

研究指導 大橋 良生 講師

被買収企業の業績に基づく企業買収の財務的効果

伊東 理夏

1. 問題の所在

1.1 M&A の定義

M&A とは、Merger and Acquisition の略語であり、日本語では企業の合併と買収と訳される。M&A の定義は様々であるが、狭義には「ある会社が別の会社を所有する、または支配するための経済行為」(弘兼、2006)を指しており、経営権(支配権)の移転を伴う取引を意味している。一般的に M&A というとき、この狭義の意味合いで用いられることが多く、その形態は合併と買収に大別される。

合併とは、複数の会社を一つの法人格に統合することであり、新設合併と吸収合併がある。新設合併とは、合併する両方の会社を消滅させて、新しい会社を設立することである。これに対して吸収合併とは、一方の会社だけを消滅させ、もう一方の会社を存続させることである。

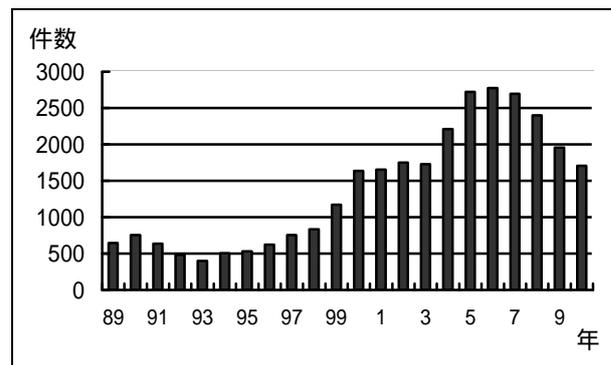
買収とは、株式や資産などの買収で、対象会社の経営権を取得することであり、株式買収と事業譲渡がある。株式買収は、対象企業の株式を取得することで、その会社の経営を支配することであり、発行済み株式を取得する方法と、新たに発行された新株を取得する方法がある。株式買収では対価が株主に支払われるが、事業譲渡では、対価が株主ではなく会社に支払われる。事業譲渡は、一部の事業のみが譲渡され、対象会社は消滅せずその後も経営目的を変更して継続的に活動を行う。

1.2 M&A の動向

戦後の日本企業の成長過程では、M&A が企業の成長戦略としても、また事業再組織化の手段としても積極的に利用されることは少なかった。しかし、1990年代後半に入ると、M&A は国内企業を中心に急速

に増加することとなった。M&A の件数は、1990年代後半以降持続的に増加し、2006年には過去最高の2775件に達した。このM&Aブームは、国内外の競争に直面した伝統産業の再編成や、バブル期に事業を過度に多角化させた企業の事業再組織化を背景としている。また、増加の背景として、独占禁止法改正による持株会社の解禁(1997年)や、株式移転・株式交換制度の導入(1999年)などの一連の法制度改革が挙げられる。

図表 1 日本企業の M&A 件数



(出典)レコフ『MARR』2011年2月号より作成

1.3 M&A に期待される効果

M&A の効果として、次の2点が挙げられる。

第一に、シナジー効果である。シナジー効果とは、M&A によって、M&A 前の両社が持っていた価値の総和以上の価値が生み出されることであり、「1足す1が2以上になる」と表現される。M&A によって、販売ルートなど、流通経路の共有によって売り上げが増加する販売シナジー、設備や部品の共有による稼働率向上、原料や部品の共同購入による原価削減の生産シナジーなどのさまざまなシナジー効果を得ることができる。

第二に、時間を買うことができることである。新規で事業をはじめると、必要な特許の取得や、設備の取得に膨大な時間がかかるが、既存の企業や事業所を引き継ぐ M&A は、特許や技術、設備などをそのまま受け継ぐことができる。そのため、新規に事業をはじめると比べて、M&A は大幅に時間を短縮できるうえ、失敗のリスクも小さい。

1.4 問題の所在

前述したように、M&A はシナジー効果の獲得や、時間の節約の効果が期待され、企業にとって非常に魅力的な手段である。また、持株会社の解禁や株式移転・株式交換制度の導入などにより、企業が M&A を実施しやすい環境となっている。しかし、日本企業の M&A 件数は 2006 年をピークに減少している。この理由の 1 つとして、期待される M&A の効果が、実現しなかったことが考えられる。

2. 先行研究概観

山田・蜂谷(2010)は、M&A の実施によって内部資本市場の効率性がどのように変化し、それが財務業績にどのような影響を与えるかについて分析している。分析結果によると、M&A を実施することにより、多角化度合が高まり、内部資本市場の効率と財務業績がともに低下すると報告されている。

宮本(2007)は、M&A がなぜ活発化してきたのかを整理し、M&A の成果は十分に達成されてきたのか、どのように企業評価はなされ得るのかについて吟味している。分析結果によると、M&A はそれを実施する側(主体)に対して、十分な成果をもたらしていないと報告している。

