



ID	JJF00210
----	----------

論文名	日本のM&Aにおける取引形態と株価効果
	Analysis of stock price reaction to the M&A announcements in Japan focusing on the type of transactions
著者名	井上光太郎
	Kotaro Inoue
ページ	107-120

雑誌名	経営財務研究
	Japan Journal of Finance
発行巻号	第22巻第2号
	Vol.22 / No. 2
発行年月	2002年12月
	Dec. 2002
発行者	日本経営財務研究学会
	Japan Finance Association
ISSN	2186-3792

日本のM&Aにおける取引形態と株価効果

井上光太郎

(筑波大学 / KPMG コーポレートファイナンス)

要 旨

本論文は、1990年から2002年4月までに取引完了した上場企業間のM&Aの株価効果について分析したものである。分析の結果、買収企業の株価効果はブレイクイーブンであるのに対し、買収対象企業の株価効果は統計上有意なプラスであり、全体として株主価値増大に貢献していることが判明した。

キーワード：M&A, 株主価値, 取引形態, コーポレート・ガバナンス

1 はじめに

本論文は、日本の1990年以降の合併及び買収 (Mergers and Acquisitions: 以下、M&A) における買収企業、買収対象企業の双方の株価効果と、経営者が選択した取引形態の関連性について分析したものである。この研究の目的は、特に90年代終わりにスタートしたM&Aブームを株主価値の視点で評価すること、ならびにM&Aの取引形態の選択が株主価値に与える影響を明らかにすることにある。

最近の日本におけるM&Aの株価効果研究は、買収企業の株価効果とその要因分析に集中しており、買収対象企業の株価効果については、1984年以前のサンプルを分析したPettway and Yamada (1986)による研究以降、報告されていない。しかし、1990年代終わりから上場企業間のM&Aが急増しており、その買収企業および買収対象企業の双方の株主価値への影響が疑問視されている。このため本論文は、1990年4月から2002年4月までの期間に完了した上場企業間M&Aにおける買収企業および買収対象企業の両方の株価効果を分析することで、同時期のM&A取引全体の株価効果を明らかにしている。本研究は、日本において戦後初めての本格的なM&Aブーム期における株価効果および株主間の富の分配状況を、それ以前の時期との比較において検証した初めての論文である。

また、先行研究における株価効果の要因分析は、買収企業と買収対象企業の事業関連性、買収企業におけるコーポレート・ガバナンス要因の影響など、取引の性格や目的に焦点を当てている。これに対し、本研究では90年代終わりから増加した上場企業間のTOB (株式公開買付け) および99年10月に施行された改正商法による株式交換、株式移転をサンプルに含めることで、取引形態の違いが株価効果に与える影響の検証を行っている。米国では、以前より合併とTOBなどの取引形態の違いや、買収対価の支払方法など取引条件の違いが、株主価値に影響を与える点が注目されている。日本でも最近になって取引形態の選択肢が増えたことで、株主および経営者にとり、この問題の重要性が高まっている。

このように、本論文では1990年代以降の日本のM&Aの株価効果を総合的に分析することにより、M&A実施時期に伴う株価効果の変化、取引形態別の株価効果に対する影響、買収企業と買収対象企業の双方の株主間での富の分配状況を初めて明らかにしている。以下、第2節で先行研究のレビュー、第

3節でデータと分析サンプルの紹介、第4節で株価効果に関する分析結果の報告と考察を行い、第5節でこれらの分析に基づく結論を述べる。

2 先行研究

日本のM&Aに関する株価効果に関する研究は、主要なものとしてPettway and Yamada (1986), Kang, Shivdasani and Yamada (2000), Yeh and Hoshino (2001)がある。これらの論文で報告されている分析結果を表1に示した。買収企業については、1970年代後半から80年代はプラスの株主超過リターン、90年代はマイナスの株主超過リターンとの結果が報告されている。Morck, Shleifer and Vishny (1990) および Sirower (1997) は、米国においては発表日前後の買収企業の株主超過リターンはマイナスとなる結果を報告しており、70年代後半から80年代の日本における結果と相反するものとなっている。この理由について、買収企業の株価効果に焦点を当てたKang, Shivdasani and Yamada (2000) と Yeh and Hoshino (2001) は、メインバンクが買収企業に対して果たしているコーポレート・ガバナンス上の役割と株主超過リターンに関連性があると分析している。このうち、Kang, Shivdasani and Yamada (2000) は、1977年から93年のM&Aにおける買収企業に関するプラスの株価効果の要因として、買収企業に対するメインバンクによるモニタリング効果を上げている。一方、Yeh and Hoshino (2001) は、1992年から98年の間に発表された合併において買収企業の株主超過リターンがマイナスとなっている理由について、メインバンクのモニタリング効果が低下した影響があると指摘している。このように、日本に関する研究は、M&Aの株価効果を買収企業に対するモニタリングとの関連で説明してきた。しかし、90年代には株式市場がM&A実施企業の経営判断に対しマイナスの評価を下しているにもかかわらず、その直後の90年代終わりに日本で本格的なM&Aブームが始まったということは、うまく説明できない。この問題を考えるために、90年代終わりから始まったM&Aブーム期間を含めた分析を本論文では行っている。

