

日本のM & A<sup>\*</sup>  
- イベント・スタディによる実証研究 -

松尾浩之<sup>†</sup>  
(日本政策投資銀行設備投資研究所)  
山本 健<sup>‡</sup>  
(横浜国立大学大学院国際社会学研究科)

---

\*本稿の作成に際し、九州情報大学大学院経営情報学研究科村松司叙教授、横浜国立大学大学院国際社会学研究科倉澤資成教授、早稲田大学大学院ファイナンス研究科米澤康博教授から有益なコメントを頂いた。また、日本政策投資銀行設備投資研究所の黒坂昌代さん、中野菊枝さん、山本恭子さんからは研究サポートを頂いた。記して感謝したい。もちろん内容についての責任は全て筆者の責任である。

<sup>†</sup> E-mail: himatsu@dbj.go.jp

<sup>‡</sup> E-mail: mail\_yamamoto@ybb.ne.jp

Mergers and Acquisitions in Japan:  
An Empirical Analysis by Event Study Methodology  
Economics Today, Vol. 26, No. 6, March, 2006  
Hiroyuki MATSUO  
Takeshi YAMAMOTO  
Research Institute of Capital Formation  
Development Bank of Japan

## 要 旨

本研究は、イベント・スタディの手法によって、1977年から2004年までに日本の上場企業間で行われたM&Aについて、アナウンスメントに伴い計測される新たな価値が、M&Aを仕掛ける側のacquirer企業と仕掛けられる側のtarget企業との間で、どのように分配されたのか、さらにどのような背景や要因によってそのような分配に至ったのかについて仮説検証したものである。

検証の結果、(1) 1999年の商法改正に前後して起こったM&Aマーケットの変革により、過去とは異なりacquirer企業、target企業の双方ともにプラスの株主価値がもたらされるようになった。(2) 「完全買収」に当たる合併、株式交換、株式移転のアナウンスメントに対してよりも、「部分買収」に当たる第三者割当増資、株式公開買付のアナウンスメントに対するほうが、株式市場はより大きく反応を示す。(3) 経営組織の完全な統合をともなうM&Aである合併、株式交換、株式移転については、資本関係のない企業間で行われる場合よりも、同一企業集団内で行われる場合の方がより大きなリターンがもたらされる、(4) とりわけ親子合併においては、出資比率が高くなるほどtargetの株主にもたらされるリターンが大きくなるといった点が本研究にてあらたに発見できた。

キーワード：商法等改正、効率的市場仮説、イベント・スタディ、平均異常収益率(AAR)、  
累積平均異常収益率(CAAR)

## 目 次

．はじめに .....	1
1．日本におけるM&Aの現状 .....	1
2．日本企業のM&Aについての先行研究 .....	2
．サンプルおよび検証手法 .....	6
1．サンプル .....	6
2．採用した検証手法 .....	8
3．イベント・スタディ採用の背景 .....	10
．フレームワークと仮説設定 .....	13
1．M&Aマーケット構造とその効果仮説 .....	13
2．取引形態とその効果仮説 .....	14
3．出資関係とその効果仮説 .....	16
．検証結果 .....	19
1．M&Aマーケット構造効果仮説の検証結果 .....	19
2．取引形態効果仮説の検証結果 .....	27
3．出資関係効果仮説の検証結果 .....	32
．シナジスティック・ゲイン .....	34
1．時価総額による観察 .....	34
2．シナジスティック・ゲインとその分配 .....	34
VI．結論 .....	39
参考文献 .....	40
付表 M&A年表 .....	42

## ．はじめに

### 1．日本における M&A の現状

日本では1990年代後半になって企業間の買収合併（以降、M&A<sup>1</sup>と略記する）事例が急速に増加しており、今では企業組織戦略上で重要な地位を占めているといわれている<sup>2</sup>。M&Aは通常の設備投資や研究開発などの資本支出プロジェクトと比較すると、その支出規模も平均して大きく、さらに事前・事後のマネジメントについても多大なコストを要するといわれている。いうまでもなく、企業の売上、総資産、従業員数をはじめ、規模的指標を瞬時に増大させる効果という点に関していえば、他に比類なき経営戦略の一手段であることに異存はない。

M&A情報雑誌『MARR（マール）』によれば、日本企業が関連するM&A取引件数は1999年に初めて年間1,000件の大台を超え、それからわずか5年後の2004年には2,211件にまで達しており、驚異的なペースで急増しているといえる。わが国において企業間のM&A取引が盛んに行われるのは、1980年代後半からの円高とバブル経済下の金余りを背景とした大企業による海外の有力企業をターゲットとする大型買収ブーム以来、2度目のことであるといわれる。その当時とは対照的である点は、昨今の件数急増の背景には製品市場における需要拡大ペースの鈍化と競争の激化とがあり、単なる事業領域の拡大を企図したもののばかりでないことである。とりわけ1990年代に入って以降に実施された大型合併の事例の多くが、事業あるいは業界そのものを需要や競争構造に適合させることを目的とするものに該当する<sup>3</sup>。

M&Aが急増しているもうひとつの重要な背景として、1990年代半ばから相次いで立法、施行された法制度改正の存在が挙げられる。1996年の独占禁止法第9条の改正に伴う純粋持株会社設立の解禁にはじまり、商法の改正によって、1997年の簡易合併制度、1999年の株式交換、株式移転制度、2000年の会社分割制度がそれぞれ創設されたことによって、企業にとって買収合併や資産譲渡などにかかる手続き面における利便性は著しく向上した。

---

<sup>1</sup> 文中で「M&A」という時は、買収、合併、株式交換、株式移転、株式の取得、新株の引受といったさまざまな取引形態を特定せずに、企業間で事業組織や発行証券の一部または全部の統合する一連の取引全般を総称することを指す。なお合併と買収との区別については、前者はtarget企業の株式のすべてをacquirer企業の株式を対価に取得する取引を指し、狭義には株式の100%取得とtarget企業の法人格の消滅が同時に行われる場合を、広義には株式の完全取得のみを問題とすることとし、従来の合併に加えて、株式交換による完全子会社化、株式移転による純粋持株会社のもとへの併合もそのひとつとして扱う。後者の買収については、さまざまな見解が存在するが、ここでは株式公開買付や第三者割当増資を通じて企業が発行する株式の3分の1（33%）以上の“大量の”株式を取得する取引のことに限定する。

<sup>2</sup> 1990年代後半に商法ならびに独占禁止法が改正されたのにもとない、合併や買収を含む企業組織再編のための法的諸手続きが大幅に簡素化されたのを機に、M&Aの件数は大幅に増加した。先行して実施した企業の多くにおいて、好業績を収める事例が増えたこと、M&A実施のアナウンスメントに対する株式市場の反応も、平均すればポジティブな反応が示されていたことを根拠として、このような見解が受け入れられるようになったと考えられる。

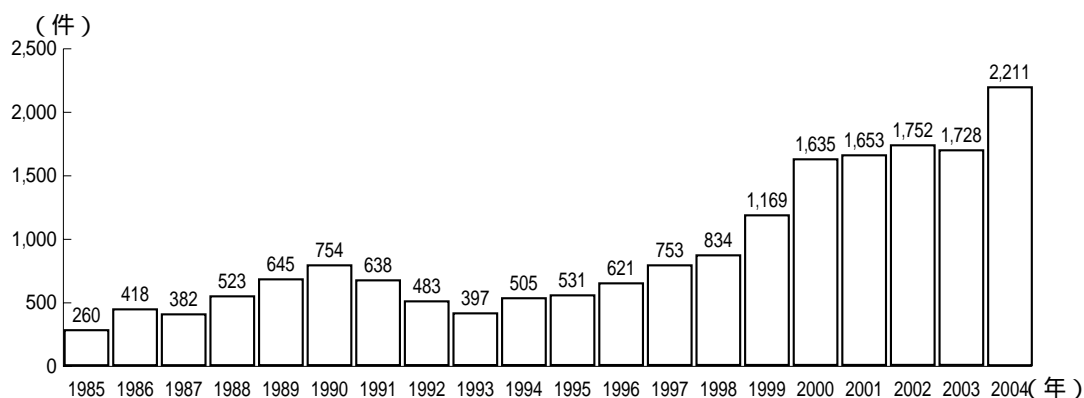
<sup>3</sup> 具体的には紙パルプ、化学、医薬品、セメント、石油精製卸売、鉄鋼、卸売業、金融、などで見られた業界再編が典型例として挙げられる。

これらの法制度改正は、日本では許されていなかった、あるいは手続き面で著しく実施が困難であったM&A戦略を武器に積極的な攻勢を行う欧米企業への対抗策としての側面だけでなく、同時期に導入された企業会計制度の連結重視型への移行によって、子会社・関連会社も含めた企業グループ単位での事業の再構築に対するニーズが高まったという理由からも、その施行が急がれた。そのような経緯もあって、1999年以降に実施が公表されたM&Aの大半が、親会社による子会社・関連会社の統合や再編成や、費用対効果の観点から従来の制度の下では実施が躊躇されていた相対的に小規模な企業の吸収合併や完全子会社化によって占められている。

## 2. 日本企業のM&Aについての先行研究

図1は日本企業がacquirer企業、target企業のいずれかの立場で関連したM&A件数の年別推移を示したものである。1980年代、1990年代を通じて年間数百件程度の規模でしか行われてこなかったものが、1999年には1,000件の大台を超え、わずか5年後には2,000件を超えるにまで至っている。業界の勢力地図を塗り替えるような、業界上位の企業間で行われる大型合併などというに及ばず、株式公開企業間で行われる合併事例に限って言えば、その差はさらに歴然と現れ、1980年代から1990年代を通して、年間数件単位でしか実施されてこなかったものが2002年には100件の大台を超えるに至っている。このように、実施件数の急速な伸びからもうかがえるように、M&Aが企業経営戦略における、その重要性を著しく高めていることは明白で、経済学・経営学における研究対象としての重要性も同様に高まっている。分析対象となる事例が劇的に増加しているということは、質的にも量的にも研究の発展余地が拡大していることを示唆していると同時に、従来から行われてきた手法にしたがう分析結果の信頼性・客観性をも著しく向上させるものと考えられる。こうした観点から、日本におけるM&Aの実証研究を集中的に行うことの必要性、ならびに重要性はことのほか大きい。

図1 日本企業のM&A件数の推移



データ出所：『日本企業のM&A』および『MARR、2005年2月号』に掲載されたデータをもとに作成

日本では戦後復興期から高度成長期を経て1980年代のバブル経済期に至るまで、競争制限的な経営戦略に対する強い規制が一貫して行われてきた<sup>4</sup>。合併や買収によって売上シェアが上位企業に集中することに対する規制当局の監視は厳しく、とりわけ大型の合併は、不況期などにおける供給能力調整の必然性が叫ばれてはじめて例外的に認められるというほどに限定されていたと考えられる<sup>5</sup>。こうした生産調整型の大型合併に加え、もうひとつの「例外」がいわゆる救済合併である。経営危機に瀕した企業が、そのまま倒産や破産に追い込まれれば、債権者、取引先、あるいは従業員等に大きな損失が連鎖して波及すると懸念される時に行われてきたものであり、業界のリーダー格の企業による下位企業の実質的な吸収という形で行われてきた。これらに加えて企業グループ内での事業の再編である製販の統合などによって、高度成長期以降からバブル期までの日本企業のM&A取引事例の大半が占められている。

高度成長期以後から1980年代後半までに実施されたM&Aを分析対象とする研究の多くは、生産性、価格支配力、売上シェアの変動などに注目して、事前と事後において規模の経済性に伴う効果の有無をデータに基づき検証するものが大半を占めていた。絶対的なサンプル数の不足を反映して、少数の大型取引事例を詳細に分析するものが主流であった<sup>6</sup>。特に規制産業であったために詳細な企業情報の入手が容易であった銀行業をはじめとして、集中的な研究成果が数多く重ねられてはきたが、いずれを見ても合併によってもたらされた効果は明らかではないという結論に終始している。

米国ではFama et al. (1969) をきっかけに、イベント・スタディによる実証研究がコーポレート・ファイナンス論の分野でも広く応用されるようになり、M&Aに関する実証研究は、月次データを用いた初期のものとして、Dodd and Ruback (1977)、Asquith et al. (1983) などが著名で、現在の主流として用いられている日次データを用いたものとしてはDodd (1980)、あるいはJarrell and Poulsen (1989) などが著名で、いずれもサンプルをtargetとacquirerに二分して累積平均異常収益率（これ以降は原語のcumulative average abnormal returnの頭文字をとってCAARと表現する）が統計的に有意に異なっていた事実を示している。特に日次データを用いたイベント・スタディが広く行われるようになったのはBrown and Warner (1985) によって、その詳細な手順が紹介されてからだと思われる。日本企業を対象としたもっとも初期のイベント・スタディによる実証研究はPettway and Yamada (1986) である。

<sup>4</sup> 過度経済力集中排除法やその後の独占禁止法第9条による純粹持株会社設立の禁止などがその代表である。

<sup>5</sup> 過度経済力集中排除法の廃止に伴う合併を除けば、高度成長経済の終焉に伴う反動不況の影響から生産調整を余儀なくされた高炉業界における八幡製鉄と富士製鉄の合併、その後1970年代に入って行われた銀行業界における第一銀行と日本勧業銀行、太陽銀行と神戸銀行との合併などが代表例として挙げられる。

<sup>6</sup> 依拠する仮説の違いによって、ミクロ経済学または産業組織論的な立場から定量的な分析を行う研究と、経営学、会計学や財務分析の立場から行われる研究とに大別できるが、基本的には財務・会計指標をもとに合併の事前と事後との比較を長期にわたって行うという点では、これらの間に大きな差異はないと思われる。

Pettway and Yamada (1986) は1977年から1984年までに公表された、日本企業が関係したM&Aを分析の対象として日次株価データを用いたイベント・スタディを行い、のべ50社に上るacquirer企業のアナウンスメント日を中心に前後1日ずつの平均異常収益率(これ以降は原語であるaverage abnormal returnの頭文字をとってAARと呼ぶ)を3日分累積したCAARが<sup>7</sup>0.82%<sup>8</sup>であり、同じくtarget企業のべ16社のそれはマイナス0.07%<sup>9</sup>にとどまったと報告している。米国では1960年代から1970年代にかけてのコングロマリット型合併が活発に行われていた当時の事例を対象としたDodd (1980)の研究において、acquirerのCAARはマイナス1.16%で、targetのそれは対照的にプラス13.04%にも上っていたことが紹介され、さらに1980年代以降になってから実施されたサンプルを対象としたJarrell and Poulsen (1989)においてもacquirer側のCAARは1.14%でしかなかったのに対して、target側のそれは実に20.00%にも上っていたことが報告されたのを代表に、少なくとも米国においては時代の違いによらずに一貫してtarget企業のCAARの方がacquirer企業のそれを上回るという考え方がstylized factとして定着していった。

Pettway and Yamada (1986)以降は、M&A自体の件数も顕著に増加しなかったという理由も考えられるが、日本企業のM&Aがイベント・スタディによって分析され、その成果が主要なジャーナルに掲載されることはなかった。Pettway and Yamada (1986)に続くものとしてはKang et al. (2000)が挙げられ、1977年から1993年までに実施されたM&Aを分析対象としてacquirer企業のCAARがやはりプラスになっていたことが示され、その傾向はメインバンクが仲介していた取引案件においてほど高くなるという事実が示された。Aoki et al. (1994)、Hoshi et al. (1990)、Sheard (1989)らはメインバンク・システムが企業にもたらす便益の代表的なもののひとつとして、経営上重要な情報の提供を挙げている。Kang et al. (2000)によれば、メインバンクはその事業会社との取引関係を通じて、さまざまな理由から合併されることを必要としている企業についての詳細な情報を保有している。他方で財務状態こそ良好なものの投資機会に恵まれずに伸び悩む大企業があって、その間の橋渡しとしての役割を果たすことを通じて便益をもたらすのだという主張である。メインバンク・システムのもとで形成された中間機能の内部で行われることによって、外部との取引では不可避なサーチ・コストを節約することができ、そのことがacquirerにとっての実利につながるということである。

日本は米国に次ぐ世界第2の経済力と資本市場の規模を誇りながら、ことM&Aマーケットの規模に関しては驚くほど小さかったという現実を反映してか、ここに挙げた2つの研

<sup>7</sup> Pettway and Yamada (1986、 p.46) Exhibit 2に示されたアナウンスメントの前日、当日、および翌日の3日分のAARを合計して求めた。3日間のうち、前日のみAARは0.614%と5%水準で有意にプラスであった。

<sup>8</sup> 統計的に有意にゼロとは異なっていなかった。

<sup>9</sup> Pettway and Yamada (1986、 p.50) Exhibit 7より同様に求めた。target企業は前日に5%水準で上昇したものの、当日、翌日は下落し、3日分の累計ではマイナスになっている。



究において他に日本企業のかかわったM&Aをイベント・スタディの手法で分析を行った研究として著名なものはない。このように、従来の日本企業のM&Aについての定量的な評価を行い、統計的な手法を用いた仮説検定を行っている研究は点数においてきわめて少ないという事実、それらから特徴づけられる点として、米国とは異なり日本におけるM&AではtargetのCAARはほとんど発生せず、他方でacquirerは僅かながらプラスのリターンを収めてきたことが挙げられる。

本章の前半で述べたように、企業経営を取り巻く環境の変化やそれを反映した法制度改正を背景に、日本国内におけるM&Aは急増を遂げており、このことはそれだけ企業経営におけるM&Aの重要性が高まっているからに他ならない。そればかりでなく、先駆的な事例の多くに資本市場からの支持を集めるものが続いたこと、M&Aの活用によって実現できた事業再構築や既存事業の強化の成果が早くも現れかのごとく、M&Aにかかわった企業が相次いで著しい業績の向上あるいは改善を収めたことが背景にあって、一過性のブームに終始することなく5年以上にわたって件数においても規模においても過去最高を更新し続けるほどに経営者をひきつけている。数知れぬほどの実務書が刊行され、また数知れぬほどの専門家が生み出された一方で、アカデミックな観点からM&Aを研究したものは決定的に不足している。こうした中で本研究はM&Aに対する株式市場の反応を観察することによって、とりわけ1990年代後半までの日本企業のM&Aと、それ以降現在に至るそれらとの間でいかなる変化が生じているのか、あるいはいないのか、生じているとすればそれはどのような原因によってもたらされているのかを、最新のデータによって最新の事実を忠実に測定し評価することを第一の目的におくことにした。

本研究は第 章ではサンプルについての概説と、本研究がとったイベント・スタディの手法について、どのような理由からこの手法を選択したことが適切であるかを述べた。第 章においては、ファクト・ファインディングを通じて新たに浮かび上がった問題を挙げ、その説明要因に関する仮説を提示し、第 章では第 章において提示した仮説にしたがい細分化されたサンプル間で計測されたCAARの比較を通じてその検証を行った。第 章では、取引規模の埋没してしまうAARやCAARによる分析に代わって、実額のリターンによるシナジスティック・ゲインとその分配の分析を行った。

## ．サンプルおよび検証手法

### 1．サンプル

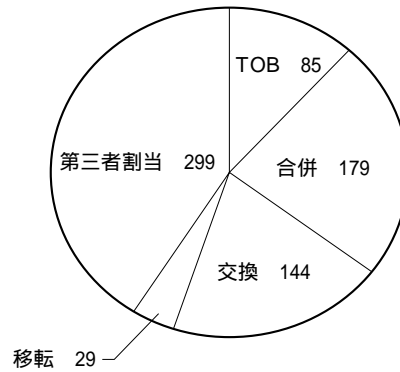
本研究が分析の対象としたM&Aは発表日ベースで1977年初から2004年末までにその実施がアナウンスメントされた取引である。開始期間を1977年とした理由は、それよりもさらにさかのぼってしまうと、たとえば1975年および1978年に実施された全国証券取引所によって行われた上場廃止規準の強化を見越して多数行われた上場廃止回避のための小規模な合併、あるいは株式額面を50円に変更したいがために商法改正前に設立登記されて休眠状態になっている企業を形式的に合併する事例、さらに戦後の過度経済力集中排除法のもとで解体された企業の再合同などが多数含まれており、これらはM&Aの経営戦略上における評価や経済的効果の分析をしようという本研究の目的に対して著しく適切性に欠ける。1977年の時点において上場廃止基準の強化による影響はすでにタイム・リミットを迎えており、対象とされた企業は、他社に吸収合併されるか、増資を引き受けてもらうか、あるいは上場を断念して店頭管理銘柄への移行を受け容れるか、といういずれかの選択を済ませていた。額面変更のための形式合併についても1977年11月に行われたのを最後に、それ以降は1件の事例もない<sup>10</sup>。

本研究はM&Aによって新たにもたらされる価値が、acquirerとtargetとの間でどのように分配されるかという問題を分析の対象としているために、いずれかの株式の取引相場が存在しない場合に、それらをサンプルに含めることをしなかった。したがって、図1のグラフに示されたあらゆるM&Aを網羅した件数の推移と比べると、その対象はきわめて少ない。target、acquirerのいずれもが株式を上場している企業という条件に加え、さらに第三者割当増資にかんしては脚注に記した条件<sup>11</sup>を満たすM&A的色彩の特に強いもののみに限定した結果、1977年1月から2004年12月までに実施することがアナウンスされたM&Aは731件となり、その内訳は合併176件、株式交換142件、株式移転29件、株式公開買付85件、第三者割当増資299件となった。取引形態別の分布は図2に、年別の件数の推移は図3に示した。

