3.0	16.6	2.1	1.2	0.4	1.7	1.8	1.6	1.0	1.1
25	2002/11/29 三菱電機	5503	1.4	3.8	2.2	1.9	1.3	3.2	2.0	3.0	2.8	1.7
26	2002/12/4 住友重機工業	6302	1.9	2.0	1.5	1.8	0.5	2.0	2.2	5.0	4.2	1.9
27	2002/12/18 三菱化学	4182	1.0	0.7	0.9	0.5	0.5	1.1	1.3	3.4	2.2	1.2
28	2002/12/20 オノダ電機	8016	1.3	1.0	0.9	1.0	0.8	1.3	1.4	1.7	1.4	0.9
29	2002/12/27 関西電力	9503	1.9	1.2	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5	1.8	1.

図表 6-12 t=1998 年度 合併 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



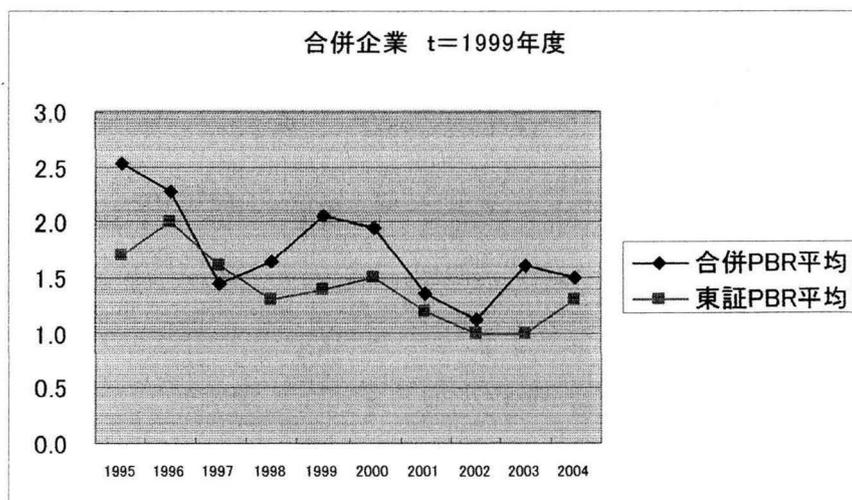
図表 6-13 t=1998 年度 買収 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



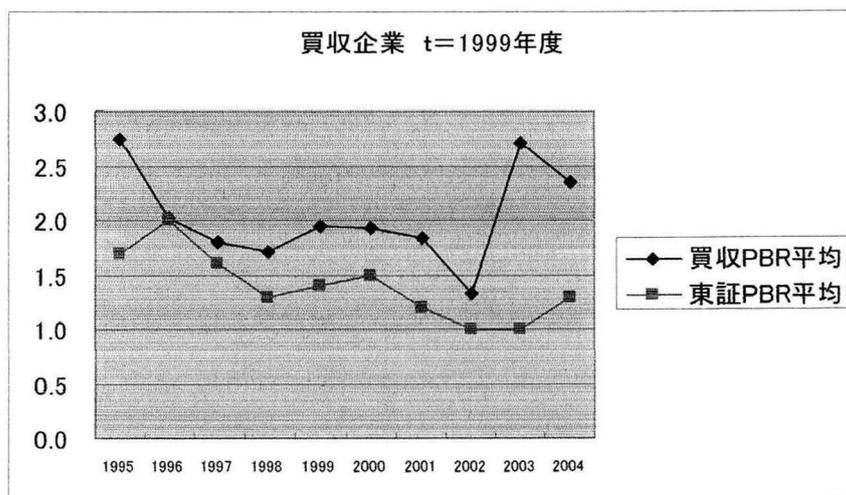
1998 年度に合併を実施した、買い手企業の平均 PBR とベンチマークとの比較をおこなう。M&A の 4 年前である 1994 年度から 2 年前の 1996 年度までは、買い手企業の平均 PBR はベンチマークより 0.1 から 0.2 ポイント程度低い。しかしながら、M&A を実施した 1998 年度以降は買い手企業の平均 PBR がベンチマークより高く、とくに 5 年後の 2003 年度の買い手企業の平均 PBR は、ベンチマークを 1.0 ポイントも上回っていることがわかる。

他方、1998 年度が買収実施年度の買い手企業平均 PBR とベンチマークとの対比は、M&A 以前から M&A 後にわたり、買い手企業の平均 PBR はベンチマークよりポイントは高い。とくに M&A 後は顕著であり、5 年後 2003 年度の買い手企業平均 PBR はベンチマークに比べて 0.9 ポイントも上回っている。

図表 6-14 t=1999 年度 合併 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



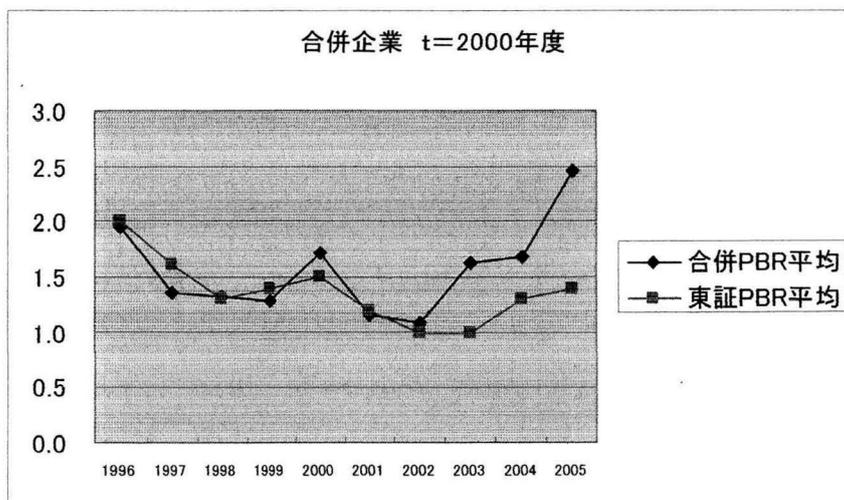
図表 6-15 t=1999 年度 買収 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



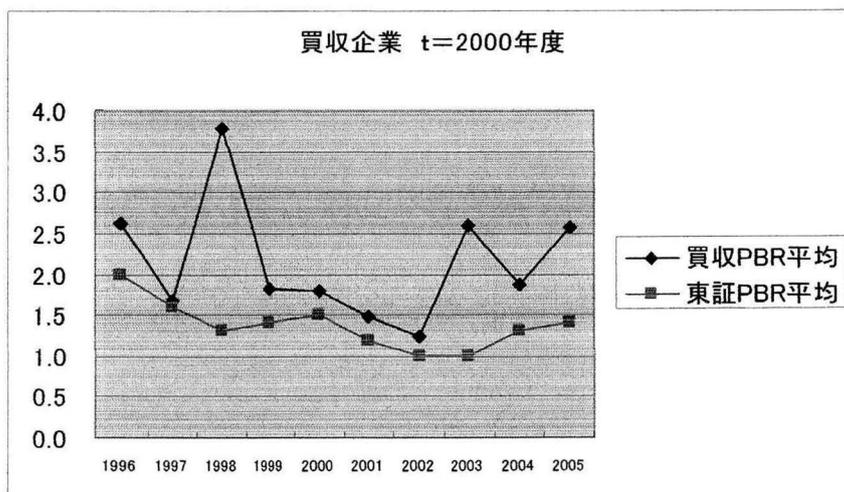
1999 年度が合併実施である，買い手企業の平均 PBR とベンチマークとの比較をおこなう。M&A の 4 年前である 1995 年度から 5 年後の 2004 年度まで，買い手企業の平均 PBR はベンチマークより 1997 年度を除いて 0.1 から 0.8 ポイント程度高くなっている。総じて，買い手企業の平均 PBR がベンチマークを上回っていることがわかる。

他方，1999 年度に買収実施をした買い手企業平均 PBR とベンチマークとの対比も，M&A 以前から M&A 後にかけて，買い手企業の平均 PBR はベンチマークよりポイントが高い。とくに M&A の 4 年後である 2003 年度の買い手企業平均 PBR はベンチマークに比べて 1.7 ポイントも上回っている。

図表 6-16 t=2000 年度 合併 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



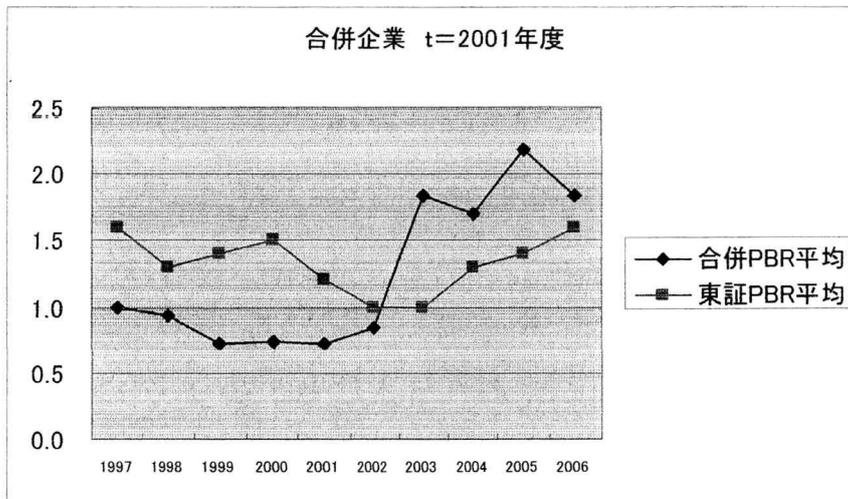
図表 6-17 t=2000 年度 買収 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



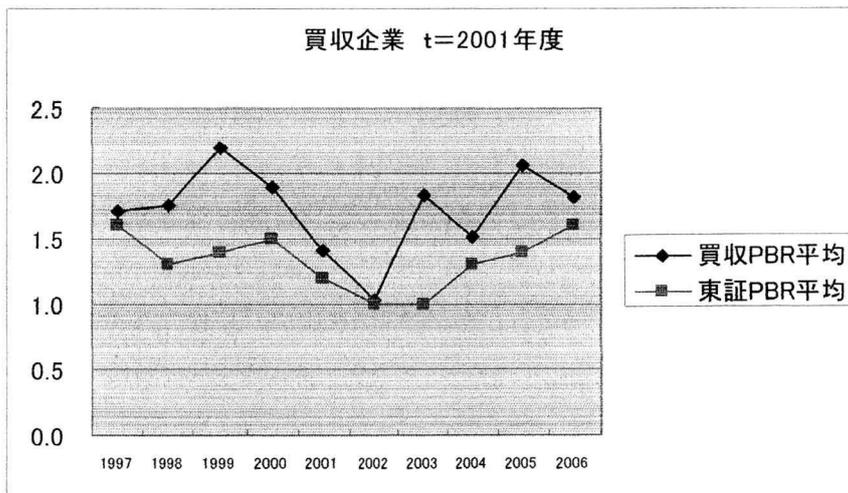
2000 年度に合併を実施した、買い手企業の平均 PBR とベンチマークとの比較をおこなう。M&A の 4 年前である 1996 年度から 2 年後の 2002 年度にかけて、買い手企業の平均 PBR はベンチマークと比較して最大でも 0.2 ポイント差と大きな違いはない。しかしながら、M&A の 3 年後 2003 年度以降、買い手企業の平均 PBR はベンチマークより高くなっている。とくに 5 年後の 2005 年度は、買い手企業平均 PBR+2.5、ベンチマーク+1.4 と 0.9 ポイントも上回っていることがわかる。

