

買収企業の短期および長期株価効果

平井 裕久 (高崎経済大学 経済学部)

高橋 美穂子 (東北大学大学院 経済学研究科)

1. 研究の目的

1990年後半以降、日本企業を当事者とする合併・買収 (Merger and Acquisition, 以下 M&A) の件数が増加し、これにより M&A 取引の経済性に関心が集まることとなった。日本企業は、内部資源の活用により成長を志向する傾向にあることが指摘されてきたが、グローバル化の進展などを背景に、事業再編や競争力強化を迫られた企業が、外部の経営資源を取り込む手段として、また、成長機会の豊富な企業や産業が、その成長機会を実現する手段として、M&A を積極的に活用する事例が増えている (宮島 2007 p.34)。さらに、近年では、上場企業の流動性が改善されており、これに伴い手元資金を活用する手段のひとつとして、M&A を選択する企業が増加することも予想されている。

このように、M&A は日本企業が戦略を実行していく上で重要な選択肢、手段のひとつとなりつつあるが、果たして M&A は株主価値の創造に貢献する取引なのであろうか。M&A が株主価値に与える影響を検証する方法として、先行研究では短期および長期の株価効果が検証されてきた。これらのうち、短期の株価効果については、その経験的証拠が蓄積されてきたのに対して、長期の株価効果については、十分な検証が行われてこなかった。さらには、日本企業が当事者となった M&A を対象として、短期と長期のそれぞれの視点から M&A が株主価値に与える影響を検証し、それらの関係を検証している研究は、限定されたサンプル数に基づいて分析を行っている井上・加藤 (2006) を除いては、筆者らが知りうる限りない。

M&A 発表後の短期の株価効果に基づいて、株主価値が創造されると確認された企業とそうではない企業とでは、長期の株価効果にも有意な差が観察されるのであろうか。より具体的には、短期の株価効果によって、株主価値が創造されると確認された企業は、長期的にも株主価値を高めることに成功しているのであろうか。あるいは、短期の株価効果により、株主価値が毀損されると確認された企業は、長期的にも株主価値を創造することに成功できていないのであろうか。こうした問題意識のもと、本研究の目的は、M&A 取引を行った日本企業の株価効果を短期と長期のそれぞれの視点から検証し、それらの関係についての経験的証拠を提示することである。

本稿の以下の構成は、次のとおりである。第 2 節で研究の背景と先行研究を整理し、本研究の特徴を明らかにする。第 3 節でサンプルと分析方法について、第 4 節で分析結果を説明する。最後に、第 5 節でまとめと今後の研究課題を述べる。

2. 研究の背景と先行研究

2. 1 M&A の定義と形態

前述のとおり、M&A とは企業の合併および買収を指す。ここに、合併とは、「ふたつ以上の会社がひとつの会社になること（石井 2010 p.11）」であり、これには吸収合併と新設合併の二つの方法がある¹。一方、買収とは、「買い手企業がターゲットの会社もしくは事業を買い取ること（石井 2010 p.11）」であり、合併とは異なり、買収後に1社となることは前提とされていない。合併および買収には概念上、こうした違いはあるものの、一般的にM&A とは、「対象企業の株式を取得すること（つまり株主総会における議決権の獲得）によって当該企業の経営に参加すること、ないし経営を支配すること（岡部 2007, p.212）」であると定義される²。

対象企業の株式を取得する際の支払手段は、現金と株式の二つに大別される。支払手段が現金の時には、TOB (takeover bid, 株式公開買付) や LBO (leveraged buyout, レバレッジド・バイアウト) などの形態がとられることがある。他方、株式を支払手段とする場合には、株式交換や株式移転などの形態がある³。株式交換および株式移転は、1999年の会社法改正によって導入された制度であり、これらも含めた企業結合に関する制度が整備されたことが、日本国内のM&A市場を活性化させた要因のひとつとされている（経済財政白書 2013）。

2. 2 日本で届出されたM&A件数の推移

表1は、日本で届出されたM&A件数の推移を表したものである。ここに示されているように、日本企業を当事者とするM&Aは、90年代後半以降に大きな進展を見せている。この要因としては、競争の激化に伴う業況の悪化やバブル崩壊に伴う企業の財務状況の悪化などを背景に事業再編の必要性が高まったこと、さらには、企業結合法制などの制度整備が進んだことが挙げられる（経済財政白書 2013 p.142）。

