

# M&A の理論と実証

—— 先行研究サーベイ ——

宮宇地 俊 岳

## 1 はじめに

本稿は、近年、日本でも増加している M&A を題材とした理論研究・実証研究のサーベイ論文である。レコフ社の調査（『MARR』2011年8月号）によれば、1985年から2010年までの日本の M&A 件数は、1999年に1,000件を越え、2006年には2,775件にまで達し、2007年から2010年の期間も1,500～2,000件/年の案件が成立していることが報告されている。このことから、日本の産業界において M&A が活発に行われていることがわかる<sup>1)</sup>。

これに対し、これまでの日本における M&A 研究は、著名な取引をケース・スタディーとして取り扱い、そこから他の多くの事例を説明する記述的理論を導くというものが多かった。ただ、そこで得られた理論が

---

1) 総務省統計局の『事業所・企業調査』および『経済センサス』によれば、1996年度の会社数（株式会社・有限会社・合名会社・合資会社・合同会社、および相互会社）は約167万社であったが、2010年度の会社数は約180万社と微増に留まっている。M&A 件数が1990年代後半から約10年の間に、2倍3倍の水準に増加していることと比較すると、M&A 件数の増加は、企業数全体の増減以外の何らかの要因によることが示唆される。

どこまでの範囲に適用できるのかについての判定は、主観的な判断に寄るところが大きいが、その点を補完するのが、実証的なアプローチによる研究である。近年、日本においても、M&A 件数の増加（サンプル・データの増加）に伴い、実証研究の成果が急速に蓄積されつつある。本稿の目的は、実証的なアプローチを採用する M&A 研究によって明らかにされた内外の知見の整理を試みることである。その際に、必要に応じて理論研究の紹介も行うこととする。

本稿の構成は以下の通りである。まず、次節では、M&A が何故起こるのかを巡る研究を概観し、M&A を引き起こす要因についての考察を行う。第 3 節では、M&A を行う旨をアナウンスした場合に、株式市場からどのような評価を受けるのかを扱った研究に言及する。第 4 節では、M&A によって企業は実際に何らかの業績効果を得られたのかについて事後的に検証した研究をレビューする。第 5 節では、M&A への対抗策である買収防衛策についての知見を整理する。さらに、第 6 節で M&A と経営者の会計政策について扱う。そして最後に、まとめを行う。

ここで、次節に入る前に、M&A で登場するプレイヤーについての用語の使用法について説明しておく。まず、M&A を仕掛けた側の企業について、海外文献では、合併の際に「acquiring firm」、買収の際に「bidder」や「offerer」などの言葉が用いられるが、本稿では「取得企業」と呼ぶことにする。次に、M&A で被取得側に該当する企業について、合併の際に「acquired firm」、買収の際には「target firm」と表現されることが多いが、本稿では「対象企業」と呼ぶことにする。

## 2 何故 M&A は起こるのか

M&A は、たとえば、Bradley et al. [1988] が列挙するように、より効率的な経営、規模の経済、生産技術の改善、補完的経営資源の結合、より

収益的な用途への資産の転用、市場支配力の活用といった要因から、価値創出的な取引であると説明されることが多い。言い換えると、M&Aはシナジーの獲得を目的に行われるということである。しかしながら、後ほど触れるように、M&Aを公表した時点での株価反応や、M&A後に実際に企業の業績が改善しているかを検証してみると、すべてのM&A取引が、企業価値を創造するものではないことが分かる。そこで、本節では、まず、M&Aを引き起こすと考えられる要因にまで遡る。具体的には、何故M&Aが起こるのかについて、理論的あるいは実証的に分析を行った研究を取り上げる。その際に、M&Aが起こる要因をマイクロ要因（企業内部）とマクロ要因（企業外部）、および制度的要因とに分けて検討していくことにする。

## 2.1 ミクロ要因

伝統的な産業組織論の分野では、M&Aでは、技術や人的資源といった経営資源の獲得や、市場シェアの拡大を実現した結果として、規模の経済や範囲の経済（Chandler [1990]）に基づくシナジー効果を楽しむと説明される。つまり、シナジーの獲得を動機として、M&Aが生じると説明する。また、取引費用経済学の視点からは、M&Aは企業境界を決定する手段として位置づけられる。すなわち、企業は無限大にその規模の拡大を追求したりはせず、取引費用を考慮し（Coase [1937]）、あるいは製造業であれば取引費用と製造コストを考慮し（Williamson [1985] pp.92-95）、企業の内部と外部の境界を決定するというのだ。これらの理論的な研究によれば、M&Aは範囲の経済や規模の経済の獲得、および取引費用の低減等を意識しながら行われる（生じる）取引と位置づけることができる。

他方で、エージェント・プリンシパル関係の視点から、経営者が私的利益を追求するための手段としてM&Aを行うことを指摘する研究もある。Jensen [1986]では、余剰資金がある場合に、経営者は株主に対する配当

を行うより M&A を通じて他事業への投資を優先し、最適規模を超える水準まで企業を成長させるインセンティブをもつと述べている。その理由として、経営者がコントロールすることのできる資産が増大すれば経営者の力が増すことと、経営者報酬が売上高成長率のような企業規模と関連する指標にリンクされていることの2つを挙げている。そして、経営者と株主間のこのような対立は、フリー・キャッシュ・フローが潤沢な場合ほど深刻になると述べている。

また、経営者自身の保身を図るエンタrenchメント<sup>2)</sup> (entrenchment) のために M&A が行われる可能性も指摘されている。Shleifer and Vishny [1989] では、経営者は株主の利益を犠牲にしても、経営者特殊資産<sup>3)</sup> (manager-specific investment) に投資を行い、自身の雇用を守るインセンティブをもつことをモデルとして示した。具体的には、現職の経営者は、企業が現在展開している事業に得意意識をもっていれば、その事業への集中化をすすめる M&A を実施し、逆に苦手意識をもっていれば、事業の多様化を推進する(事業関連性の低い事業に進出する) M&A を実施するインセンティブをもつと述べている。このような M&A を行うことによって、現職の経営陣が達成しうる利益水準を、潜在的な代替経営者が実現しうる利益水準より優位に立たせることができ、経営者交代の可能性を減少させることが可能になる<sup>4)</sup>。

- 
- 2) 株主は、企業を統治するために様々な手段を講じて経営者をコントロールしようと試みるが、経営者がその圧力に対抗すること、あるいはその力の強さをエンタrenchメントと呼ぶ。
  - 3) Shleifer and Vishny [1989] は、企業の資産と経営者のもつ技能・知識との関連性に着目し、他の経営者のもとでは価値をもたず、現職の経営者のもとでこそ価値を発揮するような資産を経営者特殊資産と呼んだ。
  - 4) このとき経営者は、株主の利益を犠牲にしても過大な対価を進んで支払う動機をもつ。

ここに、シナジーを獲得するためという通説的な動機以外に、経営者による私的利益追求の手段として M&A が起こる可能性が指摘される。

## 2.2 マクロ要因

これらのマイクロ要因に対し、M&A を増加させるマクロ要因についての研究も存在する。特に、M&A は 10 年あるいは数 10 年単位で周期的に集中して起こる現象が観察されている。そのような現象が何故起こるのかを説明しようと試みる研究がここに属する。M&A が特定の時期に集中して起こる現象を説明する要因としては、①産業ショックと②株価の過大評価、そして③情報カスケードと④資金流動性の 4 つが知られているが、①産業ショックと②株価の過大評価が対立しており、議論の中心になる。なお、①を支持する立場を新古典派 (neo-classical theory)、②を支持する立場を行動経済学派 (behavioral theory) と呼んで区別することができる。

まずは、産業ショックについて述べる。産業ショックとは、産業構造に変化をもたらす要因のことで、規制緩和や石油などの投入物原価の変化、海外との競争激化、技術革新等のことをさすものである。Jensen [1993] は、過剰生産力 (overcapacity) を生み出すようなショックとして、(需要の急激な低下や技術革新なども例示しているが) 石油ショックを主たる要因として想定しながら、多くの M&A がそのショックによって引き起こされたことを述べている。企業にとって大規模な資源の再配分を求められる特定のショックに直面した場合に、M&A は資源配分の調整に有効な手段として用いられる。このような視点に立脚し、Mitchell and Mulherin [1996] は、1980 年代の M&A は産業ショックが原因で引き起こされたものであることを明らかにした。そして、M&A を産業ショックによってもたらされた産業構造の変化に対応するための事業再編手段として位置づけている。Mitchell and Mulherin [1996] は、産業ごとに M&A の発生状況が有意に異なることと、M&A の発生が長期間にわたって分散して発生するのでは

なく、各産業において短期間（隣接する2年間）のうちに集中して発生することを指摘した。さらに、その集中の背後には規制緩和やLBO等の金融技術革新といった産業ショックが存在することを明らかにした。Mulherin and Boone [2000] では、1990年代のM&Aについても、特定の産業に集中して起こっていることを確認している。Andrade et al. [2001] は1990年代のM&Aについて同趣旨の調査を行い、70年代・80年代とは異なる産業にM&Aが集中している現象を指摘し、その背後に規制緩和による産業ショックの存在があることを示している<sup>5)</sup>。

これに対し、Shleifer and Vishny [2003] と Rhodes-Kropf and Viswanathan [2004] は、株式市場が効率的ではないという前提に立ち、市場が企業価値を過大評価した場合、すなわち企業のファンダメンタルな価値を上回る株価がついた場合に、経営者は株式交換を利用した買収によって、有利にM&Aを推し進めるインセンティブをもつというモデルを示した。つまり、株式の過大評価が、M&Aの対価支払いという点において有利な手段を経営者に与え、M&Aを引き起こしうるといのである (Stock Market Driven Hypothesis)<sup>6)</sup>。

これらの2要因のうち、いずれがM&Aを発生させるのかについて検証した研究が、Rhodes-Kropf et al. [2005] と Harford [2005] である。Rhodes-Kropf et al. [2005] は、1978年から2001年の期間の上場企業のM&Aサンプル（取得を試みた企業4,325社と取得に応じた対象企業4,025

---

5) 何故M&Aが起こるのかについて、トービンのQ理論を用いてモデル化した研究として Jovanovic and Rousseau [2002] が知られるが、そこでもM&Aは産業ショックに対する反応として事業再編取引と位置づけられている。

6) アメリカのM&Aのケースを詳細に記述した Bruner [2005] は、過大評価された株式がM&Aを引き起こす動機となったケースとして AOL と タイム・ワーナーの合併を挙げている。

社)を、株式が過大評価されている程度に応じて4段階のサブ・サンプルに分割したところ、株式が最も過大に評価された上位1/4サンプルの47.54%が株式を対価とするM&Aであったことを明らかにした。さらに、産業ショックによって引き起こされたM&Aだけを抜き出して同様の分析を行ったところ、株式が過大評価された上位1/4サンプルのうち、53.08%が株式を対価とするM&Aであることも示した。また、プロビット・モデルを用いてM&Aの発生確率に対する産業ショックの説明力をみたところ、産業ショックでは、85%のM&A発生を説明できないことを示した。これらの結果を受けて、Rhodes-Kropf et al. [2005]は、産業ショックをコントロールしたうえでも、M&Aを引き起こす決定的な要因は株式の過大評価であると結論付けている。ただ、産業ショックがM&Aの発生確率に影響を与えていないとまでは言っていない。

これに対し、Harford [2005]もロジット・モデルを用いて、両要因を含めた分析をおこなっている。その結果、M&A発生に対して産業ショックと資金流動性が有意な正の相関を示し、株価の過大評価の程度を表す純資産の簿価時価比率は有意な説明力をもたないことを示した。Harford [2005]はこの結果を受けて、M&Aは産業ショックによって引き起こされると結論付け、その前提に十分な資金流動性が担保されていることを指摘した。さらに株式市場の過大評価がM&Aを引き起こすと理解された現象の原因は、企業価値のミス・プライシングではなく、高い資金流動性に求められると述べた。Harford [2005]と同趣旨の検証は日本のM&Aについても行われている。蟻川・宮島 [2006]は、産業内のM&A発生確率を従属変数とするトービット・モデルを用いて分析をしたところ、M&Aの発生に対し、産業ショックの代理変数と仮定した収益性指標(ROA等)と成長性指標(トービンのQ)のそれぞれが有意に正の相関をもつことを示し、産業ショックがM&Aを引き起こすと結論付

けた<sup>7)</sup>。さらに、日本のM&Aと先進各国（イギリス・アメリカ・フランス・ドイツ）について、その特徴を比較したMiyajima [2007]によれば、日本でM&Aが増加した時期に他の先進諸国でもM&Aが増加していることと、その一方で、当該期間の日本の証券市場が低迷していたのに対し他の先進諸国の株式市場が加熱していたことを示し、少なくとも、日本のM&Aは株式市場の過大評価によって引き起こされたものでないことを間接的に示している。

さらなる研究結果の蓄積を待つ必要があるが、産業ショックについては、説明力が低いと報告されることもあるものの、M&Aの生起確率に寄与していないとする報告はない。他方で、株価の過大評価については、M&Aの生起確率に説明力をもつこともあるが、もたないこともあるという結果が示されている。したがって、現段階では、産業ショックによってM&Aが引き起こされることの方が、確率的には高いと考えられる。

次に、情報カスケード<sup>8)</sup>の概念を用いて、特定の産業にM&Aが集中して生じる現象を説明しようと指摘したのがBikchandani et al. [1992]である。この仮説では、最初の企業がM&Aの実施をアナウンスすることに

---

7) ただ、産業の収益性が高いことが、何故産業ショックを表すのかについての明確な説明はない。また、トービンのQが高いということは、産業の将来への成長機会が豊富であることを示すだけでなく、その産業が株式市場において過大評価されていると解釈することもできるため、トービンのQとM&A発生確率に正の相関があることをもって、直ちに産業ショックがM&Aを引き起こしたと結論付けられるかについては検討の余地が残る。これに対し、Mitchell and Mulherin [1996]やHartford [2005]は、具体的に産業ショックの内容の特定まで試みており、規制緩和ダミーや技術革新ダミー等の変数を産業ショックの代理変数として用いている。

8) 情報カスケードとは、市場参加者が不確定な情報に接している、あるいは情報を持っていない場合に、最初の人の行動を真似することで群集行動が生じるメカニズムをいう（Camerer and Weigelt [1991]）。



よって、M&A の対象となった業界には非効率な経営状態にある企業が存在し、経営改善の余地があるというポジティブな情報を他のプレイヤーに伝達してしまうと考える。それが、同業界に、複数の買い手を引きつけることにつながり、買収合戦に発展することを指摘している。1960年代のコングロマリット合併や、1980年代の敵対的買収のように、M&A の発生件数に波が生じるのはこのメカニズムによると述べている。M&A 実施のアナウンスが、産業内の競合たちに情報を伝達することは、Mitchell and Mulherin [1996] でも言及はされている。ただ、情報カスケードは、M&A が集中して生じる現象を説明することはできるものの、そもそも最初の M&A が何故起るのかを説明できない点に弱点がある。

最後に、資金流動性が M&A の発生に影響を与えることを示す研究を示す。Shliefier and Vishny [1992] は、資産の買い手に該当する企業が財務的困窮に陥っているか否かという視点が重要であると述べた。具体的には、景気後退期に、買い手が財務的に困窮していれば、資産をファンダメンタルな価値で買おうとはせず（買収を行わず）、逆に、買い手がキャッシュに恵まれ、財務的に困窮していなければ、ファンダメンタルな価値に近い価格で資産を取得しようとする（買収を行う）という説明を用い、資金流動性の高低の違いによって、M&A が集中的に起こる現象が周期的に生じると述べた。この視点からの実証を試みたのが Harford [1999] である。Harford [1999] は、ある企業が保有する現金水準と、業界で平均的に保有されている現金水準との乖離率の指標を用いて、プロビット分析にかけたところ、現金を豊富に保有している企業ほど、M&A（それも異なる産業に属する企業を対象としたもの）を行うことを示し、キャッシュに恵まれている企業ほど積極的に M&A を行うことを明らかにした<sup>9)</sup>。また、産業

