

## 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24年6月20日現在

機関番号：21201

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530307

研究課題名（和文）日本企業の買収・合併・ダイベストメント

研究課題名（英文）Corporate mergers, acquisitions and divestitures: Japanese evidences

## 研究代表者

山本 健（YAMAMOTO TAKESHI）

岩手県立大学・総合政策学部・准教授

研究者番号：10452997

研究成果の概要（和文）：本研究は、日本企業の買収、合併、ダイベストメントを研究の対象に、株式市場における価格データを用いてその効果を測定し、現状の把握を図るとともに、企業財務データや属性情報等との間の因果関係について検証を行うものである。特に研究期間中においては、取締役会の構造に注目して、その特性の如何が、M&A の意思決定そのものや事後的に期待されるパフォーマンスに及ぼす効果をもたらしていたかを、実証的に調査した。

研究成果の概要（英文）：In this study we looked at Japanese mergers, acquisitions, and divestitures during 2000 to 2009 calculating cumulative abnormal returns. We found various facts comparing mean CARs between categories based on firm performance, characteristics, and so on. Especially we investigated the relationship the board structure M&A decisions and performances.

## 交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,100,000	330,000	1,430,000
2010年度	1,500,000	450,000	1,950,000
2011年度	500,000	150,000	650,000
年度			
年度			
総計	3,100,000	930,000	4,030,000

研究分野：経済学

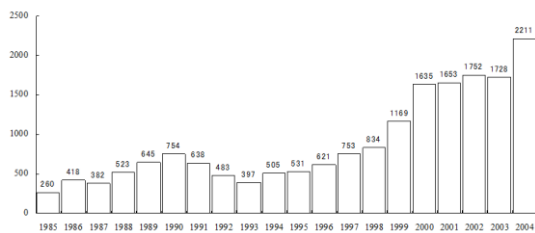
科研費の分科・細目：経済学、財政学・金融論

キーワード：企業買収・合併（M&amp;A）、ダイベストメント、企業金融、日本の金融システム、コーポレート・ガバナンス

## 1. 研究開始当初の背景

1990年代以降、日本では素材産業における産業再編を目指す大型合併、大手都市銀行を中心に行われた金融再編に始まり、商法改正に伴い新たに登場した株式交換、株式移転、会社分割といった手法を活用した企業グループ内における再編成が盛んに行われるようになった。前者の業界再編に関する研究は、これまでも各産業の産業構造や競争構造

を緻密に表現した理論モデルを、実際のデータやシミュレーションによって実証するものが多数存在している。他方で、企業グループ内における再編事例は、本格化して10年が経過したに過ぎず、理論研究も実証研究も、その蓄積が求められている段階にある。



上図は 1985 年以降に実施された上場企業が関係する M&A の件数の年別の推移を示したもので、バブル崩壊によって一時的に件数の落ち込みを見たものの、その後は増勢の一途をたどり、さらに 2000 年以降の IT バブル崩壊に伴い、世界的に M&A の件数は減少に転じたのに対して、日本企業に関しては引き続き高水準を維持している。

M&A は製品市場に過剰供給力をもたらさずに、成長を実現させる、デフレ時代にはきわめて有効な経営戦略となるはずで、その発展可能性及び重要性は大きい。しかしながら、この分野における研究の蓄積は、諸外国と比較してもきわめて少数にとどまっていると言わざるを得ない。

## 2. 研究の目的

研究期間内に以下の 5 点について明らかにすることを目的とする。

- (1) 買収企業と被買収企業との間での富の分配と、両者間の取引関係、資本関係との間の関係を検証する。
- (2) 日本の M&A 市場の特殊性に踏み込んで、米国市場との相違を分析し検証する。
- (3) 買収合併にいたるまでの経緯を調査し、その反応との関係を検証する。
- (4) 買収合併に当たって重要な役割を果たすと考えている社外取締役の影響力、取締役会の構造によるパフォーマンスの違いについて分析・検証する。
- (5) 日本企業の特徴である、親会社と子会社がともに株式を公開する、いわゆる親子上場問題に注目して、その功罪をはじめとする論点を整理する。