一方、買収対象企業については、Pettway and Yamada (1986) が1977年から1984年のサンプルについて分析しており、アナウンスメント日前後3日間ではマイナスの株価効果となるが、アナウンスメント日5日前から1日後の7日間ではプラスの株価効果との結果を得ている。しかし、その後の期間については買収対象企業の株価効果は報告されていないため、最近の日本におけるM&A取引全体の株価効果については明らかになっていないのが現状である。

また、日本のM&Aに伴う株価効果に関する先行研究はいずれも合併を対象としており、TOBなど

表1 日本に関する先行研究

研究者	サンプル期間	サンプル(A/T)	買収企業CAR (-1日~+1日)	対象企業CAR (-1日~+1日)
Pettway and Yamada (1986)	1977-1984	50/16	0.82%	-0.07%
Kang, Shivdasani and Yamada (2000)	1977-1993	154/N.A.	0.9%	N.A.
Yeh and Hoshino (2001)	1981-1991	43/N.A.	0.77%	N.A.
	1992-1998	46/N.A.	-2.6%	N.A.

A: 買収企業 T: 買収対象企業 CAR: Pettway and Yamada および Yeh and Hoshino は CAR を期間中の AAR の合計で求めており、Kang 他 (2000) は CAR を期間中の AAR の複利で求めている。

他の取引形態については分析していない⁽¹⁾。米国における研究では、取引形態（合併またはTOB）や買収対価の支払手段の違い（現金または株式）が買収企業、買収対象企業双方の株主超過リターンに有意な影響を持つと報告されてきた。Comment and Schwert (1995) は、買収対象企業の株価効果が、競合する買手の存在の有無または合併かTOBかという取引形態に大きな影響を受けていると報告している。Franks, Harris and Mayer (1988) も、米国と英国の2国のM&Aを分析し、取引形態がTOBであるか否かに関わらず、現金取引では株式取引に比較して対象企業の株価効果が高くなるという2国に共通の結果を得ている。一方、Franks, Harris and Titman (1991) が、現金買収は株式買収に比較して買収企業の株価効果にポジティブな影響を持つという結果を得ている。日本においても、取引形態が買収企業、対象企業の株価効果に影響を与えている可能性がある。このような視点をふまえて、本研究は取引時期別および取引形態別の株価効果を明らかにしていく。

3. データとサンプルの内容

(1) サンプルおよびデータ

1990年4月から2002年4月1日を取引完了日とする上場企業間のM&Aをサンプルとした。M&Aの取引形態としては、合併、株式移転、株式交換およびTOBの4種類の取引から構成される。個々の取引については、1990年4月から1999年3月の期間については商事法務研究会発行の『商事法務』、1999年4月から2002年4月1日の期間については、東京証券取引所のTDNetデータベースサービスに登録されている上場企業の適時開示データから収集を行った。各取引の発表日や取引背景に関する情報は、TDNetの他、日本経済新聞、日経金融新聞、日経産業新聞、日経流通新聞の4紙の新聞記事から、株価情報についてはブルンバーグ社の情報端末より収集した。会計情報と株主情報については、日本経済新聞社のNEEDS財務データと東洋経済新報社の『会社四季報』より収集した。

1990年4月1日から2002年4月1日の期間を取引完了日とする日本の上場企業間のM&A取引数は、全体で158取引であった。このサンプル期間の選択には、2つの点で利点がある。第一に、1989年4月の証券取引法改正によるインサイダー取引規制の強化および日本の8証券取引所による適時ファイリング制度導入により、1989年以降にアナウンスされたM&A（サンプル期間である1990年4月以降に完了の取引に該当）の大部分の取引において市場における取引認知日と企業によるアナウンスメント日が一致し、市場におけるM&Aニュース認知日推定の正確性が、それ以前の時期をサンプルとする研究に比較して大幅に増していることである。第二に、先行研究が対象としていない1999年以降のM&Aブームにおける取引を対象とすることで、株式交換による完全子会社化、株式移転による共同持株会社の設立など新しい取引形態のM&Aにおける株価効果の検証が可能となった点がある。本論文の分析サンプルにおいては、合併が約6割、株式交換、株式移転、TOBが合計して約4割を占める。

イベント・スタディーにおいては、イベント情報のアナウンスメント効果が、分析対象となる株価効果の直接の要因であると推定出来ることが重要な前提であるため、買収対象企業のアナウンスメント日直前年度決算の総資産金額およびアナウンスメント日前日の時価総額が買収企業の5%未満の取引を、

(1) Kang, Shivdasani and Yamada (2000) は買収対価の支払手段を考慮しているが、その中で現金と認識されているものは合併交付金と推定でき、本格的な現金買収と株式買収の比較は行われていない。

