

日本におけるM & A：価値創造 効果と株式持ち合いの検証

M&A in Japan : Some Empirical Results
and the Logic of Interlocking Shareholdings

伊 藤 邦 雄*

要 約

A．日米間のM & Aの非対称性と株式持ち合いの論理

日本企業によるアメリカ企業のM & Aの増加は非常に目覚ましいものがある。それに対してアメリカ企業の日本市場におけるM & A行動は微々たるものである。実際に、日本とアメリカの間の資本移動は非対称的であり、そのギャップは日々大きくなっているように思われる。このペーパーは、最近諸外国から閉鎖的だと非常に鋭い非難を浴びている日本の株式持ち合いの背後にある論理や経済的根拠を、特に以下の三点に焦点を当てて説明するものである。

a) 何故、株式持ち合いが始まったのか。b) 何故、それが続いたのか。c) それがどのような影響を日本の会社経営に与えているか。

a) 戦後、財閥が解体し、個人による株式所有の時代になると、企業はプレミアム稼ぎの乗っ取り屋から身を守るため、財閥時代の人間のつながりを通して、よく知り信頼出来る企業と相互持ち合いを始めるようになった。その持ち合いは大銀行の発達に伴い、新しい企業グループの形成へと結びついていった。これが“系列”と呼ばれるものである。

1960年代半ばより、“系列”は金融市場自由化に伴って大きく発達した。外国資本の脅威を訴える産業界の声を背景に、商法改正が行われたことなどを通して、株式持ち合いが急速に進んだ。

b) 株式持ち合いは、グループのメンバー間の協力的な行動を、相互関係を強くするものとして機能し得る。仮に株式を持ち合っている企業の中で、ある会社が敵対的行動を取ろうとすれば、その企業は、他のメンバー企業が結束することにより“罰”を被ることになる。

株式持ち合いを通して、株式取引が事業取引に影響を与えているのであり、この認識は、日本経済の中に長期の協力的な関係を保つことに貢献した。これらのことが、株式持ち合いが、継続して行われてきた理由である。

c) 商法の規定により、自己株式の取得は禁止されているが、株式持ち合いを通して、

* コンファレンス当時は一橋大学商学部助教授。現在、一橋大学商学部教授。

日本企業の経営は所有者と経営者が一体化した様相を呈する。友好的かつ“受動的な”グループ・パートナーが安定株主となっているため、経営方針に異を唱える勢力を心配する必要が無く、長期的視野に立った決定をなすことが出来る。アメリカ企業に対する日本企業の優越は、これからも明らかである。

なお、終身雇用制度の影響により、日本企業は従業員の利益をかなりの程度優先する傾向がある。

これらのことから、日本的経営を、企業は株主のものであるというアメリカの立場に対し、所有者、経営者、従業員の三者が一体となったものとして描き出すことが出来る。

B．M & Aによる企業価値創造効果の日米比較

本論文では株価の動きから日本のM & Aの企業価値評価への影響を測定し、米国の研究結果と比較する。まず、合併・買収のインフォメーションの企業価値評価に対する影響力について検証する。次に、インフォメーションの企業価値評価に対する影響からインサイダー取引の数値での証拠が得られるかどうかについて検証する。

米国の研究結果によると、被買収企業の株主はM & Aの発表の結果として異常に高い投資収益を享受している。また、M & Aの発表と企業価値評価・株主の利益の増加との間には明らかな関連があり、被買収企業の異常な投資収益の約半分が合併発表前に実現されている。

日本でM & Aが株主利益に及ぼす影響力を、1971～1987年の29件の事例を株価の動きから測定したところ、米国の被買収企業の株主は13.0～14.6%の異常収益を得ているのに対して日本では1.3%に過ぎず、米国では買収は被買収企業の価値に好ましい影響を与えると考えられているが、日本の株式市場では買収は被買収企業の価値を増大させるとは期待されていないことを示唆している。

両国に共通しているのは、異常収益はM & A発表前に上昇していることである。これはM & Aの可能性を示す種々の情報に対する客観的な反応とも考えられ、インサイダー取引が原因とするには更なる研究が必要である。

結論として、日本と米国の間には著しい相違がみられた。米国においてはM & Aは一貫して企業価値評価、特に被買収企業においてプラスの効果がある。これに対して、日本ではM & Aに対して株式市場はマイナスに反応する傾向があり、被買収企業、買収企業双方の株主の利益の減少という結果を招いている。日本と米国のM & Aの環境、動機の相違は、ずっと以前から認識されていたが、研究結果の著しく対照的な相違によると、これまでに認識されていたよりももっと深い相違であると思われる。

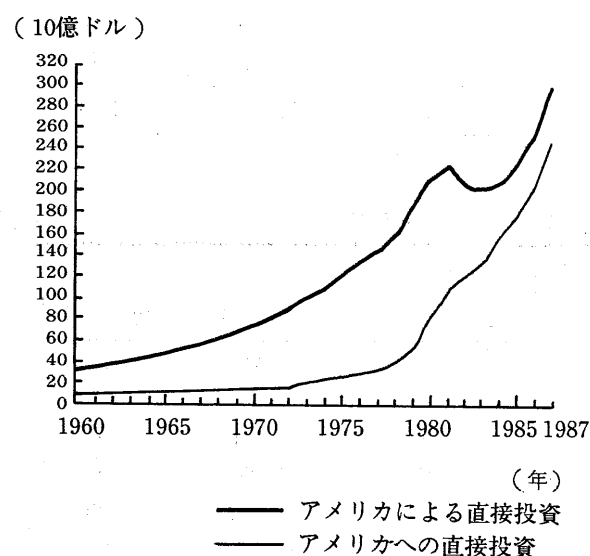
A．日米間のM & Aの非対称性と 株式持ち合いの論理

Japan—U.S. M&A Asymmetry and the Logic of Interlocking Shareholdings

．回転式ドア？

ここ数年、外国企業によるアメリカへの直接投資が急増している。この増加率は、アメリカによる海外への直接投資の増加率を上回っている。

図1 アメリカへの直接投資とアメリカによる直接投資（1981～1987年）



る(図1)。このため、これまでアメリカでは海外投資の議論といえば海外への直接投資が問題となっていたが、最近ではアメリカへの直接投資が議論的になっている。タイム誌は1987年に、「アメリカ大売り出し：外国投資家がいまくる」というタイトルのセンセーショナルなカバー・ストーリーを掲げ、この現象に警鐘を鳴らしている。

1988年にスミク＝メドレーによって行われた世論調査は、ある重要な問題を浮き彫りにした。調査は、アメリカへの直接投資について、アメリカ国民を対象にして行われたものである。それによると、回答者の73%がアメリカへの最大の投資国として日本を挙げ、残る10%がアラブ、3%がイギリス、そして2%がドイツと答えている。

ところが、アメリカ商務省の統計(表1)をみると、認識と現実が大きくかけ離れているこ

表1 アメリカへの国別直接投資

国名	直接投資 (1987年)		資 産 (1986年)		売上高 (1986年)	
	金 額 (億ドル)	ランク	金 額 (億ドル)	ランク	金 額 (億ドル)	ランク
カナダ	217	4	1,295	2	826	3
ドイツ	196	5	493	5	620	4
日本	334	3	967	3	1,657	1
オランダ	470	2	684	4	464	5
イギリス	750	1	1,338	1	1,135	2
合 計	2,619		8,299		6,673	

