

会社テークオーバーによる企業 価値創造効果の日米比較

伊 藤 邦 雄

「会社テークオーバーは自由市場における競争活動の論理的帰結である。」

「会社テークオーバーはまた、テクノロジーや消費者の嗜好の変化によって絶えず要求される本格的なリストラクチャリングや資源転換を実行するためのユニークで、強力で、しかも無私のメカニズムを提供するものである。」

—M. Jensen (1984)

I はじめに

会社経営者はさまざまな局面で、一定の制約のもとで最適な意思決定を迫られる。そうした意思決定のなかでも、会社テークオーバー (corporate take-overs) をめぐる決定は重大である。その理由はいろいろある。

第1に、会社テークオーバーとは他会社の経営資源全体もしくはその重要な一部の支配権を獲得する (あるいは獲得される) 行為であり、支配権に対する執着と抵抗のせめぎ合いが当事者間の鋭い利害の衝突を引き起こすからである。

このように会社テークオーバーが行われる市場では、異なる経営者チームによって当該会社の経営支配権が争われ、それがいわば「経営労働市場」(management labor market) の一部を形成しているからである¹⁾。これが第2の理由である。第3は、テークオーバーに投入される資源 (とりわけ資金) やリスクが総じて大きく、その成否が以後の企業の命運を左右する可能性が高いことである。

会社テークオーバーは、合併 (mergers)、株式公開買付 (tender offers) そ

して委任状勧誘競争 (proxy contests) を通して行われる。最近では M & A (mergers and acquisitions) と呼ばれることが多い。米国ではそうしたテークオーバーが日常茶飯事のごとく頻発し、またそれをめぐる当事者間の対立が鮮明な形で現われ、それをめぐる是非論が近年かまびすしく展開されてきた。

一方には、頻発するテークオーバーが経営者に脅威と恐怖を与え、それが経営者をして長期的展望に立った意思決定を放棄させるとともに、短期的利益を近視眼的に追求させる結果をもたらしたとする根強い批判論がある。テークオーバーが米国の産業を衰退させた主因の1つというわけである。しかし他方には、テークオーバーは決してゼロサム・ゲームではなく、被買収企業（ターゲット企業）の価値を創造し、株価の上昇という形で株主の富を増大させているとの肯定論がある。とりわけ後者は財務論の研究者によって蓄積されてきた実証結果に基づいて展開されてきたものである。

わが国でもこれまで、数こそ多くないものの合併という形でテークオーバーが行われてきた。最近では国内企業を対象としたものはもとより、外国企業をテークオーバーの対象としたものも盛んに行われるようになってきた。しかしながら、わが国のテークオーバーが米国のそれと同様に企業価値を創造してきたかどうかは、実証的にはほとんど研究されてこなかった。

テークオーバーが企業価値を創造するものと一般に予想・評価されれば、それが証券市場において株価に反映されるはずである。いってみれば株価はテークオーバーが企業価値を創造しているかどうかのサウンディング・ボードとしての機能を果たしていると考えられる。

本稿の目的は、日本企業によるテークオーバーに対する証券市場とりわけ株価の反応を通してその企業価値創造効果を検証し、その結果を米国の実証結果と比較することにある。また、こうした実証はテークオーバーという事象の発表が情報としてどのような内容をもつかという、いわばテークオーバーの情報効果を点検することにもなる。さらに、本研究の副次的効果として、そうした情報効果を点検することによって、わが国で現在問題とされているインサイダー取引に関する何らかの実証的示唆を得ることが期待される²⁾。

II 米国の実証結果

(1) 概観

米国では会社テークオーバーによる株主の富（企業価値）への影響を株式投資による超過収益（abnormal return）によって測定するのが一般であり、そうした研究結果は数多くある。しかし、それぞれ調査対象とするテークオーバーの形態、使用するモデル、分析期間、そして投資収益率データの種類が微妙に異なる。

例えばテークオーバーの形態としては主として合併と公開買付、あるいはその双方が対象とされてきた。また主として採用されたモデルはCAPMと市場モデルの2つである。投資収益率データとしては、当初、月次データが用いられていたが、その後研究の進化とともに日時データが用いられるようになり精緻化がはかられた。また精緻化という点では、①当初の研究ではテークオーバーの実施日をイベント日としていたのに対し、その後情報効果をより正確に把握するために発表日をイベント日とするようになったこと、および当初は成功した（成就した）テークオーバーだけをサンプルとしていたのに対し、その後サンプルを成功したものや失敗したものとの2つのポートフォリオに分類して、両者の効果を比較分析するようになったこと、も指摘しておく必要がある。

そうした米国の実証研究のなかで、後に示すわが国の実証結果との比較対象として選んだのはDodd (1980)とKeown & Pinkerton (1981)である。選択理由は3つある。第1の理由はともに統計的に有意で、かつきわめて類似した結果を示していること。第2は同じモデルを用いていること。第3は両者が互いに補完関係にあることである。すなわち、①後者が被買収企業だけを調査しているのに対し、前者は買収側も調査していること、②後者は前者よりも分析期間を長くとっていること、③前者は株主の富への影響を主として論じているのに対し、後者はインサイダー取引の検証についても重要な示唆を与えており、本稿の副次的目的にも寄与すると期待されたこと。

