

Title	"破談M&A"が企業価値に与える影響およびM&Aが破談に至る要因に関する分析
Sub Title	
Author	平, 拓郎(Hira, Takuro) 太田, 康広(Ota, Yasuhiro)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2015
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2015年度経営学 第3088号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002015-3088

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2015 年度）

論文題名

“破談 M&A” が企業価値に与える影響および M&A が破談に至る要因に関する分析

主 査	太田 康広
副 査	大林 厚臣
副 査	高橋 大志
副 査	

学籍番号	81431000	氏 名	平 拓郎
------	----------	-----	------

論文要旨

所属ゼミ	太田 康広研究会	学籍番号	81431000	氏名	平 拓郎
(論文題名)					
“破談 M&A” が企業価値に与える影響および M&A が破談に至る要因に関する分析					
(内容の要旨)					
<p>本研究は、国内における M&A 案件のうち、発表後に破談となったもの、すなわち“破談 M&A”について、イベント・スタディ等の定量的分析手法を用いて分析したものである。</p> <p>具体的には、各案件における発表/破談発表が当事者企業の株価に対して及ぼす影響、M&A 発表～破談発表～破談後期間内における当事者企業の株価の変動、破談した M&A の財務的特徴、ライバル企業への影響、当事者企業ライバル企業との間における相対的な株価の変動に関する各仮説について検証している。</p> <p>仮説の検証に際しては、マーケットモデルによって算出された株価異常リターン (AR: Abnormal Return) を用いている。</p> <p>当該イベント日前後 (M&A の発表/破談の発表) における AR の検定を行った結果、買収企業・被買収企業のいずれについてもポジティブ (プラス) であり、破談の発表がネガティブ (マイナス) であることが判明した。</p> <p>M&A の発表～破談発表までの期間における CAR (Cumulative Abnormal Return) の分析においては、M&A 発表当日における AR がプラスである、すなわち投資家から望まれた案件に限ると、当該期間における CAR が発表前の水準を下回る結果となった。</p> <p>破談 M&A と実行に至った M&A (完了 M&A) との比較においては、発表日当日の AR が平均的に完了 M&A の方が破談 M&A のそれを上回っており、市場が破談の兆候を株価に織り込んで評価していることが判明した。</p> <p>また、破談の兆候を示す指標として被買収企業の売上高成長率が挙げられることが判明した。</p> <p>ライバル企業への影響に関する分析においては、破談発表翌日における買収/被買収企業の AR がネガティブであることから、破談 M&A が当事者企業だけではなくライバル企業にとってもネガティブな影響をもたらすとことが判明した。</p>					

[目次]

1. 研究概要
2. 研究背景
3. 先行研究と本研究の位置づけ
 - (1) 先行研究
 - (2) 本研究の位置づけ
4. 仮説設定と検証モデル
 - (1) 仮説設定
 - (2) 検証方法
 - (3) 検証に用いたデータ
5. 分析結果
 - (1) M&A の発表/破談が当事者企業の株価に与える影響
 - (2) M&A の発表～破談の期間における、当事者企業の株価の変動
 - (3) 完了 M&A と破談 M&A における、市場の評価の違い
 - (4) 完了 M&A と破談 M&A の財務面における差異分析
 - (5) M&A の破談がライバル企業の株価に与える影響
6. 結論
7. 参考文献

1. 研究概要

本研究は、国内における M&A 案件のうち、発表後に破談となった案件=破談 M&A について分析したものである。

具体的には、当該案件の発表および破談発表時におけるイベント・スタディを通じて、発表/破談発表が当事者企業の株価に対して及ぼす影響、M&A 発表～破談発表～破談後期間内における当事者企業の株価の変動、破談した M&A の財務的特徴、ライバル企業への影響、当事者企業ライバル企業との間における相対的な株価の変動に関する各仮説を検証した。

仮説の検証に際しては、マーケットモデルによって算出された株価異常リターン (AR: Abnormal Return) を用いたイベント・スタディによる統計分析を主として採用した。

イベント日前後における AR を分析した結果、M&A 発表当日における AR が、買収企業・被買収企業のいずれについてもポジティブ (プラス) であり、破談の発表がネガティブ (マイナス) であることが判明した。

M&A の発表～破談発表までの期間における CAR の分析においては、M&A 発表当日における AR がプラス/マイナスのいずれかの値を示すかによって、結論が大きく変わる結果となり、発表当日の AR がプラス=投資家から望まれた M&A が破談した案件に限ると、当該期間における CAR が発表前の水準を下回る結果となった。

破談 M&A と実行に至った M&A (完了 M&A) との比較においては、発表日当日の AR が平均的に完了 M&A の方が破談 M&A のそれを上回っており、市場が破談の兆候を株価に織り込んで評価していることが分かった。

また、破談の兆候を示す指標として被買収企業の売上高成長率が挙げられることが判明した。

ライバル企業への影響に関する分析においては、破談発表翌日における買収/被買収企業の AR がネガティブであることから、破談 M&A が当事者企業だけではなくライバル企業にとってもネガティブな影響をもたらすことが判明した。

2. 研究背景

研究テーマ選定のきっかけとなったのは、筆者が属する石油元売り業界 における大型再編と、それに関する各種報道である。

石油元売り業界は、国内石油需要減少と国際競争の激化という厳しい環境下において、歴史的に大規模な合併を繰り返すことで生き残りを図ってきた。1980年代には 20 社近くが乱立していた石油会社は、今では業界 1 位の JX グループを含めた大手 5 社と小規模精製事業者のみが存在しているのみである。

そのような中、2014 年 12 月に出光興産 (業界 2 位) による昭和シェル 石油 (同 4 位) の買収が企図されていることが新聞紙上にて報じられた (その後 2015 年 7 月に両社が正式に発表)。