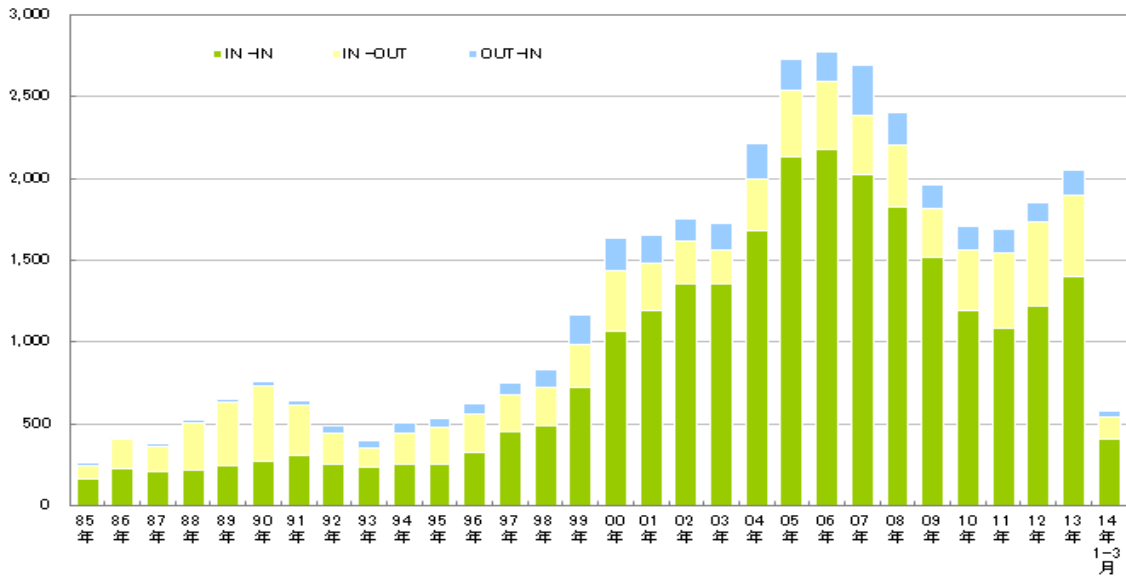
このような日本企業を当事者とするM&A件数の増加傾向は2006年にピークを迎え、それ以降は、金融危機や震災などの影響により、一時は減少傾向にあったものの、近年では再び増加基調に転じていることが表より伺える。

¹ 吸収合併および新設合併は、それぞれ次のように定義される。吸収合併とは、会社が他の会社とする合併であって、合併により消滅する会社の権利義務の全部を合併後存続する会社に継承させるものをいう（会社法第2条二十七）。新設合併とは、2以上の会社がする合併であって、合併により消滅する会社の権利義務の全部を合併により設立する会社に継承させるものをいう（会社法第2条二十八）。

² なお、合併および買収のみならず、経営譲渡、資本参加、出資拡大など、企業の経営権を左右する現象を広く含めてM&Aと定義する場合もある（岡部 2007, p.213）。

³ 株式交換および株式移転は、それぞれ次のように定義される。株式交換とは、株式会社がその発行済株式の全部を他の株式会社又は合同会社に取得させること（会社法第2条三十一）。株式移転とは、1又は2以上の株式会社がその発行済株式の全部を新たに設立する株式会社に取得させること（会社法第2条三十二）。

表1 1985年以降のマーケット別M&A件数の推移



出典：MARR Online

2. 3 M&Aの動機

企業がM&Aを行う動機は多岐に渡っているが、動機のひとつに挙げられるのが、シナジー効果の実現および経営改善効果である。

シナジー効果とは、規模の経済性、範囲の経済性、新技術の獲得、時間の節約などによる効率性の改善効果であり、これらの実現を通じて、企業価値ひいては株主価値が向上することが期待される。また、経営改善効果（規律付け効果）とは、企業価値の向上を目指す経営者チームが、非効率な経営を行っている経営陣を排除し、経営改善を実現する効果のことであり、これによってまた、株主価値が高まることが期待される（井上・加藤 2006, p.43-44）⁴。