---

9) Harford [1999] は合わせてイベント・スタディーも実施しており、キャッシュに恵まれた企業の M&A はネガティブな評価を受けることを示した。

ショックに関する文献で取り上げた Harford [2005] の得た知見でも、十分な資金流動性が存在する（資金調達上の取引コストが低い）場合において、M&A が起こることを示している<sup>10)</sup>。さらに、日本の M&A についても、蟻川・宮島 [2006] が、資金制約が小さいほど M&A が生じることを示している<sup>11)</sup>。

### 2.3 制度的要因

企業の内部・外部の経済的な要因以外に、制度的な要因が M&A 増加の背景にあると指摘する研究も存在する。Rossi and Volpin [2004] は、49 の主要国について、上場企業数に対する M&A 件数の割合を国ごとに算定した。さらにトービット・モデルを用いた分析によって、会計基準の質が高く、少数株主保護の項目が多く、英米法国家である場合に、その国・地域の M&A 件数が有意に多くなることを示した<sup>12)</sup>。なお、Rossi and Volpin [2004] では、日本の M&A も分析対象に含まれている。

また、日本の M&A 件数の増加について、Higgins [2003], Higgins and Beckman [2006], Miyajima [2007] は、純粹持株会社の解禁（1997 年）・株式交換／移転制度（1999 年）・一連の会計制度改革等が、日本の M&A を増加させる間接的な引き金となった可能性を指摘している。本稿が想定

---

※ キャッシュに恵まれた企業ほど、株主の利益を害するような M&A を積極的に行い、ネガティブな評価を受けるという結果は、前掲の Jensen [1986] が示した仮説を裏付けるものでもある。さらに、その後 M&A の対象となった否かについて、プロビット・モデルを用いて検証したところ、キャッシュに恵まれた企業ほど、後に、他企業による M&A を受けることを示している。

10) 資金流動性を示す変数には、企業のキャッシュ・フローを用いている。

11) 資金制約の変数として、金利スプレッド（＝社債利回り－国債利回り）を用いている。

12) 会計基準の質は、90 項目に対する開示姿勢をスコア化した指標を用いている。

している M&A 取引とは、これまでに支配関係のない 2 社間が合併・買収する案件のことであり、事業再編に伴うグループ内企業の合併・買収は、本質的な検討対象ではないが、ここでは参考程度の意味で取り上げることとする。

純粹持株会社は、1997 年の独占禁止法改正以前は、その第 9 条において「株式を所有することにより、国内の会社の事業活動を支配することを主たる事業とする会社」と規定される会社のことである<sup>13)</sup>。この純粹持株会社が解禁されたことによって、既存の事業会社の上位に新たに持株会社を設立し、事業会社の株式を持株会社へ移すのみで、容易に組織再編を行うことが可能となった。その際に用いられる手法が、株式移転である。株式移転は、完全子会社となる企業の株式を完全親会社に移転し、その一方で、完全子会社の株主は完全親会社の株式を受け取ることで、完全親会社の株主になるという手続きである。また、株式交換とは、一方の会社がもう一方の会社を 100% 子会社化する際に用いる手法で、親会社となる企業の株式を買収対価とし、100% 子会社となる企業の株式と交換する方法である。これらの制度が認められたことで、M&A を行いやすくなったと言われている。これらの制度的要因が M&A を増加させる引き金になったか否かについては、M&A の生起確率に影響を与えることが知られている産業ショックをコントロールしたうえで、構造変化の F 検定等によって検証される必要がある。ただし、M&A の実施を容易にする制度があるから M&A を行うのではない。そもそも対処すべき課題があり、その必要性に基づいて M&A が行われるのである。そういう意味では、これら

---

13) 独占禁止法改正後は、事業持株会社・純粹持株会社の区分は無くなり、単に持株会社として「子会社の株式の取得価額の合計額の会社の総資産の額に対する割合が 100 分の 50 を越える会社」と定義されている(下谷 [2006], 77 頁)。

の制度的要因は、あくまで間接的な要因と考えられる。

また、会計制度改革がM&Aを引き起こす引き金になったことも指摘されている。企業価値向上経営を意識させた具体的な会計制度としては、連結会計、時価会計（有価証券の時価評価）、退職給付会計が挙げられることがある（伊藤 [2007], 15 頁）。連結会計は、企業経営を親会社単体の視点から企業グループ全体としての視点で見直す機会となり、事業再編の引き金となったと考えられている。また時価会計は、株式持ち合いの解消の引き金となり、多くの株式が放出されたと考えられている。また、退職給付会計は時価会計と合わせて、財務リストラの引き金となり、損失穴埋めのために有価証券売却を誘発したと考えられている。これらの会計基準が、企業行動にどのような影響を与え、それがM&Aの発生とどのように結びつたのかは、個々の制度ごとに検証を行い、証拠を積み上げる必要がある<sup>14)</sup>。

これまで概観してきた先行研究をまとめると、M&Aは①規模の経済、範囲の経済を獲得するために、また、②取引費用や製造効率性を考慮して組織境界調整のために、あるいは③規制緩和等の産業ショックによって引き起こされた構造変化に対応するための事業再編手段として行われる可能性が高いことが明らかになった。ただ、場合によっては、経営者の私的利益追求の手段として用いられる可能性も存在している。また、間接的には、④資金流動性に恵まれたことや、⑤産業内の競合がM&Aを実施したことへの反応、⑥会計制度を始めとした制度変化等の影響を受けて、M&A

---

14) たとえば、石川 [2000] は、連結会計に関する意見書が提出された1997年度に近づくほど、①連結子会社数が増加し、②連結財務諸表による決算報告を行う企業が増加し、③総資産・売上高をもとに算定した連単倍率の乖離が大きくなっていることを示している。また、薄井・須田 [2004] は、金融商品の時価評価の導入によって、日本の株式相互持ち合いが減少したことを示している。持ち合い株の放出は、株式の引受先を探す行為を伴い、事業再編を目的とするM&Aの発生に少なからぬ影響を与えた可能性がある。

を行う可能性も示唆される。M&A の生起要因は複合的であり、単一の要因だけでは説明しきれない可能性がある。仮に、ある要因による増加が実証的に支持されたといっても、確率的にその要因が効いている可能性が高いと言えるに過ぎず、他の要因が M&A の生起に影響を与えている可能性を排除してはならない。その意味では、他の生起要因に対するコントロールを効かせた分析が重要になってくる。

### 3 M&A の株価効果

本節と次節では、M&A が、企業に与えた経済効果（株価効果、業績効果）についての分析を試みた先行研究を概観する。なお、本節以降において、M&A によってもたらされる経済的影響（意図していないものも含む）を「経済効果」と呼び、経済効果のうち、主に株価に与える影響を「株価効果」、企業の会計数値に代表される業績に与える影響を「業績効果」と呼ぶこととする。M&A の経済効果を分析する手法は大きく2つに分けられるが、本節では株価効果を検出するイベント・スタディーによって得られた知見の整理を試みる。ただ、先行研究を概観する前に、経済効果を分析する2つの手法について触れておく必要がある。

#### 3.1 M&A の経済効果の分析手法

M&A の経済効果を分析する手法は大きく2つに分けられ、1つは、決算や特定の取引の発表日前後の株価の変化を分析する「イベント・スタディー」(event study) であり、株価効果を検出するものである。もう1つの手法は、会計数値に着目し、財務上の業績の推移を分析する「パフォーマンス・スタディー」(performance study) であり、業績効果を検出するものである。

まず、イベント・スタディーは、準強度の効率的市場、すなわち、公表

済みの情報や過去の株価の推移から得られる情報は既に株価に折り込まれていることを仮定し、M&A 公表日をイベント時点とし、その前後の株価の変化を観察することで、投資家の事前の期待と追加的情報を受け取った後での事後的期待とを捉える研究である。その際に、市場モデルやCAPMを用いて算定された「正常リターン」(normal return)をベンチマークとし、M&A 公表後の実際の株価と突き合わせることで、「超過リターン」(abnormal return)を測定する<sup>15)</sup>。M&Aの公表によって、キャッシュ・フロー創出能力に対する期待がどのように変化したのかは、この超過リターンによって捉えられる。株価は株主に対するキャッシュ・フローの割引現在価値合計として理論的に求められるという前提に立てば、イベント・スタディーは、M&Aに期待される企業価値の増分を直接的に検証することを可能にする手法と考えられる。

上述のイベント・スタディーは、M&Aに対する市場の期待の変化を分析するものであり、M&A後に、実際に期待された価値が創出されたかどうかは問わない研究である。これに対し、パフォーマンス・スタディーは、M&Aの公表時に投資家が期待した株価効果を、実際に得ることができたか否かを事後的に検証する研究と位置づけられる。パフォーマンス・スタディーで用いられる指標は、純利益、株主資本利益率(ROE)、総資産利益率(ROA)、負債比率、インタレスト・カバレッジ・レシオ、全要素生

---

15) 複数日にわたるAR(abnormal return)の累積値を把握するために、CAR(cumulative abnormal return)が測定されるが、累積日数が日米の研究で異なっており、研究結果を比較する際には注意が必要である。アメリカではM&A公表日とその前日の2日間CARを用いるものが多いが、日本では公表日とその前日、および公表日の翌日の3日間CARが用いられる。このような違いが生じるのは、日本の証券市場には値幅制限が存在し、売買取引が公表日当日に消化しきれず、その翌日までアナウンスメントの影響がおよぶためだと説明されている(松尾・山本[2006])。

産性<sup>16)</sup> (total factor productivity, 以下 TFP) 等である。M&A の投資としての側面に着目すれば、会計指標の推移をみることで、取得企業が M&A を行う際に支払った対価を、経営者が回収できているかどうかを検証することになる。また、どの指標の数値が改善したかを把握することで、M&A によってもたらされる業績効果の源泉を明らかにすることも可能となる。なお、これらの検証を行う際に用いられる指標は、会計数値そのものではなく、比率に換算された指標を用いることになる。なぜなら、M&A 後の財務諸表の各数値を、取得企業部分と対象企業部分とに分けて把握することが困難だからである。その点、比率で表示される指標であれば、M&A 前と M&A 後での比較が可能となる。

ただし、パフォーマンス・スタディーを実施する際には、方法論上の注意が必要である。パフォーマンス・スタディーは、M&A 前後の業績を比較するものだが、ただ M&A 前後の取得企業の業績の変化を捉えるだけでは意味がないと考えられる。なぜならば、M&A 前後の業績を比較することからは、M&A が業績改善（あるいは悪化）の原因であった可能性を判断できないからである。M&A が業績変化の原因であったことを検証するには、M&A を実施した企業群の業績と、M&A を実施しなかった同規模・同業種の企業群の業績（あるいは業界の平均的な業績指標）とを比較することが必要となる。その結果として、M&A が業績に影響を与えなかったわけではないことが検証される。そのため、M&A を実施した企業の対となるサンプル選定が重要となるが、特に、Mitchell and Mulherin

---

16) 総生産物を  $Y$ 、労働を  $L$ 、資本を  $K$ 、生産関数を  $F(L, K)$ 、その他のファクターを  $A$  とした時に、総生産物は  $Y = A \times F(L, K)$  として記すことができる。この時、総生産物  $Y$  の変化量のうち、労働  $L$  と資本  $K$  といった生産要素投入量の変化だけでは説明できない残差（ソロー残差、 $A$  に相当）が存在するが、この残差を「全要素生産性」と呼ぶ。

[1996] 等の一連の研究が明らかにしたように、産業ショックが M&A の発生確率に影響を与えうるならば、同産業内の他の企業も M&A を経験する可能性は高くなる。そのため、適切なコントロール企業を見つけられないおそれが生じる。その点、Andrade et al. [2001] は業界平均値と比較することで、この問題を回避できると主張する。このように、M&A のパフォーマンス・スタディーを行う際には、何と比較するのかという点に十分な注意が必要とされる。

なお、パフォーマンス・スタディーには限界も存在する。それは、M&A 後の業績変化に M&A 以外の要因が業績に与えた影響が含まれてしまうことである。M&A を実施しなかったコントロール・サンプルとの比較により M&A が与えた影響のみを抽出しようとはするものの、検証期間が M&A から数年に及ぶため、他の要因が混入している可能性を否定できない。この点には注意が必要である。

### 3.2 アメリカにおける M&A の公表と短期株価効果

前項で、経済効果を分析する 2 つの手法について述べたが、本項では、イベント・スタディーによって検出された株価効果についての知見をまとめる。その際に、アメリカのイベント・スタディーを短期・長期に分けて概観したうえで、日本の M&A を対象としたイベント・スタディーを概観する。まずは、アメリカにおける短期のイベント・スタディーの知見を整理する。その結果、多くの研究により、取得企業と対象企業を結合体 (combined firm) としてとらえた場合に、M&A の公表時に正の株価効果を得られることが明らかとなる。

M&A の株価効果を検出する研究は、アメリカが起源であり、初期のイベント・スタディーは、月次の株価データを用いたものであった。それらは、Fama et al. [1969] が株式分割の公表に対し、月次の株価収益率に着目した分析手法に倣って行われた。合併を対象にしたイベント・スタ



ディー（月次ベース）を初めて実施したのは Mandelker [1974] である。Mandelker [1974] は、1948 年から 1967 年の期間の合併 241 件（取得企業 241 件、対象企業 252 件）について分析を行ったところ、取得企業の CAR  $[-40, 0]$ （イベントの 40 カ月前からイベント月までの累積超過リターン）が +5.1% の値を、CAR  $[-40, +40]$ （イベントの 40 カ月前からイベントの 40 カ月後までの期間の累積超過リターン）が、+3.7% の値を示すことを確認している。つまり、合併前に多くの累積超過リターンを獲得し、合併後に累積超過リターンが下がっているわけである。他方、対象企業の CAR  $[-40, -1]$  は +12.0% を示し、取得企業側より大きいことを報告している。これらの結果から、Mandelker [1974] は、①合併によって超過リターンを得るのは対象企業側であり、取得企業側は正常リターン程度の収益率しか得られないこと、②取得企業側は合併の前に超過リターンを得ていることから、市場が効率的に合併情報を織り込んだ証左であるとし、効率的市場仮説を裏付ける結果でもあると結論付けている。ただし、Mandelker [1974] が合併の完了日をイベント日としている点には注意が必要である<sup>17)</sup>。なぜなら、合併完了日をイベント日としているため、合併情報の公表日がいつなのかが特定されておらず、合併前に超過リターンが観察されるのは、合併公表による期待変化を捉えた結果なのか、株式市場が合併情報を強度の効率性をもって適時に織り込んだ結果なのかを判断することができないからだ。ただ、合併完了日以前でも、対象企業の方が取得企業よりも大きな正の超過リターンを得ていることは確かであるため、合併公表日が合併完了日以前のいつの時点であったとしても、対象企業の方が合併による株価効果を得ていたとする主張は妥当だと考えられる。次に、Ellert [1976] は、反トラスト法（具体的には、クレイトン法第 7 条）による

---

17) この点は Dodd and Ruback [1977] も指摘している。

認定を受けた合併 205 件について、Mandelker [1974] と同様の手法を用いて検証を試みた。その結果、クレイトン法 7 条の適用を受ける（つまり、違法合併と認定され、合併が認可されない）以前は、CAR $[-100, 0]$  が +21.4% の値を示していたのに対し、同 7 条適用後に、CAR $[-100, +48]$  は 17.9% にまで減少していることを報告した。ここから、合併には独占力の向上を背景とした収益性向上の効果があり、イベント前のプラスの CAR は独占によるシナジーがもたらすレントの資本還元価値を表わすと解釈している。Ellert [1976] は合併の公表による影響を直接検証するのではなく、反トラスト法の適用（合併の取り消しの公表）から、合併のもつ株価効果を検証しようとしている点に特徴がある。なお、合併が実現する数カ月前から正の超過リターンが観察されると指摘する点は、Mandelker [1974] と同じである<sup>18)</sup>。

M&A の公表日をイベントとした検証を初めて行ったのは、Dodd and Ruback [1977] である。Dodd and Ruback [1977] は、172 件の買収の公表について、取得企業と対象企業ごとに、買収の成否をコントロールしたうえで、月次株価への影響の分析を試みた。その結果、取得企業の CAR は買収が成功した場合に増加し、対象企業の CAR は、買収の成否に関わらず増加し、取得企業を超える幅の超過リターンを得ていることを明らかにした<sup>19)</sup>。