<sup>10</sup> IPOを行う以前に額面変更の必要がある企業は形式合併を済ませてしまって、上場、公開後にこのような取引を行う企業はまったくなくなった。

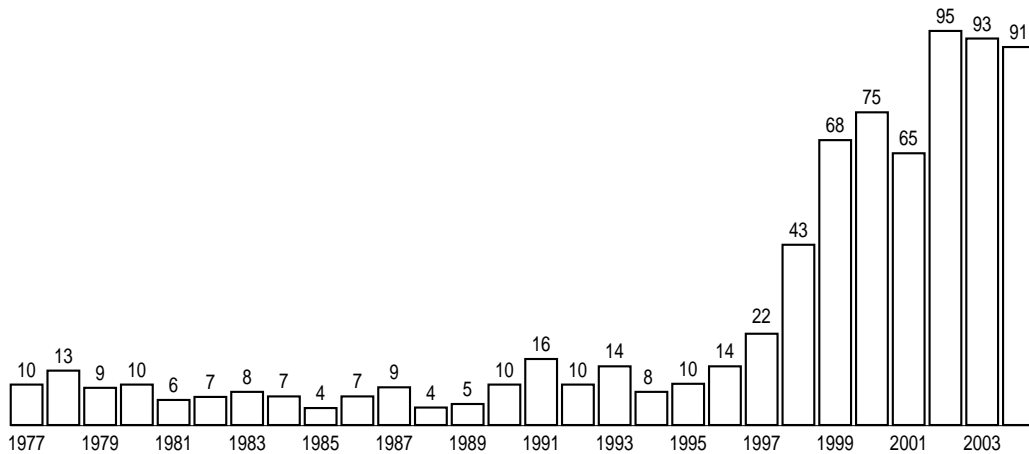
<sup>11</sup> 1977年1月から2004年までに実施が公表され実行された第三者割当増資は1、558件に上る。この中には、公募増資の代替手段として純粋に資金調達目的で多数の個人、法人が引受人に名を連ねていたケース、取引銀行や取引先企業が債務の放棄の見返りに相当額の株券の交付を行ったケース（いわゆるデット・エクイティ・スワップもこの中に含まれる）、議決権がなかったり制限された株式の割当によるもの、などが含まれている。これらの取引にかかわった引受人には近い将来の発行企業に対する資本的な支配を企図するものはほとんどいないと見て間違いはない。したがって、本研究では引受人が上場会社であり、かつ複数の企業や個人と共同ではなくその企業のみが独占的に新たに発行される発行企業の普通株式の引受を行う場合に限定して、これを「M&A的な性格」が色濃い第三者割当増資として識別し、分析の対象とすることにした。

図2 取引形態別件数の分布



176件の合併には176社のacquirerと185社のtargetが、142件の株式交換には142社のacquirerと171社のtargetが、29件の株式移転<sup>12</sup>には29社のacquirerと35社のtargetが、85件の株式公開買付は89社のacquirerと88社のtargetが、第三者割当増資は本研究におけるサンプル選択規準により実施件数と同数の299社ずつのacquirerとtargetとが、それぞれ取引に関係している。これらすべての合計であるのべ1,511社をイベント・スタディによる分析の対象として選んだ。

図3 分析対象となった取引件数の年別推移



図中の数値は暦年ごとに発表日をベースに集計した件数である。合併および第三者割当増資のみが1977

これらの取引を特定化するに当たっては『旬刊商事法務』臨時増刊号として1978年から2000年までの23年間にわたって6月末に刊行されていた“増資白書”に記載されたすべての取引をもとに、企業名と第三者割当増資については取締役会の決議日を転記した。合併、株式交換、株式移転、株式公開買付については、増資白書には記載されていないため、

<sup>12</sup> 株式移転取引には、他の取引のように法律上の存続会社および消滅会社は存在せずに、年から2004年を通じて実施されている。株式公開買付は1991年、株式交換、株式移転は1999年以降から新たに実施されるようになった。

1990年以降に行われたものについては各社が提出した臨時報告書を参照して取締役会の決議日を調査した。合併についてはほとんどの事例において臨時報告書が提出されていたので問題はなかったが、株式公開買付にかんしては提出されていないか、保存されていないかのいずれかで、ほとんど特定化することはできなかった。したがって臨時報告書の代わりに、日本経済新聞の縮刷版より公開買付の公告を探してすべてを特定化した。東京証券取引所上場企業は1998年後半から、それ以外の証券取引所に上場または日本証券業協会に店頭上場していた企業は2000年後半から、それぞれの証券取引所が定める適時開示情報ルール<sup>13</sup>にしたがって提出された、合併等の基本合意が取締役会で決議を得た旨を記した文書（以降、これを適時開示文書と呼ぶ）の副本を参照し、決議日の特定を図った。1999年以降に公表され実施されるようになった株式交換、株式移転については、導入当初の数件を除いてすべての取引についてこの文書が保管され縦覧可能になっている。

“増資白書”が廃刊になって以降の取引については、日本経済新聞の記事データベース・サービスである『日経テレコン21』を利用して、上に掲げたM&Aの5つの取引形態について実施されたすべての事例について、公表日等の情報を取得した。臨時報告書や適時開示文書によって特定することができなかった取引に関する情報についても、この『日経テレコン』を利用してtargetおよびacquirer双方が基本合意に至った日付を調査した。

分析対象となった延べ1515社の日次株価データは『日経NEEDS-FinacialQUEST』より、株式分割および併合に関する権利調整を行い、配当調整は行っていないものを取得し利用した。マーケット・ポートフォリオの代理変数として用いるTOPIX指数についても『日経NEEDS-FinacialQUEST』より取得し、個別企業の属性や決算数値については日本政策投資銀行設備投資研究所の『企業財務データ』より取得した。M&Aに関係したacquirerとtargetとの間に資本関係があったかどうかを調べるに当たっては、適時開示文書、臨時報告書、ならびに有価証券報告書を参照して必要な情報を転記した。

## 2. 採用した検証手法

延べ1,515社のM&A取引のアナウンスメントに対する株価の反応を測定するためには、シングル・ファクター・マーケット・モデルによるイベント・スタディを利用することとした。手順そのものはBrown and Warner (1985) に示された現在では標準的な手法にしたがい、正常収益率 (predicted return) の推定のための期間をアナウンスメント日の120日前から60日前までの61日間とし、サンプル企業の株式リターンをTOPIX指数のリターンに単純回帰させて $\hat{a}_i$ および $\hat{b}_i$ を求めている。市場性に乏しいがために売買が成立せずに推定期間中に欠損値が発生しているケースがとりわけ店頭登録企業や地方単独上場企業などに顕

<sup>13</sup> 証券取引所および日本証券業協会が統一して用いる呼称で、有価証券の投資判断に重要な影響を与える会社の業務、運営または業績等に関する情報を証券取引所および日本証券業協会が一元管理を行い、すみやかな周知徹底を図る自主規制措置のこと。

著に見られるが、取引不成立日があればその前後の取引日の終値の中間値をもってそれを補うこととした<sup>14</sup>。このような処理を多用することは株式リターンのランダムネスを損なわせることにつながるので、取引不成立日が2以上連続した場合は控えることとした。推定が困難なほどに欠損値が生じている場合や観測期間における株価データの取得そのものが不可能であった場合は  $a_i=0$  ならびに  $b_i=1$  として計算することとした<sup>15</sup>。

イベント期間はアナウンスメント日の30日前から30日後までの61日間として以下のように、 $\hat{a}_i$ ,  $\hat{b}_i$  ならびに TOPIX リターンの実現値からなる正常収益率を企業  $i$  のリターンの実現値から差し引いた回帰残差 (prediction error) を求め、これを異常収益率とした。

$$AR_i = R_{i,t} - \hat{a}_i - \hat{b}_i R_{m,t} \quad (1)$$

個別企業  $i$  について求められた異常収益率は各日について、サンプル間で横断的に集計し、以下のように平均値を求めてこれを平均異常収益率 (AAR: average abnormal return) と呼ぶ。

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=-30}^N AR_{i,t} \quad (2)$$

求められた平均異常収益率について、 $H_0: AAR_t = 0$  を検定するために  $t$  検定を行う。加えて AAR が時系列にしたがってどのように推移したのかを把握するために、AAR をイベント期間中に以下のように日々累積し図示することによって理解を深める。

$$CAAR = \sum_{t=-30}^{+30} AAR_t \quad (3)$$

本研究では (3) をグラフに描くことによって、株価の反応がどの程度の大きさで、どのようなタイミングで現れ、事後的にどのように推移していくのかを目で見て考察する。さらにいくつかの仮説を検定するために、サブサンプル間での CAAR の違いを比較するが、この時の累積期間はアナウンスメントの前日、当日、ならびに翌日の3日間のみとする。その理由は、第4章において検証結果を示すが、この3日間を除くと大半の証券取引日に

<sup>14</sup> 日本では JASDAQ 市場に上場する一部のマーケット・メイキング銘柄を除いて、価格帯によって一定の水準を超える騰落を制限する値幅制限制度が存在し、売買注文数の不均衡の程度が大きければ、売買そのものが不成立になることがしばしばある。こうした問題への対処という観点からも、このような取引不成立日のデータを線形補間することの必要性は高い。

<sup>15</sup> その妥当性については Brown and Warner (1985) を参照。

<sup>16</sup>  $AR_i$  は異常収益率 (原語の abnormal return の頭文字をとってこのように表記した)  $R_{i,t}$  は日付  $t$  における企業  $i$  の株式リターンで、前日の株価終値に対する変化率として以下のように定義したものである。

$$R_{i,t} = (P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1$$

同様  $R_{m,t}$  にマーケット・ポートフォリオのリターンと定義し、TOPIX 指数の前日比変化率をこれに当てた。

においてAARは統計的に有意ではなく<sup>17</sup>、いたずらに累積期間を延ばしても分析結果をノイズにするだけであると考えられるからだ。3日間の累積をとる理由は、本研究ではM&Aの意思決定を知らせる文書が作成された日付、すなわち取締役会における決議があったことを外部に公開する文書に付された日付をもってアナウンスメント日とすることにしたが、このニュースが事前に報道される可能性を排除することはできない。会社側からの正式報道の前に速報でスクープ報道が行われることもかつてはしばしばあったことから、このような判断を行った。アナウンスメント日の翌日を含めたのは、日本特有のマーケット・マイクロストラクチャー要因を考慮したためである。米国やカナダにおける実証研究では、前日と当日の2日間の累積値が用いられるケースがほとんどであるが、わが国には値幅制限制度が存在し、本研究が扱うM&Aは株価に対して及ぼすインパクトの大きさにおいて他のコーポレート・イベントを圧倒するものであり、この値幅制限制度の存在によってアナウンスメント日に売買が成立しないといった事態が発生する確率が極めて高い。制限値幅に達してしまってお消化し切れなかった注文は翌営業日以降に持ち越されるわけで、したがって翌日にまでアナウンスメント効果は及ぶと考え、3日間のAARを累積することとした<sup>18</sup>。

### 3. イベント・スタディ採用の背景

本研究がその主要な方法論としてイベント・スタディを選択した理由を述べる。M&Aについての実証研究において、イベント・スタディと代替的な関係にあると考えられるのが、会計指標や生産性指標等のM&Aが実施される事前・事後の長期間にわたる比較である。確かにM&Aに伴う経済的メリットはそれが事業上のシナジーであれ<sup>19</sup>、財務上のシナジーであれ<sup>20</sup>、顕在化するまでには相当の時間を要するものであり、その意味で分析の手法としてはより適切なものであるといえる。しかしながら、時間が経過してから観察される利益指標や財務状態の改善や向上が、果たしてM&Aによってもたらされたものなのか、それ以外の外生的な要因によってより強く説明されるものなのか、われわれは識別の手段を持たない。こうした点から多くの研究者はM&Aに関係した企業と同業で規模的にも類似した企業の集合を探し出して、それをコントロール・グループとして比較を行うという試みを重ねてきた。しかしながら米国においても日本においても、特にM&Aに関係した企業が顕著に

<sup>17</sup> 統計的にAAR(平均異常収益率)はゼロに等しいという意味。

<sup>18</sup> Jarrell and Poulsen (1989) はtargetの2日間CAAR(以降、AARの累積日数によってたとえば2日間なら“2日間CAAR”3日ならば“3日間CAAR”と略記する)が20.00%に上ったと報告したと記した。日本である株式が東証単純平均株価並みのたとえば700円であったとしよう。この価格帯に対応する制限値幅は上下100円なので、たとえば別の企業によって買収されるといったアナウンスメントが行われ、株価が値上がりしたとしても、その当日の取引では800円まで、すなわち約14.3%値上がりしたところで取引は打ち切られてしまう。米国における20%というのは何百件というサンプルの平均であるから、それに及ばないものもあれば、はるかに凌ぐものもあったはずで、日本のように値幅制限制度が存在していたとしたら、その値は相当に影響を受けるはずである。<sup>19</sup> 具体的には規模の経済性に伴う単位コスト削減メリット、独占的競争力の獲得による価格支配力の向上など。

<sup>20</sup> 製品市場におけるビジネス・リスクの分散化の帰結としてもたらされる借入・負債余地の拡大など。

業績を向上させたり改善させたとい報告が現れないまま、1990年代半ば以降、経済ファイナンス系ジャーナルはもとより、経営学・会計系のジャーナルにおいてもこのような手法による研究論文が掲載される機会はほぼなくなってイベント・スタディによる実証研究によってとって代わられた

イベント・スタディによる研究は1980年代から米国やカナダ、英国などでは多数を占めるようになり、わが国におけるM&Aの実証研究においてもPettway and Yamada (1986)などいち早く適用を試みたものもあった。しかしながら、絶対的なサンプル数の不足と、何よりもイベント・スタディによる研究において必ず満たしていなければならない条件である市場の効率性が十分でなかったという理由から、日本企業を対象とした研究はほとんど行われてこなかった。イベント・スタディが要求する市場の効率性とは、いわゆるセミストロング・フォームの意味でその株式市場は効率的であるということで、たとえばM&Aに代表されるような企業価値に重大な影響を及ぼすと考えられる情報が初めて外部に公開される時に、その瞬間において株価はその情報を価格プロセスの中に織り込むという形でプラスなりマイナスなりの反応が示されることになる。「その瞬間において」という部分がとりわけ重要で、たとえばインサイダー取引が野放しであったり、マスコミによるスクープ報道が無秩序に行われている国や地域においては、そのような事前情報に基づく売買がすでに行われてしまい、公式なアナウンスメントの前後における株価の反応を観測しても無意味になってしまう。取引コストや情報伝達にかかるコストが著しく高いために、株価がその情報を価格プロセスに織り込むのに必要以上に時間がかかってしまう場合にも問題がある。インサイダー取引規制や適時情報開示ルールの未整備という問題は、1990年代までの日本に正確に当てはまるものであり、このことがわが国におけるイベント・スタディによる実証研究に対する評価を著しく低いものとしてきた主因となっている。

翻って1990年代後半におけるインターネットというニューメディアの登場は、日本では決定的に立ち遅れていた「情報」の管理に対する考え方を改めさせるよい契機となった。東京証券取引所は上場企業に対して、業績修正や合併買収、増資といった株価に対して重大な影響を及ぼす企業情報を、決定後すみやかに証券取引所に対して開示を行うよう要請し、その上で通信社や新聞社等に公開するルールを立ち上げ、1999年より本格的に稼働させた。それまでは、インサイダー規制や風説の流布等に関する事後的、あるいは罰則を通じた間接的な情報の管理こそあったものの、重要情報の周知においてその手段と結果にばらつきが生じることを排除することはできず、このことが日本の株式市場が持つ情報における効率性を低いものにしたと考えられる。「タイムリー・ディスクロージャー・ルール」の名で知られるこの制度が導入され、情報管理の徹底が保証されたことにより、イベント・スタディによる実証研究を行う上で必要なセミストロング・フォームでの市場の効率性は担保される。たとえM&Aの帰結としてもたらされる経済価値が実現するまでにどれだけの時間がかかると予想されても、アナウンスメントが実施された瞬間に市場は公開され

ている限りの情報を駆使してその効果を完全に予見できる、すなわちM&Aによるシナジーの実現を見ずとも、アナウンスメント直後の株価の反応を考察することによって、必要にして十分なM&Aの効果に関する情報を得ることができると考えられるのである。



## ・フレームワークと仮説設定

### 1. M&A マーケット構造とその効果仮説

本研究では、基本的に世界各国で長年にわたり利用されているコンベンショナルなイベント・スタディの手法を用い、第一には現在起こっている事実の忠実な把握を目指す。1980年代から1990年代までを分析対象としてきた既存研究が見てきた事実やその背景が大きく転換し、M&A関連法制の整備、証券市場改革やインターネットの普及に伴う市場効率性の向上、企業経営のグローバル化、欧米各国のM&Aプロフェッショナルらの新規参入などに象徴されるように、日本のM&Aマーケットは質的に大きな転換を遂げたと考え、既存研究に示されたacquirerのCAARがtargetのそれを上回るとか、targetのCAARがプラスにならないといった日本独特の特性はもはや失われたものとする。

過去の研究ではM&Aの仲介においてメインバンクが果たしてきた役割がとりわけacquirerにとって有益であったと主張するものがあったが、営利動機で行動するメインバンクがacquirerとtargetの利益を同時に代表するダブル・エイジェントであったという事実より、いずれの側に立った方が合理的であるかを考えれば、それは自明であるといえよう。そしてacquirerの利益が米国と比較して顕著に高かったというならば、それはおそらく米国であったならば本来はtargetに提示されるべきプレミアムがacquirerサイドに移転していたことに他なるまい。こうした考えをさらに裏づける状況証拠として挙げられるのが、当時は株式持合いによる強固かつ閉鎖的な企業系列が形成されており、これが敵対的買収を未然に抑止していたという点である。米国ではたとえ競合するbidderが存在していなくとも、潜在的な競争相手の出現をけん制する意味合いからtargetに対して一定のプレミアムを提示するものだといわれているが、このような必要性もなくなる。acquirerがtargetに対してプレミアムを支払っていなかったという事実は村松（1995）も指摘しており、「合併比率の決定はほとんど当事者企業の株価で決められ、それらの間の相関は0.9程度だとされる」と述べている。

第1章においても述べた点なので要点を簡潔に挙げよう。それまでのM&Aマーケットの構造は、メインバンク・システムの有名無実化と株式持合い・融資系列の事実上の崩壊と同時に日本市場に大挙して参入を果たした外資系証券会社、監査法人などが持ち込んだ新しい交渉方法によって大きく変化を遂げた。従来のように1社がM&Aの仲介に建前としての中立的な第三者としてあるいは裁定者として介入するのではなく、とりわけ合併等における株式交換比率の決定交渉においては、acquirer、targetのそれぞれに別の代理人がついてarm's length negotiationが行われるようになった。2000年あたりを境に一部の大型M&A案件を除けば、たとえ親会社による上場子会社の完全子会社化であれ、双方が別々のアドバイザーを雇って株価算定を行い、条件交渉を経て最終的な合意に至るとというのが典型的なやり方として定着した<sup>21</sup>。

<sup>21</sup> 各社が提出する臨時報告書や公開するディスクロージャー文書より明らかである。

このように既存研究がカバーする1990年代半ばまでに実施された非競争的な状況の下で経済的な条件交渉が行われてきたM&Aと、近年のそれらとでは根本的に性格を異にするものであり、もはやacquirerのCAARがtargetのそれを上回るといったことも、targetのCAARがマイナスになるといった日本におけるM&Aの通説として知られる関係が今をもって健在である理由はどこにもないと考え次の仮説を設定する。

仮説1 acquirerとtargetが別々の代理人を立てて株式交換比率の決定交渉を行う例が大半を占めるようになった1999年以降のサンプルについていえば、米国などで確認されてきたようにtargetのCAARは有意にプラスになり、またacquirerのそれを上回る可能性が高い。

この仮説は日本企業のM&Aにおいて経済的にもっとも重要と思われる株式交換比率決定のルール、M&A市場における競争構造などの特性が米国型のそれと何ら変わりのないものへと1999年を境に急転換したことを強く主張するものであり、図3の件数の推移からも明らかのように、1977年から1998年までに実施されたM&Aの総数が246件<sup>22</sup>であるのに対して、1999年から2004年までにはその約2倍にも及び487件がすでに実施されている。本研究は既存研究と同様の手法を踏襲し、単に分析対象の期間を変えただけのものではないかと思われるかも知れないが、この時期でサンプルを二分して明らかとなる246件と487件のサブサンプル間の違いは決定的なものと考え、導き出される結果もその説明要因も根本から異なるもので、その意味ではきわめて重大な研究の意義を持っていながらこれまでには手つかずであった、まったく新しい分析対象を扱ったものである。

## 2. 取引形態とその効果仮説

日本におけるM&Aは1999年までは合併の形態としていわゆる合併、買収の形態として株式公開買付と第三者割当増資との二つの区分しか存在しなかった<sup>23</sup>。第1章で詳しい経緯については説明したが、1999年に施行された改正商法によって新たに株式交換および株式移転が創設された。株式交換はacquirerがtargetの株式を全株取得し、その対価としてacquirer企業の株式をあらかじめ決定された交換比率にしたがいtargetの株主へ割当交付を行うというものである。全株がacquirer株式に交換されてtarget企業は合併におけるtargetとは異なり法人格こそ失わないものの上場企業としての地位は失うため、target企業の少数株主から見れば合併の一形態と見ることができる。一方でこの手続きによって達成されるのは完全子会社化であって合併のように組織の統合までは含まれないため、買収の対価