(出所) アメリカ商務省経済分析局

表2 アメリカへの新規直接投資額

(単位 億ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
新規投資合計	122	232	108	81	152	231	392	305
イギリス	31	62	31	24	37	67	86	115
その他欧州諸国	46	44	33	25	28	87	126	80
カナダ	20	61	12	11	26	29	65	8
日本	6	6	6	4	18	12	54	52

(出所) アメリカ商務省経済分析局

表3 アメリカにおけるM & A件数(1981~1987年)

(単位 件, %)

完了年	国内企業による買収		海外企業による買収		両タイプの合計	
	件数	比率	件数	比率	件数	比率
1981	1,964	88.0	267	12.0	2,231	100.0
1982	1,960	89.8	222	10.2	2,182	100.0
1983	2,075	94.7	116	5.3	2,191	100.0
1984	2,729	93.6	186	6.4	2,915	100.0
1985	3,001	93.4	212	6.6	3,213	100.0
1986	3,799	91.4	358	8.6	4,157	100.0
1987	3,198	90.7	326	9.3	3,524	100.0
合計	18,726	91.7	1,687	8.3	20,413	100.0

(出所) Mergers & Acquisitions, (1988年5 - 6月号)

表4 アメリカにおけるM & A金額(1981~1987年)

(単位 億ドル, %)

完了年	国内企業による買収		海外企業による買収		両タイプの合計	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率
1981	561	88.0	163	22.5	724	100.0
1982	596	91.6	55	8.5	651	100.0
1983	484	95.7	22	4.3	506	100.0
1984	1,150	93.3	82	6.7	1,232	100.0
1985	1,243	86.9	188	13.1	1,431	100.0
1986	1,770	87.5	252	12.5	2,022	100.0
1987	1,198	74.1	419	25.9	1,617	100.0
合計	7,002	85.6	1,181	14.4	8,183	100.0

(出所) Mergers & Acquisitions, (1988年5 - 6月号)

(注) 金額はすべてのM & Aについて公表されているわけではない。ここでは公表分のみを集計している。

とがわかる。日本はアメリカへの投資国として、イギリス、オランダに次いで3番目である。しかし、日本によるアメリカへの投資は近年急速に増加しており(表2)、そのため頻繁に報道されている。スミック=メドレーの世論調査はこうした現象に対するアメリカ国民の反応を如実に表している。

直接投資活動のなかでは、M & Aが大きなウエイトを占めつつある。アメリカのM & A統計によれば、アメリカ企業による買収が減少傾向にあるのに対し、外国企業による買収は増加している(表3)。この傾向は、買収件数でも買収金額でも明らかである(表4)。1987年には、外国企業による買収がアメリカのM

表5 海外企業による買収ランキング（1979～1988年）

買 収 企 業	被 買 収 企 業	年	買収額 (Billions)
British Petroleum (United Kingdom)	45% of Standard Oil	1987	7.6
Campeau (Canada)	Federated Department Stores	1988	6.6
Grand Metropolitan (United Kingdom)	Pillsbury	1988	5.7
Royal Dutch/Shell (Netherlands)	30.5% of Shell Oil	1985	5.7
B. A. T (United Kingdom)	Farmers Group	1988	5.2
Royal Dutch/Shell (Netherlands)	Belridge Oil	1979	3.7
Campeau (Canada)	Allied Stores	1986	3.6
Unilever (Netherlands)	Cheseborough-Pond's	1987	3.1
News Corporation (Australia)	Triangle Publications	1988	3.0
Nestlé (Switzerland)	Carnation	1985	2.9
Hoechst (West Germany)	Celanese Corp.	1986	2.8
Maxwell (United Kingdom)	Macmillan	1988	2.6
Broken Hill Proprietary (Australia)	Utah International	1984	2.6
Seagram (Canada)	21% of E.I. du Pont de Nemours	1981	2.6
Bridgestone (Japan)	Firestone Tire and Rubber	1988	2.6
Seibu/Saison Group (Japan)	Intercontinental Hotel	1988	2.6
Kuwait Petroleum (Kuwait)	Santa Fe International	1981	2.5
Société Nationale Elf Aquitaine (France)	Texasgulf	1981	2.5
Sony (Japan)	CBS Records	1987	2.0
Hanson Trust (United Kingdom)	Kidde	1987	1.8
Beazer (United Kingdom)	Koppers	1988	1.7
Consolidated Gold Fields (United Kingdom)	Newmont Mining (increased stake to 49.7%)	1987	1.6
Montedison (Italy)	Increased equity in Himont	1987	1.5
Blue Arrow (United Kingdom)	Manpower	1987	1.3
Pechiney (France)	Triangle Industries	1988	1.3
Grand Metropolitan (United Kingdom)	Heublein	1987	1.1
Jefferson Smurfit (Ireland)	Container Corporation of America	1986	1.1
Nippon Mining (Japan)	Gould	1988	1.1
L'Air Liquide (France)	Big Three Industries	1987	1.0

表6 アメリカへの国別直接投資の公表件数内訳（製造業：1979～1986年）

（単位 件，％）

国 名	合併・買収			プラント新設			プラント拡充		
	件 数	シェア	構成比*	件 数	シェア	構成比*	件 数	シェア	構成比*
カナダ	200	15.9	55.7	60	9.5	16.7	46	17.2	12.8
日本	102	8.1	23.0	153	24.2	34.5	61	22.9	13.7
欧州大陸	520	41.2	43.3	317	50.1	26.4	117	43.8	9.6
イギリス	345	27.4	64.4	73	11.5	13.6	39	14.6	7.3
その他	94	7.5	58.8	30	4.7	18.8	4	1.5	2.5
合 計	1,261	100.0**	46.7***	633	100.0**	23.5***	267	100.0**	9.9***

（出所）アメリカ商務省国際貿易管理局

（注）＊：各国の総投資公表件数にM & A，プラント新設，プラント拡充の公表件数がそれぞれ占める構成比。

**：国別シェアは四捨五入しているため合計が100％にならないこともある。

***：平均値。

表7 日本企業による海外企業の買収

		1985年	1986年	1987年	1988年
	件 数	22	59	106	142
ア メ リ カ	金 額（億円）	897	3,431	8,118	15,622
	件 数	9	19	72	96
ア メ リ カ 以 外	金 額（億円）	174	292	1,290	1,699

（注1）不動産買収を除く。また公表されたもののみを集計しているので、件数、金額はこれを相当上回る。

（注2）平均為替レートは、1985年－238円、1986年前半－179円、1986年後半－158円、1987年前半－150円、1987年後半－125円、1988年前半－127円、1988年後半－125円で計算している。

（出所）大和証券企業提携部

& A活動の約26％を占めていた。表5には1979年から1988年までの外国企業によるアメリカ企業の買収ランキングが示されている。

アメリカでは外国企業によるM & Aのプレゼンスが大きくなりつつあるにもかかわらず、プラントの新設や拡充が外国企業による直接投資の過半を占めている（表6）。しかし、ここ5年ほど、日本企業によるアメリカ企業の買収が著しく増加している（表7）。1985年には897億ドルであったものが、1988年には1兆5600億ドルと20倍もの増加を示している。日本企業のM & Aはアメリカ以外の地域でも増加しているが、その金額はアメリカ企業によるM & Aの10分の1に過ぎない。