他方、2000 年度の買収における対比は、M&A 前から M&A 後にかけて買い手企業の平均 PBR は、ベンチマークのポイントをすべての年度で上回っている。とくに M&A の 5 年後である 2005 年度の買い手企業平均 PBR は、ベンチマークに比べて 1.2 ポイントも高い。

図表 6-18 t=2001 年度 合併 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



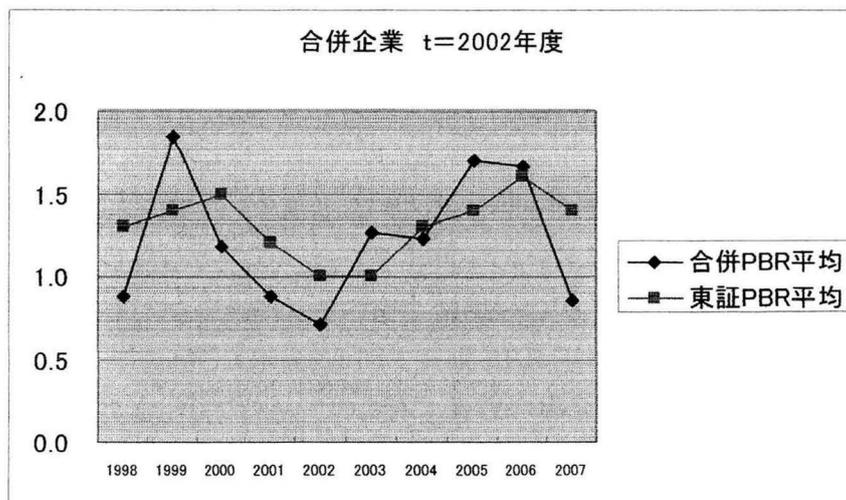
図表 6-19 t=2001 年度 買収 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



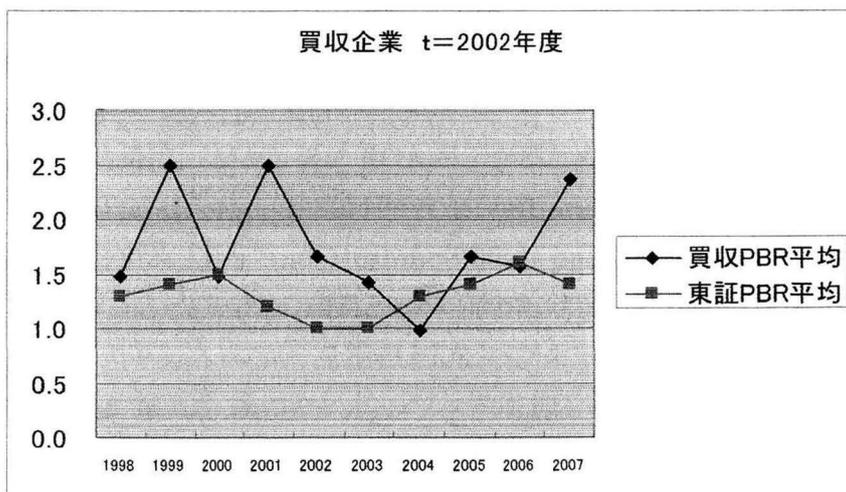
2001 年度が合併実施である, 買い手企業の平均 PBR とベンチマークとの比較をおこなう。M&A 以前から M&A 実施年度にかけて, 買い手企業の平均 PBR はベンチマークより 0.2 から 0.8 ポイントも低い。しかしながら, M&A の 2 年後には買い手企業平均 PBR はベンチマークに比べて 0.2 から 0.8 ポイントも上回り, M&A 前と逆の構図となっていることがわかる。

他方, 2001 年度に買収をおこなった買い手企業平均 PBR とベンチマークとの対比は, M&A の 4 年前である 1997 年度から 5 年後の 2006 年度まで, 買い手企業の平均 PBR はベンチマークより 0.1 から 0.8 ポイントの範囲で高くなっている。すべての年度において, 買い手企業の平均 PBR がベンチマークを上回っていることがわかる。

図表 6-20 t=2002 年度 合併 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



図表 6-21 t=2002 年度 買収 買い手企業平均 PBR とベンチマークとの比較



2002 年度が合併実施年度である，買い手企業の平均 PBR とベンチマークを対比する。M&A の 4 年前から合併した 2002 年度まで，1999 年度を除いて買い手企業の平均 PBR はベンチマークよりも 0.3 ポイント程度下回っている。その後，M&A の 4 年後である 2006 年度まで買い手企業の平均 PBR はベンチマークに比べ高いが，5 年後には再び下回る。

他方，2002 年度が買収実施の場合では，M&A 前から M&A 後にかけて買い手企業の平均 PBR はベンチマークのポイントを，M&A の 2 年後である 2004 年度以外は上回っている。とくに M&A 5 年後の 2007 年度の買い手企業平均 PBR は，ベンチマークに比べて 1.0 ポイント高くなっていることがわかる。

合併における年度別平均 PBR と、平均ベンチマーク PBR の比較検討結果をみると、M&A の 4 年後から 5 年後にかけて、平均 PBR はベンチマークを上回っている。とくに 4 年後からの差異は明らかであり、M&A の 4 年後以降に PBR にたいする強いプラスの影響をみいだすことができる。このように合併による M&A は、長期的に株主価値へプラスの効果をあたえることがわかる。

買収の年度別平均 PBR と、平均ベンチマーク PBR の比較検討結果をみってみる。買収の平均 PBR は総じてベンチマークを上回っているものの、M&A の 4 年前から M&A の実施年度にかけておおきく下降し、その後も M&A の 2 年後まで下がり続けている。しかしながら、M&A の 2 年後から 3 年後にかけて買収 PBR 平均は急上昇し、結果としてベンチマークよりも高い PBR を示している。このように、買収の場合においても M&A が株主価値におよぼす顕著なプラスの影響をみいだすことができる。

これらの実証結果を概観すると、M&A は合併および買収においても株主価値の指標である PBR を高め、さらにベンチマークである東証平均よりも高い PBR をもたらしることがわかった。本節は買い手企業のみを対象とした検証ではあるが、M&A 後にベンチマークよりも高い PBR を示したデータが得られたことは、M&A が株主価値にたいしてプラスの効果をあたえること、すなわち M&A が経済的なシナジー効果を創出していることを示唆する重要な結果である。

本節の結果は、M&A 後に ROA が下がるため M&A は経済的なシナジー効果がないとする Ravenscraft et al.(1989) [Ravenscraft and Scherer(1987), pp.151-154], Yeh and Hoshino(2002) [Yeh and Hoshino(2002), pp.354-356]の伝統的な経営分析をもちいたパフォーマンス・スタディの結果と比べ、取りあげた財務指標は異なるものの大きな相違がある。他方、キャッシュフローを指標としたパフォーマンス・スタディをおこなった Healy et al.(1992)は M&A 後のキャッシュフロー増加をみいだし[Healy,Palepu,Ruback(1992), pp.152-156], 本研究と同様に M&A のシナジー効果を確認している。

そこで参考までに、本研究と同様の対象サンプルと期間をもちいて ROA を検証してみる¹⁰。合併と買収における M&A 前後の ROA 推移は、図表 6-22 から図表 6-27 のとおりである。合併における買い手企業では、M&A がおこなわれた年度から ROA はおおきく上昇していることがわかる。他方、買収の買い手企業は M&A 実施年度に ROA は若干上がり、3 年後から急激に増加することがみいだせる。買収のターゲット企業では、M&A 実施年度までマイナスの ROA を示しているが、M&A 後はプラスの ROA に転じている。

したがって、ROA の分析では買い手企業およびターゲット企業ともに M&A 後はプラスであることから、シナジー理論を確認することができる。他方、買い手企業からターゲット企業へ価値の移転を認めることはできず、経営者の傲慢理論をみいだすことはできない。このように、本節の実証では ROA においても PBR 同様、株主価値にたいするプラスの長期的な効果を確認することができる。

しかしながら、この結果は ROA という伝統的な評価モデルをもちいているにもかかわらず、Ravenscraft et al.(1987) [Ravenscraft and Scherer(1987), Yeh and Hoshino.(2002) [Yeh and Hoshino(2002), pp.354-356]の結果と大きく異なっている。この要因を分析してみると、先行研究と比較して明らかに異なる条件は、分析対象としたサンプル企業と測定期間であることがわかる。

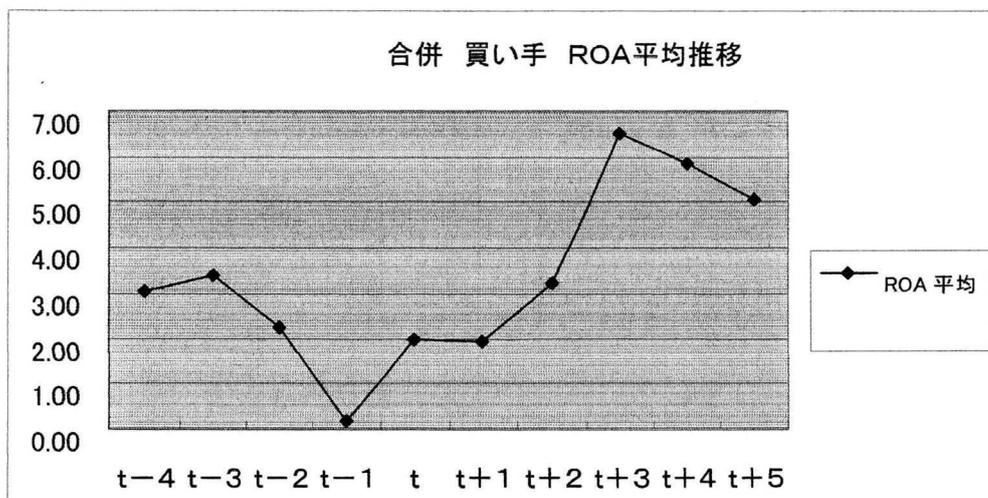
米国における M&A を検証した Ravenscraft et al.(1987)は別として、Yeh and Hoshino.(2002)の対象サンプルは国内における 1970 年から 1994 年までの 86 件、合併前 5 年から合併後 5 年までの合計 10 年間のデータであった。他方、本研究の対象サンプルは国内における 1998 年度から 2007 年度という、先行研究に比べて最近の M&A である。本論文の第 1 章で先述した 1999 年におこなわれた国内の商法改正、M&A に関する規制緩和が結果の差異に影響をあたえている可能性を指摘することができる。

本節の実証結果は、M&A が短期間に株主価値へあたえる効果を検証した松尾・山本(2006)を支持するものである。松尾・山本(2006)は、1999 年以降の国内 M&A においては商法改正による M&A 取引形態の規制緩和が、M&A の経済効果を増加させることを検証している[松尾・山本(2006), pp.24-32]。