買収報道から正式発表までの間に半年以上のタイムラグがあったことにより、一部報道では「買収は破談に終わったのでは」との憶測も広がっていた。

結局は両社トップの歩み寄りによって買収合意にたどり着けたわけだが、いまだに破談のおそれがあるとする憶測記事が出続けている。

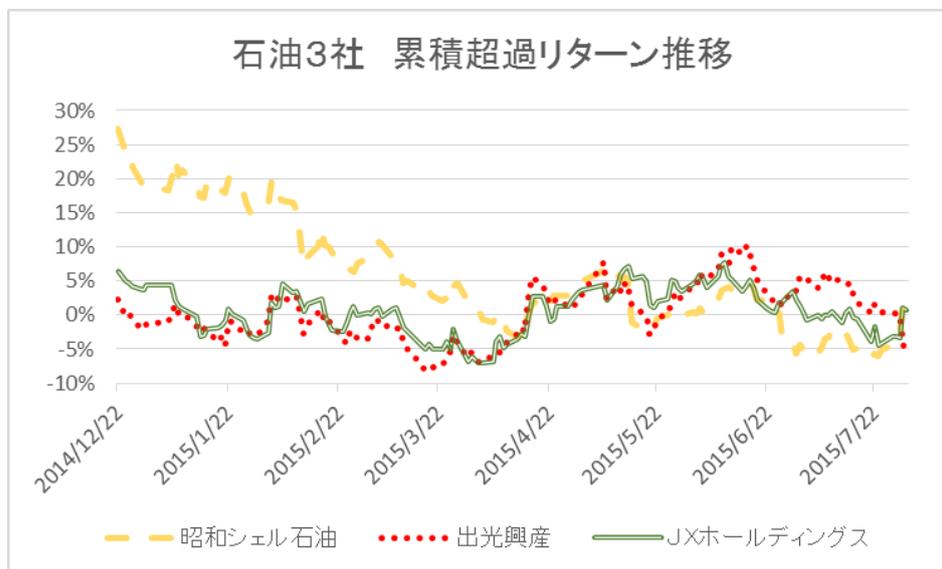
実際、両社の企業文化の違い、傘下の特約店からの反発、不透明なシナジー効果といった、乗り越えなければならない課題は山積していることから、最終的に買収が実現するか否かについては注視していく必要がある。

この期間における両社の株価の変動に注目すると、興味深い結果が観測された。

はじめに買収報道が流れた直後、被買収企業である昭和シェル石油の株価はTOPIXに対して非常に大きな株価異常リターン（AR: Abnormal Return）を示したのに対して、買収企業である出光興産のそれは相対的に低いものであった（買収報道日のARは昭和シェル27%、出光2%。競合であるJXホールディングスは6%）。

その後、買収破談の憶測が広がるにしたがい、昭和シェル石油の株価は下落を続け、2015年5月には買収報道後の累積異常リターン（CAR: Cumulative Abnormal Return）がマイナスとなった。

しかしながら、7月に両社が買収合意を正式発表すると、再び昭和シェル石油は高いARを記録した。一方で、出光興産のARは正式発表においても昭和シェル石油のそれに見劣りするものであったことから、両社の経営統合に対する市場の評価としては、昭和シェル側のメリットが大きいと捉えたことが推測できる。



このような一連の流れを追いかける中で、（出光—昭和シェルの事例は結局破談とはならなかったものの）M&Aの破談が当該企業の株価に及ぼす影響について強い関心をもつに至った。

また、今後筆者が企業のM&A担当者となった際に、取引を破談に終わらせな

い(もしくはそもそも破談になるような取引に手を出さない)ための助けとして、破談 M&A の研究は有益なものになるであろう。

以上が本研究テーマを選定した理由である。

3. 先行研究と本研究の位置づけ

(1) 先行研究

M&A に関する当事者企業の株価効果分析については、国内外を問わず数多く行われてきた分野である。しかしながら、M&A の破談・白紙撤回に関する研究となると、その数は限られてくる。特に日本における先行研究は殆どないと言える。一ノ宮(2011)が唯一経営統合の白紙撤回による株価効果のイベント・スタディを行っており、経営統合の発表は当事者企業の株価に対してポジティブ(プラス)であるのに対して、破談の発表はネガティブ(マイナス)であると結論付けられた。ただし経営統合のサンプル数が 11 件と非常に少なく、統計分析としては説得力に欠けるものとなっている。

海外においては、破談に至った M&A に関する様々な先行研究がなされている。以下の先行研究では、主としてニューヨーク証券取引所(NYSE)に上場されている企業を対象としたイベント・スタディが行われている。

Dodd(1980)は M&A の破談時における買収企業および被買収企業の CAR について、いずれの側から解消したかによって変化があるかを検証した。Wallace(1989)は Dodd の研究をさらに発展させ、破談 M&A を「当事者企業において M&A が継続して行われているか否か」に分類し、CAR の検証を行っている。

Akhigbe(2000)は、破談 M&A が当事者企業のみならず、ライバル企業に対してプラスの影響を与えているとしている。これは、M&A の破談を、当事者企業の利敵行為と捉えられるだけではなく、ライバル企業自身が新たな M&A の対象となる可能性が高まったことを示すシグナルであると結論付けている。

(2) 本研究の位置づけ

本論文における研究の意義は以下の 2 点である。

ひとつは、先行研究にて示された説が日本企業における破談 M&A においても当てはまるかを検証するものである。すなわち、破談 M&A が当事者企業・ライバル企業の株価に及ぼす影響を検証し、仮に海外における事例とは異なる結果が得られた場合は、それが日本の M&A 市場特有の事情によるものであることが推察される。

もうひとつは、破談に至る M&A が持つ特徴を明らかにすることによ

って、当該 M&A が破談する可能性について予見することにある。最終的に破談に至る M&A は、その発表以前からシナジーの実現性や破談の可能性について大きな懸念があることが多いため、完了に至った M&A と比較することを通じて、破談に至る M&A にはどのような特徴があるのか、破談の可能性を予見することは可能であるのかについて論じる。

4. 仮説設定と検証モデル

(1) 仮説設定

破談 M&A の分析にあたり、本研究では以下の仮説を設定した。

仮説①「M&A 発表は、当事者企業の AR に対してポジティブ（プラス）である」

仮説②「M&A 破談の発表は、当事者企業の AR に対してネガティブ（マイナス）である」

仮説③「M&A の発表～破談発表までの期間において、当該企業の CAR はマイナスとなる」

仮説④「破談に至った M&A における当該企業は、最終的に実行に至った M&A と比較した場合において、発表時の AR および財務指標において特徴的な差異が存在する」

