

M & A による企業価値 創造効果の日米比較

一橋大学商学部

助教授 伊藤邦雄

目 次

I はじめに	III 日本の実証結果
II 米国の実証結果	(1) 調査方法
(1) 概観	(2) 調査結果
(2) Doddの研究	IV 比較分析
(3) Keown & Pinkertonの研究	V むすび

M & Aが企業の価値にどのような影響を与えるか（企業価値創造効果）を株価ないし株主の富への影響を通して検証してみると、買収企業および被買収企業のいずれにおいても、日本と米国との間で著しい差異があることが発見された。米国では、M & Aはとりわけ被買収企業の価値を創造していることが一貫して実証されてきた。それに対しわが国のM & Aは、買収側および被買収側の双方の企業価値をむしろ損うものと証券市場で判断されていることが明らかになった。

I はじめに

米国ではM&A（会社の合併・買収）が日常茶飯事のごとく頻発し、それをめぐる是非論が近年かまびすしく展開してきた。

一方には、頻発するM&Aが経営者に脅威と恐怖を与え、それが経営者をして長期的展望に立った意思決定を放棄させるとともに、短期的利益を近視眼的に追求させる結果をもたらしたとする根強い批判論がある。M&Aが米国の産業を衰退させた主因の1つというわけである。しかし他方には、M&Aは決してゼロサム・ゲ

ームではなく、被買収企業（ターゲット企業）の価値を創造し、株価の上昇という形で株主の富を増大させているとの肯定論がある。とりわけ後者は財務論の研究者によって蓄積されてきた実証結果に基づいて展開してきたものである。

わが国でもこれまで、主として合併という形でM&Aが行われてきた。最近では国内企業を対象としたものはもとより、外国企業をM&Aの対象としたものも盛んに行われるようになってきた。しかしながら、わが国のM&Aが米国とのそれと同様に企業価値を創造してきたかどうかは実証的にほとんど研究されておらず、いま

※※※※ 特 集 ※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※

だ厚いペールに包まれているというのが実情である。

M&Aが企業価値を創造するものと一般に予想・評価されれば、それが証券市場において株価に反映されるはずである。いってみれば株価はM&Aが企業価値を創造しているかどうかのサウンディング・ボードとしての機能を果たしていると考えられる。

本稿の目的は、日本企業によるM&Aに対する証券市場、とりわけ株価の反応を通してその企業価値創造効果を検証し、その結果を米国の実証結果と比較することにある。また、こうした実証はM&Aという事象の発表が、情報としてどのような内容をもつかという、いわばM&Aの情報効果を点検することになる。さらに、本研究の副次的効果として、こうした情報効果を点検することによって、わが国で現在問題とされているインサイダー取引に関する何らかの実証的示唆を得ることが期待される¹⁾。

II 米国の実証結果

(1) 概 観

米国ではM&Aによる株主の富（企業価値）への影響を株式投資による超過収益(abnormal return)によって測定するのが一般であり、こうした研究結果は数多くある。しかし、それぞれ調査対象とするM&Aの形態、使用するモデル、分析期間、そして投資収益率データの種類が微妙に異なる。

例えばM&Aの形態としては主として合併と公開買付、あるいはその双方が対象とされてきた。また主として採用されたモデルはCAPM

と市場モデルの2つである。投資収益率データとしては、当初、月次データが用いられていたが、その後研究の進化とともに日時データが用いられるようになり精緻化がはかられた。また精緻化という点では、①当初の研究ではM&Aの実施日とイベント日についていたのに対し、その後情報効果をより正確に把握するために、発表日をイベント日とするようになったこと、および当初は成功した（成就した）M&Aだけをサンプルとしていたのに対し、その後サンプルを成功したものと失敗したものとの2つのポートフォリオに分類して、両者の効果を比較分析するようになったこと、も指摘しておく必要がある。

こうした米国の実証研究のなかで、後に示すわが国の実証結果との比較対象として選んだのは Dodd の研究²⁾と Keown & Pinkerton の研究³⁾である。選択理由は3つある。第1の理由はともに統計的に有意で、かつきわめて類似した結果を示していること。第2は同じモデルを用いていること。第3は両者が互いに補完関係にあることである。すなわち、①後者が被買収企業だけを調査しているのに対し、前者は買収側も調査していること、②後者は前者よりも分析期間を長くとっていること、③前者は株主の富への影響を主として論じているのに対し、後者はインサイダー取引の検証についても重要な示唆を与えており、本稿の副次的目的にも寄与すると期待されたこと。

また、これら2つの研究は、他の多くの実証結果と基本的に同様の発見をしており、いってみれば米国の傾向的特徴を反映しているといえる。したがって2つの研究の内容を示す前に、