図表 6-22 合併 買い手企業の ROA 推移

	イベント日	合併 買い手企業	証券コード	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
1	1998/7/31	フジフイルム	5108	6.27	10.10	12.09	6.01	14.18	11.56	2.33	2.15	5.56	10.94
2	1998/9/2	フタバ工業	6448	3.56	1.93	0.21	6.56	1.27	2.83	-2.89	1.11	20.00	16.65
3	1998/9/10	森永製菓	2201	-5.80	-6.19	-1.90	-3.06	5.25	5.22	4.39	4.21	1.01	4.31
4	1998/10/17	日本軽金属	5701	-3.36	0.09	-1.04	-8.58	-17.09	-14.53	-24.07	1.84	8.24	12.02
5	1998/10/28	日本石油	5001	3.33	2.60	1.94	1.75	1.48	-0.65	3.43	2.53	3.48	-15.25
6	1998/11/19	オリエント	8591	5.88	6.07	8.11	11.41	10.57	8.73	8.02	14.91	7.37	10.10
7	1998/11/21	大阪商船三井	9104	-3.50	3.87	4.81	6.31	5.04	5.69	7.39	6.77	8.87	28.68
8	1999/1/14	北九州コカ-Cola	2579	8.50	7.51	6.73	6.90	5.65	3.65	0.90	4.40	5.68	5.15
9	1999/1/15	日本ケミカル	6997	6.42	4.86	-0.96	-4.30	1.79	10.87	-11.28	1.70	1.97	3.91
10	1999/1/25	日本毛織	3201	3.74	3.73	3.08	2.41	1.17	4.37	4.72	3.69	4.55	5.00
11	1999/1/30	すがいらーく	8180	3.58	1.74	0.44	-18.45	18.69	10.72	5.91	-1.19	4.85	7.65
12	1999/3/1	富士重工業	7270	19.86	30.79	19.28	18.27	15.42	8.03	8.04	8.29	8.94	3.94
13	1999/3/4	ツチノコ	8267	11.59	11.44	3.31	5.16	4.16	5.84	-4.12	12.64	12.22	11.17
14	1999/3/24	旭化成	7248	8.99	7.02	3.82	0.52	-15.71	2.49	4.27	6.57	7.72	3.83
15	1999/7/21	カワチ	5352	4.38	1.14	1.51	-0.69	2.46	2.11	-1.99	1.81	4.70	7.30
16	1999/8/17	すがいらーく	8180	3.58	1.74	0.44	-18.45	18.69	10.72	5.91	-1.19	4.85	7.65
17	1999/8/26	フタバ	6113	1.62	2.46	3.02	1.05	-6.95	4.53	-0.18	-2.25	0.12	3.01
18	1999/10/19	大同ほくさん	4088	1.63	3.26	3.74	3.16	6.10	7.64	8.38	7.13	8.32	10.65
19	1999/11/25	豊田通商	8015	1.69	4.52	4.85	0.69	-5.59	5.88	5.88	12.14	11.87	17.62
20	1999/12/16	DDI	9433	2.09	-13.74	4.22	7.59	-4.55	2.50	1.52	6.55	12.29	18.47
21	2000/1/13	協和フイルム	1951	12.05	8.92	8.57	4.86	6.73	5.06	2.68	5.48	9.93	12.86
22	2000/2/16	国際電気	6756	10.28	0.60	-6.91	0.19	-11.88	-17.12	1.88	2.16	7.48	7.27
23	2000/2/17	セキスイ産業	5012	3.81	0.52	-8.27	-15.42	3.42	6.84	3.47	12.52	20.28	5.42
24	2000/7/26	緑水ハウス	1928	5.55	4.95	2.78	-12.23	3.44	-13.21	5.43	5.75	3.55	6.36
25	2000/8/28	大和ハウス工業	1925	7.72	3.45	2.79	2.86	1.02	0.87	-17.14	7.63	7.92	8.21
26	2000/10/4	昭和電工	4004	3.26	9.46	-15.80	-0.73	2.40	-24.11	9.00	6.53	4.42	8.14
27	2000/10/21	リッパネット	8200	7.28	5.83	6.16	5.44	8.24	5.19	4.71	-6.34	-1.53	1.08
28	2001/1/31	近畿通信建設	1932	5.21	8.81	9.91	7.49	6.40	5.82	10.14	9.83	9.19	8.62
29	2001/4/4	トステム	5938	-1.82	1.34	-4.27	2.84	2.30	3.63	6.33	5.83	4.05	6.11
30	2001/10/19	キッコーマン	6041	0.01	-8.64	-20.21	-25.11	-22.06	3.19	26.82	28.58	19.20	14.28
31	2001/11/28	神戸製鋼所	5406	-1.33	-11.23	-17.74	2.43	-10.48	0.60	7.08	14.46	18.60	19.55
32	2002/4/26	トニー・エス	1871	1.95	1.51	3.08	4.22	3.01	1.67	-4.22	-9.05	-40.17	-22.92
33	2002/8/10	高砂電機産業	6423	0.99	21.69	29.54	9.52	-2.24	-30.10	6.04	33.11	-17.75	-78.72
34	2002/10/12	明電舎	6508	-37.33	-14.69	-6.57	-10.47	2.55	5.52	10.16	5.74	3.78	4.01
35	2002/12/2	大庄	9979	3.13	2.80	13.04	9.71	8.95	5.57	3.05	5.57	3.87	4.51
36	2002/12/14	第一セメント	5234	2.37	0.85	1.57	2.54	2.09	1.66	2.34	3.20	5.92	1.43
37	2002/12/26	住友工業	6110	5.30	5.09	5.14	-6.63	7.88	12.35	14.98	16.04	14.66	9.07
			平均	3.04	3.41	2.26	0.16	1.99	1.94	3.22	6.52	5.86	5.07