買収企業の株主にとって重要性の低い取引として分析サンプルより除外した。また、アナウンスメント日前後の株価分析期間に株式取引がほとんど無く、株価効果が計測できない取引を除外した。この結果、分析対象のサンプル数は、135 取引となった。また、本論文では、対等合併であると企業側が発表している取引も含め、すべての取引において買収企業と買収対象企業にグループ分けして分析を行った。合併および株式移転では買収企業が明確ではないため、合併においては商法上の存続企業、株式移転においては時価総額の大きい方の企業を買収企業とし、他方を買収対象企業とした。三社以上の参加する株式移転の場合は時価総額が最大の企業を買収企業、それ以外の企業を買収対象企業とした。この分け方は主観的なものではあるが、新聞報道等で確認をした結果、取引性格を反映した合理性のある分け方であると判断した。なお、サンプル中、2つの上場企業が共同しての第三者の同一企業に対する TOB の実施 (2件)、1社が同時に関連上場会社 2社に対し TOB を実施 (1件)、3社以上の上場企業の合併 (3件)、株式交換 (4件) および株式移転 (3件) が存在した。この場合、各対象企業をそれぞれ独立した買収企業、買収対象企業として扱っている、この結果、買収企業のサンプル数は 137、買収対象企業のサンプル数は 147 となった。M&A ニュースのアナウンスメント日については、新聞報道日と企業による証券取引所へのファイリング日のうち早い方の日とした。ただし、新聞で M&A が報道された後、企業側が否定のファイリングを行い、その後の企業の M&A 実施に関するファイリングまで 1ヶ月以上離れるケースでは、後日の確定報道段階の新聞報道日と企業によるファイリング日の早い方の日をアナウンスメント日とした。なお、企業による発表が当日の株式取引終了後のケースが多く、アナウンスメント日の株価にニュースが反映されていないケースがある一方、正式なアナウンスメント日前日に市場情報端末等でリーク報道がされるケースも見られるため、株価効果の分析については、発表 1日前から発表 1日後 (-1日~+1日) を最短の観測期間とした。

(2) 取引数の推移と取引形態

本論文において分析対象サンプルとした取引の実施時期については表 2 の通りである。一般に指摘されている通り、1998 年または 1999 年以降、日本国内においても本格的な M&A ブームが始まったと考えられる。この背景の一つには、企業側のグループ再編ニーズに応える形で 1999 年 10 月の商法改正および税制整備により株式交換、株式移転が課税繰延取引として利用可能となったことなど M&A 制度面の整備が寄与していると考えられる。本論文では、日本における本格的 M&A ブームの中での取引を独立して評価するため、1999 年 4 月以降に取引完了した取引をサブサンプルとして、時期別の M&A の株価効果分析を行っている。

最初に、比較的新しい取引形態である株式交換と株式移転について取引概要を紹介する。株式交換は、買収対象企業の株主は保有株式を、買収企業が交付する株式と一定の交換比率に基づいて交換することで買収企業の株主となり、買収対象企業は買収企業の完全子会社となる。合併においては、取引完了後に存続会社が 1 社になるのに対し、株式交換では取引完了後も買収対象企業が買収企業の完全子会社として存続する点で、合併と株式交換は異なる。株式交換は、株主総会で承認されれば強制力を持つことから、株式を支払手段とした 100% 買収スキームと言える。一方、株式移転は 2 社以上の企業による共同持株会社の設立であり、参加企業の株主は保有株式を新設される共同持株会社の新株と交換し、共同持株会社の株主となる。統合後に持株会社組織が採用される点を除けば合併に類似した性格を持つ。合併、株式交換、株式移転では、存続する上場企業は一つであり、M&A 後は会社組織の再編が行われることが一般的である。一方、TOB では、取引終了後も一定の期間は買収対象会社の子会社として上場

表2 分析サンプルの M&A 取引数の推移

取引完了年	合併	TOB	株式交換	株式移転	合計
1990年	2	—	—	—	2
1991年	3	2	—	—	5
1992年	5	—	—	—	5
1993年	4	—	—	—	4
1994年	4	—	—	—	4
1995年	4	—	—	—	4
1996年	3	—	—	—	3
1997年	4	1	—	—	5
1998年	9	6	—	—	15
1999年	16	3	1	—	20
2000年	19	4	17	2	32
2001年	9	3	15	9	36
合計	82	19	23	11	135

表3 サンプルの性格

取引形態	取引	買収企業	買収対象企業	買収企業総資産平均	買収対象企業総資産平均	総資産比率平均	金融セクター	実質親子間	関係会社間
合併	82	82	85	4,454億円	1,293億円	48%	14	14	27
株式交換	23	23	28	6,941億円	700億円	18%	1	14	25
株式移転	11	11	14	3,588億円	2,290億円	76%	11	1	2
TOB	19	21	20	8,352億円	970億円	29%	1	1	8
合計/平均	135	137	147	5,595億円	1,133億円	39%	27	30	62

総資産、総資産相対比率については金融セクターの取引を除く。金融セクター、親子間、関係会社間M&Aの各サンプル数は買収対象会社ベースで表示。実質親子間は子会社を通じた間接保有も含め資本関係45%以上の企業間のM&A、関係会社間は資本関係20%以上（実質親子間を含む）の企業間のM&A。

を継続するケースが日本の場合は多い点で、買収対象企業の株主にとっての意味合いは他の取引形態と異なる。TOBの実施目的は、特定大株主の保有するブロック株式の事前の合意に基づく買収が多い。

本研究で分析に使用したサンプルの性格は表3に示している。4つの取引形態を比較すると、金融セクターを除いたサンプルにおいて、株式交換とTOBにおける買収企業の総資産規模は、合併と株式移転における買収企業の総資産規模を大きく上回っている。買収企業と買収対象企業の総資産規模を比較すると、株式移転において最も相対的規模が拮抗し、続いて合併、TOB、株式交換の順となっている。買収企業と買収対象企業間の資本関係を見ると、株式交換では9割弱が20%以上の資本関係のある関係会社間取引であるのに対し、TOBは4割、合併は約3割のサンプルが関係会社間取引であり、株式移転では関係会社間取引は15%に満たない。ここで関係会社の基準としている資本関係が20%を超えるケースは、一方が他方の連結決算上の持分法適用会社となることから、親子関係になくとも2社間には支配関係が生じてくる状況と考えられる。サンプルでは金融セクターを除く約半数の取引が、関係会社間のM&Aとなっており、これは金融セクター以外の上場企業間のM&Aの約半数が会社支配権移転を伴わない取引であることを示すものであり、コンテスト性が低いという日本のM&Aの特徴をあらわすものと考えられる。