こうした傾向的特徴をみておくのが有益であろう。この点で Jensen & Ruback によるサーベイ⁴⁾を紹介するのが効率的である。

Jensen & Ruback は M&A の発表日をイベント日とするようになつた 1977 年の研究から 1983 年までの研究の実証結果を要約している。彼らの貢献は、個々の研究結果をサンプル数をウェートとして加重平均を行い、研究全体の傾向的特徴を捉えるのに成功していることである。

成功した合併だけについてみてみると、被買収企業の -1 から 0 日 (= 発表日) にかけての異常株価変動率は、個々の研究によって +6.24% から +13.41% の開きがあったが、その加重平均は +7.72% であった。また発表日前約 1 ヶ月から発表日までの異常株価変動率は +13.30% から +21.78% の開きがあったが、その加重平均は +15.90% であった。他方、買収企業については、-1 から 0 日にかけての異常株価変動率は +0.20% から -1.09% の開きがあり、その平均は -0.05% であった。また発表日までの約 1 ヶ月間の変動率は研究によって +0.20% から +3.48% の開きがあり、その平均は +1.37% であった。

(2) Dodd の研究

Dodd は 1971 年から 1977 年までの期間にニューヨーク証券取引所上場会社を合併する提案を発表した 151 のケースを対象とした実証研究を行つた。ターゲットとされた 151 のサンプルのうち 71 件はその後成功（成就）したが、残る 80 件は成功しなかつた。またそれに対応して、買収側はそれぞれ 66 件と 60 件であった。Dodd はこれら全サンプルおよび各サブ・サンプルについて、それらが個々の企業の株価（すなわち株主

の富）に与える影響を分析した。

まず市場モデルを用いて α と β の 2 つのパラメータを推定し、それを用いて残差 (residual) を計算した。この残差は予測誤差 (prediction error ; PE) を表し、異常投資収益 (abnormal return) と呼ばれるものである。そして、それは当該合併の発表に起因する株価の変動部分と解釈されるのである。

続いて、各日の PE を計算し、それを全サンプルないしサブ・サンプルについて平均することによって平均予測誤差 (PE) を算出する。この平均予測誤差を -40 日から +40 日まで加算した累積平均予測誤差 (cumulative average prediction errors ; CPE) を計算する。ただし合併提案がウォール・ストリート・ジャーナル紙に発表された日を 0 日（イベント日）とし、それ以前の取引日をマイナス、それ以後の取引日をプラスで表す。

その結果を要約したのが表 1 である。

被買収企業および買収企業それぞれの全サンプルの CPE の動きを図示したのが図 1 と図 2 である。

被買収企業全サンプルの -1 日および 0 日における平均予測誤差⁵⁾ はそれぞれ 8.74% および 4.30% である。それについて t 検定を行つた結果、-1 日の t 値は 23.80 そして 0 日の t 値は 11.71 であり、ともに有意にゼロとは異なるプラスの異常収益が生じていることが判明した。他方、買収企業全サンプルの -1 日および 0 日における平均予測誤差はそれぞれ -0.54% (t 値 -2.46) および -0.62% (t 値 -2.83) であり、被買収企業とは対照的に小さいながらも有意なマイナスの異常収益が生じていることが判明し

表1 累積平均予測誤差 (CPE)

累積期間	被買収企業			買収企業		
	全サンプル (151)	成 功 (71)	不成功 (80)	全サンプル (126)	成 功 (66)	不成功 (60)
(-1, 0)	13.04%	13.41%	12.73%	-1.16%	-1.09%	-1.24%
(-40, 0)	23.42%	24.01%	24.51%	5.37%	4.89%	5.80%
(+1, +40)	-1.99%	3.96%	-8.86%	-0.20%	1.18%	-1.46%

図1 米国における被買収企業(全サンプル)の累積平均予測誤差 (CPE)