こうした効果が期待される一方で、M&Aが必ずしも株主価値の向上をもたらす取引とは限らないことも指摘されてきた。例えば、買収企業と対象企業の経営システム、社風や文化が異なるために、両者の間で統合化を進めることは難しく、期待した通りの効果が得られないことがある。また、M&Aがステークホルダー間の単なる富の移転に終わる場合には、ネットの企業価値を生まない、あるいは企業価値を毀損する場合も想定できる（宮島 2007, p. 12）。

先行研究では経営者の傲慢理論（Hubris Hypothesis）、すなわち経営者の自信過剰に基づく傲慢な行動によって、被買収企業の買収価格が実際の価格よりも高く設定されてしまい、それがプレミアムとして被買収企業の株主に移転してしまう可能性が指摘されてきた（Roll, 1986）⁵。

⁴ こうした経営改善効果を理由とするM&Aは、救済目的のM&Aに限らず、敵対的M&Aの場合でも起こり得る点に注意されたい（井上・加藤 2006, p.44）

⁵ たとえ傲慢な経営者でなくても、買収企業と対象企業の間には情報の非対称性が生じるため、

また、経営者が株主の利益よりも、自分自身の立場と職務を保護する行動をとる、すなわち経営者が私的利益を優先してしまえば、M&A の効果が大きく損なわれることも指摘されてきた (Shleifer and Vishny 1989)。

2. 4 先行研究

M&A の経済効果を測定するために実施されてきた研究の多くは、イベント・スタディの手法を用いて、M&A 公表日前後の当事者企業の株価効果を測定してきた。アメリカ企業を対象とした先行研究では、概して、買収企業には有意な株価効果が観察されていないのに対し、対象企業には有意なプラスの株価効果が観察されている (Jensen and Ruback, 1983 ; Jarrell, Brickley, and Netter, 1988)。こうしたことから、M&A は、概して株主価値の創造に貢献する取引ではあるが、公表日前後に得られる価値増加の大部分は、買収対象企業の株主が獲得していることが指摘されてきた (Andrade, Mitchell, and Stafford, 2001)。

これに対して、日本企業を対象とした先行研究では、対象企業に有意なプラスの株価効果が観察される点では、アメリカ企業を対象とした先行研究と一致するものの、買収企業にも正の株価効果が観察されることを報告している研究も存在する。買収企業側の株価効果に着目すると、例えば、井上・加藤(2006)では、1999年4月から2002年4月1日を取引完了日とするM&Aを対象に、公表日周辺(-1日から+1日)の株価効果を取引形態別に検証している。そこでは、株式交換、株式移転については、買収企業に有意なプラスの株価効果が観察されたが、合併およびTOBについては、プラスの株価効果は観察されるものの、統計的に有意でないことが報告されている。花村(2010)でも、2001年1月から2007年12月までを取引発表日とする上場企業間のM&Aについて、取引形態別に株価効果を検証している。分析結果は、TOBと株式交換による買収では、公表日周辺(-1日から+1日)で買収企業にプラスの累積超過リターンが観察されるものの、統計的に有意でないことが示されている。

長期の株価効果については、長期の株価効果に影響を与える要因をいかにコントロールした上で超過リターンを検証するかが問題となる。Agrawal, Jaffe, and Mandelker(1992)は、1955年から1987年に実施されたM&Aにおける買収企業の長期(5年)株価効果について、企業規模とベータをコントロールしたモデルを使用して検証を行った結果、有意なマイナスの超過リターンを確認した。Longhnan and Vihn(1997)は、1970年から1989年に実施されたM&Aを対象として、企業規模(株式時価総額)とB/M(簿価時価比率)でコントロールしたモデルに基づいて長期(5年)株価効果を検証した。分析結果から、合併サンプルについては、統計的に有意なマイナスの超過リターンが観察されたが、TOBサンプルについては、統計的に有意ではないもののプラスの超過リターンが観察されている。さらに、支払手段の違いがリターンに与