<sup>22</sup> 既存研究ではカバーしてこなかった第三者割当増資も含めた上でもこの程度にとどまる。

<sup>23</sup> 買収にはこの他に市場における取得が、株式公開買付や株券の大量保有の関する届出制度（いわゆる5パーセントルール）が確立するまでは主要な手段であった。現在においても敵対的に行われる買収の多くは市場買付（いわゆる時間外取引も含む）によって着手されるのが普通で、その後に必要なに応じて株式公開買付にまで至るのか、その時点で買収を要求するなどして退出するののかといった意思決定が行われる。

を現金で支払う代わりに株式の交付を行っただけという見方もでき、この時acquirerの立場から見れば買収の一形態と見ることができる。株式移転は純粹持株会社を新規に設立して、それまで株式を上場して不特定多数の株主を持っていた会社が新会社の完全子会社になるという取引形態であり法律的には株式交換と同一概念である。従来の株主に対しては決定された株式交換比率にしたがって、新たに設立された純粹持株会社の株券の交付をするというものである。

制度の創設から今日に至るまでの利用状況から判断すると、株式交換は親会社が連結企業集団内に擁するその株式を部分保有している子会社、関連会社を100%保有の完全子会社にするための手段として主に利用され、一方の株式移転は同程度の規模の企業同士が共同で純粹持株会社を設立して、それぞれがその完全子会社となって実質的には経営統合が行われるような場合にしばしば利用されている。前者は、ソニーによるソニー・ケミカル、ソニー・プレジジョン・テクノロジー、ソニー・ミュージック・アンド・エンターテインメントの、あるいは松下電器産業による松下通信工業、松下寿電子、九州松下電器の完全子会社化などが代表例として挙げられる。後者は、日本興業銀行、第一勧業銀行、富士銀行によるみずほフィナンシャル・グループ、あるいは川崎製鉄と日本鋼管によるJFEホールディングスの設立などが代表例である。

本研究の分析対象となるM&Aの内訳を見ると合併が176件、新たに創設された株式交換が144件、株式移転が29件という分布になっている。これら3つの取引形態別にサンプル平均を比較すれば、統計的に有意な差も確認できるであろうし、CAARのグラフも相当に異なる形状が示される可能性が高いと思われる。しかしながらこれら3者を手続きの進め方で比較しても、株式の交付を伴うという類似点からすると経済的には本質的な相違はない。したがってこれらの並存する3つの手続きの間の違いを検証するという事は、取引形態そのものの違いではなく、それぞれに異なる手続きのうちのひとつが選ばれる理由の違いによるものと考えられる。たとえば合併や株式移転となると、acquirerがtargetをあたかも投資の一環として買うという意識はほとんど持たれないであろう。「対等合併」ということばがあるが、お互いが対等の立場で持分をプールし合って新会社を設立するのが株式移転である。形式的にはいずれかが法人格は残すものの「対等の精神で」経営組織を統合させていくのが旧来の合併に当てはまる。それらに対して株式交換の場合はacquirer企業がtarget企業の株式を取得するという意識がより前面に出される。加えるならば株式公開買付や第三者割当増資の場合は、対価として現金が支払われるために、株式交換の時よりもさらに経済性に敏感になっているはずである<sup>24</sup>。すなわち次の仮説につながる。

---

<sup>24</sup> その理由として、現金による支払の場合フリー・キャッシュフローがもたらす経営者裁量を狭めると考えられるから、経営者は自らの裁量の減少を最小にとどめようと、株式による支払の場合にはしない努力をするはずであると考えられる。

仮説2 targetのCAARは株式公開買付および第三者割当増資の時の方が株式交換の時よりも高く、株式交換の時よりも株式移転および合併の時の方が低くなる。

この仮説はacquirerがtargetの株価水準をどれだけ意識するかは、そのM&Aの動機、すなわち組織の統合という目的が短期的な経済性よりも強く優先されるのか、それとも採算を意識した合理的な判断の一環としてM&Aが行われるのかによって異なると考えた。このような目的の違いによって選択される取引の形態は異なると考え、取引形態別のCAARを比較することによって、この仮説を検証することができると考えた。仮説で掲げたCAARの大小関係はアナウンスメント日前後、すなわち前日と当日、および翌日の3日間の累積値を指す。採算よりも統合が優先されると思われる合併や株式移転の場合、アナウンスメントの前の段階からプラスのCAARが発生してしまっており、結果的にアナウンスメント日前後のリターンは小さくなると考えこのような表現にした。これらとは対照的に、株式公開買付や第三者割当増資といった自らの意思決定が相場を動かしてしまっておりそれが不利益につながると考えるならば、経営者は自らの責任において情報の管理を厳格に行うはずで、事前にCAARが発生していなければ、それだけアナウンスメント日前後により高いCAARが観測されるはずである。

### 3. 出資関係とその効果仮説

最後に近年急増しているいわゆる親子合併に関する考察を行う。日本企業のとりわけ上場企業間のM&Aが急増を促した要因として株式交換制度の創設が挙げられるが、これは無論親子会社間の経営統合を促進するばかりのために導入されたものではないが、現実には1999年から2004年までに実施が公表された上場企業間の株式交換142件の8割以上が親会社による上場子会社・関係会社の完全子会社に利用されている。親会社が子会社の株式を公開させたり、部分買収によって獲得した子会社・関係会社の、これまでは株式上場を維持してきたものが、(1)時間の経過とともに子会社の事業のグループ内における戦略的重要度が著しく高まった、(2)親会社や他の子会社・関連会社との事業との重複による非効率が深刻化した、(3)企業会計制度の連結重視への転換や連結範囲の拡大によって外部株主に株式を保有させるメリットがなくなった、(4)導入された連結納税制度では原則100%子会社が連結納税の対象とされることとなったなどという理由<sup>25</sup>からもはやそのメリットは失われたとして、再びあるいは新たに100%保有子会社に切り替えようとする企業によって利用されている。

そうはいうものの、子会社を上場させていたからといってその持株比率のいかんによっ

<sup>25</sup> これらの分類は、各社が提出したディスクロージャー文書、臨時報告書に記載された株式交換に至る経緯をもとに行った。

ては株主権を通じたコントロールを行うことは可能なわけで、発行済株式総数の過半数を保有していれば一般決議事項のすべてを自由にすることができるはずで、さらに3分の2超を保有する株主であれば、それが自らの利益になると判断すれば、たとえ他の株主が反対したとしても<sup>26</sup>、子会社の併合、営業権の譲渡、あるいは解散までを強行することができる。とはいえ、株主権を背景に少数株主の権利が不当に侵害されてしまう可能性が排除できない時、商法の上位法のもとで追及されるであろう責任を考慮して、そうした行為に対しては一定の抑制が働く。子会社株式の発行済株式総数の3分の2超を保有する企業が、かくも多大な費用や時間をかけて残り3分の1の取得に汲々とする理由はこうしたところにある。

議決権株式の過半数いや3分の2超を保有する場合であってもなお、100%保有を目指してさらに合併や株式交換を行おうとする動機は理解できた。その一方でこのような親子会社間のM&Aのケースにおいて新たに生み出される価値とはいかなるものか、そしてそれが親会社と子会社との間<sup>27</sup>でどのように分配されるのか、資本関係のない企業同士で行われるM&Aと比べるとどのように異なるのかといった疑問が浮かび上がる。このような発行済株式総数の過半数を保有する子会社に対するM&Aを分析対象としてイベント・スタディの手法を用いてacquirerとなった親会社とtargetとなった子会社とのCAARを比較した研究にSlovin and Sushka (1998)があり、米国では分析対象となった105の子会社の2日間CAARは18.53%で、彼らが引用するJensen and Ruback (1983)による一般的なM&AにおけるtargetのCAARである13.40%を大きく上回っていた事実が発見できたと述べられている。さらに親会社のCAARも統計的に有意に2.13%であったとして、親子会社間のM&Aでは、資本関係のない企業間で行われるそれよりも大きな価値がもたらされると強調されている。

Slovin and Sushka (1998)はM&Aの事後に完全子会社化されたtarget企業の実に70%もが多かれ少なかれ解体されて、親会社の事業の拡張や親会社の中核事業の代替のために利用されていたことを明らかにした。資本関係のない企業間で行われるM&Aでは、target企業役職員に対する配慮などの理由から、米国においてもこのような抜本的な事業の再構築を行うには多大な費用と時間を要すると述べられている。従来から親会社・子会社の関係の下で人的交流や取引上の関係などが確立している親子合併の方が、リストラクチャリングに着手するに当たって必要となるサーチ・コストの面でも、人事組織の統合にかかる時間を含むあらゆる有形無形のコストの面でも有利であって、そうした関係が合併の利益をより大きくしているということである。

日本においても同様の動機と期待から子会社・関係会社に対する株式交換を通じた100%

<sup>26</sup> 日本では少数株主に対する拒否権は与えられていないため、商法上で議決権に優越する権限は存在しない。

<sup>27</sup> より厳密にいえば、親会社株主と、子会社株主のうち親会社を除いたいわゆる少数株主との間という意味である。

子会社化が選ばれていると考え次の仮説を設定する。

仮説3 従来から出資関係のある企業間で行われるM&Aの方が、統合に伴うシナジー効果が大きくなると考えられ、acquirerのCAARもtargetのCAARもグループ外で行われるM&Aよりも高くなる。

「襷がけ人事」といった用語に象徴されるように、日本でも合併後のマネジメントの難しさは共通の課題であり、親子会社間での経営統合であれば、そうした軋轢も相当程度軽減され、そのことが株式市場の反応にも現れると考えて不思議はない。Slovin and Sushka (1998) は親子合併のみを分析対象とした結果を示し、時代も正確には一致しない先行研究の結果との比較を行うにとどまっているが、日本では同時期に資本関係のある企業間のM&Aとそうでない企業間のM&Aが、統計的な分析を行うにも十分な程度に多く実施されている。日本の企業経営組織上の大きな特色でもある親子上場の問題やその延長線上にある親子合併の問題に関する現状把握の一助としても、この仮説の検証結果は多くの人々の関心をひくものとなるはずである。

## ・ 検証結果

### 1 . M&A マーケット構造効果仮説の検証結果

前章において掲げた仮説にしたがい、サンプル全体を acquirer と target に分けた上でさらに M&A の実施がアナウンスされた時期の違いにしたがって細分化した。第 1 章で高度成長経済以降における日本企業の M&A に関する概説と、これに関連する主要な既存研究を挙げており繰り返しにはなるが、日本企業の上場企業間の M&A における stylized fact として、(1) acquirer のリターン<sup>28</sup>が有意にプラスであり、とりわけ acquirer と target とが共通のメインバンクを持つ時に acquirer のリターンはさらに高くなる、(2) 米国等において見られる target 側に顕著に現れるプラスのリターンは日本では見られず、むしろ acquirer のそれをも下回る、という二点が少なくとも 1990 年代まではよく知られていた。

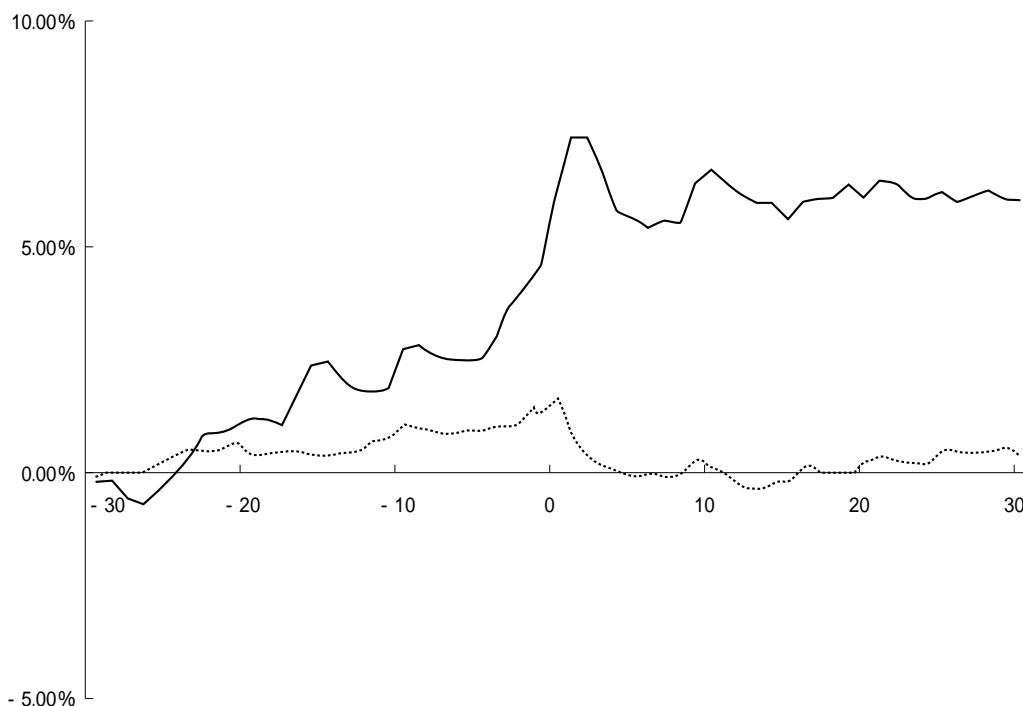
本研究における主張は、(1) 1990 年代後半に起こった金融機関の大再編によってメインバンクを中心とする閉鎖的な中間機能は事実上崩壊し、メインバンクの情報伝達機能や低コストによる M&A 仲介などの特性も有名無実化した、(2) 敵対的買収事例が急増した、(3) 外資系証券会社や監査法人の新規参入、ならびに彼らが持ち込んだ、たとえ親子企業間の M&A であっても双方が別々の代理人を立てて、交換比率についての arm's length negotiation を行う、といったやり方が浸透した、(4) 先駆的な事例の中に経営革新の成功と M&A の実施との因果関係を強く感じさせるものが相次いだ、などの点より、もはや日本の M&A マーケットは構造的な変革を遂げたということに他ならない。Pettway and Yamada (1986)、Kang et al. (2001) らが示し、数多くの経済・経営学者たちが好んで引用したアナウンスメント前後の acquirer の CAAR の、あるいは acquirer の CAAR と target のそれとの間に存在していた非直観的な関係は、もはや過去のものであるということである。

さっそく比較のために、2 つの期間にサンプルを分けて集計した CAAR のグラフを見てみよう。はじめに図 4 を見ると、既存研究における主張とは対照的な結果が収められた。1977 年から 1998 年までに実施された M&A においても「世界の常識」にたがわずに acquirer のリターンはプラスともマイナスともいえない動きを示している。その反面 target のリターンは顕著に高く、アナウンスメント日当日の AAR は 1.57% で 1% 水準で有意である点に加え、全体の 63.64% のサンプルがプラスの AAR を収めていたことが表 1 よりわかる。Pettway and Yamada (1986) と対照的な結果がもたらされた理由は、そのサンプルの選択規準の違いによるものである。本研究では M&A の定義を既存研究よりも広げて、株式公開買付および第三者割当増資のうち特に M&A 的な色彩の強いものを加えている。Pettway and Yamada (1986) に限らず、既存研究の多くは合併のみを分析の対象としているが、それら

<sup>28</sup> 連言を避けるために CAAR と同じ意味で「リターン」ということばを適宜用いる。

のいわゆる部分買収のサンプルを除外する合理的な理由はないはずで、米国等におけるM&A研究のほとんどが合併よりも買収に重点を置いてサンプルの選択を行っている。本研究もそれにしたがったわけであるが、部分買収のサンプルが加わると、どうしてこのような結果がもたらされるのかについては、次のサブセクションにおいて詳しく述べることとして、期間別のCAARの違いについての考察を続けよう。

図4 1977年から1998年までのM&AにおけるCARR



図中の実線で描かれたCAARはtarget企業の、破線で描かれたCAARはacquirer企業のものである。これ以降も特に断りがない限り、実線はtarget企業、破線はacquirer企業のCAARをそれぞれ示すこととする。それぞれアナウンスメント日の120営業日前から60営業日前までの期間にシングル・ファクター・マーケット・モデルによる正常リターンの推定を行って、そのpredicted valueをもとに図に示された期間についてprediction errorを求め、それを日々累積したものをCAARと呼んでグラフ化した。以下の分析のすべてについて、この手法を用いた。

参考までに既存研究と同様に、サンプルを合併のみに絞ってCAARを求めた結果を示したのが図5である。acquirerのリターンがアナウンスメントとともに急落している様子は図4に示されたものと大きくは変わらない。なおPettway and Yamada (1986)、Kang et al. (2001)、Sheard (1989)らの主張するように、acquirerのCAARがプラスになっていたのは、1977年から1980年代までのとりわけメインバンク・システムが健全に運営されていた当時に限定していえることであつたようで、確かに1977年から1989年までのところでさらにサンプルを二分すると図6のように、target企業の株価はアナウンスメント日の直後に急落して、そのリターンはマーケットを下回るように急転換してしまうのとは対照的に、acquirer企業の株価は観測期間中ほぼ一貫して堅調な推移を見せており、彼らの主張と矛盾のない関係が確認できる。表2は図5のグラフに対応したものである。acquirerのAARは



アナウンスメントの翌日に1%有意で、翌々日にも5%有意で下落し、マーケットをアンダーパフォームするに至っている。targetはアナウンスメントの当日に10%水準で有意にプラスの反応を示しているが、翌日にはacquirerと同じく下落に転じている。

表1 1977年から1998年までのM&AにおけるAAR

Day	Acquiring firms				Target firms			
	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s
-30	-0.11%	-0.11%	-0.619	47.21%	-0.17%	-0.17%	-0.450	46.94%
-20	-0.28%	0.37%	-1.865 *	41.71%	0.21%	1.24%	0.676	50.33%
-10	0.32%	1.03%	1.784 *	51.27%	0.88%	2.76%	2.617 ***	50.64%
-9	-0.08%	0.95%	-0.524	51.79%	0.09%	2.85%	0.305	49.69%
-8	-0.03%	0.92%	-0.172	48.97%	-0.22%	2.63%	-0.655	48.13%
-7	-0.11%	0.81%	-0.691	43.59%	-0.09%	2.54%	-0.272	48.13%
-6	0.09%	0.90%	0.463	46.46%	-0.05%	2.49%	-0.172	49.69%
-5	0.01%	0.91%	0.049	47.50%	0.05%	2.54%	0.212	49.38%
-4	0.08%	0.99%	0.557	49.75%	0.50%	3.04%	1.716 *	52.53%
-3	-0.02%	0.97%	-0.133	43.72%	0.73%	3.78%	2.345 **	53.13%
-2	0.25%	1.22%	1.430	50.00%	0.36%	4.13%	1.054	57.41%
-1	0.10%	1.32%	0.667	47.98%	0.49%	4.62%	1.646	55.49%
AD	0.28%	1.60%	1.264	49.00%	1.57%	6.19%	3.363 ***	63.64%
1	-0.94%	0.66%	-3.387 ***	38.00%	1.18%	7.37%	1.337	60.76%
2	-0.45%	0.21%	-2.041 **	45.00%	0.04%	7.41%	0.055	41.51%
3	-0.14%	0.07%	-0.774	48.50%	-0.76%	6.65%	-1.759	38.27%
4	-0.18%	-0.11%	-1.134	45.73%	-0.88%	5.77%	-2.734 ***	38.24%
5	-0.03%	-0.14%	-0.167	45.73%	-0.13%	5.64%	-0.336	43.79%
6	0.07%	-0.07%	0.426	48.26%	-0.20%	5.44%	-0.601	39.88%
7	-0.09%	-0.16%	-0.579	48.24%	0.14%	5.58%	0.485	47.31%
8	0.04%	-0.11%	0.292	48.74%	-0.08%	5.51%	-0.272	48.50%
9	0.36%	0.24%	2.298 **	51.52%	0.88%	6.39%	2.162 **	48.21%
10	-0.20%	0.04%	-1.282	47.24%	0.30%	6.69%	1.179	48.48%
20	0.29%	0.21%	1.677 *	52.28%	-0.29%	6.07%	-1.140	47.88%
30	-0.23%	0.23%	-1.545	45.50%	-0.03%	6.03%	-0.125	48.10%

