JAIST Repository
https://dspace.jaist.ac.jp/

Title	M&Aの株価効果に関する実証分析
Author(s)	上野，修平；梶山，朋子；大内，紀知
Citation	年次学術大会講演要旨集，29：264-267
Issue Date	2014-10-18
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/12442
Rights	本著作物は研究・技術計画学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Science Policy and Research Management.
Description	一般講演要旨

JAIST
JAPAN
ADVANCED INSTITUTE OF
SCIENCE AND TECHNOLOGY

Japan Advanced Institute of Science and Technology

１Ｉ０４

M&A の株価効果に関する実証分析

○上野 修平，梶山 朋子，大内 紀知（青山学院大学）

1. 序　論

1.1 M&A の効果

M&A（Merger and Acquisition）を重要な企業戦略として位置付ける企業が増えてきている。M&A には新規事業を立ち上げる際の時間の短縮や、他社との融合によるシナジー効果等のメリットが存在する一方で、買収の際に多額の資金を要することや、企業同士の風土を融合するのに時間がかかる等のデメリットも存在する。

M&A にはメリット・デメリットの両方が存在するそのため、M&A が実際に企業価値を高めるのかという点から数多くの議論がされている。

1.2 M&A の効果に関する既存研究

M&A の効果に関する研究は、M&A が企業業績に与える影響を計測する「パフォーマンス・スタディ」と、M&A 前後の株価効果から分析しようとする株価に関する「イベント・スタディ」の 2 つに分けられる（井上・加藤，2006）。さらにイベント・スタディは、短期的な分析を行うものと長期的な分析を行うものに分類が可能である。

パフォーマンス・スタディは、企業の売上高や ROA、総資本回転率等を指標とし、M&A が企業業績に与える影響を計測する方法である。宮島（2007）が行った日本企業を対象とした ROA を用いたパフォーマンス・スタディでは、M&A による効果を確認できなかった。

イベント・スタディは主に M&A 前後の株価効果から分析する手法である。イベント・スタディの利点として、まず、取引発表時の事前の成果への期待と事後的な成果の両方が数値として測定可能な点が挙げられる。また、株価は、企業の将来の成長性の予測、従業員の士気やコーポレート・ガバナンスの状況まで、様々な情報がその重要性に応じて反映されている。よって、その点で株価効果は M&A による経済的な付加価値を計測可能な指標である。また株価効果とは、あるベンチマークに対してイベントのあった企業の超過リターン（異常収益率、Abnormal Return: AR）により計測される。イベント・スタディに関する既存研究の多くは、AR をある期間累積した累積異常収益率（Cumulative Abnormal Return: CAR）を用いて分析している。

日本企業の M&A を対象にイベント・スタディを用いた先行研究として、薄井（2001）や井上・加藤（2006）がある。それぞれ分析対象や期間は異なるが、それぞれ買収企業の短期 CAR が 1.6%、0.3%と算出しており、買収企業の M&A が企業価値を高める効果は少ないことが示唆される。一方で井上・加藤（2006）は買収企業の長期 CAR が 15.9%と M&A の効果が大きいことを示している。これらの研究から、長期の CAR は短期の CAR よりも高い値を示す可能性が示唆され、短期的には評価されていない M&A でも、長期的には企業価値を高めている可能性が考えらえる。ただし、これまで、同一サンプルを対象とした短期と長期の両視点からの分析は、井

上・加藤（2006）などで行われているものの、短期と長期の評価の差に関しては、十分な検証はされていない。

1.4 本研究の目的

本研究では、日本企業の M&A の株価効果を短期と長期で分析し、それらの株価効果の差を検証することを目的とする。

2. 分析のフレームワーク

2.1 分析手法

本研究では、産業別に買収企業の M&A の効果を明らかにする。

株価効果を用いたイベント・スタディにより、短期的視点（取引発表日の-5 日から+5 日）と長期的視点（取引発表日の-5 日から 3 年後まで）の両方から分析を行う。さらに、長期株価効果と短期株価効果の差（長期株価効果 - 短期株価効果）を検証する。