対象企業の価値を算定することは難しく、結果的に同様の問題は起こり得るだろう。

える影響についても検討しており、株式を対価とする M&A の場合は、-24.2%の超過リターンが観察されたのに対して、現金対価の M&A では 18.2%の超過リターンが観察されることを報告している。Mitchell and Stafford(2000)は、M&A のような重要な事象はランダムに生じるものではないことから、超過リターンの独立性が保証されない点を指摘し、この問題点を考慮したモデル (calendar-time portfolio approach) を用いて長期 (3 年) 株価効果の検証を行っている。そこでは、株式を対価とする買収の場合についてだけ、統計的に有意なマイナスの超過リターンが観察されることを示している。

日本企業を当事者とする M&A の長期の株価効果については、井上・加藤 (2006) が分析を行っている。彼らは、市場インデックスに対する超過リターンを求める方法により長期株価効果を検証し、さらにその結果と短期株価効果との関連性を示している。井上・加藤 (2006) では、1990 年 4 月から 2002 年 4 月 1 日の期間に取引が完了した上場企業間の M&A をサンプルとして、統計上頑健とは言えないものの、M&A 後の買収企業の長期の超過リターンがプラスとなる傾向を持つことを確認している。しかしながら、この結果は、限定されたサンプル (73 取引) に基づいた結果であることから、「M&A 後の長期の超過リターンは、今後、より大きなサンプルで再検証すべき課題 (井上・加藤 2006, p. 194)」であることを指摘している。

岡部 (2007) は、M&A によって期待される各種経営改善効果は、かなりの時間を経過した後にはじめて実現するものであることから、短期の株価効果に対して、長期の株価効果を知ることの重要性を主張している。その上で、長期株価効果に関する研究が現時点ではきわめて乏しく、今後における重要な研究課題として残されていることを指摘している (岡部 2007, p. 225)。

2. 5 本研究のアプローチと検証課題

Kaplan et al. (2000) では、株式市場が効率的であることを前提とすれば、発表日前後の短期株価効果と、その後の長期の株価効果の間に相関関係があるべきではなく、長期株価効果がマイナスの超過リターンだったとしても、それは M&A 後の新しい情報によるものと考えられるべきであることが指摘されている (井上・加藤 2006, p. 53)。

こうした指摘にもある通り、本研究では、短期および長期株価効果の相関関係をあらかじめ前提とした分析を行うのではなく、M&A 公表時点での短期の株価効果と、M&A 公表後 1 年から 3 年単位での長期の株価効果を検証し、その実態についての経験的証拠を提示することを目的としている⁶。

⁶ 分析にあたっては、買収企業と対象企業のリターンを時価総額で加重平均した値を用いて検証を行うこととする。その理由は、株式リターンの加重平均値を使用することで、買収企業と対象企業の株主間で起こる価値移転の影響を排除することが可能となり、統合化がもたらす株主価値の創造効果を測定することが可能となるためである。この値は、買収が付加価値を生むと株式市場が判断するならばプラスとなり、逆に株主価値を棄損すると判断するならばマイナスになることが予想されるためである (矢部 2006, p. 37)。

なお、本研究の問題意識と検証課題は、次の通りである。すなわち、短期のイベント・スタディにおいて株価効果（累積加重平均超過リターン：CAR）がプラスと観察された M&A 案件では、シナジー効果の実現などを通して、株主価値が向上すると市場が評価していることを示している。この傾向は、M&A 実施後の長期でみた場合でも、継続するのであろうか。すなわち、M&A 公表時の短期の株価効果により、株主価値の創造効果が確認された企業は、M&A 実施後の長期的にも株主価値を高めることに成功しているのであろうか。こうした問題意識から、次の仮説を設定する。

仮説 1：M&A 公表時の短期の株価効果がプラスの企業は、M&A 実施後の長期の株主反応もプラスになる。

逆に、短期のイベント・スタディにおいて株価効果（累積加重平均超過リターン：CAR）がマイナスと観察された企業は、M&A 取引により株主価値が毀損されると市場が評価していることを示している。こうした傾向は、M&A 実施後、長期的にも観察されるのであろうか。すなわち、M&A 公表時の短期の株価効果により、株主価値の毀損が確認された企業は、M&A 実施後の長期でみた場合にも、株主価値を高めることに成功していないのだろうか。こうした問題意識から、次の仮説を設定する。

