



RIETI Discussion Paper Series 07-J-026

# 日本の M&A の経済分析： その国際的特徴と経済的役割

宮島 英昭  
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所

<http://www.rieti.go.jp/jp/>

日本の M&A の経済分析：  
その国際的特徴と経済的役割

宮島英昭

(早稲田大学商学大学院・RIETI)

2007 年 5 月

本稿は、宮島英昭編『日本の M&A：企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』（東洋経済新報社・近刊）の作成過程と並行して準備された。本稿で言及した M&A の経済分析、ケース分析、及び M&A の長期効果、企業価値の源泉などの論点について詳しくは、同書を参照されたい。本稿作成あたっては、蟻川靖浩、齋藤卓爾、久保克行、藤田勉、渡辺泰宏、乗川聡、宮本侑季、Gregory Jackson、Yishay Yafeh 氏の協力を得た。記して感謝申し上げます。

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独) 経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

## Abstract

日本経済は、いま戦後の経済発展のなかではじめて合併・買収(Merger and acquisition, 以下 M&A)の大きなブームを経験しつつある。本稿の課題は、1990年代末から急速に増加した日本の M&A の決定要因と経済的役割を様々な角度から解明する点にある。

第 1 に、本稿は、まず日本の M&A の国際的特徴を、その発生要因、形態的特徴について検討する。近年の M&A ブームが、成長機会を拡大する技術革新、規制緩和といった世界的なブームと共通の要因だけでなく、過剰設備をもたらす経済ショックや企業結合法制の整備といった日本に独自の要因に基づくことが強調される。また、日本の M&A の特徴としては、持株会社による統合、買収、資本参加などターゲット企業の自立性を維持する傾向が強く、基本的に当事者間の相対取引を中心とすること、こうした特徴は、合併(法人格の統合)の形を選択する傾向が強く、アームスレングスな取引によって特徴付けられる英米型の M&A 市場とは大きく異なる点を指摘する。そして日本の企業システムの進化と M&A の関係に関しては、伝統的な日本企業システムの解体が M&A のブームを促進した側面ばかりでなく、ハイブリッドな形に進化する日本企業システムの特性が日本の M&A に固有の特徴を与えた面のあることが強調される。

第 2 に、本稿は、増加する M&A が果たした経済的役割を、M&A の 2 面性に注目する視角から総括する。1990 年代末からの M&A が日本経済の資源配分効率、企業の組織効率の上昇に寄与していること、アクティビストファンドの活動は正の株価効果をもち、ターゲットの財務政策に影響を与えつつあること、他方、経営者の過信や、株式市場の過大評価、M&A によるステークホルダー間の信頼の破壊といった M&A がともなうマイナスの側面ははまだシステムティックには発生していないことが、ここでの基本的なメッセージである。

**Key words:** M&A ブーム, 企業結合法制, 日本企業システム, 資源配分効率, 組織効率, 企業価値, CAR, 友好・敵対的買収

## 1. はじめに

日本経済は、いま戦後の経済発展のなかではじめて合併・買収（Merger and acquisition,以下 M&A）の大きなブームを経験しつつある。たしかに、1950年代には財閥解体によって分割された旧財閥系企業の再結集が進み、1960年代後半の資本自由化の時期には、海外企業による買収の脅威の上昇を契機として鉄鋼・自動車などの水平合併が注目を集めた。しかし、高度成長期から1990年代半ばまで、上場企業間の合併は平均すれば、年間2-3件にとどまり、M&Aがブームを迎えることはなかった。また、高度成長の初期には、戦後改革による一連の措置の結果、日本企業の株式所有構造が高度に分散し、資本構成が過小資本化していたため、白木屋事件など「乗っ取り事件」が社会的注目を集めた。しかし、1960年代半ばに株主の安定化が実現するとともに、こうした敵対的買収も影を潜め、その後、反社会的な勢力による買収事件が散発的に見られるにとどまった。Kester（1991）らが強調したように、長期雇用、メインバンクシステム、相互持合いなどの日本企業システムの特徴は、M&Aに対して抑制的に作用し、M&Aは、1990年代半ばまでに日本経済の発展のなかで、シナジーの実現の面でも、また経営の規律の面でも目立った役割を演じてこなかったのである。

しかし、1990年代後半からは国内企業を中心に、海外企業による国内企業の買収の増加をとめないながら、M&Aが急速に増加することとなった。M&A件数は、1999年以降持続的に増加し、2006年には過去最高の2764件に達した。10年前に比べて約5倍増加である。

本稿の主題は、このように近年急速に増加したM&Aの決定要因と、経済的役割を可能に関して、これまでの研究成果と、われわれの研究成果を組み合わせる点にある。

増加するM&Aは、近年大きな社会的注目を集めている。M&Aの増加は日本企業の再生・成長に重要な役割を演じているという肯定的な評価がある反面で、M&Aはたんなる救済、あるいは、ステークホルダー間の富の移転に終り、とくに敵対的なM&Aは長期的な経営の実践を阻害し、ただ証券会社や法律事務所にもうけさせているだけだという批判も強い。また、近年進展する水平的な大型合併に対しては、独禁法との整合性が大きな問題となっている。さらに、三角合併解禁（2007年5月）後に予想される海外企業による日本企業の買収についても、それに対する対応策、買収防衛策の是非などに関して広範な論議が続いている。しかし、こうした政策的議論の基礎となる

べき M&A の急増の要因や、その経済的機能に関する実証的な研究はいまだ必ずしも充分とはいえない<sup>1</sup>。したがって、本稿のサーベイは、上記の現在の M&A をめぐる争点に対しても重要な考察の基礎的な素材を提供することができよう。

本稿で、具体的に説明を試みようとする論点は、第 1 に次の一連の論点である。

- 日本の M&A は 1990 年代末からなぜ急速に増加したのか。
- 長期雇用、メインバンク、株式相互持合いなどの従来の日本企業システムの制度的特徴はこの M&A のブームに対していかなる関係に立つのか。
- 1990 年代末からの日本の M&A ブームや、増加した M&A 取引は国際的にどのような特徴を持つのか。

以下では、上記の設問に答えるために、Jackson and Miyajima (2007a) を利用しながら、日本の M&A ブームの発生要因と、急増した M&A の取引面の国際的特徴を確認する(第 1・2 節)。そこでは、近年の M&A ブームが、成長機会を拡大する技術革新、規制緩和といった世界的なブームと共通の要因だけでなく、過剰設備をもたらす経済ショックや企業結合法制の整備といった日本に独自の要因に基づくこと、そして、この M&A のブームに対する株式市場の影響は相対的に小さいことが強調される。また、日本の M&A の特徴としては、持株会社による統合、買収、資本参加などターゲット企業の自立性を維持する傾向が強いこと、M&A 市場がより高い企業価値を生み出す経営計画のコンテストの側面を次第に強めつつも、基本的に当事者間の相対取引を中心とすること、こうした特徴は、合併(法人格の統合)の形を選択する傾向が強く、アームスレングスな取引によって特徴付けられる英米型の M&A 市場とは大きく異なることが指摘される。そして、1990 年代後半から日本の企業システムの進化と M&A の関係に関しては、伝統的な日本企業システムの解体が M&A のブームを促進した側面ばかりでなく、ハイブリッドな形に進化する日本企業システムの特徴が日本の M&A に固有の特徴を与えた面のあることが強調される。

本稿のいまひとつの課題は、M&A の経済的機能の解明であり、具体的な焦点は次の点にある。

- 進展する M&A は、ほんとうに企業価値の向上効果を持つのか。また、国内企業と海外企業である場合、M&A によるシナジー効果に差はあるのか。
- 2000 年以降、アクティビストファンドを主体として敵対的買収が徐々に増加して

---

<sup>1</sup> 近年の重要な成果は、井上・加藤(2006)である。同書は、主として上場企業を対象に M&A の株価効果を扱っている点に特色がある。

いるが、その経済的役割はいかに理解できるか。

- M&A は、しばしばステークホルダー間のたんなる富の移転に終わったり、被買収企業が従業員との間に形成してきた信頼関係を破壊する可能性がある。わが国の M&A ではこうした M&A の負の側面が発生している可能性は無いのか。

本稿の後半では、上記諸点に答えるために、M&A が経済的にみるとプラスのみでなくマイナス的作用をもつという 2 面性に注目する視角から、近年の研究と、われわれの試算を通じて、M&A が果たした経済的役割を総括する。1990 年代末からの M&A が日本経済の資源配分効率、企業の組織効率の上昇に寄与していること、経営者の過信や、株式市場の過大評価、M&A によるステークホルダー間の信頼の破壊といった M&A がともなうマイナスの側面はまだシステムティックには発生していないこと、アクティビストファンドの活動は正の株価効果をもち、ターゲットの財務政策に影響を与えつつあること、海外企業による買収にターゲット企業への技術・ノウハウの移転効果が期待できることなどが、ここでの基本的なメッセージである。

## 2. M&Aブームの国際的特徴：日本にユニークな要因はあるのか

図1のとおり1990年代末から先進5カ国ともにM&Aのブームを迎えた。各国のM&A件数は、これまでM&Aが少なかった独・仏を含めていずれも1998年以降に急速に増加し、2000年を頂点とする波動を描いた。ブーム期(1998~2005年)のM&Aの対GDP比は、最大の英国で20.7%、米国が10.7%、仏、独でもそれぞれ9.9%、7.5%に達した(表1)。日本のM&Aの規模は、GDP比で見るといまだ小さいものの、90年代前半に対するその伸びは急激であり、しかも、他の諸国のM&A件数が減少した2002年以降も持続的に増加した点に特徴があった。ところで、近年のM&Aブームの要因に関しては、次の点が指摘されている<sup>2</sup>。

- a) 特定部門における過剰能力の発生。
- b) 技術革新によってもたらされる成長機会の増大。
- c) 規制緩和と地域統合(例えば、EUの経済統合など)。
- d) 金融国際化・機関投資家の増加、少数株主保護、会計原則の平準化など経済・法制度変化。
- e) 株式ブーム、金融革新など資金面の要因。

---

<sup>2</sup> Holmstrom and Kaplan (2001), Martynova and Renneboog (2005)。

以上の点から見ると、1990年代末の日本のM&Aブームは、どこまで、世界的に共通な要因に基づき、どこに日本にユニークな要因があるのか。まず、この点の検討からはじめよう。

==図1・表1 about here==

## 2.1 過剰能力処理と技術革新の結合

1990年代末からのM&Aブームは、世界的には技術革新の進展した成長産業、IT関連産業を中心とし、この点で日本も例外ではない。金額ベースの部門別シェアを見れば、通信部門が日本を除く4カ国においてM&Aの最大部門であり、日本でも金融部門に次ぐ位置を占める(表2)。また、件数ベースでは、ビジネスサービス(広告、人材派遣、プログラミング、警備を含む)が日本では10.5%、独11.3%、仏8.7%、米国10.5%、英国9.8%を占め、米国を除く4カ国いずれにおいても1位、米国でも2位である<sup>3</sup>。つまり、日本のM&Aブームは、成長部門がM&Aの中心である点で、世界的な動向と共通性を持つ。