また、これら2つの研究は、他の多くの実証結果と基本的に同様の発見をし

ており、いってみれば米国の傾向的特徴を反映しているといえる。したがって2つの研究の内容を示す前に、そうした傾向的特徴をみておくのが有益であろう。この点で Jensen & Ruback (1983) によるサーベイを紹介するのが効率的である。

Jensen & Ruback は会社テークオーバーの発表日をイベント日とするようになった³⁾ 1977年の研究から1983までの研究⁴⁾の実証結果を要約している。彼らの貢献は、個々の研究結果をサンプル数をウェイトとして加重平均を行い、研究全体の傾向的特徴を捉えるのに成功していることである。

成功した合併だけについてみると、被買収企業の-1日から0日(=発表日)にかけての異常株価変動率は個々の研究によって+6.24%から+13.41%の開きがあったが、その加重平均は+7.72%であった。また発表日前約1カ月から発表日までの異常株価変動率は+13.30%から+21.78%の開きがあったが、その加重平均は+15.9%であった。他方、買収企業については、-1日から0日にかけての異常株価変動率は+0.20%から-1.09%の開きがあり、その平均は-0.05%であった。また発表日までの約1カ月間の変動率は研究によって+0.20%から+3.48%の開きがあり、その平均は+1.37%であった。

(2) Dodd の研究

Dodd (1980) は1971年から1977年までの期間にニューヨーク証券取引所上場会社を合併する提案を発表した151のケースを対象とした実証研究を行った。ターゲットとされた151のサンプルのうち71件はその後成功(成就)したが、残る80件は成功しなかった。またそれに対応して、買収側はそれぞれ66件と60件であった。Dodd はこれら全サンプルおよび各サブ・サンプルについて、それらが個々の企業の株価(すなわち株主の富)に与える影響を分析した。

まず市場モデルを用いて α と β の2つのパラメータを推定し、それを用いて残差(residual)を計算した。この残差は予測誤差(prediction error: PE)を表し、異常投資収益(abnormal return)と呼ばれるものである。そして、

それは当該合併の発表に起因する株価の変動部分と解釈されるのである。

続いて、各日の PE を計算し、それを全サンプルないしサブ・サンプルについて平均することによって平均予測誤差 (PE) を算出する。この平均予測誤差を -40 日から $+40$ 日まで加算した累積平均予測誤差 (cumulative average prediction error; CPE) を計算する。ただし合併提案がウォール・ストリート・ジャーナル紙に発表された日を 0 日 (イベント日) とし、それ以前の取引日をマイナス、それ以後の取引日をプラスで表わす。

その結果を要約したのが表 1 である。

表 1 累積平均予測誤差 (CPE)

累積期間	被買収企業			買収企業		
	全サンプル (151)	成功 (71)	不成功 (80)	全サンプル (126)	成功 (66)	不成功 (60)
(-1, 0)	13.04%	13.41%	12.73%	-1.16%	-1.09%	-1.24%
(-40, 0)	23.42%	24.01%	24.51%	5.37%	4.89%	5.80%
(+1, +40)	-1.99%	3.96%	-8.86%	-0.20%	1.18%	-1.46%

図 1 米国における被買収企業 (全サンプル) の累積平均予測誤差 (CPE)

—Dodd—

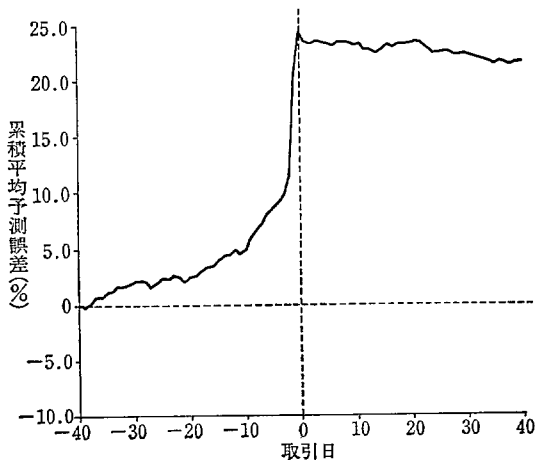
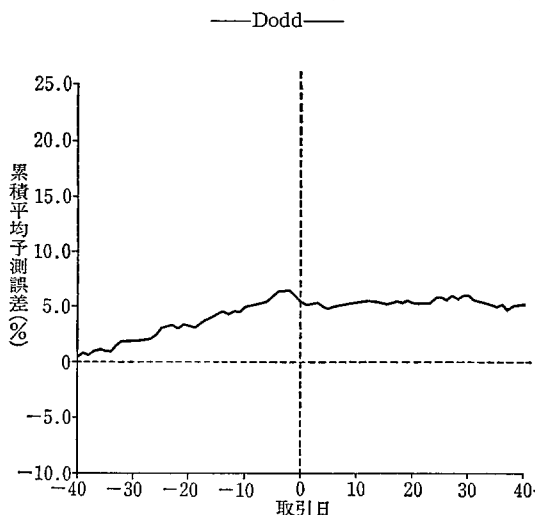