仮説 2：買収公表時の短期の株価効果がマイナスの企業は、M&A 実施後の長期の株主反応もマイナスになる。

さらに、短期のイベント・スタディにおいて加重平均リターンがプラスの企業とマイナスの企業とでは、長期の株価効果にも有意な差が存在するのであろうか。すなわち、株主価値が創造されると評価された企業と株主価値が毀損されると評価された企業では、長期でみた場合でも株主価値の創造効果に有意な差がみられるのであろうか。このような問題意識から、次の仮説を設定する。

仮説 3：M&A 公表時の短期の株価効果がプラスの企業とマイナスの企業とでは、長期の株主反応にも有意な差が観察される。

上記3つの仮説では、加重平均リターンの水準に焦点をあててきたが、以下ではサンプル全体の傾向に焦点をあてる。すなわち、短期の株価効果がプラスとなった企業とマイナスとなった企業の比率は、長期的にみても同じの比率で推移するのであろうか。こうした問題意識から、次の仮説を設定する。

仮説 4：M&A 公表企業のうち、短期の株価効果がプラスの企業とマイナスの企業の割合（比率）は、長期の株価効果で観察した割合（比率）と同じである。

3. サンプルと分析方法

3. 1 サンプル

本稿では、M&Aに係るデータを(株)レコフの『MARR』より収集し、2000年から2011年までを対象としている。『MARR』においてはM&Aのデータとして集計されているものは、当該期間において未上場などを含めて24,498件で、そのうち、買収企業及び被買収企業が日本企業であるM&Aは18,274件である。また、買収企業及び被買収企業が東京証券取引所1部・2部に上場している企業に関するM&Aは1,302件である。これらについて、買収企業及び被買収企業が属する市場別の集計結果について表3に示した。一般的に規模の大きい企業が買収企業となって企業規模の小さい企業を買収することが多いと考えられ、表3からその傾向はうかがえる一方で、東証2部企業による東証2部企業を買収も51件ある。

買収企業及び被買収企業が東京証券取引所1部・2部に上場している企業に関するM&Aの1,302件のうち、いずれの企業についても該当期間において上場維持(株価入手可能⁷)で分析に必要なデータが揃う件数は、短期(-10日~+10日)で195件、長期(+1ヶ月~+12ヶ月/24ヶ月/36ヶ月)で158件/152件/144件となっている。これらのM&Aのサンプルについてまとめたものが表2である。

表2 分析対象となるM&Aサンプル(件)

M&A (2000-2011)	24,498
日本企業同士 ⁸ (IN-IN)	18,274
いずれの企業も東証1・2部上場企業	1,302
短期：-10日~+10日	195
長期：+1ヶ月~+12ヶ月	158
長期：+1ヶ月~+24ヶ月	152
長期：+1ヶ月~+36ヶ月	144

表3 買収・被買収企業の東京証券取引所での状況

買収企業 \ 被買収企業	被買収企業		計
	東証1部	東証2部	
東証1部	1,012	202	1,214
東証2部	51	37	88
計	1,063	239	1,302

⁷ 株価効果を測定するための株価データについては、日経 NEEDS Financial Quest から収集する。ただし、金融業・保険業・証券業の企業を除く。

⁸ 『MARR』データでは、日本企業と外国企業が当事者となるM&A (IN-OUT、OUT-IN) についても集計されている。

3. 2 分析方法

本稿ではM&Aの公表に係る市場の反応を検証するために、イベントスタディ法⁹を用いる。すなわち、市場モデル (market model) に基づく超過リターン (AR : Abnormal Return) および累積超過リターン (CAR : Cumulative Abnormal Return) を測定することで分析をおこなう。

分析においては、M&Aの公表日を $t=0$ 、公表日前 240 日 ($t=-240$) から公表日前 41 日 ($t=-41$) の 200 日間を推定期間とする。この推定期間における当該企業と日経平均株価の日次収益率¹⁰について、当該企業の日次収益率を被説明変数、日経平均株価の日次収益率を説明変数とした回帰分析をおこなう。すなわち、推定期間のデータより (1) 式における企業ごとの $\hat{\alpha}$ と $\hat{\beta}$ を算定する。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$: t 日における企業 i の日次収益率