株主超過リターンの算定には市場モデルに基づく市場収益率を採用した。市場モデルは、まず、$\widehat{R}_{i,t}$ を求める。$\widehat{R}_{i,t}$ は企業 i の M&A 発表前までの日次収益率とベンチマークの日次収益率を用いて、式（2-1）のパラメータ a, b を推定する。

$$\widehat{R}_{i,t} = a + b * R_{m,t} \qquad (2\text{-}1)$$

$\widehat{R}_{i,t}$: 企業 i の t 日の市場モデルを考慮した日次収益率

$R_{m,t}$: ベンチマークの t 日の日次収益率

次に、企業 i の t 日における異常収益率：$AR_{i,t}$ を求める。$AR_{i,t}$ は、実際の日次収益率から式（2-1）を差し引いた式（2-2）より求められる。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \widehat{R}_{i,t} \qquad (2\text{-}2)$$

また、n 日間の累積異常収益率：CAR_i は企業 i の n 日間における $AR_{i,t}$ を足し合わせた式（2-3）より求められる。

$$CAR_i = \sum_{t=1}^{n} AR_{i,t} \qquad (2\text{-}3)$$

本研究では、CAR を用いて、（1）短期株価効果、（2）長期株価効果、（3）長期株価効果と短期株価効果の差の検証を行う。

2.2 分析対象

本研究では、買収企業の株価効果に着目した分析を行う。分析対象産業は、レコフ M&A データベースにおいて、2010 年における M&A の案件数が 10 件以上の 14 産業（サービス、スーパー・コンビニ、建設、IT、食品、運輸・倉庫、通信、化学、総合商社、電気機器、輸送用機器、機械、繊維、医薬品）とする。CAR を算出する対象企業は、14 産業に属する企業で、国内企業同士の M&A を実施した買収企業で、東証 1 部、東証 2 部のいずれかに上場している企業とする。分析対象企業数は 335 社である。

M&A に関する情報については、レコフ M&A データベースから収集し、株価情報は日経 NEEDS Financial QUEST より収集した。

3. 分析結果と考察

3.1 分析結果

表 1 に短期株価効果、長期株価効果、長期株価効果と短期株価効果の差の産業別の平均値、t 検定の結果を示す。

（1）短期株価効果

全サンプルの平均 CAR が 0.55%と 10%有意で差が見られた。しかしながら、CAR は正の値となったが、その値は小さく、買収企業には、M&A による

短期株価効果がほとんど現れなかった。また、産業別の分析において、有意な結果が得られたのは、電気機器産業のみであった。

（2）長期株価効果

スーパー・コンビニで 41.01%、運輸・倉庫で 18.97%、IT で 32.86%と大きな正の CAR の値が有意で得られた。一方、電気機器では-37.24%と大きな負の CAR の値が有意で得られた。また、全サンプルの M&A の長期株価効果は 5.73%と有意ではないが、正の値を示した。

（3）長期株価効果と短期株価効果の差

全サンプルでは、5.18%と長期株価効果が短期株価効果を上回っているものの有意な結果は得られなかった。産業別にみると、スーパー・コンビニ、IT、運輸・倉庫では、長期株価効果が短期株価効果を大きく上回っており、t 検定でも有意な結果が得られている。一方で、電気機器は、長期株価効果が短期株価効果を有意で下回っていることが確認された。