図2 米国における買収企業（全サンプル）の累積平均予測誤差（CPE）



被買収企業および買収企業それぞれの全サンプルの CPE の動きを図示したのが図1と図2である。

被買収企業全サンプルの -1日および0日における平均予測誤差⁵⁾はそれぞれ 8.74% および 4.30% である。それぞれについて t 検定を行った結果、-1日の t 値は 23.80 そして 0日の t 値は 11.71 であり、ともに有意にゼロとは異なるプラスの異常収益が生じていることが判明した。他方、買収企業全サンプルの -1日および0日における平均予測誤差はそれぞれ -0.54% (t 値 -2.46) および -0.62% (t 値 -2.83) であり、被買収企業とは対照的に小さいながらも有意なマイナスの異常収益が生じていることが判明した。

また -40日から発表日までの被買収企業全体の CPE は 23.42% と高い水準を示している。これを先の -1日から0日までの CPE と比較すると、全体の CPE の約半分が発表日前までに生じていることが知られる。いずれにせよ、これらの結果は被買収企業の株主は合併の提案によって高い水準の超過収益を獲得できることを物語っている。

これらの結果は数字に若干の違いはあるものの、前述の Jensen & Ruback のデータと軌を一にするものといえよう。

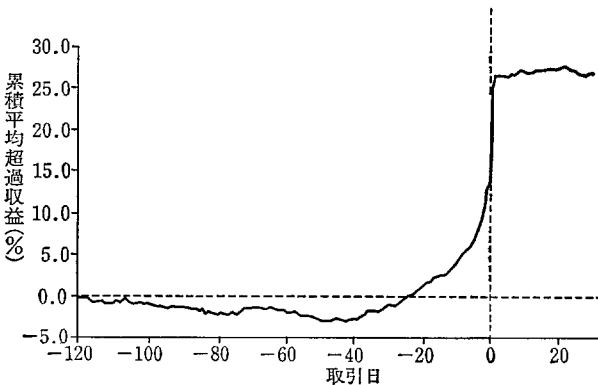
(3) Keown & Pinkerton の研究

Keown & Pinkerton (1981) は 1975 年から 1978 年までの間に買収された 194 の公開会社を対象とし、買収の公表日をはさんで -125 日から +30 日までの株価の動きを追跡した。彼らは Dodd と同じ市場モデルを用いた。 α と β の推定にあたっては、バイアスを排除するために調査期間の最初の 100 日間のデータを用い、発表日 (0 日) 前 25 日間を排除した。

そのようにして推定されたパラメータに基づいて残差である超過収益を計算し、かつ各日における平均超過収益を算出した。さらに平均超過収益を -125 日から +30 日まで加算して累積平均超過収益 (CAR) を計算した。それを示したのが図 3 である。

Keown & Pinkerton の研究の主たるねらいは必ずしも買収による株主の富への影響を分析することではなく、むしろ被買収企業の株価の動きを丹念に跡づけることによってインサイダー取引の存在について何らかの証拠を得ることにある。彼らは次の諸点を発見した。①発表日前 25 日目に CAR がプラスに

図 3 米国における被買収企業の累積平均超過収益 (CAR)
——Keown & Pinkerton——



転じ、また *CAR* の全上昇分の半分がその期間に発生していること。②日々の平均超過収益が発表日前 27 日間のうち 26 日でプラスになっており、発表日前 11 日のうち 10 日間では 10% レベルで、また直前 5 日間では 0.5% レベルで有意にゼロと異なっていること。③直前 5 日間のすべてで全サンプルの過半数の平均超過収益がプラスとなっていること。

彼らはこれらの発見をもとに次のように結論するのである。「これはやがて起こるであろう合併に関するインサイド情報に基づいて相当程度の取引が行われていること、しかもそれは発表日前約 1 カ月頃に始まり、直前の 5 日から 11 日頃にはルール 10 b-5 のまぎれもない違反が起こっていることを示唆している。」(863頁)

Keown & Pinkerton の研究は、合併による被買収企業の株主の富に対する影響ないし企業価値創造効果という点でも重要な結果を示している。まず -1 日と 0 日の平均超過収益はそれぞれ 2.55% および 12.02% となっており、*t* 値もそれぞれ 5.93 および 11.53 となっている。いずれも統計的に有意にゼロと異なるプラスの値を示している。またこの 2 日間の *CAR* は 14.57% と Dodd の 13.04% と近い値を示している。

さらに Dodd との比較のために、Keown & Pinkerton のデータをもとに筆者が計算を行ったところ、-40 日から 0 日までの *CAR* は 27.95% となった。これは Dodd の 24.01% (被買収企業のうち成功したサブ・サンプル) とやはり近い値を示している。また Dodd の研究では得られなかった -125 日から 0 日までの *CAR* は 25.28% を示している。

以上のように Keown & Pinkerton の分析でも、合併の発表によって企業価値が創造され、株主の富が増大していること、さらにそうした増加は発表前に半分ほどが実現していることが確認されたのである。