1987年から日本企業はアメリカの大企業をかなりの高額で買収するようになった。こうした

例としては、ソニーCBSレコード、日本鉱業－グールド、西武・セゾングループ－インターコンチネンタル・ホテル、ブリヂストン－ファイヤーストーン、ソニーコロムビア・ピクチャー、三菱地所－ロックフェラー・グループ等を挙げることができる。さらに、特徴的な傾向として1件当たりの規模が大型化していることを挙げることができる。

他方、アメリカ企業による日本企業のM & Aはほとんどみられない。海外直接投資はよく「回転式ドア」に例えられる。資本は最高の投資機会を求めて、ある国に流入するとともに、またその国からも流出していくからである。しかし実際には、日米間のM & Aに関する資本の流れは、極度に非対称的となっている。そして、このことがアメリカ政府および議会の大き

な関心を呼んでいる。

アメリカ政府は、日本企業間の株式の相互保有を、アメリカ企業による日本企業のM & Aを妨げている「投資障壁」として取り上げている。事実、アメリカ側は日米構造協議においてこの問題を強調しており、日本政府に1990年夏までに何らかの行動をとるように求めたことは周知の通りである。

企業の最前線においても、アメリカの企業乗っ取り屋T・ブーン・ピケンズが小糸製作所の株式の20%を取得して、日本のM & Aの様子を伺うといったこともみられた。ピケンズは、株式持ち合いに基づく系列（グループ）関係の

閉鎖性について、議会で証言も行っている。

本稿の目的は、このように海外からの批判にさらされている日本企業の株式持ち合いの背後にある論理、経済合理性を浮き彫りにしようとするものである。特に、次のような問題に焦点を当てて分析する。1) そもそもなぜ株式持ち合いが行われるようになったのか、2) それがなぜ現在まで続いているのか、そして3) 株式持ち合いは日本の資本主義にどのような影響を与えてきたのか。この論理と経済的意義を十分に理解せずに、短兵急に政治的決着を図ることは危険である。

・株式持ち合いの発生

わが国における株式持ち合いは、特に2つの時期に発生したといえる。1つは1950年代である。戦後、財閥が解体され、財閥や持株会社が所有していた株式が従業員や一般大衆に売り出された。さらに1947年には独占禁止法が制定された。これによって、持株会社は全面的に禁止され（第9条）、企業の株式所有は原則的に禁止された（第10条）。そして、金融機関による株式所有も発行済株式数の5%に制限された（第11条）。この結果、株式が個人株式に分散所有されるようになり、1949年には個人の持株比率は69.1%に達した。

その後1949年と1953年に独占禁止法が改正され、規制が緩和された。特に第10条は、株式所有の禁止が競争を実質的に制限する場合と「不公正な取引方法」による場合だけに限定され、原則禁止から大幅に後退した。

財閥による持株システムが崩壊し、個人投資家が株式を所有する時代が到来すると、株式の買い占めが行われるようになった。当時の株式の買い占めは、企業買収のための第1歩として行われたわけではなく、ほとんどがグリーン・メールであった。すなわち、乗っ取りをちらつ

かせて、取得した株式を高値で引きとらせようとした。そこで各企業はそうした買い占めから身を守るために、友好関係にある企業などに株式を肩代わりしてもらったのである。

財閥系の企業の場合には、財閥時代の資金のおよび法的な関係は既に失われていたが、人的なネットワークはまだ残っていた。そこで、このネットワークを利用して株式の所有関係が築かれていった。加えて、銀行は財閥解体の対象からはずされていたため、株式を所有し続けることができ、また株式を肩代わりする資金を供給することができた。この結果、企業グループが、持株会社という形ではなく、銀行を軸に形成されていった。

株式持ち合いが財閥系の企業だけでなく、広範に行われるようになったのは、1960年代中頃から1970年代はじめにかけてである。このきっかけの1つとなったのが資本自由化である。

1964年、日本はOECDに加盟し、その規約に従って資本自由化を行うことになった。しかし、日本企業は直接投資および間接投資の自由化に大きな危機感をもっていた。直接投資の自由化に対しては、中小企業からその存続を危ぶ

表8 6大企業集団の株式持ち合い比率

(単位 %)

	三井	三菱	住友	芙蓉	第一勧銀	三和
1962.9	8.80	17.30	20.13	10.49	10.14	7.58
1964.9	10.31	17.86	19.83	11.31	9.44	10.81
1966.9	10.52	16.81	18.43	11.17	10.85	9.07
1968.9	12.34	17.74	20.42	14.55	15.84	10.64
1970.9	14.14	20.71	21.83	15.26	17.19	11.18
1972.9	16.14	24.55	23.45	17.68	15.24	11.73
1974.9	17.37	26.57	24.71	19.10	16.90	13.01
1987.3	18.03	25.34	24.51	18.22	14.59	10.90
'74/'62	5.83	3.64	1.72	5.12	4.35	4.61
'87/'74	0.30	-0.38	-0.07	-0.38	-1.17	-1.41

(出所) 経済調査協会「系列の研究」

む声があがった。国内での激しい競争に加え、国際的な競争に巻き込まれることによりて、赤字に追い込まれるのではないかという不安が広まっていたのである。また外国企業が株式を取得することによって、日本企業のマネジメントに大きな影響を及ぼし、さらに自動車や電子産業といった産業が支配されるのではないかという危機感が強まっていった。

とりわけ外国資本による乗っ取りに対する危機感は強く、業界首脳が集まってさまざまな対策が話し合われた。このときに、産業界からの要請によって商法が改正された。この改正の最大のポイントは第280条の改正で、特定の第三者への割当増資が取締役会の決議だけでできるようになった。この結果、第三者割当増資を利用して、安定株主工作や株式持ち合いが盛んに行われるようになった。

このようにして外国資本に対抗するために安定株主工作が大々的に行われ、その結果、財閥系の企業グループは強化され、芙蓉、第一勧業、三和といった銀行を軸とした企業グループが新たに形成された。また、アセンブラーによる部品供給メーカーの系列化も進行していった。

6大企業集団の株式持ち合い比率の時系列のデータをみると、株式持ち合いがどのように推移してきたかがわかる。また、ケース・スタディとして自動車産業を取り上げ、そもそも資

本自由化への対抗策として展開された株式持ち合いが、産業の再編成にどのような影響を及ぼしてきたのかを示すことにする。

表8には1962年から1987年までの6大企業集団の株式持ち合いの推移が示されている。1960年代中頃から1970年代初頭にかけて株式持ち合いが急速に進行したことがわかる。早くから株式持ち合いが進んでいた住友グループを除いて、各グループの年平均伸び率は3～5%となっており、着実に株式持ち合いが進められてきたことが認められる。株式持ち合い構造が確立されると、持ち合い比率にはほとんど変化がみられなくなった。それどころかわずかながら低下傾向を示している。1970年半ばに状況が変化し始めたのである。1962年から1974年までの年平均伸び率と1974年から1987年までの年平均伸び率を比較すると、6大企業グループすべてが後半に大きく低下しており、三井グループを除いて伸び率はマイナスになっている。

1970年代末および80年代に低下傾向を示したにもかかわらず、株式持ち合いはそれまでに広範に展開されていたために、企業グループの安定化や強化に大きな役割を果たした。

・ ケース・スタディ：自動車産業

次に自動車産業を例にとって株式持ち合いを考察することにしよう。自動車産業における資本自由化は1960年代後半から1970年代はじめにかけて急速に進んだ。1967年には外国投資家による日本企業への出資が20%を限度として認められた。その後、1971年には外国企業による出資比率50%以下の合併企業の新設が認められ、さらに1973年には資本の完全自由化が行われた。