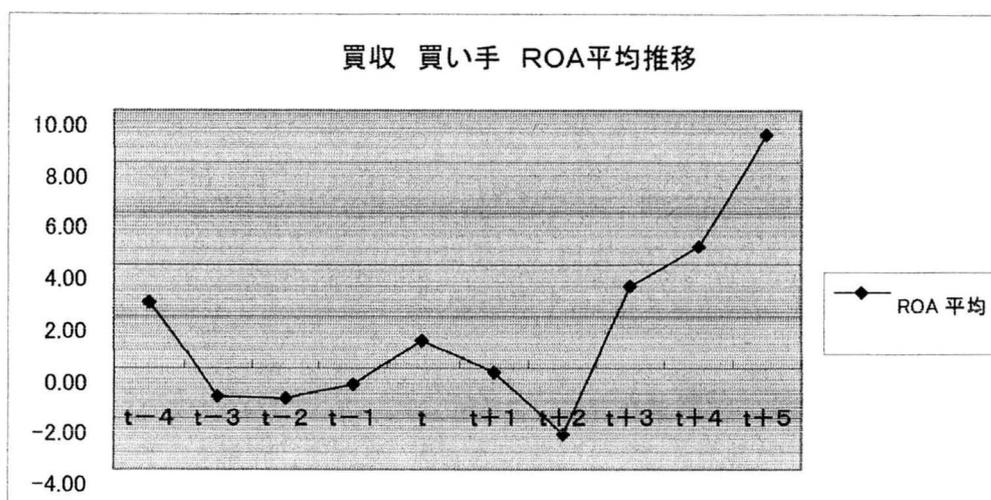
図表 6-23 合併 買い手企業 ROA



図表 6-24 買収 買い手企業の ROA 推移

	イベント日	買収 買い手企業	証券コード	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
1	1998/9/28	富士	6502	4.00	7.79	5.44	0.59	-1.23	-3.12	9.12	-29.98	2.90	4.35
2	1998/9/29	江崎自動車	7203	2.68	4.97	7.02	7.77	5.84	6.27	6.78	8.93	12.78	14.86
3	1998/10/23	トヨタ	8270	6.62	6.48	4.86	6.06	5.63	3.58	2.54	-7.86	6.20	4.67
4	1998/10/31	JT	2914	5.98	5.56	6.27	4.35	5.39	3.45	2.87	2.36	4.65	-0.49
5	1998/11/10	JFE	6301	1.89	2.42	3.16	3.61	-2.43	2.72	1.43	-18.55	0.76	6.57
6	1998/11/12	GSK	9737	-6.88	-6.03	-7.26	-18.53	-19.39	-5.97	-22.54	15.81	11.80	19.79
7	1999/1/22	三菱化学	4010	4.57	-2.44	1.20	-6.29	-5.89	0.82	-12.44	6.16	9.24	13.14
8	1999/2/27	セコム	9735	9.25	8.62	6.92	15.51	12.06	9.32	2.45	9.34	10.64	11.48
9	1999/3/1	東京急行電鉄	9005	0.86	12.90	0.89	-13.41	1.00	-19.12	8.06	2.22	-7.89	20.48
10	1999/4/28	東京急行電鉄	9005	0.86	12.90	0.89	-13.41	1.00	-19.12	8.06	2.22	-7.89	20.48
11	1999/4/29	住友重機工業	6302	8.83	8.05	5.95	-16.19	-9.18	-60.31	2.81	3.04	15.95	18.11
12	1999/7/15	サントリー	3551	-1.85	1.37	1.54	-7.43	-18.42	-24.21	-21.23	-49.25	19.15	13.22
13	1999/7/28	日石三菱	5001	2.60	1.94	1.75	1.48	-0.65	3.43	2.63	3.48	-15.25	14.82
14	1999/9/9	トヨタ	8938	6.70	5.37	-1.82	1.34	-4.27	2.84	2.30	3.63	6.33	5.83
15	1999/9/29	GSK	9737	-6.00	-7.26	-18.53	-19.39	-5.97	-22.54	15.81	11.80	19.79	23.38
16	1999/11/5	川崎汽船	9107	4.83	9.93	2.47	2.33	9.59	2.73	6.52	12.99	32.70	39.60
17	1999/11/23	松下電機産業	6782	-1.71	3.89	2.51	0.37	2.76	1.11	-12.19	-0.61	1.27	1.67
18	1999/12/22	高島屋	8233	14.08	5.01	3.91	2.18	3.02	3.78	-27.85	2.17	-1.98	7.37
19	2000/2/18	住友軽金属工業	5738	-9.95	-14.00	-185.3	-27.04	3.14	-9.64	30.32	18.16	20.12	15.29
20	2000/3/11	日野自動車	7205	5.15	1.16	-29.74	-20.63	-13.87	6.33	2.76	17.94	7.74	11.17
21	2000/3/24	トヨタ	5938	8.37	-1.82	1.34	-4.27	2.84	2.30	3.63	5.33	5.83	4.05
22	2000/4/7	神戸製鋼所	5406	4.85	-1.33	-11.23	-17.74	2.43	-10.48	0.60	7.08	14.46	18.60
23	2000/6/13	内田洋行	8057	2.69	-1.20	-11.93	5.36	9.15	4.40	-5.07	6.99	5.21	4.79
24	2000/6/15	JFE	6301	3.16	3.61	-2.43	2.72	1.43	-18.55	0.76	6.57	13.07	20.78
25	2000/6/21	セコム販売	8060	4.69	4.32	2.59	2.48	2.51	-13.75	1.56	3.16	5.38	6.38
26	2000/8/17	松下電工	6991	5.98	6.43	3.10	2.55	5.91	3.51	1.27	3.70	1.32	5.63
27	2000/8/23	西友グループ	8268	-3.48	-12.26	11.09	-66.11	1.09	15.27	-553.3	-160.1	-266.0	-32.16
28	2000/8/26	NEC	6701	9.73	3.98	-15.14	1.09	5.98	-42.17	-2.79	2.08	11.16	1.49
29	2000/9/30	日本郵船	9101	5.82	2.96	5.01	6.16	13.23	5.86	4.70	10.77	18.15	18.35
30	2000/11/9	住友工業	5110	5.67	6.36	5.30	5.09	5.14	-6.63	7.88	12.35	14.98	15.04
31	2000/12/28	日本橋製菓	8202	0.35	0.86	-2.12	9.68	16.30	-1.00	-1.82	1.84	3.74	3.60
32	2000/12/27	東京急行電鉄	9005	12.90	0.89	-13.41	1.00	-19.12	8.06	2.22	-7.89	20.48	18.91
33	2001/1/29	JFE	9766	12.52	11.58	31.16	19.74	9.32	-24.62	20.88	10.08	17.06	9.58
34	2001/2/16	KOA	6999	16.25	6.44	10.10	14.60	-3.88	0.47	4.58	4.95	6.73	10.62
35	2001/2/28	コナ	7943	9.43	3.28	4.84	6.18	4.11	3.23	7.03	7.39	6.56	5.70
36	2001/3/12	カネカケイ	8879	6.73	6.90	5.66	3.65	0.90	4.40	5.68	5.15	4.29	3.57
37	2001/3/13	富士重工業	7270	19.28	18.27	15.42	8.03	8.04	8.29	8.94	3.94	3.33	5.65
38	2001/4/24	江崎自動車	7203	7.77	5.84	6.27	6.78	8.53	12.78	14.86	13.60	14.00	14.68
39	2001/5/30	西濃運輸	9076	2.47	1.36	1.38	-8.72	7.68	5.85	5.25	5.13	-2.96	3.11
40	2001/7/3	JFE	6969	5.06	2.90	5.63	4.03	3.75	7.92	6.69	10.69	12.50	13.45
41	2001/7/12	カネカケイ	5331	4.71	0.32	3.55	4.05	2.07	0.66	4.89	6.11	7.07	7.45
42	2001/9/7	阪急電鉄	9042	2.23	2.80	5.43	6.62	1.60	-34.54	1.30	9.93	7.94	9.38
43	2001/9/28	神戸製鋼所	5406	-1.33	-11.23	-17.74	2.43	-10.48	0.60	7.08	14.46	18.60	19.55
44	2001/11/1	松下電工	6991	6.43	3.10	2.65	5.91	3.51	1.27	3.70	1.32	5.63	6.49
45	2001/11/23	JFE	8267	3.31	5.16	4.16	5.84	-4.12	12.64	12.22	11.17	4.42	7.26
46	2001/12/3	王子製紙	3861	2.42	-2.75	1.27	2.91	-4.11	2.86	6.96	9.01	4.13	3.27
47	2001/12/5	王子製紙	3861	2.42	-2.75	1.27	2.91	-4.11	2.86	6.96	9.01	4.13	3.27
48	2002/1/16	太平洋セメント	8233	-7.63	0.90	-15.77	-10.28	2.98	7.69	6.28	3.60	8.68	7.03
49	2002/2/12	横河パルパ	5911	0.44	-2.60	4.35	-0.48	2.68	1.69	-0.73	-7.85	-0.59	0.55
50	2002/2/23	日本郵船	9101	5.01	6.16	13.23	5.86	4.70	10.77	18.15	18.35	10.55	17.83
51	2002/2/28	江崎自動車	7203	5.84	6.27	6.78	8.53	12.78	14.86	13.60	14.00	14.68	14.49
52	2002/4/19	電気化学工業	4061	-0.79	9.36	6.17	-2.13	4.89	9.72	11.06	11.10	10.31	4.23
53	2002/4/19	日立製作所	6901	-10.96	0.57	3.57	-18.73	1.34	0.79	2.30	1.55	-1.33	-2.52
54	2002/4/25	東京急行電鉄	9005	-13.41	1.00	-19.12	8.06	2.22	-7.89	20.48	18.91	20.00	13.39
55	2002/4/26	豊田自動機	6201	3.43	4.43	3.57	2.98	2.71	3.83	4.07	3.45	3.54	5.11
56	2002/5/15	横河電機	6841	-2.54	3.34	13.46	-12.52	-17.44	16.64	5.70	10.96	5.48	5.13
57	2002/5/17	京セラ	6971	3.67	6.42	24.12	3.10	4.03	6.32	3.95	5.66	7.60	7.23
58	2002/5/21	大同特殊鋼	5471	-2.27	1.52	1.99	1.31	-8.03	3.27	8.22	13.30	10.85	7.55
59	2002/5/23	カネカ	6362	-0.69	2.46	2.11	-1.99	1.81	4.70	7.30	11.64	13.86	10.46
60	2002/6/4	JFE	8273	0.45	1.93	4.67	6.62	7.42	10.81	11.30	13.31	13.99	13.81
61	2002/6/27	帝人	3401	2.67	2.38	5.18	0.31	-7.11	2.95	3.13	7.90	9.66	3.33
62	2002/7/9	日本IBM	2282	4.68	6.67	10.60	7.04	1.75	4.18	4.46	0.34	3.86	0.53
63	2002/7/22	富士写真フイルム	4901	4.96	5.61	7.37	4.90	2.88	4.80	4.70	1.94	1.75	5.36
64	2002/8/6	ケーヨー	8168	1.54	-4.43	4.18	3.72	4.80	0.49	-7.07	-35.58	10.22	11.47
65	2002/8/28	川崎重工業	7012	-3.00	-9.95	-6.09	3.79	7.61	3.47	5.86	7.50	11.28	11.64
66	2002/9/12	GSK	9737	-19.39	-5.97	-22.54	15.81	11.80	19.79	23.38	18.36	4.77	0.73
67	2002/9/21	昭文社	9475	6.59	5.67	0.35	0.11	3.40	2.08	2.64	3.03	0.92	-3.72
68	2002/10/23	石川島播磨重工業	7013	2.78	-42.29	5.06	2.85	-5.39	-23.76	1.43	3.27	-2.41	11.66
69	2002/10/28	JFE	8218	10.69	10.81	10.09	11.22	10.03	10.48	10.42	10.53	10.28	8.67
70	2002/11/26	トヨタシステム	9715	1.83	2.64	5.59	-24.48	-17.39	1.84	8.72	11.55	13.29	-6.58
71	2002/11/29	三菱電機	6503	-7.64	4.02	18.22	-12.78	-2.53	9.00	10.77	11.51	12.30	15.11
72	2002/12/4	住友重機工業	6302	-16.19	-9.18	-60.31	2.81	3.04	15.95	18.11	19.51	20.06	19.46
73	2002/12/18	三菱ガス化学	4182	3.98	2.42	4.19	-2.42	-0.28	6.20	12.17	14.50	14.97	13.72
74	2002/12/20	オウチン西山	8016	2.80	4.05	2.60	2.02	3.79	6.74	6.14	6.46	5.61	6.13
75	2002/12/27	関西電力	9503	4.18	3.93	8.27	9.15	5.14	5.56	4.25	9.38	8.09	4.69
		平均		2.56	-1.14	-1.24	-0.67	1.09	-0.17	-2.60	3.14	4.70	9.09

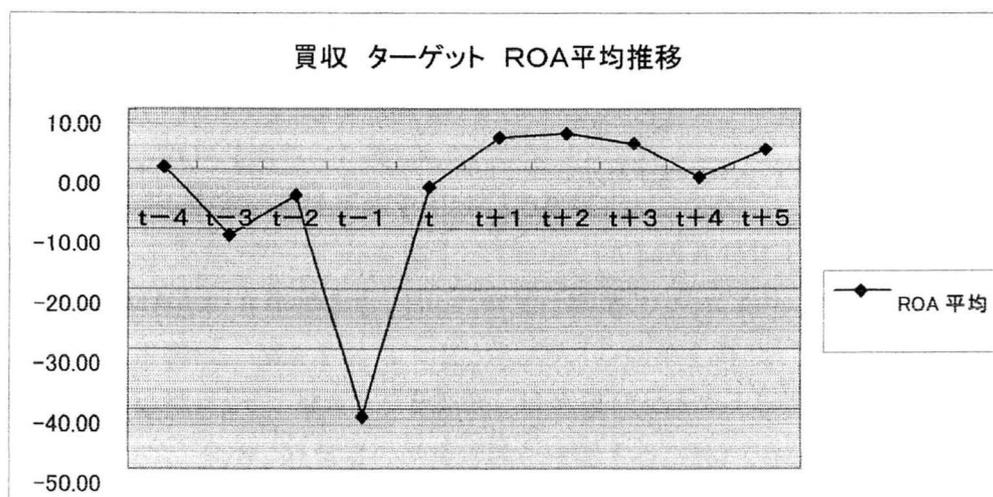
図表 6-25 買収 買い手企業 ROA



図表 6-26 買収 ターゲット企業の ROA 推移

	イベント日	買収 ターゲット企業	証券コード	t-4	t-3	t-2	t-1	t	t+1	t+2	t+3	t+4	t+5
1	1998/8/28	東芝テック	6588	-7.24	-1.59	4.40	8.31	7.40	3.43	-6.11	-4.49	3.48	6.92
2	1998/8/29	パナソニック	7262	1.18	7.03	16.80	6.56	2.28	8.42	8.98	4.94	7.95	8.45
3	1999/1/22	日本化成	4007	4.26	3.80	-1.85	-95.65	-16.52	7.48	-8.68	5.99	2.72	-3.79
4	1999/2/27	パナソニック	9232	-1.41	-0.85	0.45	-243.3	13.33	0.12	-3.89	-11.57	-52.12	1.69
5	2000/4/7	日本高周波銅業	5476	-1.98	-3.83	-27.31	-45.42	1.03	1.60	0.64	0.33	2.16	7.99
6	2000/8/26	日通工業	6705	1.67	-7.65	-7.13	2.87	-4.17	-3.00	-0.26	0.52	2.74	3.60
7	2000/9/30	小松建設工業	1865	1.16	-57.79	2.09	0.75	-19.43	55.37	41.10	31.98	5.49	5.76
8	2001/4/24	日野自動車	7205	1.16	-29.74	-20.63	-13.87	6.33	2.76	17.04	7.74	11.17	7.08
9	2001/9/26	トヨタ	6759	5.45	-7.41	-6.56	6.81	-16.17	-29.66	4.65	3.40	3.66	-7.26
		平均		0.47	-10.89	-4.42	-41.44	-2.86	5.17	5.94	4.32	-1.42	3.38

図表 6-27 買収 ターゲット企業 ROA



5. むすび

本章の目的は、M&A が株主価値にあたえる長期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を実証することであった。M&A が株主価値におよぼす長期的な効果を測定することができるパフォーマンス・スタディでは、財務諸表から得られる ROA や ROE、キャッシュフローなどの財務指標をもちいて、間接的に株主価値が測定される。これら伝統的な財務分析は、一般的な財務分析の視点から適切なものといえる。しかしながら、株主価値を直接測定できる評価モデルを使用すれば、より正確に M&A が株主価値におよぼす影響を測定することが可能となる。

第 2 節のリサーチ・デザインでは、M&A における長期的な株主価値の推移を直接測定できる評価モデルを検討した結果、過去の財務データから比較的正確に株主価値の評価が可能である株価倍率を使用することにした。株価倍率でもっとも一般的に使用される指標は、株価で一株あたりの純資産額を割る PBR であることから、本研究では株価倍率として PBR をもちいている。また、比較基準とするベンチマークとして、東京証券取引所が公表している[東証 PBR 長期データ]に記載された市場第一部平均 PBR を取りあげた。サンプルは、1998 年 4 月 1 日から 2008 年 3 月 31 日までの対象となる M&A のデータから、合併の買い手企業 38 社、買収における買い手企業 78 社とターゲット企業 8 社、合計 124 社を対象とした。

最初の検証は、10 年間におよぼそれぞれの全社平均 PBR を分析することである。M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方がプラスであれば、シナジー理論を確認できる。他方、M&A 後における買い手企業の PBR がターゲット企業よりも低い場合は、経営者の傲慢理論が確認されることになる。ふたつ目の検証では、平均 PBR とベンチマークを比較検討することにした。1998 年度から 2007 年度における、それぞれ年度別の PBR 平均と東京証券取引所[東証 PBR 長期データ]の年度別平均を比較する。その結果、M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方がベンチマークとする年度ごとの平均よりプラスであれば、シナジー理論を確認することができる。他方、M&A 後における買い手企業の PBR がターゲット企業よりも低ければ、経営者の傲慢理論をみいだすことができる。なお、参考として伝統的な評価モデルである、ROA をもちいた検証もおこなうことにした。