仮説⑤「M&A 破談の発表は、当事者企業が競合しているライバル企業の AR に対してネガティブ（マイナス）である」

仮説⑥「M&A の発表～破談発表までの期間において、当事者企業 とライバル企業の CAR はライバル企業の方が大きくなる」

仮説①～③については、海外における先行研究にて実施したことを日本企業の事例を用いて検証するものである。海外の先行事例においては、上記仮説はある程度の水準で有意差が認められているが、M&A 市場の成熟度が異なる日本においても同様のことが言えるかを検証することを通じて、日本と海外の M&A 事情の違いを明らかにすることを目的としている。

仮説④は、破談の兆候（もしくは破談に至る可能性）が何に起因するのかを明らかにするものである。企業規模・成長性・安全性といった代表的な指標を、実行に至った M&A（完了 M&A）と比較することによって検証する。また、企業価値の観点からの分析も行う。例えば、M&A の発表当日の AR に明らかな違いがあるのであれば、投資家は当該 M&A が破談に至る可能性を株価に織り込んでいることが考えられる。

仮説⑤～⑥は、M&A の当事者企業が競合するライバル企業に着目したものである。

仮説⑤においては、M&A の発表/破談の発表がライバル企業の AR に与える影響を検証するものである。先行研究においては、M&A の破談は、

ライバル企業が新たな M&A の候補となることを意味するため、ライバル企業の AR にとってはポジティブであるとされている (Akhigbe, 2000)。しかしながら、日本の M&A の多くが業界再編を目的とした同業種合併であること、欧米と比較して M&A 市場が未成熟であることから、先行研究とはやや異なる結果になることを仮説として設定した。すなわち、M&A の破談は市場の寡占化を期待した投資家の失望を買う結果となり、ライバル企業にとってもネガティブであるのではないかと予想した。

仮説⑥は、M&A 発表～破談発表の期間における当事者企業とライバル企業との関係を分析するための仮説である。この仮説の根拠としては、当事者企業は M&A の検討期間中において大規模投資などの戦略的な意思決定を M&A 完了後まで引き延ばしてしまい、競合他社に対して遅れをとってしまうことにある。すなわち、「破談 M&A は利敵行為にあたるのか」ということが、本仮説の検証において明らかにしたいことである。

(2) 検証方法

検証に際しては、イベント・スタディによる統計分析を採用した。イベント・スタディとは、企業の活動に関する何らかのイベントが、当該企業の企業価値（株価）に与える影響を分析する手法なのである。

具体的には、分析対象となる株式銘柄グループを設定し、個々の銘柄についてイベント発表日をゼロ時点とし、それ以前の一定期間を推定ウィンドウ、イベント発表時前後数日の期間をイベント・ウィンドウ、それ以降の一定期間をポスト・イベント・ウィンドウとする。



期待投資収益率の推定には市場モデル（下記）を使い、推定ウィンドウ、ポスト・イベント・ウィンドウについて、対象銘柄が属する市場のインデックスから推計された期待投資収益率と実現投資収益率との残差を求め、この残差をイベント発生に伴う株価異常リターン（AR: Abnormal Return）とし、その累積値を累積異常リターン（CAR: Cumulative Abnormal Return）とする。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

個別銘柄の収益率が期待投資収益率と同一であれば異常リターンは発生しないため、個別銘柄特有のイベントが発生するまでは CAR は一定となり、イベント発生とともに CAR は上下どちらかに変動する。イベント日における AR およびポスト・イベント・ウィンドウ期間における CAR の平均値が検定によって統計的に有意であることが確認できれば、当該イベントは対象銘柄の変動に対して影響を及ぼしていると言える。

(3) 検証に用いたデータ

破談に至った M&A 案件については、レコフ M&A データベースが提供するデータのうち、「解消」フラグがついた案件を対象データとした。

このうち、買収企業または被買収企業のいずれかが上場企業である案件数は、買収企業 179 件・被買収企業 157 件であった。さらにそのうち、東証一部上場企業以外の銘柄は対象外とし、最終的に買収企業 90 件・被買収企業 49 件を検定の対象とした。

株価は日次の権利落ち調整後終値を採用し、日次データが一部欠落している銘柄については、前後の営業日における価格を用いた推定値を用いて補正した。ただし、補正数が累計 5 営業日を超過している銘柄については検定の対象から除外した。

< サンプルデータの概要および基本統計量 >

【買収企業】	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
総数	90	-	-	-	-
時価総額(億円)	90	11,610	20,573	60	88,003
売上高(億円)	90	19,499	36,275	78	190,672
M&A発表時AR	90	0.084%	0.372%	-0.441%	1.712%
破談発表時AR	90	-0.001%	0.173%	-0.574%	0.826%
同業種M&A	60	-	-	-	-
異業種M&A	30	-	-	-	-

【被買収企業】	サンプル数	平均	標準偏差	最小値	最大値
総数	49	-	-	-	-
時価総額(億円)	49	2,399	3,569	18	15,989
売上高(億円)	49	10,774	27,900	120	166,997
M&A発表時AR	49	0.097%	0.315%	-0.535%	1.092%
破談発表時AR	49	-0.170%	0.377%	-1.992%	0.595%
同業種M&A	27	-	-	-	-
異業種M&A	22	-	-	-	-

5. 分析結果

(1) M&A の発表/破談が当事者企業の株価に与える影響

M&A 発表日前後における各日の AR は下記表・グラフの通りである。先行研究と同様に、M&A 発表当日における平均の AR は、買収企業・被買収企業のいずれについてもポジティブな影響を与えており、統計上の有意性を示す t 値は、5%有意水準以上で今回の仮説を支持している。