このような買収企業と対象企業の規模の相対的關係からは、概ね合併と株式移転は規模の拮抗した企業間の結合という共通性があるが、資本関係からは、株式移転は合併に比較して資本関係上は独立した企業間で使用される傾向が強いという特徴を持つことがわかる。また、株式交換とTOBは、大企業による相対的に規模の小さな企業の買収に使用され、特に株式交換は、専ら資本関係で結びついた企業間のグループ再編の手段として利用されている構図が見えてくる。

以上のデータから、買収企業の経営陣は、相対的な規模、買収対象会社との資本関係や買収目的に応じて、取引形態の選択を行っていることが予想される。したがって、買収企業と買収対象企業の双方の株価効果を、取引形態別に分析することが必要と考えられる。

4 株価効果分析

(1) 株価効果の計測方法

本分析の対象となる取引数は135取引、買収企業数は137、買収対象企業数は147である。日本に関して金融セクター（銀行、証券会社、保険会社）をサンプルに含めた先行研究はないが、特に同セクターを除外する理由がないことから、本論文では分析サンプルに含めている。金融セクターの取引をサンプルに含めたことが、本論文で分析結果に与える影響を検証したが、全体の分析結果に大きな影響はないことを確認した。

株主超過リターンの算定には市場調整モデルに基づく市場調整収益率を採用した。市場調整収益率は以下の算式で求められる。

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

ただし、 $A_{i,t}$ は、証券*i*の*t*日の株主超過リターン、 $R_{i,t}$ は証券*i*の*t*日の原収益率、 $R_{m,t}$ はTOPIXの*t*日の原収益率である。市場調整モデルは、市場モデルにおける $\alpha = 0$ および $\beta = 1$ の場合と同じである。市場調整モデルを使用した理由は、分析期間がアナウンスメント日を中心とした短期間であること、サンプル数の4分の1近い取引の参加企業的一方または両方について、M&Aアナウンスメント日直前100日（証券取引所の取引日ベース）のうち売買成立日が80日以下であり、こうしたサンプルについて市場モデルを使用した場合のパラメータの安定性が懸念されるためである⁽²⁾。

サンプル企業平均の株価効果（日次）である平均超過収益率（AAR: Average Abnormal Return）は、日次の市場調整収益率のサンプル平均により算出した。また、各分析期間（Window）の株価効果については、該当する期間のAARの合計値である累積超過収益率（CAR: Cumulative Abnormal Return）を使用している。

(2) サンプル全体の分析結果

サンプル全体の、アナウンスメント日を中心（0日）とする21日間（-10日～+10日）のAARとCARの分析結果は表4と図1に示している。買収企業、対象企業とも統計上5%水準で有意なAARは、

(2) 結果は報告していないが、アナウンスメント日の162日前～11日前の150日間の日次平均収益率と分析期間の日次平均収益率の差を株主超過リターンとみなす平均収益率調整モデルを用いた場合も本論文における分析結果は重大な影響を受けないことを確認した。

表4 M&Aのアナウンスメント日周辺の株価効果

取引日	買収企業		買収対象企業	
	AAR	CAR	AAR	CAR
-10	-0.19%	-0.19%	-0.13%	-0.13%
-9	0.02%	-0.17%	0.11%	-0.02%
-8	0.07%	-0.10%	0.03%	0.01%
-7	-0.01%	-0.11%	0.43%	0.44%
-6	0.06%	-0.05%	0.10%	0.53%
-5	0.22%	0.16%	0.08%	0.61%
-4	0.02%	0.18%	-0.02%	0.59%
-3	-0.06%	0.12%	0.07%	0.66%
-2	0.07%	0.18%	0.39%	1.05%
-1	0.08%	0.26%	0.94%**	2.00%**
0	1.62%***	1.88%**	1.86%***	3.85%***
+1	-0.19%	1.69%	1.57%*	5.42%***
+2	-0.64%**	1.05%	-0.45%	4.97%***
+3	-0.26%	0.79%	-0.54%	4.43%***
+4	-0.66%***	0.13%	0.11%	4.54%***
+5	-0.16%	-0.03%	-0.54%**	4.00%**
+6	0.16%	0.13%	-0.15%	3.85%**
+7	-0.43%*	-0.29%	-0.01%	3.85%**
+8	-0.04%	-0.33%	0.00%	3.85%**
+9	0.46%**	0.13%	-0.13%	3.72%**
+10	0.12%	0.24%	0.46%	4.18%**