III 日本の実証結果

(1) これまでの研究

米国とは対照的に、わが国では会社テークオーバーが証券市場を通して株主

の富に与える影響を実証した研究はきわめて少ない。そうした数少ない研究として首藤（1981）と榊原（1986）を挙げることができる。

首藤は1957年から1974年までに行われた78件の合併（被買収企業については35件）をサンプルとして取り上げ、その合併会社と類似する会社を選択して、相互に比較分析を試みている。そして結論として、「株主にとって望ましい効果は認められなかった」としている。ただし、米国の当初の研究と同様に月次投資収益率データを用いて、合併の実施月を中心としたその前後の長期間にわたる超過収益の推移をみているために、超過収益のなかから当該合併の発表に関わる部分を識別することが困難となっているという限界がある。

榊原はMandelker（1974）との比較を意図し、月次収益率データを用いて合併実施月前後それぞれ40カ月の超過収益の動きを追っている。そこでは被買収企業の累積平均超過収益について興味深い発見をしている。次のように言う。「合併公表月と思われる期間にかなりの反騰が見られるが、これは、市場が一時的に合併をグッド・ニュースとして好意的にみていたことを意味している。しかし、合併実施1カ月前に最低の水準に達したことは、市場が、最終的には、来るべき合併にプラスの効果を認めなかったことを意味しているだろう。」（275—6頁）ただし、榊原の研究では合併公表月が特定されていないため、各企業の公表の影響がばらばらに現われ、したがって首藤の研究と同様に、公表の影響を厳密に識別することができないという問題がある。

（2） 今回の調査方法と結果

筆者の行った調査は、少なくとも次の2つの点でこれまでの研究と異なる。第1に合併の公表日を特定していること、第2に公表の影響を詳細に跡づけるために日次の投資収益率データを用いることによって分析の精緻化を試みたことである。

この研究では1971年から1987年までにわが国で行われた合併で、買収会社・被買収会社ともに上場会社であり、かつ公表日が特定できた29件の合併をサンプルとした。具体的には買収会社28社、被買収会社31社であり⁶⁾、会社名と合併公表日が表2に記載してある。またイベント日を当該合併が日本経

表2 サンプルの企業名と合併公表日

買収企業名	被買収企業名	合併公表日
川崎重工	自動車製造	1971. 6. 1
明治製菓	明治商事	1971. 6. 25
山陽国策バルブ	国策バルブ	1971. 8. 23
富士自動車	大日本機械工業	1971. 9. 24
三菱鋁業	三菱セメント	1971. 8. 9
日本軽金	日軽アルミ	1974. 3. 11
鐘紡	カネボウ中滝製薬	1974. 4. 5
東洋曹達工業	鉄興社	1974. 7. 18
日本重化学工業	東北重化学工業	1974.10.16
伊藤忠商事	安宅産業	1976. 1. 13
合同製鉄	日本砂鉄鋼業	1977. 7. 21
ライオン歯磨	ライオン油脂	1977.10.31
王子製紙	日本バルブ工業	1978.10. 4
日本ミネチュアベアリング	東京螺子製作所	1981. 4. 1
	新中央工業	"
	新興通信工業	"
トヨタ自動車工業	トヨタ自動車販売	1982. 1. 23
住友重機械工業	日特金属工業	1982. 4. 21
科研化学	科研薬化工	1982. 4. 22
横河電機製作所	北辰電機製作所	1982. 9. 1
京セラ	ヤシカ	1983. 4. 1
東京三洋電機	三洋自動販売機	1983. 7. 27
赤井電機	赤井商事	1984. 1. 19
トヤマキカイ	日平産業	1984. 4. 7
大協石油	丸善石油	1985. 5. 24
ミネベア	かねもり	1985.10.27
三洋電機	東京三洋電機	1986. 5. 3
戸田建設	島藤建設工業	1986. 8. 23
吾需製鋼所	東仲製鋼	1987. 3. 2
クラウン	田尻機械工業	1987. 5. 26
松下電器産業	松下電器貿易	1987. 8. 31

済新聞紙に公表された日とし、それを0日とした。投資収益率データは公表日をはさんで-119日から+19日までとした。

まず Dodd および Keown & Pinkerton と同様に、次の市場モデルを用いた。

$$\hat{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \hat{R}_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{jt}$$

ただし

\hat{R}_{jt} = t 日における証券 j の投資収益率

\hat{R}_{mt} = t 日における市場ポートフォリオの投資収益率

β_j = $\text{cov}(\hat{R}_{jt}, \hat{R}_{mt}) / \text{var}(\hat{R}_{mt})$

$\tilde{\varepsilon}$ = 攪乱項, ただし $E(\tilde{\varepsilon}_{jt}) = 0$

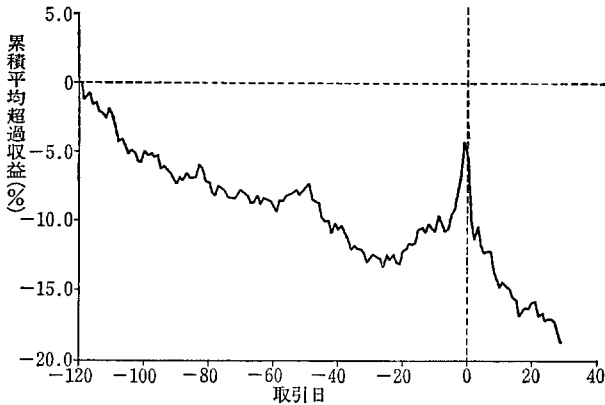
残差である超過収益は次の式によって得られる。

表3 日本における被買収企業の日次平均超過収益 (AR) と累積平均超過収益 (CAR)