## 3. 研究の方法

本研究では、日本の主要企業が関係してきた買収、合併、ダイベストメントについて、企業財務・属性データと諸々の取引に付帯する情報をデータ化して、さまざまな因果関係の統計的推定および検定を行うことを目的としている。研究目的を達成するための具体的手段として、株価データと有価証券報告書のデータを購入手続きし必要な加工を施し、適時開示情報データベースより取得した買収・合

併・ダイベストメントのアナウンスメント文書から、取引条件データの抽出、ならびに定性情報のデータ化を進め、統計・計量経済学的手法を用いて分析と検証を行った。

## 4. 研究成果

平成 21 年度は、研究に必要なデータの購入と、それをもとにした実証用のデータセットの構築に務めた。当初は、研究対象となる日本企業が関わる買収、合併、ダイベストメント取引についてのデータセットを、公開情報をデータ入力作業によってファイル化することを検討していたが、科学研究費補助金とは別に、研究補助金の支給を受けられたことにより、市販されているデータセットを一括購入することが可能となり、予定していた作業時間を大幅に短縮することができた。定性的な情報を統計的に処理するためのコード化を概ね完了させて、証券価格データを利用して、買収、合併、ダイベストメントの意思決定が株主価値に与えた効果の測定を着手することができた。また予算にも余裕が生まれたことから、平成 22 年度に計画していた企業財務データの購入を前倒しして実施し、実証を行うためのデータセットの加工作業を開始した。

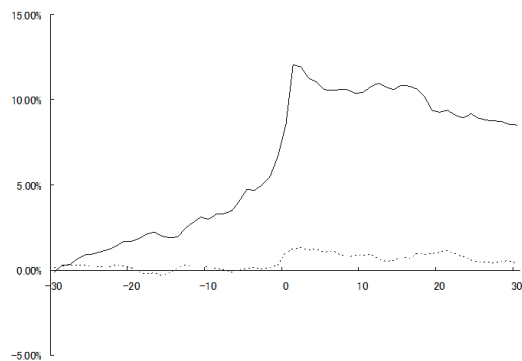
平成 21 年度は、学会における口頭発表を 2 件行った。一つ目は、M&A の意思決定が行われる確率に対して取締役会の構造がどのような影響を及ぼしてきたのかを実証的に調査した「日本企業の M&A と社外取締役の役割と機能」である。商法改正に伴って新たに導入が相次いだ社外取締役の効果について検証を行った。二つ目は、分析の対象を地方銀行に限定して、地銀各社のフランチャイズ・バリューを、株価データをもとに算出して、その決定要因を有価証券報告書に掲載されたデータに回帰させ、実証的な調査研究を行った。いずれも雑誌論文として投稿をして査読を受けられる水準にはなく、次年度以降に完成度を高めることとした。

平成 22 年度には、日本企業の買収・合併・ダイベストメントについてのデータベースの構築を行った。取締役会の決議が公表された日付を特定するとともに、取引動機や目的、取引種別や取引条件といった取引属性についての情報の収集に努めた。これと並行して、企業財務データを利用して、買収企業と被買収企業（分離企業と被分離企業）の経営成績、財務状態、企業属性についてのデータベースを構築し完成させた。

平成 22 年度には、株価リターンデータを利用した、合併・買収・ダイベストメントの効果測定よりも、予備的な分析にもつながる

それらの決定要因に関する統計的な因果関係の推定と検定を優先させた。その一つが、平成 21 年度に学会発表を行った研究を発展させた「Board Composition and Corporate Merger: Japanese Evidences」で、取締役会の構造と買収案受入れの意思決定との関係についての仮説を検証した研究で、学会において報告を行い、得られたコメントと提案に従い、さらなる修正と精緻化を図ることとした。この具体的内容は、買収受入れの意思決定の要因として、株式保有構造や取締役会といったコーポレート・ガバナンス構造の違いが影響を及ぼすと考え、その可能性を統計的手法によって検証したものである。とりわけ社外取締役の影響力が経営者とは対照的に働く可能性を示唆した点は、その役割と機能を論ずる上で意義のある発見となった。

平成 23 年度には、2003 年から 2009 年までに実施された M&A ならびにダイベストメントについて、日次の株式リターンデータを用いて累積異常収益率を測定し、その分布を統計的に調査・分析し、現状の把握を行った。あらかじめ有価証券報告書のデータを用いて作成してあったデータセットを利用して、取引に関係した企業の経営成績、財務状態、企業属性などをもとにサンプルを細分化して、累積異常収益率の分布にどのような違いが現れるかを確認した。