第 3 節においては、全社平均 PBR による検証をおこなった。その結果、合併および買収における買い手企業、ターゲット企業すべてにおいて M&A 後に PBR が上昇することがわかった。とくに M&A の 3 年後から PBR の増加は顕著となっており、M&A が長期間の株主価値にあたえる影響は、M&A の 3 年後からプラスの効果を得られることが明らかとなった。全社平均 PBR の視点から、M&A が長期的に株主価値にあたえる効果にシナジー理論をみいだすことができた。他方、経営者の傲慢理論を確認することはできない。

第 4 節では、年度別の平均 PBR とベンチマークの比較分析をおこなった。しかしながら、1998 年度から 2002 年度にわたる PBR の推移を年度別に分析する場合、買収のターゲット

企業のサンプル数が著しく少なくなってしまう。そのため、年度ごとの買収におけるターゲット企業を分析することはできなかった。また、合併におけるターゲット企業も対象企業がすべて消滅しているため検証不能である。したがって、買い手企業とターゲット企業の平均 PBR がベンチマークよりも高いことによるシナジー理論の検証、買い手企業からターゲット企業へ価値が移転する経営者の傲慢理論の両方ともに検証することは困難となった。

ただし、合併と買収における買い手企業の平均 PBR とベンチマークの比較検討をおこなうことは可能であり、平均 PBR がベンチマークと比較してどのような傾向となっているのか、買い手企業の観点からのみでも検証する価値はある。本節では 10 年間にわたる PBR の動向について、平均 PBR とベンチマークの差異比較に着目して検証をおこなった。

その結果、合併においては M&A の 4 年後から 5 年後にかけて、平均 PBR はベンチマークを上回っていた。とくに 4 年後からの差異は明らかであり、M&A の 4 年後以降に PBR にたいする強いプラスの影響をみいだすことができる。このように合併による M&A は、長期的に株主価値へプラスの効果をあたえることがわかった。

買収の結果はベンチマークを上回っているものの、M&A の 4 年前から M&A の実施年度にかけて PBR は下降し、その後も M&A の 2 年後あたりまで下がり続けていた。しかしながら、M&A の 2 年後から 3 年後にかけて買収の平均 PBR は急上昇し、買収の場合においても M&A が株主価値におよぼす顕著なプラスの影響をみいだすことができた。

これらのことから、M&A は合併および買収においても長期的に株主価値を高め、さらに結果としてベンチマークである東証平均よりも高い PBR をもたらすことがわかった。本節は買い手企業のみを対象とした検証ではあるが、M&A 後にベンチマークよりも高い PBR を示したデータが得られたことは、M&A が株主価値にたいしてプラスの効果をあたえること、すなわち M&A が経済的なシナジー効果を創出していることを示唆する重要な結果である。

ROA の実証では、合併における買い手企業は、M&A がおこなわれた年度から ROA は大きく上昇していた。他方、買収の買い手企業は M&A の 3 年後から急激に増加することがわかった。買収のターゲット企業でも、M&A 後はプラスの ROA に転じている。このように、本節の実証では、ROA においてもシナジー理論を確認することができた。他方、経営者の傲慢理論をみいだすことはできない。

本章におけるすべての実証結果を図表 6-28 で一覧すると、M&A が株主価値にあたえる長期的な影響は、買い手企業およびターゲット企業ともにプラスの経済効果であることは明らかである。したがって、M&A が長期間にわたり株主価値にあたえる効果を測定した結果、M&A のシナジー理論が確認された。他方、経営者の傲慢理論を認めることはできない。

図表 6-28 M&A の長期的経済効果における実証結果一覧

No	実証研究	M&Aの経済効果	測定期間	N	形態	シナジー理論	経営者の傲慢理論
1	パフォーマンス・スタディ: 全体平均PBR	長期間	1998/4/1-2008/3/31	38	合併	○	×
				66	買収	○	×
2	パフォーマンス・スタディ: 年度別平均PBRとベンチマークの比較	長期間	1998/4/1-2008/3/31	38	合併	-	-
				78	買収	-	-
3	パフォーマンス・スタディ: ROA	長期間	1998/4/1-2008/3/31	37	合併	○	×
				75	買収	○	×
				合計		○4・△0・×0	○0・△0・×4

○…… 仮説が認められる
 △…… 若干の仮説が認められる
 ×…… 仮説は認められない
 -…… 実証不能

注

- 1 評価モデルの分析結果により $S_i = \lambda_i + \mu_i$ が求められ、 S_i はふたつの企業が併合したシナジー効果によって得られた利益、 λ_i は期待キャッシュフロー (ECF) から得られた利益、 μ_i は要求利益から得られた利益となる。
- 2 この研究ではキャッシュフロー収益を、売上高-売上原価-一般経費および販売管理費+減価償却費+のれん償却費と定義している。
- 3 $gbvet$ は、 $t-1$ 年度から t 年度までの株主資本簿価の成長率、 $BVE_t - BVE_{t-1} / BVE_{t-1}$ に等しい。
- 4 株価純資産倍率(Price Book-value Ratio)は、各社の t 年度の決算期末日の株価をもちいて、 $PBR = \text{前期末 1 株当たり純資産} / \text{決算月末日株価}$ で算出している。また、1株当たり純資産は、資本合計 / 連結発行株式数(自己株式除く)である。
- 5 本来は東京証券取引所市場第一部に所属する企業においても、そのなかで規模と業種を明確に区分することが望ましいが、詳細まで区分をおこなう場合は区分ごとに振り分けられた企業サンプル数が少なくなり偏りも生じてしまうため、東京取引証券所市場第一部所属企業という区分のみで分類した。
- 6 東京証券取引所が公表している「東証 PBR 長期データ」では、連結決算にもとづく平均 PBR は連結決算制度が導入された 1999 年度からしか公表されていないことから、それ以前の 1994 年度から 1998 年度の平均値は単独決算にもとづく平均 PBR をもちいている。矢内 (2006)「単独決算情報との比較による連結決算情報の企業価値関連性の検証」では、新連結財務諸表原則の施行後に単独決算に比べて連結決算情報の有益性が高まったか否か、また単独決算情報と連結決算情報どちらが企業価値と関連性が強いのかについて、Ohlson モデルをもちいて実証研究をおこなっている。その結果、1996 年度以降はそれ以前にたいして

連結決算情報と企業価値の関連性は高まっているが、単独決算情報と比較したときの連結決算情報の企業価値関連性は、新原則施行前と比べて顕著に拡大していないことが明らかにされている。つまり、決算情報と企業価値すなわち株主価値の関連性という観点からみた場合、単独決算情報と連結決算情報の牽連性には特段の優劣は無いといえる。本研究ではデータ不足を補うという視点だけではなく、単独決算情報も株主価値を反映しているという先行研究も鑑み、1999年度以前の平均PBRには単独決算のデータをもちいることにした。

⁷ レコフ『MARR』, 1998年-2008年各月号のデータをもちいた。

⁸ 東京証券取引所に登録されている証券コードをもとに、対象期間に存続しているか否かを判定した。対象企業が上場廃止後に企業として存続している場合でも、証券コードが廃止された時点で本研究上では対象外とみなしている。また、対象期間内で複数回にわたりM&Aをおこなっている企業の場合、その年度内で複数回おこなわれている場合は合併、買収のカテゴリのなかで1社とカウントし、異なる年度でその企業があらわれている場合には別途その年度の1社としてカウントしている。つまり、対象企業は年度ごとに証券コードをもとにすべてを判定しているのである。なお、データはすべて連結決算をもちいており、異常値はt年度データに3σを基準として、異常に該当するデータを削除している。

⁹ 各年度のサンプルはt年度が1998年度は合併の買い手企業7社、買収の買い手企業7社。t年度が1999年度の場合は合併の買い手企業13社、買収の買い手企業12社。t年度が2000年度では合併の買い手企業7社、買収の買い手企業14社。t年度が2001年度の場合は合併の買い手企業4社、買収の買い手企業16社。t年度が2002年度では合併の買い手企業7社、買収の買い手企業16社である。

¹⁰ ROA分析の期間は1998年4月1日から2008年3月31日まで、対象企業は東京取引証券所市場第一部に上場している企業で、サンプル数は合併の買い手企業37社、買収の買い手企業75社、買収のターゲット企業は9社となった。その他の条件はPBR分析の場合と同様である。なお、ROAは当期純利益/(期首資産合計+期末資産合計)/2×100で算出している。

第7章 本論文の要約, 本研究の限界および今後の研究課題

1. はじめに

本章の目的は本論文の要約をおこない、そのうえで本研究における発見事項をまとめることである。また、本研究の限界および今後の研究について、課題と展望を述べる。

2. 本論文の要約

本研究の目的は、M&A の経済的シナジー効果を実証することである。M&A の経済的シナジー効果の検証は、M&A が株主価値へあたえる影響を測定することで可能となり、株主価値はいくつかの評価モデルにより測定される。株主価値の測定結果は、M&A には経済的シナジー効果があるとするシナジー理論と、M&A は買い手企業からターゲット企業へ価値が移転するだけとする経営者の傲慢理論によって検証される。

第2章では、M&A の理論を考察し、対立するシナジー理論と経営者の傲慢理論における争点を明らかにすることを目的とした。

M&A におけるシナジー理論は、Jensen and Ruback(1983) [Jensen and Ruback(1983), p.47]など多くの実証研究により明らかにされており、シナジー理論は M&A の動機のもっとも主要な概念として確立されていた。

他方、M&A にシナジー効果はないとする Roll(1986) [Roll(1986), pp.212-213]の経営者の傲慢理論を考察した。Roll(1986)は M&A において買い手企業の CAR がターゲット企業に比べて低い現象について、市場の非効率性により買い手企業の経営者が自信過剰となり、買い手企業の価値がプレミアムとしてターゲット企業に移転してしまうと論じている。

また、シナジー理論と経営者の傲慢理論の間に存在する対立点を明らかにし、主要な争点をまとめた。しかしながら、シナジー理論を支持する先行研究、他方で経営者の傲慢理論を支持する先行研究の実証方法について、いくつかの不足事項をみいだした¹。十分ではない先行研究にたいして理論上の検討をおこなったとしても、良い結論を得られることはない。したがって、M&A における理論上の争点を検証するためには、より客観的な視点から検証が不可欠である。本研究では、この点に留意し検証を進めていくことにした。

第3章の目的は、M&A が株主価値へあたえる短期的な効果を測定するための評価モデルと、測定結果を検証するための理論を把握することであった。M&A の短期的な効果を概観するために、M&A の情報開示が短期的に株価効果にあたえる影響を測定した、主要な先行研究のレビューをおこなった。

イベント・スタディによって実証された株価効果について、米国および国内の先行研究を取りあげ日米の株価効果の全体的な傾向を考察した。先行研究で Jensen and Ruback(1983) らが指摘しているように、米国の M&A における買い手企業の CAR はほとんどゼロだが、ターゲット企業の CAR は買い手企業に比べてはるかに高い株価効果を得ていた[Jensen and Ruback(1983), pp10-23]。他方、国内では 1970 年代から 1999 年までの買い手企業およびターゲット企業において顕著な CAR は認められず、双方の CAR を合計しても顕著なプラスはない[Pettway and Yamada(1986), pp46-47, pp50-51]。しかしながら、1999 年以降の M&A においては、とくにターゲット企業の CAR が増加しており、1999 年の M&A 取引にかんする規制緩和が株価効果の向上に影響をあたえていることが松尾・山本(2006)により明らかにされた[松尾・山本(2006), pp.24-32]。