$R_{m,t}$: t 日における日経平均 (m) の日次収益率

推定された $\hat{\alpha}$ と $\hat{\beta}$ をもとに市場モデルにより企業 i の t 日における日次収益率を推定し、実現した日次収益率から推定された日次収益率を減ずることでイベントウィンドウ内の日毎での超過リターンを (2) 式により算出する。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (2)$$

$AR_{i,t}$: t 日における企業 i の超過リターン

イベントウィンドウにおける企業 i の超過リターンを累積することで、 t_1 日～ t_2 日での企業 i の累積超過リターンを (3) 式により求める。

$$CAR_i = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

CAR_i : t_1 日～ t_2 日の企業 i の累積超過リターン

⁹ イベント・スタディ法による分析方法については、祝迫得夫他 (2003) に詳しい。

¹⁰ 日次収益率は次の式により算出される。

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} \quad \text{ただし、} P_{i,t} \text{ は } t \text{ 日における } i \text{ 企業もしくは日経平均 (} i=m \text{) の株価。}$$

本稿では、M&A 公表による市場の短期的な影響を測るために、M&A 公表日の 10 日前 ($t=-10$) から 10 日後 ($t=+10$) をイベントウィンドウとする。また、長期的な影響については、(1) (2) (3) 式の t 日を t 月と置き換え、月次株価を利用することで算定おこなう。すなわち M&A の公表月を $t=0$ 、公表日前 37 ヶ月 ($t=-37$) から公表日前 1 ヶ月 ($t=-1$) の 36 ヶ月間を推定期間とし、また M&A 公表月の 1 ヶ月後 ($t=1$) から 12 ヶ月後 ($t=+12$)、24 ヶ月後 ($t=+24$)、36 ヶ月後 ($t=+36$) をそれぞれ長期 1 年、2 年、3 年のイベントウィンドウとする。これにより、短期および長期 (1 年/2 年/3 年) の CAR を算定する。

本稿では、買収企業のみならず、買収企業と対象企業の株主間で起こる価値移転の影響を排除し、統合化がもたらす株主価値の創造効果を測定するために、(4) 式のような買収企業と被買収企業の株式時価総額に基づき加重平均した累積加重平均超過リターン CAR_{AT} について算定した。株式時価総額については、イベントウィンドウ初日である公表日の 10 日前 ($t=-10$) の終値を利用する。なお、 CAR_{AT} の算定において、各 CAR の上下 1% を外れ値として処理し、全ての必要なデータの揃うものを対象とする。

分析においては、短期および長期に関する CAR_{AT} を算出することで、株主価値の創造、毀損をそれぞれプラス、マイナスとして扱う。

$$CAR_{AT} = CAR_A \times \frac{MC_A}{(MC_A + MC_T)} + CAR_T \times \frac{MC_T}{(MC_A + MC_T)} \quad (4)$$

CAR_{AT} : 累積加重平均超過リターン

CAR_A : 買収企業の累積超過リターン

CAR_T : 被買収企業の累積超過リターン

MC_A : 買収企業の株式時価総額 ($t=-10$)

MC_T : 被買収企業の株式時価総額 ($t=-10$)

4. 分析結果

累積加重平均超過リターン (CAR_{AT}) について、短期および長期 (1 年/2 年/3 年) の基本統計量を表 4 に示した。短期の CAR_{AT} では、平均値が 0.0328 とプラスであるのに体して、長期 (1 年/2 年/3 年) の CAR_{AT} では、平均値が -0.0250, -0.0902, -0.1284 といずれもマイナスとなっており、徐々に平均値が下がっていることがわかる。また、最小値 (最大値) についても、期間が長くなるほどより小さく (大きく) なっている。

表4 短期および長期（1年／2年／3年）CAR_{AT}の基本統計量¹¹

CAR _{AT}	データ数	最小値	平均値	中央値	最大値	標準偏差
短期	192	-.3359	.0328	.0178	.6461	.1393
長期：1年	155	-1.2442	-.0250	-.0266	1.6268	.4971
2年	149	-2.4412	-.0902	-.1048	2.1457	.8473
3年	141	-3.8561	-.1284	-.0915	3.2416	1.2031