図5 1977年から1998年までに実施された合併のみのサンプルを対象としたCAAR

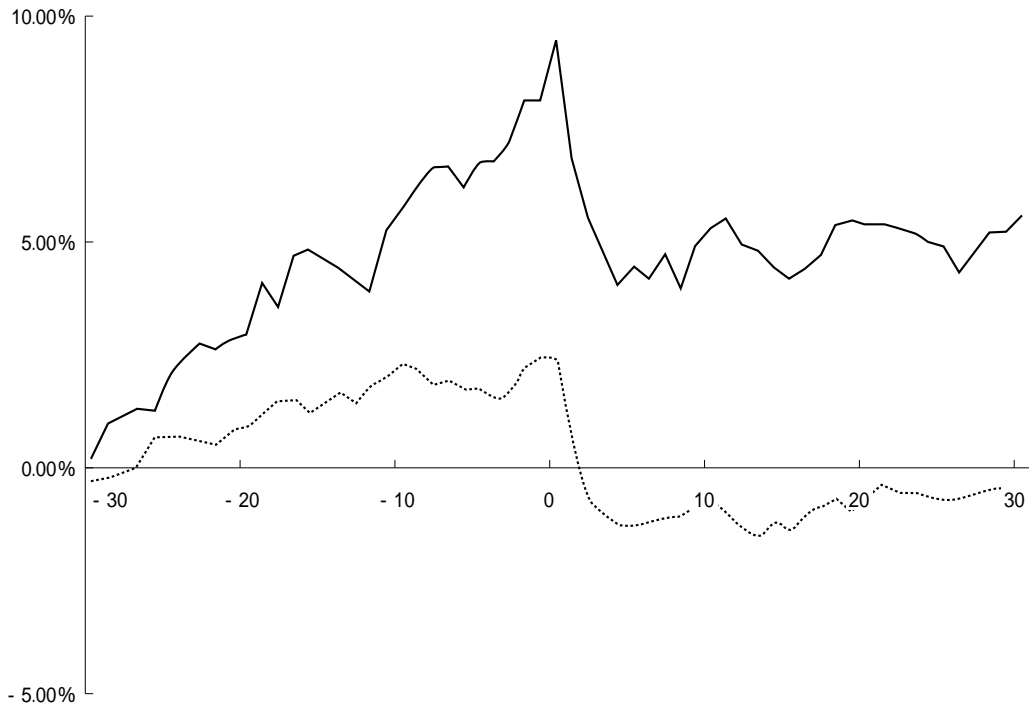
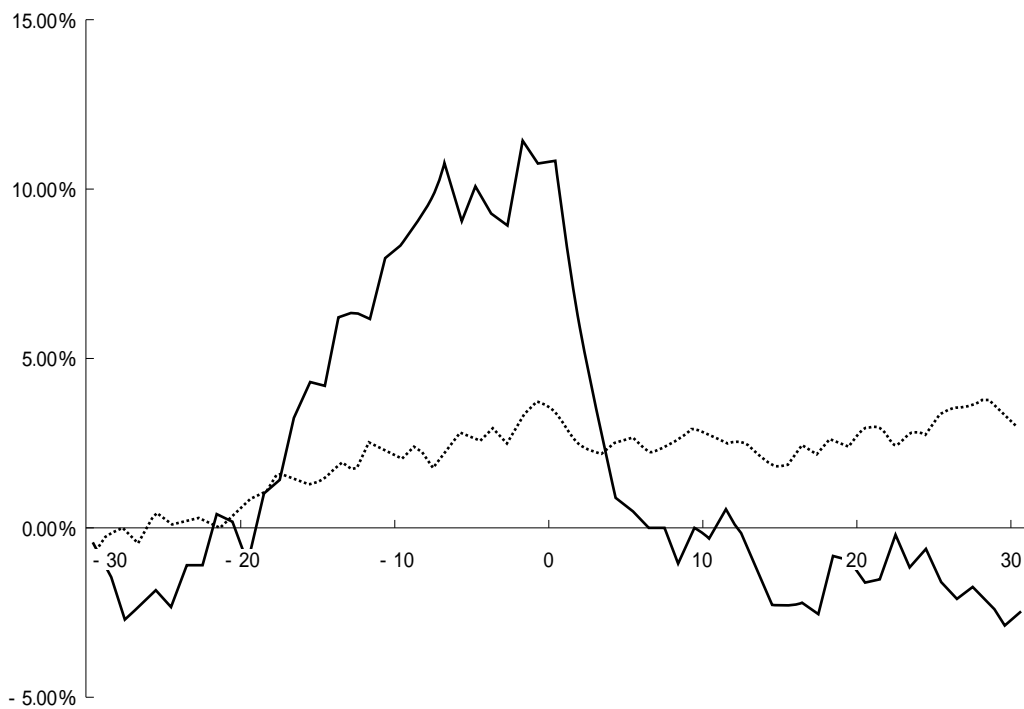


表2 1977年から1998年までに実施されたM&AにおけるAAR

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AAR	0.00%	-0.22%	0.11%	0.57%	0.21%	-0.03%	-2.01%	-1.11%	-0.25%	-0.27%	0.02%
CAAR	1.73%	1.51%	1.62%	2.18%	2.40%	2.37%	0.36%	-0.75%	-1.00%	-1.27%	-1.25%
t-statistic	0.014	-0.874	0.423	2.147	0.799	-0.077	-3.371	-2.293	-0.714	-0.935	0.060
% of +s	46.15%	46.84%	41.56%	53.95%	50.00%	48.72%	33.33%	41.03%	45.45%	42.11%	46.05%
AAR	0.56%	0.03%	0.39%	0.98%	0.00%	1.35%	-2.69%	-1.30%	-0.73%	-0.78%	0.42%
CAAR	6.76%	6.80%	7.19%	8.17%	8.17%	9.52%	6.83%	5.54%	4.81%	4.03%	4.46%
t-statistic	1.707	0.076	0.823	1.885	0.000	1.854	-1.693	-1.175	-1.044	-1.380	0.755
% of +s	60.71%	50.91%	49.12%	61.67%	50.85%	73.33%	51.72%	40.00%	40.63%	42.42%	49.21%

上段はacquirer97社、下段はtarget101社についての分析結果である。3日間のCAARはacquirerが-1.82%、targetは1.34%といずれもマイナスであった。

図6 1977年から1989年までに実施された合併のみのサンプルを対象としたCAAR

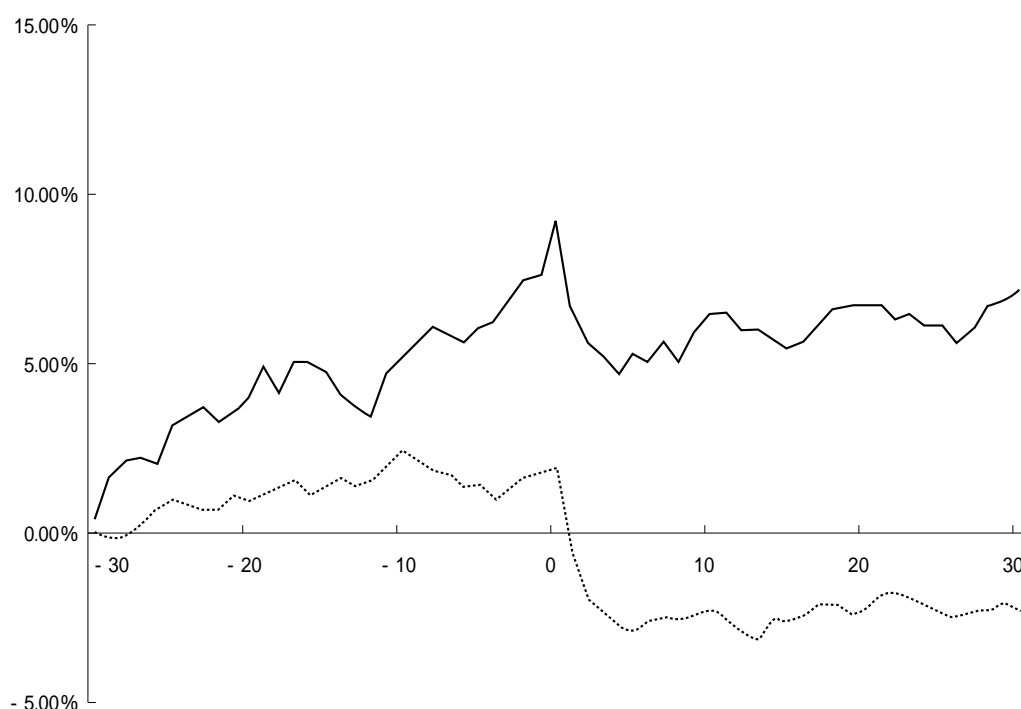


この期間中のサンプル企業はacquirerが30社でtargetは33社であった。それぞれのAARはアナウンスメントの前後3日間のいずれにおいても統計的には有意にゼロとは異なっていなかった。

メインバンクの経営状態が良好であった時代においては確かに彼らの主張するような関係があったのかも知れないが、Yeh and Hoshino (2002) はバブル経済の崩壊とともに訪れた实体经济の停滞あるいは総需要の縮小は、それまでとは異なる動機のもとでのM&Aを多く生み出し、メインバンク・システムおよびその影響下で形成されたKeiretsuがその担い手として関与する場合にさらにパフォーマンスを悪化させる可能性がある」と指摘した。Yeh and Hoshino (2002) は1994年までのM&Aだけを分析の対象としてそうした可能性について言及していたが、さらに1998年まで対象期間を広げるとacquirerに対するネガティブな

反応はより鮮明に現れる。「奉加帳を回す」といったことばが盛んに聞かれたのもこの当時のことで、バブル経済崩壊にともなう経済の停滞によって経営危機に陥った企業の救済を目的としたM&Aが、とりわけ企業系列内でメインバンクの周旋によって行われたがケースが多数を占めていたものと想像できる。図7におけるacquirerのCAARの急激な落ち込みは、救済という名のお荷物を背負わされるであろうことが嫌気されたことの現れといえよう。

図7 1990年から1998年までに実施された合併のみのサンプルを対象としたCAAR



この期間中のサンプル企業はacquirerが67社でtargetは68社であった。acquirerのAARはアナウンスメントの翌日に1%有意に2.60%ポイント、翌々日にも1%有意で1.44%ポイントそれぞれ下落していた。一方targetのAARはアナウンスメントの当日に10%有意水準で1.60%ポイントの上昇が記録されていた。

翻って図8より1999年から2004年までに実施されたM&AのCAARを見ると、明らかにそれまでの関係とは対照的にtarget企業の株主に対して相当なプレミアムが支払われるようになったことが明瞭に理解できる。表3よりtargetのAARはアナウンスメントの前後3日間でいずれも1%水準で有意にプラスであり、CAARを見ても翌日の12.05%をピークに多少の下落はあるものの30日後においても8.53%という高い水準を維持している。さらに新しい発見として強調しておきたい点が、acquirerのアナウンスメント当日のリターンがPettway and Yamada (1986) やKang et al. (2001) よりもさらに踏み込んで1%有意水準で統計的にもプラスになっていることである。

図8 1999年から2004年までのM&AにおけるCAAR

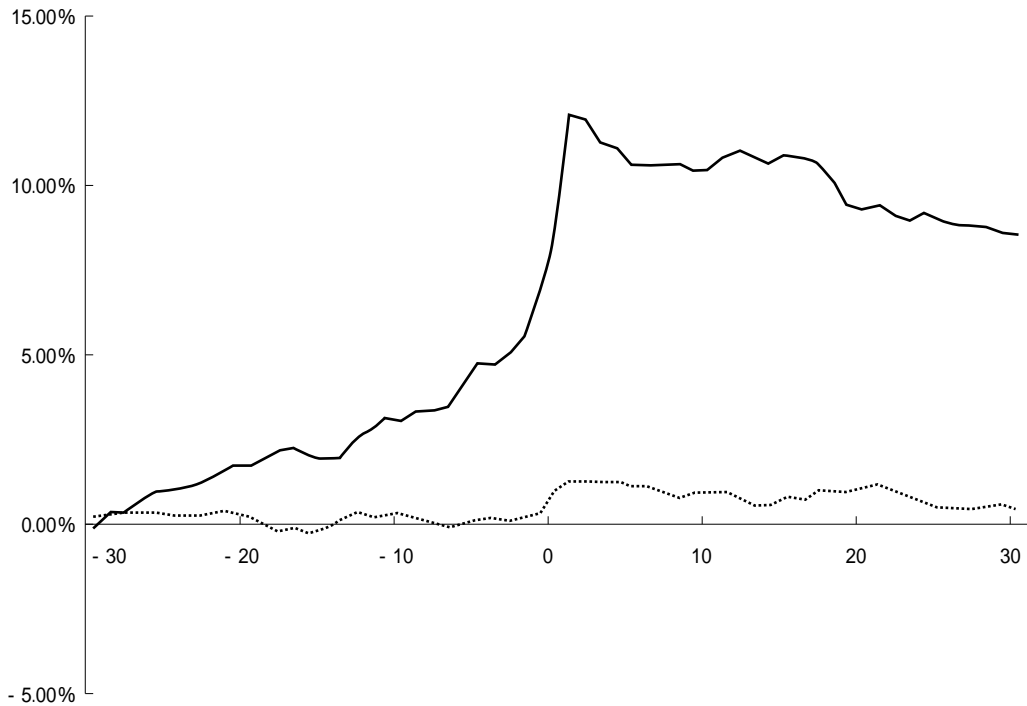


表3 1999年から2004年までのM&AにおけるAAR

Day	Acquiring firms				Target firms			
	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s
-30	0.11%	0.11%	0.738	46.44%	-0.15%	-0.15%	-0.798	42.66%
-20	-0.14%	0.10%	-0.992	42.74%	0.00%	1.70%	0.002	46.48%
-10	0.05%	0.19%	0.320	48.94%	-0.11%	3.00%	-0.563	44.38%
-9	-0.14%	0.05%	-1.012	41.38%	0.30%	3.29%	1.285	47.66%
-8	-0.05%	0.00%	-0.382	47.11%	0.03%	3.32%	0.107	42.15%
-7	-0.15%	-0.15%	-1.048	45.53%	0.16%	3.48%	0.685	46.45%
-6	0.12%	-0.02%	0.822	49.34%	0.55%	4.04%	2.379	** 50.00%
-5	0.10%	0.07%	0.674	45.38%	0.68%	4.71%	2.728	*** 49.18%
-4	0.06%	0.13%	0.410	48.28%	-0.02%	4.69%	-0.084	51.10%
-3	-0.08%	0.05%	-0.589	46.68%	0.31%	5.00%	1.429	49.59%
-2	0.07%	0.12%	0.488	47.62%	0.50%	5.50%	1.966	** 50.82%
-1	0.15%	0.27%	0.817	50.00%	1.21%	6.71%	4.192	*** 51.48%
AD	0.75%	1.02%	3.582	*** 52.77%	1.86%	8.57%	5.459	*** 60.11%
1	0.23%	1.26%	1.124	49.74%	3.48%	12.05%	6.026	*** 57.48%
2	0.02%	1.27%	0.100	47.89%	-0.13%	11.92%	-0.365	42.68%
3	-0.12%	1.15%	-0.811	41.95%	-0.65%	11.27%	-2.740	*** 40.05%
4	0.04%	1.19%	0.230	46.68%	-0.23%	11.04%	-1.077	43.88%
5	-0.17%	1.02%	-1.171	44.68%	-0.44%	10.61%	-2.257	** 41.39%
6	0.08%	1.09%	0.538	51.19%	-0.07%	10.54%	-0.319	43.56%
7	-0.21%	0.88%	-1.403	39.52%	0.03%	10.57%	0.176	45.05%
8	-0.13%	0.75%	-0.881	47.34%	0.03%	10.60%	0.156	49.09%
9	0.12%	0.87%	0.826	46.95%	-0.22%	10.38%	-1.153	43.90%
10	-0.03%	0.84%	-0.179	46.42%	0.05%	10.43%	0.244	44.91%
20	0.06%	1.02%	0.409	48.81%	-0.13%	9.28%	-0.619	42.56%
30	-0.16%	0.38%	-1.245	43.92%	-0.02%	8.53%	-0.151	47.99%

この結果はもちろん1980年代までのM&Aを分析対象とした既存研究の解釈をサポートするものではない。本章の冒頭で言及したように、特に1999年以降に公表されたM&Aに関し

ていえば、実施した企業の多くに、その後に業績を著しく回復させたり、競争力を大きく向上させた例が相次いだこともあって、M&Aの効果とそうした企業における好事例との間の強い因果関係の存在を指摘する声も次第に高まるようになった。このことを反映して、株式市場は6年間もの長期間にわたってM&Aの意思決定に対しては平均して好意的な反応を示し続けていることが図8のacquirer企業のCAARのグラフにも現れている。

さらに、M&Aマーケットがかつてのように閉鎖的であったとしたら、その効果が認知されたとしても、昨今のように実施事例が相次ぐということはなかったはずである。1999年を境にM&Aの担い手がメインバンクから投資銀行や監査法人、コンサルティング会社等にとって代られたことによって、それまでにM&Aマーケットにおける需要と供給に関する情報の伝達を妨げてきた垣根はとり払われ、さらにacquirerとtargetに別々の代理人が就いてより公正な条件交渉が行われるようになったことで、潜在的なtarget企業は従来のように破綻寸前になってはじめてというわけではなく、健全に事業活動が行われている間であっても、そのまま独立して事業の継続を望むのか、それとも条件がかなえばacquirer企業の一員となることを望むのか、といった選択肢が新たに与えられた。商法改正による株式交換制度や株式移転制度の創設はacquirer、targetの双方にとって、M&Aの便益をスピーディに実現する上での障害となってきた法手続きの煩雑さを排除することにつながり、いずれ劣らず、日本におけるM&Aの実施件数の増大に大きな寄与を示している。

米国ではM&A件数や規模がたびたび熱病のごとく急増・急拡大しては、その後に深刻な落ち込みを経験し、その波のように押し寄せては引き上げる様を称して“wave”という表現がよく用いられる。近年では1990年代後半に頂点を極めたITブームに伴うM&A waveがそれにあたり、現在はその反動による停滞期を迎えているといわれている。ヨーロッパでも化学・医薬品や鉄鋼等の素材産業や携帯電話事業をめぐる国境なき壮大なM&A合戦が繰り広げられ、米国同様にその反動を受けている。日本でも機を同じくして件数においても規模においてもかつてないM&Aブームを経験したわけであるが、それは2005年12月現在においてもなお衰えを見せずに、件数・規模ともにかつてと比べれば高い水準を維持している。欧米とは対照的に日本の株式市場が、引き続き良好なパフォーマンスを示しているという点も一因ではあるが、日本ではM&Aそのものがそれまで強く抑制されてきたために、良質なtarget企業の、十分な供給が依然として続いているという点が大きな理由であるといえる。欧米で見られたM&Aブームの過熱とその後の停滞は、target企業の潤湯によるプレミアムの高騰と、相対的な質の低下<sup>29</sup>による巨額損失案件の続出によって引き起こされると指摘されているが<sup>30</sup>、日本ではまだそうした段階に達していないという見方もできよう。

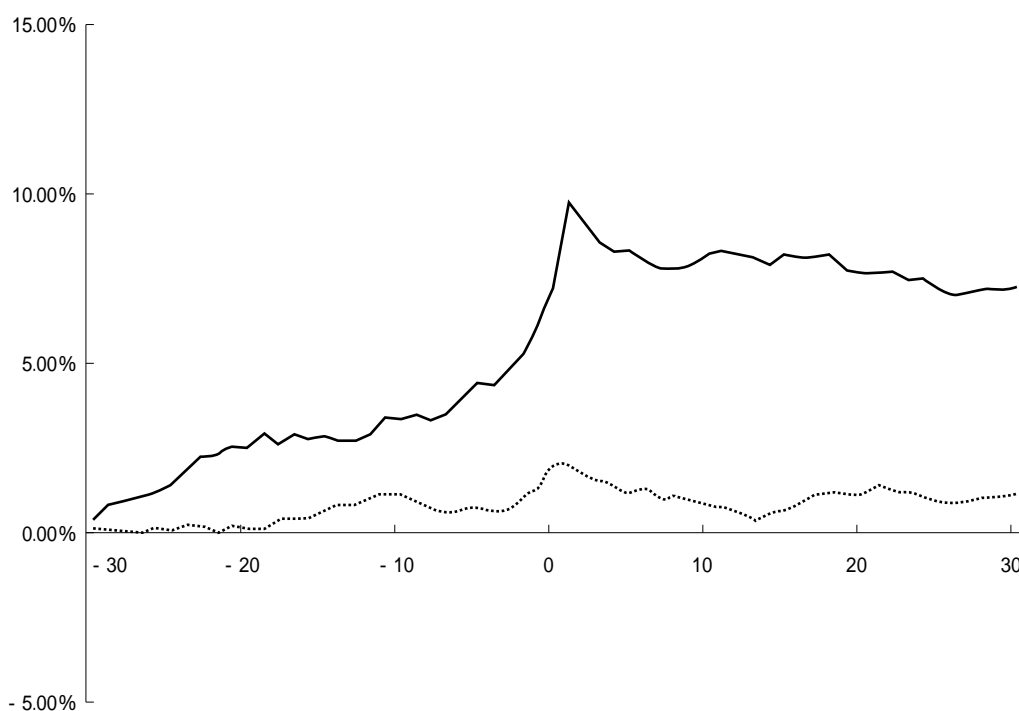
<sup>29</sup> 質の良いtarget企業から買収されていくのが道理であり、ブームの終末に近づくにつれ、target企業の相対的な質の低下は免れない。

<sup>30</sup> たとえば、Shleifer and Vishny (2003), Dong et al.(2003), Jensen (2003), Moeller et al (2005) など。

## 2. 取引形態効果仮説の検証結果

日本におけるM&Aはtarget企業の少数株主持分をゼロにしてしまう完全買収の形態として、それぞれの法手続き上の相違から合併、株式交換、株式移転の3分類に分けられ、少数株主の持分を残したままの部分買収の形態として株式公開買付と第三者割当増資の2分類に分けられる。日本企業を対象としたM&A研究では前者のみを対象としたものが圧倒的に多い。主として後者のうち株式公開買付は実施件数が少なかったという理由から、第三者割当増資に関しては資金調達の一手段として、あるいはデット・エクイティ・スワップとしての財務状態改善への効果などが分析の対象となることはあっても、それをM&Aの一種として考える発想そのものが多く見られなかったためなのか、いずれにしても極めて少ない。完全買収なのか部分買収なのかといった尺度で両者を比較したら、どのような違いが生まれるのだろうか。