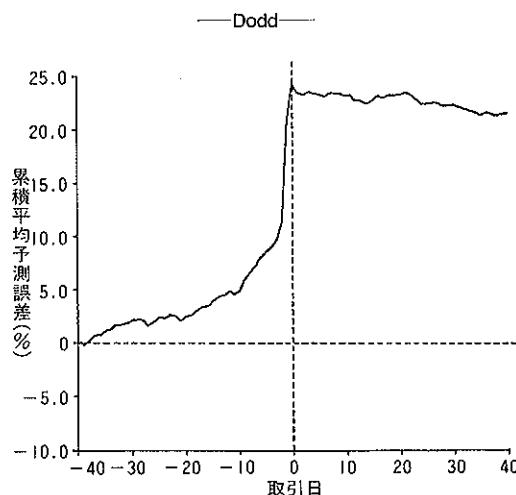
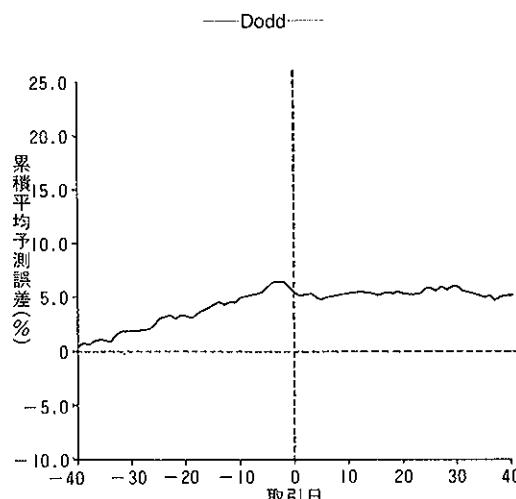


図2 米国における買収企業(全サンプル)の累積平均予測誤差 (CPE)



た。

また-40日から発表日までの被買収企業全体のCPEは23.42%と高い水準を示している。これを先の-1日から0日までのCPEと比較すると、全体のCPEの約半分が発表日までに生じていることが知られる。いずれにせよ、これらの結果は被買収企業の株主は合併の提案によって高い水準の超過収益を獲得できることを物語っている。

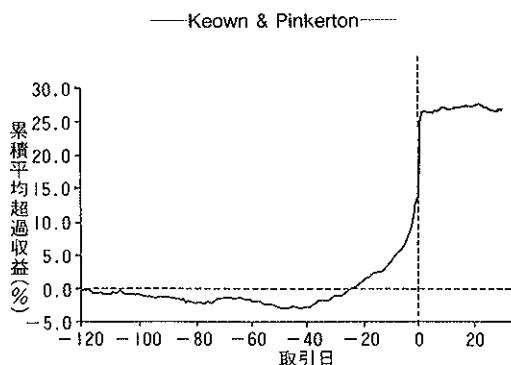
これらの結果は数字に若干の違いはあるものの、前述のJensen & Rubackのデータと軌を一にするものといえよう。

(3) Keown & Pinkertonの研究

Keown & Pinkertonは1975年から1978年までの間に買収された194の公開会社を対象とし、買収の公表日をはさんで-125日から+30日までの株価の動きを追跡した。彼らはDoddと同じ市場モデルを用いた。 α と β の推定にあたつては、バイアスを排除するために調査期間の最初の100日間のデータを用い、発表日(0日)前25日を排除した。

そのようにして推定されたパラメータに基づいて残差である超過収益を計算し、かつ各日ににおける平均超過収益を算出した。さらに平均超過収益を-125日から+30日まで加算して累積平均超過収益(CAR)を計算した。それを示し

図3 米国における被買収企業の累積平均超過収益 (CAR)



たのが図3である。

Keown & Pinkertonの研究の主たる狙いは、必ずしも買収による株主の富への影響を分析することではなく、むしろ被買収企業の株価の動きを丹念に跡づけることによって、インサイダー取引の存在について何らかの証拠を得ることにある。かれらは次の諸点を発見した。①発表日前25日目にCARがプラスに転じ、またCARの全上昇分の半分がその期間に発生していること。②日々の平均超過収益が発表日前27日間のうち26日でプラスになっており、発表日前11日のうち10日間では10%レベルで、また直前5日間では0.5%レベルで有意にゼロと異なること。③直前5日間のすべてで全サンプルの過半数の平均超過収益がプラスとなっていること。

彼らはこれらの発見をもとに次のように結論するのである。「これはやがて起こるであろう合併に関する内部情報に基づいて相当程度の取引が行われていること、しかもそれは発表日前約1ヵ月ごろに始まり、直前の5日から11日ごろにはルール10b-5のまぎれもない違反が起こっていることを示唆している。」(863頁)

Keown & Pinkertonの研究は、合併による被買収企業の株主の富に対する影響ないし企業価値創造効果という点でも重要な結果を示している。まず一日と0日の平均超過収益はそれぞれ2.55%および12.02%となっており、t値もそれぞれ5.93および11.53となっている。いずれも統計的に有意にゼロと異なるプラスの値を示している。またこの2日間のCARは14.57%であり、Doddの13.04%と近い値を示している。

さらに Doddとの比較のために、Keown & Pinkertonのデータをもとに筆者が計算を行ったところ、-40日から0日までのCARは27.95%となった。これは Doddの24.01%（被買収企業のうち成功したサブ・サンプル）とやはり近い値を示している。また Doddの研究では得られなかった-125日から0日までのCARは25.28%を示している。