取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)
-60	-0.3636	-8.9714	-36	-0.7461	-12.1741	-12	0.6063	-10.3039
-59	-0.4817	-9.4531	-35	0.3327	-11.8413	-11	-0.2764	-10.5803
-58	0.9518	-8.5013	-34	-0.2096	-12.0510	-10	-0.2001	-10.7804
-57	-0.1131	-8.6145	-33	-0.0460	-12.0970	-9	1.1301	-9.6503
-56	0.3617	-8.2527	-32	-0.3269	-12.4240	-8	-0.5708	-10.2211
-55	0.1704	-8.0822	-31	-0.7445	-13.1686	-7	-0.6252	-10.8464
-54	0.0707	-8.0115	-30	0.4008	-12.7677	-6	0.2086	-10.6378
-53	0.2311	-7.7804	-29	0.3134	-12.4543	-5	1.0244	-9.6133
-52	-0.4002	-8.1806	-28	-0.1991	-12.6534	-4	0.4144	-9.1989
-51	0.2197	-7.9608	-27	-0.1230	-12.7765	-3	1.2691	-7.9297
-50	0.3904	-7.5704	-26	-0.7487	-13.5253	-2	1.0447	-6.8850
-49	0.2387	-7.3317	-25	1.0043	-12.5209	-1	2.6299	-4.2550
-48	-1.1950	-8.5267	-24	-0.4022	-12.9232	0	-1.3654	-5.6205
-47	-0.0618	-8.5885	-23	0.4752	-12.4479	1	-4.1094	-9.7299
-46	-0.1359	-8.7244	-22	-0.6058	-13.0538	2	-1.7191	-11.4491
-45	-1.1316	-9.8561	-21	-0.1395	-13.1933	3	1.0135	-10.4355
-44	-0.2372	-10.0934	-20	0.9916	-12.2017	4	-1.3600	-11.7955
-43	0.0984	-9.9949	-19	0.1068	-12.0948	5	-0.5868	-12.3823
-42	-1.0238	-11.0188	-18	0.4526	-11.6421	6	0.1422	-12.2401
-41	0.7553	-10.2634	-17	-0.0756	-11.7178	7	0.0136	-12.2264
-40	-0.4525	-10.7160	-16	0.0832	-11.6345	8	-1.3634	-13.5899
-39	0.2693	-10.4467	-15	0.9975	-10.6369	9	-0.7148	-14.3047
-38	-0.4256	-10.8723	-14	0.0851	-10.5518	10	-0.5428	-14.8476
-37	-0.5556	-11.4279	-13	-0.3584	-10.9102			

* Keown & Pinkerton (1981) にならい公表日をはさみ-60日から+10日までのデータのみを示した。

図4 日本における被買収企業の累積平均超過収益 (CAR)



$$\hat{\epsilon}_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt})$$

α_j と β_j の推定は Keown & Pinkerton に基本的にならって、調査期間の最初の 80 日間のデータを用いて行った。さらに次の式によって平均超過収益 (AR) を求めた。

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \hat{\epsilon}_{jt}$$

ただし

N = サンプル数

最後に次の式によって累積平均超過収益 (CAR) を求めた。

$$CAR = \sum_{t=1}^T AR_t$$

表 3 は被買収企業の AR と CAR を示したものであり、図 4 はその CAR をプロットしたものである。

まず -1 日と 0 日における AR はそれぞれ +2.63% と -1.37% であった。また、それぞれの t 値は 3.69 と -0.72 であった。このことから -1 日における AR は統計的に有意にゼロと異なるプラスの異常収益が発生しているといえる。

なお、+1日におけるARは-4.11%であり、そのt値は-2.78と10%水準で有意であることを示している。これは超過収益が-1日と+1日とで、有意に大きな正反対の動きをしていることを意味している。

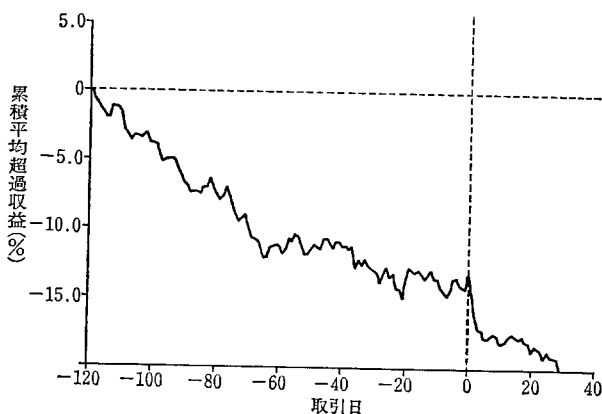
CARをみてみると、-1日から0日までのCARは+1.27%であるのに対し、-40日から0日までのCARは+4.64%であった。さらに-119日から0日までのCARは-5.62%であった。ちなみに0日までの累積期間でCARがもっとも大きくなるのは-26日から0日までで+7.91%である。また0日

表4 日本における買収企業の日次平均超過収益 (AR) と累積平均超過収益 (CAR)