M&Aの公表により、株式市場において短期的に価値を創造した企業、すなわち短期のCAR_{AT}がプラスの企業について、長期（1年／2年／3年）のCAR_{AT}は表5と通りである。短期のCAR_{AT}がプラスの場合には、長期（1年／2年／3年）のいずれのCAR_{AT}の平均値がプラスとなっている。仮説1の「M&A公表時の短期の株価効果がプラスの企業は、M&A実施後の長期の株主反応もプラスになる。」は、統計的に有意ではないものの、短期株価効果がプラス企業の長期株価効果の平均値はプラスとなっている。

一方、株式市場において短期的に価値を毀損した企業、すなわち短期のCAR_{AT}がマイナスの企業（表5の網掛け）では、長期（1年／2年／3年）のCAR_{AT}の平均値が、いずれにおいても統計的に1%有意でマイナスとなっている。すなわち、仮説2の「買収公表時の短期の株価効果がマイナスの企業は、M&A実施後の長期の株主反応もマイナスになる。」は、支持される結果となり、短期株加工かで株主価値を毀損した企業は、長期でも株主価値創造には成功していないようである。

表5 短期CAR_{AT}がプラスとマイナスの企業の長期（1年／2年／3年）CAR_{AT}

CAR _{AT}	短期	データ数	平均値	標準偏差	t値
長期（1年）	プラス	91	.06324	.5243	1.1506
	マイナス	63	-.1482	.4322	-2.7217***
長期（2年）	プラス	88	.0459	.9183	.4689
	マイナス	60	-.2790	.6973	-3.0989***
長期（3年）	プラス	85	.0589	1.2594	.4311
	マイナス	55	-.3943	1.0620	-2.7539***

(注) *は10%有意, **は5%有意, ***は1%有意を示す。

¹¹ 外れ値の影響を考慮して各変数の上位・下位1%を控除し、基本統計量を計算している。

表6 短期CAR_{AT}がプラスとマイナスの場合の
長期（1年／2年／3年）CAR_{AT}の差の検定

	長期（1年）	長期（2年）	長期（3年）
t 検定	-2.6390***	-2.3210**	-2.2082**
Mann-Whitney 検定	-2.662***	-2.152**	-1.815*

(注)t検定ではt値を, Mann-Whitney 検定ではZ 値を示している。
また, *は10%有意, **は5%有意, ***は1%有意を示す。

次に, 短期で株価効果がプラスの企業とマイナスの企業で, そのグループ毎に長期の株価効果に差があるか確かめるために, 差の検定をおこなった。ここでは, t 検定とノンパラメトリック検定である Mann-Whitney 検定をおこない, その結果を表 6 に示した。いずれにおいても, 長期の株価効果に統計的に有意な差が認められた。仮説 3 の「M&A 公表時の短期の株価効果がプラスの企業とマイナスの企業とでは, 長期の株主反応にも有意な差が観察される。」は支持され, 短期での株価効果が, 長期の株価効果にも影響を与えていることがわかる。

短期の CAR_{AT} のプラス・マイナスと, 長期（1年／2年／3年）の CAR_{AT} のプラス・マイナスの組み合わせ件数について, クロス集計したものが表 7 である。表 7 における χ^2 乗検定の結果から, 短期の CAR_{AT} と長期の CAR_{AT} の間には統計的に有意な関連があることがわかる。すなわち, 短期の CAR_{AT} のプラス・マイナスによって長期の CAR_{AT} のプラス・マイナスに違いがある（影響を受ける）ことが明らかである。このことより, 仮説 4 の「M&A 公表企業のうち, 短期の株価効果がプラスの企業とマイナスの企業の割合（比率）は, 長期の株価効果で観察した割合（比率）と同じである。」は支持されず, むしろ比率は変化することがわかる。