---

18) 初期のイベント・スタディーでは、M&A の数カ月前から正の超過リターンを得ていることと、M&A 後にその超過リターンが減少することを報告しているが、そのような結果になるのは、連続 M&A の経験をコントロールしていないことが原因であると Asquith et al. [1983] は指摘する。検証対象となった M&A の前の期間に、M&A が数回行われていることが多く、それらをコントロールすると、M&A 前に正の超過リターンが観察される現象は消滅することを同研究は示した。

19) 最終的な買収が成功しなかったとしても、公開買い付け等を通じ、対象企業の株式をある程度まで買い進めているため、買収の成否に関わらず、対象

1980年代になると、月次株価データを用いた研究から、日次株価データを用いた研究へと移行する<sup>20)</sup>。Dodd [1980] は、合併 151 件を、合併の公表後に無事に統合したか否かの違いをコントロールしたうえで、日次株価によるイベント・スタディーを実施した。その結果、取得企業側の CAR $[-40, 0]$  が +5.37% とプラスの超過リターンを示し、また、CAR $[-40, +40]$  も +5.17% の値を示しているため、合併から 40 日後も累積超過ターンが維持されていることを確認している。その一方で、対象企業側の CAR $[-40, 0]$  は +23.42% と取得企業を上回るプラスの超過リターンを示し、CAR $[-40, +40]$  も +21.43% と高水準を維持していることを確認している。この結果を踏まえて、合併には正の株価効果があり、その傾向は対象企業側で顕著に観察されると述べている<sup>21)</sup>。Asquith et al. [1983] は、買収を複数回に渡って繰り返して行っている企業を買収の回数毎に区分し、イベント・スタディーを実施している。買収が 1 回限りのサンプルでは、公表日近辺の CAR が +2.4% と最も高く、その 20 日後には +0.3% まで低下してしまう。それに対し、2 回目、3 回目、4 回目と買収の回数を重ねたサブ・サンプルほど、買収公表日後の CAR 低下が観察されにくくなり、同時に、買収公表日前に観察されるプラスの CAR の値が大きくなることを確認している。この結果から、イベント時点以前にプラスの超過リターンが観察されるのは、ある買収案件以前に繰り返して行

---

ㄨ 企業に正の株価効果が観察されること自体は不思議ではない。

20) 月次株価データではなく、日次株価データを用いた分析を行う場合の方法論上の注意点については、Brown and Warner [1985] が詳述している。特に日次株価データは、月次株価データに比べ、正規性に乏しい分布を描くことを指摘している。

21) Dodd and Ruback [1977] および Dodd [1980] は、AR および CAR の変動をグラフ化しているため、M&A 公表時の株価効果を視覚的に捉えることのできる数少ない研究である。

われた買収経験をコントロールしていないことが原因であると指摘している。Jarrell and Poulsen [1989] では、1963年から1986年に行われた買収を対象とした分析を行い、対象企業のCARは+28.99%を超えるが、取得企業のCARはわずかに+1.29%であることを明らかにしており、買収は対象企業に便益をもたらすものである旨を述べている。

この頃までは、取得企業・対象企業のいずれが超過リターンを得ているのかを問うものが主であったが、やがて、結合体としてM&A実施企業が、どの程度の超過リターンを得られているのかの検証も追加的に行われるようになった。M&A実施企業が結合体として超過リターンを得ているか否かという視点は、例えば、対象企業のCARがプラスの値を示し、取得企業のCARがマイナスの値を示すというように、両者間でCARの符号が喰い違う場合に重要になる。その際に、取得企業と対象企業の企業規模（株式時価総額）を用いて加重をかけた結合ポートフォリオのリターンを算出することが必要となる<sup>22)</sup>。そのような分析を試みたのが、Bradley et al. [1988] である。Bradley et al. [1988] では、1963年から1984年の期間に成功した買収236件を用いたイベント・スタディーを実施し、取得企業のCARが+0.97%、対象企業のCARが+31.77%、企業規模で加重をかけた結合企業体としてのCARが+7.43%を示すことを示し、取得企業・対象企業のトータルでみて、M&Aは正の株価効果をもつ取引であることを確認している。Lang et al. [1989] も、1968年から1986年の期間に行われた87件の買収を分析したところ、取得企業のCARが-1.4%（ただし、有意でない）、対象企業のCARが+33.4%、結合体としてのCAR

---

22) 取得企業側の企業規模に比べて対象企業の企業規模が極めて小さい取引である場合、対象企業側のCARがプラスの値を示していても、取得企業のCARがゼロに近い値であれば、結合体としてみると、CARがほぼゼロという結論が導かれることもありうる。

が約+9.6%であることを示し、買収は対象企業と結合体としてのM&A実施企業とにプラスの株価効果をもたらすことを明らかにした。Healy et al. [1992] は、1979年から1984年の50件の主要な合併を対象に、合併公表日時点でのARを算定し、取得企業のARが-2.2%（ただし、有意でない）、対象企業のARが+45.6%、結合体としてのARが+9.1%であることを示している。Kaplan and Weisbach [1992] は、1971年から1982年までの期間における、1億ドル以上の対価をかけた買収271件を対象にイベント・スタディーを実施した。その結果、取得企業のCARが-1.49%（1%水準で有意である）、対象企業のCARが+26.9%、結合体企業としてのCARが+3.74%であることを示した。また、Mulherin and Boone [2000] は、281件の買収を対象に分析を試み、取得企業のCARが-0.37%（ただし、有意ではない）、対象企業のCARが+20.2%、結合体企業としてのCARが+3.56%であることを報告している。Andrade et al. [2001] は、1973年から98年までの3,688件の合併・買収についてイベント・スタディーを実施した。その結果、取得企業のCARは-0.7%（ただし、有意ではない）を示した一方で、対象企業のCARは+16.0%、結合体企業としてのCARが+1.8%になることを明らかにした。上記の結果はM&A公表前後3日間のCAR[-1, +1]について行った検証結果であるが、同研究は、M&A公表20日前から取引完了までのCAR[-20, close]についても検証しており、その結果、取得企業のCARは-3.8%（ただし、有意ではない）、対象企業のCARは+23.8%、結合体企業としてのCARは+1.9%を示したことを報告している。

これまで、短期のイベント・スタディーによる株価効果について概観してきたが、その知見を以下にまとめる。

- (1) 取得企業は、M&Aの公表によってプラスの株価効果を得るか、株価効果を得られない（有意でないマイナスのCARを示す）ことが多い。

- (2) 対象企業は、M&Aの公表によって、大きなプラスの株価効果を得る。買収の場合は、その買収取引が成功しなくても、プラスのCARが持続する。
- (3) 取得企業・対象企業の結合体としてみると、有意なプラスの株価効果を得る。

これらの結果は、既存のサーベイ論文でまとめられた知見と整合するものである。Jensen and Ruback [1983] は、1970年代・80年代前半の実証結果をサーベイし、M&Aは概ね正の株価効果をもたらすこと（つまり、取得企業・対象企業の合計としてプラスのCARが観察されること）、対象企業の株主はプラスのCARを得るが、取得企業の株主はプラスのCARを得るか、あるいは損失を被らない程度のリターンしか得られていないことを指摘している。また、Jarrell et al. [1988] も Jensen and Ruback [1983] 以降の年代のM&A研究を含めたサーベイによって、Jensen and Ruback [1983] によって得られた知見と、同様な結論を導けることを確認している。

ここで、取得企業にプラスの株価効果が出ずに、対象企業にプラスの株価効果が出る現象を説明する必要性が生じる。この問題を説明する仮説として、Manne [1965] と Roll [1986] を挙げるができる<sup>23)</sup>。

Manne [1965] は、所有と経営の分離が進んだ結果として、企業支配権の市場（market for corporate control）が存在することを指摘し、M&Aの目

---

23) Manne [1965], Roll [1986] の理論的な仮説以外に、現実的な要因を指摘するものに Jerral and Bradley [1980] がある。同研究は、このような現象が観察されるようになったのは、Williamson法の制定以降であることを確認しており、制度変化こそが原因であると主張する。Williamson法とは、株式公開買付においてその対象となった企業の株主を保護する目的で1968年に制定された連邦法である。公開買付の提案を受けた株主がその内容を十分に検討できるように、公開買付期間を20日は確保すること、SECに関連資料を提出すること、ある企業の株式を5%以上取得した場合には、大量保有の旨をSECに報告する義務があること等を定めている。

的は（対象企業の）経営陣を交代させることであると述べる。そして、対象企業について、株式市場で決まる株価が、効率的な経営を行えば達成可能な企業価値よりも低い場合に、M&A が有効な手段となる旨を述べている。仮に、株主価値を最大化しない（業績を低迷させたままの）経営者が存在するのであれば、M&A を通じて経営者を交代させることで、M&A の対象となった企業の業績を改善させることが可能であると考えられる。後に詳述するが、トービンの Q で測定された業績が低い企業を対象に行った M&A ほど、多くの CAR を得ることを明かにした研究が存在しており、低業績企業を M&A によって好転させる可能性が市場から評価されている点で、Manne [1965] の仮説は支持されていると考えられる。ただ、Manne [1965] の仮説では、取得企業が超過リターンを得ていない現象を十分に説明できない点に注意が必要である。なお、Manne [1965] は、① M&A は株主価値最大化のための手段であること、② M&A の対象となる企業の業績を改善させるための特別なノウハウや資源を、取得企業が保有し、それを対象企業に持ちこむことを想定し、その資源は共有しうるものだと考えている。このため、M&A は株主価値増大に資する取引であり、シナジーを生むと考える立場 (synergy theory) と捉えられている。

他方、Roll [1986] は、取得企業側の経営者の過信に着目した「傲慢仮説 (hubris hypothesis)」を主張する。企業が買収のオファーを行うのは、買収の対象として選定した企業の市場価値よりも、オファーを行う企業側で見積もった理論的な企業価値の方が高い場合である。この企業価値の食い違いについて、取得企業側の経営者は、自身の見積もった企業価値は正しく、市場は結合後の企業価値を反映していないことに確信をもつと述べている<sup>24)</sup>。Roll [1986] の主張する「傲慢」とはこの点を指す。M&A にお

---

24) 徳賀 [2007] は、価値評価モデルに従って資産等の公正価値を算定する際には、評価主体・評価対象・評価手段の3つの次元でその測定値の硬度が低下

ける対象企業の企業価値に関する見積もりを過信することで、買収時に過度のプレミアムを支払ってしまうことによって、取得企業のCARがほぼゼロで、対象企業のCARが大きなプラスの値になると説明する<sup>25)</sup>。さらに、Roll [1986] の主張では、取得企業と対象企業のCARが、非対称な反応を示すことから、M&Aによってシナジーが生じることはなく、ただ取得企業の株主から、対象企業の株主へ富が移転しただけだと指摘している (non synergy theory)。

しかしながら、仮にシナジーが存在しないのであれば、取得企業が支払った買収プレミアムが、丸々損失となり、さらに、対象企業側で観察されるプラスの超過リターンを、取得企業側で観察されるマイナスの超過リターンで相殺する現象が観察されなければならない。これまで触れてきた先行研究の結果では、取得企業のCARが有意にマイナスになると示したのは、Kaplan and Weisbach [1992] のみである。また、多くの研究で、結合体としてのCARがプラスの値を示すと報告している。したがって、取得企業側の傲慢に起因した買収プレミアムの払いすぎによって富の移転が生じている可能性はあるが、M&Aによるシナジーが存在しないことま

---

25) しうる旨を指摘している。この指摘を踏まえれば、取得企業の経営者は、自身にとって都合のよい (バイアスのかかった) 見積もり値の算定を行っている可能性が考えられる。

25) 米国の買収と日本の買収における支払対価のプレミアムの大小比較を研究したものととして、服部 [2008] (44頁) がある。買収プレミアムは、買収公表4週間前の株価に対する支払対価の超過率と定義し、それをヒストグラムとして表示している。そのヒストグラムによれば、米国のM&Aにおける買収プレミアムは10%-20%、20%-30%、30%-40%の3階級の頻度が高く、90%-100%のプレミアムを支払った案件も相当数存在する。他方で、日本の買収におけるプレミアムは、0%-10%の階級が最頻値であり、マイナスのプレミアムを支払う案件が相当数存在する。米国の結果については、買収においてプレミアムを払い過ぎているとするRoll [1986] の考えを支持する証拠と考えられる。



では言いきれない。その意味で、Roll [1986] の仮説は限定的に支持されると考えられる。

これらの仮説によって、対象企業がプラスの超過リターンを得る理由が十分に説明され、取得企業の超過リターンがゼロに近い値を示す理由も部分的に説明されうる。しかし、取得企業が超過リターンを得ない場合がままある理由の説明は必ずしも十分ではない。その点に新たな知見を提供するのが、CARを生じさせる要因を特定する研究である。

これまで多くのイベント・スタディーが、M&Aによって正の株価効果をもたらされることを示してきたが、その結果を受けて、「では、超過リターンをもたらす要因は何か」についての研究が80年代後半から盛んに行われるようになった。イベント・スタディーで観察されるCARに影響を与えるファクターが解明されれば、取得企業のCARが低くなる要因を解明できる可能性も生まれると考えられる。

そこで、次に、M&A公表時の超過リターンに影響を与えうる要因について取り組んだ研究に言及する。その要因を具体的に挙げると、(1) 事業間の関連性、(2) 対価の支払い手段、(3) 完全子会社との合併、(4) 対象企業が非上場企業かどうか、(5) 対象企業の業績の良し悪し、(6) 複数の買い手の存在である。

#### (1) 事業間の関連性

M&Aの当事者間に生じると期待されるシナジーは、企業価値の増大に貢献すると考えられている。そして、その期待シナジーの程度は、取得企業と対象企業のそれぞれが展開する事業間の関連性の程度に依存すると考えられている。事業間の関連性という概念を導入し、企業の多角化の分類を試みたことで知られるRumelt [1974] は、非関連型多角化を行った企業の方が、関連型多角化を行った企業よりも、平均的に低い業績を示すことを明らかにした。つまり、事業間の関連性が弱まる多角化ほど、企業業

績が悪化すると考えられる。M&A は事業ポートフォリオを変化させる取引であるため、事業間の関連性の問題は、M&A においても当てはまりうる。さらに、事業間の関連性は、利益予測を通じて株価形成に影響を与えると考えられる。Dunn and Nathan [1998] は、関連型多角化はアナリスト予測に影響を与えないのに対し、非関連型多角化を行った場合に、アナリストの予測精度が低下し、アナリスト間での予測不一致の程度も拡大することを示した。また、Berger and Ofek [1995] は、非関連型多角化が企業価値のディスカウントを相対的に大きくすることを示し、事業間の関連性の程度に応じた多角化ディスカウントの存在を示唆している<sup>26)</sup>。これらの研究結果を考慮すると、事業間の関連性をコントロールしたうえで、M&A のアナウンスメント効果を分析する必要があると考えられる。

事業間の関連性と M&A のリターンとの関係を分析した研究として、Morck et al. [1990] と Agrawal et al [1992]、および Chang [1998] が知られている。Morck et al. [1990] は、1975 年から 87 年の 326 件の M&A について、取得企業の CAR がマイナスの値になることを示した（ただし、有意性の検証は行っていない）。そして、事業間の関連性に基づくサブ・サンプルを設けて検証を行ったところ、いずれのサブ・サンプルの結果も統計的に有意なものではないが、関連型 M&A はプラスの CAR、非関連型 M&A はマイナスの CAR を示すことを報告した<sup>27)</sup>。また、1980 年代の

---

26) セグメント毎に求められる理論的な事業価値の合計を、企業価値の理論値とし、その値と実際に観察される企業価値とを比較する手法によって、多角化ディスカウント（あるいはプレミアム）の存在を検証している。実際の企業価値が理論値よりも下回っていれば、多角化ディスカウントが存在すると判断する。その値を、関連型多角化企業（single-segment firms）と非関連型多角化企業（multi-segment firms）とで比較している。

27) M&A における事業間の関連性の程度は、取得企業と対象企業が同じ産業に属するか否かだけでなく、取得企業の株価と対象企業の株価に共変性が存在するか否かによっても判断を行っている。