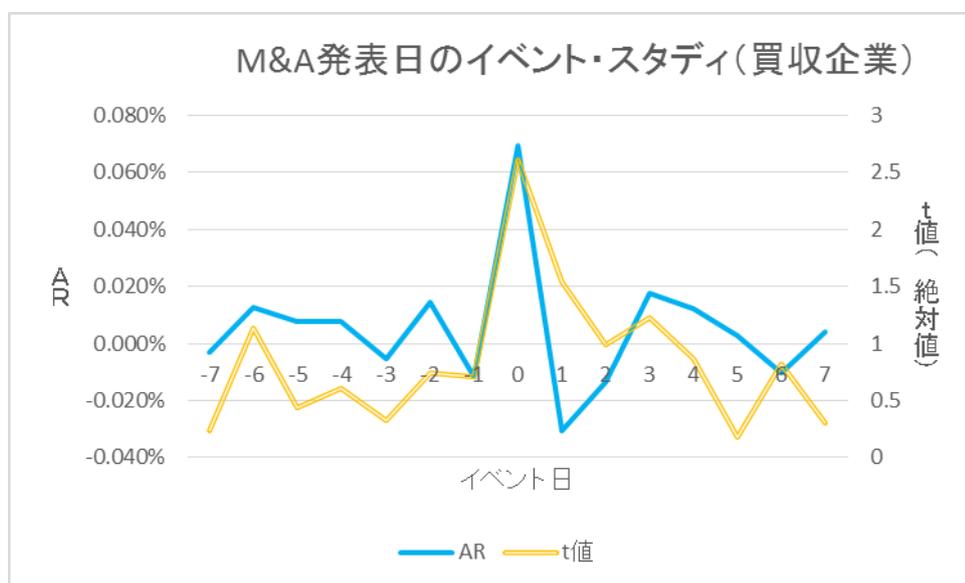
(M&A発表日のイベント・スタディ)

N=90

N=49

買収企業			被買収企業		
イベント日	AR	t値	イベント日	AR	t値
-7	-0.003%	-0.23	-7	-0.009%	-0.32
-6	0.013%	1.14	-6	0.016%	0.69
-5	0.007%	0.43	-5	0.030%	1.04
-4	0.008%	0.60	-4	0.006%	0.25
-3	-0.006%	-0.33	-3	0.007%	0.24
-2	0.015%	0.74	-2	0.085%	1.57
-1	-0.012%	-0.71	-1	0.045% *	1.76
0	0.069% **	2.61	0	0.097% **	2.15
1	-0.031%	-1.54	1	0.052%	1.49
2	-0.014%	-0.98	2	-0.029%	-1.15
3	0.018%	1.23	3	0.034%	0.95
4	0.012%	0.87	4	0.014%	0.25
5	0.003%	0.18	5	-0.020%	-0.53
6	-0.010%	-0.82	6	0.006%	0.17
7	0.004%	0.30	7	-0.002%	-0.09

*:10%有意水準、**:5%有意水準





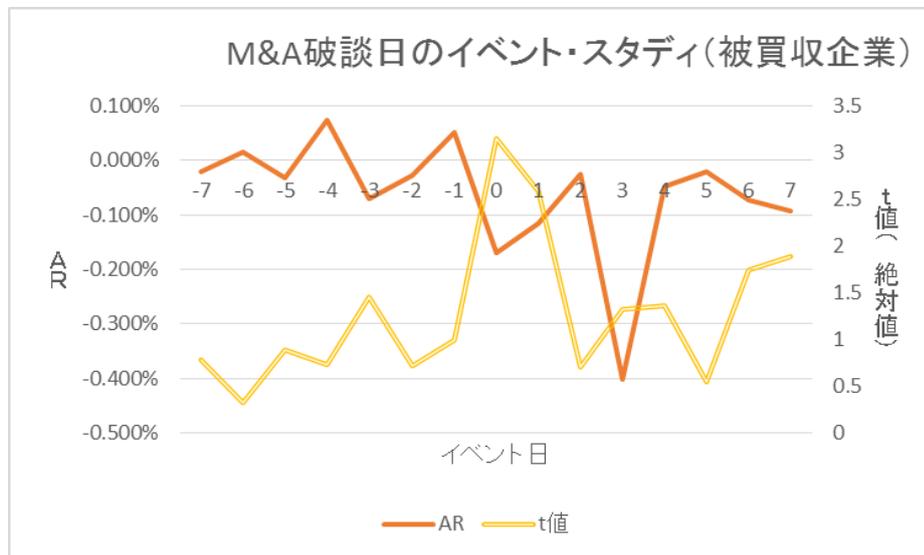
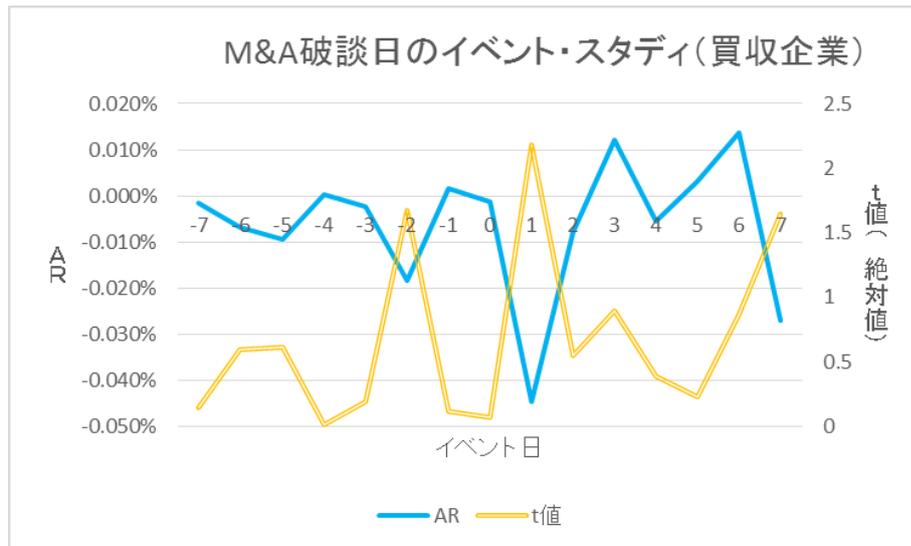
一方、M&A 破談の発表日前後の AR は下記表・グラフに示した通りである。こちらについても、買収企業/被買収企業いずれの AR も、発表当日もしくは翌日にマイナスの値を示しており、M&A の破談は市場から失望をもって受け止められていることが推測できる。

買収企業と被買収企業において、AR がマイナスかつ統計的に有意となるイベント日が異なる理由としては、破談が公表された時間帯によっては、取引時間外の発表となっていることが考えられる。

(M & A 破 談 発 表 日 の イ ベ ン ト ・ ス タ デ ィ)