表7 短期および長期（1年／2年／3年）CAR_{AT}のクロス集計

		長期（1年）CAR _{AT}		
		-	+	
短期 CAR _{AT}	-	44	19	63
	+	38	53	91
		82	72	154

Pearson の χ^2 値 : 11.7935*** (p=0.001)

		長期 (2年) CAR _{AT}		
		-	+	
短期 CAR _{AT}	-	37	23	60
	+	44	44	88
		81	67	148

Pearson の χ^2 値 : 1.9599 (p=0.162)

		長期 (3年) CAR _{AT}		
		-	+	
短期 CAR _{AT}	-	36	19	55
	+	43	42	85
		79	61	140

Pearson の χ^2 値 : 3.0016* (p=0.083)

(注) *は10%有意, **は5%有意, ***は1%有意を示す。

5. まとめと今後の研究課題

最後に本研究の限界と残された課題を述べる。本研究では、M&A 企業の株価効果を短期と長期的視点から検証した。分析の結果は、M&A 公表時の短期の株価効果がマイナスの企業は、M&A 実施後の長期の株主反応もマイナスになること、また、M&A 公表時の短期の株価効果がプラスの企業とマイナスの企業とでは、長期の株主反応にも有意な差が観察されることが明らかとなった。ただし、これらは、プリミティブなファクト・ファインディングに留まっている。

本研究で用いた分析方法では、採用するベンチマークの選択に伴って、超過リターンにバイアスが生じる可能性は否定できない。そのため、今後の課題として超過リターンの推定の際に用いるベンチマークとして、企業規模と株価純資産比率をコントロールしたレファレンス・ポートフォリオを使用することがあげられる。さらに、本稿の発見事項は、買収公表時に株主価値が向上すると確認された企業であっても、年という長期で見た場合には、必ずしもその約過半数が株主価値の創造に成功していないことを示している。どのような企業属性が、このような違いをもたらしているのだろうか、買収企業の企業属性が長期リターンに与える影響を検討することも残された課題である。分析方法の精緻化とあわせて、これらの点については、今後の研究課題としたい。

謝辞 本稿は、平成24年度高崎経済特別研究助成金による助成を受けた研究成果である。

【引用文献】

- 石井宏宗, 2010, 『M&A と株主価値』 森山書店.
- 井上光太郎・加藤英明, 2006, 『M&A と株価』 東洋経済新報社.
- 祝迫得夫 他, 2003, 『ファイナンスのための計量分析』 共立出版.
- 岡部光明, 2007, 『日本企業と M&A』 東洋経済新報社.
- 花村信也, 2010b, 「M&A の短期株価効果に関する検証—2000 年から 2007 年の M&A 取引の実証分析—」, 『年報経営分析研究』 26, pp. 20-29.
- 内閣府, 2013, 経済財政白書.
- 宮島栄昭編著, 2007, 『日本の M&A』, 東洋経済新報社
レコフデータ, MARR Online, <https://www.recofdata.co.jp/mainfo/graph/>
- Agrawal, A. and J. Jaffe, 2000. The post-merger performance puzzle, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 1, pp. 119-156.
- Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford, 2001, New evidence and perspectives on mergers, *Journal of Economics Perspective* 15(2), pp. 103-120.
- Jarrell, G. A., J. A. Brickley and J. M. Netter, 1988, The market for corporate control: The empirical evidence since 1980, *Journal of Economic Perspective* 2(1), pp. 49-68.
- Jensen, M. C. and R. S. Ruback, 1983, The market for corporate control: The scientific evidence, *Journal of Financial Economics* 11, pp. 5-50.
- Kaplan S., M. Mitchell, and K. Wruck, 2000, “A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Integration, Organization Design, and Internal Capital Markets,” in *Mergers and Productivity*, Steven Kaplan, editor, National Bureau of Economic Research.
- Lounghran, T. and A. M. Vih, 1997, Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?, *Journal of Finance* 52(2), pp.1765-1790.
- Mitchell, M.L. and E. Stafford, 2000, Managerial decisions and long term stock price performance, *Journal of Business* 73 (3), pp.287-329.
- Roll, R. ,1986, The Hubris Hypothesis of Corporate Control, *The Journal of Business* 59(2), pp.197-216.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1989, Management entrenchment: the case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics* 25(1), pp.123-139.