以上のように Keown & Pinkertonの分析でも、合併の発表によって企業価値が創造され、株主の富が増大していること、さらにそうした増加は発表前に半分ほどが実現していることが確認されたのである。

III 日本の実証結果

(1) 調査方法

米国とは対照的に、M&Aが証券市場を通して株主の富に与える影響を、日次株価収益率データを用いて実証した研究は日本には存在しなかったといってよい⁶⁾。そこで筆者は、日次株価収益率を用いてわが国のM&Aの影響を調べ、それを米国の結果と比較することを試みた。

この調査では1971年から1987年までにわが国

表2 サンプルの企業名と合併公表日

買 収 企 業 名	被 買 収 企 業 名	合併公表日
川崎重工業	汽車製造	1971. 6. 1
明治製菓	明治商事	1971. 6. 25
山陽パルプ	国策パルプ	1971. 8. 23
富士自動車	大日本機械工業	1971. 9. 24
三菱鉱業	三菱セメント	1971. 8. 9
日本軽金属	日本アルミニウム	1974. 3. 11
鐘洋曹達工業	カネボウ中滝製薬	1974. 4. 5
日本重化学会業	東北重化学会業	1974. 10. 16
伊藤忠商事	東安宅産業	1976. 1. 13
合同製鐵	日本砂鉄鋼業	1977. 7. 21
ライオン歯磨	ライオン油脂	1977. 10. 31
王子製紙	日本パルプ工業	1978. 10. 4
日本ミネチュアペアリング	東京螺子製作所	1981. 4. 1
	新中央工業	〃
	新興通信工業	〃
トヨタ自動車工業	トヨタ自動車販売	1982. 1. 23
住友重機械工業	日本特金屬工業	1982. 4. 21
科研化学会	科研薬化	1982. 4. 22
横河電機製作所	北辰電機製作所	1982. 9. 1
京セラ	ヤシマ	1983. 4. 1
東京三洋電機	三洋自動販売機	1983. 7. 27
赤井電機	赤井商事	1984. 1. 19
トヤマキカイ	日本平産	1984. 4. 7
大協石油	丸善石油	1985. 5. 24
ミニ三洋電機	かね東洋電機	1985. 10. 27
戸田建設	島藤建設	1986. 5. 3
吾需製鋼所	東伸製鋼	1987. 3. 2
クラウン	田尻機械工業	1987. 5. 26
松下電器産業	松下電器貿易	1987. 8. 31

で行われた合併で、買収会社・被合併会社ともに上場会社であり、かつ公表日が特定できた29件の合併をサンプルとした。具体的には合併会社28社、被合併会社31社であり⁷⁾、会社名と合併公表日が表2に記載してある。またイベント日を当該合併が日本経済新聞紙に公表された日とし、それを0日とした。収益率データは公表日

をはさんで-119日から+19日までとした。

まず Dodd および Keown & Pinkerton と同様に、次の市場モデルを用いた。

$$\tilde{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt} + \tilde{\epsilon}_{jt}$$

ただし

\tilde{R}_{jt} = t 日における証券 j の投資収益率

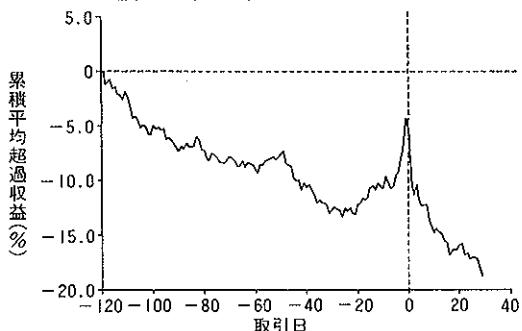
\tilde{R}_{mt} = t 日における市場ポートフォリオの投資

表3 日本における被買収企業の日次平均超過収益 (AR) と累積平均超過収益 (CAR)