しかし、日本のM&Aブームは、上記の成長産業における戦略的なM&Aに、成熟産業における統合・再建型のM&Aが並行して進展した点に特徴がある。1990年代からの長期不況による設備・負債・雇用の過剰の処理、事業再組織化を動機とするM&Aの条件となった。とくに、1998年から製紙・窯業・鉄鋼・石油精製部門などの業界再編成につながるM&Aの進展は、過剰設備処理に目的があった。他方、電気機械、流通、化学などのグループの再編成は1980年代後半から90年代前半にグループ企業の新設を通じて拡大した事業ポートフォリオの再構築をモチーフとしていた。また、1999年から進展した金融部門のM&Aの動機は、過剰な金融機関の処理にあった。

==表2 部門別・5カ国部門別比較 about here==

米国のM&Aのブームは、事業再組織化を主たる動機とした1980年代のブームと、1990年代半ば以降の技術革新を動因とする戦略的M&Aのブームと特徴づけられるが<sup>4</sup>、日本の1990年代末からのM&Aブームは、その発生要因の面からみれば、米国の1980年代と同様

<sup>3</sup> 米国の1位は、銀行業16.1%である。以下の記述は、Jackson and Miyajima (2007a)により、元資料は、the Thomson Banker One database。対象は各国の上場企業であり、国内企業間、海外企業による国内企業のM&A、国内企業の海外企業に対するM&Aを含む。また、M&Aにはすべてのタイプの取引(合併、買収、資本参加)を含む。

<sup>4</sup> この点を強調するのが、Mitchell and Mulherin(1996)、Andrade, Mitchell and Stafford(2001)、Holmstrom and Kaplan(2001)である。

の事業再編成をもたらす負の経済ショックと、1990年代世界的な傾向である技術革新、規制緩和という正のショックが重なったところにその特徴があった。時間的順序からいえば、負の経済ショックによる事業再組織化の要請が先行し、それに技術革新に伴う正のショックが重なって、持続的な M&A ブームが進展したといえることができる。

## 2.2 相対的に弱い規制緩和の作用

M&A の世界的増加は規制緩和・経済統合の作用が大きかった。例えば、1990年代末の米国における M&A のブームは、規制緩和を重要な契機としていた。州を超えた取引を可能とする銀行部門の規制緩和が、地方銀行の統合を生み、航空部門の規制緩和が、大規模な再編成を促した (Harford, 2005)。それに対して、日本の M&A ブームでも規制緩和は重要だが、他国に比べて相対的に弱い。確かに金融ビッグバンや通信部門の参入規制の緩和は、金融・通信部門の M&A の増加の重要な条件であった。しかし、米・英・独において M&A の中心産業の一つであった電力・ガスなどの公益事業では M&A が相対的に少ない (表 2)。

他方、ヨーロッパでは地域統合が、M&A ブームの重要な要因であった (Martynova and Renneboog, 2006)。日本でも 1990年代末から直接投資の促進の方向に政策方針が変化し、これがクロスボーダーの M&A の増加の重要な条件となった (深尾・天野, 2004)。しかし、国際的に見れば、特にヨーロッパに比べて日本のクロスボーダー M&A の比重は小さく、ほぼ米国と同程度である。表 3 によれば、欧州 3 国では、クロスボーダー案件が、全案件の 20~25% を占め、金額ベースの GDP 比は、英国で 14.9%、独・仏でも 6% 近くに達した。それに対して、日本では増加したとはいえ、海外企業を買収者とするケースは、件数で全案件の 7.9%、GDP 比で 0.3% にとどまる。

==表 3 クロスボーダー M&A の 5 カ国 about here==

## 2.3 企業結合法制と会計制度の整備

欧州 3 国の M&A ブームには、法制度の整備の重要性が指摘されている。La Porta, Lopez, Shleifer and Vishny (以下 LLSV, 1997) による少数株主保護を基準としたスコア (最高点 6 点) では、1990年代にフランスは 3 から 4、ドイツは 1 から 3 に上昇した。他方、日本でも法改正が進み、LLSV の少数株主保護のスコアでは、1993年の少数株主保護を境に 4 から 5



点に上昇したが、必ずしも重要な変更とは言えない<sup>5</sup>。Rossi and Volpin (2004)によれば、少数株主保護がM&Aに促進的な意味を持つのは、支配の私的利得を引き下げることによって、支配権のコンテストを容易にする点にある。したがって、敵対的買収の増加は説明できるが、友好的な買収を主要な形態とするM&Aブームは説明できない。

むしろ、日本に固有な要因として強調されるべきは、第1に会計制度の変化である。傘下に多くのグループ企業を抱える日本企業は、しばしばそのグループ企業に債務保証を与えていたから、買収企業は大きなリスクに直面していた。1999年の連結会計、時価会計の導入によって、このターゲット企業の財務実績の不透明性に対する懸念が払拭された。他方、厳密な連結会計が要請された企業は、これまでのように裁量的に連結対象企業を操作することが困難となった。その結果、低収益グループ企業を売却するインセンティブが強まり、これがM&A市場への供給を増加させた(Higgins and Beckman, 2006)。

第2に、企業結合法制の変化が重要である。持株会社の解禁と株式移転制度の導入は、既存企業の上に新たに持株会社を設立することを可能とし、当事者企業が独立性(企業文化)を維持しながら、統合の利益を実現することが可能となった。また1999年の株式交換制度の導入も大きい。これにより、買収の場合にも、株式による対価の支払い、少数株主に対する株式の譲渡強制が可能となった。同制度の導入は、第1に、事業再組織化の必要の面から、グループ企業の再編成が必要となった総合電機メーカーが、その上場子会社を容易に完全子会社することを可能とした(菊谷・齋藤 2007)。また、第2に、株式交換は、新興市場のIT関連産業では、高い成長性を持つが強い資金制約に直面する企業が成長戦略としてM&Aを利用する重要な制度的条件ともなった。

第3に、産業活力再生特別措置法(1999年、以下、産業活性化法)、民事再生法、独占禁止法の運用の明確化といった一連のM&Aに関連した法制や2001年からの企業結合税制の整備も重要であった。民事再生法は、早期再編へのインセンティブを高めることによってM&A市場への供給を増加させた。また、産業活性化法などは、独占禁止法の迅速審査を可能とすることによって、合併・買収の決定に機動性が与えられた。

こうした一連の法的な整備なしには、1999年からのM&Aのブームはありえなかったとい

---

<sup>5</sup> スコアの上昇は、1993年の商法改正によって株主代表訴訟が容易となり、社外監査役制度が強化されたことによる。また、監査役強化(2001年)や委員会等設置会社(2002年)の選択制の導入も少数株主保護の強化措置と位置づけることができる。ただし、2001年には、無議決権普通株式の発行が可能となったから、LLSVスコアでは、再び5から4に低下する。

えよう。しかし、この法制度変化は完全に外生ではない。M&A を通じて事業再編成、企業成長を進めようとする企業が上記の法制度改革を求め、この改革を条件として M&A が増加したからである。

## 2.4 経済制度の変化

M&A の選択に影響を与える、上記の法制度とは区別される経済制度的要因としては、所有構造、企業・銀行関係、労使関係などの企業の統治構造における変化も重要であった。1990年代半ばまで M&A 市場の規模が相対的に小さかった独、仏、日で、M&A が増大した背景には、各国の企業統治構造の進化があった。

所有構造に関して、英国、米国に比べて、独、仏、日本は、インサイダー所有（経営者及び取引関係にある金融機関、事業法人の保有比率の合計）の比率が高い点を特徴としていたが、1990年代後半以降、日・独・仏3国ともこのインサイダーの所有比率が低下した。2005年の米国、英国のインサイダー所有比率はともに33%であり、1999年とほぼ同水準であった。それに対してドイツでは1999年の69%から2005年には60%まで低下し、同様にフランスでは48%から41%、日本でも48%から41%に低下した(Jackson and Miyajima, 2007a)。

こうした取引銀行、関係企業の保有比率の低下と並行して、外国人投資家を中心とした機関保有比率が上昇した。年金基金の議決権行使を解禁したエイボンレターの公表（1988年）以降、年金基金、生命保険などの機関投資家に課せられる受託者責任が強まり、機関投資家は株式投資のパフォーマンスに対する選好を強めた。こうした変化は、成長機会を備え、資金的余裕のある企業に積極的な M&A 戦略の採用を促す一方、収益の悪化した企業、あるいは自社内に不採算事業を抱えた企業に、早期の事業再組織化を迫り、これが M&A 市場への供給の増加に寄与したと見られる。また、インサイダー保有（安定株主）の低下がアクティビストファンドの活動を容易とした側面もある。実際、日本では、アクティビストファンドは安定株主比率の低い企業をターゲットとする傾向が強かった。

第2に、企業・銀行関係が変化した。ドイツでは、主要銀行が英・米型の投資銀行業務を開始し、敵対的買収資金を提供するなど重要な役割を演じはじめた(Höpner and Jackson 2001)。日本では、これまで国内企業間の M&A の制約となっていたメインバンク関係が後退したことが重要である。かつて顧客企業が、財務危機に陥った際に、救済にイニシアティブをとったメインバンクは、銀行危機を境に自らが財務危機に陥ることとなった。その結

果、かつてのように自行が負担を負う形で私的整理を進めるケースは減少し、過剰債務を抱えた企業は資産売却に積極的となった<sup>6</sup>。また、銀行危機後、銀行間の統合が進んだことは、債権者間の交渉を容易とするばかりでなく、系列関係が M&A の制約となるという関係を弱めることとなった<sup>7</sup>。

最後に、正規従業員の縮小、一部の産業における雇用の流動化などの雇用システムの変化も M&A に促進的に作用した。これまで、日本の場合、長期雇用とそれに基づく企業特殊な熟練の形成や、経営者・従業員間、及び従業員相互の情報・価値共有が M&A の需要・供給双方の制約となっていた<sup>8</sup>。成長性の高く、M&A の買い手となりうる企業は、雇用・賃金制度、広く企業文化の異なる他の企業との合併より内部成長を愛好し (Odagiri and Hase 1989)、逆に事業再組織化の必要性の高い企業も組織の融合の避けがたい合併ではなく、自主再建を目指した。しかし、近年は、買い手企業では、国際競争の激化のために、またターゲット企業では、事業再組織化の必要性の上昇から、従業員の M&A に対する抵抗が低下したといわれる<sup>9</sup>。