つぎに、M&A の形態として大別される合併と買収に着目し、それぞれの株価効果の傾向を検証している先行研究をレビューした。しかしながら、ひとつの研究のなかで合併と買収の双方から同時に比較検証している先行研究はほとんど存在していない。そのなかで稀有な先行研究といえる薄井(2001)と松尾・山本(2006)をレビューした結果、合併の場合は買い手企業の方が高い CAR を獲得し、他方で買収ではターゲット企業が高い CAR を得ていることが確認された。すなわち、合併と買収という M&A の形態によって、株価効果の結果が大きく相違していた。これは、本研究のひとつの成果である[薄井(2001), pp.85-89] , [松尾・山本(2006), pp.20-22]。これらのことから、合併と買収を区分して株価効果を比較検証することは、シナジー理論と経営者の傲慢理論の特徴を観察するうえでも重要な要因であることがわかった。

また、M&A にシナジー理論はなく、買い手企業の価値がターゲット企業へプレミアムとして移転してしまうとする、経営者の傲慢理論に関する先行研究をレビューした。経営者の傲慢理論を、合併・買収プレミアムをもちいた価値移転仮説により検証した先行研究をレビューすることにより、経営者の傲慢理論の実態を把握するよう試みた。その結果、井上・加藤(2006)、森・劉(2008)において、合併・買収プレミアムにより買い手企業の価値がターゲット企業へ移転していることを確認した[井上・加藤(2006), 145-149 ページ], [森・劉(2008), 123-126 ページ]。しかしながら、これらの研究では合併と買収の双方からの比較検証はなされていない。合併と買収それぞれのプレミアムは、どのような傾向になっているのか。経営者の傲慢理論の実証のためには、合併と買収のプレミアムを同時に比較検証することが重要である。

第 4 章においては、M&A が株主価値にあたえる短期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論を検証した。

対象期間およびサンプル企業は、1998 年 4 月 1 日から 2008 年 3 月 31 日の間に東京証券取引所市場一部の企業間でおこなわれた M&A、合併においては買い手企業 65 社、ターゲット企業 65 社、買収では買い手企業 84 社、ターゲット企業 84 社、合計 298 社とした。分析方法は CAR、便益と加重 CAR、合併・買収プレミアムによる株主価値の測定であり、これ

ら3つをもちいてシナジー理論と経営者の傲慢理論を実証した。

CARにおける合併の検証では、シナジー理論と経営者の傲慢理論、両方とも確認することはできなかった。他方、買収においては若干のシナジー理論と強い経営者の傲慢理論が確認された。

加重CARによる合併の検証においては、シナジー理論は認められたが、経営者の傲慢理論をみいだすことはできなかった。他方、加重CARによる買収の検証では、シナジー理論を確認することはできないが、強い経営者の傲慢理論を認めることができた。

高合併プレミアムによる検証では、シナジー理論も経営者の傲慢理論も確認することはできなかった。低合併プレミアムの場合は、若干シナジー理論とわずかな経営者の傲慢理論をみいだすことができた。他方、高買収プレミアムにおいては、シナジー理論と経営者の傲慢理論の両方を確認することができた。

これらの3つの実証結果から、M&Aが短期的に株主価値にあたえる効果において、シナジー理論と経営者の傲慢理論はいずれか一方の効果が肯定され、他方が否定されるものではないことが明らかにされた。どちらの理論も、M&Aが短期的に株主価値にあたえる効果の特徴的要因といえる。ただし、経営者の傲慢理論は、買収の場合にのみ認められる効果であった。

第5章の目的は、M&Aが株主価値にあたえる長期的な効果の視点から、シナジー理論および経営者の傲慢理論の傾向を把握することである。M&Aの長期的な効果を概観するために、M&Aが長期的に株主価値へおよぼす影響を測定した、主要な先行研究をレビューした。

M&Aが長期的に株主価値へあたえる影響を測定するために、ROAやROEなど伝統的な財務指標をもちいている主要なパフォーマンス・スタディをレビューした。Ravenscraft and Scherer(1987)やYeh and Hoshino(2002)は、M&A後にROAが低下することを明らかにしている[Ravenscraft and Scherer(1987), pp.151-154], [Yeh and Hoshino(2002), pp.354-356]。

つぎに、M&Aは将来期待されるキャッシュフローを生み出す活動であるという仮定のもと、M&A後のキャッシュフローに着目したパフォーマンス・スタディをレビューした。

Healy, Palepu, Ruback(1992)は、M&Aがキャッシュフローの改善に貢献していることを確認した[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.164-165]。しかしながら、Ghosh(2001)の検証では、キャッシュフローが買収前よりも買収後のキャッシュフローが改善されるという根拠をみいだしてはいない[Ghosh(2001), p.176]。

また、パフォーマンス・スタディとイベント・スタディとの関連性を検証している先行研究を取りあげた。Healy et al.(1992)は、M&A後のキャッシュフローとCARとの相関性の有意性を明らかにしている[Healy, Palepu, Ruback(1992), pp.161-163]。他方、薄井(2001)ではCARは買い手企業の財務指標とは有意に関連しているが、ターゲット企業においては相関

性が低いことを明らかにしている[薄井(2001), 105-107ページ]。

これら先行研究のレビューから、M&A が長期的に株主価値におよぼす効果の研究は、ROA および ROE など伝統的な財務指標による財務分析、M&A 前後のキャッシュフロー分析、キャッシュフローと *CAR* のクロスセクション分析に区分されることが明らかにされた。

しかしながら、先行研究では使用する評価モデルと取りあげる指標により、検証結果に違いが生じている。M&A が長期的に株主価値におよぼす影響を測定するという視点から、従前の評価モデルで十分な検証をすることができるのか否かについて、慎重な検討が必要である。

第 6 章では、M&A が株主価値にあたる長期的な影響を測定し、M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論の効果を検証した。M&A の長期的な影響は、M&A が企業の業績におよぼす影響を、数年間にわたり測定することで可能となる。

一般的なパフォーマンス・スタディでは、財務諸表から得られる ROA や ROE などの経営指標をもちいて収益性、安全性、成長性などを測定する伝統的な経営分析がおこなわれていた。しかしながら、ROA や ROE をもちいて間接的に株主価値を測定せず、株主価値を直接測定できる評価モデルを使用できれば、より正確に M&A が株主価値におよぼす影響を測定することが可能となる。

本章では、株主価値を直接測定することが可能な評価モデルのなかから、株価倍率の PBR をもちいて、M&A が長期的に株主価値へあたる効果を検証した。サンプルは第 4 章のイベント・スタディと同じく、1998 年から 2008 年の間に東京証券取引所市場第一部に登録している企業間で取引された、すべての合併と買収を対象とした。そのうえで、合併と買収それぞれ 10 年間の平均 PBR の推移、年度別平均 PBR とベンチマークとする年度別東証平均 PBR の比較検討、さらに参考として従前の評価モデルである ROA をもちいた 3 つの実証研究をおこなった。10 年間におよぶそれぞれの全社平均 PBR を分析し、M&A 後の買い手企業とターゲット企業の両方がプラスであればシナジー理論を確認できる。他方、M&A 後における買い手企業の PBR がターゲット企業よりも低い場合には、経営者の傲慢理論が確認されることになる。

全社平均 PBR による検証の結果、合併および買収における買い手企業、ターゲット企業すべてにおいて、M&A 後に PBR が上昇することがわかった。M&A が長期間の株主価値にあたる影響は、とくに M&A の 3 年後からプラスの効果を得られることが明らかとなった。全社平均 PBR の視点から、M&A が長期的に株主価値にあたる効果にシナジー理論をみいだした。他方、経営者の傲慢理論を確認することはできない。

つぎに、年度別の平均 PBR とベンチマークの比較分析をおこなったが、1998 年度から 2002 年度にわたる PBR の推移を年度別に分析する場合、買収のターゲット企業のサンプル数が著しく少なくなってしまう。そのため、年度ごとの買収におけるターゲット企業を分析することはできない。ただし、合併と買収における買い手企業の平均 PBR とベンチマークの比較

検討をおこなうことは可能であり、平均 PBR がベンチマークと比較してどのような傾向となっているのか、買い手企業の観点からのみでも検証する価値はある。この節では 10 年間にわたる PBR の動向について、平均 PBR とベンチマークの差異比較に着目して検証をおこなうことにした。

その結果、合併においては M&A の 4 年後から 5 年後にかけて、平均 PBR はベンチマークを上回っていた。とくに M&A の 4 年後以降に PBR にたいする強いプラスの影響をみいだすことができる。このように合併による M&A は、長期的に株主価値へプラスの効果をあたえている。買収の結果は、M&A の 2 年後から 3 年後にかけて買収の平均 PBR は急上昇し、買収の場合においても M&A は株主価値に顕著なプラスの影響をおよぼしていた。

これらのことから、M&A は合併および買収においても長期的にわたり株主価値を高め、結果としてベンチマークである東証平均よりも高い PBR をもたらすことがわかった。この節は買い手企業のみを対象とした検証ではあるが、M&A 後にベンチマークよりも高い PBR を示したデータが得られたことは、M&A が株主価値にたいしてプラスの効果をあたえること、すなわち M&A が経済的なシナジー効果を創出していることを示唆する重要な結果である。

ROA の実証では、合併における買い手企業は、M&A がおこなわれた年度から ROA は大きく上昇していた。他方、買収の買い手企業は M&A の 3 年後から急激に増加することがわかった。買収のターゲット企業でも、M&A 後はプラスの ROA に転じている。このように、本節の実証では、ROA においてもシナジー理論を確認することができた。他方、経営者の傲慢理論をみいだすことはできない。

これらの 3 つの実証結果から、M&A が長期的に株主価値にあたえる効果においては、M&A のシナジー理論を強くみいだすことができた。他方、経営者の傲慢理論を認めることはできない。

3. 本研究の発見事項

本節の目的は本研究で得ることができた発見事項をまとめ、その成果を概観することである。

まず第 2 章では、M&A の動機と理論について考察した。M&A の動機とその理論を概観するなかで、シナジー理論から派生するいくつかの動機を図表 2-2 に系統的に分類することができた。また、長年にわたるシナジー理論と経営者の傲慢理論の理論上における対立点を、図表 2-1 にまとめた。従前の研究ではあまり注目されていない M&A の理論に着目し、分類と図表化により M&A の理論を体系化できたことは、本研究の大きな成果である。

第 3 章と第 5 章では、M&A のシナジー効果を検証するためにイベント・スタディとパフォーマンス・スタディの主要な先行研究をレビューした。ほとんどの先行研究は合併もしくは買収、

買い手企業かターゲット企業，イベント・スタディまたはパフォーマンス・スタディによる一方向のからの検証であり，多角的な観点からの実証がなされていないことをみいだした。

M&Aの短期および長期にわたる株主価値への影響を測定するために，第4章ではCARなどによるイベント・スタディ，第6章においてはPBRをもちいたパフォーマンス・スタディの実証研究をおこなった。検証結果は，以下の図表7-1にまとめられる。