取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)
-60	-0.3636	-8.9714	-36	-0.7461	-12.1741	-12	0.6063	-10.3039
-59	-0.4817	-9.4531	-35	0.3327	-11.8413	-11	-0.2764	-10.5803
-58	0.9518	-8.5013	-34	-0.2096	-12.0510	-10	-0.2001	-10.7804
-57	-0.1131	-8.6145	-33	-0.0460	-12.0970	-9	1.1301	-9.6503
-56	0.3617	-8.2527	-32	-0.3269	-12.4240	-8	-0.5708	-10.2211
-55	0.1704	-8.0822	-31	-0.7445	-13.1686	-7	-0.6252	-10.8464
-54	0.0707	-8.0115	-30	0.4008	-12.7677	-6	0.2086	-10.6378
-53	0.2311	-7.7804	-29	0.3134	-12.4543	-5	1.0244	-9.6133
-52	-0.4002	-8.1806	-28	-0.1991	-12.6534	-4	0.4144	-9.1989
-51	0.2197	-7.9608	-27	-0.1230	-12.7765	-3	1.2691	-7.9297
-50	0.3904	-7.5704	-26	-0.7487	-13.5253	-2	1.0447	-6.8850
-49	0.2387	-7.3317	-25	1.0043	-12.5209	-1	2.6299	-4.2550
-48	-1.1950	-8.5267	-24	-0.4022	-12.9232	0	-1.3654	-5.6205
-47	-0.0618	-8.5885	-23	0.4752	-12.4479	1	-4.1094	-9.7299
-46	-0.1359	-8.7244	-22	-0.6058	-13.0538	2	-1.7191	-11.4491
-45	-1.1316	-9.8561	-21	-0.1395	-13.1933	3	1.0135	-10.4355
-44	-0.2372	-10.0934	-20	0.9916	-12.2017	4	-1.3600	-11.7955
-43	0.0984	-9.9949	-19	0.1068	-12.0948	5	-0.5868	-12.3823
-42	-1.0238	-11.0188	-18	0.4526	-11.6421	6	0.1422	-12.2401
-41	0.7553	-10.2634	-17	-0.0756	-11.7178	7	0.0136	-12.2264
-40	-0.4525	-10.7160	-16	0.0832	-11.6345	8	-1.3634	-13.5899
-39	0.2693	-10.4467	-15	0.9975	-10.6369	9	-0.7148	-14.3047
-38	-0.4256	-10.8723	-14	0.0851	-10.5518	10	-0.5428	-14.8476
-37	-0.5556	-11.4279	-13	-0.3584	-10.9102			

* Keown & Pinkerton (1981) にならい公表日をはさみ-60日から+10日までのデータのみを示した。

図4 日本における被買収企業の累積平均超過収益 (CAR)



収益率

$$\beta_j = \text{cov}(\tilde{R}_{jt}, \tilde{R}_{mt}) / \text{var}(\tilde{R}_{mt})$$

$$\varepsilon = \text{擾乱項}, \text{ただし } E(\varepsilon_{jt}) = 0$$

残差である超過収益は次の式によって得られる。

$$\hat{\varepsilon}_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

α_j と β_j の推定は Keown & Pinkerton に基本的にならって、調査期間の最初の80日間のデータを用いて行った。さらに次の式によって平均

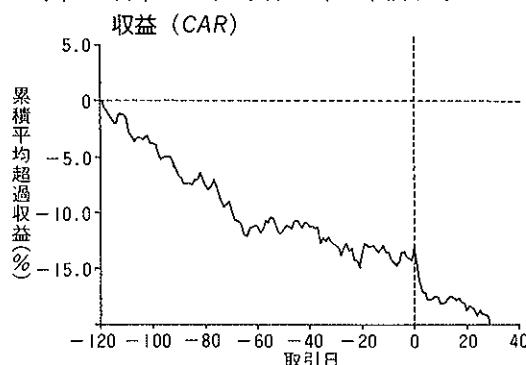
※※※※ 特 集 ※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※

表4 日本における買収企業の日次平均超過収益 (AR) と累積平均超過収益 (CAR)

取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)
-60	-0.1663	-11.2838	-36	-1.2987	-12.7488	-12	0.3857	-12.9104
-59	-0.5346	-11.8184	-35	0.6642	-12.0846	-11	-0.5666	-13.4770
-58	0.3872	-11.4312	-34	-0.4743	-12.5590	-10	-0.0721	-13.5492
-57	0.7295	-10.7017	-33	0.4401	-12.1188	-9	-0.6186	-14.1678
-56	-0.2717	-10.9734	-32	-0.4811	-12.5999	-8	-0.2561	-14.4240
-55	0.5916	-10.3817	-31	-0.1373	-12.7373	-7	-0.2977	-14.7218
-54	-0.1278	-10.5096	-30	-0.1913	-12.9286	-6	0.3163	-14.4054
-53	-0.7089	-11.2185	-29	-0.1901	-13.1187	-5	0.9529	-13.4525
-52	-0.6256	-11.8442	-28	-0.7138	-13.8326	-4	0.0088	-13.4436
-51	0.0959	-11.7483	-27	0.6026	-13.2299	-3	-0.5063	-13.9499
-50	0.3525	-11.3958	-26	0.5271	-12.7028	-2	-0.1811	-14.1311
-49	0.3105	-11.0852	-55	-0.7541	-13.4569	-1	-0.0889	-14.2201
-48	-0.1274	-11.2127	-24	0.2771	-13.1798	0	1.2389	-12.9811
-47	-0.1986	-11.4114	-23	-1.0310	-14.2108	1	-1.8410	-14.8221
-46	0.7483	-10.6630	-22	0.0062	-14.2046	2	-1.6053	-16.4275
-45	0.0177	-10.6512	-21	-0.6762	-14.8808	3	-0.6380	-17.0655
-44	-0.3336	-10.9849	-20	1.1738	-13.7070	4	-0.1453	-17.2108
-43	-0.3890	-11.3740	-19	0.9318	-12.7751	5	-0.5712	-17.7821
-42	0.5601	-10.8138	-18	-0.2034	-12.9786	6	-0.0192	-17.8014
-41	-0.1015	-10.9153	-17	-0.1467	-13.1253	7	0.1959	-17.6055
-40	-0.2680	-11.1833	-16	0.2077	-12.9175	8	0.2096	-17.3958
-39	0.0424	-11.1409	-15	-0.2832	-13.2008	9	-0.2207	-17.6166
-38	-0.2825	-11.4234	-14	-0.3565	-13.5573	10	-0.4801	-18.0968
-37	0.2733	-11.1501	-13	0.2611	-13.2962			