M&A に限定すると、関連型 M&A は超過リターンに対して有意にプラスの説明力をもつことを示している。しかし、Agrawal et al. [1992] は異なる結果を得ている。Agrawal et al. [1992] は、1955 年から 87 年の 765 件の合併について調査し、関連型 M&A・非関連型 M&A とともに取得企業の CAR はマイナスの値（ともに 1% 水準で有意）を示したが、M&A 公表後の期間が 3 年から 5 年と長くなるほど、関連型 M&A のマイナスの CAR の値が拡大していくことを示した。Chang [1998] も事業間に関連性があるか否かのダミー変数を加えたところ、事業関連性の存在を示す変数の回帰係数は、CAR に対しマイナスの値を示した（ただし、有意でない）。事業間の関連性が高い場合にプラスの株価効果があるという結果は、Morck et al. [1990] の 80 年代に限定したサンプルでしか確認されておらず、事業間の関連性が M&A 公表時の株価効果に与える影響は、統計的に頑健ではない<sup>28)</sup>。

## (2) 対価の支払手段

M&A の対価を支払う際に、取得企業は現金で支払うのか株式で支払うのかを選択することができる。ただ、どちらの支払方法を採用するのかによって、取得企業の株価は影響を受けることが知られている。これは、M&A の対価を株式で支払う場合には、必要な資金を実質的に新株発行によって賄うことに相当することが関係している。Myers and Majluf

---

28) また、どのような属性をもつ企業が、事業間の関連性の低い企業を対象とした M&A を行うかについての研究も存在する。Harford [1999] は、cash-rich 企業の 62.5% が異なる業界に進出する M&A を行うのに対し、cash-poor 企業では、その比率が 42.5% であることを示し、そこに有意な差が存在することを確認している。さらに、cash-rich 企業はマイナスのリターンを得ていることも報告しており、事業間の関連性の低さが、cash-rich 企業の M&A の低リターンに、影響を与えている可能性を指摘している。

[1984] によれば、株価が現在の企業価値と比べて割高である（将来の見通しに関して悲観的である）と経営者が判断した場合に新株発行を行うことを指摘している。このため、新株発行の公表は、市場に対して現在の株価が過大評価されているというシグナルを送ることになり、新株発行の際に株価は下落することになる。

Travlos [1987] は、1972年から81年までの167件のM&Aについて、対価の支払方法と、イベント・スタディー時に観察される取得企業の超過リターンとの関係を分析した。その結果、株式を対価としたグループのARは有意にマイナスの値を示すが、現金を対価としたグループのARは、特に変化しないことを明らかにした<sup>29)</sup>。なお、CARについての分析でも同様の結果を確認している。Franks et al. [1988] は、イギリスとアメリカの2,500件以上のM&A（1955年から85年まで）について分析を試みた。その結果、両国のM&Aについて、現金を対価とした取得企業の超過リターンはプラスの反応を示し、株式を対価とした取得企業の超過リターンはマイナスの反応を示したことを報告している<sup>30)</sup>。また、Chang [1998] は、対象企業（公開企業）に対して株式を対価とした買収では、その公表日に-2.46%の超過リターンを示すことを報告している。Franks et al. [1991] は、買収実施企業のCARを対価の方式別に算定したところ、現金を対価とする場合のCARが+0.83%（ただし、有意ではない）であるのに対し、株式を対価とする場合のCARが-3.13%と有意なマイナスの値になることを報告している。Loughran and Vijh [1997] は、合併・買収534件について、M&A実施企業の株式からなるポートフォリオを購入し

---

29) サンプルを(1)「merger サンプル」と「tender offer サンプル」に分けた場合と、(2)「合併や買付に成功しなかったサンプル」を含めた場合についても検証を行っており、いずれの場合についても、同様の結果が得られたと報告している。

30) このうち、統計上有意だったのはアメリカについての結果だけである。

そのまま持ち続けた時の超過リターン (BHAR: buy and hold abnormal return) を求めた。その結果、現金を対価とするポートフォリオの BHAR が +30.5% であるのに対し、株式を対価とするポートフォリオの BHAR が -24.0% であることを報告している。Rau and Vermaelen [1998] は、簿価/時価比率の大きさに応じて 10 段階のポートフォリオを設定しているが、現金を対価とする買収では、どの段階のポートフォリオでも有意なプラスの超過リターンを示すことを明らかにした。Mitchell and Stafford [2000] は、合併実施企業の株式からなるポートフォリオの BHAR を求め、現金を対価とする場合の BHAR が +6.4% (ただし、有意でない) であるのに対し、株式を対価とする場合の BHAR は -8.4% の値を示すと報告している。Andrade et al. [2001] も株式交換サンプルの超過リターンが -1.5% であったのに対し、株式交換を用いなかったサンプルが +0.4% の超過リターンを得ていたことを報告している。このように、多くの研究で、現金を対価とする場合にプラスの株価効果、株式を対価とする場合にマイナスの株価効果が観察されることを報告している。ただし、Morck et al. [1990] は、取得企業と対象企業間の事業関連性をコントロールすると、対価の支払方法は超過リターンに影響を与えないと報告している。

### (3) 実質的に支配している企業との M&A

完全子会社化や親子会社間の合併を行った場合、取得企業と対象企業の株価に影響を与える可能性が指摘されている。子会社の完全子会社化や親子会社間合併は、対象企業の支配権を 100% 掌握するため、少数株主を排除すること (squeeze out) を伴う。その結果として、少数株主との利害対立がなくなり、投資や資源配分を迅速に決定することで、資源を効率的に活用できると期待される。このため、イベント・スタディーに観察される超過リターンに対し、プラスの影響が期待される。しかし、Slovin and Sushka [1998] は、親子会社間合併と第三者による買収を比較したとこ

る、取得企業と対象企業の株価に与えた影響に有意な差はないことを報告している。したがって、実質的な支配権に変更がない M&A は、通常の M&A と同程度の株価効果しかもたらさず、親子会社間合併が、特別な追加的株価効果をもたらす可能性は低いと考えられる<sup>31)</sup>。

#### (4) 非上場企業との M&A

M&A の対象企業が非上場企業である場合、M&A の公表によって、取得企業は大きなプラスの超過リターンを得る可能性が考えられる。その原因として、非上場企業については情報が乏しく株価が割引かれて評価されることや、取得企業が M&A 交渉上の優位性をもつこと等が指摘されている。Chang [1998] は、1981 年から 92 年までの期間に起こった 281 件の非上場企業との M&A と、255 件の上場企業との M&A について、取得企業の株価反応を比較した。その結果、非上場企業との M&A は +2.64% の超過リターンを示し、上場企業との M&A は -2.46% の超過リターンを示した<sup>32)</sup>。Faccio et al. [2006] も、1996 年から 2001 年のヨーロッパでの M&A について同様の検証を行っており、非上場企業との M&A は有意に +1.48% の超過リターンを示したのに対し、上場企業との M&A は有意ではないが -0.38% の超過リターンであったことを報告している。したがって、非上場企業との M&A の場合、市場はプラスの評価を下す

---

31) Faccio et al. [2006] は、非上場子会社を完全子会社化した場合に、CAR が +1.44% の値を示すことを確認している。ただ、その株価効果が子会社を完全子会社化したことによってもたらされるのか、非上場企業を買収したことを原因とするものなかを区別することができない。

32) M&A の対象企業が上場か非上場かの違いだけでなく、M&A の対価の支払い方法をコントロールするために、現金支払か株式交換かの違いに基づいてもサブ・サンプルを設定している。本文での記述は、株式交換を利用したグループ内での比較の結果である。現金支払を行ったグループ内の比較でも同様の結果が得られているが、その差は有意なものではない。

可能性が示唆される。

#### (5) 対象企業の業績

M&Aの対象となっている企業の業績が低迷しており、M&Aの結果として経営陣が入れ替わり、対象企業の経営効率が改善すると期待される場合には、取得企業の株価に影響を与える可能性がある。これは Manne [1965] が、M&Aによって対象企業に業績改善効果が現れると主張した仮説に対応した考えである。そこで、M&Aの対象となった企業の業績の良し悪しを取り上げて分析した研究結果について言及する。

Lang et al [1989] は、1968年から1986年の期間に行われた87件の買収について、取得企業と対象企業を、それぞれトービンのQ値の高低に応じて区分し、それらの組み合わせが、買収公表時の取得企業の超過リターンに対する説明力をもつか否かの検証を試みた。その結果、「トービンのQの高い取得企業がトービンのQの低い対象企業を買収する」組み合わせの場合に、取得企業の超過リターンに対し、プラスの説明力をもつことを示した。Servaes [1991] は、1972年から87年の704件のM&Aについて、トービンのQが経営業績を表すという前提を置き、Qの高低とM&Aの超過リターンの関係について分析を試みた。その結果、取得企業のQが高いM&Aと対象企業のQが低いM&Aの公表は、取得企業、対象企業、取得企業と対象企業の合計それぞれのCARに対して、有意にプラスの説明力をもつこと報告している。Andrade et al. [2001] は、1973年から98年までのM&Aのうち、66%のケースで取得企業のQが対象企業のQを上回っている事実を指摘している。このことから、Manne [1965] で示された仮説（M&Aには経営改善効果がある）が支持されることを確認すると同時に、M&A後の経営改善効果がアメリカのM&Aのリターンに対し、少なからぬ影響を与えている可能性があると考えられる。

## (6) 複数の買い手の存在

アメリカのM&Aでは、ある対象企業を巡って複数の買い手が争うこと（contest）は珍しくない。また、M&Aが対象企業の経営陣にとって敵対的<sup>33)</sup>なものである場合、ホワイト・ナイト等によって買い手のライバルが登場することも考えられる。Franks et al. [1991]では、1975年から84年までの399件のM&Aのうち23.3%<sup>34)</sup>がコンテスト性のものであったと示されている。またMitchell and Mulherin [1996]は、1982年から89年までの1,064件のM&Aのうち、22.8%が敵対的なものであったことを報告している。Andrade et al. [2001]では、1973年から98年までの4,256件のM&Aのうち、8.3%が敵対的であったと報告している。このように、アメリカのM&Aでは、企業支配権をめぐる競争が少なからず存在している。そして、複数の買い手が存在する場合には、オークションの原理によって買収価格が引き上げられると予想され、取得企業のリターンにマイナスの影響を与える可能性が考えられる。

Bradley et al. [1988]は、買い手が1社の場合と複数存在する場合とについて、取得企業と対象企業の超過リターンの推移を調査した。その結果、対象企業のARおよびCARは、いずれの場合も大きなプラスの値を示していることが明らかとなった。買い手が1社の場合のARは+14.67%、CARは+23.95%であり、買い手が複数の場合のARが+14.12%、CARが+25.98%とほぼ同じ値を示している。ただ、買収後30日が経過したあたりから、買い手が1社の場合の対象企業のCARが低下をはじめ、買

---

33) 通常、合併は取得企業と対象企業の経営陣の間で交渉される。他方、買収は交渉の余地の無い提案として、対象企業の株主に直接的に提示される。つまり、M&Aの敵対性を議論する際には、経営陣間での交渉が決裂していることから、買収が前提となる。

34) Table 1をもとに筆者が算定。



買い手が複数の場合の対象企業の CAR はその水準を維持することが観察されており、その推移に差が生じる。これに対し、取得企業の超過リターンは、買い手の数に応じて対称的な動きを示す。買い手が 1 社の場合の CAR は +2.8% とプラスの値を示すが、買い手が複数存在する場合には -0.70% とマイナスの値を示すことを報告している。Jarrell and Poulsen [1989] は、買い手が複数存在する場合を「1」、そうでない場合を「0」とするダミー変数を設け、取得企業の CAR に対する当該変数の説明力を検証したところ、有意にマイナスの説明力をもつことを示している。Morck et al. [1990] は、M&A の対価の支払方法や事業間の関連性をコントロールしたうえで、複数の買い手の存在が取得企業の超過リターンに対し、マイナスの説明力をもつことを示した。また Servaes [1991] は、複数の買い手の存在が、単回帰分析において取得企業の超過リターンにマイナスの説明力をもつことを示したが、トービンの Q をコントロールするとその説明力は失われると述べた。

これまで、M&A 公表時の株価効果に影響を与えうる要因について、概観してきたが、(2) 対価の支払方法、(4) 対象企業の上場・非上場、(5) 対象企業の業績の良し悪し、(6) 複数の買い手の存在等は、影響を与えている可能性が高いと考えられる。したがって、それらをコントロールしたうえで、M&A のイベント・スタディーを実施しなければ、誤った結論を導くおそれがある。また、M&A アナウンス時に、取得企業の CAR が有意なプラスの値にならないことについても、上掲の要因が効いている可能性があり、追加的な分析を行うことでその原因を突き止めることが可能となる。

### 3.3 アメリカにおける M&A の公表と長期株価効果

ここまでは、アメリカの短期的なイベント・スタディーの結果と、そのリターンに影響を与えうる要因についての検討を重ねてきたが、M&A の公表に対する長期的な株価効果を検証する研究も存在する。それは、市場

参加者が、M&Aの公表と同時にその情報に対する評価を即座に下せない可能性を視野に入れるもので、検証期間をM&A公表時の前後数日間ではなく、数年にまで拡大する研究である。それらの研究結果から得られる知見を以下に整理する。

Jensen and Ruback [1983] (p.20) は、本稿でも取り上げた Mandelker [1974] や Dodd and Ruback [1977] に代表される月次株価データを用いたイベント・スタディーを中心としたサーベイを行った結果、合併・買収のCARが、公表から数十ヵ月後にはマイナスの値になる傾向を確認している。Agrawal et al. [1992] は、先行研究には、長期的な超過リターンが有意なマイナスの値を示すものもあれば、有意なマイナスのリターンを示さない研究もあることを指摘し、それらの研究が、ベンチマークとしてCAPMの $\beta$ のみを用いており、企業規模の影響をコントロールしてこなかったことを指摘している。そこで、企業規模に対するコントロールを加えたうえで、1955年から87年までの1,164件の合併の公表後2年間から5年間の長期的な株価効果の検証を行った。その結果、合併後の長期的なCARは有意にマイナスの値を示し、さらに合併後の年数が経過するほど、そのマイナスの値が拡大することを明らかにした。そのうえで、企業規模をコントロールしても、合併は長期的にはマイナスの株価効果をもつと結論付けている<sup>35)</sup>。Agrawal et al. [1992] およびそれ以前の先行研究の結果は、合併の公表が、短期的にはプラスと評価されるが、時間をかけて評価が修正されてゆき、長期的には株主にとってマイナスのものであると捉えられることを示唆している。そして、これらの結果は、「合併アノマリー」

---

35) CARは、M&A公表の2年後から5年後にかけて-4.94%、-7.38%、-8.67%、-10.26%と拡大を続けていた。また1950年から80年までのそれぞれの年代ごとにサンプルを区分し、長期リターンの分析も行っているが、50年代、60年代、80年代のM&Aが同様の傾向を示すと報告している。

として、効率的市場仮説の反証材料として取り上げられてきた<sup>36)</sup>。

この点について、Fama [1998] は、誤った超過リターンの測定方法を用いて長期アノマリーを報告するケースがあることを指摘し、超過リターン算定時のベンチマーク選定がより重要である（実証時に採用する方法論に依存的である）と述べている。そして、合併だけでなく、IPO（新規株式公開）やSEO（増資）に関する長期のイベント・スタディーにおいて、企業規模だけでなく簿価/時価比率をコントロールすると、長期アノマリーが消滅することを指摘している。ここに、長期のイベント・スタディーを行ううえで、何が適切なベンチマークなのかを議論する余地が生じる。そこで、企業規模以外の要因のコントロールを試みたうえで実施された、長期のイベント・スタディーの結果を以下に示す。

Franks et al. [1991] は、短期イベント・スタディーと同じ分析手法、すなわちCAPMの $\beta$ を利用した理論株価をベンチマークとする方法を長期イベント・スタディーに用いると、バイアスのかかった結果が得られる可能性を指摘した。そのうえで、企業規模（時価総額）だけでなく、配当利回りや過去の株式リターンを考慮に入れたポートフォリオを作成した。そして、それらのリターンと比較する「multi-portfolio benchmark」の手法を用い、1975年から84年の期間に公表された399件の合併・買収について、長期（3年後）の株価効果を検証した。その結果、取得企業の超過リターンは有意にマイナスにならないことを示し、適切なベンチマークを用いると長期アノマリーが消滅することを報告した。Loughram and Vijh