図9 完全買収（合併、株式交換、株式移転）のアナウンスメントに対するCAAR



図中において実線で描かれたCAAR（累積異常収益率）はtarget企業の、破線で描かれたCAARはacquirer企業のものである。

図9は完全買収、すなわち合併、株式交換、および株式移転の3取引によって行われたM&Aの全サンプルについて、acquirerとtargetの別にCAARを描いたものである。さらに第3章において提示した仮説にしたがい、これをさらに合併および株式移転と株式交換の2グループに細分化したものについて、それぞれ図10、図11にCAARを示した。

図10 合併および株式移転のアナウンスメントに対するCAAR

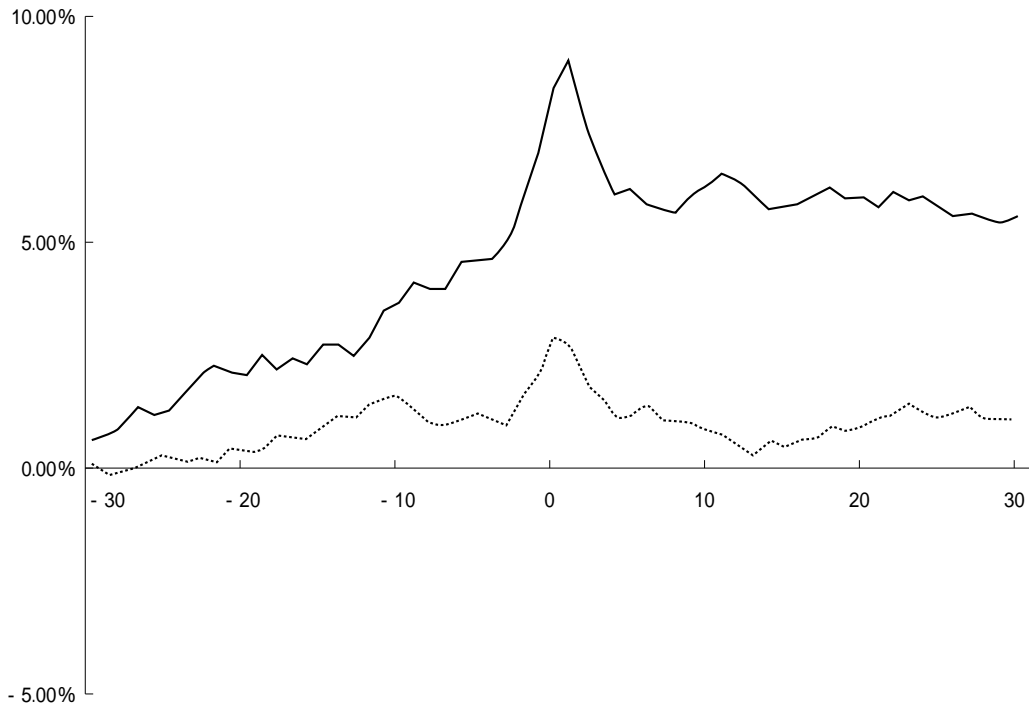
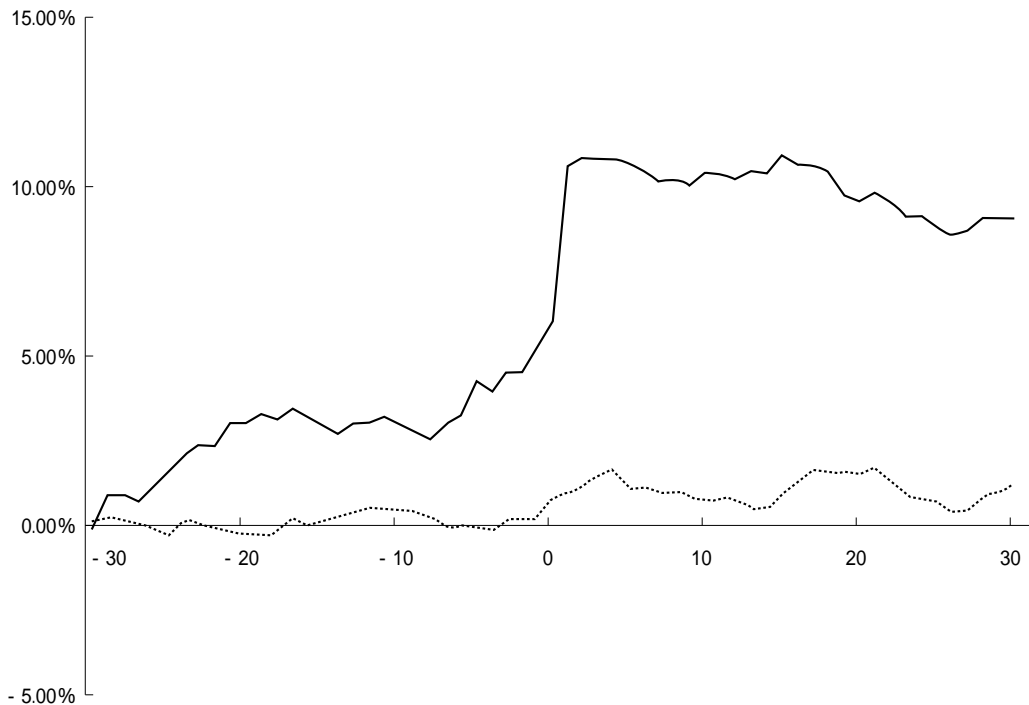


図11 株式交換のアナウンスメントに対するCAAR



ところで第3章において、同じ完全買収の取引であっても、合併および株式移転はもちろん例外はあるもののacquirerとtargetとの相対的な規模が近いもの同士の取引において、また比較的大規模な企業間における経営統合において用いられることが多く、それらとは



対照的に株式交換は相対的に規模の大きいacquirerが完全子会社化などを目的にtargetの全株式の取得を行う場合に用いられることが多いと述べた。この時、前者はtarget企業を買う、あるいはtarget企業の資産を取引するという意識よりも、事業組織そのものを統合するということにより強い関心が向けられる可能性について言及した。確かに大企業間の経営統合には公正取引委員会の審査を受けなければならないなど、当事者間の合意のみで簡単に事が運ぶわけではないものの、合併が認められること、経営統合が実現することが何よりも優先されてしまって、結果として株価の変動によって生じる不利益にも注意が払われずに図10のtarget企業のCAARの形状に示されたような状況が招かれてしまう。株式市場に事前に情報が漏れ伝わってしまって、公式にアナウンスメントを行った時には株価は反落してしまっている。「うわさで買って事実で売れ」というよく知られた格言の典型例になってしまっている。これに対して図11に示されているように株式交換は、株価の反応を差し置いてまでその手続きに執心する必然性には乏しいと思われ、そのとおりにtarget株式のAARはアナウンスメントが行われるまでよく抑えられており、3日間のCAARは6.13%に上る。これに対する合併・株式移転の3日間CAARは3.17%にとどまった。

表3 合併、株式移転のアナウンスメントに対するAAR

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AAR	0.14%	-0.16%	-0.09%	0.65%	0.45%	0.83%	-0.22%	-0.77%	-0.37%	-0.41%	0.05%
CAAR	1.23%	1.07%	0.98%	1.64%	2.09%	2.92%	2.70%	1.93%	1.56%	1.15%	1.20%
t - statistic	0.693	-0.858	-0.477	2.833 ***	1.725 *	2.553 **	-0.461	-2.386 **	-1.579	-2.146 **	0.205
% of +s	50.60%	46.39%	42.68%	50.92%	54.60%	52.12%	44.58%	42.77%	43.90%	40.49%	44.17%
AAR	0.05%	0.03%	0.38%	0.84%	1.08%	1.45%	0.64%	-1.40%	-0.97%	-0.58%	0.07%
CAAR	4.61%	4.64%	5.02%	5.86%	6.94%	8.39%	9.03%	7.64%	6.67%	6.09%	6.16%
t - statistic	0.205	0.120	1.314	2.627 ***	2.755 ***	3.049 ***	0.725	-2.296 **	-2.654 ***	-1.969 **	0.246
% of +s	46.21%	48.59%	51.02%	56.67%	58.67%	66.88%	57.33%	41.18%	39.87%	40.99%	46.50%

上段はacquirer、下段はtargetについての分析結果である。“AAR”は平均異常収益率、“CAAR”は累積平均異常収益率、“t-statistic”はAARについてのt統計量、“& of +”はサンプル中でAARがプラスであった割合をそれぞれ示す。

表4 合併、株式移転のアナウンスメントに対するAAR

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AAR	-0.09%	-0.07%	0.28%	0.04%	-0.03%	0.67%	0.12%	0.19%	0.27%	0.17%	-0.51%
CAAR	-0.11%	-0.18%	0.10%	0.15%	0.12%	0.78%	0.91%	1.10%	1.38%	1.54%	1.03%
t - statistic	-0.399	-0.289	1.165	0.178	-0.160	1.833 *	0.429	0.653	1.169	0.677	-1.993 **
% of +s	42.24%	48.28%	51.72%	50.00%	45.69%	50.86%	49.14%	52.59%	44.83%	49.14%	45.22%
AAR	1.01%	-0.28%	0.54%	0.02%	0.85%	0.68%	4.60%	0.22%	-0.03%	0.02%	-0.13%
CAAR	4.17%	3.89%	4.43%	4.45%	5.30%	5.98%	10.58%	10.80%	10.77%	10.80%	10.67%
t - statistic	2.350 **	-0.766	1.349	0.046	2.252 **	1.176	3.881 ***	0.363	-0.068	0.085	-0.529
% of +s	56.20%	50.82%	51.18%	43.55%	50.79%	53.91%	60.15%	44.29%	44.12%	51.85%	40.00%

上段はacquirer、下段はtargetについての分析結果である。“AAR”は平均異常収益率、“CAAR”は累積平均異常収益率、“t-statistic”はAARについてのt統計量、“& of +”はサンプル中でAARがプラスであった割合をそれぞれ示す。

図12 部分買収（株式公開買付、第三者割当増資）のアナウンスメントに対するCAAR

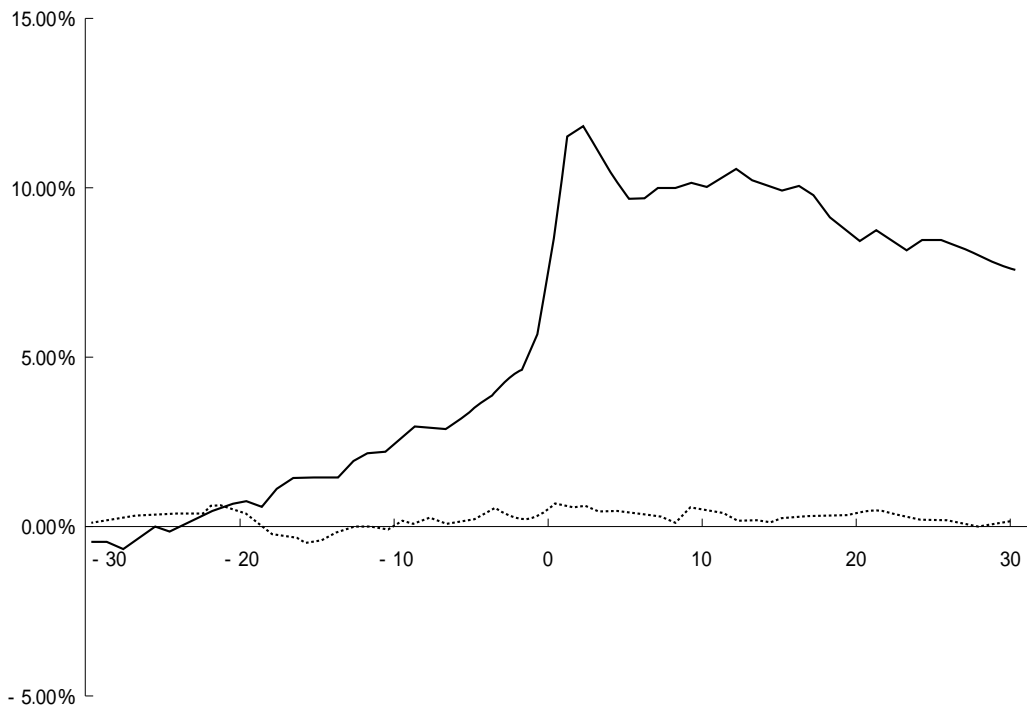


図12は株式公開買付および第三者割当増資のアナウンスメントに対するCAARである。これらの取引は合併、株式移転、ならびに株式交換のようにtargetの株式を完全に買収してしまうわけではなく、外部株主の保有も維持されるという点で異なる。本章の冒頭で提起したように完全買収と部分買収とでどのように株式市場の反応が異なるのかを確認しよう。図9と図12のtarget企業のリターンを見比べてみると、完全買収の場合はアナウンスメント日の数日前から超過リターンが発生しており、アナウンスメント日前後3日間のCAARは4.58%にとどまっている。これに対して部分買収の場合は6.86%と完全買収のそれを大きく上回っている。また表4および表5を見ると、いずれの場合もtarget企業のAARは3日間を通して1%水準で有意にプラスであったことがわかる。前章において議論したように、部分買収においては結果の経済性に先んじて手続きが急がれる理由は株式交換の時以上に乏しく、つまり株価の反応により細心の注意が払われると考えられる。M&Aの最終目的は株主価値の最大化という一点で、完全買収であれ部分買収であれ共通しているはずではあるが、とりわけ合併や株式移転においては目的である株主価値よりも手段である経営組織の統合のほうが往々にして優先されることがあるといえる。

一方でacquirer企業のCAARを見ると、図12および表5に示された部分買収のケースではほとんど変化がないのに対して、図9および表4に示された完全買収の段階になってようやく「超過リターン」とか「異常収益率」と呼ぶに相応しい反応が示されている。

表4 完全買収（合併、株式交換、株式移転）のアナウンスメントに対するAAR

Day	Acquiring firms				Target firms			
	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s
-30	0.04%	0.04%	0.208	46.59%	0.29%	0.29%	1.166	46.36%
-20	-0.05%	0.07%	-0.350	44.09%	-0.02%	2.47%	-0.112	49.26%
-10	0.01%	1.10%	0.087	49.10%	-0.03%	3.30%	-0.127	44.91%
-9	-0.19%	0.90%	-1.343	44.24%	0.13%	3.44%	0.603	49.81%
-8	-0.25%	0.65%	-1.682 *	44.13%	-0.17%	3.27%	-0.737	40.75%
-7	-0.14%	0.52%	-1.035	42.70%	0.21%	3.47%	0.868	47.35%
-6	0.11%	0.63%	0.653	47.69%	0.44%	3.91%	1.829 *	50.58%
-5	0.05%	0.68%	0.312	47.16%	0.49%	4.40%	2.034 **	50.75%
-4	-0.12%	0.56%	-0.835	47.16%	-0.11%	4.28%	-0.519	49.62%
-3	0.06%	0.62%	0.421	46.43%	0.46%	4.74%	1.880 *	51.09%
-2	0.40%	1.02%	2.364 **	50.54%	0.47%	5.21%	1.841 *	50.73%
-1	0.25%	1.27%	1.425	50.90%	0.97%	6.18%	3.564 ***	55.07%
0	0.77%	2.04%	3.145 ***	51.60%	1.10%	7.28%	2.985 ***	60.99%
1	-0.08%	1.96%	-0.256	46.45%	2.50%	9.78%	3.401 ***	58.66%
2	-0.38%	1.58%	-1.651 *	46.81%	-0.62%	9.16%	-1.446	42.66%
3	-0.10%	1.48%	-0.598	44.29%	-0.53%	8.62%	-1.997 **	41.84%
4	-0.17%	1.31%	-1.124	44.09%	-0.30%	8.32%	-1.452	45.95%
5	-0.18%	1.13%	-1.031	44.60%	-0.02%	8.30%	-0.107	43.49%
6	0.15%	1.28%	1.006	51.25%	-0.26%	8.04%	-1.381	41.44%
7	-0.29%	0.99%	-2.188 **	42.09%	-0.22%	7.81%	-1.356	45.21%
8	0.03%	1.02%	0.207	51.25%	-0.01%	7.81%	-0.048	51.01%
9	-0.14%	0.88%	-0.993	43.37%	0.12%	7.93%	0.481	45.27%
10	-0.12%	0.76%	-0.883	48.75%	0.31%	8.23%	1.540	47.44%
20	0.01%	1.13%	0.052	51.64%	-0.07%	7.70%	-0.361	45.24%
30	0.11%	1.14%	0.731	48.57%	0.05%	7.26%	0.320	51.80%

表5 部分買収（株式公開買付、第三者割当増資）のアナウンスメントに対するAAR

Day	Acquiring firms				Target firms			
	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s	AAR	CAAR	t-statistic	% of +s
-30	0.07%	0.07%	0.467	47.55%	-0.44%	-0.44%	-1.946 *	43.80%
-20	-0.28%	0.29%	-1.953 *	41.77%	0.07%	0.72%	0.298	44.74%
-10	0.18%	0.09%	1.271	48.92%	0.31%	2.48%	1.216	46.13%
-9	-0.08%	0.01%	-0.586	44.58%	0.38%	2.87%	1.446	48.25%
-8	0.16%	0.17%	1.090	51.24%	-0.01%	2.86%	-0.017	45.10%
-7	-0.13%	0.04%	-0.846	47.06%	-0.06%	2.80%	-0.203	47.24%
-6	0.09%	0.13%	0.574	49.23%	0.29%	3.10%	1.157	49.31%
-5	0.09%	0.22%	0.605	45.71%	0.37%	3.47%	1.417	46.88%
-4	0.24%	0.46%	1.631	49.85%	0.35%	3.82%	1.318	51.41%
-3	-0.19%	0.27%	-1.307	45.23%	0.46%	4.28%	1.845 *	51.24%
-2	-0.09%	0.18%	-0.580	45.71%	0.31%	4.59%	1.044	53.17%
-1	0.03%	0.21%	0.167	48.17%	1.05%	5.63%	3.238 ***	52.25%
0	0.42%	0.63%	2.229 **	50.76%	2.59%	8.23%	6.813 ***	62.98%
1	-0.10%	0.53%	-0.540	45.57%	3.22%	11.44%	5.610 ***	59.79%
2	0.04%	0.57%	0.253	46.48%	0.31%	11.75%	0.725	42.12%
3	-0.16%	0.41%	-1.029	44.82%	-0.85%	10.90%	-2.794 ***	37.24%
4	0.01%	0.42%	0.045	47.85%	-0.61%	10.30%	-2.267 **	37.16%
5	-0.10%	0.32%	-0.697	45.09%	-0.64%	9.65%	-2.336 **	40.54%
6	-0.02%	0.30%	-0.116	48.77%	0.02%	9.67%	0.063	42.52%
7	-0.08%	0.22%	-0.522	41.90%	0.31%	9.98%	1.249	45.67%
8	-0.11%	0.11%	-0.653	46.15%	0.01%	9.99%	0.056	47.20%
9	0.44%	0.55%	2.726 ***	51.69%	0.12%	10.12%	0.491	45.10%
10	-0.10%	0.45%	-0.573	44.79%	-0.12%	10.00%	-0.519	44.01%
20	0.16%	0.45%	1.062	48.01%	-0.28%	8.41%	-1.075	43.06%
30	-0.28%	-0.16%	-2.100 **	43.43%	-0.10%	7.55%	-0.495	43.93%

### 3. 出資関係効果仮説の検証結果

最後に出資関係の有無とアナウンスメントに対するCAARとの関係を考察する。図13は合併、株式交換、および株式移転にサンプルを限定して、acquirerがtargetに対して出資をしている場合にそれぞれのCAARがどのような値をとるかを示したものである。第3章において議論したように、資本的関係がすでに存在している企業間で行われるM&Aではpost merger integrationと呼ばれる事後的なマネジメントに余分な時間やコストがかからないという理由から、アナウンスメント日前後のリターンは3日間の累積で5.23%に上った。これに対して資本的関係のない企業間で行われた取引におけるCAARは図14に示されているように、その水準は低く3日間の累積で3.54%にとどまる。