ちょうどこの時期、日本の自動車産業は高度経済成長とモータリゼーションの波に乗って急成長を遂げ、生産・需要とも年率20～30%とい

う未曾有の成長を遂げていた。こうした市場の急拡大と大きな潜在需要は、外国資本にとっても大きな魅力であり、市場への参入を促進させる要因となった。

そうした外国自動車メーカーの参入の脅威に対して、わが国の自動車メーカーはいくつかの方法で対抗した。1つは合併・提携による競争力の強化である。1960年代後半から1970年代はじめにかけて行われたわが国自動車産業の再編成を要約すると次のようになる。

- | | |
|---------|--------------------------|
| 1966. 8 | 日産，プリンスを吸収合併 |
| 10 | トヨタ，日野自動車と資本・業務提携 |
| 12 | 富士重工といすゞが業務提携（1968.5 解消） |
| 1967.11 | トヨタ，ダイハツと資本・業務提携 |
| 1968. 6 | 三菱重工といすゞが業務提携（1969.5 解消） |
| 10 | 日産，富士重工と業務提携 |
| 1970. 2 | 三菱重工，クライスラーと資本・業務提携 |
| 3 | 日産，いすゞと業務提携（1971.7 解消） |
| 6 | 三菱自動車工業分離独立 |
| 1971. 7 | いすゞ，GMと資本・業務提携 |
| 9 | クライスラー，三菱自工に資本参加 |

この結果、国内メーカーとの合併・提携によって強固なグループを形成したトヨタ（日野、ダイハツ）と日産（富士重工、日産ディーゼル）、外国メーカーとの提携を選択した三菱自工、東洋工業、いすゞ、そして自主独立路線をとるホンダ、鈴木という業界構造が形成された。

こうした合併・提携と並んで、各社とも外国企業による乗っ取りやグリーン・メールを防止するために安定株主工作を始め、関係会社や取引銀行に新株を割り当てたり発行済株式をはめ込んだりした。ここではトヨタと日産に限って、1961年から1975年にかけて大株主の構成が

どのように変化したか、および特定株比率と浮動株比率がどのように変化したかをみてみよう。これを示したのが表9と表10である。ここで、特定株比率とは、10位までの大株主と役員持株の合計である少数特定者持株数を発行済株式数で除した比率である。浮動株比率とは、50単位未満の株主が保有する株式数を発行済株式数で除した比率である。いずれの表からも、特定株比率が10%未満上昇している一方、浮動株比率は30%も激減していることがわかる。

また「ビッグ・スリー」の日本進出にともないアメリカの有力な部品メーカーが日本の部品メーカーに接近したため、日本の自動車メー

日本におけるM & A：価値創造効果と株式持ち合いの検証

表9 トヨタ自動車工業の株主構成

(単位 %)

		1961.5	1965.5		1970.5		1975.6	
大株主	東洋信託	7.03	東洋信託	6.57	豊田織機	4.49	三井銀行	5.19
	豊田織機	4.97	共同証券	5.21	三井銀行	4.46	東海銀行	5.08
	三菱信託	4.11	豊田織機	4.22	東海銀行	4.40	三和銀行	4.85
	三井銀行	2.91	三菱信託	4.09	三和銀行	3.97	豊田織機	4.41
	東海銀行	2.91	三井銀行	3.24	日本生命	3.40	日長銀	3.71
	日本生命	1.70	東海銀行	3.14	日長銀	3.22	日本生命	3.55
	野村証券	1.56	大和銀行	2.64	大和銀行	2.78	トヨタ自販	2.55
	協和銀行	1.41	証券保有	2.50	東洋信託	2.68	大和銀行	2.55
	三井生命	1.41	日本生命	2.48	協和銀行	2.28	協和銀行	2.35
	大正海上	1.41	三和銀行	2.22	トヨタ自販	2.15	第一生命	2.16
特定株比率		32.86	38.53		35.77		37.98	
浮動株比率		43.96	30.39		16.85		15.08	

表10 日産自動車の株主構成

(単位 %)

		1961.3	1965.3		1970.3		1975.3	
大株主	三菱信託	8.94	三菱信託	7.26	興銀	6.94	興銀	7.75
	興銀	5.33	共同証券	5.77	日産土建	5.34	富士銀行	5.99
	日産火災	2.56	住友信託	5.63	富士銀行	4.50	第一生命	4.73
	東洋信託	2.53	興銀	5.28	第一生命	4.25	丸紅	3.94
	住友信託	2.48	安田信託	3.72	日本生命	3.96	日本生命	3.79
	富士銀行	2.27	日本生命	2.64	住友銀行	3.04	住友銀行	3.46
	協和銀行	1.78	富士銀行	2.54	協和銀行	2.51	協和銀行	3.13
	山一証券	1.62	証券保有	2.22	明治生命	1.88	日産土建	2.12
	三井信託	1.43	東洋信託	2.12	日産火災	1.88	安田信託	2.11
	第一生命	1.38	協和銀行	1.76	安田信託	1.62	日産火災	2.09
特定株比率		31.02	39.43		36.30		39.45	
浮動株比率		47.42	31.90		20.09		16.79	

表11 トヨタ自動車工業の部品メーカーへの株式投資

(単位 千株, %)

部品メーカー	1965.5	1970.5	1975.6
日本電装	①12,500(12.50)	①15,600(15.29)	①33,606(23.03)
トヨタ車体	①19,228(38.46)	①20,000(40.00)	①20,000(40.00)
アイシン精機	①10,700(18.73)	①10,700(18.73)	①16,600(20.66)
小糸製作所	—	—	①17,000(21.25)
日本電池	—	③ 3,500(5.83)	③10,400(9.68)
カヤバ工業	—	—	④ 8,400(8.33)
共和レザー	—	—	① 7,250(36.25)
日本精工	—	1,538(—)	⑤ 7,040(3.82)
曙ブレーキ	—	③ 2,201(7.86)	② 6,000(17.85)
東洋ゴム	—	—	③ 6,000(5.87)
NOK	—	—	③ 5,280(4.41)
投資株式	69,359	157,907	403,165
関係会社株式	151,552	203,123	440,119

(注) ○で囲んだ数字はそれぞれの会社におけるトヨタ自動車工業の株主順位を表す。

日本におけるM & A：価値創造効果と株式持ち合いの検証

表12 日産自動車の部品メーカーへの株式投資

(単位 千株, %)

部 品 メ ー カ ー	1965.3	1970.3	1975.3
日産車体	①27,991(58.31)	①27,991(58.31)	①47,342(49.31)
カルソニック	① 6,182(61.82)	①12,564(62.82)	①22,215(55.54)
アツギユニシア	①11,331(94.43)	①12,631(70.17)	①18,937(63.12)
大金製作所	3,500(—)	8,600(—)	①11,904(36.07)
市光工業	—	① 3,344(11.94)	①11,045(21.74)
セントラル硝子	④ 4,000(3.58)	⑥ 3,500(3.14)	①10,788(6.27)
ディーゼル機器	⑤ 3,600(6.00)	③ 8,730(8.73)	④ 8,730(8.73)
鬼怒川ゴム	—	① 1,200(12.00)	① 7,652(38.26)
小糸製作所	—	—	② 7,000(8.75)
池田物産	—	① 3,750(25.00)	① 6,150(35.30)
曙ブレーキ	—	② 3,166(11.31)	③ 4,974(14.80)
投 資 株 式	71,763	169,067	403,165
関 係 会 社 株 式	77,695	204,990	440,119