---

36) M&A 実施企業の長期的な株式リターンがマイナスになる理由を、経営者の会計政策に求める研究として Louis [2004] が存在する。Louis [2004] は、企業がM&A 公表前にプラス方向へのアーニングス・マネジメントを行うこと、そして翌期以降に会計発生高が反転し、会計利益に下方圧力が加わることを確認したうえで、この会計発生高の反転現象が、M&A 実施企業の株価を長期的に低下させる要因である可能性を指摘している。

[1997] は、1970年から1989年の期間に行われた947件の合併・買収について、企業規模以外に簿価/時価比率をコントロールしたうえで、株式を購入してから持ち続けた場合の超過リターンであるBHARを算定したところ-6.5% (ただし、有意ではない) のリターンであることを示し、M&Aは、長期的な株価形成に対し中立的であることを示した。ただ、M&Aの形態ごとにサブ・サンプルを設定したところ、合併サンプルが有意に悪化し(-15.9%)、買収サンプルは改善する(+43.0%)傾向にあると述べている。Rau and Vermaelen [1998] は、1980年から1991年の期間における2,823件の合併と316件の買収のCARを、企業規模と簿価/時価比率をコントロールしたうえで求めたところ、合併サンプルのCARは有意に-4.04%の値を示し、買収のCARは+8.85% (10%水準で有意) であることを報告している。Mitchell and Stafford [2000] は、1961年から1993年の期間に行われた合併サンプルのBHARを分析し、その値が-0.10% (ただし、有意でない) であることを明らかにした。

これらの結果から、合併と買収を区分しないM&Aサンプルでは、長期的なマイナスの株価効果が消滅することが確認される<sup>37)</sup>。ただ、合併サンプルだけを取り出すと、有意なマイナスの株価効果が観察されるケースも存在し、「合併アノマリー」が存在しないと言い切ることは出来ない。何が適切なベンチマークであるかについての議論も含めて、M&Aに関する長期的な株価効果は、今後も研究結果の蓄積が待たれる分野である。

#### 3.4 日本におけるM&Aの公表と株価効果

この項では、近年、日本でも急速に蓄積されつつある、M&Aについてのイベント・スタディーの結果について概観する。日本企業のM&Aを

---

37) Andrade et al. [2001] もマイナスの長期的な株価効果が存在することに疑問を呈している。

対象とした実証研究は Pettway and Yamada [1986] に始まった。Pettway and Yamada [1986] は、1977 年から 84 年までの日本企業同士の合併についてイベント・スタディーを行い、取得企業 50 社の CAR が +0.823% になり、対象企業 16 社の CAR が -0.071% になることを示した。また、Kang et al. [2000] は、1977 年から 1993 年までの 154 件の合併を分析し、取得企業が有意なプラスの超過リターンを得ていることを明らかにした。これは、M&A に関するアメリカの先行研究の結果（取得企業の株主にとって損ではないが、対象企業の株主は大きく儲かる）と異なるものである。そこで、Kang らは追加的な調査を実施し、取得企業と対象企業が同じ系列に属し、共通のメインバンクを持っている場合と、借入金に占めるメインバンクからの借入比率が高い場合ほど、取得企業がプラスのリターンを得ていることを明らかにした。これらの結果は、事業の関連性や企業規模をコントロールしたうえで得られた結果である。したがって、1990 年代前半までの M&A において、取得企業のリターンがプラスになる理由は、系列やメインバンクの存在に求められると述べている。具体的には、日本では系列内での M&A が多くみられ、取得企業と対象企業との間に M&A 以前から資本関係が存在し、取得企業が対象企業についての情報を把握しているため、過大な買収プレミアを支払わずに済むことが挙げられている。また、同系列内の M&A ではメインバンクが取得企業・対象企業の双方の代理人（すなわち double agent）として調整役を果たすため、シナジー達成についての不確実性が低下しうると説明されている。

しかしながら、メインバンクの機能が低下した 1990 年代以降の M&A サンプルを用いた研究では、Kang らの報告した内容と異なる分析結果が報告されている。薄井 [2001] は、1989 年から 1999 年までの 120 件の合併・買収・営業譲渡について、M&A 公表前後の 40 日間のウィンドウの中で、様々な日数で区切った CAR を分析したところ、取得企業は小さなプラスかゼロの超過リターンを得るのに対し、対象企業は大きなプラスの

超過リターンを得ていることを示した。これはアメリカの M&A 研究と同じ結果である。小本 [2002, a] は、1980 年から 1999 年の合併 105 件について、取得企業（存続企業と呼んでいる）の CAR を算定しており、5% 水準で -1.2% の値を示している。Higgins [2003] は、1990 年から 2000 年までの 90 件の買収の株価効果を分析し、1990 年から 98 年の買収における取得企業の超過リターンはほぼゼロだが、1999 年から 2000 年までの買収では、より大きなプラスの超過リターンを得ていることを明らかにした。また、van Schaik and Steenbeek [2004] は、1993 年から 2003 年までの 136 件の合併について、取得企業がプラスの超過リターンを得ていることを示した。その際にメインバンクや系列との関係を調査したところ、CAR がプラスになるのは、メインバンクと関係がなく、系列に所属せず独立しており、銀行借入率が低い場合であることを明らかにした。この研究結果は、Kang et al. [2000] が調査した以後の期間のサンプルから得られており、メインバンクによる企業モニタリング効果の後退（むしろ足枷になっていること）を示唆している。井上・加藤 [2006]（第 5 章）は、1990 年から 2002 年の期間に M&A（合併・TOB・株式交換・株式移転）を実施した取得企業 137 件、対象企業 147 件<sup>38)</sup> についてイベント・スタディーを実施し、3 日間 CAR による分析を行ったところ、買収企業・対象企業ともに有意なプラスの CAR を得ることを示した<sup>39)</sup>。ここでも、対象企業の超過リターンがプラスになるという結果が示されている。さらに、井上・加藤は、M&A の形態（合併・TOB・株式交換・株式移転）ごとにサブ・サンプルを設け、1999 年 4 月以降に実施された M&A についても調

---

38) 取得企業が 1 に対し、対象企業が 3 といった M&A がサンプルに含まれるため、取得企業と対象企業の件数に差が生じている。

39) 合併・TOB といった M&A の形態ごとにサブ・サンプルを設定しても、同様の分析結果を得ている。

査したところ、株式交換と株式移転の2形態によるM&Aの対象となった企業が、より大きなプラスの超過リターンを得ていることを示した<sup>40)</sup>。松尾・山本 [2006] は、1977年から2004年までの延べ1,511件のM&A(合併、株式交換、株式移転、TOB、第三者割当増資)についての株価効果を調査した。その結果、取得企業の超過リターンは、わずかなプラスであるのに対し、対象企業は大きなプラスの超過リターンを得ていることが示されている。さらに、対象企業の超過リターンを1977年から1998年の期間と、1999年から2004年までの期間とで比較したところ、M&A公表日前後の日次株価による3日間累積CARは、+3.24%から+6.55%に拡大しており<sup>41)</sup>、アメリカにおける先行研究の結果と同様に、取得企業から対象企業への価値移転が進む現象が観察される。

このように、1990年代以降のM&Aを対象とした研究によれば、それ以前にKang et al. [2000]で報告されたような傾向(取得企業の超過リターンが大きなプラスになり、対象企業の超過リターンはマイナスになる)ではなく、アメリカの研究結果同様に、取得企業の株主はプラスかゼロのリターンを手にし、対象企業の株主は大きなプラスリターンを得ていることが分かる。その背後には、メインバンクや系列機能の低下があることが示唆されていた。

ここまで、日本におけるM&A公表の短期のイベント・スタディーを中心に概観してきたが、長期のイベント・スタディーを実施した研究も存在する。井上・加藤 [2006] (第8章) は、1990年代のM&Aのうち、合併後3年間の株価が入手可能な73件の買収について、長期の株価効果を

---

40) 株式交換には少数株主排除が伴うため、より大きなリターンにつながった可能性がある。

41) 表1、表3に記載されているtarget firmsのabnormal returnより筆者が算定。

検証した。市場モデルで推定されるリターンをベンチマークとして超過リターンを測定した結果、日本の買収は長期的にみてプラスの株価効果があることを明らかにした。ただし、先述した通り、長期のイベント・スタディーを行う際には、よりバイアスの少ないベンチマークを選ぶことが重要と考える視点もある。それゆえ、今後、リサーチ・デザインを改良したうえで、日本の M&A に対する長期的なイベント・スタディーに取り組む必要がある。

#### 4 M&A の業績効果

本節では、M&A の業績を数年間にわたって事後的に検証したパフォーマンス・スタディーの先行研究を、米国の研究、日本の研究の順で概観する。

まず、米国の先行研究では、M&A 後に M&A 実施企業の業績が改善することを示す研究結果と、悪化することを示す研究結果の両方が存在する。M&A 後に業績が改善することを示す研究としては、Smith [1990], Healy et al. [1992], Cornett and Tehranian [1992], Andrade et al. [2001] が存在する。Smith [1990] は、1977 年から 1986 年の 58 件の MBO について、営業利益と営業利益の業界平均からの乖離値のそれぞれの指標が、MBO 実施前後で有意に改善することを示した<sup>42)</sup>。さらに、その結果が、レイオフの実施や、広告費・修繕費・研究開発費の削減等の裁量的な会計行動の結果としてもたらされたものでないことを確認している。Healy et al. [1992] は、1979 年から 84 年までの大型 M&A サンプル 50 件を用いて、M&A が営業キャッシュ・フロー・マージン（営業キャッ

---

42) 営業利益および業界平均からの乖離度のそれぞれは、資産、従業員数を用いて標準化されている。



シュ・フローの業界平均値からの乖離値) に対する改善効果をもつことを示した。そこで用いた分析モデルは、

$$\text{M\&A 実施後の営業 CF} = \text{定数項} + \alpha \times \text{M\&A 実施前の営業 CF}$$

というものである。定数項部分が M&A 実施前の業績水準からみた超過部分を表わしており、この部分が統計的に有意に正の値を示せば、M&A 実施後の業績水準は、M&A 実施前の業績水準を上回ると判断している。また、Healy et al. [1992] は、あわせてイベント・スタディーも実施しており、取得企業と対象企業の合計としてプラスの株価効果を得ていることを確認しており、M&A 後の業績改善と M&A 公表時点の株価効果とに、有意な正の相関があることを示している。そのうえで、M&A 公表後に形成された期待は、M&A 後に実現された業績改善を反映していると結論づけている。Cornett and Tehranian [1992] では、1982 年から 1987 年に行われた 30 件の銀行買収を用いて、営業キャッシュ・フローベースの ROA が、M&A 前ではマイナスの値を示す一方で、M&A 後にはプラスの値を示すこと、そして M&A 後のプラスの業績は期間的变化として統計的に有意なものであることを示した。ここで、M&A 後の収益性は、企業結合会計における会計手続き選択の影響を受けることが知られている。それに対応するために、採用した会計手続きに基づいて、パーチェス法採用企業とプーリング法採用企業のサブ・サンプルを設け、それぞれのサブ・サンプルごとに、M&A の前後で業績改善があったか否かの検証を試みた。その結果、いずれのサブ・サンプルでも M&A 後に業績が改善するが、パーチェス法採用企業の方がより業績がよいことも明らかにしている。さらに、イベント・スタディーをあわせて実施し、プラスの株価効果を得ていることを確認している。Andrade et al. [2001] も、M&A 公表時の株価効果の分析に加え、およそ 2,000 件の M&A サンプルを対象とし

た業績推移の検証を行っている。その結果、M&A後の企業の営業キャッシュ・フロー・マージン<sup>43)</sup>は、プラスの値を示していること、また、M&Aを行う前の水準に比べると急激に改善していることを明らかにした。そして、M&A公表時にプラスの株価効果を得ていることと整合的な結果が得られていると結論付けた。

他方、業績が悪化することを示す研究としては Ravenscraft and Scherer [1989], Harford [1999] が存在する。まず、Ravenscraft and Scherer [1989] は、1957年から77年までの2,732件のM&Aについて収益性の変化<sup>44)</sup>を分析した。その際に、採用した会計手続きに基づいて、パーチェス法と持分プーリング法のサブ・サンプルを設け、それぞれのサブ・サンプルごとに、M&Aの前後で業績改善効果があったか否かを検証したところ、いずれのサブ・サンプルにおいてもM&A後に業績が低迷しており、いずれの会計処理を採用しようとも、M&Aは平均的にいって業績を悪化させるものであると結論づけた<sup>45)</sup>。また、Harford [1999] では、Healy et al. [1992] と同じモデル（業績改善の有無を、回帰式の定数項の正負で判断する）を用い、1977年から1993年のM&Aサンプル全体について、定数項部分が5%水準で-0.009になることを示し、M&A後に業績は悪化することを示している。また、イベント・スタディーも合わせて実施しており、サンプル全体として、CARがマイナスの値を示すことを確認している。

このように、アメリカでのパフォーマンス・スタディーの結果は、

---

43) 「営業キャッシュ・フロー ÷ 売上高」として求められる。売上高が効率的にキャッシュ・フローの獲得に貢献しているかを表す指標である。

44) EBITを資産で除した値を収益性の指標としている（EBIT = 税引前純利益 + 支払利息）。

45) 両サブ・サンプルのうち、パーチェス法採用企業の方に、悪化傾向が強く現れている。

M&A がプラス・マイナス両方向の業績効果をもつことを示しており、分析結果上の合意を得られていない。また、イベント・スタディーを合わせて実施している研究も存在し、パフォーマンス・スタディーとイベント・スタディーの結果が一致することの確認を行っている。Caves [1989] では、1980年代のイベント・スタディーと、1970年代に公表されたパフォーマンス・スタディーをサーベイした結果、取得企業と対象企業を合わせるとプラスの株価効果を得ているが、M&A後の収益性指標や市場シェアを事後的に検証すると悪化しており、イベント・スタディーとパフォーマンス・スタディーとの結果が喰い違っていることを指摘している。ただ、この節で取り上げた近年の研究では、イベント・スタディーとパフォーマンス・スタディーの結果は整合していると報告するものが多いようである。

次に、日本のM&Aを対象としたパフォーマンス・スタディーから得られる知見を概観する。村松 [1986] は、1966年から79年までの合併43件につき、ROAをはじめとする指標を、合併前後5年間について比較を行った。合併前5年目の数値と合併後5年目の数値、合併前4年目の数値と合併後4年目の数値という形でペアリングさせ平均値の差をみたところ、合併後の業績が有意に悪化していることを明らかにした。ただ、何故4年前と4年後、3年前と3年後の数値が期間的に対応するのか、それらの比較から何が明らかになるのかは、必ずしも明確ではない。Odagiri and Hase [1989] は、1980年から87年までの243件の合併・買収について分析したところ、収益性(EBIT)や売上高成長率への改善効果はみられないことを示した。林 [1993] は、1965年から80年の期間に行われた合併60件について、合併後9年目までの期間について、ROAをはじめとする業績数値の分析を試みた。そして、合併前3年間のROA平均値をベンチマークとしたところ、合併後6年目まで、ROAの水準が高いことを明らかにした(ただし、検定を行っていない)。長岡 [2005] は、1985年から

2003年までに行われた合併・買収について、業界ごとに上場企業数に対するM&Aの発生件数と名目売上高成長率の業界平均値とを算定し、それらの相関を調べた。その結果は有意に負の値であった。このことから、長期にわたって成長が低迷している産業において、M&Aを通じた事業再編が行われていると述べている。そして、事業再編の手段として行われたM&Aのパフォーマンスを、対等合併とそれ以外の形態のM&Aに分けて分析したところ、対等合併は最もパフォーマンスが悪く、売上高成長率と雇用成長率が有意に悪化することを示した<sup>46)</sup>。また、Kruse et al. [2007]は、1969年から1999年の期間における製造業の合併69件について、合併前後5年間で営業キャッシュ・フローの変化を分析した<sup>47)</sup>。その結果、合併は営業キャッシュ・フローの改善をもたらし、その改善効果は、非関連型多角化に該当する合併の場合に大きくなることを示した。

