

科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 25 年 6 月 11 日現在

機関番号：22301

研究種目：若手研究（B）

研究期間：2010～2012

課題番号：22730358

研究課題名（和文）企業の合併・買収は投資家の期待する経済効果をもたらしたか？

研究課題名（英文）The economic effect of acquisitions through tender offers.

研究代表者

高橋 美穂子 (Mioko Takahashi)

高崎経済大学・地域政策学部・准教授

研究者番号：20438104

研究成果の概要（和文）：本研究では、企業の合併・買収手段の中でも株式公開買付に焦点をあてて、株式公開買付による経営統合化が株式市場でどのように評価されているのかを検証した。分析の結果から、(1)株式公開買付案件の中でも完全子会社化を目的とする案件とそれ以外の案件では、株式市場の評価に有意な差があること、(2)完全子会社化を目的とする案件では、買付企業および対象企業全体としての株主価値の向上をもたらす統合効果が期待できると市場が評価していることが示された。

研究成果の概要（英文）：The purpose of this study is to investigate the market reaction to acquisitions through tender offers. In this study we define tender offer as wholly owned tender offer when the bidder acquires all of the issued shares of the target and the other as non-wholly owned tender offer. We find different market reaction between the two tender offers. Especially, our evidence showed that the bidder and the target company's weighted average abnormal return is positive and statistically significant when the bidder acquires all of the issued shares of the target firm.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2010年度	1,400,000	420,000	1,820,000
2011年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2012年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	2,900,000	870,000	3,770,000

研究分野：社会科学,

科研費の分科・細目：経営学・会計学

キーワード：財務会計, 株式公開買付

1. 研究開始当初の背景

(1) 先行研究のアプローチ

企業の合併・買収（以下、M&A）は、投資家の期待する成果をもたらしているか否か？これは、古くから問われ続けているテーマであると同時に、わが国においては、1990年代後半からのM&A件数の増加に伴い、再び注目を集めているテーマである。

M&Aの経済効果に関連する研究は、株主価値と企業業績のそれぞれに焦点をあてた2つのアプローチにより、その効果の測定を試みてきた。

第1のアプローチは、株価を用いてM&Aの効果を測定するものであり、株価の観察期間に応じて短期と長期の株価リターンを測定する方法がある。

短期の株価に焦点をあてた研究は、イベント・スタディの手法を用いて M&A がもたらす経済効果を測定しようとするものである。この方法の特徴は、効率的市場仮説、すなわち株式市場は M&A の発表時点で期待される経済効果に基づいて形成されることを前提としている点にある。

これに対して、長期の株価に焦点をあてて、M&A の経済効果を捉えようとする方法もある。この方法では、M&A 公表後数年間を分析対象期間としているため、M&A 実施後も含めた投資家の反応が測定可能となる。しかし、分析にあたっては、長期の株価リターンに測定に存在するバイアスや M&A 以外のイベントに伴うノイズが大きくなるという問題があり、先行研究の結果は一致していない。

株価を用いたこれらのアプローチの他に M&A の経済効果を分析する方法には、M&A が企業業績に与える影響を分析するパフォーマンス・スタディがある。

パフォーマンス・スタディでは M&A 実施前後の財務指標を比較することで、M&A の業績改善効果を測定する。

この方法では、マクロ経済環境の影響をいかに調整するのか、さらには、M&A の業績改善効果を測定するにあたってのベンチマークをいかに決定するのが問題となる。特に、企業が M&A を実施する目的を研究者が観察することは難しいため、何をベンチマークとするのかを決定することは、困難な作業となる。同様のことは、投資家の期待する成果を観察する場合にもあてはまる。

なお、本研究では、これらのアプローチの中でも、イベント・スタディの手法を用いて、M&A が投資家の期待する成果を達成したか否かを検証することとした。

(2) 本研究のアプローチ・問題意識

上述の通り、投資家の期待する成果を直接観察することは難しいことから、本研究では、「買収企業と対象企業全体としての株主価値が創造されること」を投資家の期待する成果と捉え、M&A 公表時の株価効果の測定を通して、買収企業および対象企業全体としての株主価値が創造されたのか否かを検証することとした。