*表3にならって公表日をはさみ-60日から+10日までのデータのみを示した。

図5 日本における買収企業の累積平均超過



超過収益 (AR) を求めた。

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \hat{\epsilon}_{jt}$$

ただし

N = サンプル数

最後に次の式によって累積平均超過収益

(CAR) を求めた。

$$CAR = \sum_{t=1}^T AR_t$$

表5 買収グループおよび被買収グループの代表的な財務指標

	買収グループ		被買収グループ	
	平均 値	標準偏差	平均 値	標準偏差
売 上 高 (百万円)	522,704	1,172,650	335,316	825,275
純 利 益 (百万円)	15,071	42,404	4,877	17,496
総 資 本 (百万円)	364,139	578,270	138,455	284,355
自 己 資 本 (百万円)	125,329	295,565	26,164	65,123
総資本利益率 (%)	4.42	4.87	3.47	7.96
自己資本利益率 (%)	16.77	15.43	2.40	6.30

(2) 調査結果

表3は被買収企業のARとCARを示したものであり、図4はそのCARをプロットしたものである。

まず-1日と0日におけるARはそれぞれ+2.63%と-1.37%であった。また、それぞれのt値は3.69と-0.72であった。このことから-1日には統計的に有意にゼロと異なるプラスの異常収益が発生しているといえる。なお、+1日におけるARは-4.11%であり、そのt値は-2.78と10%水準で有意であることを示している。これは超過収益が-1日と+1日とで、有意に大きな正反対の動きをしていることを意味している。

CARをみてみると、-1日から0日までのCARは+1.27%であるのに対し、-40日から0日までのCARは+4.64%であった。さらに-119日から0日までのCARは-5.62%であった。ちなみに0日までの累積期間でCARが最も大きくなるのは-26日から0日までで+7.91%である。また0日から+29日までのCARは-13.13%であった。

表4は買収企業のARとCARを示したものであり、図5はそのCARをプロットしたも

のである。

まず-1日と0日におけるARはそれぞれ-0.09%と+1.24%であるが、そのt値はそれぞれ-0.14と1.50でともに統計的に有意ではなかった。また+1日におけるARは-1.84%であり、そのt値は-1.69と、ほぼ10%水準で統計的に有意であった。したがって-1日から0日までのCARは+1.15%であった。次に-40日から0日までのCARは-2.07%であった。さらに-119日から0日までのCARは-12.98%であった。

続いて買収企業グループと被買収企業グループとの間に財務的な特性に違いがあるかどうか調べてみた。まず両グループのシステムティック・リスクに違いがあるかどうかを見るために、それぞれの β の平均値を求めてみた。その結果は買収企業グループが0.50に対し、被買収企業グループは0.91であった⁸⁾。このことから、むしろ買収企業グループのほうが平均的にリスクが高いといえる。

さらに2つのグループの他の代表的な財務数値および収益性の指標をとって、その平均値および標準偏差を表5に示してある。

表5から買収グループと被買収グループとの間で以下のような財務的特性の違いが指摘でき

※※※※ 特 集 ※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※

る。第1に被買収グループの企業規模は買収グループのその約半分から3分の1であること。第2に被買収グループの自己資本比率(19%)は買収グループのそれ(34%)に比べてはるかに低いこと。第3に自己資本利益率でみた被買収グループの収益性が極度に低く、逆に買収グループの収益性は良好であること。