## 2.5 金融的要因はどの程度 M&A を促進したか

1990 年代末からの世界的な M&A ブームは金融的要因によっても促進されていた。とくに、1990 年代後半の米国の M&A のブームは、株式市場のブームによって支えられ、また株式交換の高い利用と並行していた (表 4)。1990 年代後半には、図-2 のとおり米国だけでなく、欧州 3 カ国でも株式ブームが発生していた。1990 年代の M&A の世界的なブームは、1999～2001 年を頂点とする株式ブームと並行していた。それに対して、日本では IT 部門で株式

---

<sup>6</sup> もっとも、銀行危機後には、破綻企業をメインバンクの追加融資が支えていたから (Arikawa and Miyajima 2007)、高い融資依存度を示される強いメインバンク関係は、いぜん M&A の制約として作用していた。しかし、銀行が財務健全性を回復し、企業・銀行間関係がより明示的な契約に基づく関係に変化するにつれて、この制約は緩和されたと見ることができる。

<sup>7</sup> 例えば、JFE ホールディングスの設立では、川崎製鉄 (第一勧銀) と、日本鋼管 (富士銀行) の両者のメインバンクがすでにみずほ銀行に統合されていたことは交渉を容易とする一つの条件となった。

<sup>8</sup> 労働者が産業別に組織される独・仏の場合、従業員の利害が M&A の制約となった側面は小さい (Jackson and Miyajima, 2007a)。共同決定企業の特徴については、Aoki, 2007, chap. 11 参照。

<sup>9</sup> 1995 年の「会社は誰のものか」というアンケートでは、97%がステークホルダーと回答したのに対して、2005 年の同様のアンケートでは「会社は株主のもの」という回答が 90%に達したという。また、会社員を対象としたアンケートでは、約 80%が企業価値を高めるのであれば、M&A を歓迎するとしている (経済産業省資料、2006 年 12 月)。

ブームがあったものの、5カ国では唯一 1998 年以降株式市場は低迷していた。1998～2005 年の M&A 案件における、買収額の EBITDA（利子、租税、減価償却前収入）に対する倍率も、独・仏でさえ 5 倍を超えるのに対して、日本では平均 1.4 倍と 5カ国中では例外的に低い（表 4）。日本では、買収対価のシフトは確認できるものの、株式ブームが M&A ブームをもたらした側面は相対的に弱かったと見られよう。むしろ、金融面では 1999 年から進展した金融緩和、とくに 2001 年 3 月からの量的緩和政策が買い手企業の資金制約を緩和するという意味で重要な役割を演じた。実際、蟻川・宮島（2007）の分析は、企業の保有するネットの内部資金の増大が M&A の買い手となる確率を引き上げること示している。

==表 4・図 2 about here==

以上要するに、1990 年代末からのわが国の M&A ブームは、先進 4 カ国と共通の要因である技術革新に、過剰設備処理の必要が重なったことから発生しており、戦略的な M&A と統合・再建型の M&A が結合した点に特徴があった。また、規制緩和、対外開放の役割と並んで、企業結合法制、会計原則の整備が重要であった点もユニークといえる。さらに、メインバンク制の後退や、機関投資家の増大といった日本企業システムを構成していた経済制度の変化が M&A ブームをもたらした一因であった。最後に、日本では株式市場ブームの影響は小さい。金融的要因が M&A に促進的に作用したとすれば、2000 年前後から進展した、企業レベルでの有利子負債の削減と低金利による負債支払いの減少が、企業の M&A に対する支払い能力を引き上げた点に求めることができる。

### 3. M&A 市場の多様性

一口に M&A といっても、その形態（合併か買収か）や取引は多様であり、それが各国の M&A 市場の特性を規定する。では、1990 年代末から急増したわが国の M&A は、この面から見てどのような国際的特徴を持っているのか。

第 1 に、上場企業間の M&A において米国・英国では、ターゲットを 1 つの法人格の下に置く合併が多いのに対して、独、仏、日本では合併が相対的に少なく、ターゲット企業の法的独立性を維持する買収、部分買収（50% 以下の買収）、提携の比重が高い（表 5）<sup>10</sup>。米・英では、M&A のうちほぼ半数が合併という形態をとるのは、少数株主との利益相反に関する法的リスクが高いこと、とくに英国では全部買付け義務のあることが要因である。それに

<sup>10</sup> また合併の場合には、ターゲット企業価値が買収企業の 40～60% の範囲の場合、交換比率 1 : 1 とする対等合併とするケースが多いことが指摘されてきた（服部 2004）。

対して独・仏・日では、上場子会社に関する規制が弱く、また企業文化の維持に対する選好が強いことが、法的自立性の確保できる買収を選好する重要な理由と考えられる。その意味で、長期雇用に基づく企業内熟練に効率性の一部を依存させ、ステークホルダーの共同体としての側面の強い日本企業の特徴が、M&A の形態に重要な特徴を与えていることとなる。

== 表 5 M&A の形態 about here ==

第 2 に、日本の M&A では、上場企業間の大規模な案件に限っても、買収企業がターゲット企業の株式を事前に保有している比率が高い。表 6 のとおり、合併・買収以前に、買収企業がターゲット企業の株式を保有している比率は、米・英に比して、日・独・仏の比率が高い。また、久保・齋藤(2006)の集計した 1990～2002 年の上場企業間の合併 114 ケースでも、M&A 以前にターゲットの発行株の 15%以上株式を保有したケースが 67 ケースと過半を占める。これは、1990 年代末の M&A ブームの一部がたんにグループ(子会社)の再編ばかりでなく、もう少し緩やかな資本関係のある上場企業間でも進展したことを示している。

== 表 6 M&A 市場の特徴 about here ==

当該企業と取引関係にある金融機関・事業法人による高い株式保有は、しばしば強調されるように、敵対的買収に対しては重大な障害となる。しかし、重要な点は、需要の急減、有力なライバルの出現、コストの上昇などの負のショックに見舞われた際、所有構造が集中していれば、支配株主が売却を決定するだけで容易に支配権の移動が可能であり、そのため、(友好的な) M&A の促進要因となることである。その意味で、M&A ブームを理解する上で、内部所有の比率の高いという日本企業システムの特徴が M&A の進展を促進した側面があることを強調しておきたい<sup>11</sup>。

第 3 に、日本の M&A では私的交渉の比重が多く、TOB がいまだ少ない。表 6 の 1998 年以降の M&A 市場の 5 カ国比較では、買収企業が、被買収企業の株主と直接に交渉するという私的交渉<sup>12</sup>の比重は、日本が 50%と 5 カ国中最も高い。この特徴と照応して、日本の上場企業を対象とする公開買付け TOB の年平均件数は 44 件、またその上場企業間の M&A に占めるシェアも 12%と、近年増加したとはいえ、国際的には高くない。しかも、この中には、

<sup>11</sup> ただし、この大株主間の M&A 取引が少数株主の利益と合致しているか否かは別に検討される必要がある。

<sup>12</sup> the Thomson Banker One database における私的交渉とは ‘an acquisition of shares that was privately negotiated’ と定義され、公開買付けに対置される。またこの私的交渉の場合、ビッディング企業が、事前にターゲット企業の株式を保有している。

ソニー、松下電器、NEC などが実施した TOB に見られるように、株式交換により上場連結子会社を完全子会社化する際に TOB を利用するケースが多い。

さらに、既述のとおり敵対的買収の件数を見ても、日本の M&A 件数は 2000 年まではゼロ、その後も 6 件にとどまり、米国 332 件、英国 176 件に比べれば圧倒的に少ない。2000 年以降のアクティビストファンドの大量買付けが大きな社会的注目を集めたが、こうしたアクティビストファンドの大量買付けや、敵対的買収の頻度は国際的には依然非常に少なく、その限られたケースでも多くは成功していない。企業統治の鍵が業績の悪化した企業の経営者の更迭にあるとすれば、敵対的買収は日本企業の経営の規律においていまだ重要な役割を演じているとはいえない。

以上の特徴と照応して、日本の場合、買収プレミアムが小さい<sup>13</sup>。後掲表 7 によれば、2000 年代前半について被買収企業に発生するプレミアム（買付価格と公表 4 週間前の市場価格の差）を 5 カ国間について比較すると、米・英・仏・独では平均 25~30% のレンジの買収プレミアムを示す。それに対して、近年上昇しつつあるとはいえず（そして、この点は 99 年以降の日本の M&A の重要な変化であるが）、日本企業の買収プレミアムの平均は 10% にとどまる<sup>14</sup>。

要するに、M&A の形態、取引における 5 カ国比較は、日本で形成されつつある M&A 市場が、敵対的買収、公開買い付け、買い手間のコンテストなどのアームスレンジス (arm's length) な関係によって特徴付けられる英米と異なり、独・仏と共通にコーディネーションを基礎とする関係によって特徴づけられることを示している。M&A の急速な増加は、この意味で米・英と同型の企業支配権市場がわが国に直ちに創出されているのではなく、それとは異なるコーディネーションを基礎とし、友好的な買収を中心とした M&A 市場が形成されつつあることを示唆している。

さらに以上の比較は、日本企業の統治構造の特性が、M&A 戦略の採用の制約となるというより、M&A の形態に上記の特徴を与えたことを示している。前節で述べたとおり長期雇用システム、メインバンクシステム、株式相互持合いなどによって特徴付けられた日本企業システムは、これまで M&A の制約と捉えられ (Kester, 1991)、この解体が M&A ブームの一因と想定されてきた。確かに、銀行の財務健全性の悪化による救済能力の低下や、持合

<sup>13</sup> また、今後立ち入った検討の必要があるが、M&A の仲介手数料の 5 カ国比較では、日本が最も低く、上記の特徴と整合的である。

<sup>14</sup> Rossi and Volpin (2004) の 1990~99 年を対象とした国際比較でも、日本の場合、買収プレミアムが異常に低く、唯一マイナスである。

い解体とそれと並行した機関投資家保有株の増加は、M&A ブームにある程度まで促進的役割を果たしたと見ることができる。日本型企业システムのうち、企業と資金提供者の関係は、明らかに市場ベースの仕組みに変化した。企業の成長可能性の評価は、私的情報を基礎とした銀行によるモニタリングから、資本（株式・社債）市場の評価に移行し、M&A 市場の形成もその重要な一環となったと見ることができる<sup>15</sup> (Aoki 2007、Jackson and Miyajima 2007)。

しかし、日本企業システムの特性と近年の M&A ブームとの関係では、日本企業の統治構造が、それ自体ハイブリッドな形に進化しつつ<sup>16</sup>、日本の M&A に固有の特徴を与えた側面がむしろ重要である。上記の市場ベースの仕組みへの移行を前提として、進化しつつある日本企業システムは、いくつかの経路から M&A を促進した。第 1 に、救済パッケージの提供を通じて顧客企業の自主再建をサポートしたメインバンクは、事業再生部門を外部に切り出して再生ファンドを組成する一方、不良化した債権をこの再生ファンドに売却することによって M&A 市場の供給を支えた (Yanagawa, 2007)。また第 2 に、内部所有の優位は、産業ショックが発生した時、買収者とターゲットの経営者の相対交渉による M&A を可能とした。さらに、第 3 に、長期雇用の慣例や共同体的性格の強い日本企業の統治構造の特性は、前節で強調した買収対象企業の独立性の保持を可能とする企業結合法制の一連の変更を促す一方、買収・持株会社の設立を中心とする M&A ブームの条件となった。この意味で、近年の M&A ブームは経路依存的であり、企業システムの進化と相互規定的関係にあった。