経営支配権を獲得するために実施される M&A の実質的な取引形態は、合併、株式交換、株式移転そして株式公開買付となるが、これらの M&A の取引形態の中でも、本研究では株式公開買付に焦点をあてて株価効果を検証することとした。

株式公開買付に焦点をあてた理由として、次の点があげられる。すなわち、日本企業が関連する株式公開買付の件数が、2000 年代前半までは年 20~40 件程度であったのに対して、2005 年以降は平均して年 70 件と増加

していたこと、さらに、近年の傾向として、株式公開買付の中でも完全子会社化を目的とした買付が行われるようになっていたことがある。

完全子会社化は、経営効率の向上を目的とした企業グループ再編の一環として実施されることが多い。そして、完全子会社化が実施される一般的な理由として、少数株主を排除して経営の自由度を高め、経営意思決定を迅速化することや、配当による企業グループ外への経営資源の流出を防ぎ、その効率的配分を行うことなどが指摘されている。

すなわち、完全子会社化には、経営主体が一本化されることを通じて、グループ企業の経営が統合され、企業グループ全体としての価値が高まることが期待されていると考えられる。

2. 研究の目的

完全子会社化に期待されるこうした統合化の効果を、資本市場はどのように評価しているのだろうか。さらに、この評価は完全子会社化を目的としない統合化の場合とは異なるのであろうか。

こうした問題意識から、本研究では、株式公開買付の中でも完全子会社化を目的とする案件（完全子会社化案件）と完全子会社化を目的としない案件（非完全子会社化案件）とを区別し、両者の間で株主価値の創造効果に違いがみられるか否かを検証した。

先行研究の中にも、完全子会社化の株主価値創造効果を検証している研究はある。しかし、そこでは株式交換を通じた完全子会社化案件が分析対象とされていることから、非完全子会社化案件との比較がなされてこなかった。

これに対して、本研究では、株式公開買付案件を分析対象としていることから、サンプルを完全子会社化案件と非完全子会社化案件とに区別することが可能となり、さらには両者の間で異なる株価効果が観察されるか否かを検証することが可能となる。すなわち、株式公開買付案件を完全子会社化案件と非完全子会社化案件とに区別し、非完全子会社化案件との比較を通して、完全子会社化案件の株価効果を検証している点が、先行研究にはみられない本研究の特徴である。

完全子会社化によるグループ企業の再編が株主価値の創造に貢献しているか否かを株式交換に焦点をあてて検証している先行研究に矢部(2006)がある。この研究の特徴は、買収企業と対象企業全体としての株主価値が創造されたか否かを検証するために、買収企業と対象企業のリターンを時価総額で加重平均した値を測定している点にある。すなわち、買収企業と対象企業の株式リターンの

加重平均値を使用することで、買収企業と対象企業の株主間で起こる価値移転の影響を排除することが可能となり、統合化がもたらす株主価値の創造効果を測定することが可能となることが指摘されている。

このことから、本研究でも、買収企業と対象企業のリターンを時価総額で加重平均した値を用いて、株式公開買付公表時の株価効果を測定した。

以上をまとめると、本研究の検証課題は次の二点に要約される。すなわち、株式公開買付を通じた経営統合化によって当事者企業全体としての株主価値が創造されたのか否かを検証すること。さらには、株式公開買付案件の中でも、完全子会社化案件と非完全子会社化案件とでは、株主価値の創造効果に違いがみられるか否かを検証することである。

3. 研究の方法

(1) サンプル

本研究では、レコフ『日本企業のM&Aデータブック』、および『MARR』の2009年、2010年、2011年の各2月号から、2002年から2010年までの日本企業を対象とした株式公開買付535案件を抽出した。このうち、分析に必要なデータと条件を満たす206案件をサンプルとして分析を行った。

株式公開買付についてのデータは公開買付届出書、意見表明報告書、および買付企業と対象企業が公表する適時開示情報から収集した。また、財務および株価データは日経NEEDS Financial Questから収集した。