IV 比 較 分 析

まず被買収企業の株主の富に与える影響から比較を試みよう。-1日から0日にかけての、いってみれば発表日における異常収益を比較してみると、米国では13.0%から14.6%の収益が生じているのに対し、わが国ではわずか1.3%しか生じていない。このことは、米国では合併による企業価値創造効果が強く期待され、合併情報がグッド・ニュースと受け止められているのに対し、わが国ではそうした効果がそれほど期待されていないことを示唆している。

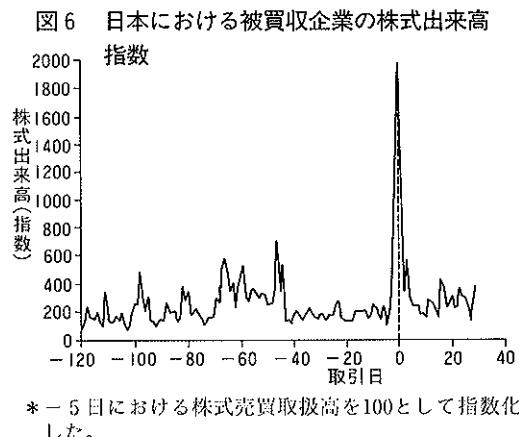
同様に-40日から0日までの期間をみてみると、米国では24.0%から28.0%の累積超過収益が発生しているのに対し、わが国ではその約5分の1から6分の1に相当する4.6%の収益しか発生していない。この点でも、M&Aに対する市場参加者の期待の大きな違いをうかがい知ることができる。

こうした顕著な違いがある一方、両国にはある注目すべき類似点が発見される。Doddの調査によれば公表日の10日ほど前から超過収益の上昇がそれまでよりも速いスピードで始まり、さらに3日前くらいから著しく上昇している。またKeown & Pinkertonの調査では、こうし

た公表日前の株価の動きがより鮮明な形で現れている。ほぼ20日ほど前から超過収益はほぼ一貫して急上昇を続けている。目をわが国の結果に転ずると、-120日から一貫して下落を続けてきたCARが-20日ごろから一転して上昇を始めている。さらに6日ほど前から、その上昇のスピードは加速されている。そして、この間のCARの上昇分は約10%に達する。

Keown & Pinkertonが指摘しているように、こうした現象はインサイダー取引の存在を示唆している。ただし、そう断定できるかどうかには問題が残されている。それは、Jensen & Rubackも指摘しているように、M&Aの新聞紙上で発表前にさまざまな情報が公開され、市場参加者はそうした公開情報から、来たるべきM&Aの可能性を予想することがありうると考えられるからである。つまり、発表前の株価の修正はそうした公開情報に対する投資家のバイアスのない反応であるかもしれないである。

したがって、こうした仮説についても検定しなければ確たる結論を導くことはできないかもしない。ただ、わが国の場合、インサイダー取引の存在を支持する、米国にはみられない2つの特徴があるのである。第1は発表日の約120日前からCARは一貫して下落をしており、約13%の水準まで落ち込んでいることである。第2は発表以後またしてもCARは下落を続けていることである。先に指摘したように、発表日から+29日までのCARは-13%に及んでいる。この2つのわが国に特有の現象は、発表前の公開情報に対する投資家のバイアスのない反応であるという前述の仮説の正当性を弱めるで



あろう。

図 6 は被買収企業グループの分析期間における日々の株式の出来高を -5 日の出来高を 100 として指数化し、それを平均化したものである。やはりほぼ 6 日前から出来高が激増しているのがわかる。

このように仮に -20 日から発表日までの CAR の動きがインサイダー取引に基づくものであるとすると、わが国における合併が被買収会社の株主に与える影響は無視しえないものとなろう。平均的に、合併はむしろ被買収会社にとって買収会社との間にシナジーを生むどころか、逆に企業価値を損なうものと一般に予想されていると解されるからである。つまり逆シナジーが予想されているのかもしれない。

しかし、こうした「逆シナジー仮説」だけではわが国の現象を説明できるかは必ずしも明らかではない。というのは、合併情報が証券市場に伝達される過程で、市場にはいまだ伝達されなかつた被買収会社に関する負の情報が新たに伝達され、市場がそれに基づいて被買収企業を再評価しているとする「情報仮説」が成立する可能性もあるからである⁹⁾。今後さらに検証する

必要がある。

いずれにせよ、米国では発表日後に CAR がほとんど変動していないのに対し、わが国では発表日後も CAR が下落を続けていることは、わが国の証券市場の非効率性を示唆するものといえよう。

続いて買収企業側の分析に移ろう。米国での買収企業の -1 日から 0 日にかけての CAR は -1.2% であるのに対し、わが国では +1.2% というように、ちょうど逆の結果を示している。また -40 日から 0 日までの CAR は米国のが +5.4% であるのに対し、わが国のは逆に -2.1% である。さらに -119 日から 0 日までの期間をみると、CAR は -13.0% とさらに大きく落ち込んでいる。