N = 9 0			N = 4 9		
買 収 企 業			被 買 収 企 業		
イ ベ ン ト 日	AR	t値	イ ベ ン ト 日	AR	t値
-7	-0.001%	-0.14	-7	-0.020%	-0.79
-6	-0.007%	-0.59	-6	0.014%	0.33
-5	-0.009%	-0.61	-5	-0.032%	-0.89
-4	0.000%	0.01	-4	0.075%	0.74
-3	-0.002%	-0.20	-3	-0.071%	-1.46
-2	-0.018% *	-1.68	-2	-0.028%	-0.72
-1	0.002%	0.12	-1	0.052%	0.99
0	-0.001%	-0.07	0	-0.170% **	-3.15
1	-0.045% **	-2.18	1	-0.116% **	-2.59
2	-0.008%	-0.55	2	-0.026%	-0.71
3	0.012%	0.89	3	-0.403%	-1.33
4	-0.006%	-0.39	4	-0.049%	-1.37
5	0.003%	0.23	5	-0.021%	-0.56
6	0.014%	0.86	6	-0.073% *	-1.74
7	-0.027% *	-1.65	7	-0.092% *	-1.89

*:10%有意水準、**:5%有意水準



(2) M&A の発表～破談の期間における、当事者企業の株価の変動

次に、M&A が発表されてから破談が発表された期間において、当事者企業の株価がどのように変動するかについて検証した。

下記表の通り、発表当日～破談発表日における CAR は、買収企業・被買収企業いずれにおいても統計的な有意性はない。

(M&A発表～破談発表期間のイベント・スタディ)

N = 90

N = 49

買収企業			被買収企業		
イベント日	CAR平均	t値	イベント日	CAR平均	t値
0	-0.069%	-0.43	0	-0.035%	-0.09
1	-0.113%	-0.70	1	-0.150%	-0.39

*:10%有意水準、**:5%有意水準

これは、最終的に破談に至った M&A の中には、もとより成功が期待されていない M&A が含まれているためである。そこで、M&A 発表当

日における AR がプラスの値を示した案件に絞り、イベント・スタディを行った。結果は下記表が示すとおりである。ここで、少なくとも買収企業においては、統計的に有意な水準で CAR のマイナスが確認された。これによって、「破談 M&A は企業価値の毀損に繋がる」とする仮説を裏付ける結果が得られた。

(M&A発表～破談発表期間のイベント・スタディ※発表当日のARがプラス
N=51

買収企業			被買収企業		
イベント日	CAR平均	t値	イベント日	CAR平均	t値
0	-0.552% **	-3.82	0	0.089%	0.29
1	-0.614% **	-3.94	1	-0.026%	-0.09

※:10%有意水準、**:5%有意水準

一方で、M&A発表当日における AR がプラスの値を示した案件についても同様の検証を行った。下記表が示すとおり、買収企業においては、統計的に有意な水準で CAR がプラスとなることが確認されたことから、望まれない M&A の破談が、投資家にとっては好意的に受け入れられたことを示していると言える。

(M&A発表～破談発表期間のイベント・スタディ※発表当日のARがマイナ
N=39

買収企業			被買収企業		
イベント日	CAR平均	t値	イベント日	CAR平均	t値
0	0.562% **	1.95	0	-0.248%	-0.26
1	0.541% **	1.94	1	-0.365%	-0.39

※:10%有意水準、**:5%有意水準

また、検証の頑健性チェックのため、破談発表後の期間（ポスト・イベント・ウィンドウ）も含めた CAR の検定を行った。他イベントによるノイズを極力排除しつつ中期的な影響を検証するため、ポスト・イベント・ウィンドウの期間を 50 営業日とし、M&A 発表/破談の発表からの CAR に関する検定を行った。

結果は下記表の通りであり、被買収企業においては統計上の有意性が見られなかった一方で、買収企業においては、M&A の発表～破談～破談後の期間における CAR がネガティブに作用しており、統計上の有意性を示す t 値は 5%有意水準以上となっている。

このことから、M&A の破談は中期的な視点においても企業価値の毀損につながることを考えられる。

(M&A発表～破談発表50日後のイベント・スタディ)

N=90

N=49

買収企業			被買収企業		
期間	CAR平均	t値	期間	CAR平均	t値
M&A発表 ～破談50日後	-5.871%	-2.29	M&A発表 ～破談50日後	-4.181%	-1.49
M&A破談 ～破談50日後	-0.182%	-1.24	M&A破談 ～破談50日後	-4.336%	-1.44

*:10%有意水準、**:5%有意水準

(3) 完了M&Aと破談M&Aにおける、市場の評価の違い

次に、最終的に実行に至ったM&A (=完了M&A)と破談M&Aとの比較を行った。

完了M&A選定に際しては、破談M&Aと同じくレコフM&Aデータベースから2000年～2015年におけるM&A取引(買収企業、被買収企業のいずれかが東証一部上場企業)を取得した。ここから、M&A発表時点における被買収企業の時価総額の構成が破談M&Aに近似する100件のデータを抽出し、比較対象とした。

下記表はM&A発表当日におけるARの比較を行った結果である。買収企業/被買収企業いずれにおいても、完了M&Aと破談M&AとのARの平均差が統計的に有意な水準で存在し、前者が後者を大きく上回っている。このことから、M&Aが最終的に破談に至る可能性を発表時点で市場が評価に織り込んでいることが分かる。

< 破談 vs 完了M&A 発表時のARに関する回帰分

	ベータ	t値	有意確率
(定数)	1.241%	2.305	.022
破談 (0 or 1)	-1.796%	-3.225	.001
同業種M&A (0 or 1)	0.937%	1.601	.111

従属変数: M&A発表時のAR (買収)

< 破談 vs 完了M&A 発表時のARに関する回帰分

	ベータ	t値	有意確率
(定数)	6.298%	4.447	.000
破談 (0 or 1)	-6.965%	-4.208	.000
同業種M&A (0 or 1)	1.387%	.863	.389

従属変数: M&A発表時のAR (被買収)