0日がアナウンスメント日

***1%水準で有意 **5%水準で有意 *10%水準で有意 (両側t値検定)

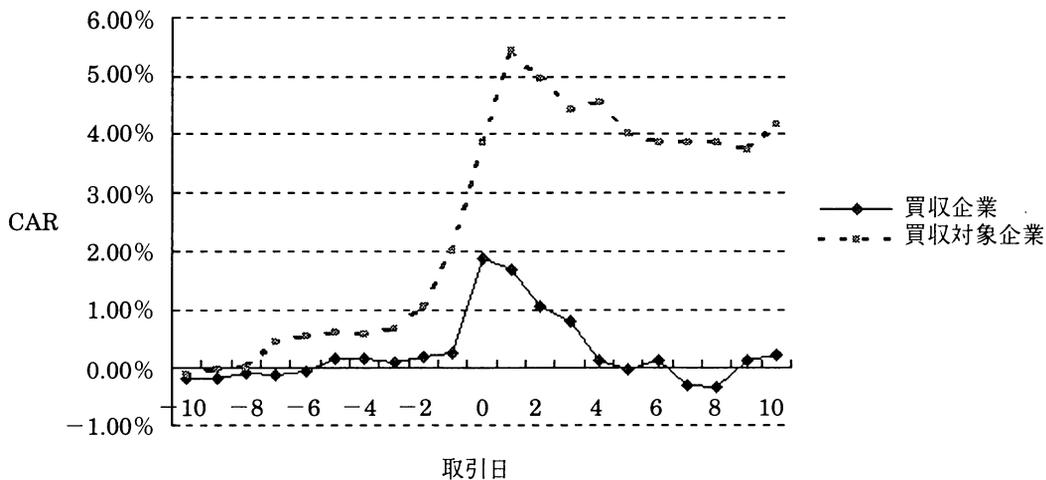


図1 CARの推移 (-10日~+10日)

アナウンスメント日の 1 日前から 5 日後の期間（-1 日～+5 日）に集中している。このことは、M&A ニュースが、アナウンス日前後の極めて短期間に速やかに株価に反映されたことを示している。買収企業、買収対象企業ともプラスの株価効果が（-1 日～+1 日）の 3 日間で観測出来る。ただし、買収企業の CAR が最大でも +2% 以下であり、発表日においてのみ統計上有意なプラスであるのに対し、買収対象企業の CAR は +5% 以上となり、発表日後 10 日目においても統計上有意な CAR が維持される。このことは、平均すれば買収対象企業の株主が買収企業の株主よりも大きくかつ継続する超過リターンを得ていることを示す。この結果は、Pettway and Yamada (1986) による買収企業の株主は長く継続するプラスの超過リターンを得るが、買収対象企業の株主の得るプラスの超過リターンはアナウンスメント日 5 日後には消滅するとの分析結果と逆の傾向を示している。ただし、分析期間中の CAR の最大値は Pettway and Yamada (1986) の報告結果（買収企業 2.4%、買収対象企業 4.5%）とほぼ同じ大きさとなっており、買収企業と買収対象企業の株主間の富の分配構造は 1970 年代後半から 2001 年まで概ね安定した構造となっていると見られる。

次に、アナウンスメント日前後 21 日間のいくつかの期間の CAR を表 5 に示している。買収企業については、アナウンスメント日の（-10 日～+10 日）、（-5 日～+5 日）の期間で有意な株価効果はないが、（-1 日～+1 日）の期間では、10% 水準で有意なプラスの株価効果となった。買収対象企業については、アナウンスメント日の（-1 日～+1 日）の期間において、統計上 1% 水準で有意なプラスの株価効果となっている。この（-1 日～+1 日）の期間の大きなプラスの株価効果のため、分析期間を（-10 日～+10 日）の期間に延長した場合でも株価効果は 5% 水準で統計上有意なプラスとなっている。買収企業と買収対象企業の（-1 日～+1 日）の CAR について母集団平均の差の検定結果は 10% 水準で有意 (t 値 1.93) となっており、買収対象企業の株主は買収企業の株主より平均的に大きなリターンを得ていることが確認された。

株式市場の効率性を前提とすれば、アナウンスメント時に速やかに株式市場は M&A ニュースに対する評価を株価に反映することが予想される。したがって、本分析結果から、株式市場は M&A について

表 5 アナウンスメント日周辺の CAR
(括弧内は t 値)

分析期間	買収企業	買収対象企業
サンプル	137	147
-1 日～+1 日	1.51% (1.76)*	4.37% (3.66)***
-5 日～+5 日	0.03% (0.03)	3.46% (2.28)**
-10 日～+10 日	0.24% (0.21)	4.18% (2.49)**
-10 日～-2 日	0.18% (0.30)	1.05% (1.20)
+2 日～+5 日	-1.72% (3.57)***	-1.42% (1.46)
+2 日～+10 日	-1.45% (2.37)**	-1.24% (1.12)

*** 1% 水準で有意 ** 5% 水準で有意 * 10% 水準で有意 (両側 t 値検定)

株主価値を増大させる取引であると評価しているという結論が導き出せる。一方、(+2日~+5日)の期間に買収企業、買収対象企業ともマイナスの超過リターンとなる傾向が発見されたが、投資家の過剰反応が原因という見方も可能である⁽³⁾。