(注) ○で囲んだ数字はそれぞれの会社における日産自動車の株主順位を表す。

表13 トヨタ自動車工業の株式持ち合い

(単位 千株)

	1965年		1975年	
	保 有 株 式	被 保 有 株 式	保 有 株 式	被 保 有 株 式
トヨタ自動車販売	73,800	1,050	131,724	26,246
日本電装	12,500	1,950	37,786	7,843
ダイハツ	—	—	27,600	1,783
豊田通商	5,575	90	24,825	1,103
豊田合成	—	—	22,560	—
愛知製鋼	—	—	20,386	486
トヨタ車体	19,228	1,800	20,000	2,788
三井銀行	8,000	24,750	23,040	53,196
東海銀行	5,090	24,000	20,800	52,038
日野自動車工業	—	—	17,650	1,474
三和銀行	3,000	17,000	17,850	49,660
小糸製作所	—	50	17,000	629
新日本製鉄	1,515**	7,025***	14,400	19,084
日本電池	—	300	10,400	481
豊田自動織機	6,120	32,275	16,370	45,203
アイシン精機	10,700	1,971	16,600	3,457
豊田工機	8,100	900	10,400	2,631
関東自動車	5,300	600	12,720	1,144
カヤバ工業	—	200	8,400	606
日本精工	—	1,500	7,040	4,397
光洋精工	—	1,037	7,020	2,883
共和レザー	—	—	7,250	—
日本長期信用銀行*	180	—	694	37,963
大和銀行	—	20,194	5,000	26,092
協和銀行	—	—	5,200	24,062
発行済株式数		765,000		1,024,000

注) *: 500円株 **：八幡製鉄のみ ***：八幡製鉄と富士製鉄の合計

表14 日産自動車の株式持合

(単位 千株)

	1965年		1975年	
	保有株式	被保有株式	保有株式	被保有株式
日産ディーゼル	31,500	—	63,000	3,072
日産車体	27,991	310	47,342	3,640
日本興業銀行	8,000	36,954	29,539	83,546
丸紅	—	830	28,600	42,574
富士銀行	8,000	17,750	26,480	64,574
日本ラジエーター	6,182	732	22,215	3,862
大同製鋼	7,200	378	21,250	3,608
厚木自動車部品	1,133	151	18,937	1,496
愛知機械工業	2,102	—	18,265	651
富士重工	—	—	17,055	385
大金製作所	3,500	—	11,904	482
市光工業	—	—	11,046	942
セントラル硝子	4,000	—	10,788	3,500
協和銀行	2,050	12,318	10,506	33,760
土屋製作所	—	—	9,798	1,114
日立製作所	1,150	2,050	8,585	9,716
住友銀行	—	—	7,753	37,327
デーゼル機器	3,600	—	8,730	1,591
鬼怒川ゴム	—	102	7,652	1,127
小糸製作所	—	150	7,000	493
日本精工	—	1,405	6,601	4,659
三ツ星ベルト	—	—	5,000	827
安田信託銀行	—	26,068	6,800	1,585
日産火災海上	600	—	4,300	22,555
日産土地建物*	499	—	980	22,868
発行済株式数		700,000		1,078,193

注) *: 500円株

カーは部品メーカーへの株式投資を積極的に行うようになった。表11と表12にはトヨタと日産による部品メーカーへの株式投資の推移が示されている。

このように外国資本による乗っ取り対策として株主安定工作や部品メーカーの系列化が進め

られるにつれて、自動車メーカー、金融機関および部品メーカーとの間に株式持ち合いが形成されていったのである。表13と表14には、1965年と1975年のトヨタと日産の株式持ち合い状況が示されている。

・発生ロジック

以上から明らかなように、わが国における株式持ち合いは乗っ取りやグリーン・メールを回

避するための安定株主工作として生まれてきたわけである。ここに株式持ち合いがそもそも日

本で生まれたロジックがある。

しかし、乗っ取りやグリーン・メールといった経営権への脅威を回避するためだけなら、必ずしもグループ企業間で株式を持ち合う必要はない。個人であれ企業であれ、安定的に長期間所有してくれる株主がいさえすればいいわけである。にもかかわらず、一方的に株式を所有する安定株主工作だけでなく、株式持ち合いが盛んに行われた。これには、資金調達と相互依存関係の構築という2つの理由がある。第1の理由は、戦後個人の資産蓄積が少なかったために、企業は安定株主として個人に頼ることができなかった。かといって企業自身も資金が潤沢にあったわけではなかったので、互いに資金を出し合うほかはなかったのである。こうした資金制約のために、株式持ち合いの過程において

銀行が大きな役割を果たしたのである。

第2の理由は、互惠主義および株式の相互所有に期待される効果に関連する。株式の持ち合いは株主の安定度を高めるのに貢献する。例えば、A社がB社の株式を所有しており、いま何らかの理由でそれを売却しようとしているものとする。A社とB社との間に株式持ち合いが行われていれば、A社がB社の株式を処分する場合にはいつでもB社は所有しているA社の株式を売却することができる。したがって、A社がB社によって所有されている株式を売却されることに脅威を感じている限り、事前においてA社はB社の株式を売却しようとはしないであろう。逆の場合も同様である。このように、株式を互いに持ち合うことは双方にとって「抑止力」あるいは「人質」として機能しているのである。

・ 継続のロジック

株式持ち合いは外国資本による乗っ取りの脅威といった、いわば特殊な時代環境のもとに生まれてきた。言い換えれば、抗生物質として位置づけることができるだろう。では、そうした特殊な状況の下で生まれた株式持ち合いというシステムが、なぜその後も今日まで続いてきたのだろうか。

これまでわが国で行われてきたM & Aは、ほとんどが企業グループ内でのM & Aあるいは財務的に健全な企業による救済型のM & Aであった。また、数少ない外国企業によるM & Aもそ

れ以前に取引関係を持っていた友好的なものである。これらの事実は、株式持ち合いに期待されていた「抗生物質」としての機能が十分に果たされてきたことを意味する。にもかかわらず、乗っ取りの脅威が大幅に緩和された後も株式持ち合いが依然として堅持されてきたのはなぜであろうか。株式持ち合いには、時を超えた普遍性をもった経済合理性、すなわち「継続のロジック」が存在すると考えるのが自然であろう。

・ 事業取引と株式取引の相互浸透

ゲーム理論のコンテキストから株式持ち合いの問題を考えてみよう。一般に、企業間の事業取引は相互信頼のうえに成り立っている。つまり、売り手企業が買い手のニーズに適した価格

や品質水準で販売してくれると信じるからこそ買い手が財・サービスを購入するのであり、買い手企業が売り手に適正な利益をもたらす価格で購入してくれると信じるからこそ売り手が財

・サービスを販売するのである。ところが、一方がそうした信頼を破って「裏切り」的行動をとると、その取引から超過利潤を獲得することができる。例えば、売り手が法外な価格で売するような場合を考えればいいであろう。

しかし、取引当事者がいつもこうした機会主義的な行動をとるわけではない。機会主義的な行動から得られる超過利潤が、それによって長期的に失う利益よりも小さいと判断する場合には、各取引当事者は機会主義的な行動をとらないことを相手側に信じさせようとする。クレブス＝ウィルソン（1982）は、こうした協調関係を確立するメカニズムを「信認」と呼んでいる。