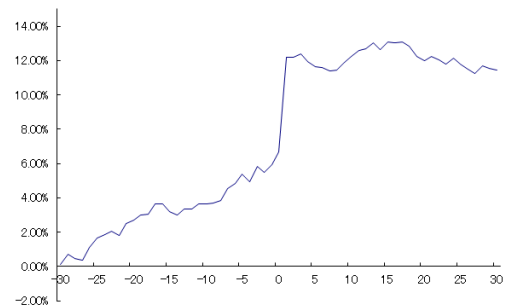


上のグラフに示された実線は、被買収企業の累積異常収益率で、破線が買収企業の累積異常収益率である。先行研究の多くは、日本企業が関係する M&A では被買収企業の累積異常収益率はあまり高くない事実を示し、その要因として M&A 市場の特殊性、とりわけメインバンクが果たしてきた役割に言及してきた。上図は、それらとは対照的に、米英における先行研究等に示されたものと同様に、アナウンスメント日を境に顕著な上昇を示している。

さらに破線で示された買収企業の累積異常収益率まで上昇している点が注目し値するといえる。欧米では 2000 年をピークとす

る IT バブルを境に M&A のリターン、件数ともに激減した。これとは対照的に、日本企業の M&A 件数は 2007 年まで増加を続けたが、その背景には、M&A を実施した企業の多くが企業価値を高めていたことがわかった。

次に、買収企業・被買収企業間に資本関係があったかどうかによって、被買収企業の累積異常収益率にどのような違いがあったのかを比較してみた。次に示した図は、資本関係のあった、すなわち親子関係にあった企業同士が親会社に吸収されるタイプの取引における株価の反応を見たものである。



アナウンスメントの前後を含む 3 日間の累積異常収益率は、資本関係がある場合は +6.75%であったのに対して、資本関係がない場合は +2.14%にとどまっていた。先行研究を見ると、両者の大小関係は、この事実とは逆になると主張する方が多数派である。現時点では、事実を発見しただけにとどまっているが、今後はさらに論理モデルの精緻化を図り、研究論文に仕上げていく予定である。

また取締役会の構造を示すデータについて、各社の取締役個人の出身母体などの定性的な情報も手作業によって数値化を図り、オリジナリティの高い研究成果が得られるよう作業を行った。過年度より取り組んできた、取締役会の構造と M&A との関係において新しい発見が得られた。社外取締役を導入している企業が行う M&A における累積異常収益率とそうでない企業のそれとを比較したもので、社外取締役を導入することが株主価値に対してプラスの効果を及ぼしていた事実が示唆された。因果関係の特定化、コントロールすべき要因の検討、モデルの精緻化などについて未解決の課題は多いが、研究成果を学会において報告する予定である。

日本企業の社外取締役の特徴として挙げられるのが、親会社と子会社が同時に上場をしている場合の親会社出身の役員の存在であり、「研究の目的」の 5 番目に掲げた問題を明らかにするものである。1 から 4 に掲げた点についても、研究に必要なデータの購入、統計的な実証を行うためのデータセットを構築するのに必要な作業は年度内に完了し

ており、順次、分析と検証を進めながら成果を学会等において発表する予定である。

#### 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)

[学会発表] (計 3 件)

- ① 佐藤 潤次郎・山本 健・熊谷 歩、「日本企業の M&A と社外取締役の役割と機能」、日本ファイナンス学会第 17 回大会、平成 21 年 5 月 10 日、青山学院大学
- ② 山本 健、「Determinants of Franchise Value of Japanese Regional Banks」、7th AIMS International Conference on Management、平成 21 年 12 月 22 日、Indian Institute of Management Bangalore.
- ③ 山本 健、「Board Composition and Corporate Merger: Japanese Evidences」、International Conference on Technology and Business Management、平成 23 年 3 月 28 日、SZABIST, Dubai (UAE)

#### 6. 研究組織

##### (1)研究代表者

山本 健 (YAMAMOTO TAKESHI)  
岩手県立大学・総合政策学部・准教授  
研究者番号：10452997

##### (2)研究分担者

米澤 康博 (YONEZAWA YASUHIRO)  
早稲田大学・商学大学院・教授  
研究者番号：40175005