## 4. 急増する M&A の経済的役割

### 4.1 M&A と資源配分効率

では、1990 年代末から増加した日本の M&A はいかなる経済的機能を果たしているのか。米国の 1980 年代からの M&A に関する研究は、M&A が資源配分効率の向上に果たした役割を強調してきた<sup>17</sup>。

---

<sup>15</sup> Aoki (2007) は、このビジネスモデル（事業戦略、組織デザイン、マーケティング戦略、組織特長的な報酬システム）と従業員の人的資産との整合的な組み合わせ（補完的關係）を、資本市場が評価する関係を、EMIL (external monitoring of internal linkage) モデルとして概念化している。

<sup>16</sup> 近年の日本企業システムの進化については、Aoki, Jackson and Miyajima (2007) を参照。

<sup>17</sup> Jensen (1993) は、過剰の能力の処理のもっとも速やかな方法である点を強調し、Mitchell and Mulherin (1996), Harford (2005), Anderade and Stafford (2004) は、成長部門で M&A と新規投資と並行して進展し、産業拡大が進展する側面を強調している。

宮島（2007）の各章は、日本でも M&A が同様に資源配分効率の向上に貢献した点を明らかにした。蟻川・宮島（2007）では、1990 年代後半以降急増する M&A に関して、その産業レベルでの発生確率（各年の  $i$  産業の合併・買収件数（2 億件以上） /  $i$  産業の期初の上場企業数）を、広い意味の経済ショックによって説明するモデルを推計し、技術革新や規制緩和などによってもたらされた成長機会上昇が、M&A の発生確率をシステムティックに引き上げたことを示した。さらに、企業のマイクロデータに基づく分析でも、高い成長可能性を持つ企業が M&A の買い手となる確率が高いという結果を確認している<sup>18</sup>。こうした結果は、1999 年以降の M&A のブームが、高成長部門への資源の移動の重要な経路となっていることを示唆している。

他方、国内企業の M&A の発生確率は、同じ蟻川・宮島（2007）の分析によれば、売上の大幅な減少や、株価の変動といった負の経済ショックにも感応的であった。M&A は過剰設備・過剰負債・過剰雇用の深刻化した部門でより頻繁に発生していた。この結果と整合的に、国内企業による M&A におけるターゲット企業の特性的分析は、トービンの  $q$ 、ないし TFP が低いほど、また、負債比率が高いほどターゲットとなる確率が高いことを報告している<sup>19</sup>。

表 7 には、5 カ国の上場企業について、ROA がマイナス、あるいは、PBR が低い（1 以下）企業がどの程度の確率で M&A のターゲットになるかを推計している。日本が M&A のブームを迎えた 2000-05 年ではこの確率が他の 4 カ国に比べて高い、あるいは、少なくとも低くない。つまり、企業が低収益に陥ると、M&A のターゲットとなる確率が上昇するという関係が確認できる。この結果は、わが国の M&A が、日本経済の構造調整期に必要な事業再組織化を推進しているという見方と整合的である。

== 表 7 about here ==

敵対的買収が少ないという事実に着目して、しばしば現在のわが国の M&A では、事業再組織化に消極的な企業経営者を促して、事業の再構築を図るという経営の規律づけの側面

---

<sup>18</sup> この点は、合併に限定しても確認できる。ビッディング企業の合併公表前 250 日の累積超過収益率（企業  $i$  の株式収益率と TOPIX の収益率との差の累積値）ER を推計した後掲表 10 によれば、ER はサンプル平均 10% であり、ビッディング企業は相対的に高い収益性を示している。さらに、サンプル企業を、合併が急増した 98 年（99 年）で 2 分すると、98(99) 年以降の公表前 ER の平均値が、それ以前の時期に比べて有意に高いことが確認できる。つまり、98 年以降の合併の増加局面では、自社の高い株価が合併の条件となっていた。

<sup>19</sup> ただし、海外企業による買収は、収益性の高い企業をターゲットとする傾向がある（深尾、権、滝澤 2007）。



が弱いと指摘される。しかし、上記の推計結果は、M&A がもっぱら友好的買収の形をとるといっわが国の M&A 市場の特徴（コーディネーションを基礎とした M&A 市場の形成）が、経営の規律の点で大きな欠陥をともなっているという見方と対立的である。M&A はかつてのメインバンクによる私的整理に代わって、事業再組織化に重要な役割を演じ始めていると見ることができる。わが国でも M&A は過剰能力を除去する主要な方法（Jensen 1993）として機能しており、M&A が敵対的買収の形をとるか否かはその機能の不可欠な条件ではない。

#### 4.2 M&A と組織効率の上昇

では、わが国で急増する M&A が、実際に組織効率を引き上げたのか。以下では、合併発表前後の株価に、規模の経済性の上昇、補完性の実現、間接費の削減などの M&A に伴うシナジー効果が反映していると仮定して、合併公表後の累積異常収益率 (cumulative abnormal return, 以下、CAR) の暫定的な推計結果を中心にこの問題に接近する。

M&A の急増とともに、わが国の M&A を対象とする CAR の分析は急速に進展している。近年 CAR に関する研究結果は、表 8 に、また、Miyajima, et al (2007) の暫定的な推計結果は表 9 に要約されている。なお、後者のサンプルは、1992 年から 2005 年 12 月末までの上場企業間の合併公表である。結果はいまだ暫定値であるが、近年の合併事例まで推計に追加している点に優位がある<sup>20</sup>。また、ハイテク産業における合併、あるいは、不良債権問題の深刻化した部門における合併が正の株価効果を持ったか否かを確認するために、サンプルをハイテク部門（電機・情報通信（ソフト開発）、19 ケース）、問題部門（建設・流通、26 ケース）<sup>21</sup>、金融（銀行・保険・証券、25 ケース）に分割し、これらの部門以外を比較サンプル（90 ケース）として両者の差の検定を試みた。

表 8 に整理したこれまでの CAR の推計から次の点が明らかとなっている。

- ① 買い手側にわずかに正の株価効果が発生していること。
- ② ターゲットの側に正の株価効果が確認できるがその規模は小さいこと。
- ③ 以上の株価効果は 1999 年以降の M&A の増加局面で拡大していること（井上・加藤, 2006；松尾・山本, 2006；Higgins and Beckman, 2006）。

<sup>20</sup> マーケットモデルはイベント（合併公表時）のマイナス 200 日からマイナス 21 日で推計したなお 170 日以上株価が得られない場合、サンプルから除いている。

<sup>21</sup> 資産価格バブル崩壊の影響を強く受けた問題部門としては他に不動産があるが、期間中に上場企業間の合併事例はない。

- ④ M&A のタイプ別には、水平合併は、買収企業、被合併企業の双方に正の株価効果を持つ。非救済合併の株価効果が買収・被買収企業ともに大きいのに対して、救済の株価効果はゼロである(井上・加藤 2006)。

==表-8 CAR 総括 about here==

表 9 の CAR の推計結果でも、①～③についてほぼ同様の点が確認できる。1992 年以降の合併の株価効果は、イベントウィンドウを合併公表前後 3 日間(-1 日～+1 日)に設定した推計で 1%、前後 11 日間(-5 日～+5 日)ではマイナス 0.1%であり、合併側にわずかに正の株価効果が発生している。しかし M&A が急増した 1998 年を境にサンプルを 2 分すると、99 年以降の CAR の平均値が有意に高い。イベントウィンドウを合併公表前後 1 日に設定した推計では、99 年以降の買い手の CAR の平均は 2.5% (1%水準で有意)であり、M&A ブームの発生した 1999 年以降、株式市場は、買い手の側に統合効果が発生すると評価した。

==表-9 CAR 推計結果 about here==

他方、ターゲットについても、これまでの推計結果と同様に M&A ブームの発生以降、CAR の上昇が確認できる。1999 年以前のターゲットの CAR が 0.7%であったのに対して、M&A 促進的な企業結合法制が整備された 1999 年以降、ターゲットの CAR の平均値は 4.1%に達し、1%水準で有意である。以上の結果は、1999 年からの局面では、市場が M&A による経営改善効果を高く評価しはじめた可能性を示唆し、M&A ブームが企業の組織効率を引き上げ、企業価値の上昇に寄与したという見方と整合的である。もっとも、ターゲットに発生した CAR は国際的に見るといぜん低く、これが M&A の経営改善効果が小さいことを意味するのか、M&A におけるコンテストの側面が乏しいことを意味するのかは今後の検討課題である。

第 2 に、部門別に見れば、ハイテク部門、建設、流通などの問題部門における合併公表は、比較サンプルに比べて、おおむね正の株価効果を持った。いまだ合併事例が少ないため、確言は出来ないが、ハイテク部門における戦略的な合併、及び、過剰債務が問題となった部門における事業再組織化に主たる動機のある合併に対して、株式市場はいずれも正の効果を持つと評価した。

さらに、メガバンクの成立の公表が正の株価効果を持ったことは、家森・小林・播磨谷(2007)で確認されたが、証券、保険業の合併にサンプルを拡大しても同様の結果を確認することができる。合併公表前後 3 日の推計では、金融セクター平均の CAR は、合併側で

4.1%、被合併側で、4.5%であり、この結果は、金融部門の統合が、シナジーや経営改善を通じて企業価値を引き上げたという見方を支持している。

最後に、表 8 には、M&A コンサルティング(いわゆる村上ファンド)による現経営陣に敵対的な性格をもつ大量買付けの公表(大量保有報告書の届出)に対する株式市場の反応に関する推計結果を示している(Kurse and Suzuki(2006))。サンプルは、2000~2004年までの22ケースに限られているが、同分析は大量買付けの発表が正の株価効果を持ったことを報告している。

### 4.3 過大な M&A の発生の可能性

#### ①買手の株主からターゲットの株主への富の移転

では、1990年代末からの日本における M&A のブームの場合は、過大な M&A が発生している可能性はないのだろうか。

経営者の自信過剰(Roll, 1986)、あるいは、適切な企業統治の欠如のために、もっぱら経営者帝国の構築を目的として合併が試みられた場合、買手企業の累積異常収益率 CAR や、合併発表後の株式超過収益率(当該企業と市場全体の収益率との差、以下 ER)は負となることが予想される。この点の厳密な検討は今後の実証課題であるが、前掲表-9、及び、表 10 の推計結果は、買手の CAR、合併発表後の ER ともにおおむねポジティブな結果を示しており、少なくとも 1990 年代末からの M&A ブームに関する限り、上記の推論を支持していない。