実際には、取引当事者が相手の行動を監視したり評価することは難しい。そのため、それを回避しようとするインセンティブが生じる。相手の行動をコントロールするために、相互抑止に基づいて相手を封じる手段をもとうとする強い欲求が生じるのである。周知のように欧米の社会では、こうしたコントロール・メカニズムとして、明示的な詳細な契約書を交わすという手段がとられている。しかし、日本企業の場合には、こうした詳細な契約書を交わすことはまれである。むしろ、欧米とは全く違ったコントロール・メカニズムとして株式持ち合いが行われてきたのである。

株式には、企業のコントロール・メカニズムとして機能する2つのオプションが備わっている。1つはその株式を売却するオプション、いま1つは株主総会での議決権を通して経営の修正を求めるオプションである。したがって、株式の所有は、相手企業のとる行動に対する抑止力として機能し、相手が協調的行動をとるように保証する機能をもっているといえることができる。

株式を売却するオプションを考察するために、いまA社とB社とが取引関係にあり、互いに相手の株式を所有しているものとする。さらに、B社が機会主義的で敵対的な行動をとったため、A社が所有しているB社の株式を売却することにしたとする。対抗上、B社もA社の株

式を売却しようとするだろう。

このとき、持ち合い関係にある他の（グループ）企業は、B社が市場に売却したA社の株式を買い支えようとするだろう。なぜなら、B社が自分達に対しても将来同じような敵対的な行動をとる可能性があると判断するからである。一方、B社の株式に対してはこうした買い支えといった行動はとられないだろう。その結果、けることになる。そして、こうした結果が予想される限り、B社が機会主義的で敵対的な行動にでることは抑えられるのである。

このシナリオはまた経営修正権の行使にも適用できる。上述のような状況において、B社はA社の株主総会で、A社の経営を修正するために議決権を行使しようとするだろう。しかし、株主総会ではA社と持ち合い関係にある企業が互いに協力して議決権を行使し、B社の経営修正権の行使の効力を弱め、A社の経営を支持する。一方、B社の株主総会では、これらのグループ企業が結託してB社に対する経営修正権を行使する。その結果、B社だけがペナルティを受けることになる。

このように、株式持ち合いが行われている場合には、持ち合い企業間に協調的な行動がとられるようになり、企業間関係が強化される。つまり、わが国では事業取引に株式持ち合いという形で株式取引が浸透してきたのである。言い換えれば、「事業取引への株式取引の浸透」によって、長期的・協調的な事業取引関係が築かれてきたということになる。ここに、株式持ち合いが継続してきた合理性の1つがあると考えられる。

・「オーナー＝マネジャー」による経営

協調的な事業取引関係が継続されるようになると、今度はそうした事業取引関係が株式取引に影響を及ぼすようになる。先に述べたように、持ち合い株主は株式を売却する権利（エグジット）と経営に修正を求める権利（ボイス）をもつ。もちろん配当を受ける権利ももっている。しかし、友好的な関係が維持されている限り、持ち合い株主は持株を売却する必要もないし、経営修正権を行使する必要もない。つまり、盲従する投資家になるわけである。

これを別の視点からみると、企業が株式持ち合いによって自社の株式と相手企業の株式を互いに交換していると解釈することができる。いわば、企業は株式持ち合いによって「自社株式」を取得しているということになる。わが国では、商法210条で自社株式の取得が禁止されている。しかし、株式持ち合いによって取得される「自社株式」は、商法でいう自社株式にはあたらない。

このように考えると、株式持ち合いは日本企業の経営システムに表には表れないが重要なインパクトを与えてきたといえるだろう。株式持ち合いによる「自社株式」は、商法で規制されている文字通りの自社株式ではないため、議決権を有している。そして、それらの議決権をもつのは発行企業そのものである。さらに、その「自社株式」の議決権を行使するのは、その企業の経営者である。つまり、わが国の経営者は、株式持ち合いを通して実質的に「オーナー＝マネジャー」になっているとみなすことができる。

こうして、わが国の実質的な「オーナー＝マネジャー」である経営者は、（大）株主による経営修正権の行使という脅威にさらされずに、長期的な視点から意思決定を行うことができたと考えられる。経営者は、友好的な「盲従する」

グループ企業が「安全」なだけの株式を所有しているので、経営修正権を行使する株主に注意を払う必要がなかったのである。わが国では明らかに経営者主導のマネジメントが成立している。さまざまな研究にみられるように、わが国の経営者主導のマネジメントでは、企業のコアメンバーである従業員の利益に高いプライオリティがおかれている。その理由は、経営者が家族に似た長期安定雇用システムにおいてコアメンバーとなっている従業員を代表しているからである。

こうした例として、M & Aを通して急成長を遂げているミサワホームの社長三澤千代治は次のように述べている。

「『会社は誰のものか』と聞かれたとき、私はためらうことなく、会社は社員のものだと答える。法律的にはむしろ株主のものである。しかし、実体はそうではない。」

こうした見方は、わが国の経営者のほとんどに共通のものであり、企業は株主のものと考えたアメリカの経営者とは正反対である。

結局、わが国のマネジメントは「（株式を持ち合っている）オーナー＝マネジャー＝従業員」が三位一体になっているとみなすことができる。しかし、この三位一体が可能になるのは、協調的な事業取引関係が損なわれない限りにおいてである。そうした関係が崩れれば、「オーナー＝マネジャー」によるマネジメントを維持することは難しい。つまり、この点で「株式取引への事業取引の浸透」がみられるのである。

．公開企業の弱点に対する日本の解決法

以上から明らかなように、株式持ち合いシステムの本質的な構造と特性は、「事業取引と株式取引の相互浸透」にあり、それが長期的・協調的な取引関係および「オーナー＝マネジャー」あるいは「オーナー＝マネジャー＝従業員」による日本的なマネジメント・システムを作り上げてきたわけである。

ハーバード大学のマイケル・ジェンセン教授は、ハーバード・ビジネス・レビュー（1989年9 - 10月号）で、公開企業の「致命的な弱点」はオーナー（株主）とマネジャーとの対立にあると述べ、さらに続けて、最近アメリカで進行しつつあるLBOやMBOといった「株式非公開化」の動きは、こうしたコンフリクトを解消するための革新的な組織転換努力であると高く評価している。

ジェンセン教授の分析を踏まえると、株式持ち合いの意義を国際的な視点から捉えることができる。日本企業はオーナーとマネジャーとの対立をどのように解消しようとしているのだろうか。その解答を株式持ち合いに見いだすことができる。株式持ち合いはこのコンフリクトを解決するための日本的な試みであると位置づけることができる。公開会社に本質的に内在する問題に対する日本的な解決法が株式持ち合いであり、アメリカ的な解決法が「株式の非公開化」といえるのではないだろうか。

以上のような株式持ち合いの本質を議論せずに、株式持ち合いの問題を日米構造協議などの場で政治的に解決しようとするのはあまりにナイーブであり、きわめて危険である。

参 考 文 献

- Aoki, M., *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North - Holland, 1984.
- Auerbach, A. J., *Mergers and Acquisitions*, The University of Chicago Press, 1988.
- Auerbach, A. J., *Corporate takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, 1988.
- Fudenberg, D. and B. Maskin, "The Folk Theorem in Repeated Games with Discounting or Incomplete Information," *Econometrica*, May 1986, Vol.54.
- Imai, K., "The Japanese Enterprise Network: Its Process of Development and Perspective," Research Institute of Business, Hitotsubashi University, 1986, mimeo.
- 今井賢一・小宮隆太郎編『日本の企業』東京大学出版会, 1989.