M&Aが経営の安全性に与える影響を分析したものとしては、岡部・関 [2006]が存在する。岡部・関 [2006]は、2001年にM&Aを実施した157社について、3年後の2004年のデータを用いて倒産確率を推計し、その影響を分析したところ、サンプルの59.9%に相当する企業の倒産確率が低下することを示した<sup>48)</sup>。ただし、M&A後に実際に倒産した企業をサンプルから除外したうえでの分析であるため、倒産確率を過小評価している可能性が残る。M&Aと経営の安全性についての研究は、さらなる研究

---

46) ただし、長岡 [2005]の分析はM&A実施企業の業績をM&Aの前後で比較したのみであり、M&Aを実施していないサンプルや業界平均との比較を行っていない。そのため、結論の解釈には注意が必要である。

47) (営業キャッシュ・フロー/資産総額)と(営業キャッシュ・フロー/売上高)が分析の対象となっている。

48) ロジット・モデルを用いて倒産確率予想モデルを特定し、それを用いて倒産確率を推定している。倒産確率予想モデルを特定する際には、従属変数に倒産したか否かを表す「1」、「0」のダミー変数を用い、独立変数には(1)留保利益/使用総資本と(2)インタレスト・カバレッジ・レシオを用いている。

結果の蓄積が期待される分野である。

M&A が経営効率の改善をもたらしたか否かについて、生産性への影響を分析する研究も存在する。Yeh and Hoshino [2002] は、1970年から94年までの86件の合併について、ROA、ROE、売上高成長率等の収益性と、TFPによる生産効率性への影響を検証した。その結果、合併サンプルは、業界平均値と比べると合併前後ともに高い収益性を示していたものの、合併後に業界平均値との乖離幅は縮小することが明らかになった。また、TFPが合併後に業界平均値よりも有意に低下することも示された。Fukao et al. [2005] は、1994年から2000年までのM&Aについて、M&Aの前年のパフォーマンスとM&Aの翌年のパフォーマンスを比較し、out-in型M&Aの方が、in-in型M&Aよりも対象企業のTFPと売上高経常利益率を改善させる効果があることを示した。しかし、この結果はin-in型M&Aにグループ内での救済型M&Aが含まれている影響を受けている可能性がある。そこで、深尾他 [2006] は、系列内での救済型M&Aをコントロールするために、in-in型M&Aをグループ内のM&Aに該当するか否に基づいてサブ・サンプルを設けた。その結果、グループ内M&Aであろうとグループ外M&Aであろうと、in-in型のM&Aは、ROA・TFPの両指標に対し改善をもたらさないことを示した。しかし、out-in型M&Aが業績改善をもたらすのに対しin-in型のM&Aは業績改善をもたらさないと判断するには追加的な検証が必要とされる。というのも、Fukao et al. [2005] と深尾他 [2006] は、ともに合併後1年から2年目の業績変化しかとらえていないという期間設定上の問題を抱えている。M&Aの効果が結合後に直ちに発現する保証はなく、他のパフォーマンス・スタディーでもM&A後3年から5年の業績推移を分析している。それらとの比較可能性を高める意味でも、検証期間を長く設定した検証を行う必要がある。

ここまで、日本のパフォーマンス・スタディーを概観してきたが、

M&A が企業業績を改善させていると報告する研究はわずかであった。ただ、日本のパフォーマンス・スタディーには、M&A 非経験企業との比較が無い点や、検証期間が短い点、統計的な検定を実施していない点など、リサーチ・デザインに改善の余地が残されていることも明らかとなった。

それらの点を改良した研究として、小本 [2002, b] が知られている。小本 [2002, b] は、合併企業の ROA とライバル企業の ROA との乖離に着目し、合併後の「ROA スプレッド」の推移を検証したところ、合併後に ROA スプレッドの改善を確認している。ただし、当該乖離は統計的に有意ではなかった。また、宮宇地 [2009, a] は、M&A 実施企業群の ROA と、対応する業界平均値 (ROA) との間にプラスの乖離が見られ、その差が有意であり、M&A 実施企業の収益性は、中長期的に改善することを報告している。また、宮宇地 [2009, b] は、「ROA スプレッド」(M&A 実施企業の ROA から ROA の業界平均値を控除した値) の推移を検証している。その結果、M&A 実施企業の収益性が、年度ごとに改善することは観察されなかったが、M&A 実施前の期間平均より、M&A 実施後の期間平均の方が有意に高くなっており、M&A の収益性の改善は、累積的な差として検出されることを明らかにしている。また、滝澤他 [2009] も、M&A 実施企業の業績効果を検証する際に、比較対象とすべき企業の選定を実施しており、M&A 実施直後に ROA やキャッシュ・フローが悪化するものの、3-5 年後には、その落ちから有意に回復することを明らかにしている。今後、より洗練された手法によって、M&A の業績効果のさらなる検証が求められている。

## 5 買収防衛策

本節では、M&A の対抗策である買収防衛策 (以下、ATP: anti-takeover provisions) に焦点を当て、実証結果から得られる知見に基づき、その機能

について言及する。ATP は、ある企業が、敵対的な買収の対象にならないように事前に導入しておく措置、あるいは敵対的買収の対象となった場合に、買収を仕掛けてきた企業にその買収を諦めさせるために事後的かつ緊急的に発動する対抗措置のことである。敵対的買収が少ないと言われてきた我が国でも、ここ数年、ポイズン・ピルやホワイト・ナイトといった具体的な防衛策の名称を聞く機会が増えてきたが、ATP 導入の効果を検証した国内の研究は、筆者が知る限り極めて少ない。そこで、海外の先行研究から得られる知見を中心に、以下で整理していくことにする。

ATP は、敵対的買収に備えるために導入するものであることから、現行の経営者が継続的に経営に携わるため、つまり、その身分を守るために導入するものとして知られている。それゆえ、株主保護に資するという側面は弱いと考えられる。そこで、経営者と株主とに主体を分けて、ATP の機能について議論を進めてゆく。

まず、経営者からすれば、ATP 導入の成功とは、①自身の地位（雇用）が保全されること、あるいは②株価に連動した経営者報酬が買収によって多く得られることのいずれかと考えられる。この点について、Pound [1987] は ATP 導入企業と非導入企業とを比較し、買収のターゲットとなる確率を算定したところ、ATP 導入企業の方がその確率が低く、非導入企業との差が有意なものであることを示した<sup>49)</sup>。また、経営陣が買収提案に反対している期間に、企業の所有権交代（買収を提案した企業に支配権が移ること）が起こったか否かを検証したところ、ATP 導入企業では、そのような現象は観察されず、防衛に成功しているのに対し、ATP 非導入企業では、約 4 割の企業で所有権交代が起こったことを報告している。ただ、ATP の導入が買収プレミアムの増大をもたらす現象は観察されな

---

49) ATP 導入企業の被買収確率が 28% であるのに対し、ATP 非導入企業は 38% であった。

かったとしている<sup>50)</sup>。しかし、Comment and Schwert [1995] では、ATP 導入企業の株価上昇が報告されており、市場ポートフォリオよりも 34.9% も高い買収プレミアムを得ていることが報告されている。以上のことから、ATP には①買収を思いとどまらせる力と、②経営権奪取を防止する力が備わっている可能性が高く、現行経営陣の地位保全にとって有効なものである可能性が高い。ただ、③買収プレミアムを増大させるか否かについては一致した結果を得られておらず、経営陣が追加的な金銭的便益を受けているかについては明言できない。

次に、ATP 導入が株主に与える影響を検証した研究を概観する。株主にとって、ATP 導入による成功とは、買収が成功するか否かに関わらず、より高い株価を得ることと考えられる。それは、買収時に、買収提案者に対して、ATP 導入以前よりも高い買収価格を提示させることを通じて得られるかもしれないし、既存の経営者が、ATP 導入によって買収の危険性に怯えることなく、経営に取り組むことで得られるのかもしれない。

ATP 導入が、導入企業の株価にどのような影響を与えるかについては、2つの主要な仮説が存在する。1つは、エントレンチメント仮説 (managerial entrenchment hypothesis) であり、もう1つは株主利益仮説 (stockholder interests hypothesis) である。まず、エントレンチメント仮説とは、ATP 導入を、株主の費用負担のもとに、経営者の職と意思決定権を保護する行為であると捉え、ATP 導入によって、経営者に対する外部からのコントロールが効きにくくなることで、経営者が株主の利益追求を行わなくなる

---

50) 買収公表時にその対象となった企業の株価が上昇することは既に述べたが、Pound [1987] は、対象企業を ATP 導入企業と非導入企業とに区分し、市場ポートフォリオに対する超過リターンをそれぞれ算定した。その結果、前者の超過リターンが 51.4%、後者の超過リターンが 48.8% であり、その差に有意性は無い旨を報告している。



可能性を指摘するものである (Williamson [1975] pp. 160-161, DeAngelo and Rice [1983])。この仮説からは、ATP 導入時に期待される株価反応はマイナスである。他方で、株主利益仮説とは、ATP 導入には、経営者の任期延長の効果が有り、その結果として、経営者は短期的な利益を最大化する経営意思決定を行わず、株主価値の増大に資するような長期的な投資を行うようになると考える仮説である (DeAngelo and Rice [1983], Stein [1988])。以下に、この仮説を導く主張を示す。Stein [1988] は、買収される可能性が高い場合に、株価を高く維持する目的で、長期的な投資を犠牲にし、現在の利益を上昇させようと、近視眼的な経営を行う可能性を指摘している。ATP の導入は、買収される可能性を低下させる働きがあるため、経営者の近視眼的な経営を緩和させる作用があることを指摘している。この仮説は、買収される可能性が低下する現象としてだけでなく、経営者の任期と絡めた説明がなされることもある。経営者は自身の任期内の業績を意識した経営を行っており、任期満了が近づくと、仮に任期後に価値を生むような投資案件が存在したとしても、その案件への投資を実施しない現象が生じる。このような現象は、任期問題 (horizon problem) として知られている<sup>51)</sup>。その点、ATP の導入は、経営者の任期を延長させる働きがある。そのため、ATP 導入によって経営者が長期的に価値を生む投資を行う可能性が高くなるというものである。株主利益仮説のもとでは、ATP 導入時にプラスの株価反応が期待される<sup>52)</sup>。

---

51) Horizon problem の存在を指摘したのは、Dechow and Sloan [1991] である。

52) Horizon problem からの解釈に加え、ATP の導入が、現行経営陣の経営が非効率的であることを顕示し、買収される危険性がある (買収は対象企業の株価を上昇させる) というシグナルになると考える仮説 (いわゆる、シグナリング仮説) を、株主利益仮説に含める立場もある (Borokhovich et al. [1997])。株主利益仮説は、複数のシナリオが想定されるため、他の可能性を排除した検証が、今後必要とされる。

そこで、ATP 導入公表時の株価効果を検証した研究結果を概観する。ただ、残念なことに、いくつかの研究が報告する結果は喰い違ったものであり、先行研究に取り組んだ研究者たちも、その結果について“puzzling”なものであると述べている。

まず、ATP 導入のアナウンスによって、マイナスの株価効果が得られると報告するものは、Jarrell and Poulsen [1987] と Bhagat and Jefferis [1991] である。Jarrell and Poulsen [1987] では、1979年から1985年にATPを導入した600社について、イベント・スタディーを実施しCARを求めたところ、 $-1.25\%$ と有意にマイナスの値を示すことを明らかにした。Bhagat and Jefferis [1991] では、1984年から1985年の期間にATPを導入した191社と非導入の141社について、それぞれのポートフォリオのリターンの差を求める分析を試みた。その結果、ATP導入企業のリターンの方が低く、平均値ベースで $-1.02\%$ 、中央値ベースで $-2.09\%$ の有意な差が観察されている。

これに対し、プラスの株価効果を得ると報告するものとしては、Linn and McConnell [1983] と McWilliams [1990] が知られている。Linn and McConnell [1983] では、ATP導入企業について月次株価データを用いた検証を行ったところ、ATP導入の公表月に $+1.84\%$  (5%水準で有意)のARを示したことを明らかにした。また、日次株価データを用いたARも算定しており、アナウンス日には、 $+0.217\%$ のARを示すこと(ただし、有意ではない)、そして、公表の翌日に $+1.528\%$ であったCARが、公表の90日後には $+4.108\%$ にまで拡大し、その拡大幅が1%水準で有意なものであることを報告している。McWilliams [1990] は、1980年から1984年の325件のATP導入企業についてイベント・スタディーを実施し、ATP導入の公表日に、 $+0.21\%$ のARを示したこと(ただし、有意ではない)、そして公表日のCARが $+1.77\%$  (t検定では5%水準で有意、符号検定では1%水準で有意)であることを示して

いる。

そして、ATPの導入は、特別な株価効果をもたらさず、ニュートラルであるという結果を報告するのが、DeAngelo and Rice [1983] と Shum et al. [1995] である。ATP導入日において、DeAngelo and Rice [1983] では有意でないマイナスのリターン、Shum et al. [1995] では、有意でないプラスのリターンが報告されている。このように、ATP導入に対する市場の評価は多様であることだけが分かっている。

日本のATP導入時の株価反応を分析したものとしては、広瀬 [2008] と重本 [2009] が知られている。広瀬 [2008] は、日本においてATPの導入が可能となった2005年については、有意なマイナスの株価反応が検出されるものの、2006年に導入したサンプルについては、有意でないマイナスの株価反応が観察される旨を報告している。重本 [2009] は、ATP導入の2日後と4日後に有意なマイナスの株価反応が観察され、CARもATP導入公表から一貫して下がり続けていることを明らかにしている（ただし、CARの低下傾向は有意ではない）。

これらの先行研究から、ATPには買収に対する抑止力が備わっており、経営者にとって有益なものであることがわかる。他方で、株主にとっては、どのような便益をもたらすのかは未だ明確な結論を導けていない状況にあることがわかる<sup>53)</sup>。

---

53) 日本のATP導入事例を用いて、どのような属性を備えた企業が買収防衛策を導入するのかを分析した研究に滝澤他 [2007] がある。その分析結果によれば、日本では社齢が長く、役員持株比率が低く、株式持合比率の高い企業ほど、ATPを導入する傾向にあり、経営者保身がATP導入動機であることを示唆している。ただ、低業績企業や低株価企業ほどATPを導入する傾向は確認されておらず、非効率的な経営を放置したまま、安易なATP導入に走っているわけではない旨を報告している。

## 6 M&A と経営者による会計政策

経営者はM&Aを行う際に、何らかの動機をもって、会計政策を実施する可能性がある。仮にその会計政策によって、損益計算書や貸借対照表の会計数値が変動するようであれば、パフォーマンス・スタディーの結果の解釈に注意が必要になり、さらに、株価形成にも影響を与えるのであれば、イベント・スタディーの結果の解釈にも注意が必要となる。M&Aに際して、経営者が実施する会計政策を分析した研究は、裁量的会計発生高（discretionary accruals）を用いたものと、企業結合会計における会計手続き選択（持分プーリング法かパーチェス法かの選択）の2つに大別される。本節では、まず裁量的会計発生高を用いた研究の知見から言及していく。

### 6.1 裁量的会計発生高を用いた研究：取得企業側

M&Aが株式の売買を通じて企業の支配権を取引するものである以上、株価形成を意識した会計政策が企業の経営者によって実施されている可能性がある。特に、取得企業がM&Aの対価に株式を用いる場合（株式交換）には、何らかの会計政策を実施する可能性が強いと考えられる。そこで、まず、株式交換を用いたM&Aの場合に、取得企業側の経営者が会計政策を実施するのか否かについて分析を試みた研究から概観する。その後に、対象企業側の経営者の会計政策についても言及する。

M&Aの対価に現金ではなく株式を用いる場合、その株価の決定には直近の会計利益が重要な影響を与える（浅野 [2007]）。そこで、M&Aに先立って、経営者は利益増加型の会計政策を実施することを通じ、自社に有利な株式交換比率に誘導し、対象企業を相対的に安く購入しようとするインセンティブが働くと考えられる。