他方、M&Aによって、買手の株主からターゲットの株主への富の移転が生じている場合は、大きな買収プレミアムが発生するか、ターゲット企業のCARが大きく正の値をとることが必要条件となる。しかし、日本のM&Aの場合、既述のとおりターゲット企業に発生するプレミアムが小さい(表7)。米・英のこれまでの研究はM&Aの発表によって、ターゲット企業には平均して20%から30%のCARが得られることを報告しているが、わが国の場合、既述のとおり、いずれの推計でも、ターゲットのCARは最大5から6%にとどまる。以上の結果は、いまのところM&Aによって買手の株主からターゲットの株主への過大な富の移転が大規模に発生している可能性は低いことを示唆しよう。

#### ②株式市場の過大評価

次に、米国の1990年代の波動に関して指摘される株式市場の過大評価によるM&A(stock

market driven acquisition) の可能性はどうか<sup>22</sup>。図-2 のとおり、1995 年以降、日本の株式市場は先進 5 カ国内では例外的に低迷していたから、株式ブームがシステムティックに M&A を促進した可能性は低い。しかし、IT バブルのようなローカルなブームが M&A を促進した可能性は残る。

蟻川、宮島 (2007) は、産業の平均的なトービンの  $q$ 、あるいは、買い手企業のトービンの  $q$  が相対的に高い場合、M&A の発生比率が高い点を確認したが、この結果は、産業、ないし企業の高い成長可能性の結果だけではなく、市場による当該産業、ないし企業の過大評価からも発生する。このうち特定産業の過大評価の可能性が低いことは蟻川・宮島 (2007) で確認されているので、残された問題は企業に対する過大評価である。この点に関して、Mehrotra and Morck (2006) は、過大に評価された株式を利用した M&A の場合には、合併前の高い超過収益率 (株価収益率と市場の収益率との差、以下 ER) が、合併後の低い ER を伴う可能性が高いことを指摘している。表 10 パネル 1 には、この推論に従って、合併公表後 250 日累積の買収企業の超過収益率 (ER) を推計し、合併前との差を検定した結果も掲げた。その結果によれば、合併公表後の ER は、期間平均で 11.8% と高く、合併公表前よりもかえって高い。この傾向は、90 年代末の合併増加の局面ではさらに著しい。

==表 10 ER の推計結果==

また、この公表前後の ER の比較をセクター別に試みると、表 10 のパネル 2 のとおりである。建設・流通などの問題部門における合併では、公表後の ER は、CAR の結果とも整合的に、公表前に比べて有意に高い。また金融セクターの合併でも、公表前後について有意な差はない。したがって、以上の簡単な推計からも合併の増加が過大に評価された株価によって誘発された可能性は全体としては低いと判断してよからう。

ただし、ハイテク部門では、合併公表後の ER (-4.8%) は、合併公表前の ER (15.4%) に比べて有意に低い。このようにハイテク部門を中心に一部に限定されているものの、ビッディング企業が過大に評価された自社の株価を合併対価として利用して、過大な M&A を進めた可能性は否定できない。

以上は合併のケースであるが、株式市場の過大評価は過度の買収を誘発する可能性もある。株式交換による買収は制度導入後増加し、2004 年には 65 件、99 年からの累計で 143 件を数える。この中には、株式分割を通じて時価総額を引き上げ、株式交換を通じて買収

<sup>22</sup> Shleifer and Vishny (2003), Rhodes-Kropf and Viswanathan (2004)

を積極的に展開したライブドアのケースも含まれ、過大に評価された自社の株価を買収対価として利用して M&A を試みるケースは日本でも一部に発生している可能性がある。もっとも、上記 143 件のうち東証 1・2 部上場企業を買収主体とするケースは 77 件で、その大半はグループ企業の 100%子会社化のために利用されている（レコフ資料）。したがって、自社の高く評価された株式を買収対価として利用する可能性があるケースは最大でも 70 社前後と推定され、とくに新興市場に上場の企業が中心である。したがって、株式市場過大評価に基づく M&A が発生していたとしても、局所的な現象にとどまると判断できよう。

以上要するに、株式市場の過大評価による M&A の誘発という事態は、1990 年代末の日本 M&A のブームではシステムティックには確認されない。しかし、2005 年以降には株価の上昇と、低金利を金融的条件として M&A が過大となる可能性がしだいに現実のものとなりつつある点も指摘しておく必要がある。日本経済は、過大な現金の保有や買収主体の企業の株式の過大評価のために、単なる富の移転のみにとどまる M&A が大規模に発生する恐れを考慮すべき局面に入りつつあるという認識が重要であるといえよう。

#### 4.4 ライバル・取引先・従業員からの富の移転の可能性

##### ①ライバル・取引先企業からの収奪

M&A による買い手、ターゲット企業の企業価値、より正確に言えば株式価値の上昇は、下流、上流の企業、及び同業他社の犠牲の下に発生する場合もありうる。こうした経済厚生面でのマイナスを厳密にテストすることは困難を伴うが、これまでの研究は、この問題に対する 1 つのアプローチとして M&A の公表に対する下流・上流、同業他社の株価の反応に注目してきた（宮島 2007：序章、第 2 節）。

この点に関する分析は今後の課題に属するが、宮島編（2007）の分析と代表的ケースの分析は次の点を明らかとしている。

第 1 に、メガバンクの設立は、家森・小林・播磨谷（2007）の分析結果によれば、同業他行、および信託銀行の株価に正の効果を持った。市場は、統合による金融システム安定を評価したと見ることができる。また、メガバンクの成立は、顧客企業にとっても正、とくに銀行依存度の高い企業にとって正の株価効果をもった。Miyajima and Yafeh（2007）は、みずほ銀行の設立、住友銀行・さくら両行の統合、三和、東海、あさひ銀行の統合による UFJ 銀行設立の発表に対する市場の反応を検討して、メガバンクへの統合の公表は、①銀行部門全体に正の株価効果を持ったばかりでなく、②銀行の顧客の株価にも正の効果があ

ったことを示した。銀行の統合公表後の顧客企業の CAR は平均的にはゼロだが、負債比率の高い企業、メインバンクへの借入れ依存度の高い企業、研究開発費支出の低い企業、信用格付けを取得していないか、低い信用格付けしか持たず資本市場へのアクセスの困難な企業では、統合のニュースは有意な正の効果を持ったからである。

第 2 に、宮島編 2007（終章・表 11）には、1996 年以降の内外企業による大型合併、買収、資本参加に対するターゲット企業、同業他社、及び下流産業の株価の反応が要約されている。M&A に対する同業他社の反応は、「過当」競争が深刻であった業界（2000 年の日本製紙、2001 年の JFE）では概ね正であり、逆に、有力なライバル企業の規模拡大のケース（1998 年の商船三井によるナビックス合併、2001 年の日本航空による日本エアシステム、2002 年の双日の設立）では、わずかに負である。ただ、平均すると同業他社の反応の平均は、正（1.4%、10%水準で有意）である。また、限られたサンプルであるが、鉄鋼業の集約の下流産業への影響は負である。本格的な分析は今後の課題であるが、以上の結果は、1990 年代後半からの M&A によって、同業他社、あるいは下流産業からの富の移転が大規模には発生していないことを示唆しよう。

## ②信頼の破壊

他方、これまでのところ、日本の M&A が、従業員からの富の移転、ひいては、従業員との間の信頼の破壊 (Shleifer and Summers 1988) をもたらしている可能性も低い。そもそも敵対的買収自身が少なく、買収後、暗黙の契約を破棄するように雇用削減が強行されるケースは見られない。もちろん、事業再組織化を動機として増加した上場企業間の合併では、合併後に雇用の圧縮が進展した。とくに、1999 年からの合併では、合併の前後に大幅な雇用削減が発生している（久保・齋藤 2007）。また、外資系企業による場合、買収後の雇用削減のテンポが速いことが報告されている（深尾・天野 2004）。

しかし、日本の M&A の場合、事業再組織化を動機とする合併であっても、合併・買収側が、被合併・買収企業からの同意の確保を強く考慮しているといわれ、この点は外資系企業やファンドの場合にも該当する。このため、久保・齋藤（2007）の分析によれば、雇用削減は、合併発表後から徐々に開始され、従業員に無理のない形で進められた。また、合併後の賃金変化を分析した久保・齋藤（2007）は、M&A による従業員からの富の移転と言う見方とは逆に、売上高、ROA、従業員の平均年齢をコントロールした後でも、合併

が起ると 1 人当たり賃金が約 40 万円上昇したことを報告している<sup>23</sup>。

## 5. 展望： 長期的効果と価値向上の源泉

以上、4 節で検討したのは M&A に対する株式市場の反応であり、市場の予測が正しいか否かは保証がない。また、市場のポジティブな反応は、企業価値の上昇のみでなく、統合による市場支配力の上昇や、政府による救済可能性の上昇(too big to fail)からも生じうる。したがって、実際に、M&A が企業の組織効率を引き上げたか否かについて、長期の観点から分析する必要がある。

この点に関しては、宮島（2007：終章）で検討した。以下要点を紹介しておこう。第 1 に、これまでの研究は、おおむね合併の長期効果に関して否定的である。また、1990 年代以降に関する被合併企業の資産／買収企業の資産が 10% 以下の場合を除く 87 ケースに関するわれわれの合併に関する暫定的に推計結果からも、平均的には M&A の長期の効果は確認できない。

第 2 に、部門別に見ると、金融部門では、2002 年以降、メガバンクの収益が回復したことはよく知られているが、この収益改善は、不良債権処理の進捗の側面が強く、この点を考慮した家森・小林・播磨谷（2007）の費用関数による推計結果は、負であり、ポスト M&A の経費削減が十分に進んでいないことを示している。また、IT 産業に関しても、情報通信産業における 1995～2004 年までの東証 1、2 部企業を対象とした分析によれば、標準化された資本効率で見ると M&A がむしろ長期パフォーマンスに負に作用している。

他方、敵対的な大量買付けに関しても、CAR による分析とは対照的、長期的なパフォーマンス効果では有意な影響が確認されていない（Kurse and Suzuki 2006）。2000 年以降のアクティビスト・ファンドの大量買付けが社会的注目を集め、そうしたファンドの圧力が、金融面から現経営陣に強い規律を加え、経営者が資本コストに対する意識を強める契機となりつつあることは疑いが無いが（胥 2007）、それが長期のパフォーマンスの向上につながっているか否かはさらに検討の必要があろう。

以上の結果は、推計上の問題をしばらくおけば、次の 2 つの解釈が可能である。一つは、進展した M&A が期待されたシナジー、経営の規律効果を生んでいない可能性である。これには金融機関の統合のケースが当てはまり、ポスト M&A の組織改革の重要性を示している。