Morck, Shleifer and Vishny (1990), Sirower (1997) または Schwert (1996) は、米国ではアナウンスメント前後の数日で、買収企業では小さいがマイナスの株主超過リターンとなるのに対し、買収対象企業では30%近いCARになることを報告している。本分析結果では買収対象企業のCARは4%強と米国における買収対象企業の株主超過リターンを大幅に下回る。その一方、買収企業の株主超過リターンは小さいがプラスとなっている。このため、買収企業と買収対象企業の株主間のM&Aによる富の分配が、日本では米国と比較して買収企業の株主に有利になっている。この理由としては、日本のM&A市場においては関係会社間取引が多く、また買収企業間のコンテストも少ないことから、買収企業が米国と比較して有利に買収条件の交渉を進めていることが考えられる。このことは、日本において、買収企業の株主はRoll (1986) の指摘する「経営者の傲慢 (Hubris)」による負担を負わされるリスクが小さいことを意味している。

(3) 取引時期別の分析結果

M&A ブーム期とそれ以前の時期を分けて評価するため、取引完了時期を99年3月以前と以後の期間に分けたサブサンプルのCARを計測した。分析結果は表6の通りである。

買収企業の(-1日~+1日)のCARは、99年3月以前に取引完了したM&Aでは統計上は有意ではないがマイナスの株価効果であり、99年4月以降に完了した取引では統計上5%水準で有意のプラスのCARとなっている。いずれの時期についても、分析期間を(-5日~+5日)の11日間に拡大した場合も、株価効果の符号の方向は変化しない。3日間の株価効果について、両時期の母集団平均の差の検定を行うと、5%水準で有意であった。

買収対象企業については、(-1日~+1日)の期間で両時期ともプラスの株価効果となっているが、99年4月以降のサブサンプルについてのみ統計上有意なプラス(1%水準)となっており、株価効果も

表6 取引完了時期別のCAR

(括弧内はt値)

分析期間	買収企業			買収対象企業		
	99年3月以前	99年4月以降	平均の差	99年3月以前	99年4月以降	平均の差
サンプル	49	88	—	48	99	—
-1日~+1日 (3日間)	CAR -1.19% (t値) (1.52)	3.01% (2.44)**	4.20% (2.40)**	1.08% (0.57)	5.97% (3.98)***	4.89% (1.94)*
-5日~+5日 (11日間)	CAR -3.38% (t値) (3.14)***	1.92% (1.38)	5.30% (2.61)***	-1.26% (0.50)	5.75% (3.10)***	7.01% (2.19)**

*** 1%水準で有意 ** 5%水準で有意 * 10%水準で有意 (両側t値検定)

(3) Bremer and Sweeney (1991), Bremer and Hiraki (1997) は、大きな株価の動きのあとには調整が入ることを報告している。

大幅に拡大している。両サブサンプルの母集団平均の差の検定を行ったところ、10%水準で有意であった。期間を（-5日～+5日）の11日間に拡大した場合も、99年4月以降のサブサンプルでは引き続き統計上1%水準で有意のプラスの株価効果が得られるが、それ以前の期間のサブサンプルでは有意ではないがマイナスの株価効果となっている。以上の分析から、99年4月以降に取引完了したM&Aにおける買収企業、買収対象企業の両方の株価効果が、それ以前の90年代のM&Aにおける株価効果より、大幅に改善していることが確認できた。

この結果をまとめると、90年4月から99年3月の期間に取引完了したM&Aについては株主価値の増大に貢献していないこと、一方99年4月以降に取引完了したM&Aは株主価値を増大させていることが言える。2つの時期のサブサンプルの取引構成を比較すると、後半の時期のサブサンプルについては、1999年10月に施行された株式交換、株式移転取引がサンプルの約4割を占め、こうしたサンプルを構成する取引形態の変化が株価効果に影響を与えた可能性が考えられる。したがって、次に取引形態別の株価効果について分析を行う。

(4) 取引形態が株価効果に与える影響

4-(3)で分析した2つの時期別のサブサンプルについて、取引形態別に（-1日～+1日）の3日間のCARを分析した結果を表7に示した。最初に99年3月以前のサブサンプルについては、合併、TOBとも買収企業のCARは統計上は有意ではないがマイナスであり、買収対象企業についても合併のCARがマイナスとなっている。この分析結果は、1992年から1998年にアナウンスされた合併に関する株価効果がマイナスであるとのYeh and Hoshino (2001)の分析結果と一致しているが、本分析により、買収対象企業を含めた株価効果で見ても同時期の合併は平均して株主価値を減少させていることが判明した。また、買収企業のマイナスの株価効果は、TOBでも共通していることから、同時期の買収企業に関するマイナスの株価効果は、取引形態の違いを超えた傾向であることが判明した。一方、同時期のTOBの買収対象企業株主は、平均8%という高いリターンを得ている。このことから、取引形態が買収対象企業の株主リターンに大きな違いをもたらすこと、同時期のサンプル平均のCARがプラスとなる原因は、主としてTOBの大きなプラスの株価効果によるものであることが判明した。

次に、99年4月以降のサブサンプルでは、買収企業については4つの全ての取引形態でプラスの株価効果となっているが、統計上は株式交換と株式移転のみで10%水準で有意であり、合併とTOBでは有意ではなかった。一方、買収対象企業についても、全ての取引形態でプラスの株価効果が得られたが、株式交換と株式移転では1%水準で有意であるのに対し、TOBでは10%水準で有意、合併については統計上は有意でないという結果が得られた。この結果、同時期のM&Aは全ての取引形態でプラスの株価効果となっているが、取引形態の選択が、株主リターンに影響を持つことが確認された。特に、株式交換と株式移転は合併よりも買収企業、買収対象企業の両方の株主価値増大に寄与する取引と見て取れることから、この2つの取引が99年4月以降のサンプルの高い株価効果に貢献していると考えられる。株式を支払手段とするという点で合併、株式交換および株式移転は共通性を持つが、99年4月以降の合併サンプルと株式交換および株式移転サンプルのCARの差に関するt検定を実施すると、その差は買収企業については有意ではないが、買収対象企業については1%水準で有意（t値3.50）となった。