(4) 完了M&Aと破談M&Aの財務面における差異分析

前述のとおり、完了M&Aと破談M&Aの発表当日のARには大きな

差異がある。最終的に破談となる M&A は、発表時点から市場がその兆候に気づいており、それが発表当日の株価にも織り込まれていることは明白である。

そこで、完了 M&A と破談 M&A それぞれにおける財務面の差異について詳細分析し、破談に至る M&A が持つ特徴を検証した。

買収/被買収それぞれの企業について、過去の成長性（売上高成長率過去 3 年平均）・安全性（D/E レシオ）・将来の成長性（PBR）の観点から検証した。

検定の手法は、被説明変数が「破談 or 完了」というバイナリデータであることから、最小二乗法による回帰分析ではなく、二項ロジスティック回帰分析を採用した。

結果は下記表の通りであり、検定に用いたデータのうち「被買収企業の売上高成長率」のみが統計上有意な結果を得ることができ、被買収企業の成長性が高い場合において、破談の可能性が高まる傾向にあることが判明した。

これは、実際の M&A 交渉においても、買収価格の決定的な要因である成長率の水準で揉めることが多い事実を反映した結果であると言える。

<二項ロジスティック回帰分析の結果>

	ベータ	標準誤差	Wald	有意確率
同業種・異業種	1.062	.649	2.673	.102
売上高成長率（買収企業）	2.223	4.846	.210	.647
売上高成長率（被買収企業）	8.998	4.645	3.752	.053
DEレシオ（買収企業）	-.012	.026	.202	.653
DEレシオ（被買収企業）	.059	.245	.057	.811
PBR（買収企業）	-.002	.224	.000	.993
PBR（被買収企業）	-.272	.435	.390	.532
定数	-12.378	6.360	3.788	.052

説明変数：破談（1or0）

（5）M&A の破談がライバル企業の株価に与える影響

最後に、M&A の発表/破談が、競合するライバル企業の株価へ与える影響について検証を行った。

ライバル企業の選定にあたっては、買収/被買収いずれの企業についても、日経業種コード・ブルームバーグデータベースに記載の業種分類・インターネット検索など、多角的な観点で選定した。

下記表は、仮説①～②の検定と同様に、M&A の発表時点/破談発表時点におけるライバル企業の AR に関する検定の結果である。

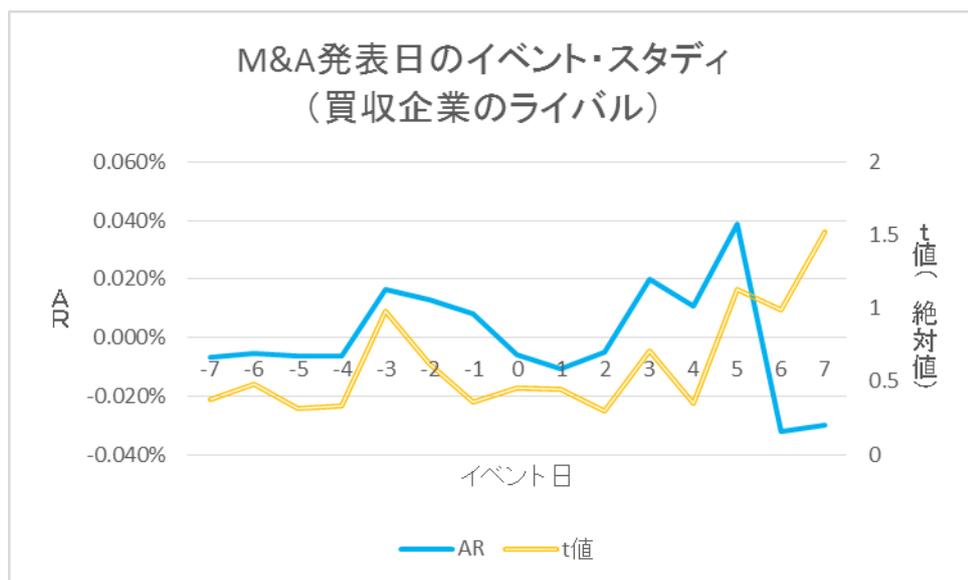
発表日においては、買収/被買収いずれの場合も統計上有意な結果を得

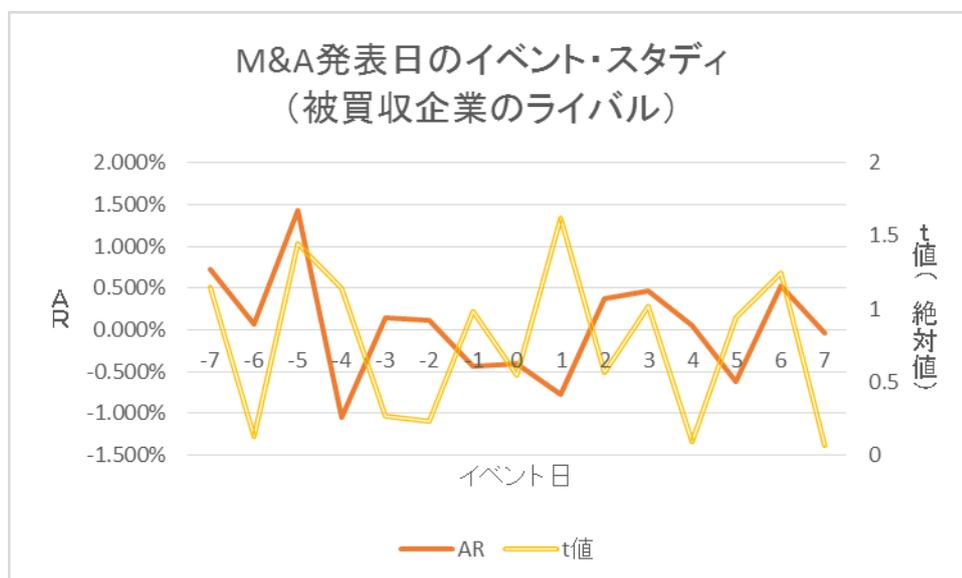
ることができなかった一方で、破談発表日については、買収/被買収いずれの場合においても発表翌日のARがマイナスかつ統計上有意であるという結果が得られた。これにより、破談 M&A は当事者企業が属する業界の寡占度が上昇期待の裏返しとして、当事者企業だけではなくライバル企業にとってもネガティブな影響をもたらすとする仮説を裏付ける結果となった（検定データには異業種間 M&A を一部含む。異業種間 M&A を除いた検定においても、5%有意以上の結果を得ていることを明記する）。

(ライバル企業のイベント・スタディ① M & A の
N = 40 | N = 26
買収企業のライバル | 被買収企業のライバル)