このような、株式交換方式と利益管理の関係を支持する研究として、

Erikcson and Wang [1999] が知られている。Erikcson and Wang [1999] は、1985年から90年の期間における合併を、その対価が現金・株式のいずれによるのかに従って、2つのサブ・サンプルに区分した。そのうえで、それぞれの利益調整額をジョーンズ・モデルによって測定し、合併前後における裁量的会計発生高の平均値・中央値の推移の分析を行った。その結果、株式交換サンプルは、合併契約締結の直前に相当する第3四半期に、利益増加型の会計政策を実施していることを示した。また、Louis [2004] では、1992年から2000年までの期間におこなわれた合併373件について、合併前後の裁量的会計発生高の推移の分析を試みている。その結果、株式を対価とする合併では、公表直前の四半期において裁量的会計発生高の有意な増加が確認された。他方で、現金を対価とする合併では、裁量的会計発生高の増加は確認されなかった。Botsari and Meeks [2006] は、1997年から2001年までの期間のイギリスにおける147件のM&Aについて、買収公表直前の年度に、経営者が利益捻出を行っていることを明らかにした。

同趣旨の研究は、日本でも行われている。浅野他 [2007] は、1999年から2004年までの110件の株式交換方式のM&Aについて、グループ再編目的か否かに基づいたサブ・サンプルを構成したうえで、利益調整の大きさについて検証している<sup>54)</sup>。その結果、株式交換方式を採用しており、かつ既存の資本関係のある企業を完全子会社化するというグループ再編目的をもつM&Aの場合に、裁量的会計発生高が大きくなることを報告している<sup>55)</sup>。また、北川 [2007] では、2002年から2005年における97件

---

54) 修正ジョーンズ・モデルとKothari et al. [2005] が提案するパフォーマンス・マッチドモデルが用いられている。

55) グループ再編目的の場合に利益操作を行う経済的な動機は必ずしも明らかにされていない。

のM&Aを対象とした分析を行ったところ、株式を対価とするサンプルにおいて、M&A前に裁量的会計発生高が増加し、M&A公表後には、その裁量的会計発生高が反転（減少）することを示した。そして、M&A公表前の裁量的会計発生高の増加量は、現金対価サンプルよりも株式対価サンプルの方が有意に大きいと述べている。

このように、M&Aの取得企業側では、株式を対価とするM&Aを行う際に、利益捻出型の会計政策を実施し、利益管理を行っている可能性を指摘する研究が多く存在する。

これに対し、株式交換方式と利益管理の関係を支持しない研究も存在する。Heron and Lie [2002] は、Erikcson and Wang [1999] におけるM&Aサンプルを、1985年から1997年の期間にまで拡張したうえで同様の検証を試みた。その結果、M&Aの対価の支払い方法の違いによって、裁量的会計発生高が有意に異なる現象は観察されないと指摘している。

## 6.2 裁量的会計発生高を用いた研究：対象企業側

次に、M&Aの対象企業側の会計政策についての検討を行う。対象企業についても、合併比率や株式交換比率を有利に導くために、利益捻出を行う動機をもつことが考えられる。Erikcson and Wang [1999] は、M&Aの対象企業についても、裁量的会計発生高の期間的推移の分析を試みている。その結果、M&A前後で裁量的会計発生高の水準に、有意な変化はみられなかったことを報告している。

また、対象企業側には、会計政策に影響を与えうる要因として、株式交換以外にATP（買収防衛策）の導入がある。そこで、ATP導入と経営者による会計政策の関係を検証した研究を概観する。経営者は、自身の地位を守る意味で、在任期間の業績を良く見せるために、Good Newsほど早く、Bad Newsほど遅く報告したいというインセンティブをもつと考えられている。しかし、ATPを導入すると、買収される危険性が低下するた

め、Bad News であっても適時に開示できる余裕が生じると考えられる。このような視点から、対象企業の経営者の利益管理を検証したのが Jirapon [2005] である。Jirapon [2005] は、1993 年、1995 年、1998 年の買収防衛策導入企業 1,621 社について、修正ジョーンズ・モデルを用いて裁量的会計発生高への影響を調べた<sup>56)</sup>。その結果、買収防衛策の中でもポイズン・ピルと期差別取締役会<sup>57)</sup>の導入が、裁量的会計発生高に対して有意にマイナスの説明力をもつことを明らかにした<sup>58)</sup>。

これらの結果から、裁量的会計発生高で捉える限り、M&A の対象企業は、平時に特段の利益管理を行っていない可能性が高いことが分かった。ただ、ATP を導入すると、買収される脅威が低下するため、保守的な会計政策（マイナスの裁量的会計発生高）を実施することも明らかとなった。

### 6.3 持分プーリング法とパーチェス法の会計手続き選択をめぐる問題

M&A の公表段階から、一つの法人として統合する段階へ進むと、企業結合会計上の会計手続きとして、持分プーリング法かパーチェス法のいずれかを選択することが一般的であった<sup>59)</sup>。持分プーリング法は、対象企

56) データベース上に 94 年、96 年、97 年のデータはなかったと述べている。

57) アメリカの取締役の任期は 3 年であるが、取締役の就任時期を 1 年ずつずらすことで、任期満了期限の異なる 3 つの取締役グループを構成する方法である。こうすることで、全ての取締役を改選するのに 3 年間を必要とする状況を作り出せる。

58) Fu and Liu [2007] は、1,258 の ATP 導入企業を分析したところ、より多くの ATP を導入している企業ほど、マイナスの利益予想を行い、また、四半期の中でもより早い時期に利益予想を発表することを明らかにした。逆に、導入した ATP が少ない企業ほどプラスの利益予想を出すことも明らかにしている。

59) アメリカでは、SFAS No. 141, "Business Combination" に基づき、2001 年から持分プーリング法が廃止され、パーチェス法に一本化されている。また、これまでは、企業結合時に生じるのれんに対して償却を行い、その償却費を

業の全ての資産・負債および純資産を、それぞれの適切な帳簿価額で引き継ぐ手法のことをいい、この手法のもとでは、純資産の部の構成及び金額はそのまま引き継がれる。これに対し、パーチェス法は、対象企業の資産と負債を時価で評価し引き継ぐとともに、時価ベースの純資産の金額と取得対価との差額を、のれんとして計上する手法のことをいう。いずれの会計手続きを選択するかによって、資産・負債・純資産・および利益の数値が異なって表示されることになる。

そこで、米国の実証研究の中で、持分プーリング法・パーチェス法の選択状況について調査したもののから、米国企業の選択状況を抜粋したものが《資料①》である。ここから、米国の企業では、持分プーリング法を採用する企業の方が多く存在していたことが示唆される。ただ、その選択行動の背後に、どのような動機があるのかは必ずしも明確ではない。そこで、その動機の解明に取り組んだ研究を以下で概観する。

企業結合会計上の会計手続き選択について、米国の先行研究で提示され

《資料①》 実証研究に用いたサンプル内での会計手続き選択の内訳

論文名	抽出期間	持分プーリング法	パーチェス法
Ravenscraft and Scherer [1989]	1950-1976	83.3% (209 件)	16.7% (42 件)
Robinson and Shane [1990]	1972-1982	62.1% (59 件)	37.9% (36 件)
Davis [1990]	1971-1982	61.0% (108 件)	39.0% (69 件)
Kaplan and Weisbach [1992]	1971-1982	24.1% (14 件)	75.9% (44 件)
Cornnett and Tehranian [1992]	1982-1987	56.7% (17 件)	43.3% (13 件)
Aboody et al. [2000]	1991-1997	61.9% (425 件)	38.1% (262 件)

- 、 損益計算書上の費用として処理していたが、SFAS No. 142, “Intangible Assets”に基づき、2001年よりその償却手続きを廃止した。日本の企業結合会計基準では、(条件付きでの)持分プーリング法の適用が認められ、のれんの償却計算も実施していた。しかし、持分プーリング法については、2010年4月1日以降、日本においても廃止されることとなった。



ている動機は、(1) 取得プレミアムの隠蔽、(2) 経営者報酬制度、(3) 財務制限条項の3つである。

#### (1) 取得プレミアム隠蔽仮説

これは、M&Aにおいて他企業を取得する際に支払ったプレミアムを隠蔽する意図をもって、持分プーリング法を選択するという仮説である。パーチェス法を採用した場合、M&Aにおいて支払った対価と純資産との差額をのれんとして貸借対照表上に計上することが求められてきた。したがって、パーチェス法は、M&Aの取得プレミアムを明示する会計処理と考えられる。その一方で、持分プーリング法の場合は、対象企業の資産と負債を簿価で引く継ぐのみであり、のれんを計上しないことから、対象企業に対して支払った取得プレミアムの額を隠すことが可能になる。そこで、巨額の対価を支払ったM&Aほど、持分プーリング法を採用する可能性が考えられる。この点について、Robinson and Shane [1990]は、M&Aにおける取得プレミアムを、①対象企業に支払った額と、②対象企業のCARとで測定した。そのうえで、持分プーリング法を選択するか否かを示すダミー変数が、それらのプレミアムの大小に対し、有意な説明力をもつことを示した。また、Aboody et al. [2000]では、持分プーリング法を選択する場合を「1」、パーチェス法を採用する場合を「0」とするロジット・モデルにおいて、取得プレミアムを表わす「set-up」変数が有意にプラスの説明力をもつことを示した。

#### (2) 経営者報酬仮説

次に、経営者報酬が企業の利益と結び付けられて決定される場合に、経営者は、数期間にわたってのれんの償却費を利益にチャージするパーチェス法ではなく、持分プーリング法を採用すると考える仮説である。Aboody et al. [2000]は、先ほどの、持分プーリング法を採用するか否か

を検証するロジット・モデルを用いて、経営者報酬制度の説明力を検証したところ、経営者報酬が利益と結びついており、かつ取得プレミアムが大きい場合に、持分プーリング法を採用する傾向があることを示した<sup>60)</sup>。つまり、利益に基づいて報酬が決められている場合に、巨額なのれんの償却負担を回避するというのである。

### (3) 財務制限条項仮説

負債契約を締結する際に、負債比率等に基づいた財務制限条項を定めることがある。この仮説は、負債契約締結時の財務制限条項を意識して、経営者が企業結合会計上の会計手続き選択を行う可能性を指摘するものである。2つの会計手続きのうち、持分プーリング法を採用する場合には、対象企業の資産・負債を簿価で引き継ぐこととなるが、パーチェス法を採用する場合には、のれんが資産に計上されるため、財務制限条項に抵触する確率が低くなると考えられる。そのため、負債比率の高い企業ほど、パーチェス法を採用する可能性を指摘する<sup>61)</sup>。この点について、Davis [1990] は、プロビット分析を用いて、負債比率の高い企業ほど、パーチェス法を採用する傾向にあることを指摘している。また、Aboody et al. [2000] では、負債比率を表わす「Leverage」変数はパーチェス法選択に対する説明力をもたないものの、対価プレミアムの大きさを表わす

---

60) Aboody et al. [2000] は、交差項「Bonus×Set-up」の説明力が有意である点をもって、経営者報酬仮説は支持されると述べている。なお、Bonusは、株式では無く現金で経営者報酬を貰う割合の高さを表わす変数であり、Set-upはM&Aにおける取得プレミアムの大きさを表わす変数である。「Bonus」変数単体での説明力は有意ではない。

61) ただ、財務制限条項には、自己資本から無形資産を控除する修正規定が盛り込まれていることがある。その場合には、のれんの計上は自己資本比率を押し下げる要因となるため、財務制限条項仮説は修正を迫られることになる。

「Set-up」との交差項「Leverage×Set-up」が大きい場合に、パーチェス法を選択することを指摘している。つまり、巨額ののれんが資産に計上される場合に限り、財務制限条項を意識してパーチェス法を採用する可能性が高いと指摘している。

なお、米国の企業結合時の会計手続き選択行動の仮説につて、考察を加えた研究が、日本にも存在する。宗田 [2001] は、米国のかつての企業結合会計基準 (APBO No.16) では、持分プーリング法を適用するために満たすべき要件が12点列挙されており、これらの要件を満たさなければ、持分プーリング法を適用することはできない点を指摘している。その意味で、持分プーリング法とパーチェス法は、代替的な会計処理でないと主張している。この点については、岡部 [2001] も指摘しており、代替的な会計処理でない以上、プーリング法を適用するためには、要件を満たすために、コストを負担してでも実態を変える必要があったと述べている。その意味において、持分プーリング法・パーチェス法間の会計手続き選択は、会計的裁量行動というよりは、実体的裁量行動による利益管理と捉えるべきであると指摘している。そのように、コストを負担してでも持分プーリング法を適用する動機について、永田 [2001] は、長期的な株価形成との関係を指摘する。永田 [2001] は、経営者が経験的に、投資家が利益に基づいて意思決定を行っていることを知っている点を確認したうえで、M&A から数年経つと、パーチェス法採用企業を分析する際に、アナリストがのれんの償却費を足し戻さなくなることを報告する Hopkins et al. [2000] の研究結果を援用している。そのうえで、経営者は、(のれんの償却負担が無いという点で) 長期的な株価形成に有利な持分プーリング法を採用している可能性を指摘している。この仮説の検証には、持分プーリング法採用企業とパーチェス法採用企業のそれぞれの株式について、ポートフォリオを組んだうえで、長期的なリターンの差を検証する等の分析が必要となる。

両会計手続き選択が、株価形成に影響を与えているかを検証したものと  
して、Davis [1990] が知られている。会計数値が変化することで、契約  
関係から生じるキャッシュ・フローが変わるという問題を無視するならば、  
1つの取引に、異なる会計処理を適用したとしても、その取引が生み出す  
キャッシュ・フローが変わらない以上、同額の評価が付されるはずである。  
そのような視点に基づき、Davis [1990] は、M&A 時にパーチェス法を  
採用した企業と、持分プーリング法を採用した企業との間に、株式市場の  
評価に差は出ないはずであると考えた。そこで、パーチェス法採用企業と  
持分プーリング法採用企業について、経営統合が有効になってからの株価  
反応を検証したところ、パーチェス法採用企業の CAR が有意にプラスの  
値を示していることを明らかにした。これに対し、持分プーリング法採用  
企業の CAR はプラスの値ではあるが、有意でなかったことも報告してい  
る。2つの会計手続き選択に関する市場の評価は、長期的な反応も含めて、  
追加的な検証が必要である。

本節では、M&A を行うにあたり、何らかの会計政策の実施の有無と、  
その動機について検証した実証研究を整理してきた。その結果、多様な会  
計政策が実施されていることが明らかとなった。まず、M&A の取得側に  
該当する企業では、① M&A の対価が株式である場合に、利益増加型の  
会計政策を実施すること、そして②取得プレミアムが巨額な場合と③経営  
者報酬制度が利益数値に連動する場合には、持分プーリング法を採用し、  
④負債比率が高い場合には、パーチェス法を採用する傾向が明らかとなっ  
た。他方で、M&A の対象側に該当する企業では、ATP 導入時に、買収  
される脅威が低下することから、保守的な会計政策を実施することが明ら  
かになった。

これらの経営者による会計政策の存在は、M&A の経済効果を分析する  
うえで、リサーチ・デザインを考える際に重要となる。たとえば、会計数  
値を用いたパフォーマンス・スタディーを行う際には、少なくとも、会計

政策の影響を受けにくい営業利益を用いた分析を行うべきであるし、持分プーリング法採用企業とパーチェス法採用企業とを区分したサブ・サンプルの設定が必要となる。また、これらの会計政策が、株価形成や取得プレミアムの多寡に関わっている可能性も指摘されているため、これらの要因を考慮に入れたイベント・スタディーも行うべきだと言える。

## 7 ま と め

本稿では、内外の M&A 研究のサーベイを行い、① M&A を引き起こす要因、② M&A 公表時の株価効果、③ M&A 後の業績効果、④ 買収防衛策の機能、⑤ M&A にあたって経営者が実施する会計政策に関連する知見の整理を行ってきた。また同テーマについて、日本の M&A を対象とした実証研究の成果も、急速に蓄積されつつあることが明らかになった。それと同時に、(1) M&A の取得企業と対象企業との間で、株価反応が異なる原因の特定、(2) 合併アノマリーは存在するのかを問う「M&A 公表後の長期的な株価効果」、(3) ATP の導入要因とその影響などは、まだ未解明な課題が多く存在することも明らかとなった。今後、各テーマについて、さらに研究の進展が期待される場所である。