このように、有意なプラスの株価効果を伴う株式交換と株式移転は、買収企業と買収対象企業間の資本関係や相対規模など取引性格の点では4つの取引形態の中での類似性は低いが、99年10月施行の改正商法で利用可能となった新しい取引形態という点が共通している。株式交換による完全子会社化や

表7 取引形態別のCAR（-1日～+1日）

a. 取引完了時期99年3月以前

(括弧内はt値)

取引形態	買収企業		買収対象企業	
	サンプル	CAR	サンプル	CAR
合併	38	-1.48% (1.60)	39	-0.52% (0.24)
TOB	11	-0.22% (0.15)	9	8.00% (2.88)**
M&A全体	49	-1.19% (1.52)	48	1.08% (0.57)

*** 1%水準で有意 ** 5%水準で有意 * 10%水準で有意 (両側t値検定)

b. 取引完了時期99年4月以降

(括弧内はt値)

取引形態	買収企業		買収対象企業	
	サンプル	CAR	サンプル	CAR
合併	44	2.33% (1.24)	46	0.63% (0.36)
株式交換	23	3.50% (1.79)*	28	11.91% (3.41)***
株式移転	11	7.13% (1.85)*	14	10.56% (3.06)***
TOB	10	0.34% (0.10)	11	7.21% (1.94)*
M&A全体	88	3.01% (2.44)**	99	5.97% (3.98)***

*** 1%水準で有意 ** 5%水準で有意 * 10%水準で有意 (両側t値検定)

株式移転による共同持株会社の設立は、従来の、合併による組織統合やTOBによる買収対象会社の少数株主を残した状態での子会社化に比較して、統合後のコーポレート・ガバナンス強化に結びつき、株主価値にポジティブな影響を持つとの見方が出来る。実際にこの2つの取引形態は90年代終わりにスタートしたM&Aブームの象徴的な取引（ソニーによる3上場子会社の株式交換による完全子会社化、または株式移転によるみずほファイナンシャルグループの設立など）を含んでおり、選択と集中の経営やグループ再編といった日本におけるM&Aブームを支えるコンセプトの象徴的な取引形態とも考えられる。持株会社組織や子会社の保有形態といったグループ経営における組織体制のあり方と株価評価の関連性問題は、グループ経営を評価する上で今後の重要な研究課題である。

なお、99年4月以降の合併でのみ、買収対象企業のCARは買収企業のCARを下回っているが、この差は5%水準で有意ではなく、買収企業より買収対象企業の株主が大きなりターンを得ているという全体サンプルにおける分析結果を変えるものではないと考える。

次にTOBと、合併、株式交換、および株式移転の3取引形態の株価効果の比較を行う。TOBは、合併、株式交換および株式移転の3種類の株式買収と比較して以下の4点で取引性格上の大きな違いがあ

る。第一にTOBは4種類の取引形態の中で唯一の現金取引であること、第二に3種類の株式買収が株主総会決議により成立するのに対し、TOBは個々の株主の意思に基づく売却（テNDER）により成立すること、第三にTOBでは取引完了後も買収対象企業の上場廃止が当然の前提とならないこと、第四に3種類の株式買収では取引時点で買収対象企業の株主に対する課税が発生しないが、TOBではテNDERを行う株主に対する課税が発生することである。このため、TOBと株式買収の株価効果には差が生じている可能性がある。

TOBと3種類の株式買収の株価効果の差の検定を行ったところ、表8の通り、株価効果に関する有意な差は、買収企業と買収対象企業のいずれについても確認されなかった。この結果のうち、買収対象企業についても株価効果に有意な差がないという結果は、Franks, Harris and Mayer (1988) による、取引におけるテNDERの有無に関わらず、現金取引では株式取引に比較して買収対象企業の株価効果が高くなるという米国と英国のサンプルに基づく分析結果とは相異なる結果となっている。新聞報道に基づけば、少なくとも今回のサンプルの約半数のTOBについては、買収企業と買収対象企業の特定の既存ブロック株主の間に売却に関する事前の合意が成立しており、こうした取引の成立に対して、一般株主からのテNDERの有無の重要性が低いことが推定できる。このように、TOBと3種類の株式取引の間に、株価効果に関する有意な差の発見できなかった原因については、米国および英国におけるTOBに比較して、日本のTOBにおいてはコンテスト性が低いためであると考えられる。

表8 支払手段別の株価効果（-1日～+1日）

（括弧内はt値）

取引形態	買収企業			買収対象企業		
	株式買収	TOB	平均の差	株式買収	TOB	平均の差
サンプル	116	21	—	127	20	—
CAR	1.78%	0.05%	1.73%	3.87%	7.57%	3.70%
(t値)	(1.86)*	(0.03)	(0.73)	(2.91)***	(3.23)***	(1.06)