イベント	AR 平均	t値	イベント日	AR平均	t値
-7	-0.007%	-0.38	-7	0.729%	1.15
-6	-0.006%	-0.48	-6	0.064%	0.13
-5	-0.006%	-0.31	-5	1.430%	1.45
-4	-0.006%	-0.33	-4	-1.058%	-1.14
-3	0.016%	0.98	-3	0.138%	0.27
-2	0.013%	0.62	-2	0.106%	0.23
-1	0.008%	0.36	-1	-0.440%	-0.98
0	-0.006%	-0.46	0	-0.410%	-0.55
1	-0.011%	-0.45	1	-0.780%	-1.62
2	-0.005%	-0.30	2	0.368%	0.57
3	0.020%	0.71	3	0.470%	1.01
4	0.011%	0.35	4	0.055%	0.09
5	0.039%	1.13	5	-0.629%	-0.94
6	-0.032%	-0.99	6	0.522%	1.25
7	-0.030%	-1.52	7	-0.043%	-0.06

*:10%有意水準、**:5%有意水準





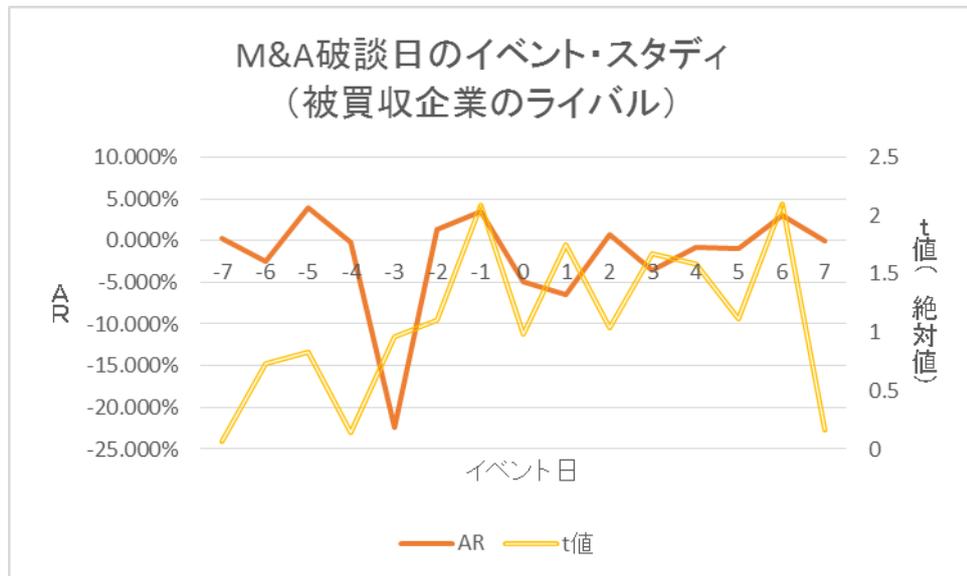
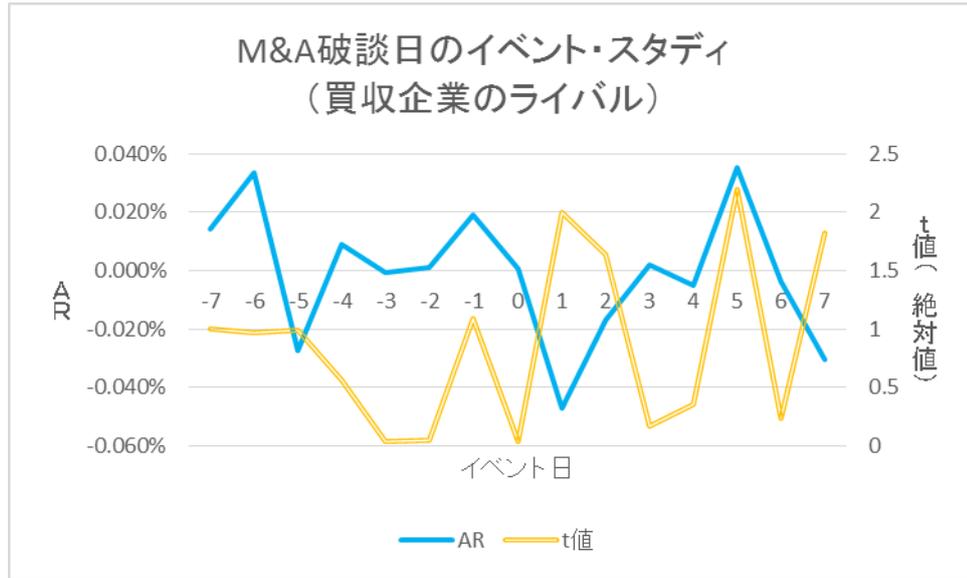
(ライバル企業のイベント・スタディ②M&Aの解消)

N = 40

N = 26

買収企業のライバル			被買収企業のライバル		
イベント日	AR平均	t値	イベント日	AR平均	t値
-7	0.014%	1.00	-7	0.188%	0.07
-6	0.034%	0.97	-6	-2.489%	-0.73
-5	-0.027%	-1.00	-5	3.932%	0.83
-4	0.009%	0.57	-4	-0.249%	-0.14
-3	0.000%	-0.04	-3	-22.408%	-0.96
-2	0.001%	0.05	-2	1.304%	1.11
-1	0.019%	1.09	-1	3.485% **	2.09
0	0.001%	0.04	0	-4.900%	-0.99
1	-0.047% **	-2.00	1	-6.538% *	-1.75
2	-0.017%	-1.64	2	0.727%	1.04
3	0.002%	0.17	3	-3.510% *	-1.67
4	-0.005%	-0.36	4	-0.807%	-1.58
5	0.035% **	2.19	5	-0.971%	-1.11
6	-0.004%	-0.23	6	2.959% **	2.10
7	-0.030%	-1.82	7	-0.123%	-0.17

*:10%有意水準、**:5%有意水準



また、「M&Aの破談はライバル企業への利敵行為である」という仮説を検証するため、M&Aの発表～破談発表の期間におけるCARについて、当事者企業とライバル企業との比較を行った。しかしながら、本検定においては統計上有意な結果を得ることができなかった。競合する企業間の優劣は様々な要因によって決定され、M&Aはあくまでもその中の一要素でしかないことから、現時点のサンプル数では仮説の立証をすることは困難であり、本研究の限界を露呈することとなった。今後同様のデータが蓄積されることにより、破談M&Aが企業の競争環境に与える影響が明らかになることを期待する。