松尾・山本(2007)は、日本企業の M&A がいかなる動機や目的で行われてきたのか、あるいは M&A のターゲットになる企業にはいかなる特徴があるのかを実証的に分析している。分析結果によると、収益性の低い企業ほど M&A のターゲットになりやすくなると報告している。

これらの先行研究で示されたことは次のとおりである。(1)一般的に M&A は財務業績の改善をもたらしていない。この原因の一つとして(2)被買収企業に収

益性が低い企業が選ばれていることがあげられる。

つまり、被買収企業の業績が悪い企業を対象とした M&A が一般的に行われており、買収企業の業績を悪化させる結果となっていることが、先行研究で明らかになった。

それでは、被買収企業の業績が悪くない企業を対象とした M&A でも同じ分析結果が得られるのであろうか。本研究では、このような問題意識から、被買収企業の事前の業績に着目し、統計的分析を行い、M&A の財務的效果に対する被買収企業の業績の影響を分析する。この分析により、2006 年以降の M&A の減少の要因の 1 つを検証する。

3. 本研究の取り組み

3.1 サンプル・セレクション

岡部・関(2006)によると、「財務諸表の変化を分析する場合、M&A の企業経営への効果が具体的かつ典型的に財務諸表に現れるのは一般に 3 年程度を経過した後である」とされている。そこで本研究では、2004 年から 2007 年の間に TOB(株式公開買付)を実施し、買収企業、被買収企業両社の財務データを入手することができ、なおかつ財務データに欠損のない 60 件 117 社を分析対象とする。

本研究では、企業業績を測定するために、収益性と安全性に関する指標を用いて、統計的に有意な差があるのかを、すなわち、買収後 3 年間で各指標に変化があったのかを、t 検定を用いて分析する。分析には、TOB がアナウンスされ、実際に買収が行われた会計期間を $t=0$ として、買収実施 1 年後($t=+1$)から実施 3 年後($t=+3$)の財務諸表データを用いる。

分析手順として、買収実施時点と 1 年後から 3 年後までの各経営指標を収集し、実施後 3 年までの各値と実施後 1 年から 3 年の平均から実施時点の値を差し引いた変化の値を算出する。変化の値について、「変化がない」を帰無仮説、「変化がある」を対立仮説にした t 検定(両側)を行う。算出された t 値から有意差、すなわち買収の効果があるかを判断する。

3.2 分析指標

収益性の指標は効率的に利益を出しているかを

表したもので、これを図る指標として総資産利益率 (ROA) を分析する。総資産利益率は企業の総合的な収益力を判断する指標である。これを分析することによって、企業が保有する資産をどれだけ有効活用しているのかを知ることができ、この比率が高いほど、効率的に経営されていると判断することができる。

安全性は、財務基盤が安定しているかを表したもので、これを図る指標として流動比率と負債比率を分析する。流動比率は、企業の短期支払能力を示す指標であり、この比率が高いほど、安全であるといえる。負債比率は、企業の長期支払能力を示す指標であり、この比率が低いほど、安全であるといえる。

なお、本研究では、総資産利益率、流動比率、負債比率それぞれについて t 検定を行う際に、被買収企業を 3 つのグループ(業績が悪い、普通、良い)に分けた。その後業績が悪い企業グループの値と業績が良い企業グループの値を用いて、t 検定を行った。

4. 分析結果と含意

本節の図表 2 から 4 における「効果の差」とは、業績が良いグループの変化値と業績が悪いグループの変化値の差である。なお、図表の括弧内の値は t 値であり、t 値に付されている**、*は、それぞれ 1% 水準、5% 水準で有意であることを示している。

4.1 収益性分析

図表 2 は収益性指標の分析結果を示している。

図表 2 収益性指標の分析結果

	業績が良いグループ		業績が悪いグループ		効果の差
	ROA	t=0との差	ROA	t=0との差	
t=0	2.6%		1.9%		
t=+1	2.1%	-0.5% (0.62)	2.4%	0.5% (0.36)	-1.0% (0.67)
t=+2	1.9%	-0.7% (0.59)	0.2%	-1.7% (0.98)	0.9% (0.46)
t=+3	1.3%	-1.3% (1.21)	1.2%	-0.8% (0.31)	-0.6% (0.23)
AVE	1.8%	-0.9% (0.91)	1.2%	-0.7% (0.41)	-0.2% (0.12)

分析の結果、被買収企業の業績が良いグループは ROA の平均値が減少傾向であるものの、t 検定の結果、ゼロと有意に異なることから、これは企業買収の影響によるものではないとの結果になった。効果の差の値は、いずれも有意となっておらず、業績が悪いグループと比較した場合でも、業績が良いグループに効果があったとはいえない結果となった。被買収企業の業績が良い場合でも悪い場合でも買収は収益性に財務的効果を与えないといえる。