図13 出資関係のある企業間で実施されたM&Aに対するCAAR

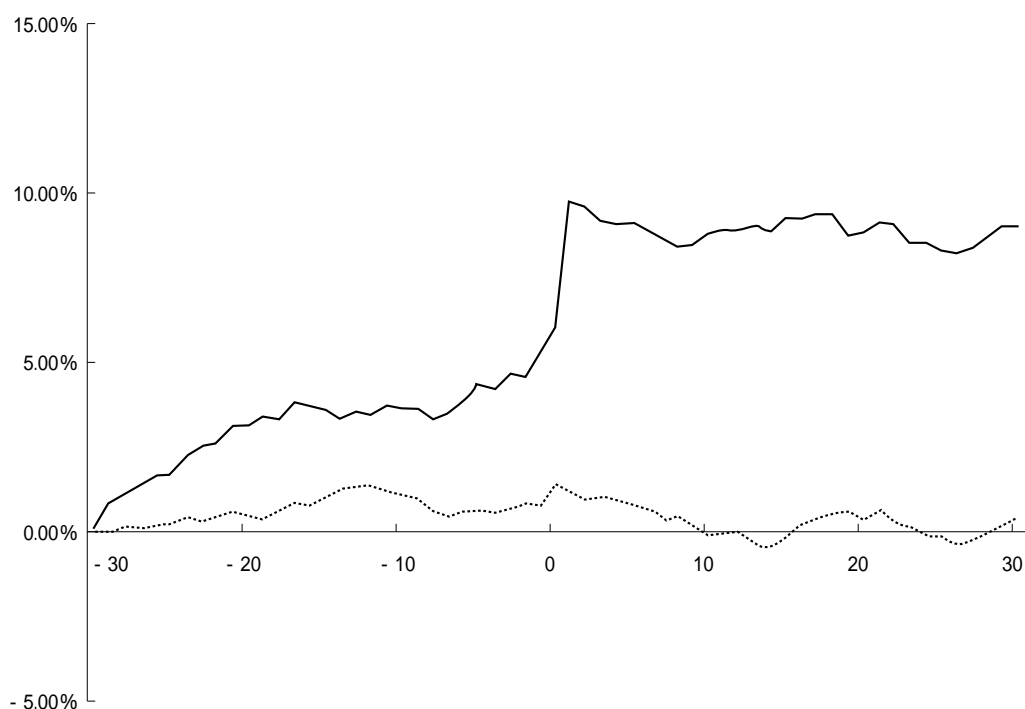


表6 出資関係のある企業間で実施されたM&Aに対するAAR

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AAR	0.03%	-0.11%	0.08%	0.23%	-0.07%	0.63%	-0.31%	-0.18%	0.06%	-0.10%	-0.12%
CAAR	0.64%	0.53%	0.62%	0.85%	0.77%	1.40%	1.09%	0.91%	0.97%	0.87%	0.75%
t - statistic	0.138	-0.534	0.432	1.148	-0.441	2.196 **	-0.952	-0.646	0.310	-0.481	-0.522
% of +s	46.43%	49.40%	47.02%	51.19%	47.62%	52.38%	46.43%	49.40%	45.24%	45.83%	46.71%
AAR	0.57%	-0.14%	0.42%	-0.07%	0.73%	0.79%	3.71%	-0.18%	-0.41%	-0.07%	0.01%
CAAR	4.39%	4.25%	4.67%	4.59%	5.32%	6.11%	9.83%	9.65%	9.23%	9.17%	9.18%
t - statistic	1.979 **	-0.470	1.339	-0.258	2.375 **	1.723 *	3.695 ***	-0.341	-1.267	-0.285	0.048
% of +s	53.09%	51.85%	48.21%	46.67%	51.81%	56.55%	59.54%	46.70%	40.22%	48.04%	44.07%

図14 出資関係のない企業間で実施されたM&Aに対するCAAR

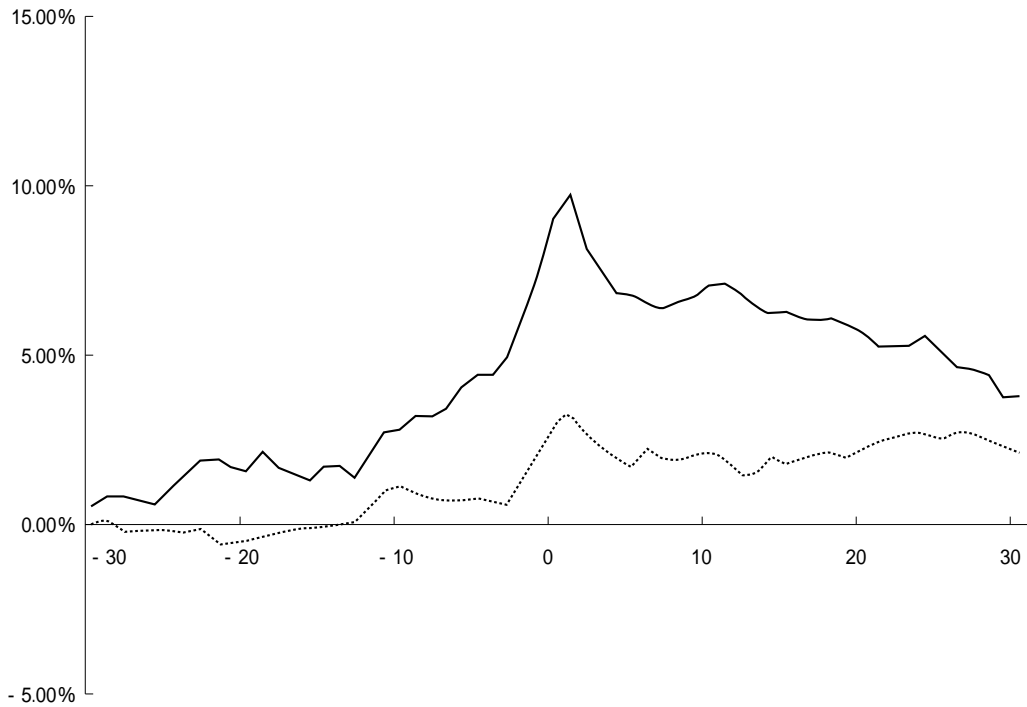


表7 出資関係のない企業間で実施されたM&Aに対するAAR

	-5	-4	-3	-2	-1	0	1	2	3	4	5
AAR	0.08%	-0.14%	0.03%	0.66%	0.74%	0.97%	0.26%	-0.67%	-0.33%	-0.29%	-0.28%
CAAR	0.74%	0.60%	0.63%	1.29%	2.03%	3.00%	3.26%	2.60%	2.26%	1.97%	1.70%
t - statistic	0.332	-0.688	0.137	2.209 **	2.046 **	2.246 **	0.443	-1.724 *	-1.052	-1.223	-0.998
% of +s	48.25%	43.86%	45.54%	49.55%	55.86%	50.44%	46.49%	42.98%	42.86%	41.44%	41.44%
AAR	0.38%	-0.01%	0.52%	1.14%	1.27%	1.63%	0.63%	-1.46%	-0.71%	-0.67%	-0.05%
CAAR	4.46%	4.45%	4.98%	6.12%	7.39%	9.02%	9.66%	8.20%	7.49%	6.83%	6.77%
t - statistic	0.880	-0.040	1.327	2.434 **	2.649 ***	2.651 ***	0.607	-1.936 *	-1.514	-1.697 *	-0.149
% of +s	47.57%	47.00%	55.77%	56.07%	60.19%	68.75%	57.41%	34.86%	44.25%	42.61%	42.48%

ところで図14のtargetのCAARの形状は図10のそれに酷似していて、同時に図13はやはり図11のそれとよく似ている。このことは出資関係のあるサブサンプルと株式交換のサブサンプルとが、ならびに出資関係のないサブサンプルと合併・株式移転のサンプルとが相当に重複している可能性を示唆しているものと考えられる。先に述べたように、合併や株式移転は相対的に規模が似通った企業間で行われることが多く、一方で株式交換はacquirerがtargetよりも圧倒的に大規模な場合にしばしば用いられる。

## ・シナジスティック・ゲイン

### 1. 時価総額による観察

表8はそれぞれの取引形態別にacquirerとしてならびにtargetとしてM&Aに関わった企業の規模についての記述統計量を示したものである。平均値で比較すると、合併を実施したacquirerの時価総額は5827億円であり、targetの平均である1635億円の3.56倍で、株式移転の場合はさらに接近して、acquirerの7602億円に対してtargetは3942億円と1.93倍であることがわかる。これに対して株式交換を実施したacquirerの平均時価総額は7259億円であったのに対してtargetのそれは596億円と、それらの比率は12.18倍にも上っていた。

表8 M&Aに伴うシナジスティック・ゲインとその分配

		平均値	中央値	最小値	最大値	合計額
合併	acquirer企業の時価総額	5827億円	2007億円	50億円	5兆8139億円	36兆1365億円
	target企業の時価総額	1635億円	190億円	13億円	2兆8495億円	10兆6817億円
	acquirer企業の時価総額増減	-100億円	-19億円	-3549億円	1648億円	-6202億円
	target企業の時価総額増減	60億円	-1億円	-3747億円	5175億円	3745億円
	シナジスティック・ゲイン合計	-40億円	-27億円	-4045億円	5835億円	-2457億円
株式交換	acquirer企業の時価総額	7259億円	1737億円	35億円	12兆3005億円	104兆0872億円
	target企業の時価総額	596億円	75億円	1億円	3兆8529億円	10兆5518億円
	acquirer企業の時価総額増減	34億円	1億円	-4378億円	6288億円	4848億円
	target企業の時価総額増減	26億円	2億円	-829億円	3182億円	3792億円
	シナジスティック・ゲイン合計	61億円	4億円	-4395億円	9470億円	8640億円
株式移転	acquirer企業の時価総額	7602億円	628億円	179億円	7兆2447億円	18兆2456億円
	target企業の時価総額	3942億円	474億円	3億円	2兆9712億円	28兆9985億円
	acquirer企業の時価総額増減	442億円	7億円	-833億円	9086億円	1兆0619億円
	target企業の時価総額増減	709億円	4億円	-255億円	1兆416億円	2764億円
	シナジスティック・ゲイン合計	1152億円	21億円	-895億円	2兆5016億円	1兆3383億円

時価総額はアナウンスメント日の6営業日前の株価にその前期末時点における発行済株式総数を乗じて求めた。時価総額の増減については6営業日前の時価総額にアナウンスメント日前後の3日間累積異常収益率(3 days CAR)を乗じて求めたものである。さらにacquirerとtargetとの間に資本関係が存在している場合は、その比率に応じて被保有会社サイドに発生した増減額を保有会社側に転嫁させた。シナジスティック・ゲイン合計とはそれぞれの取引ごとに資本関係を調整した後のacquirerの時価総額増減とtargetの時価総額増減とを合計したものである。

### 2. シナジスティック・ゲインとその分配

表8には時価総額のほかに、これまでに考察してきた3日間累積異常収益率(これ以降は原語のCumulative abnormal returnの頭文字をとってCARと表現する)を乗じて現実にはどれだけの株主価値の増大あるいは減少が見られたのかを金額ベースで示した。出資関係の有無とCARとの関係を説明する時に、Slovin and Sushka(1998)やEasterbrook and Fischel(1982)が主張するように、資本的・人的関係がすでに存在していたる企業間で行われるM&Aでは、そうでない場合と比べて、統合の直後から大胆な事業の再構築に着手することができ、またそれに伴う経営資源の配分を、利害衝突に伴うコストを最小限に抑えつつ、迅速かつ合理的に行うことができるというメリットがあるために、targetに対しても

その便益に応分のプレミアムが支払われるのだという。図13におけるtargetのCAARが図14におけるそれを上回る理由としては、十分な説得力と一定の現実妥当性がある。

CAARだけの比較では、acquirerが相当な譲歩をtargetに示しているかのように思われるかも知れないが、それを各社の時価総額で加重すれば、acquirerもそれ相応の分配に与っていることが、たとえば取引全体の8割以上が親子合併によって占められる株式交換においてもたらされたシナジスティック・ゲインの約6割がacquirerの株主に分配されていることからわかる。時価総額も出資比率も考慮されていないCAARのみの比較では、合理的に説明することが困難なほどのリターンが支払われているように映っても、出資比率が高ければ高いほどそのリターンは自分に返ってくることに他ならない。確かに少数株主は出資1単位あたりでは過剰な分配を得ているかも知れないが、絶対額でいえば支払うacquirerにとっては無視し得る程度のものである可能性も高いと思われる。次頁に、シナジスティック・ゲイン、シナジスティック・ロスのランキング各20社を列挙した。

表9 acquirerのゲイン上位20社

	公表日	会社名	取引内容	増加額
1	1999. 8.20	富士銀行	第一勧業銀行、日本興業銀行との株式移転	9,086億円
2	1999.10.14	住友銀行	さくら銀行との合併	6,288億円
3	1999. 3. 9	ソニー	SME、ソニーケミ、ソニープレの完全子会社化	5,552億円
4	2001.12.25	松下電器産業	松下精、松下通、九州松下、松下寿の完全子会社化	3,099億円
5	2002. 1.31	キヤノン	キヤノンコンポーネンツの完全子会社化	2,849億円
6	2000. 7. 5	三和銀	東海銀行、東洋信託銀行との株式移転	2,090億円
7	2002. 2.27	トヨタ自動車	トヨタウッドユーホームの完全子会社化	1,816億円
8	1990.11.13	協和銀行	埼玉銀行との合併	1,648億円
9	1999. 9.21	第二電電	KDDとの合併	1,190億円
10	2002. 3. 1	三井不動産	三井不動産販売の完全子会社化	1,094億円
11	1999.11.22	松下電器産業	松下冷機の完全子会社化	995億円
12	2003. 5.21	京セラ	キンセキの完全子会社化	873億円
13	1995. 1.17	積水ハウス	積水ハウス木造との合併	771億円
14	2003.12.17	三井物産	東洋オフィスメーションの完全子会社化	770億円
15	2001. 6.25	大和銀行	近畿大阪銀行との株式移転	750億円
16	2002.11.28	三菱電機	東洋高砂乾電池の完全子会社化	739億円
17	1989. 8.28	三井銀行	太陽神戸銀行との合併	660億円
18	2004.10. 1	住友商事	住商メタレックスの完全子会社化	627億円
19	1999.10.15	日本火災海上保険	興亜火災海上保険との合併	564億円
20	2001. 4. 3	トステム	INAXの完全子会社化	557億円

表10 acquirerのロス上位20社

	公表日	会社名	取引内容	減少額
1	2004. 8.26	東京三菱FG	ダイヤモンドコンピュータサービスの完全子会社化	4,378億円
2	1995. 3.28	三菱銀行	東京銀行との合併	3,549億円
3	2004. 4.28	新日本製鐵	日鉄鋼管、日鉄鋼板の完全子会社化	3,410億円
4	2000. 8. 8	キヤノン	キヤノン化成の完全子会社化	3,399億円
5	2003. 1.28	ソニー	CISの完全子会社化	3,047億円
6	2002. 2.28	ソニー	アイワの完全子会社化	1,874億円
7	2000.12.25	日本板硝子	日本無機の完全子会社化	1,671億円
8	1997.12.18	住友金属工業	住友シチックスとの合併	1,326億円
9	2002. 3.28	日立製作所	日立電子エンジニアリングの完全子会社化	1,190億円
10	2000. 2.14	三井海上火災保険	住友海上火災保険との合併	1,171億円
11	2004. 5.13	C S K	日本フィットの完全子会社化	1,067億円
12	2000. 9.18	東京海上火災保険	日動火災海上保険との株式移転	833億円
13	2004. 2.27	東京急行電鉄	伊豆急行の完全子会社化	828億円
14	1999.10.21	ローム	ワコー電器、アポロ電子工業の完全子会社化	815億円
15	1998. 6. 4	富士通	富士通東和エレクトロンとの合併	803億円
16	2001.11. 9	ジャパンエナジー	日鉱金属との株式移転	474億円
17	1991.12.24	住友金属工業	日本ステンレスとの合併	469億円
18	2000. 5.26	日本製紙	大昭和製紙との株式移転	452億円
19	2002. 5.10	コマツ	小松リフト、小松ゼノアの完全子会社化	451億円
20	1998. 9. 4	ブラザー工業	ブラザー販売との合併	436億円



表11 targetのゲイン上位20社

	公表日	会社名	取引内容	増加額
1	1999. 8.20	第一勧業銀行	富士銀行、日本興業銀行との株式移転	1兆0,416億円
2	1999. 8.20	日本興業銀行	富士銀行、第一勧業銀行との株式移転	5,514億円
3	1989. 8.28	太陽神戸銀行	三井銀行との合併	5,175億円
4	1999.10.14	さくら銀行	住友銀行との合併	3,182億円
5	1995. 3.28	東京銀行	三菱銀行との合併	2,324億円
6	2001. 4.13	N K K	川崎製鉄との株式移転	978億円
7	1990.11.13	埼玉銀行	協和銀行との合併	500億円
8	2000. 4.18	日本信託銀	東京三菱銀行、三菱信託銀行との株式移転	315億円
9	2004. 5.21	北海道銀行	ほくぎんFGによる完全子会社化	241億円
10	1999. 1.14	山陽コカ・コーラボトリング	北九州コカ・コーラボトリングとの合併	237億円
11	1999. 9.21	KDD	第二電電との合併	212億円
12	1999.10.15	興亜火災海上保険	日本火災海上保険との合併	195億円
13	2000. 2.16	東燃	ゼネラル石油との合併	187億円
14	1990. 4.10	三菱鉱業セメント	三菱金属との合併	187億円
15	2002.11.26	スクウェア	エニックスとの合併	154億円
16	2001. 4. 3	INAX	トステムによる完全子会社化	134億円
17	2001.12.25	松下寿電子工業	松下電器産業による完全子会社化	119億円
18	1996. 3.29	本州製紙	王子製紙との合併	117億円
19	1999.11.22	松下冷機	松下電器産業による完全子会社化	117億円
20	1999.10.13	サンクスアンドアソシエイツ	サークルケイ・ジャパンによる完全子会社化	113億円

表12 targetのロス上位20社

	公表日	会社名	取引内容	減少額
1	1988.12.23	ジャパンライン	山下新日本汽船との合併	3,747億円
2	2001.12.25	松下通信工業	松下電器産業による完全子会社化	829億円
3	2000. 2.14	住友海上火災保険	三井海上火災との合併	779億円
4	1997.12.18	住友シチックス	住友金属工業との合併	480億円
5	2000. 5.26	大昭和紙	日本製紙との株式移転	255億円
6	1992. 7. 8	山陽国策パルプ	十条製紙との合併	218億円
7	1985. 5.24	丸善石油	大協石油との合併	151億円
8	2000. 7. 5	東海銀	三和銀行、東洋信託銀行との株式移転	122億円
9	1999. 6.18	第一証券	ユニバーサル証券、太平洋証券との合併	101億円
10	1998. 3.27	昭和海運	日本郵船との合併	95億円
11	1991.12.24	日本ステンレス	住友金属工業との合併	82億円
12	2000. 9.18	日動火災海上	東京海上火災保険との株式移転	62億円
13	2002. 2.28	アイワ	ソニーによる完全子会社化	61億円
14	1999. 6.18	太平洋証券	ユニバーサル証券、第一証券との合併	59億円
15	2003.10. 8	太陽生命	大同生命との株式移転	59億円
16	1998.11.20	ナビックスライン	商船三井との合併	57億円
17	2002. 4.25	三菱建設	ピー・エスとの合併	52億円
18	2004. 4.28	日鉄鋼板	新日本製鉄による完全子会社化	40億円
19	1993.12.24	三菱油化	三菱化成との合併	38億円
20	1994. 7.28	日立家電販売	日立製作所との合併	37億円

表13 シナジスティック・ゲインの上位20ケース

	発表日	取引内容	増加額
1	1999. 8.20	富士銀行、第一勧銀、興銀による株式移転	2兆5,016億円
2	1999.10.14	住友銀行とさくら銀行との合併	9,470億円
3	1989. 8.28	三井銀行と太陽神戸銀行との合併	5,835億円
4	1999. 3. 9	ソニーによるSME、ソニーケミ、ソニープレの完全子会社化	5,663億円
5	2002. 1.31	キヤノンによるキヤノン・コンポーネンツの完全子会社化	2,851億円
6	2001.12.25	松下による松下精、松下通、九州松下、松下寿の完全子会社化	2,381億円
7	1990.11.13	協和銀行と埼玉銀行との合併	2,148億円
8	2000. 7. 5	三和銀行、東海銀行、東洋信託銀行による株式移転	1,941億円
9	2002. 2.27	トヨタ自動車によるトヨタウッドユーホームの完全子会社化	1,827億円
10	1999. 9.21	第二電電とKDDとの合併	1,402億円
11	2001. 4.13	川崎製鉄とNKKとの株式移転	1,308億円
12	1999.11.22	松下電器産業による松下冷機の完全子会社化	1,112億円
13	2002. 3. 1	三井不動産による三井不動産販売の完全子会社化	1,088億円
14	2003. 5.21	京セラによるキンセキの完全子会社化	878億円
15	2001. 6.25	大和銀行と近畿大阪銀行との株式移転	815億円
16	2003.12.17	三井物産による東洋オフィスメーションの完全子会社化	773億円
17	1995. 1.17	積水ハウスと積水ハウス木造との合併	770億円
18	1999.10.15	日本火災海上保険と興亜火災海上保険との合併	760億円
19	2002.11.28	三菱電機による東洋高砂乾電池の完全子会社化	740億円
20	2001. 4. 3	トステムによるINAXの完全子会社化	691億円

表14 シナジスティック・ロスの上位20ケース

	発表日	取引内容	減少額
1	2004. 8.26	東京三菱FGによるダイヤ・コン・サービスの完全子会社化	4,395億円
2	1988.12.23	山下新日本汽船とジャパンラインの合併	4,045億円
3	2004. 4.28	新日本製鉄による日鉄鋼管、日鉄鋼板の完全子会社化	3,456億円
4	2000. 8. 8	キヤノンによるキヤノン化成の完全子会社化	3,403億円
5	2003. 1.28	ソニーによるCISの完全子会社化	3,033億円
6	2000. 2.14	三井海上火災保険と住友海上火災保険との合併	1,950億円
7	2002. 2.28	ソニーによるアイワの完全子会社化	1,935億円
8	1997.12.18	住友金属工業と住友シチックスとの合併	1,807億円
9	2000.12.25	日本板硝子による日本無機の完全子会社化	1,672億円
10	1995. 3.28	三菱銀行と東京銀行との合併	1,225億円
11	2002. 3.28	日立製作所による日立電子エンジの完全子会社化	1,196億円
12	2004. 5.13	CSKによる日本フィッツの完全子会社化	1,098億円
13	2000. 9.18	東京海上火災保険と日動火災海上保険との株式移転	895億円
14	2004. 2.27	東京急行電鉄による伊豆急行の完全子会社化	857億円
15	1998. 6. 4	富士通と富士通東和エレクトロンとの合併	809億円
16	1999.10.21	ロームによるワコー電器、アポロ電子の完全子会社化	808億円
17	2000. 5.26	日本製紙と大昭和製紙との株式移転	708億円
18	1991.12.24	住友金属工業と日本ステンレスとの合併	552億円
19	2001.11. 9	ジャパンエナジーと日鉱金属との株式移転	468億円
20	1998. 9. 4	ブラザー工業とブラザー販売との合併	451億円

## VI. 結論

本研究ではイベント・スタディの手法を用いて日本における最新のM & A事例を実証的に分析し、現状把握を図った。特に1999年以降に急増している事例から推定される事実として、acquirerおよびtargetにもたらされるリターンの関係において日本のM&Aはもはや特殊なものではなくなったことが挙げられる。さらに日本では数多く行われている親子合併や上場子会社の完全子会社化における、いわゆる「統合の利益」の存在とその分配をめぐる現状を示した。しかしながら、現状把握という点においては秀でた特性を持つイベント・スタディの手法も、視点を鋭く絞り込んで科学的な推定や検定を行うという点においては多くの問題点があり、本研究もそうした困難を忌避するために、リターンの説明要因をさらに統計的に推定および検定を行うという努力をあえて怠ってしまった。このため、発見した事実について、状況証拠に強く依存した誇大な解釈が多くを占める結果となってしまった。

本研究を通じて膨大な価格データを取り扱い、アブノーマル・リターンの計算に加えてすべてのM&A取引について時価総額の増減までを求めるまでに至った。この研究のために収集し加工したデータはおそらく日本企業を対象とする研究では類を見ないほど広範かつ大量であり、これを出発点としてさまざまな研究に発展させていきたい。以下にM&Aの意思決定要因を分析するprobit回帰モデルの推定結果を掲げるが、これをはじめとしてさまざまな角度から検証を重ねているところである。

## 参考文献

- Asquith, P., R. Bruner, and D. Mullins Jr., 1983, "The Gains to Bidding Firms From Manager," *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139.
- Berkovitch, E., and M.P. Narayaman, 1993 "Motives for takeovers: An empirical investigation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28, 347-362.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim, 1988 "Synergistic Gain from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics* 21, pp3-40
- Dodd, P. and R. Ruback, 1977, "Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 5, 351-374.
- Healy, P., K. Palepu, and R. Ruback, 1992, "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175.
- Hoshi, T., Kashyap, A., and Scharfstein, 1990, "The Role of Banks in Reducing Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics* 27, 67-88.
- Jensen, M. and R. Ruback, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
- Kang, J. K., A. Shivdasani, and T. Yamada, 2000, "The Effect of Bank Relations on Investment Decisions: An Investigation of Japanese Takeover Bids," *Journal of Finance*, 55, 2197-2218.
- Lichtenberg, F., Pushner, G., 1994. Ownership structure and corporate performance in *Japan*. *Japan and the World Economy* 6, 239-261.
- Pettway, R., and T. Yamada, 1986, "Mergers in Japan and Their Impacts upon Shareholder Wealth," *Financial Management*, 15, 43-52.
- Roll, R., 1986. The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business* 59, 197-216.