ただし買収企業の株主の富に与える影響を日米比較するにあたっては注意を要する。米国では被買収企業の株主に与えるプラスの影響が大きいのに対し、買収企業の株主に与える影響が小さい、もしくはマイナスの影響を与えていることに対しては測定上の問題が提起されているからである。

その第 1 は、買収企業が当該 M& A を発表する前に一般的の方針として M& A の計画を発表していると、その計画が発表された時に既にその計画から得られる便益の現在価値が株価に反映されており、したがって当該 M& A が発表された時にはインクレメンタルな効果しか現れないというものである。例えば、わが国ではミネベアなどがこれに該当するであろう。この困難な問題に対してはこれまで Shipper & Thompson¹⁰⁾ や Asquith, Bruner & Mullins¹¹⁾ が改善を試みてきたが、いまだ必ずしもそれに

※※※※ 特 集 ※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※※

成功しているとはいえない。

第2は、買収企業は被買収企業に比べて企業規模もはるかに大きく、また持分価値も大きいため、仮に当該M&Aによって価値が創造されても、買収企業の株価に与える影響は、被買収企業のそれに比してはるかに小さくなってしまう可能性が高いという問題である。わが国でも、この点は表5のデータによって確認できるであろう。

のことから買収企業の株主への影響を日米比較するに際しては慎重を要する。ただ、わが国の場合、-119日から+29日までCARが基本的に一貫して下落し、全体で約-20%にまで達していることは、米国の結果が過小表示されている可能性を考慮すると、両国の差は一層大きく、深刻な意味をもつものといえよう。やはり、ここでも日本におけるM&Aは買収企業にとっても企業価値を創造するものではなく、むしろ価値を損なうものであると予想されていることを、この結果は裏づけている。

V む す び

以上要するに、日米におけるM&Aによる企業価値創造効果を株価ないし株主の富への影響を通して検証してきた。その結果、買収企業側および被買収企業側のいずれにおいても、日米の間で際立った対照を示していることが発見された¹²⁾。米国ではM&Aはとりわけ被買収企業の価値を創造していることが一貫して実証されてきたのに対し、わが国では買収企業および被買収企業の双方の企業価値をむしろ損なうものと予想されていることが判明した。これまで日

米のそれぞれの国で展開してきたM&Aの背景や動機に違いがあるとの一般的認識があったとはいえ、今回の調査結果はそうした違いが予期したよりもはるかに大きく、根深いことを裏づけているといえる。

(注)

- (1) インサイダー取引規制とディスクロージャーとの関係および「重要事実」に関わる大蔵省令の実務への影響については、それぞれ伊藤邦雄「インサイダー取引とディスクロージャー(上・下)」旬刊・商事法務、1988年12月15日号・同12月25日号、および伊藤邦雄「インサイダー取引規制の実証分析(下)」旬刊・商事法務、1989年4月25日号を参照。
- (2) P. Dodd, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 1980.
- (3) A. J. Keown and J. M. Pinkerton, "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation," *Journal of Finance*, September 1981.
- (4) M. Jensen and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 1983.
- (5) -1日と0日をとった理由としてDoddは次の理由を挙げている。すなわち、会社テークオーバーのニュースはウォール・ストリート・ジャーナルに掲載される前日に発表されるが、その発表は取引所での立会中に行われる場合と、立会終了後に行われる場合があり、したがって前者の場合には-1日が、そして後者の場合には0日が公表日となるからである。(113頁)
- (6) わが国の合併の経済的影響を調査した数少ない研究として次の2つがある。首藤恵「株主に与える合併の効果」計測室テクニカル・ペーパー(日本証券経済研究所)、1981年。榎原茂樹『現代財務理論』千倉書房、1986年。ただ両者とも月次株価収益率を用いている点、および合併の発表日を特定していない点が、筆者の調査と異なる。

- (7) 合併件数より被買収企業数が多いのは、1つの買収において複数の企業が合併されたからである。
- (8) サンプルのうちマイナスの β をもっているのが、買収企業グループに2社、被買収企業グループに4社あった。
- (9) シナジー仮説と情報仮説については次を参照。M. A. Desai and E. H. Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 1983.
- (10) K. Schipper and R. Thompson, "Evidence

on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 1983.

- (11) P. Asquith, R. F. Bruner and D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Mergers," *Journal of Financial Economics*. 1983.
- (12) わが国M&Aに対するこうした証券市場の反応をもたらした理由についての筆者の見解およびその戦略的課題については、次を参照。伊藤邦雄「M&Aと戦略的IR」Business Research(企業研究会)近刊。