図表 7-1 イベント・スタディとパフォーマンス・スタディの実証結果

No	実証研究	M&Aの経済効果	測定期間	N	形態	シナジー理論	経営者の傲慢理論
1	イベント・スタディ: CAR	短期間	1998/4/1-2008/3/31	130	合併	×	×
				168	買収	△	○
2	イベント・スタディ: 加重CAR	短期間	1998/4/1-2008/3/31	104	合併	○	×
				152	買収	×	○
3	イベント・スタディ: 合併プレミアム	短期間	1998/4/1-2008/3/31	40	高プレミアム	×	×
				25	低プレミアム	△	△
	イベント・スタディ: 買収プレミアム	短期間	1998/4/1-2008/3/31	13	高プレミアム	○	○
				9	低プレミアム	-	-
4	パフォーマンス・スタディ: 全体平均PBR	長期間	1998/4/1-2008/3/31	38	合併	○	×
				86	買収	○	×
5	パフォーマンス・スタディ: 年度別平均PBRとベンチマークの比較	長期間	1998/4/1-2008/3/31	38	合併	-	-
				78	買収	-	-
6	パフォーマンス・スタディ: ROA	長期間	1998/4/1-2008/3/31	37	合併	○	×
				75	買収	○	×
				合計		○6・△2・×3	○3・△1・×7

○……仮説が認められる
△……若干の仮説が認められる
×……仮説は認められない
-……実証不能

*ただし，上記5の実証研究では，買い手企業のみ分析ではあるが，M&A後のPBRはベンチマークとした東証平均PBRより高い数値を示す重要な結果が得られている。

出所:本章から筆者作成。

図表 7-1 から、M&A が短期間に株主価値へおよぼす影響を測定した 1 から 3 の検証結果をみると、シナジー理論が確認できる項目はほとんどない。シナジー理論が十分に実証できるのは加重 *CAR* による合併の分析と、買収プレミアムの高プレミアムの 2 つだけである。他方、経営者の傲慢理論は買収を検証した項目でのみ実証されている。

したがって、M&A が短期間に株主価値へおよぼす影響において、シナジー理論はほとんど認められないが、買収においては経営者の傲慢理論をみいだすことができる。また、特筆すべき発見事項は、M&A の短期における株価効果では、経営者の傲慢理論が買収の場合でのみ効果が確認されていることである²。

つぎに、M&A が長期間にわたり株主価値へあたえる影響を測定した 4 から 6 の検証結果をみてみると、実証不可の項目を除き、すべての結果でシナジー理論を確認することができる。他方、経営者の傲慢理論はひとつの項目でも効果が認められないことから、長期においては買い手企業からターゲット企業へ価値の移転はないことがわかる。

このように、本研究では検証の観測期間内において、強いシナジー理論が実証されている。これらの実証結果から、M&A に経済的シナジー効果があることは明らかである。

しかしながら、この結果により経営者の傲慢理論が否定されるものではない。経営者の傲慢理論は、M&A の短期的効果のなかで実証されている³。すなわち、従前から M&A の理論上の争点であったシナジー理論と経営者の傲慢理論の対立は、いずれか一方が肯定または否定されるものではなく、M&A の特徴として双方ともに認められる理論なのである。

本研究のように、M&A の経済的シナジー効果の検証について、シナジー理論と経営者の傲慢理論からアプローチした研究は稀有である⁴。その意味でも、本研究の含意は大きい。

4. 本研究の限界と今後の研究課題

本研究の目的は、M&A の経済的シナジー効果を明らかにすることであった。M&A の経済的シナジー効果について、多角的な観点から実証研究をおこない一定の成果をみいだすことができたが、研究における限界点は多い。

まず、パフォーマンス・スタディにおいて経営者の傲慢理論を測定しきれないことが課題といえる。イベント・スタディでは合併・買収プレミアムの評価モデルをもちいて、買収における経営者の傲慢理論をみいだすことができた。しかしながら財務指標をもちいたパフォーマンス・スタディの先行研究には、経営者の傲慢理論を測定および評価するモデルは十分に示されていない。財務指標をもちいるパフォーマンス・スタディにおいて、経営者の傲慢理論を測定できる一般的な評価モデルを構築することは今後の大きな課題といえる。

また、本研究のサンプルは東京証券取引所市場第一部に登録している企業間の M&A 事例のみを取りあげているため、他の証券取引所もしくは非上場企業の M&A における傾向を

測定することはできない。同じ証券取引所における取引を分析したことにより、一定の偏倚は除去されるが、その反面で対象サンプル数は豊富ではない。また CAR によるイベント・スタディは主に短期間における株主価値の測定手法としてもちいられており、M&A が長期間にわたり株主価値にあたる影響を評価するには限界がある。他方で PBR によるパフォーマンス・スタディをもちいて長期間にわたる測定をおこなったが、10年間という期間に対象とした存続企業が少なく年度別に分類した実証においてそのサンプル数は満足なものとはいえない。これらの限界を凌駕するためには今後も本研究を継続し、さらなる長期間における適切なデータ・ベースを構築していくことが必要である⁵。

本研究では、M&A の経済的シナジー効果を明らかにするために、株主価値の測定によるシナジー理論と経営者の傲慢理論の実証をおこなった。その結果、M&A は経済的シナジー効果をとまなう経営戦略であることが明らかにされた。しかしながら、その検証結果にたいする原因を分析できていないことは限界点である。なぜ短期的効果における合併ではシナジー理論はなく、なぜ買収のみに経営者の傲慢理論が生じるのか。これらの原因の特定は本研究の本筋から外れるため検証はしていないが、次の研究で活かすべきものである。

本研究領域における今後の課題は、株価効果および財務効果による両面からの実証研究を普遍化していくことである。本研究で指摘したように、多くの先行研究は合併と買収、買い手企業とターゲット企業、イベント・スタディとパフォーマンス・スタディ、いずれか一方からの検証となっている。一方向からの検証だけでは、M&A の経済効果を考察することは困難である。

また、M&A の経済的シナジー効果が長期的な株主価値の視点から明らかにされたが、なぜ短期的にはシナジー理論が認められないのかという問題を、経営者の意思決定という視点から研究しなくてはならない。M&A が短期的に株主価値にあたる影響において、買収による M&A で経営者の傲慢理論が実証された。しかしながら、この結果のみで M&A に短期的な経済的シナジー効果がないとする論拠にはならない。買い手企業からターゲット企業への価値移転は、自信過剰な経営者により買い手企業の株主価値が毀損されていることを意味している。すなわち、優秀な経営者がより適切な価額で M&A を実行することができれば、株主価値は毀損されず、短期的な経済的シナジー効果も実現されるはずである。

他方、株主や市場は M&A の成果をいつまで待つことができるのであろうか。本研究では、M&A 後の 45 日間では経済的シナジー効果は少ないが、3 年後に M&A の経済的シナジー効果を確認することができる。近年、四半期決算導入などで、企業経営者は目先の結果を強く求められている傾向にある。しかしながら、M&A は 3 年後以降に効果を発揮することが明らかにされた。経営者、株主、市場など利害関係者が M&A をどのような時間軸で捉えていくべきか、今後の課題といえる。

これらの課題を検討するためにも、本研究の実証結果と経営者の意思決定研究を融合し、M&A の経済的シナジー効果に関する新たな評価モデルの構築が求められる。

注

¹ たとえば、シナジー理論では買い手企業とターゲット企業の合計した *CAR* がプラスのためシナジー効果が確認できるとしているが、この場合のサンプル企業の取引形態は合併なのか買収なのか、買い手企業なのかターゲット企業なのか示されていない。先行研究をサーベイするなかで、両方の視点から分析している実証は非常に少ない。このような検証の結果から、シナジー理論に関する考察が可能なのであろうか。他方で経営者の傲慢理論においても、対象となる研究の多くは買収を対象に価値移転仮説が検証されている。しかしながら、合併の場合ほどのような結果になるのであろうか。また、*CAR* の分析の多くは M&A における短期間の効果を測定したものであるが、M&A の長期間にわたる効果を検証した研究からはどのような結論が得られるのであろうか。M&A におけるシナジー理論と経営者の傲慢理論の検証をおこなうためには、合併と買収、買い手企業とターゲット企業、短期間と長期間など多角的な実証が不可欠である。先行研究をみても、これらの条件をみたま検証はほとんど存在していない。

² 買収においては、Roll(1986)がいうように自信過剰な経営者がターゲット企業を割高に買収し、価値の移転が起きている可能性が高い。買収の場合、一般的に買い手企業の方が企業規模は大きく、対等型ではなくいわゆる救済型の買収が多いことによるものと推測できる。つまり、買い手とターゲットの企業規模の相違がある買収は、ターゲット企業に株価効果として効果があらわれやすい可能性を指摘することができる。

³ ただし、短期における買収の場合にのみ認められる効果である。

⁴ 先行研究ではシナジー効果のみ、もしくは価値移転仮説のみを検証しているものがほとんどである。また、理論にもとづいて検証をおこなっている研究は少ない。

⁵ 1999年の商法改正以降、国内の M&A は急増している。したがって、今後においては長期の株主価値を測定できる対象企業は増加していくものと考えられる。

参考文献

[英文文献]

- Ainspan, Nathan D., and David Dell. 2000, *Employee Communication during Mergers*, New York: Conference Board. Research report no. 1270-00-RR.
- Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford. 2001, New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives* 15:103-112.
- Asquith, P. 1983, Merger bids, uncertainty, and stockholder returns, *Journal of Financial Economics* 11:51-83.
- Barney, J. 2003, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. (岡田正大訳『企業戦略論 下』ダイヤモンド社, 2003年).
- Brealey, R., Myers, S., and Allen, F. 2007, *Principles of Corporate Finance 8th ed.* The McGraw-Hill Companies, Inc. (藤井眞理子, 国枝繁樹監訳『コーポレートファイナンス [第8版]』日経BP社, 2007年).
- Bradley, M., A. Desai., and E. H. Kim. 1988, Synergistic gain from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, *Journal of Financial Economics* 21:3-40.
- Bruner, R. 2004, *Applied Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Inc.
- Bruner, R. 2002, "Does M&A Pay? A review of the evidence for the decision-maker", *Journal of Applied Finance* 12:48-68.
- Coase, R. 1937, The nature of firm, *Economica* 4:386-405.
- Dodd, P. 1980, Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 8:105-138.
- Dodd, P., and R. S. Ruback. 1977, Tender offer and stockholder returns: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 5:351-374.
- Eckbo, B. 1983, Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11:241-273.
- Eckbo, B., and P. Wire. 1985, Antimerger policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A reexamination of the market power hypothesis, *Journal of Law and Economics* 28:119-149.
- Fama, Eugene., F. Larry., Fisher, Micheal., C. Jensen., and Richard, Roll. 1969, The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10:1-21.
- Franks, J. R., R. S. Harris., and C. Mayer. 1988, *Means of payment in takeovers:*

- Results for the United Kingdom and the United States*, in A.J. Auerbach, ed, *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press.
- Ghosh,A.2001, Does operating performance really improve following corporate acquisitions? , *Journal of Corporate Finance* 7:151-178.
- Healy,P., K.Palepu., and R.S.Ruback.1992,Does corporate performance improve after mergers? , *Journal of Financial Economics* 31:135-175.
- Houston,J.F., and M.D.Ryngaert.1994,The takeover gains from large bank mergers, *Journal of Banking and Finance* 18:1155-1176.
- Jarrell, G.A., and A.Poulsen.1987, Shark repellent and stock price: The effect of antitakeover amendments since 1980, *Journal of Financial Economics* 19:127-168.
- Jarrell,G.A., and A.Poulsen.1989, The return to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades, *Financial management* 18:12-19.
- Jarrell,G.A., J.A.Brickley., and J.M.Netter.1988,The market for corporate control:The empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspectives* 2(1):49-68.
- Jensen,M.C. 1986,agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76:323-329.
- Jensen,M.C.1988,Takeovers:Their causes and consequences, *Journal of Economic Perspective* 2:21-48.
- Jensen,M.C., and R.S.Ruback.1983,The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics* 11:5-50.
- Jensen,M.C., and W.H.Meckling.1976,Theory of the firm:Managerial behavior,agency cost and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3:305-360.
- Kang,J., A.Shivdasani., and T.Yamada.2000,The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids, *Journal of Finance* 55:2197-2218.
- Keown.A.J., and J.M.Pinkerton.1981,Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation, *Journal of Finance* 36:855-869.
- K.Palepu., Healy.P., and Bernard.V.B.2001,*Business Analysis and Valuation:Using Financial Statements 2nd ed*, South-Western College Publishing.(斎藤静樹監訳『企業分析入門[第2版]』東京大学出版会, 2001年).
- Lang.L.H.P., P.M.Stulz., and R.Walking.1989,Managerial performance,Tobin's Q and the gains from successful tender offers, *Journal of Financial Economics* 24:137-154.