(M&A発表～破談発表期間における、当事者-ライバル企業のCAR比較)
N = 40

イベント	買収企業				t値	被買収企業			
	当事者企業	ライバル企業	差異	t値		当事者企業	ライバル企業	差異	t値
0	0.299%	0.140%	0.159%	0.63	0.606%	3.189%	-2.582%	-0.32	
-1	0.229%	0.093%	0.136%	0.57	0.548%	1.185%	-0.637%	-0.08	

*:10%有意水準、**:5%有意水準

6. 結論

以上の検定結果をまとめると以下の通りとなる。

仮説①「M&A発表は、当事者企業のARに対してポジティブ（プラス）である」については、先行研究と同様に、M&A発表当日におけるARが、買収企業・被買収企業のいずれについてもポジティブであり、仮説が立証された。

仮説②「M&A破談の発表は、当事者企業のARに対してネガティブ（マイナス）である」については、M&A破談の発表当日もしくは翌日にネガティブとなっており、M&Aの破談が市場から失望をもって受け止められているとする本仮説が立証された。

仮説③「M&Aの発表～破談発表までの期間において、当該企業のCARはマイナスとなる」については、M&A発表当日におけるARがプラス/マイナスのいずれかの値を示すかによって、結論が大きく変わる結果となった。投資家から望まれたM&Aの破談であれば、そのCARは発表前の水準を下回り、その逆もまた真であるという結果となった。

仮説④「破談に至ったM&Aにおける当該企業は、最終的に実行に至ったM&A（完了M&A）と比較した場合において、発表時のARおよび財務指標において特徴的な差異が存在する」については、発表日当日のARは平均的に完了M&Aが破談M&Aを上回っており、市場が破談の兆候を株価に織り込んで評価していることが立証された。また、破談の兆候を示す指標として被買収企業の成長性が挙げられることが判明した。

仮説⑤「M&A破談の発表は、当事者企業が競合しているライバル企業のARに対してネガティブ（マイナス）である」については、破談発表翌日における買収/被買収企業のARがマイナスかつ統計上有意であることから、破談M&Aは当事者企業が属する業界の寡占度が上昇期待の裏返しとして、当事者企業だけではなくライバル企業にとってもネガティブな影響をもたらすという結論に至った。

仮説⑥「M&Aの発表～破談発表までの期間において、当事者企業とライバル企業のCARはライバル企業の方が大きくなる」については、残念ながら今回の検定においては統計上有意な結果を得ることができなかった。今後M&Aの破談に関するデータが蓄積されることにより、破談M&Aが企業の競争環境に与える影響が明らかになることを期待する。

7. 参考文献

- Business Journal 2015 年 4/11 記事「出光の昭和シェル買収頓挫の舞台裏 販売店の猛反発で白紙撤回、再編を誘導したのは経産省？」
(http://biz-journal.jp/2015/04/post_9570.html)
- 週刊ダイヤモンド 2015 年 8/17 記事「出光との統合前に昭和シェルが乗り越えるべき難関」
(<http://diamond.jp/articles/-/76663>)
- 一ノ宮士郎(2011)「経営統合の白紙撤回に市場はどう反応したのか？」
- Aigbe Akhigbe, Stephen F. Borde, Ann Marie Whyte (2000) “The Source of Gains to Targets and Their Industry Rivals: Evidence Based on Terminated Merger Proposals” *Financial Management*, Vol.29, No.4, pp.101-118
- G.Alexandridis, C.Mavis, L.Ternaar, N.Travlos (2013) ”Can Failure Signal Success? Evidence from Withdrawn M&A Deals”
- Stacey Jacobsen (2012) “The death of the deal: Are withdrawn acquisition deals informative of CEO quality?” *Journal of Financial Economics*, 114, pp. 54-83
- Jeff Madura, Thanh Ngo (2010) “Re-examination of industry effects to withdrawn mergers”
- Rebel Allen Cole, Joseph Vu, Ali Fatemi (2006) “Do Mergers Create or Destroy Value? Evidence from Unsuccessful Mergers”
- Gene C.Lai, Keith M.Moore, Henry R.Oppenheimer (2006) “Shall One Invest in Cancelled Targets after the Termination of Mergers and Acquisitions?” *International Journal of Business and Economics*, 2006, Vol.5, No.2, pp.93-110
- Wallace N.Davidson III, Dipa Dutia, Louis Cheng (1989) “A Re-Examination of the Market Reaction to Failed Mergers” *The Journal of Finance*, Vol.44, No.4, pp.1077-1083
- Peter Dodd (1980) “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth” *Journal of Financial Economics*, 8, pp.105-137

謝辞

本日修士論文を提出するにあたり、お世話になった方々にこの場を借りてお礼申し上げます。

主査の太田康広教授には、この1年間にわたって大変お世話になりました。なかなか研究テーマが定まらない自分を、ときに温かい目で見守り、ときには叱咤激励していただき、先行研究の調査方法や文章の書き方の基本に至るまで、本研究のほとんどすべての部分を指導いただきました。

大林厚臣教授、高橋大志教授のお二方には、お忙しい中本論文の副査として時間を割いていただき、まことにありがとうございます。

KBS 博士課程に在籍され、現在は東北大学大学院にて教鞭をとられている黄耀偉さんには、統計分析の初歩から丁寧に指導して頂きました。黄さんの助けが無ければ、仮説検証のための定量分析を行うことはできませんでした。

同期生として、また同じ太田ゼミの仲間として2年間ともに勉強した大野将平さん、羽田野美帆さん、藤木由実さん、李鍼さんとは、共に励まし合い助け合うことを通じて公私にわたり交流をもつことができました。すばらしい友人ができたことは私にとって最高の宝物です。

そして、私の派遣元である JX エネルギー株式会社にも感謝の意を表します。社会人になって10年以上が過ぎた今、2年間という貴重な学びの時間を与えてくれた御恩に報いるため、今後は社業に邁進する所存です。

最後に、これまで私を精一杯支えてくれた妻友里子へ、最大限の感謝の意を表したいと思います。

以上