---

<sup>23</sup> 久保・齋藤(2006)は、この上昇を雇用新規採用を抑制した結果、若年層従業員の比重が低下したために発生したのではなく、生産性の低い従業員から退出していった結果と解釈している。

いま一つの解釈は、M&A が、正負の経済ショックによってもたらされた点を重視する (Mitchell and Mulherin 1996)。特定の産業、特定の時期に集中した M&A は必ずしもシナジーや統合効果のみを目的としたもののみでない。その場合には、ポスト M&A 後のパフォーマンスの分散が大きく、平均的に有意な資本効率の改善効果が現れなくとも不思議ではない。IT 産業に関する結果には、この解釈が当てはまるかもしれない。

ところで、長期的なパフォーマンス効果が有意に高くないことは、M&A が長期のパフォーマンスを引き上げる場合と、そうでない場合が混在していることを意味する。実際、われわれ推計、合併 87 ケースのうちポスト M&A のパフォーマンスがそれ以前を上回ったケースは、ほぼ半数の 46 ケースとなる。そこで、1999 年以降の M&A の急増のうち、どのような場合、企業価値の向上に寄与するかが問題となろう。

この点については、宮島編 (2007) 終章で、ヒアリングの成果から暫定的な見方が与えられている。そこでは、統合による規模の経済性の実現や集約効果といった古典的な要因に加えて、寡占化による価格交渉力の上昇といった産業組織論的要因、組織間の相互学習、操業レベルでのノウハウの移転、さらに IT 関連部門を中心に範囲の経済性や「時間を買う効果」の実現を持つ意味が上昇した点に 1990 年代末からのブームの特色があるが強調された。もっとも、M&A による企業価値の上昇の源泉は多様であり、今後さらにこの点に関する立ち入った検討が進められることが重要である。



## References

- Aoki, M, 2007: Whither Japan's Corporate Governance? Toward External Monitoring of Internal Linkage. In: Aoki, Jackson and Miyajima (2007)
- Aoki, M., G. Jackson and H. Miyajima (eds.) (2007), *Corporate Governance in Japan: Organizational Diversity and Institutional Change*. Oxford: Oxford University Press.
- Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford (2001), "New Evidence and Perspectives on Mergers," *Journal of Economics Perspectives*, 15, pp.103-120.
- Andrade, G., and Stafford, E., (2004). Investigating the economic role of mergers. *Journal of Corporate Finance*, 10, 1-36.
- Arikawa, Y. and Miyajima, H., (2007), Relational Banking in post Bubble Japan: Co-existence of soft-and hard budget constraint, in Aoki, Jackson and H. Miyajima (2007).
- Arikawa, Y. and K. H. Bae, H. Miyajima and Y. Yafeh (2007), M&A determinants in Japan. Ongoing mimeo.
- Harford, J. (2005), "What Drives Merger Waves?" *Journal of Financial Economics*, 77, pp.529-560.
- Higgins, H and Beckman, J (2006), Abnormal returns of Japanese acquisition bidders: impact of pro-M&A Legislation in the 1990s, *Pacific-Basin Finance Journal*, 14: 250-268.
- Holmstrom B. And S.N. Kaplan, 2001, Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making sense of the 1980s and 1990s, *Journal of Economic Perspectives*.
- Höpner, M. and G. Jackson, 2001: An Emerging Market for Corporate Control? The Case of Mannesmann and German Corporate Governance. In: *MPIfG DiscussionPaper 01/4, Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung*.
- Jackson, G and H. Miyajima (2007), Mergers and Acquisitions: Comparing Japan with Europe and the USA, mimeo.
- Jensen, M C. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, pp.831-880.
- Kester, C.W. (1991), *Japanese takeovers: the global contest for corporate control*. Harvard Business School Press, Boston
- Kruse, T. Park, H, Park, K and K. Suzuki (2006), Long-term performance following merges of Japanese companies: The Effect of diversification and affiliation, *Pacific-Basin Finance Journal*,
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (1997), "Law and Finance," *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.

- Martynova, M and L. Renneboog, 2005: Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives. In: *ECGI - Finance Working Paper No. 97*.
- Martynova, M. and L. Renneboog, 2006: Mergers and Acquisitions in Europe. In: *ECGI - Finance Working Paper No. 114*.
- Mehrotra, V and R. Morck, (2006), Did Bad Stocks Drive Out Good? Gresham's Law and Mergers and Acquisitions in the 1990s, The University of Alberta, mimeo.
- Mitchell, M. L. and J. H. Mulherin (1996), "The Impact of Industrial Shocks on Takeover and Restructuring Activity," *Journal of Financial Economics*, 41, pp.193-229.
- Miyajima, H and Yafeh, Y (2007) Japan's Banking Crisis: Who Has the Most to Lose? *Journal of Banking and Finance*,
- Odagiri, H. and T.Hase (1989), Are Mergers and Acquisitions going to be popular in Japan too?: An empirical Study, *International Journal of Industrial Organization*, 7: 49-72.
- Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan (2004), "Market Valuation and Merger Waves," *Journal of Finance*, 59, pp. 2685-2718.
- Roll, R (1986), "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business* 59: 197-216.
- Rossi, S, and P. Volpin (2004), Cross-country Determinates of Mergers and Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Shleifer, A. and L. Summers (1988), Breach of trust in hostile takeovers' Alan J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and consequences* (NBER, Chicago, IL).
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (2003), "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70, pp.295-489.
- Yanagawa N. (2007), The Rise of Bank-Related Corporate Revival Funds, In Aoki, Jackson and Miyajima (2007).
- 蟻川靖浩、宮島英昭 (2007) 「M&A はなぜ増加したのか」宮島編 (2007) 第 1 章。
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『M&A の株価』東洋経済新報社。
- 薄井彰 (2001) 「株主価値と M&A」薄井彰編著 『M&A21 世紀：バリュウー経営の M&A 投資』中央経済社。
- 菊谷達弥、齋藤隆志 (2007) 「完全子会社化はどのような時に行われるのか」宮島編 (2007) 第 3 章。
- 久保克行・齋藤卓爾 (2006) 「合併・買収と従業員の賃金」『日本労働研究雑誌』560, pp. 4-15.
- 久保克行・齋藤卓爾 (2007) 「従業員の処遇は悪化するのか」宮島編 (2007) 第 5 章。
- 胥鵬 (2007) 「どの企業が敵対的買収のターゲットになるのか」宮島編 (2007) 第 6 章。
- 服部暢達 (2004) 『実践 M&A マネージメント』東洋経済新報社。

深尾京司・天野倫文（2004）『対日直接投資と日本経済』日本経済新聞社。

深尾京司・権赫旭・滝澤美帆（2007）「外資による M&A はより高いパフォーマンスをもたらすか」宮島編（2007）、第 2 章。

松尾浩之・山本健（2006）「日本の M&A: イベント・スタディによる実証研究」『経済経営研究』（日本政策投資銀行設備投資研究所）、26 巻 6 号。

宮島英昭編（2007）『日本の M&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社（近刊）。

家森信善・小林毅・播磨谷浩三（2007）「メガバンクの誕生：市場はいかに評価し、効率性はどう変化したのか」宮島編（2007）第 4 章。

図1 主要5カ国のM&Aの推移

国内企業間、海外企業による国内企業のM&A、国内企業の海外企業に対するM&Aを含む。M&Aには、すべてのタイプの合併を含む。

出所) Jackson and Miyajima (2007)。現資料は、*Thomson Banker's Deal*。

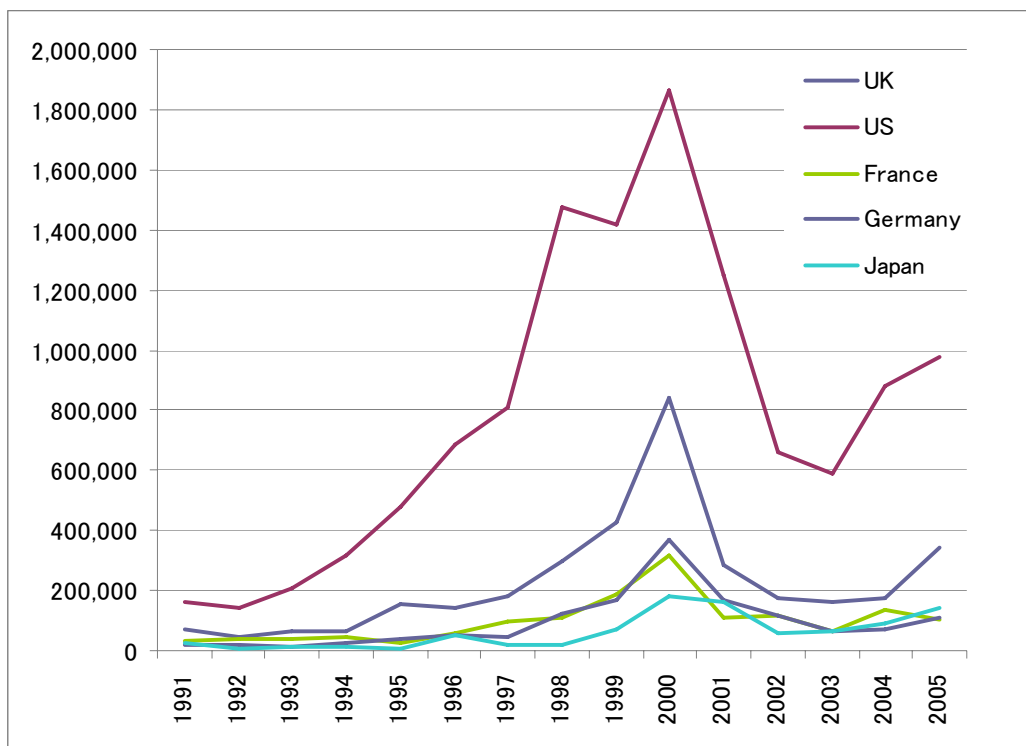
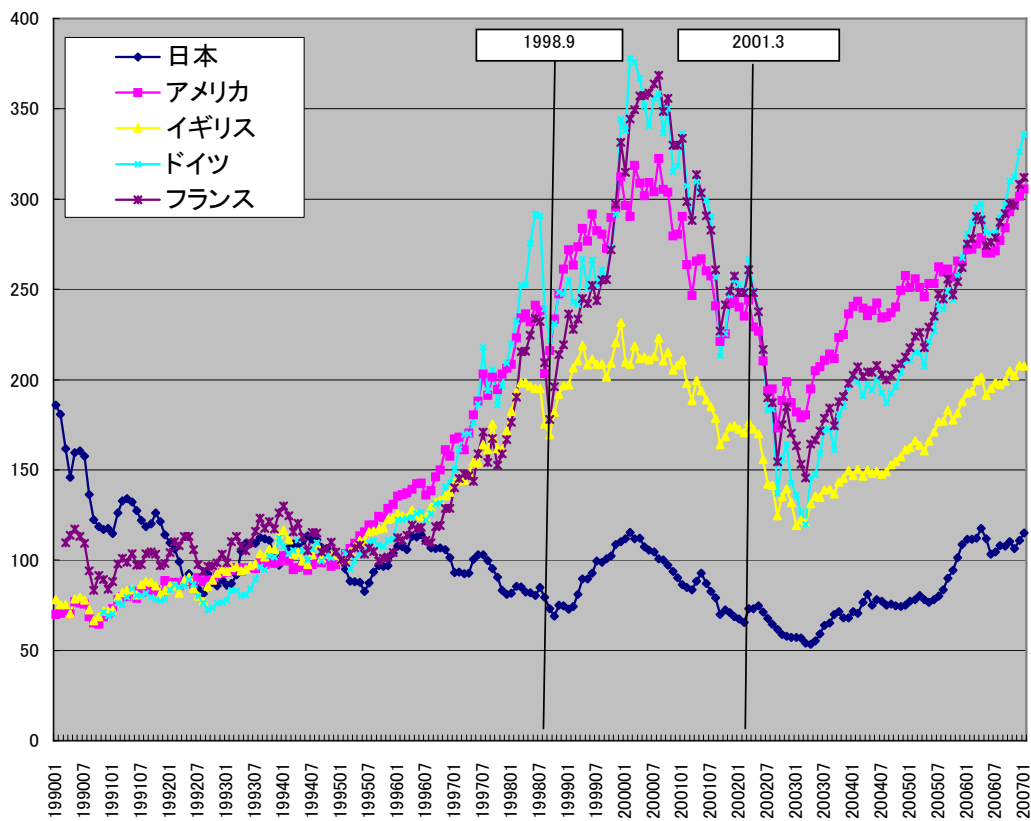