- 伊丹敬之『人本主義企業』筑摩書房, 1987.
- 伊藤邦雄「M & Aと株式持ち合いの本質」, 『金融ジャーナル』1989年12月号.
- Jensen, M., "Eclipse of the Public Corporation," *Harvard Business Review*, September - October 1989.
- Kreps, D., *Corporate Culture and Economic Theory*, 1984, mimeo.
- Kreps, D. and R. Wilson, "Reputation and Imperfect Information," *Journal of Economic Theory*, 1982, Vol. 27.
- Rasmusen, E., *Games and Information: An Introduction to Game Theory*. Basil - Blackwell, 1989.
- Rubinstein, A., "Equilibrium in Supergames with the Overtaking Criterion," *Journal of Economic Theory*, 1979, Vol. 21.

Sato, R. and R. Zeckhauser, "Domestic and International Mergers: Competition or Cooperation? ," in Sato and Nelson, *Beyond Trade Friction*, Ch. 7.

Sato, R. and J. Nelson, *Beyond Trade Friction: Japan - U. S. Economic Relations*, Cambridge University Press, 1989.

B．M & Aによる企業価値 創造効果の日米比較

The Effects of M&A Activity on Firm Valuation in Japan
and The United States：A Comparative Study

M & Aが企業の価値にどのような影響を与えるか（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みると，買収企業および被買収企業のいずれにおいても，日本と米国の間で著しい差異があることが発見された。米国では，M & A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。それに対しわが国のM & Aは，買収側および被買収側の双方の企業価値をむしろ損うものと証券市場で判断されていることが明らかになった。

．はじめに

米国ではM & A（会社の合併・買収）が日常茶飯事のごとく頻発し，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M & A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ざる結果をもたらしたとする根強い批判論がある。M & A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，M & A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，主として合併という形でM & A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M & Aの対象としたものも盛んに行われるようになって

てきた。しかしながら，わが国のM & A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ほとんど研究されておらず，いまだ厚いベールに包まれているというのが実情である。

M & A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M & Aが企業数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M & A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M & A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M & A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^(注1)。

．米国の実証結果

2 - 1 概観

米国ではM & A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M & A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M & A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，当初の研究でM & Aの実施日をイベント日に行っていたのに対し，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）M & A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と失敗したものの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の研究^(注2)とKeown & Pinkertonの研究^(注3)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，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，後者は前者よりも分析期間を長くとしていること，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，これらの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によるサーベイ^(注4)を紹介するのが効率的である。

Jensen & RubackはM & Aの発表日をイベント日とするようになった1977年の研究から1983年までの研究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

(注1) インサイダー取引規制とディスクロージャーとの関係および「重要事実」に関わる大蔵省令の実務への影響については，それぞれ伊藤邦雄「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，1988年12月15日号・同12月25日号，および伊藤邦雄「インサイダー取引規制の実証分析（下）」旬刊・商事法務，1989年4月25日号を参照。

(注2) P. Dodd, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 1980.

(注3) A. J. Keown and J. M. Pinkerton, "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation," *Journal of Finance*, September 1981.

(注4) M. Jensen and R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 1983.

エー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 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 ヶ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 + 15.90% であった。他方、買収企業については、- 1 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 ヶ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 - 2 Doddの研究

Dodd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

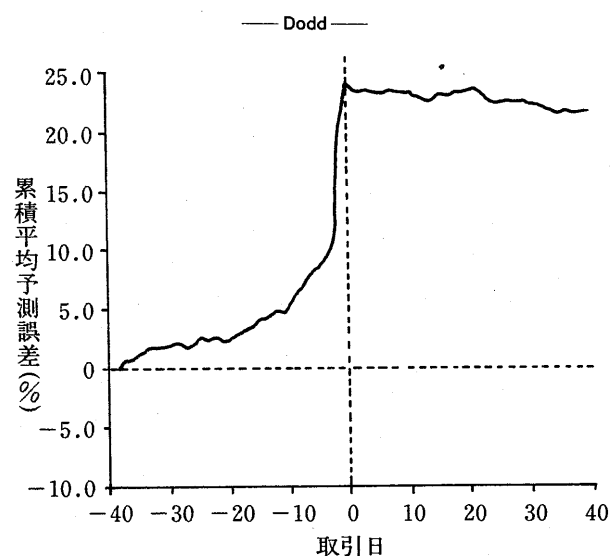
によって平均予測誤差（ PE ）を算出する。この平均予測誤差を - 40日から + 40日まで加算した累積平均予測誤差（cumulative average prediction errors； CPE ）を計算する。ただし合併提案がウォール・ストリート・ジャーナル紙に発表された日を0日（イベント日）とし、それ以前の取引日をマイナス、それ以後の取引日をプラスで表す。

その結果を要約したのが表1である。

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（注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

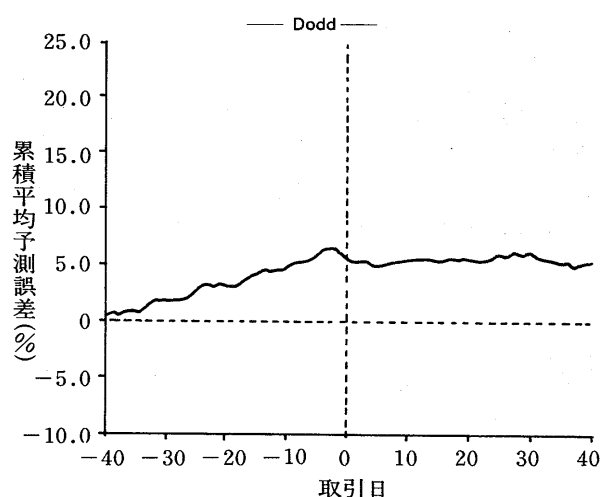
図1 米国における被買収企業（全サンプル）の累積平均予測誤差（ CPE ）



（注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）

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)

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。

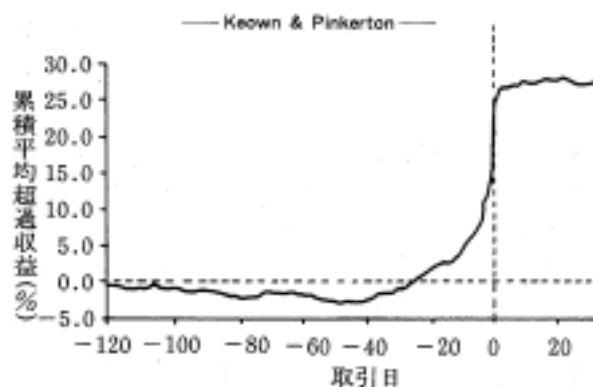
これらの結果は数字に若干の違いはあるものの、前述のJensen&Rubackのデータと軌を一にするものといえよう。

2 - 3 Keown & Pinkertonの研究

Keown & Pinkerton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。

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の研究の主たる狙いは、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。かれらは次の諸点を発見した。発表日前25日目にCARがプラスに転じ、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。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。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内部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ヵ月ごろに始まり、直前の5日から11日ごろにはルール10b-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%で