取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)	取引日	AR(%)	CAR(%)
-60	-0.1663	-11.2838	-36	-1.2987	-12.7488	-12	0.3857	-12.9104
-59	-0.5346	-11.8184	-35	0.6642	-12.0846	-11	-0.5666	-13.4770
-58	0.3872	-11.4312	-34	-0.4743	-12.5590	-10	-0.0721	-13.5492
-57	0.7295	-10.7017	-33	0.4401	-12.1188	-9	-0.6186	-14.1678
-56	-0.2717	-10.9734	-32	-0.4811	-12.5999	-8	-0.2561	-14.4240
-55	0.5916	-10.3817	-31	-0.1373	-12.7373	-7	-0.2977	-14.7218
-54	-0.1278	-10.5096	-30	-0.1913	-12.9286	-6	0.3163	-14.4054
-53	-0.7089	-11.2185	-29	-0.1901	-13.1187	-5	0.9529	-13.4525
-52	-0.6256	-11.8442	-28	-0.7138	-13.8326	-4	0.0088	-13.4436
-51	0.0959	-11.7483	-27	0.6026	-13.2299	-3	-0.5063	-13.9499
-50	0.3525	-11.3958	-26	0.5271	-12.7028	-2	-0.1811	-14.1311
-49	0.3105	-11.0852	-55	-0.7541	-13.4569	-1	-0.0889	-14.2201
-48	-0.1274	-11.2127	-24	0.2771	-13.1798	0	1.2389	-12.9811
-47	-0.1986	-11.4114	-23	-1.0310	-14.2108	1	-1.8410	-14.8221
-46	0.7483	-10.6630	-22	0.0062	-14.2046	2	-1.6053	-16.4275
-45	0.0177	-10.6512	-21	-0.6762	-14.8808	3	-0.6380	-17.0655
-44	-0.3336	-10.9849	-20	1.1738	-13.7070	4	-0.1453	-17.2108
-43	-0.3890	-11.3740	-19	0.9318	-12.7751	5	-0.5712	-17.7821
-42	0.5601	-10.8138	-18	-0.2034	-12.9786	6	-0.0192	-17.8014
-41	-0.1015	-10.9153	-17	-0.1467	-13.1253	7	0.1959	-17.6055
-40	-0.2680	-11.1833	-16	0.2077	-12.9175	8	0.2096	-17.3958
-39	0.0424	-11.1409	-15	-0.2832	-13.2008	9	-0.2207	-17.6166
-38	-0.2825	-11.4234	-14	-0.3565	-13.5573	10	-0.4801	-18.0968
-37	0.2733	-11.1501	-13	0.2611	-13.2962			

* 表3にならって公表日はさき-60日から+10日までのデータのみを示した。

図5 日本における買収企業の累積平均超過収益 (CAR)



から+29日までの CAR は -13.13% であった。

表4は買収企業の AR と CAR を示したものであり、図5はその CAR をプロットしたものである。

まず-1日と0日における AR はそれぞれ -0.09% と +1.24% であるが、その t 値はそれぞれ -0.14 と 1.50 でともに統計的に有意ではなかった。また+1日における AR は -1.84% であり、その t 値は -1.69 と、ほぼ10%水準で統計的に有意であった。したがって-1日から0日までの CAR は +1.15% であった。次に-40日から0日までの CAR は -2.07% であった。さらに-119日から0日までの CAR は -12.98% であった。

続いて買収企業グループと被買収企業グループとの間に財務的な特性に違いがあるかどうかを調べてみた。まず両グループのシステマティック・リスクに違いがあるかどうかをみるために、それぞれの β の平均値を求めてみた。その結果は被買収企業グループが 0.50 に対し、買収企業グループは 0.91 であった⁷⁾。このことから、むしろ買収企業グループのほうが平均的にリスクが高いといえる。

さらに2つのグループの他の代表的な財務数値および収益性の指標をとって、その平均値および標準偏差を計算した結果が表5に示してある。

表5 買収グループおよび被買収グループの代表的な財務指標

	買収グループ		被買収グループ	
	平均値	標準偏差	平均値	標準偏差
売上高(百万円)	522,704	1,172,650	335,316	825,275
純利益(百万円)	15,071	42,404	4,877	17,496
総資本(百万円)	364,139	578,270	138,455	284,355
自己資本(百万円)	125,329	295,565	26,164	65,123
総資本利益率(%)	4.42	4.87	3.47	7.96
自己資本利益率(%)	16.77	15.43	2.40	6.30

表5から買収グループと被買収グループとの間で以下のような財務的特性の違いが指摘できる。第1に被買収グループの企業規模は買収グループのその約半分から3分の1であること。第2に被買収グループの自己資本比率(19%)は買収グループのそれ(34%)に比べてはるかに低いこと。第3に自己資本利益率でみた被買収グループの収益性が極度に低く、逆に買収グループの収益性は良好であること。

IV 比較分析

まず被買収企業の株主の富に与える影響から比較を試みよう。-1日から0日にかけての、いってみれば発表日における異常収益を比較してみると、米国では13.0%から14.6%の収益が生じているのに対し、わが国ではわずか1.3%しか生じていない。このことは、米国では合併による企業価値創造効果が強く期待され、合併情報がグッド・ニュースと受け止められているのに対し、わが国ではそうした効果がほとんど期待されていないことを示唆している。