Sheard, P., 1989. The main bank system and corporate monitoring and control in Japan. *Journal of Economic Behavior and Organization* 11, 399-422.

Slovin, M. B. and M. E. Sushka, 1998, " The Economics of Parent-Subsidiary Mergers: An Empirical Analysis, " *Journal of Financial Economics* 49, 255-279.

Yeh, T and Y. Hoshino, 2002, " Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-Related and Independent Mergers, " *Japan and the World Economy* 14, 347-366.

井上光太郎 (2002) 「日本のM&Aにおける取引形態と株価効果」、『経営財務研究』22(2)、107-120.

村松司叙 (2001) 「第1章 M&A取引のプロセス」、『M&A21世紀 I 企業評価の理論と技法』、中央経済社、1-42.

山本健 (2006.) 「第3章 日本企業のM&Aにおけるシナジスティック・ゲイン、ならびにその分配をめぐる」、『親子上場の経済分析』、博士論文(横浜国立大学大学院).

付表 M&A年表(本研究対象案件)

合併		
発表年	acquirer企業	target企業
1977	オニツカ 大阪スタジアム 合同製鐵 ライオン歯磨	ジィティオ 大阪アイス興業 日本砂鉄鋼業 ライオン油脂
1978	王子製紙	日本パルプ工業
1980	マルエツ 日本ミネチュアベアリング	サンコー 東京螺子製作所 新中央工業 新興通信工業 大阪車輪製造
1981	トヨタ自動車工業	トヨタ自動車販売
1982	科研化学 住友重機械工業 コープケミカル 横河電機製作所 本州製紙	科研薬化工 日特金属工業 サン化学 北辰電機製作所 福岡製紙
1983	京セラ 東京三洋電機 ミネベア	ヤシカ 三洋自動販売機 帝国ダイカスト工業
1984	赤井電機 トヤマキカイ ノリタケカンパニーリミテド	赤井商事 日平産業 日東石膏
1985	大協石油 ミネベア	丸善石油 かねもり
1986	三洋電機 エスイーシー 戸田建設	東京三洋電機 協和カーボン 島藤建設工業
1987	クラウン 松下電器産業	田尻機械工業 松下電器貿易
1988	山村硝子 山下新日本汽船	広島硝子工業 ジャパンライン
1989	三井銀行 山九	太陽神戸銀行 岡崎工業
1990	三菱金属 協和銀行	三菱鉱業セメント 埼玉銀行
1991	帝人	東京麻糸紡績

(合併)

発表年	acquirer企業	target企業
	旭化成工業	東洋醸造
	東海カーボン	東洋カーボン
	湯浅商事	ユアサ産業
	住友金属工業	日本ステンレス
1992	阪神電気鉄道	阪神不動産
	OSG	オーエスジー販売
	十条製紙	山陽国策パルプ
	ほくさん	大同酸素
	ダイエー	日本ドリーム観光
1993	王子製紙	神崎製紙
	大阪商船三井船舶	日本海汽船
	ダイエー	忠実屋
		ユニードダイエー
	小野田セメント	秩父セメント
	三菱化成	三菱油化
1994	住友セメント	大阪セメント
	大陽酸素	東洋酸素
	日立製作所	日立家電販売
	モリ工業	SRサンツアー
	東京電気	テック電子
	ユニデン	uniden21
1995	石黒ホーム	メイク
	積水ハウス	積水ハウス木造
	南海建設	辰村組
	商船三井	新栄船舶
	三菱銀行	東京銀行
	椿本精工	中島製作所
1996	東芝機械	朝比奈機械
	新王子製紙	本州製紙
	東食	日米富士自転車
	富士ソフト	ABC
	三井石油化学工業	三井東圧化学
	宇部化学工業	カルシード
	ミサワセラミックス	ミサワセラミックケミカル
	エム・ケー・シー	スタット
1997	日立ツール	魚津製作所
	吉富製薬	ミドリ十字
	セイレイ工業	昌運工作所
	スズケン	秋山愛生館

発表年	acquirer企業	target企業
1998	第一教研	学育社
	秩父小野田	日本セメント
	ダイカ	タナカ
	住友金属工業	住友シチックス
	三菱レイヨン	日東化学工業
	レンゴー	セッツ
	トヨタ自動車	三田自動車
	アイネス	コルネット
	日本商事	昭和薬品
	リコーエレメックス	リコー精器
	川鉄商事	野崎産業
	南海電気鉄道	大阪スタジアム興業
	日本郵船	昭和海運
	丸吉	興国ハウジング
	富士通	富士通東和エレクトロン
	旭通信社	第一企画
	ブリヂストン	ブリヂストンメタルファ
	バレオ	ホシ伊藤
	ブラザー工業	ブラザー販売
	森永製菓	森永開発
	明光証券	ナショナル証券
	たいらや	ハイマート
	日本軽金属	東洋アルミニウム
	日本石油	三菱石油
	厚木ナイロン工業	厚木ナイロン商事
	オリックス	オリックス・インテリア
商船三井	ナビックスライン	
1999	高崎製紙	三興製紙
	北九州コカ・コーラボトリング	山陽コカ・コーラボトリング
	日本ケミコン	KDK
	中央信託銀行	三井信託銀行
	三菱化学	東京田辺製薬
	アトル	ユニック
	日本毛織	尾西毛糸紡績
	すかいらーく	パーミヤン
	東京証券	東海丸万証券
	富士重工業	中央スバル自動車
	ジャスコ	信州ジャスコ
	新日本証券	和光証券



発表年	acquirer企業	target企業
	カルソニック	カンセイ
	ネミック・ラムダ	日本電気精器
	廣濟堂印刷	関西広濟堂
	三星堂	クラヤ薬品
	日本ナレッジインダストリ	アイエックス
	大阪銀行	近畿銀行
	ユニバーサル証券	第一証券
		太平洋証券
	すかいらーく	藍屋
	アマダソノイケ	アマダワシノ
	アマダ	アマダメトレックス
	トステム	トステムビバ
	住友銀行	さくら銀行
	日本火災海上保険	興亜火災海上保険
	豊田通商	加商
	第二電電	KDD
2000	協和エクシオ	昭和テクノ
	三井海上火災保険	住友海上火災保険
	国際電気	日立電子
	国際電気	八木アンテナ
	ゼネラル石油	東燃
	大東京火災	千代田火災海上保険
	広島建設工業	光和建设
	シグマ	環デザイン
	シグマ	テクニカルマネージメント
	積水ハウス	積水ハウス北陸
	大和ハウス	大和団地
	ジャック	デジ・ネット
	昭和電工	昭和アルミ
	リンガーハット	浜勝
	安田火災海上保険	日産火災海上保険
	アイネット	ソフトサイエンス
2001	近畿通信建設	ジェイコス
	小僧寿司し本部	東京小僧寿し
	日本製糖	フジ製糖
	ブレンダーットコム	ディジット
	日本興亜損害保険	太陽火災海上保険
	ボッシュオート	ボッシュプレーキシステム
	ミサワホーム	ミサワバン

発表年	acquirer企業	target企業
	神戸製鋼	神鋼興産
2002	三井建設	住友建設
	ユーズ・ビーエムビー	タイカン
	日立造船	HEC
	ピー・エス	三菱建設
	エヌピーエフ・パートナーズ	UHT
	キャノンアプテックス	コピア
	高砂電器産業	クリエイションカード情報システム
	日本PMC	星光化学工業
	明光ナショナル証券	さくらフレンド証券
	明電舎	明電エンジニアリング
	インパクト二十一	アクティ二十一
	エニックス	スクウェア
	大庄	榮太郎
	住友ゴム工業	オーツタイヤ
2003	アーレスティ	京都ダイカスト工業
	ソフトバンク・インベストメント	イー・トレード
	第一セメント	中央商事
	アマダ	アマダマシニックス
	スズケン	安藤薬業公司
	九州ジャスコ	ホームワイド
	山之内製薬	藤沢薬品工業
	日本酸素	大陽東洋酸素
2004	大日本紙業	日本ハイパック
	サークルK	シーアンドエス
	日立製作所	トキコ
	新三井製糖	台糖
	丸紅インフォテック	コンピュータウエーブ
	西日本銀行	福岡シティ銀行
	イトーキクレビオ	イトーキ
	インテック	インテックコミュニケーションズ
	コナミ	コナミエンタテインメントジャパン
		コナミSTUDIO
		コナミ東京

## 株式交換

発表年	acquirer 企業	target 企業	
1999	ソニー	ソニーケミカル ソニー・プレジジョン・テクノロジー ソニー・ミュージック・アンド・エンタテインメント ノリタ光学 日華油脂 東洋エクステリア アイフルホームテクノロジー アポロ電子工業 ワコー電器 大洋海運 エス・ディー・エスバイオテック 若山精密工業 松下冷機 高島屋 高島屋工作所 新日軽	
	エンプラス		
	ホーネンコーポレーション		
	トステム		
	ローム		
	川崎汽船		
	昭和電工		
	松下電器産業		
	高島屋		
	日本軽金属		
	2000	日野自動車	日野車体工業 熊沢製油産業 鈴木シャッター工業 ニューファミリー 東京いすゞ自動車 キャビン工業 キヤノン化成 甲陽建設 サンクスアンドアソシエイツ 日之出汽船 ニッカウイスキー アサヒビールシステム 日本無機 東急ホテルチェーン
		味の素	
		トステム	
		ジャパン	
いすゞ自動車			
内田洋行			
キヤノン			
ジャパンエナジー			
サークルケイ・ジャパン			
日本郵船			
アサヒビール			
日本板硝子			
東急			
2001		ダイニック	大平製紙 多摩電気工業 日立AIC 高崎三興 チューエツ 中央紙 興亜石油 三井木材
	KOA		
	日立化成		
	王子紙		
	日石三菱		
	二チ八		

発表年	acquirer 企業	target 企業
	富士通 西濃運輸	富士通システムコンストラクション 東海西濃運輸 関東西濃運輸 濃飛西濃運輸
	阪急 大和銀HD コカコーラウエスト 松下電工 ミサワホーム シスメックス ミサワホーム シチズン フルサト工業 松下電器産業	阪急不動産 あさひ銀行 三笠コカコーラ 朝日ナショナル照明 ミサワセラミック 国際試薬 ホリー CBM ジーネット 松下精工 松下通信工業 九州松下電器 松下寿電子工業
2002	東邦薬品 太平洋セメント 阪急百貨店 キヤノン ニチメン 日本郵船 トヨタ自動車 ソニー 三井不動産 日立製作所  電気化学工業 日本ユニパックHD 東急電鉄 オートバックスセブン コマツ  ラルズ 横河電機 京セラ キヤノン販売	船橋薬品 テイヒュー 阪急共栄物産 キヤノンコンポーネンツ ニチメン インフィニティ 東京船舶 トヨタウッドユーホーム アイワ 三井不動産販売 日立電子エンジニアリング ユニシアジェックス 東洋化学 日本板紙 東急車輛製造 オートハローズ コマツゼノア 小松リフト 福原 安藤電気 東芝ケミカル キヤノン・エヌ・ティー・シー キヤノンシステムアンドサポート

発表年	acquirer 企業	target 企業
	大同特殊鋼	日本鍛工
	三菱マテリアル	第一電工
	レンゴー	ハマダ印刷機械
	富士電機	富士電機冷機
	川崎重工業	日本飛行機
	CSK	CSK コミュニケーションズ
	未来	未来工業
	フジカラーホールディングス	ジャスフォート
	松坂屋	横浜松坂屋
	豊年味の素製油	吉原製油
	不動建設	フドウ建研
	三井金属鉱業	大井製作所
	三菱電機	東洋高砂乾電池
	住友重機械工業	新日本造機
	三菱瓦斯化学	フドー
	リコー	東北リコー
	オンワード樫山	オーク
	サッポロビール	サッポロライオン
	関西電力	大トー
		東光精機
	みずほフィナンシャルグループ	みずほホールディングス
2003	コニカ	ミノルタ
	CSK	CSK ネットワークシステムズ
		サービスウェア・コーポレーション
	ソニー	シーアイエス
	日本電産	日本電産シンポ
	住友金属	関東特殊製鋼
	東洋紡績	大同マルタ染工
		新興産業
	新日本製鉄	新日鉄化学
	豊田自動織機	サンリバー
	グンゼ	郡是高分子工業
	小田急電鉄	箱根登山鉄道
	ケーヨー	ニック産業
	西友	エス・エス・ブイ
	宇部興産	宇部日東化成
	メルコホールディングス	メルコ
	ダイワボウ	カンボウプラス
	メガチップス	メガフュージョン

発表年	acquirer 企業	target 企業
	大成建設	大成ユーレック
	ニッパツ	日発精密工業
	京セラ	キンセキ
	JFEホールディングス	東京シヤリング
		川鉄鋼板
	日本ユニパックホールディング	サンミック千代田
	アデランス	フォンテーヌ
	カーライル	キトー
	東京急行電鉄	東急観光
	JFEホールディングス	JFE工建
	名古屋鉄道	名鉄百貨店
	アオキインターナショナル	トリイ
	コメリ	ヤマキ
		ミスタージョン
	住友商事	日東バイオン
	名村造船所	オリイメック
	阪急電鉄	新阪急ホテル
	日立電線	東日京三電線
	JFEホールディングス	LSフェンス
	ケーズデンキ	ギガス
	オンワード樫山	チャコット
	クラヤ三星堂	アトル
	三井物産	東洋オフィスメーション
	大陽東洋酸素	日興酸素
	すかいらく	ジョナサン
2004	メイテック	日本DBM
	東京急行電鉄	伊豆急行
	昭和電工	平成ポリマー
	アークス	ふじ
	富士重工業	輸送機工業
	不二サッシ	九州不二サッシ
	ギガスケーズデンキ	八千代ムセン
	SFOODS	ムラチク
	新日本製鉄	日鉄鋼板
		日鉄鋼管
	サン・ジャパン	TCC
	ミツバ	自動車電機工業
	CSK	日本フィッツ
	住友電工	アライドマテリアル

(株式交換)

発表年	acquirer 企業	target 企業
	富士通	FSAS
	スズケン	アステイス
	ほくほく FG	北海道銀行
	コロワイド	竈戸屋
	THK	大東製機
	東京ドーム	松戸公産
	インテック	IUK
	三菱東京 FG	DCS
	マクニカ	橘テクトロン
	東急電鉄	東急百貨店
	住友商事	住商メタレックス
	積水ハウス	積和不動産
		積和不動産関西
		積和不動産中部
		積和不動産中国
		積和不動産九州
	ミスミグループ	駿河精機
	富士レビオ	SRL
	セイノーHD	トヨタカローラ岐阜
		岐阜日野自動車
	NEC	NECシステムテクノロジー
		NECソフト
	ウェーブロックHD	ダイオ化成

## 株式移転

発表年	acquirer 企業	target 企業
1999	富士銀行	第一勧業銀行 日本興業銀行
2000	北洋銀行 東京三菱銀行  シダックス・コミュニティ 日本製紙 三和銀行  東京海上火災保険 広島総合銀行	札幌銀行 三菱信託銀行 日本信託銀行 シダックス・フード 大昭和製紙 東海銀行 東洋信託銀行 日動火災海上保険 せとうち銀行
2001	中京コカ・コーラボトリング 親和銀行 川崎製鉄 デオデオ 大和銀行 ダイカ  ジャパンエナジー 日本航空 ガステック	富士コカ・コーラボトリング 九州銀行 NKK エイデン 近畿大阪銀行 伊藤伊 サンピック 日鉱金属 日本エアシステム 中部
2002	宮地鐵工所 帝人製機 日商岩井	宮地建設工業 ナブコ ニチメン
2003	ミサワホーム  三協アルミニウム工業 日本コムシス 福神 日本電池 大同生命保険 田村電機製作所 レナウン	ミサワ東洋 東京ミサワホーム ミサワホーム東海 立山アルミニウム工業 三和エレクト アズウェル ユアサ 太陽生命保険 大興電機製作所 ダーバン
2004	サミー	セガ



## 株式公開買付

発表年	acquirer 企業	target 企業
1991	ダイエー	マルエツ
1992	ダイエー 三菱化学	忠実屋 江本工業
1993	新日本製鉄	エヌ・エム・ビーセミコンダクター
1995	日清製油	和弘食品
1996	ジャック 鬼怒川ゴム工業 カルソニックカンセイ	日本エーエム 帝都ゴム
1997	ホーネンコーポレーション キョクイチ 名村造船所 亜土電子工業 トヨタ自動車 近畿日本鉄道 兼松	日華油脂 矢作製鉄 オリイ リース電子 ユーエスケー 大日本土木 ユニダックス
1998	昭和電工 グルメ杵屋 トヨタ自動車 オートバックスセブン サークルケイ・ジャパン ユニー 日本たばこ産業 小松製作所	エス・ディー・エスバイオテック 元気寿司 ダイハツ工業 オートハローズ サンクスアンドアソシエイツ  鳥居薬品 コマツゼノア
1999	ローム エンプラス 住友重機械工業 デンセイ・ラムダ 新日本石油 帝人	アポロ電子工業 ノリタ光学 大阪製鎖造機 日本電気精器 興亜石油 東邦レーヨン
2000	アルゼ さくら銀行 ゼンショー マックハウス チヨダ 高松建設 キャノンアプテックス	シグマ みなと銀行 ココスジャパン レオ  小松建設工業 ニスカ
2001	コナミ	ピープル

発表年	acquirer 企業	target 企業
	コカ・コーラウエストジャパン 三洋信販 西濃運輸 西濃運輸 シスメックス T I S オリックス 光通信	三笠コカ・コーラボトリング マイカルカード トヨタカローラ岐阜 岐阜日野自動車 国際試薬 エス・イー・ラボ 関西メンテナンス クレイフィッシュ
2002	日立造船 双日 ベンチャーリンク キヤノン販売 キヤノン販売 パル 富士写真フイルム 三井物産 ケーヨー ニチメン シーエーシー 昭文社 近畿コカ・コーラボトリング トランスコスモス	エイチイーシー ニチメン・インフィニティ 日商インターライフ キヤノン・エヌ・ティー・シー キヤノンシステムアンドサポート ナイスクラブ ジャスフオート エームサービス ニック産業 なか卯 アイ・エックス・アイ 日本コンピュータグラフィック 三笠コカ・コーラボトリング ダブルクリック
2003	イオン アーケ 神戸製鋼所 イオン アオキインターナショナル テスコ 名村造船所 サミー 大豊工業 三菱化学 日本ウェーブロック 松下電器産業	マックスバリュ北海道 積水工機製作所 神鋼造機 マックスバリュ中部 トリイ シートゥーネットワーク オリイメック 日商インターライフ 日本ガスケツト 三菱ウェルファーマ ダイオ化成 松下電工
2004	住友商事 住友ベークライト ライブドア カルチュア・コンビニエンス・クラブ CSK	セブン工業 筒中プラスチック工業 バリュークリックジャパン レントラックジャパン コスモ証券