(2) 検証方法

株式公開買付の公表に対する市場の反応を検証するために、市場モデルに基づく超過リターン (abnormal return: AR) を測定した。

検証期間は、株式公開買付公表日を Day 0 として、公表日前 40 日 (Day -40) から公表日後 10 日 (Day +10) までとした。さらに、検証期間にわたり超過リターンを累積し、累積超過リターン (cumulative abnormal return: CAR) を計算した。

なお、公表前 40 日から公表後 10 日 (CAR [-40, +10]) のほか、分析結果の頑健性を検証するため、さまざまな累積期間に基づく CAR を算出した。

CAR の測定にあたっては、株式公開買付を行う企業 (買付企業) および株式公開買付の対象企業 (対象企業) のそれぞれの CAR に加えて、前述の通り、買収企業と対象企業全体としての株主価値が創造されたのか否かを検証するために、両者の株式時価総額に基づいて加重平均した値 (両者加重平均値) を測定した。本研究では、先行研究と同様に、

この両者加重平均値がプラスであれば、買収企業および対象企業全体としての株主価値が創造されたものと捉えている。

4. 研究成果

本研究では、M&A 取引の中でも株式公開に焦点をあてて、株式公開買付を通じた経営統合化によって買収企業と対象企業全体としての株主価値が創造されたのか否か、さらには、株式公開買付案件の中でも、完全子会社化案件と非完全子会社化案件とでは、株主価値の創造効果に違いがみられるか否かを検証した。

分析の結果、株式公開買付を行った当事者企業の両者加重平均値 (買収企業と対象企業の株主間で起こる価値移転の影響を排除するために、両企業の累積超過リターンを時価総額で加重平均した値) は、小さいながらもプラスの値をとるものの、一部の累積期間を除いては、統計的に優位な値は観察されなかった。

また、完全子会社化案件と非完全子会社化案件の間で株主価値の創造効果に違いがみられるか否かを検証するために、株式公開買付案件を完全子会社化案件と非完全子会社化案件に分けて、当事者企業の両者加重平均値を推定した。その結果、完全子会社化案件と非完全子会社化案件の両者加重平均値には有意な差がみられること、さらには、完全子会社化条件の場合にのみ、この値は有意なプラスとなることが観察された。

これらの発見事項は、(1)株式公開買付案件の中でも完全子会社化を目的とする案件とそれ以外の案件では、株式市場の評価に有意な差があること、そして、(2)株式公開買付の中でも、資本統合度の高い完全子会社化を目的とする公開買付の場合には、買収企業および対象企業全体としての株主価値の向上をもたらす統合効果が期待できると、株式市場が評価していることを示すものである。

なお、両者加重平均値を算定する際に用いた超過リターンは、本研究の関心事である完全子会社化案件であるか否か以外の要因による影響を受けることが想定される。そのため、本研究では、先行研究で示されている要因 (買収プレミアム、買付予定株式比率、事業関連性、相対的規模、買付企業の事前持株比率、対象企業の業績および財政状態、負債比率、純資産簿価・時価比率、企業規模) をコントロールした分析も行ったが、こうした要因をコントロールしてもなお、前述の発見事項と整合する分析結果となった。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者に

は下線)

〔雑誌論文〕(計1件)

- ① 高橋美穂子・大橋良生, 株式公開買付による経営統合化の短期株価効果, 高崎経済大学論集, 査読あり, 第55巻第4号, 2013, pp.93-105.

〔学会発表〕(計2件)

- ① Mioko Takahashi and Yoshitaka Ohashi, The effect of offer premium on market reaction to tender offers. 22nd Asian-Pacific Conference on International Accounting Issues. December, 2010. Jupiters Hotel Queensland, Australia.
- ② 高橋美穂子・大橋良生, 買収プレミアムと株価効果の関連性, 日本管理会計学会, 2010年9月. 早稲田大学.

6. 研究組織

(1) 研究代表者

高橋 美穂子 (Mioko Takahashi)
高崎経済大学・地域政策学部・准教授
研究者番号: 20438104