同様に-40日から0日までの期間をみると、米国では24.0%から28.0%の累積超過収益が発生しているのに対し、わが国ではその約5分の1から6分の1の4.6%の収益しか発生していない。この点でも、会社テークオーバーに対する市場参加者の期待の大きな違いをうかがい知ることができる。

こうした顕著な違いがある一方、両国にはある注目すべき類似点が発見される。Dodd の調査によれば公表日の10日ほど前から超過収益の上昇がそれまでよりも速いスピードで始まり、さらに3日前くらいから著しく上昇している。また Keown & Pinkerton の調査では、こうした公表日前の株価の動きがより鮮明な形で現われている。ほぼ20日ほど前から超過収益はほぼ一貫して急上昇を続けている。目をわが国の結果に転ずると、-120日から一貫して下落を続けてきた CAR が-20日頃から一転して上昇を始めている。さらに6日ほど前から、その上昇のスピードは加速されている。そして、この間の CAR の上昇分は約10%に達する。

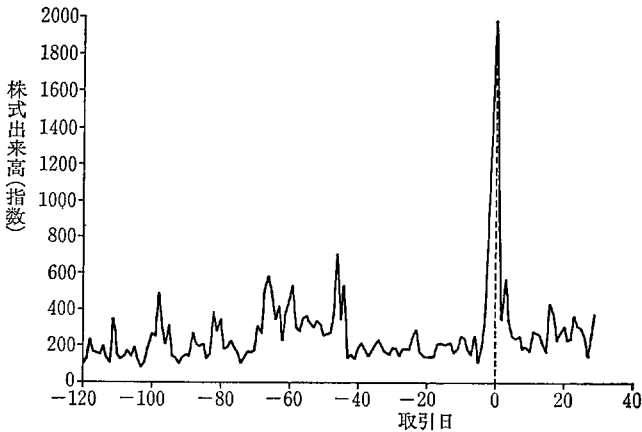
Keown & Pinkerton が指摘しているように、こうした現象はインサイダー取引の存在を示唆している。ただし、そう断定できるかどうかには問題が残されている。それは、Jensen & Ruback (1983) も指摘しているように、テークオーバーの新聞紙上での発表前にさまざまな情報が公開され、市場参加者はそうした公開情報から来たるべきテークオーバーの可能性を予想することがありうると考えられるからである。つまり、発表前の株価の修正はそうした公開情報に対する投資家のバイアスのない反応であるかもしれないのである。

したがってこうした仮説についても検定しなければ確たる結論を導くことはできないかもしれない。ただ、わが国の場合、インサイダー取引の存在を支持する、米国にはみられない特徴がある。それは発表日の約120日前から CAR は一貫して下落しており、しかも発表日後も下落を続けていることである。そうした CAR がなぜ20日ほど前から発表直前まで上昇を続けるのか、インサイダー取引の存在なしには説明が困難なのである。こうしたわが国に特有の現象は、発表前の公開情報に対する投資家のバイアスのない反応であるという前述の仮説の正当性を弱めるであろう。

図6は被買収企業グループの分析期間における日々の株式出来高を-5日の取扱高を100として指数化し、それを平均化したものである。やはりほぼ6日前から出来高が激増しているのがわかる。

このように仮に-20日から発表日までの CAR の動きがインサイダー取引に

図6 日本における被買収企業の株式出来高指数



基づくものであるとすると、わが国における合併が被買収会社の株主に与える影響は無視しえないものとなろう。平均的に、合併はむしろ被買収会社にとって買収会社との間にシナジーを生むどころか、逆に企業価値を損なうものとして一般に予想されていると解されるからである。つまり逆シナジーが予想されているのかもしれない。

しかし、そうした「逆シナジー仮説」だけでわが国の現象を説明できるかは必ずしも明らかではない。というのは、合併情報が証券市場に伝達される過程で、市場にはいまだ伝達されなかった被買収会社に関する負の情報が新たに伝達され、市場がそれに基づいて被買収企業を再評価しているとする「情報仮説」が成立する可能性もあるからである⁸⁾。今後さらに検証する必要がある。

いずれにせよ、米国では発表日後に *CAR* がほとんど変動していないのに対し、わが国では発表日後も *CAR* が下落を続けていることは、わが国の証券市場の非効率性を示唆するものといえよう。

続いて買収企業側の分析に移ろう。米国での買収企業の -1 日から 0 日にか

けての CAR は -1.2% であるのに対し、わが国では $+1.2\%$ というように、ちょうど逆の結果を示している。また -40 日から 0 日までの CAR は米国のそれが $+5.4\%$ であるのに対し、わが国のそれは逆に -2.1% である。さらに -119 日から 0 日までの期間をみると、わが国の CAR は -13.0% とさらに大きく落ち込んでいる。

ただし買収企業の株主の富に与える影響を日米比較するにあたっては注意を要する。米国では被買収企業の株主に与えるプラスの影響が大きいのに対し、買収企業の株主に与える影響が小さい、もしくはマイナスの影響を与えていることに対しては測定上の問題が提起されているからである。