- Malatesta,P.H., and R.A.Walking.1988,Poison pill securities: stockholder wealth, profitability, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 20:347-376.
- Mandelker,Gershon.1974, Risk and return: The case of merging firms, *Journal of Financial Economics* 1:303-335.
- Manne,H.G. 1965,Mergers and the market for corporate control, *Journal of Political Economy* 73:110-120.
- Meeks,G.1977, *Disappointing Marriage: A Study of the Gains from Merger*.Cambridge, Cambridge University Press.
- Millman, Gregory J., and Carol Lippert Gray.2000,Desperately seeking synergy, *Financial Executive* :12-17.
- Mitchell,M.L., and T.Pulvino.2001,Characteristics of risk and return in risk arbitrage, *Journal of Finance* 56:2135-2175.
- Morck,R., A.Shleifer, and R.W.Vishny.1990,Do managerial motives drive bad acquisitions? , *Journal of Finance* 45:31-48.
- Mueller,D.1980, *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*, Cambridge, MA: Oelgeschager, Gunn&Hain.
- Nelson,R.1959,*Merger Movements in American Industry*1895-1956, Princeton:Princeton University Press.
- Pettway,R.H., and T.Yamada.1986,Mergers in Japan and their impacts upon stockholders' wealth, *Financial Management* 15:43-52.
- Ravenscraft,D., and F.M.Schere.1987,Life after Takeovers, *Journal of Industrial Economics* 36:147-156.
- Rhodes-Kropf,M., D.T.Robinson., and S.Viswanathan.2005,Valuation waves and merger activity:The empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 77:561-604.
- Roll,R. 1986,The hubris theory of corporate takeovers, *Journal of Business* 59:197-216.
- Seth,A.1990,Source of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation, *Strategic Management Journal* 11:431-446.
- Servaes,H.1991, Tobin's Q and the gains from takeovers, *Journal of Finance* 46:409-419.
- Shahrur,H.2005,Industry structure and horizontal takeovers:Analysis of wealth effects on rivals,suppliers,and corporate customers, *Journal of Financial Economics* 76:61-98.
- Shleifer,A.and R.W.Vishny.1989,Management entrenchment, *Journal of Financial*

Economics 25:123-139.

Shleifer, A., and R. W. Vishny. 2003, Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics* 70:295-311.

Slovin, M. B., and M. E. Sushka. 1998, The economics of parent-subsidary mergers: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics* 49:255-279.

Yeh, T., and Y. Hoshino. 2001, Shareholders' wealth, bank control, and large shareholders: An analysis of Japanese mergers, *Japan Journal of Finance* (『経営財務研究』) 21:150-166.

Yeh, T., and Y. Hoshino. 2002, Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretus-related and independent mergers, *Japan and the World Economy* 14:347-366.

Varaiya N., and K. Ferris. 1987, Overpaying in corporate takeover: The winner's curse, *Financial Analysts Journal* 43:64-70.

[邦文文献]

青木茂男 「M&Aによる財務への影響と企業行動」, 『企業会計』第57巻8号(2005年8月), 4-10 ページ。

青木茂男 『要説 経営分析』 森山書店, 2008年。

蟻川靖浩・宮島英昭 「どのような企業が M&A を選択するのか」, 『一橋ビジネスレビュー』第56巻3号(2008年12月), 74-91 ページ。

池本清・上野明・安室憲一 『日本企業の多国籍的展開』 有斐閣, 1981年。

石井宏宗 「M&A の財務的効果の検証 : 先行研究のレビュー」, 『経営学研究論集(明治大学大学院)』第28号(2008年2月), 59-76 ページ。

石井宏宗 「M&A の情報開示と株価効果 : 先行研究のレビュー」, 『経営学研究論集(明治大学大学院)』第27号(2007年9月), 125-137 ページ。

石井宏宗 「M&A の動機とその理論」, 『経営学研究論集(明治大学大学院)』第29号(2008年9月), 61-74 ページ。

石井昌司 『日本企業の海外事業展開』 中央経済社, 1992年。

伊藤邦雄 『グループ連結経営 : 新世紀の行動原理』 日本経済新聞社, 1999年。

伊藤邦雄・加賀谷哲之 「企業価値を創造するインタンジブル統合」, 『一橋ビジネスレビュー』第56巻3号(2008年12月), 6-25 ページ。

井上光太郎 「日本企業の M&A に対する株式市場の評価 : 大買収時代をモニタリングする視点」, 『企業会計』第57巻第6号(2005年6月), 18-23 ページ。

井上光太郎 「日本の M&A における取引形態と株価効果」, 『経営財務研究』第22巻第2

- 号(2002年12月), 107-120 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 「M&A 発表日の株価効果に関する要因分析」, 『現在ファイナンス』第13号(2003年3月), 3-28 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 「企業買収(M&A)と株式市場の評価 : 日米比較」, 『証券アナリスト・ジャーナル』第42巻第10号(2004年10月), 33-43 ページ。
- 井上光太郎・加藤英明 『M&Aと株価』 東洋経済新報社, 2006年。
- 岩倉正和 「M&A において企業価値を高めるための取締役の法的責任・行動準則」, 『一橋ビジネスレビュー』第56巻3号(2008年12月), 62-73 ページ。
- 薄井彰 『M&A21世紀—バリュー経営のM&A投資』 中央経済社, 2001年。
- 江頭憲治・三苦裕 『上級商法 M&A』 商事法務, 2006年。
- 大木書店 『世界統計白書 2008年版』, 2008年。
- 奥村雅史 「企業買収と株式市場の反応 : IN-IN 型と IN-OUT 型の比較」, 『早稲田商学』第355・356号(1993年), 553-577 ページ。
- 小本恵照 「企業業績と株価に対する合併の影響」, 『ニッセイ基礎研 REPORT』(2000年1月), 1-6 ページ。
- 小本恵照 「わが国の企業合併の特徴と経済効果」, 『国民経済雑誌』第186巻第6号(2002年12月), 1-16 ページ。
- 加藤靖之 「日本の M&A は成功しているか : M&A による企業価値創造の定量的検証」, 『MARR』(2007年1月), 44-49 ページ。
- 北地達明・烏野仁 『M&A 入門』 日本経済新聞社, 1999年。
- 後藤新一 『銀行合同の実証的研究』 日本経済評論社, 1991年。
- 坂本恒夫・文堂弘之 『M&A のすべて』 税務経理協会, 2006年。
- 清水剛 『合併行動と企業の寿命: 企業行動への新しいアプローチ』 有斐閣, 2001年。
- 首藤恵 「株主に与える合併の効果」, 『日本証券経済研究所計測室テクニカルペーパー』第53号(1981年), 1-53 ページ。
- 商事法務 『会社法関係法務省令集 第3版』, 2007年。
- 白金良三 「株主の立場からみた合併の効果」, 『企業会計』第39号第12号(1987年12月), 82-85 ページ。
- 鈴木一功 「M&A と企業パフォーマンス」, 『証券アナリスト・ジャーナル』第40巻第12号(2002年12月), 17-29 ページ。
- 東京証券取引所 『東証要覧』, 1998年・2008年各年号。
- 内閣府 『経済財政白書』, 2008年。
- 日本経済新聞社 『日経経営指標〈全国上場会社版〉』, 1998年・2008年各年号。
- 日本経済新聞社 『日経会社情報』, 1998年・2008年各四季号。
- 二村和之 『銀行合併の論理』 時潮社, 1991年。
- 島山公明 『会社法講義 1』 中央経済社, 2009年。

- 服部暢達「M&A 成功の条件」,『一橋ビジネスレビュー』第 56 巻 3 号(2008 年 12 月),
26-43 ページ。
- 服部暢達『M&A 成長の戦略』東洋経済新報社, 1999 年。
- 服部暢達『実践 M&A マネジメント』東洋経済新報社, 2004 年。
- 林伸二『日本企業の M&A 戦略』同文館, 1993 年。
- 星野靖雄『企業合併の計量分析』白桃書房, 1990 年。
- 星野靖雄『中小金融機関の合併分析』多賀出版, 1992 年。
- 藤井真理子「M&A と企業価値評価の理論」,『BOOKS in REVIEW』第 30 巻第 6 号
(2005 年 6 月), 161-164 ページ。
- 松尾浩之・山本健「日本の M&A : イベント・スタディによる実証研究」,『ECONOMICS
TODAY』第 26 巻 6 号(2006 年 3 月), 1-63 ページ。
- 宮崎哲也『図解でわかる M&A』日本実業出版社, 2005 年。
- 宮島英昭「急増する M&A をいかに理解するか : その歴史的展開と経済的役割」,『RIETI
Discussion Paper Series 06・J・044』(2006 年 6 月), 1-46 ページ。
- 宮島英昭『日本の M&A: 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社,
2007 年。
- 村松司叙『合併・買収と企業評価』同文館, 1987 年。
- 村松司叙『国際合併戦略』中央経済社, 1991 年。
- 村松司叙『日本の M&A: 経営多角化戦略と企業リストラクチャリング』中央経済社, 1995
年。
- 村松司叙・宮本順二郎『企業リストラクチャリングと M&A』同文館, 1999 年。
- 森久『会計利益と時系列分析』森山書店, 1997 年。
- 森久『財務分析からの会計学』森山書店, 2008 年。
- 森久・劉瑩「合併情報の公表による株価効果」,『企業会計』第 60 巻 7 号(2008 年 7 月),
121-127 ページ。
- 劉瑩『合併情報による株主価値の変化 : 1999 年 1 月から 2006 年 12 月までを対象として』
明治大学大学院修士学位論文, 2007 年。
- リブロ『世界経済・貿易・産業年表 2008 年版』, 2009 年。
- レコフ『MARR』, 1998 年-2008 年各月号。
- レコフデータ「Mar.2009 NEWS LETTER」『M&A Japan Market Review Jan.・Mar』
(2009 年 4 月), 3 ページ。
- 矢内一利「単独決算情報との比較による連結決算情報の企業価値関連性の検証」,
『早稲田商学』第 399 号(2004 年 3 月), 473-505 ページ。
- 矢部謙介「グループ企業再編の役割と財務企業への影響」,『一橋ビジネスレビュー』第 56
巻 3 号(2008 年 12 月), 44-61 ページ。
- 渡辺章博・井上光太郎・佐山展生『M&A とガバナンス: 企業価値最大化のベスト・プラクティ

ス』中央経済社, 2005年。