図2 1990年代の各国株価の動向

注) 日本は Topix、米国は、S&P's 500、英国は FTSE Share Index、独は XETRA DAX In 仏 CAC40 Index。また、日本は月中平均、米国、英国、独、仏については、各月1日（または初営業日）の数値

出所) Jackson and Miyajima (2007)。現資料は、Thomson Banker's Deal.



**表1 M&A件数とM&A取引の対GDP比**

|    | M&A件数     |           | M&A取引の対GDP比 |           |
|----|-----------|-----------|-------------|-----------|
|    | 1991-1997 | 1998-2005 | 1991-1997   | 1998-2005 |
| 米国 | 7,879     | 8,864     | 5.4         | 10.7      |
| 英国 | 2,398     | 3,209     | 9.1         | 21.8      |
| 独  | 1,479     | 1,607     | 1.4         | 7.5       |
| 仏  | 1,207     | 1,263     | 3.4         | 9.9       |
| 日本 | 253       | 1,381     | 0.4         | 2.5       |

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

注. 国内企業間、海外企業による国内企業のM&A、国内企業の海外企業に対するM&Aを含む。M&Aには、すべてのタイプの取引(合併、買収、資本参加)を含む。

**表2 部門別M&Aの構成**

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

注. 国内企業間、海外企業による国内企業のM&A、国内企業の海外企業に対するM&Aを含む。M&Aには、すべてのタイプの取引(合併、買収、資本参加)を含む。

|           | 日本         |               | 独          |               | 仏          |               | 米国         |               | 英国         |               |
|-----------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|
|           | 1991-2005% | 1991-2005 ランク | 1991-2005% | 1991-2005 ランク | 1991-2005% | 1991-2005 ランク | 1991-2005% | 1991-2005 ランク | 1991-2005% | 1991-2005 ランク |
| 銀行        | 30.90%     | 1             | 8.70%      | 3             | 11.10%     | 3             | 9.00%      | 2             | 5.10%      | 5             |
| 通信        | 14.30%     | 2             | 30.80%     | 1             | 17.00%     | 1             | 15.30%     | 1             | 17.60%     | 1             |
| 化学、関連製品   | 5.50%      | 3             | 11.70%     | 2             | 12.50%     | 2             | 6.90%      | 4             | 7.80%      | 2             |
| 非預金金融機関   | 4.00%      | 4             |            |               |            |               | 2.30%      | 13            |            |               |
| 輸送用機械     | 3.90%      | 5             | 5.70%      | 5             | 4.40%      | 10            |            |               |            |               |
| 電気機械      | 3.90%      | 5             |            |               | 5.30%      | 7             | 4.40%      | 6             |            |               |
| ビジネスサービス  | 3.30%      | 6             | 3.40%      | 7             | 5.90%      | 6             | 8.40%      | 3             | 4.40%      | 6             |
| 保険        | 3.20%      | 7             | 4.10%      | 6             | 7.60%      | 4             | 3.70%      | 8             | 4.00%      | 7             |
| 不動産       | 2.50%      | 8             | 4.10%      | 6             | 4.70%      | 9             | 2.60%      | 11            | 3.90%      | 8             |
| 食品        | 2.40%      | 9             |            |               | 4.20%      | 11            | 2.30%      |               | 3.90%      | 8             |
| 産業用機械     | 2.00%      | 10            | 1.70%      | 8             |            |               | 2.90%      | 9             |            |               |
| 証券        | 1.60%      | 11            | 1.20%      | 11            | 3.00%      | 14            | 2.40%      | 12            | 2.00%      | 11            |
| 卸売(耐久財)   | 1.50%      | 12            | 1.70%      | 8             |            |               |            |               |            |               |
| 卸売(非耐久財)  | 1.00%      | 13            |            |               |            |               |            |               |            |               |
| 建設        | 0.90%      | 14            |            |               |            |               |            |               |            |               |
| 電力・ガス     |            |               | 7.10%      | 4             | 4.10%      | 12            | 4.60%      | 5             | 7.80%      | 2             |
| 一次金属      |            |               | 1.40%      | 9             |            |               |            |               |            |               |
| 輸送サービス    |            |               | 1.30%      | 10            |            |               |            |               |            |               |
| 信託・投資銀行業務 |            |               | 1.10%      | 12            | 6.20%      | 5             |            |               |            |               |
| 飲食        |            |               |            |               | 5.10%      | 8             |            |               | 2.50%      | 9             |
| 印刷・製本     |            |               |            |               |            |               |            |               | 2.20%      | 10            |
| 石油・ガス抽出   |            |               |            |               |            |               | 4.30%      | 7             | 5.60%      | 4             |
| 計測機械      |            |               |            |               |            |               | 2.70%      | 10            |            |               |
| 合計        | 80.90%     |               | 84.00%     |               | 91.10%     |               | 69.10%     |               | 66.80%     |               |

表3 クロスボーダーM&Aの5カ国比較

|    |           | 件数                |                     |                    |                 | 対GDP比             |                     |                    |
|----|-----------|-------------------|---------------------|--------------------|-----------------|-------------------|---------------------|--------------------|
|    |           | 国内企<br>業間の<br>M&A | 海外企<br>業に対<br>するM&A | 海外企<br>業による<br>M&A | 海外案<br>件の比<br>重 | 国内企<br>業間の<br>M&A | 海外企<br>業に対<br>するM&A | 海外企<br>業による<br>M&A |
| 米国 | 1991-1997 | 6,282             | 906                 | 631                | 8.1%            | 4.6               | 0.5                 | 0.6                |
|    | 1998-2005 | 7,039             | 1,215               | 939                | 10.2%           | 9.8               | 1.3                 | 1.7                |
| 英国 | 1991-1997 | 870               | 472                 | 464                | 25.7%           | 5.3               | 2.2                 | 1.8                |
|    | 1998-2005 | 1,937             | 742                 | 608                | 18.5%           | 8.3               | 8.6                 | 6.3                |
| 独  | 1991-1997 | 861               | 215                 | 360                | 25.1%           | 0.6               | 0.5                 | 0.3                |
|    | 1998-2005 | 781               | 413                 | 406                | 25.4%           | 1.9               | 2.4                 | 3.4                |
| 仏  | 1991-1997 | 675               | 223                 | 308                | 25.5%           | 1.5               | 0.8                 | 1                  |
|    | 1998-2005 | 613               | 327                 | 317                | 25.2%           | 4.2               | 4.3                 | 1.3                |
| 日本 | 1991-1997 | 90                | 131                 | 33                 | 13.0%           | 0.3               | 0.1                 | 0                  |
|    | 1998-2005 | 1,041             | 126                 | 89                 | 7.1%            | 1.7               | 0.2                 | 0.3                |

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

注. 国内企業間、海外企業による国内企業のM&A、国内企業の海外企業に対するM&Aを含む。  
M&Aには、すべてのタイプの合併を含む。



**表4 M&A取引の特徴の国際比較**

|    |           | 株式のみ | 株式と<br>キャッ<br>シュ | キャッ<br>シュのみ | 買収額<br>/EBITD比 |
|----|-----------|------|------------------|-------------|----------------|
| 米国 | 1991-1997 | 21.8 | 32.1             | 46.1        | 4.02           |
|    | 1998-2005 | 24.4 | 30.1             | 45.5        | 6.80           |
| 英国 | 1991-1997 | 9.0  | 33.1             | 57.9        | 5.50           |
|    | 1998-2005 | 12.6 | 31.8             | 55.6        | 6.91           |
| 独  | 1991-1997 | 9.2  | 15.4             | 75.4        | 3.80           |
|    | 1998-2005 | 16.6 | 15.3             | 68.1        | 5.14           |
| 仏  | 1991-1997 | 14.8 | 17.1             | 68.1        | 4.94           |
|    | 1998-2005 | 12.6 | 22.3             | 65.1        | 5.02           |
| 日本 | 1991-1997 | 20.7 | 6.7              | 72.6        | 0.96           |
|    | 1998-2005 | 29.8 | 20.3             | 49.9        | 1.42           |

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

- 注 1 対象はターゲットが上場企業のケースのみ。すべての取引形態を含む。  
 2 合併プレミアムの推計は、合併または、100%買収のみ、公表4週間の株価に対する上昇率。  
 3 買収額/EBITD (利子、租税、減価償却前収入)。分母のEBITDは、買収比率でウェイトされている。

表5 M&Aの形態別構成（1991－2005）

|        | 日本   | 独    | 仏    | 米国    | 英国   |
|--------|------|------|------|-------|------|
| 合併     | 12%  | 7%   | 8%   | 45%   | 45%  |
| 買収     | 13%  | 30%  | 23%  | 6%    | 6%   |
| 部分買収   | 68%  | 55%  | 52%  | 45%   | 46%  |
| 完全子会社化 | 7%   | 8%   | 17%  | 3%    | 3%   |
| 取引総件数  | 2256 | 1110 | 2000 | 13398 | 2715 |