*** 1%水準で有意 ** 5%水準で有意 * 10%水準で有意（両側t値検定）

以上の分析より、次の2点のことが明らかになった。

第一に90年4月から99年3月の期間に取引完了したM&Aは、全体として買収企業の株主価値を減少させており、特に合併は買収対象企業の株主価値も減少させている。99年4月以降のM&Aブームの中のM&Aについては、平均して株主価値を増大しており、株主の視点で見て同時期のM&Aブームを支持する結果となっている。先行研究では70年代後半から80年代の合併における買収企業の株主超過リターンがプラスであるとの結果が報告されており、また本分析から99年4月以降の合併も株主超過リターンがプラスとなったことから、合併に伴うマイナスの株価効果は90年代の中でも限定された期間に特有のものと考えられる。

第二に、取引形態別に見ると、合併とTOBにおける買収企業の株価効果については、99年3月以前と99年4月以降のいずれの時期についても有意な株価効果は確認できなかった。また、合併については、買収対象企業についても、いずれの時期でも有意な株価効果は確認できなかった。一方、99年10月施行の改正商法により利用可能となった株式交換と株式移転については、買収企業、買収対象企業の両方について有意なプラスの株価効果があることから、これらの新たな取引形態が追加されたことが、

99年4月以降の株価効果改善の一つの要因となっている。したがって、M&Aの取引形態に関する選択肢が増加し、取引目的や取引性格に合致した手法が使用できるようになったことが、サンプル全体の株価効果改善に貢献していると考えられる。

5 結論と今後の課題

以上の本稿の分析により、次の2点が明らかになった。

第一に90年代以降のM&Aを通して見ると、日本の上場企業間のM&Aは全体として株主価値創造につながっているが、創造される価値の大半は、買収対象企業の株主が得ているとの結果が得られた。このような、買収企業の株主と買収対象企業の株主間の富の分配構造は、かつてAsquith (1983) や Jensen and Ruback (1983) が、効率的会社支配権市場の発達により米国において実現したと評価している富の分配構造と同一の構造とみなせる。ただし、M&Aブーム期と考えられる1999年4月以降の時期には、取引形態に関わらず小幅ながら有意なプラスの株主超過リターンが買収企業についても観測されており、その点では米国と一致しない結果になっている。日本のM&A市場におけるコンテスト性の欠如がこの理由の一つと考えられる。

第二に、合併に比較して、株式移転と株式交換の方が大きな株主価値の増大に結びつく傾向がある。これは、持株会社や完全子会社などの組織体制の優位性に基づく可能性があるが、この問題については、今後のより大きなサンプルによる分析が必要である。1999年の商法改正により、取引形態の選択肢が増え、企業にとり取引の目的と性格に合致した取引形態を選択する余地が広がったことが、90年代後半の株価効果改善の一因と考えられる。

また、本研究の結果、今後解明していくべきいくつかの研究課題が生まれた。本論文では、90年代のM&Aにおける買収企業、買収対象企業のそれぞれの株価効果と、取引形態の違いの株価効果への影響を明らかにした。今後は、さらに一歩進めて、90年代以降のM&Aによる株価効果の要因分析が重要な研究課題となろう。

また、アナウンスメント日の2日後以降に見られるマイナスの株主超過リターンの要因分析が必要である。アナウンスメント日の株価の動きと2日後以降の株価の動きに関連はあるのだろうか。これは、株式市場におけるM&Aに関するアービトラージ・メカニズムの解明につながると期待される。

■参考文献

- [1] Asquith, P. (1983), "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns", *Journal of Financial Economics* 11, pp.51-83.
- [2] Bremer, M. and R. Sweeney, (1991), "The Reversal of Large Stock Price Decrease" *Journal of Finance* 46-2, pp.747-754
- [3] Bremer, M. and T. Hiraki, (1997), "Predictable Patterns after Large Stock Price Changes on the Tokyo Stock Exchange," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32-3, pp.345-365.
- [4] Comment, R. and G. W. Schwert (1995), "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures", *Journal of Financial Economics* 39, pp.3-43.
- [5] Franks, J. R., R. S. Harris and C. Mayer (1986) "Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States", in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Edited by Auerbach, A. J., The University of Chicago Press. Chicago, IL.

- [6] Franks, J. R., R. S. Harris and S. Titman (1991), "The Postmerger Share-price Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics* 29, pp.81-96.
- [7] Jensen, M. C. and R. S. Ruback (1983) "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics* (April), pp.5-50.
- [8] 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, pp.2197-2218.
- [9] Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny (1990), "Do Managerial Motives Drive Bad Acquisitions?", *Journal of Finance* 45, pp.31-48.
- [10] Pettway, R. and T. Yamada (1986), "Mergers in Japan and their Impacts upon Stockholders' Wealth", *Financial Management* (Winter), pp.43-52.
- [11] Roll, R. (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers", *Journal of Business* 59, pp. 197-216.
- [12] Schwert, G. W. (1996), "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics* 41, pp.153-192.
- [13] Sirower, M. L. (1997), "*The Synergy Trap: How Company Lose the Acquisition Game*" = 1998年『シナジー・トラップ』宮腰秀一訳 トッパン・プレスティンホール：東京
- [14] Yeh, T and Y. Hoshino (2001), "Shareholders' Wealth, Bank Control, and Large Shareholders: An Analysis of Japanese Mergers", 『経営財務研究』Vol. 21, NO. 2, pp.150-166.