3.2 考察

長期株価効果が短期株価効果を大きく上回り、統計的にも有意な差が確認された産業（スーパー・コンビニ、運輸・倉庫、IT）の M&A の共通点として、買収対象企業の東証 1 部・2 部上場の割合が少ない点が挙げられる。全サンプルでの東証 1 部・2 部上場企業を対象とした M&A の割合は 14.6%である。それに対し、長期株価効果が短期株価効果を有意で上回っている産業では、スーパー・コンビニが 12.5%、運輸・倉庫が 7.4%、IT が 13.6%となり全体より低い割合となっている。東証 1 部・2 部上場企業を対象にした M&A に比べて、非上場の企業に対する M&A は、短期での注目度が低いと考えられる。その結果、市場は、短期では M&A の評価をあまりせず、長期においては成功している M&A を最終的には評価した可能性があり、それが短期株価効果と長期株価効果で差が生じた一因とも考えらえる。

一方で、電気機器や繊維といった産業では大きな負の値の CAR を得た。これらの産業の M&A では、スーパー・コンビニ、運輸・倉庫、IT とは逆に、東証 1 部・2 部上場企業を対象とした M&A の割合がより大きかった。電気機器が 18.6%、繊維が 30%と全サンプルの 14.6%に比べて高い値を示している。東証 1 部・2 部上場企業を対象とする M&A は対象企業の知名度が上がり市場の注目度がより増すため、短期的に評価を得やすく、過大評価を受けやすい可能性がある。

4. 結論と今後の課題

本論文では M&A による短期株価効果と長期株価効果を分析し、長期株価効果の方が、短期株価効果を上回る傾向が強いことを示した。今後、短期株価効果と長期株価効果の差の要因を定量的に明らかにすることが必要である。また長期株価効果の分析では M&A の効果以外のバイアスも生じている可能性もあるため、それらのバイアスも考慮したより精度の高い分析が求められる。

参考文献

[1] 井上光太郎，加藤英明，2006.『M&A と株価』東洋経済新聞社.

[2] 薄井彰，2001.「株主価値と M&A」薄井彰（編著）『バリュー経営の M&A 投資』，中央経済社.

[3] 田邉豊，2010.「日本の M&A における買収企業の株効果」『立教ビジネスデザイン研究』第 7 号, 33-45.

[4] 宮島英昭，2007.『日本の M&A』東洋経済新聞社.

表１　分析結果

産業（データ数）	短期 CAR[%]	判定	長期 CAR[%]	判定	短期 CAR と 長期 CAR の差[%]	判定
サービス(35)	-0.38 (0.36)		2.02 (0.14)		2.39 (0.17)	
スーパー・コンビニ(16)	1.40 (1.31)		41.01 (2.26)	**	39.61 (2.21)	**
建設(17)	1.32 (0.91)		27.27 (1.69)		25.95 (1.65)	
IT(44)	0.16 (0.20)		32.86 (2.33)	**	32.70 (2.30)	**
食品(21)	0.18 (0.21)		17.11 (1.42)		16.94 (1.44)	
運輸・倉庫(27)	1.06 (1.33)		18.97 (1.93)	*	17.92 (1.80)	*
通信(12)	1.48 (1.33)		29.56 (1.01)		28.07 (0.96)	
化学(28)	0.67 (0.73)		7.63 (0.53)		6.96 (0.48)	
総合商社(31)	0.26 (0.35)		-1.02 (0.09)		-1.28 (0.11)	
電気機器(43)	1.62 (1.75)	*	-37.47 (3.21)	***	-39.08 (3.36)	***
輸送用機器(16)	0.65 (0.56)		-6.94 (0.32)		-7.60 (0.36)	
機械(18)	-2.11 (1.30)		0.70 (0.02)		2.81 (0.07)	
繊維(10)	0.69 (0.45)		-27.40 (1.18)		-28.09 (1.22)	
医薬品(17)	1.06 (0.96)		-7.07 (0.48)		-8.13 (0.54)	
全サンプル(335)	0.55 (1.96)	*	5.73 (1.22)		5.18 (1.11)	

注）括弧内数値は t 値を表す。***,**,*はそれぞれ 1%,5%,10%水準で有意であることを示している（両側 t 検定）