その第1は、買収企業が当該テークオーバーを発表する前にテークオーバーの計画を発表していると、その計画が発表された時に既にその計画から得られる便益の現在価値が株価に反映されており、したがって当該テークオーバーが発表された時にはインクレメンタルな効果しか現われまいというものである。例えば、わが国ではミネベアなどがこれに該当するであろう。この困難な問題に対してはこれまで Schipper & Thompson (1983) や Asquith, Bruner & Mullins (1983) が改善を試みてきたが、いまだ必ずしもそれに成功しているとはいえない。

第2は、買収企業は被買収企業に比べて企業規模もはるかに大きく、また持分価値も大きいため、仮に当該テークオーバーによって価値が創造されても買収企業の株価に与える影響は被買収企業のそれに比してはるかに小さくなってしまいう可能性が高いという問題である。わが国でも、この点は表5のデータによって確認できるであろう。

このことから買収企業の株主への影響を日米比較する際には慎重を要する。ただ、わが国の場合、 -119 日から $+29$ 日まで CAR が基本的に一貫して下落し、全体で約 -20% にまで達していることは、米国の結果が過小表示されている可能性を考慮すると、両国の差は一層大きく、深刻な意味をもつものといえよう。やはり、ここでも会社テークオーバーは買収企業にとっても企業価値を創造するものではなく、むしろ価値を損なうものであると予想されている

ことを、この結果は裏づけている。

V むすび

以上、日米における会社テークオーバーによる企業価値創造効果を株価ないし株主の富への影響を通して検証してきた。その結果、買収企業側および被買収企業側のいずれにおいても、日米の間で際立った対照を示していることが発見された。米国では会社テークオーバーはとりわけ被買収企業の価値を創造していることが一貫して実証されてきたのに対し、わが国では買収企業および被買収企業の双方の企業価値をむしろ損なうものと予想されていることが判明した。これまで日米のそれぞれの国で展開されてきた会社テークオーバーの背景や動機に違いがあるとの一般的認識があったとはいえ、今回の調査結果はそうした違いが予期したよりもはるかに大きく、根深いことを裏づけているといえる。

- 1) こうした点を強調するものとして Jensen & Ruback (1978)。
- 2) インサイダー取引規制とディスクロージャーとの関係を論じたものとして伊藤 (1988) を参照。
- 3) この点で Mandelker (1974), Ellert (1976) および Langetieg (1978) が除外された。
- 4) 合併に関してサーベイの対象とされたのは次の研究である。Dodd (1980), Asquith (1983), Eckbo (1983), Asquith, Bruner & Mullins (1983), Malatesta (1983) である。
- 5) -1日と0日をとった理由として Dodd は次の理由を挙げている。すなわち、会社テークオーバーのニュースはウォール・ストリート・ジャーナルに掲載される前日に発表されるが、その発表は取引所での立会中に行われる場合と、立会終了後に行われる場合があり、したがって前者の場合には-1日が、そして後者の場合には0日が公表日となるからである。(113頁)
- 6) 合併件数より被買収企業数が多いのは、1つの買収において複数の企業が合併されたからである。
- 7) サンプルのうちマイナスの β をもっているのが、買収企業グループに2社、被買収企業グループに4社あった。
- 8) シナジー仮説と情報仮説については Bradley, Desai & Kim (1983) を参照。

参考文献

- Asquith, P., 1983, "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 11, 51—83.
- Asquith, P., R. F. Bruner and D. W. Mullins, 1983, "The Gains to Bidding Firms from Mergers," *Journal of Financial Economics*, 11, 121—139.
- Bradly, M., A. Desai and E. H. Kim, 1983, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 11, 183—206.
- , 1988, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 21, 3—40.
- Dodd, P., 1980, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 8, 105—137.
- Eckbo, B. S., 1983, "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, 241—273.
- Ellert, J. C., 1976, "Mergers, Antitrust Law Enforcement and Stockholder Returns," *Journal of Finance*, 31, 716—732.
- Jensen, M., 1984, "Tekeovers: Folklore and Science," 1984, *Harvard Business Review*, September-December, 109—121.
- Jensen, M. and R. S. Ruback, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, 5—20.
- Keown, A. J. and J. M. Pinkerton, 1981, "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation," *Journal of Finance*, 36, 855—869.
- Langtieg, T., 1978, "An Application of a Three Factor Performance Index to Measure Stockholder Gains from Merger," *Journal of Financial Economics*, 6, 365—384.
- Malatesta, P. H., 1983 "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 11, 155—181.
- Mandelker, G., 1974, "Risk and Return: The Case of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 1, 303—335.
- Schipper, K. and R. Thompson, 1983, "Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 11, 85—119.

伊藤邦雄, 1988, 「インサイダー取引とディスクロージャー (上・下)」旬刊・商事法務, 1167号, 13—17頁および1168号, 16—19頁.

楠原茂樹, 1986, 『現代財務理論』(千倉書房)

首藤恵, 1981, 「株主に与える合併の効果」計測室テクニカル・ペーパー (日本証券経済研究所), 53号, 1—53頁.

* 本研究のデータ処理にあたって一橋大学大学院商学研究科・高橋史郎君および市村豊彦君ならびに一橋大学情報処理センターのスタッフの方々のご助力をいただいた。ここに記して感謝したい。さらに本研究は21世紀文化学術財団および日本証券奨学財団の資金助成に基づくものである。並んで感謝したい。

(一橋大学助教授)