

2011年12月 アカデミックセミナー要旨

設備投資研究所

講師：早稲田大学 蟻川靖浩准教授

演題：In Search of Synergy Effects: Mergers and Productivity

日時：2011年12月1日（木）15：30～17：30

要旨

本研究は、M&A が企業の生産性に与える影響を実証的に分析するものである。M&A の利益を計測することは難しく、先行研究では、シナジー効果の利益が有意にプラスであるとする研究やマイナスが有意ではないとする研究等が混在している。そこで、本研究では、シナジー効果の利益を M&A 実施後の企業の生産性（TFP）の上昇と定義し、2社が M&A を実施したときの生産性が、仮に M&A を実施しなかったときの生産性と比較して上昇するか否かを検証する。

各企業の M&A 実施の決定に関しては、実施時期が産業ごとに集中すること、そして M&A 実施決定以前の同業他社による M&A 実施の影響を受けることが指摘されている。このため、本研究では、企業自身が過去に実施した M&A だけではなく、同業他社の M&A 実施が企業の生産性に対してどの程度影響を与えているかについても考慮する。

理論モデルにおいて、企業は每期 M&A を実施するか否かを決定する動学的離散選択問題に直面している。企業は将来の利潤に関する不確実性に直面しており、将来の期待利潤の割引現在価値を最大化するように M&A 実施の決定を行う。また、企業は M&A 実施の際にサンクコストを負担するが、前期も M&A を実施している場合にはサンクコストが低下すると仮定している。

推計では、生産性の高い企業が M&A を実施するというセレクションバイアスを回避するため、完全情報最尤法(FIML)による同時推定を行う。企業の生産性は、企業自身が過去に M&A を実施したか否か、同業他社が過去に M&A を実施したか否か、そしてコントロール変数の関数として表される。コントロール変数には、前期までの企業の生産性と今期までの R&D に対する支出が含まれる。一方、企業が今期に M&A を実施するか否かの決定は、前期の企業の生産性、企業自身が過去に M&A を実施したか否か、同業他社が過去に M&A を実施したか否か、そしてコントロール変数の関数として表される。コントロール変数には、企業規模、負債資産比率、資本労働比率、そして年次ダミーが含まれる。

推計に用いるサンプルは、東京証券取引所上場の日本企業 589 社（内 523 社は製造業）である。サンプル期間は 1999 年から 2006 年で、この間 629 回 M&A 実施が公表された。本研究では、企業が M&A 実施を公表した年のみを M&A 実施年とする。なお、金融機関、公益企業、そしてサンプル期間に R&D を実施していない企業はサンプルから除外される。サンプル企業の財務データは Nikkei AMSUS から得られる。また、本研究の M&A データは RECOF の M&A データベースに基づいている。

推計の結果、セレクションバイアスをコントロールしない場合は、M&A が企業の生産性に影響を与えないことが判明した。しかし、セレクションバイアスをコントロールすると、短期的なシナジー効果の利益は大きなマイナスとなる一方、長期的にはプラスとなることが判明した。したがって、セレクションバイアスを考慮することが重要であるといえる。

また、過去の企業自身の M&A 実施は、今期の企業の M&A 実施の決定に影響を与えないものの、同業他社の M&A 実施が企業の M&A を促進するという「Merger Wave」理論と整合的な結果も得られた。Merger Wave は産業に対する生産性ショックを反映するため、産業レベルの生産性ショックは企業の生産性を高めるといえる。

さらに、M&A を仕掛ける企業のタイプもシナジー効果の利益に影響を与えることが判明した。買収企業が日本企業である場合、M&A の翌年の生産性が低下し、3年後に生産性が上昇するという全サンプルと整合的な推計結果が得られた。一方、クロスボーダーM&A に関しては、生産性に対する有意な影響は確認されず、よりレバレッジの低い企業が M&A を実施することが示された。また、水平合併に関しては、M&A 実施の生産性に対するプラスの影響は確認されず、レバレッジも M&A 実施の決定にあまり影響を与えなかった。

以 上