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

注. 対象はターゲットが上場企業のケースのみ。すべての取引形態を含む。

**表6 M&A市場の国際比較** (1998-2005)

|                            | 日本   | 独    | 仏    | 米国  | 英国  |
|----------------------------|------|------|------|-----|-----|
| M&A以前に買収側の保有比率(%)          | 10.8 | 14.3 | 26.7 | 3.6 | 4.8 |
| M&Aによる株式保有比率の増加(平均)(%)     | 27   | 34   | 33   | 75  | 65  |
| 第三者機関からのBlock stakesの購入(%) | 34   | 18   | 14   | 7   | 8   |
| M&A案件における私的交渉の比重(%)        | 50%  | 24   | 18   | 17  | 27  |
| 年間平均TOB件数(2000-2005)       | 44   | 13   | 51   | 77  | 120 |
| 上場企業間のM&AにおけるTOBの比重(%)     | 12   | 11   | 41   | 13  | 43  |
| 敵対的買収件数(1991-2005)         | 6    | 6    | 18   | 332 | 176 |
| 買収者に売却                     | 1    | 5    | 12   | 73  | 74  |
| 他の買収者に売却                   | 0    | 0    | 4    | 103 | 34  |
| 買収は不成功(独立を維持)              | 5    | 1    | 4    | 156 | 68  |

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

1.対象はターゲットが上場企業のケースのみ。すべての取引形態を含む。

2. 私的交渉とは、'an acquisition of shares that was privately negotiated' と定義され、売り手が、買い手の大株主と相対で交渉するケースを指す。またこの私的交渉の場合、ビIDDリング企業が、事前にターゲット企業の株式を保有している。

表7 業績悪化とM&Aの比重

|    |           | 低いPBR(<1)のターゲットがM&Aに占める比重 | 収益悪化企業がM&Aに占める比重 | 合併プレミアム |
|----|-----------|---------------------------|------------------|---------|
| 米国 | 1991-1999 | 25                        | 32               | 46.6    |
|    | 2000-2005 | 6                         | 10               | 52.1    |
| 英国 | 1991-1999 | 7                         | 18               | 45.1    |
|    | 2000-2005 | 8                         | 11               | 39.9    |
| 独  | 1991-1999 | 2                         | 13               | -5.1    |
|    | 2000-2005 | 2                         | 10               | 20.3    |
| 仏  | 1991-1999 | 4                         | 22               | 47.0    |
|    | 2000-2005 | 8                         | 13               | 28.2    |
| 日本 | 1991-1999 | 1                         | 5                | 2.5     |
|    | 2000-2005 | 20                        | 21               | 10.9    |

出所) Jackson and Miyajima (2007)、原資料は、the Thomson Banker One database.

注) 合併プレミアムの推計は、合併または、100%買収のみ、買付価格の公表4週間前の株価に対する上昇

表8 イベントスタディの結果

|                        | 推計期間      | イベントウインドウ  | 買収企業  | CAR    | 買収対象企業 | CAR   | 出所                         |
|------------------------|-----------|------------|-------|--------|--------|-------|----------------------------|
| 合併全体                   | 1977-1984 | -3 to +3   | 154   | 0.90%  | N.A    | N.A   | Kang et al. (2000)         |
| 合併全体                   | 1989-1999 | -3 to +3   | 128   | 1.62%  | 119    | 4.08% | 薄井 (2001)                  |
|                        | 1990-2001 | -1 to +1   | 137   | 1.51%  | 147    | 4.37  |                            |
| 合併全体                   | 1990-1998 | -1 to +1   | 49    | -1.19% | 48     | 1.08  | 井上・加藤 (2006)               |
|                        | 1999-2001 | -1 to +1   | 88    | 3.01%  | 99     | 5.97  |                            |
| 国内企業間の合併               | 1990-2000 | -1 to +1   | 85    | -0.81% | N.A    |       | Higgins and Beckman (2006) |
|                        | 1990-1998 | -1 to +1   | 69    | -1.4%  | N.A    |       |                            |
|                        | 1999-2000 | -1 to +1   | 16    | 3.2%   | N.A    |       |                            |
| 海外企業をターゲットとする買収        | 1990-2000 | -1 to +1   | 67    | 0.48%  | N.A    |       |                            |
| 合併・株式交換・移転・TOB・第三者割当増資 | 1977-1998 | -1 to +1   | 735   | -0.56% | 749    | 1.83  | 松尾・山本 (2006)               |
|                        | 1999-2004 | -1 to +1   |       | 1.13%  |        | 6.55  |                            |
| 敵対的大量買付け               | 2000-2004 | -1 to +1   | N.A   |        | 22     | 3.84  | Kurse and Suzuki (2006)    |
|                        |           | +2 to +200 | N.A   |        | 22     | 11.98 |                            |
| 金融部門                   | 1999-2004 | -1 to +1   | メガバンク | 正      | 他行     | 正     | 家森他 (2007)                 |
|                        |           | -5 to +5   | 被合併行  | N.A    | 顧客企業   | 平均ゼロ  | Miyajima and Yafeh (2007)  |

注. 敵対的大量買付けのイベントスタディは、Buy and hold abnormal return。

表9 合併公表前後のビディング企業の累積異常収益率(CAR)

1. サンプルは、1990年以降の上場企業間の合併。買い手企業はレコフ社資料の当事者企業1、売り手企業は当事者2とした。
2. マーケットモデルはイベント(合併公表時)のマイナス200日からマイナス21日で推計した。
3. 推計にあたっては、170日以上株価が得られない場合はサンプルから除いた。
4. ハイテク部門は、レコフ社資料の分類における放送通信、電機、ソフト・情報。不良債権3部門は、建設・不動産・流通の3部門。金融は、銀行、証券、保険の3部門。比較サンプルは、上記3セクター以外の合計。
5. \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1,5,10%水準で有意。

パネル1:期間別

|         | 買い手 |                            |                            | 売り手 |                            |                            |
|---------|-----|----------------------------|----------------------------|-----|----------------------------|----------------------------|
|         | N   | 合併公表<br>前後1日<br>CAR(-1,+1) | 合併公表<br>前後5日<br>CAR(-5,+5) | N   | 合併公表<br>前後1日<br>CAR(-1,+1) | 合併公表<br>前後5日<br>CAR(-5,+5) |
| 全体      | 160 | 1.5% *                     | -0.1%                      | 112 | 3.7% ***                   | 2.6% **                    |
| 1998年以前 | 45  | -2.8% ***                  | -4.5% ***                  | 28  | 0.7%                       | -3.6% *                    |
| 1999年以降 | 115 | 2.5% ***                   | 0.6%                       | 84  | 4.1% ***                   | 3.9% ***                   |
| 両期間の差   |     | 5.3% ***                   | 5.1% ***                   |     | 3.5% *                     | 7.5% ***                   |
| P value |     | 0.002                      | 0.002                      |     | 0.059                      | 0.003                      |

パネル2:セクター別

|           | 買い手 |                            |                            | 売り手 |                            |                            |
|-----------|-----|----------------------------|----------------------------|-----|----------------------------|----------------------------|
|           | N   | 合併公表<br>前後1日<br>CAR(-1,+1) | 合併公表<br>前後5日<br>CAR(-5,+5) | N   | 合併公表<br>前後1日<br>CAR(-1,+1) | 合併公表<br>前後5日<br>CAR(-5,+5) |
| 比較サンプル    | 90  | -0.1%                      | -2.1% **                   | 71  | 3.0% **                    | 2.0% *                     |
| ハイテク部門    | 19  | 1.7%                       | -0.2%                      | 8   | 4.6% *                     | 1.6%                       |
| 比較サンプルとの差 |     | 1.8% *                     | 1.9% ***                   |     | 1.6%                       | -0.4%                      |
| P value   |     | 0.078                      | 0.005                      |     | 0.310                      | 0.437                      |
| 問題部門      | 26  | 1.1%                       | 2.1%                       | 17  | 2.6%                       | 1.2%                       |
| 比較サンプルとの差 |     | 1.2%                       | 4.1% **                    |     | -0.4%                      | -0.7%                      |
| P value   |     | 0.260                      | 0.023                      |     | 0.453                      | 0.438                      |
| 金融セクター    | 25  | 4.1% **                    | 4.9% **                    | 26  | 4.5% **                    | 3.8% **                    |
| 比較サンプルとの差 |     | 4.2% *                     | 7.0% **                    |     | 1.5%                       | 1.8%                       |
| P value   |     | 0.073                      | 0.012                      |     | 0.273                      | 0.234                      |

**表10 合併公表前後の超過収益率**

1. サンプルは、1990年以降の上場企業間の合併における買い手企業(レコフ社資料の当事者企業1)。
2. 合併公表前Excess Returnは、公表前マイナス250日からマイナス1日の累積超過収益率、合併公表後のExcess Returnは、公表後1日から250日の累積超過収益率。
3. 推計にあたっては、株価の欠損の場合は除去した。
4. ハイテク部門は、レコフ社資料の分類における放送通信、電機、ソフト・情報。不良債権3部門は、建設・不動産・流通の3部門。金融は、銀行、証券、保険の3部門。比較サンプルは、上記3セクター以外の合計。
5. \*\*\*, \*\*, \*は、それぞれ1,5,10%水準で有意。

**パネル1:期間別**

|         | N   | 平均累積<br>日数 | 合併公表<br>前ER | 平均累積<br>日数 | 合併公表<br>後ER |
|---------|-----|------------|-------------|------------|-------------|
| 全体      | 175 | 227.6      | 10.0% ***   | 216.8      | 11.8% ***   |
| 98年以前   | 50  | 222.7      | 3.2%        | 224.4      | 3.0%        |
| 99年以降   | 125 | 229.5      | 12.8% ***   | 213.7      | 15.3% ***   |
| 差       |     |            | 9.5% *      |            | 12.3% *     |
| P value |     |            | 0.053       |            | 0.075       |

**パネル2:セクター別**

|           | N   | 合併公表<br>前ER | 合併公表<br>後ER | 合併公表<br>前と公表<br>後のERの<br>差 | P value  |
|-----------|-----|-------------|-------------|----------------------------|----------|
| 全サンプル     | 175 | 10.0% ***   | 11.8% ***   | 1.8%                       | 0.366    |
| 比較サンプル    | 97  | 11.6% ***   | 6.8% *      | -4.8%                      | 0.175    |
| ハイテク部門    | 20  | 15.4% *     | -4.8%       | -20.2%                     | 0.048 ** |
| 比較サンプルとの差 |     | 3.9%        | -11.6%      |                            |          |
| P value   |     | 0.300       | 0.108       |                            |          |
| 問題部門      | 32  | 1.9%        | 31.3% **    | 29.5%                      | 0.076 *  |
| 比較サンプルとの差 |     | -9.7% *     | 24.5% *     |                            |          |
| P value   |     | 0.088       | 0.085       |                            |          |
| 金融セクター    | 26  | 5.5%        | 18.9% **    | 13.4%                      | 0.239    |
| 比較サンプルとの差 |     | -6.1%       | 10.9% *     |                            |          |
| P value   |     | 0.311       | 0.055       |                            |          |