### 【参考文献】

- 浅野敬志・石井康彦・中山重穂・田代樹彦 [2007], 「企業再編における利益管理行動と株式交換のアナウンスメント効果」, 『名城論叢』第7巻, 第4号, 101-128頁。
- 蟻川靖浩・宮島英昭 [2006], 「M&A の経済分析: M&A はなぜ増加したのか」, RIETI Discussion Paper Series 06-J-034。
- 石川博行 [2000], 『連結会計情報と株価形成』千倉書房。
- 伊藤邦雄 [2007], 『企業価値評価』日本経済新聞社。

- 井上光太郎・加藤英明 [2006], 『M&A と株価』 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: バリュースタイルの M&A 投資』 第 3 章, 中央経済社。
- 薄井 彰・須田一幸 [2004], 「新会計基準の設定と株式持ち合い」 須田一幸編著『会計制度改革の実証分析』 第 2 章 2 節, 同文館出版。
- 岡部孝好 [2001], 「利益数値制御行動としての持分プーリング法の適用」, 『會計』, 第 159 卷, 第 3 号, 86-102 頁。
- 岡部光明・関 晋也 [2006], 「日本における企業 M&A (合併および買収) の効果—経営の安定化と効率化に関する実証分析」, 慶応義塾大学, 総合政策学ワーキングペーパーシリーズ No. 107。
- 北川教央 [2007], 「再編企業による利益調整行動と市場の評価」, 『六甲台論集—経営学編一』, 第 53 卷 第 4 号, 61-80 頁。
- 小本恵照 [2002, a], 「わが国の企業合併の特徴と経済効果」, 『国民経済雑誌』, 第 186 卷, 第 6 号, 1-16 頁。
- 小本恵昭 [2002, b], 「合併によって企業業績は改善したか?—財務データによるアプローチ—」, 『ニッセイ基礎研所報』, 第 24 卷, 1-22 頁。
- 重本洋一 [2009], 「買収防衛策 (ポイズン・ピル) 導入の株主価値に対する影響—2007 年日本のケース—」, 『広島経済大学経済研究論集』, 第 31 卷, 第 4 号, 137-175 頁。
- 下谷政弘 [2006], 『持株会社の時代—日本の企業結合—』 有斐閣。
- 宗田健一 [2001], 「企業結合会計におけるプーリング法の適用可能性」, 『経済研究』 (大阪府立大学) 第 46 卷第 3 号, 63-78 頁。
- 滝澤美帆・鶴 光太郎・細野 薫 [2007], 「買収防衛策導入の動機—経営保身仮説の検証—」, RIETI Discussion Paper Series 07-J-033。
- 滝澤美帆・鶴 光太郎・細野 薫 [2009], 「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか? 非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」, RIETI Discussion Paper Series 09-J-005。
- 徳賀芳弘 [2007], 「近未来における企業会計の変化に対する憂慮」, 『季刊 会計基準』 第 19 号, 127-131 頁。
- 長岡貞男 [2005], 「合併・買収は企業成長を促すか?」, 『一橋ビジネスレビュー』 第 53 卷第 2 号 32-44 頁。
- 永田京子 [2001], 「企業結合をめぐる会計政策の論理—なぜ経営者は効率的市場で持分プーリング法を愛好するのか」, 『一橋論叢』, 第 125 卷, 第 5 号, 510-526 頁。

- 服部暢達 [2008], 『実践 M&A ハンドブック』, 日経 BP 社。
- 林 伸二 [1993], 『日本企業の M&A 戦略』, 同文館。
- 広瀬純夫 [2008], 「日本における敵対的買収防衛策導入の特徴—防衛策導入の初期の状況」, 『日本労働研究雑誌』, 第 50 卷, 第 1 号, 4-13 頁。
- 深尾京司・権 赫旭・滝澤美帆 [2006], 「M&A と被買収企業のパフォーマンス: 対日 M&A と国内企業間 M&A の比較」, 一橋大学, Discussion Paper Series No. 162。
- 松尾浩之・山本 健 [2006], 「日本の M&A—イベント・スタディーによる実証研究」, 『経済経営研究』 Vol. 26, No. 6。
- 宮宇地俊岳 [2009, a], 「M&A 後の収益性に関する実証分析」, 『産業経理』, 第 69 卷, 第 1 号, 145-147 頁。
- 宮宇地俊岳 [2009, b], 「M&A 実施企業の収益性推移の分析」, 『企業会計』, 第 61 卷, 第 8 号, 133-139 頁。
- 村松司叙 [1986], 「財務データによる合併効果の分析」, 『企業会計』 第 38 卷, 5 号, 60-69 頁。
- Aboody, D., R. Kasznik, and M. Williams [2000], "Purchase versus pooling in stock-for-stock acquisitions: who do firm care?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, pp. 261-286.
- Agrawal, A., J.F. Jaffe, and G.N. Mandelker [1992], "The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of a anomaly", *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, pp. 1605-1621.
- Andrade, G.N., M. Mitchell, and E. Stafford [2001], "New evidence and perspectives on mergers", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, pp. 103-120.
- Asquith, P., R. F. Bruner, and D. W. Mullins, Jr. [1983], "The gains to bidding firms from merger", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 121-139.
- Berger, P. G. and E. Ofek [1995], "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37, pp. 39-65.
- Bhagat, S. and R. H. Jefferis [1991], "Voting power in the proxy process", *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, pp. 193-225.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer, and I. Welch [1992], "A theory of fad fashion, custom, and cultural change in information cascades", *The Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 5, pp. 992-1026.
- Borokhovich, K. A., K. R. Brunarski, and R. Parrino [1997], "CEO contracting and

- antitakeover amendments”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1495-1517.
- Botsari, A. and G. Meeks [2006], “Do acquirers manage earnings prior to a share for share bid?” *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 35, NO. 5-6, pp. 633-670.
- Bradley, M., A. Desai and E. H. Kim [1988], “Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, pp. 3-40.
- Brown, S. J. and J. B. Warner [1985], “Using daily stock returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 3-31.
- Bruner, R. F. [2005], *Deals From Hell: M&A Lessons that Rise Above the Ashes*, John Wiley & Sons, Inc. (林 大幹訳『M&A は儲かるのか なぜ企業買収に失敗するのか』一灯舎, 2006年)
- Camerer, C. and K. Weigelt [1991], “Information mirages in experimental asset markets”, *The Journal of Business*, Vol. 64, No. 4, pp. 463-493.
- Caves, R. E. [1989], “Mergers, takeovers, and economic efficiency: foresight vs. hindsight”, *International Journal of Industrial Organization*, 7, pp. 151-174.
- Chandler, A. D. [1990], *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*, Belknap Press.
- Chang, S. [1998], “Takeovers of privately held targets, methods of payment, and bidder returns”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, pp. 773-784.
- Coase, R. H. [1937], “The nature of the firms”, in O. E. Williamson ed., *The Nature of the Firm: Origins, Evolution, and Development*, Oxford University Press, 1993.
- Comment, R. and G. W. Schwert [1995], “Poison or placebo? evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 3-43.
- Cornett, M. M., and H. Tehranian [1992], “Changes in corporate performance associated with bank acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp. 211-234.
- Davis, M. L. [1990], “Differential market reaction to pooling and purchase methods”, *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 3, pp. 696-709.
- DeAngelo, H. and E. M. Rice [1983], “Antitakeover charter amendments and stockholder wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 329-360.
- Dechow, P. M. and R. G. Sloan [1991], “Executive incentives and the horizon



- problem", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, pp. 51-89.
- Dodd, P. [1980], "Merger proposal, management discretion and stockholder wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, pp. 105-137.
- Dodd, P. and R. Ruback [1977], "Tender offers and stockholder returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 351-373.
- Dunn, K., and S. Nathan [1998], "The effect of industry diversification on consensus and individual analysts' earnings forecasts", Georgia State University, working paper.
- Ellert, J. [1976], "Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns", *The Journal of Finance*, Vol. 31, pp. 715-732.
- Erikson, M., and S. Wang [1999], "Earnings management by acquiring firms in stock for stock for stock mergers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp. 149-176.
- Faccio, M., J. J. McConnell, and D. Stolin [2006], "Returns to acquirers of listed and unlisted targets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 1, pp. 197-220.
- Fama, E. F. [1998], "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 283-306.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, and R. Roll [1969], "The Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economics Review*, pp. 1-21.
- Franks, J. R., R. S. Harris, and C. Mayer [1988], "Means of payment in takeovers: results for the United Kingdom and the United States", in A. J. Auerbach, ed., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988.
- Franks, J. R., R. S. Harris, and S. Titman [1991], "The postmerger share-price performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, pp. 81-96.
- Fu, H. and M. H. Liu [2007], "How does takeover vulnerability affect management earnings forecasts?", Canadian Accounting Association 2006 annual conference paper.
- Fukao, K., K. Ito, and H. U. Kwon [2005], "Do out-in M&As bring higher TFP to Japan? an empirical analysis based on micro-data on Japanese manufacturing firms", *The Japanese and International Economics*, Vol. 19, pp. 272-301.
- Harford, J. [1999], "Corporate cash reserves and acquisitions", *The Journal of*

- Finance*, Vol. 54, No. 6, pp. 1969-1997.
- Harford, J. [2005], "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 529-560.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and R. S. Ruback [1992], "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, pp. 135-175.
- Heron, R. and E. Lie [2002], "Operating performance and the method of payment in takeovers" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, No. 1, pp. 137-155.
- Higgins, H. N. [2003], "The abnormal returns of Japanese acquisition bidders-evidence in the 1990s", Worcester Polytechnic Institute Working Paper.
- Higgins, H. N. and J. Beckman [2006], "Abnormal returns of Japanese acquisition bidder -impact of pro-M&A legislation in the 1990s", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 14, pp. 250-268.
- Hopkins, P. E., R. W. Houston, and M. F. Perters [2000], "Purchase, pooling, and equity analysts' valuation judgements", *The Accountign Review*, Vol. 75, pp. 257-281.
- Jarrell, G. A. and M. Bradley [1980], " The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers", *Journal of Law and Economics*, Vol. 23, pp. 371-407.
- Jarrell, G. A., A. Brickley, and J. M. Netter [1988], "The market for corporate control: the empirical evidence since 1980", *The Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, No. 1, pp. 49-68.
- Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen [1987], "Shark repellents and stock prices: the effects of antitakeover amendments since 1980", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, 127-168.
- Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen [1989], "The returns to acquiring firms in tender offers: evidence from three decades", *Financial Management*, Vol. 18, pp. 12-19.
- Jensen, M. C. [1986], "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. [1993], "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *The Journal of Finance*, Vol. 48, No. 3, pp. 831-880.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback [1983], "The market for corporate control",

- Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.
- Jiraporn, P. [2005], "An empirical analysis of corporate takeover defences and earnings management: evidence from the US", *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp. 293-303.
- Jovanovic, B. and P. L. Rousseau [2002], "The q-theory of mergers", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 92, pp. 198-204.
- Kang, J. K., A. Shivdasani, and T. Yamada [2000], "The effect of bank relations on investment decisions: an investigation of Japanese takeover bids", *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 5, pp. 2197-2218.
- Kaplan, S. N. and M. S. Weisbach [1992], "The success of acquisitions: evidence from divestitures", *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 107-138.
- Kothari, S. P., A. J. Leone and C. E. Wasley [2005], "Performance matched discretionary accruals measures", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, pp. 163-197.
- Kruse, T. A., H. Y. Park, K. Park, and K. Suzuki [2007], "Long-term performance following mergers of Japanese companies: the effect of diversification and affiliation", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 15, pp. 154-172.
- Lang, L. H. P., R. M. Stulz and R. A. Walking [1989], "Managerial performance, tobin's Q, and the gains from successful tender offers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 137-154.
- Linn, S. C. and J. J. McConnell [1983], "An empirical investigation of the impact of 'antitakeover' amendments on common stock price", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 361-399.
- Loughran, T. and A. M. Vijh [1997], "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?", *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 5, pp. 1765-1790.
- Louis, H. [2004], "Earnings management and the market performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, pp. 121-148.
- Mandelker, G. [1974], "Risk and return: the case of merging firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 1, pp. 303-335.
- Manne, H. G. [1965], "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 73, No. 2, pp. 110-120.
- McWilliams, V. B. [1990], "Managerial share ownership and the stock price effects of antitakeover amendment proposals", *The Journal of Finance*, Vol.

- 45, No. 5, pp. 1627-1640.
- Mitchell, M. L. and J. H. Mulherin [1996], "The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, pp. 193-229.
- Mitchell, M. L. and E. Stafford [2000], "Managerial decisions and long-term stock price performance", *The Journal of Business*, Vol. 73, No. 3, pp. 287-329.
- Miyajima, H. [2007], "The comparative features and economic role of mergers and acquisitions in Japan", RIETI Discussion Paper Series 07-E-056.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny [1990], "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 1, pp. 31-48.
- Mulherin, J. H. and A. L. Boone [2000], "Comparing acquisitions and divestitures", *Journal of Corporate Finance*, 6 pp. 117-139.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf [1984], "Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187-221.
- Odagiri, H. and T. Hase [1989], "Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too?", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 7, pp. 49-72.
- Pettway, R. H. and T. Yamada [1986], "Mergers in Japan and their impacts upon stockholders' wealth", *Financial Management*, Vol. 15, pp. 43-52.
- Pound, J. [1987], "The effects of antitakeover amendments on takeover activity: some direct evidence", *Journal of Law and Economics*, Vol. 30, pp. 353-368.
- Rau, P. R. and T. Vermaelen [1998], "Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 223-253.
- Ravenscraft, D. J. and F. M. Scherer [1989], "The profitability of mergers", *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 7, pp. 101-116.
- Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson, and S. Viswanathan [2005], "Valuation waves and merger activity: the empirical evidence", *Journal of Financial Economics* 77, pp. 561-603.
- Rhodes-Kropf, M. and S. Viswanathan [2004], "Market Valuation and Merger Waves", *The Journal of Finance*, Vol. 59, NO. 6, pp. 2685-2718.
- Robinson, J. R. and P. B. Shane [1990], "Acquisition accounting method and bid premia for target firms", *The Accounting Review*, Vol. 65, No. 1, pp. 25-48.

- Roll, R. [1986], "Hubris hypothesis of corporate takeovers", *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 2, Part 1, pp. 197-216.
- Rossi, S. and P. F. Volpin [2004], "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics* 74, pp. 277-304.
- Rumelt, R. P. [1974], *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard University Press. (鳥羽欽一郎・山田正喜子・川辺信雄・熊沢孝訳：『多角化戦略と経済効果』東洋経済新報社, 1977).
- Servaes, H. [1991], "Tobin's Q and the gains from takeovers", *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 1, pp. 409-419.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1989], "Management entrenchment -the case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [1992], "Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach", *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 1343-1357.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny [2003], "Stock market driven acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, pp. 295-311.
- Shum, C. M., W. N. III, and J. L. Glascock [1995], "Voting rights and market reaction to dual class common stock issues", *The Financial Review*, Vol. 30, No. 1, pp. 275-287.
- Slovin, M. B. and M. E. Sushka [1998], "The economics of parent-subsidiary mergers: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 255-279.
- Smith, A. J. [1990], "The case of management buyouts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 143-164.
- Stein, J. C. [1988], "Takeover threats and managerial myopia", *Journal of Political Economy*, Vol. 96, pp. 61-80.
- Travlos, N. G. [1987], "Corporate takeover bids, methods of payment, and bidding firms' stock returns", *The Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4, pp. 943-963.
- van Schaik, D. and O. W. Steenbeek [2004], "Price and volume effects of merger bids in Japan", Hitotsubashi University, Working Paper.
- Williamson, O. E. [1975], *Market and hierarchies: analysis and antitrust implications*, The Free Press.

Williamson, O. E. [1985], *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press.

Yeh, T. and Y. Hoshino [2002], "Productivity and operating performance of Japanese merging firms : Keiretsu-related and independent mergers", *Japan and the World Economy*, Vol. 14, pp. 347-366.