あり、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。

．日本の実証結果

3-1 調査方法

米国とは対照的に、M & Aが証券市場を通して株主の富に与える影響を、日次株価収益率データを用いて実証した研究は日本には存在しなかったといつてよい(注6)。そこで筆者は、日次株価収益率を用いてわが国のM & Aの影響を調べ、それを米国の結果と比較することを試みた。

この調査では1971年から1987年までにわが国で行われた合併で、買収会社・被合併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(注7)、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済新聞紙に公表された日とし、それを0日とした。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。

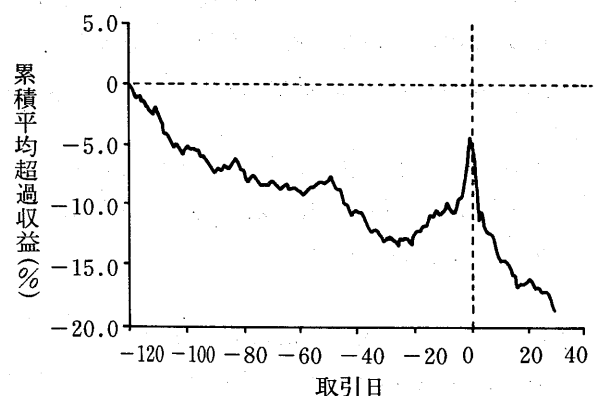
$$\tilde{R}_{jt} = \alpha_j + \beta_j \tilde{R}_{mt} + \tilde{\varepsilon}_{jt}$$

ただし

$\tilde{R}_{jt}$ = t 日における証券 j の投資収益率

$\tilde{R}_{mt}$ = t 日における市場ポートフォリオの

図4 日本における被買収企業の累積平均超過収益(CAR)



(注6) わが国の合併の経済的影響を調査した数少ない研究として次の2つがある。首藤恵「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), 1981年。榊原茂樹『現代財務理論』千倉書房, 1986年。ただ両者とも月次株価収益率を用いている点、および合併の発表日を特定していない点が、筆者の調査と異なる。

(注7) 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。

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
川崎重工業	汽車製造	1971. 6. 1
明治製菓	明治商事	1971. 6.25
山陽パルプ	国策パルプ	1971. 8.23
富士自動車	大日本機械工業	1971. 9.24
三菱鉱業	三菱セメント	1971. 8. 9
日本軽金属	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	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
合衆製鉄	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	日本パルプ工業	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	1982. 4.22
横河電機製作所	北辰電機製作所	1982. 9. 1
京セラ	北ヤシ	1983. 4. 1
東京三洋電機	三洋自動販売機	1983. 7.27
赤井電機	赤井井商	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	1985.10.27
三洋電機	東京三洋電機	1986. 5. 3
戸田建設	東島藤建設工業	1986. 8.23
吾需製鋼所	東仲製鋼	1987. 3. 2
クラウソン	田尻機械工業	1987. 5.26
松下電器産業	松下電器貿易	1987. 8.31

投資収益率

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

 $\tilde{\varepsilon}$ = 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。

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

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。

$$AR_j = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \hat{\varepsilon}_{jt}$$

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。

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

3 - 2 調査結果

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。

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)にならう公表日をはさみ-60日から+10日までのデータのみを示した。

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

が最も大きくなるのは - 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。

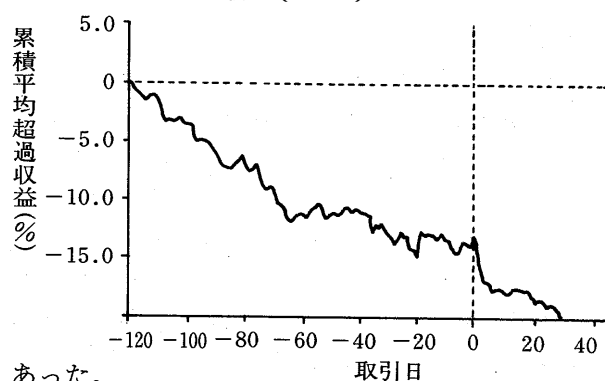
まず - 1 日と 0 日における AR はそれぞれ - 0.09% と + 1.24% であるが、その t 値はそれぞれ - 0.14 と 1.50 でともに統計的に有意ではなかった。また + 1 日における AR は - 1.84% であり、その t 値は - 1.69 と、ほぼ 10% 水準で統計的に有意であった。したがって - 1 日から 0 日までの CAR は + 1.15% であった。次に - 40 日から 0 日までの CAR は - 2.07% であった。さらに - 119 日から 0 日までの CAR は - 12.98% で

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	-25	-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にならって公表日をはさみ-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)



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ムティック・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。その結果は買収企業グループが0.50に対し、被買収企業グループは0.91であった(注8)。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表5に示してある。

表5から買収グループと被買収グループとの

(注8) 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。

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

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。

・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それほ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日までの期間をみてみると、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に相当する4.6%の収益しか発生していない。この点でも、M & A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。

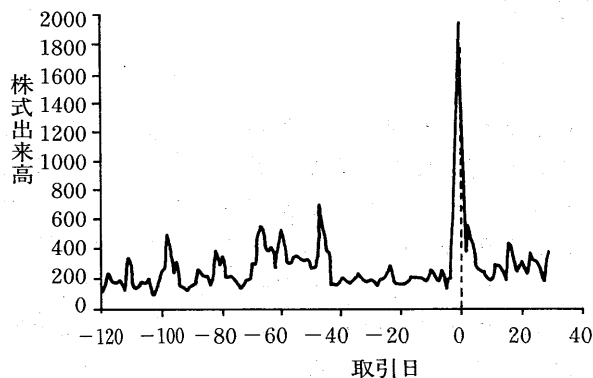
こうした顕著な違いがある一方、両国にはある注目すべき類似点が発見される。Doddの調査によれば公表日の10日ほど前から超過収益の上昇がそれまでよりも速いスピードで始まり、

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日ごろ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も指摘しているように、M & A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M & A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証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2つの特徴があるのである。第1は発表日の約120日前からCARは一貫して下落をしており、約13%の水準まで落ち込んでいることである。第2は発表以後またしてもCARは下落を続けていることである。先に指摘したように、発表日から+29日までのCARは-13%に及んでいる。この2つの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 日本における被買収企業の株式出来高指数



* -5日における株式売買取扱高を100として指数化した。

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の出来高を-5日の出来高を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る。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^(注9)。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、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M & Aを発表する前に一般的方針としてM & A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M & Aが発表され

(注9) シナジー仮説と情報仮説については次を参照。M. A. Desai and E. H. Kim, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 1983.

た時にはインクレメンタルな効果しか現れな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Shipper & Thompson^(注10) Asquith, Bruner & Mullins^(注11)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M & A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のデータによって認識できるのである。

このことから買収企業の株主への影響を日米比較するに際しては慎重を要する。ただ、わが国の場合、-119日から+29日までの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、ここでも日本におけるM & A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。

．むすび

以上要するに、日米におけるM & A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^(注12)。米国ではM & A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M & A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。

(注10) K. Schipper and R. Thompson, "Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms," *Journal of Financial Economics*, 1983.

(注11) P. Asquith, R. F. Bruner and D. W. Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Mergers," *Journal of Financial Economics*. 1983.

(注12) わが国のM & Aに対するこうした証券市場の反応をもたらした理由についての筆者の見解およびその戦略的課題については、次を参照。伊藤邦雄「M & Aと戦略的IR」Business Research (企業研究会)近刊。