発表年	acquirer 企業	target 企業
	幸洋コーポレーション	ビジネス・ワン
	東洋紡	東洋クロス
	協和エクシオ	和興エンジニアリング
	鬼怒川ゴム工業	帝都ゴム
	グッドウィル・グループ	ヒュー・マネジメント・ジャパン
	アーク	南部化成
	東レ	蝶理
	品川白煉瓦	イソライト工業
	オリンパス	ITX
	商船三井	ダイビル
	東京急行電鉄	東急百貨店
	富士レビオ	エスアールエル
	東洋紡	御幸ホールディングス
	日本電気	NECシステムテクノロジー
	日本電気	NECソフト

## 第三者割当増資

発表年	acquirer 企業	target 企業
1977	三菱瓦斯化学 日立化成工業 トヨタ自動車工業 大東紡織 日本電気 日立電線	不動化学工業 日立コンデンサ 日本工芸工業 大東製機 安藤電気 京三電線
1978	帝人 ダイエー 日立造船 三菱鉱業セメント 山村硝子 アマダ 三井物産 トヨタ自動車工業 三菱商事 日立化成工業 三越 三菱鉱業セメント	東京麻糸紡績 上毛撚糸 富岡機械製作所 ゼニス菱光コンクリート工業 広島硝子工業 ワシノ機械 昭和鉱業 フタバ産業 大日本精糖 日立コンデンサ 小林百貨店 ピー・エス・コンクリート
1979	三菱化成 日立化成工業 明治製菓 三菱鉱業セメント 住友化学工業 ダイエー トピー工業 キヤノン ユニチカ	日東タイヤ 日立コンデンサ 日研化学 ゼニス菱光コンクリート工業 藤本産業 イチケン 北越メタル コピア 寺田紡績
1980	日立造船 伊藤忠商事 丸紅 新興通信工業 三井物産 住友金属工業 日立金属 オークマ	アタカ工業 三興製紙 油谷重工 新中央工業 高崎製紙 日東金属工業 日本工具製作所 大隈豊和機械
1981	日産自動車 三菱化成	池田物産 東京田辺製薬

(第三者割当増資)

発表年	acquirer 企業	target 企業
	日立造船 積水ハウス 昭和電工	日立造船富岡機械 ダイハツディーゼル 科研化学
1982	日本鉱業 麒麟麦酒	タツタ電線 万有製薬
1983	ダイエー 東洋紡績 日立造船 イ・アイ・イ 神戸製鋼所	丸興 新興産業 日産建設 森電機 油谷重工業
1984	富士通 三菱商事 富士通 積水ハウス	コパル 日本農産工業 ゼネラル トーヨド建設
1985	味の素 富士通	三楽オーシャン 富士通ゼネラル
1986	昭和海運 三菱電機 日本鋼管 キヤノン販売	日之出汽船 赤井電機 浜井産業 日本タイプライター
1987	積水ハウス 三菱化成 キヤノン販売 キヤノン 神戸製鋼所 ジャスコ 積水ハウス	トーヨド建設 東京田辺製薬 日本タイプライター キヤノン電子 神鋼電機 忠勇 トーヨド建設
1988	横浜ゴム 東洋ゴム工業	東洋ゴム 横浜ゴム
1989	富士通 鉄建建設 兼松	コパル 東鉄工業 日産農林工業
1990	オリエントコーポレーション セガ・エンタープライゼス 味の素 エーザイ 小野田セメント モリ工業 阪急電鉄	オートリ 亜土電子工業 カルピス食品工業 三光純薬 テイヒュー 栄輪業 森組

## (第三者割当増資)

発表年	acquirer 企業	target 企業
1991	住友商事	吉原製油
	雪印乳業	合同酒精
	富士通	富士通ゼネラル
	大京	かるりーな
	日成ビルド工業	日本起重機製作所
	日本碍子	双信電機
	ジャスコ	ケーヨー
	大同特殊鋼	東北特殊鋼
	ジャスコ	メイク
	マキタ	富士ロビン
1992	三菱石油	富士興産
	ジャスコ	タカキュー
	日本鉱業	甲陽建設工業
1993	住友商事	日東バイオン
	ニチイ	日産建設
	文化シヤッター	森電機
	三井物産	共立
	大阪商船三井船舶	日本海汽船
	新日本製鉄	日鉄鋼管
	ダイイチ	エービーシ
	大和銀行	コスモ証券
1994	ニチメン	日華油脂
	スズケン	秋山愛生館
	三菱銀行	日本信託銀行
1995	日本電産	シンボ工業
	富士通	富士通ゼネラル
	富士通	高見澤電機製作所
1996	日本電気	日本電気精器
	ジャスコ	やまや
	INAX	ジャニス工業
	ユニチカ	アイレックス
1997	兼松	ユニダックス
	積水樹脂	日本興業
	グンゼ	郡是高分子工業
	三菱商事	矢作製鉄
	三菱商事	創健社
	東京三菱銀行	日本信託銀行
	全日本空輸	全日空ビルディング
1998	京セラ	第二電電

発表年	acquirer 企業	target 企業
	大同ほくさん	タテホ化学工業
	ソニー	ジャストシステム
	第一勧業銀行	勸角証券
	日本たばこ産業	ユニマットオフィスコ
	川鉄商事	野崎産業
	東芝	テック
	商工ファンド	イシイコーポレーション
	トヨタ自動車	千代田火災海上保険
	オートバックスセブン	オートハローズ
	ブラザー工業	ブラザー販売
	三井不動産	三井不動産販売
	アルゼ	環デザイン
1999	アルゼ	セタ
	丸紅	アインファーマシーズ
	ジャスコ	やまや
	東京三菱銀行	日本信託銀行
	ミサワリゾート	ミサワリゾート
	三和銀行	東洋信託銀行
	大和銀行	近畿銀行
	富士銀行	安田信託銀行
	アルゼ	環デザイン
	東京急行電鉄	東急観光
	三菱化学	日本化成
	セコム	パスコ
	三井物産	石原産業
	富士銀行	千葉興業銀行
	大和銀行	近畿銀行
	大和銀行	大阪銀行
	住友金属工業	住友鋼管
	大明	東邦建
	さくら銀行	山種証券
	CSK	アスキー
	東洋ゴム工業	鬼怒川ゴム工業
	富士通	富士電気化学
	住友商事	マミーマート
	日立ソフトウェアエンジニアリング	アイネス
2000	小松製作所	小松建設工業
	アルゼ	シグマ
	住友軽金属工業	日本アルミ

発表年	acquirer企業	target企業
	日石三菱	帝国石油
	フルサト工業	ジーネット
	富士重工業	スズキ
	東京急行電鉄	東急建設
	ソフトバンク・インベストメント	文化放送ブレン
	デンソー	ジェコー
	トヨタ自動車	日野自動車
	三和銀行	泉州銀行
	東北電力	ユアテック
	ジャスコ	ハックキミサワ
	トヨタ自動車	DDI
	神戸製鋼所	日本高周波鋼業
	コナミ	タカラ
	日本電産	日本電産トーソク
	日本電産	日本電産シンポ
	トヨタ自動車	デジキューブ
	丸紅	東洋精糖
	西日本銀行	オーケー食品工業
	角川書店	アトラス
	三菱商事	ユニダックス
	ダイムラークライスラー・アーゲー	三菱自動車工業
	住友軽金属工業	日本アルミ
	千代田火災海上保険	デイトナ
	有線ブロードネットワークス	日光堂
	豊田合成	ヒューネット
	日本電産	日本電産コパル
	土屋ホーム	土屋ツーバイホーム
	宝酒造	関東医学研究所
	キヤノンアプテックス	ニスカ
	住友ゴム工業	オーツタイヤ
	帝人	ジャパンケアサービス
	三和銀行	泉州銀行
2001	西尾レントオール	サコス
	CSK	CSKエレクトロニクス
	丸紅	オメガ・プロジェクト
	クリーク・アンド・リバー社	デザインエクステンジ
	豊田通商	キムラユニティー
	富士重工業	富士機械
	丸紅	赤城水産



発表年	acquirer 企業	target 企業
	オメガ・プロジェクト	日本 MIC
	トヨタ自動車	日野自動車
	電通国際情報サービス	兼松エレクトロニクス
	浜松ホトニクス	シグマ光機
	ソニー	アイワ
	コナミ	ハドソン
	東洋水産	仙波糖化
	ミサワセラミック	星光化学工業
	ベンチャー・リンク	タリーズコーヒー
	TIS	エスイーラボ
	ドン・キホーテ	そうご電器
	ドン・キホーテ	第一家庭電器
	カネカ	旭ホームズ
	カテナ	システムソフト
	フォーバル	フォーバルテレコム
	三井物産	かどや製油
2002	三菱商事	ネットワンシステムズ
	アパマンショップネットワーク	幸洋コーポレーション
	ビーエスエル	マルキン忠勇
	三井不動産	日東大都工業
	東京急行電鉄	東急建設
	三井不動産	三井不動産販売
	三井物産	日鉄商事
	ラオックス	真電
	日立製作所	日立電子エンジニアリング
	新日本製鐵	大同鋼板
	豊田自動織機	アイチコーポレーション
	横河電機	安藤電気
	三菱マテリアル	第一電工
	松坂屋	横浜松坂屋
	ニッシン	アイ・シー・エフ
	アジアパシフィックシステム総研	クレオ
	ソニー	アイワ
	東レ	水道機工
	大正製薬	富山化学
	丸紅	オメガ・プロジェクト
	コメリ	ヤマキ
	川岸工業	サクラダ
	昭文社	日本コンピュータグラフィック

発表年	acquirer 企業	target 企業
	松坂屋	横浜松坂屋
	大日本印刷	ムービーテレビジョン
	ミツバ	自動車電機工業
	NTTドコモ	ACCESS
2003	味の素	ギャバン朝岡
	日本電気	日本アビオニクス
	日商エレクトロニクス	住商エレク
	伊藤忠商事	マイスターエンジニアリング
	南海電気鉄道	南海辰村建設
	カップ・クリエイト	家族亭
	加ト吉	メデカジャパン
	伊藤忠商事	プリマハム
	オートバックスセブン	デイトナ
	シキボウ	新内外綿
	ユニチカ	テラボウ
	伊藤忠商事	ポケットカード
	エア・ウォーター	江本工業
	東京急行電鉄	東急観光
	前田建設工業	東洋建設
	インデックス	Eストアー
	インデックス	学習研究社
	オリエンタルランド	ディーワンダーランド
	三井物産	ケネディ・ウィルソン・ジャパン
	日本電産	三協精機製作所
	福岡銀行	高田工業所
	エン・ジャパン	システム・テクノロジー・アイ
	伊藤忠商事	アセット・マネジャーズ
	ダイテック	福井コンピュータ
	タカラ	アトラス
	ユニー	鈴丹
	神戸製鋼所	神鋼造機
	日本電産	日本電産コパル
	新日本製鐵	テトラ
2004	ヤマノホールディングコーポレーション	堀田産業
	トランスコスモス	応用技術
	電通	ダブルクリック
	タカラ	ワコー
	ソフトバンク・インベストメント	ファイナンス・オール
	東ソー	プラス・テク

発表年	acquirer 企業	target 企業
	フィールズ	ディースリー・パブリッシャー
	ダイセル化学工業	日本プラスト
	西尾レントオール	サコス
	大京	扶桑レクセル
	三菱東京フィナンシャルグループ	アコム
	ゼィープラス	ザイオン
	協和エクシオ	大和電設工業
	マクニカ	橘テクトロン
	カルソニックカンセイ	東京ラヂエーター製造
	三井物産	天昇電気工業
	デジタルアドベンチャー	アーティストハウス
	三井住友フィナンシャルグループ	プロミス
	デジタル・アドバタイジング・コンソーシアム	エルゴ・ブレインズ
	東レ	水道機工
	ユニオンホールディングス	オメガ・プロジェクト
	ITX	有線ブロードネットワークス
	小松製作所	セラータムテクノロジー
	三井物産	中央ビルト工業
	ローランド	ローランド ディー・ジー
	品川白煉瓦	イソライト工業
	三井造船	三井海洋開発
	三菱瓦斯化学	JSP
	ゲオ	シチエ
	ソフトバンク・インベストメント	メガブレーン
	日産自動車	カルソニックカンセイ
	システムプロ	ソフトフロント
	日清紡績	CHOYA

## 経済経営研究目録

(1980年7月より2006年3月まで)

Vol. No. 発行年月

### 経済一般理論・実証

日本の景気循環の推計 - Markov Switching Dynamic Factor Modelを用いた検討 -	26 (1)	2005. 5
経済の情報化とITの経済効果	22 (1)	2001.11
日米経済と国際競争	20 (4)	2000. 3
現金収支分析の新技法	16 (3)	1995.11
日米独製造業の国際競争力比較 - 実質実効為替レートを利用した要因分析 -	12 (1)	1991. 6
レーガノミックスの乗数分析	10 (1)	1989. 5
為替レートのミスアラインメントと日米製造業の国際競争力	9 (1)	1988. 7
貯蓄のライフ・サイクル仮説とその検証	2 (3)	1982. 1
今後のエネルギー価格と成長径路の選択 - 期待されるエネルギーから資本への代替 -	1 (1)	1980. 7

### 設備投資

R&Dのスピルオーバー効果分析 - 日本のハイテク産業における実証 -	26 (2)	2005. 6
1990年代の設備投資低迷の背景について - 財務データを用いたパネル分析 -	25 (4)	2004.12
設備投資と不確実性 - 不可逆性・市場競争・資金制約下の投資行動 -	25 (2)	2004. 9
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 - 1985～1995年 -	16 (6)	1996. 1
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 - 1966～1984年 -	16 (2)	1995.11
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 - 1945～1965年 -	15 (1)	1994.12
大都市私鉄の投資と公的助成 - 地方鉄道補助法とその評価 -	14 (1)	1993. 4
鉄道運賃・収支と設備投資	13 (2)	1992. 7
大都市圏私鉄の設備投資について	12 (3)	1991. 8

設備投資と資金調達	11 (4)	1991. 2
- 連立方程式モデルによる推計 -		
土地評価とトービンのq / Multiple qの計測	10 (3)	1989.10
我が国の設備機器リース	9 (5)	1989. 3
- その特性と成長要因 -		
設備の償却率について	9 (3)	1988. 9
- わが国建設機械の計測例 -		
設備投資の決定要因	6 (5)	1986. 3
- 各理論の実証比較とVARモデルの適用 -		
設備投資研究 '85	6 (4)	1985. 9
- 主要国の設備投資とわが国におけるR&D投資の構造的特色 -		
設備投資研究 '84	5 (1)	1984. 7
- 変貌する研究開発投資と設備投資 -		
設備投資研究 '82	4 (2)	1983. 7
- 調整過程における新たな企業行動 -		
投資促進施策の諸類型とその効果分析	4 (1)	1983. 7
設備投資研究 '81	3 (4)	1982. 7
- 研究開発投資の経済的効果 -		
税制と設備投資	3 (3)	1982. 7
- 調整費用、合理的期待形成を含む投資関数による推定 -		
時系列モデルの更新投資への適用	3 (2)	1982. 7
設備投資研究 '80	2 (2)	1981. 7
- 投資行動分析の新しい視角 -		
<b>金融・財政</b>		
日本企業のガバナンス構造	24 (1)	2004. 1
- 所有構造、メインバンク、市場競争 -		
非対称情報下の投資と資金調達	23 (3)	2003. 2
- 負債満期の選択 -		
- 投資非効率と企業の規模 -		
メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか	21 (1)	2000. 8
- 製造業に関する実証研究 -		
ドル・ペッグ下における金融危機と通貨危機	20 (3)	1999. 8

アメリカ連邦政府の行政改革	20 ( 1 )	1999. 6
- GPRA を中心にして -		
なぜ日本は深刻な金融危機を迎えたのか	19 ( 1 )	1998. 9
- ガバナンス構造の展望 -		
国際機関投資家の新潮流	16 ( 4 )	1995. 9
アメリカの金融制度改革における銀行隔離論	13 ( 1 )	1992. 6
メインバンクの実証分析	12 ( 4 )	1992. 3
Asset Bubble のミクロ的基礎	11 ( 3 )	1990.12
資産価格変動とマクロ経済構造	11 ( 2 )	1990. 7
貯蓄・投資と金利機能	11 ( 1 )	1990. 6
金融構造の変化について	10 ( 2 )	1989. 8
公的部門の金融活動	9 ( 4 )	1988.10
- 米国での動きとわが国との対比 -		
クラウドディング・アウトについての研究	8 ( 1 )	1987.11
- 国債発行の国内貯蓄および金融仲介への影響 -		
アメリカの金融システムの特徴と規制緩和	7 ( 1 )	1986.10
アメリカの金融自由化と預金保険制度	6 ( 3 )	1985. 6
西ドイツの金融自由化と銀行収益および金融制度の安定	6 ( 2 )	1985. 7
西ドイツの公的金融		
- その規模と特徴 -		
アメリカの公的金融	6 ( 1 )	1985. 7
- フェデラル・ファイナンスング・バンクと住宅金融 -		
金融市場の理論的考察	5 ( 2 )	1984. 7
債券格付に関する研究	2 ( 1 )	1981. 7
資本市場に於ける企業の資金調達	1 ( 2 )	1980.10
- 発行制度と資金コスト -		
<b>資源・環境</b>		
カーボンファイナンスの評価と今後の可能性	25 ( 5 )	2004.12
- モンテカルロ法によるシミュレーション分析 -		
地域経済と二酸化炭素排出負荷	24 ( 4 )	2004. 3
エネルギー問題に関する理論および実証のサーベイ	1 ( 3 )	1981. 2

**会計・企業・財務**

日本のM&A - イベント・スタディによる実証研究 -	26 ( 6 )	2006. 3
ベトナム私法整備の経緯と日本支援の役割 - 社会的共通資本としての法学の視点から -	26 ( 5 )	2006. 3
DIPファイナンスの実証研究	26 ( 4 )	2006. 3
税効果会計と利益操作 - 倒産企業による実証分析 -	25 ( 6 )	2005. 3
コーポレート・ガバナンスの世界的動向 - 欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開ならびに 「会社法制の現代化に関する要綱試案」の動向 -	25 ( 3 )	2004. 9
コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題 - 経営機構改革の具体例の検討、内部統制システム等に関する考察を中心として -	24 ( 5 )	2004. 3
利益の質による企業評価 - 利質分析の理論と基本的枠組み -	24 ( 3 )	2004. 3
企業の再生と挫折 - UALにおけるターンアラウンド戦略の評価 -	24 ( 2 )	2004. 3
商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営 - 社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心として -	23 ( 6 )	2003. 3
日本の製造業 - 長期データに基づく収益力の再検証 -	23 ( 5 )	2003. 3
利益操作の研究 - 不当な財務報告に関する考察 -	23 ( 4 )	2003. 2
バブル崩壊後の企業財務の推移と課題	18 ( 3 )	1998. 3
連結決算20年のデータで見る日本企業の資本収益性低下	18 ( 2 )	1998. 3
日米医療NPO（非営利組織）の経済分析	17 ( 2 )	1997. 3
企業のリストラクチャリングについて	16 ( 1 )	1995. 5
日本主要企業の資本構成	12 ( 2 )	1991. 7
企業における情報行動の分析 - 職場における情報行動に関する調査報告 -	7 ( 2 )	1987. 3
ビジネス・リスクと資本構成	3 ( 1 )	1982. 4

**産業構造・労働**

防衛的技術進歩	26 ( 3 )	2005. 7
---------	----------	---------

- グローバル経済下の内生的技術進歩 -		
技術進歩と人的資本	25 (1)	2004. 5
- スキル偏向的技術進歩の実証分析 -		
我が国の半導体産業とイノベーション	23 (7)	2003. 3
- イノベーション経営研究会報告書 -		
我が国製造業の打開策を探る	23 (2)	2002.11
- プロダクション・ニューパラダイム研究会報告書 -		
貿易と雇用	23 (1)	2002.11
- グローバル化の産業と地域への影響 -		
グローバル化と労働市場	21 (2)	2000.11
- 日本の製造業のケース -		
偏向的技術進歩と日本製造業の雇用・賃金	20 (2)	1999. 6
- コンピュータ投資にみる技術進歩の影響 -		
戦間期日本における農工間賃金格差	19 (3)	1998.12
日本の労働市場と失業	9 (2)	1988. 8
- ミスマッチと女子労働供給の実証分析 -		
産業調整問題に関する理論および実証	3 (5)	1982. 8
<b>地域政策</b>		
地域・目的別社会資本ストックの経済効果	19 (2)	1998.11
- 公共投資の最適配分に関する実証的分析 -		
地域間所得移転と経済成長	18 (1)	1998. 3
アジアにおける地域の国際ネットワーク化試論	17 (1)	1997. 3
- ネットワークの理論的考察とその応用としてのアジア重層ネットワーク構想 -		
新しい町づくりの試みサステイナブル・コミュニティ	16 (5)	1995.10
- 真のベター・クオリティ・オブ・ライフを求めて -		
首都圏を中心としたハイテクゾーンの現状と将来	6 (6)	1986. 3