4.2 安全性分析

図表 3 と 4 は安全性指標の流動比率と負債比率の分析結果を示している。

図表 3 安全性指標の分析結果(流動比率)

	業績が良いグループ		業績が悪いグループ		効果の差
	流動比率	t=0との差	流動比率	t=0との差	
t=0	151.76%		102.94%		
t=+1	142.84%	-8.92% (1.20)	92.30%	-10.64% (1.33)	1.72% (0.16)
t=+2	146.10%	-5.66% (0.94)	96.74%	-6.20% (0.73)	0.54% (0.05)
t=+3	147.52%	-4.23% (0.50)	98.13%	-4.81% (0.51)	0.57% (0.05)
AVE	145.48%	-6.27% (1.04)	95.72%	-7.22% (0.90)	0.94% (0.10)

図表 4 安全性指標の分析結果(負債比率)

	業績が良いグループ		業績が悪いグループ		効果の差
	負債比率	t=0との差	負債比率	t=0との差	
t=0	215.4%		224.0%		
t=+1	289.0%	73.6% (2.27)*	289.9%	65.9% (2.19)*	7.71% (0.17)
t=+2	314.3%	98.9% (3.33)**	444.1%	220.0% (1.34)	-121.16% (0.79)
t=+3	278.0%	62.6% (1.70)	347.5%	123.4% (1.82)	-60.85% (0.82)
AVE	293.8%	78.3% (3.30)**	360.5%	136.4% (1.62)	-58.10% (0.72)

分析の結果、被買収企業の業績が良いグループの流動比率の平均は、実施後増加傾向であり、効果の差もすべてプラスであったが、t検定の結果、ゼロと有意に異なることから、これらの差は企業買収の効果によるものではないとの結果になった。

負債比率の分析の結果は、業績が良いグループは1年後に5%水準で、2年後と1年後から3年後の平均に1%水準で有意差が確認されたが、業績が悪いグループの実施後1年にも5%水準で有意差が確認されており、被買収企業の業績がよい場合でも悪い場合でも、企業買収が負の効果をもたらすことが明らかになった。

5. まとめと今後の課題

本研究では、被買収企業の事前の業績に着目して、企業買収の財務的效果に対する被買収企業の業績の影響を検証し、また、2006年以降のM&A減少の要因の一つを明らかにすることを目的に、収益性、安全性の観点から3つの経営指標を用いたt検定を行った。

その結果、安全性分析の負債比率では、被買収企業の業績が良い場合でも悪い場合でも、企業買収が負の効果をもたらすことが明らかになった。収益性、安全性の流動比率に関しては、被買収企業の業績が良い場合でも悪い場合でも有意性が見られず、企業が買収を行うことの効果は本研究では見受けられなかった。

つまり、被買収企業の事前の業績に関わらず、企業買収は買収企業に財務的效果をもたらすとは言えない結果になった。この結果は、一般的にM&Aは財務業績の改善をもたらさないという先行研究の結果と一致している。

ただし、本研究における今後の課題は以下の3点である。

第一に、被買収企業と買収企業の規模の差を考慮した分析を行うことである。両社の規模の差が大きすぎる場合、被買収企業の業績が買収企業の業績に反映されない可能性がある。そのため、規模の差を考慮した分析を行う必要がある。

第二に、被買収企業のグループ分けの基準を再度

定義した分析である。本研究では、被買収企業の収益性、安全性の指標ともに比率が低いものから順に並べて3つのグループに分けた。しかし、グループ分けの仕方によっては、結果が変わってくると考えられるため、サンプル数の蓄積を待って、被買収企業のグループ分けの基準を厳密に定義し、分析を行う必要がある。

第三に、金融業において実施された企業買収の効果の測定を行うことである。金融業は財務諸表の構成要素が他の業種とは異なるため、本研究の分析では金融業をサンプルから除いている。しかし、金融危機が深刻化した1999年からは銀行・保険会社の大型合併が続き、現在でもM&Aを実施する金融機関は少なくない。そのため、金融業において実施された企業買収の効果の測定する必要がある。

以上の3つが、本研究における研究課題であり、今後も継続的な分析が必要である。

主要参考文献等

- [1]弘兼憲史(2006)「知識ゼロからのM&A入門」幻冬舎
- [2]宮島英昭(2008)「日本のM&A 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト」東洋経済新報社
- [3]山田方敏・蜂谷豊彦(2010)「内部資本市場の効率性から見たM&Aのパフォーマンス」『日本管理会計学会誌』pp.33-48
- [4]宮本順二郎(2007)「M&Aと経営分析」『年報経営分析研究』pp.25-32
- [5]松尾浩之・山本健(2007)「日本のM&A 目的・動機に関する実証研究」『年報財務管理研究』pp.34-43
- [6]岡部光明・関晋也(2006)「日本における企業M&A(合併および買収)の効果」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』pp.1-52
- [7](2008)『日本企業のM&Aデータブック1985-2007』株式会社レコフデータ