

Title	日本企業によるM&AにおいてどのM&Aアドバイザー会社を選択すべきか： 累積超過収益率を用いた検証
Sub Title	
Author	西尾, 龍二(Nishio, Ryuji) 齋藤, 卓爾(Saito, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2016
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2016年度経営学 第3192号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	<a href="https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002016-3192">https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002016-3192</a>

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 (2016 年度)

論文題名

日本企業による M&A においてどの M&A アドバイザリー会社を選択すべきか  
—累積超過収益率を用いた検証—

主 査	齋藤 卓爾 准教授
副 査	高橋 大志 教授
副 査	小幡 績 准教授

氏 名	西尾 龍二
-----	-------

## 論文要旨

所属ゼミ	齋藤卓爾ゼミ	氏名	西尾 龍二
(論文題名) 日本企業による M&A においてどの M&A アドバイザー会社を選択すべきか —累積超過収益率を用いた検証—			

(内容の要旨)

本研究では、日本企業による M&A においてどの M&A アドバイザリー会社を選択すれば良いかを導き出す為に 3 日間 CAR という指標を基に検証した。

2006 年 11 月からの 2016 年 11 月までの 10 年間で 100 億円以上のディールに絞り、サンプルを抽出し、分析を行った。t 検定ではそれぞれの M&A アドバイザリー会社の業態の 3 日間 ACAR に有意差があるかを検証した。結果として「ディール額がサンプルの中央値以上の案件において独立系に M&A アドバイザリーを依頼すると、3 日間 CAR は有意に低くなる」という事は分かったが、それ以外の全ての t 検定では業態間で 3 日間 ACAR に有意差を認めるような結果を得る事は出来なかった。

つまり、M&A アドバイザリー会社の選択では無く、ディールの特性が 3 日間 CAR を有意に変動させている可能性がある。そこで、ディールに関する全ての変数をコントロールした上で 3 日間 CAR に最も影響を与えている要因を特定する為、重回帰分析を行った。結果、ディールの規模やターゲット会社の種類が 3 日間 CAR に影響を与えており、M&A アドバイザリー会社の選択の違いは 3 日間 CAR には影響を及ぼさない事が分かった。

t 検定と重回帰分析の結果、M&A アドバイザリー会社の選択は 3 日間 CAR に有意な差を生まない事が分かった。つまり、M&A において、買収企業は選択する M&A アドバイザリー会社以上に、他に重視している点があると考えられ、どの M&A アドバイザリー会社を選択しても 3 日間 CAR に有意差を生んでいなかったと推測出来る。そこで、多項ロジット回帰分析により「どのような特性のディールで、どの M&A アドバイザリー会社を選択しているのか」を検証する事で、M&A アドバイザリー会社の選択問題のメカニズムを解明した。

結果として、「ディール額が大きい場合、日系投資銀行よりも外資系投資銀行に M&A を依頼する確率が高い」、「ディールが In-Out 型の場合、日系投資銀行よりも外資系投資銀行に M&A を依頼する確率が高い」、「ディールが In-Out 型の場合、日系投資銀行よりも独立系に M&A を依頼する確率が高い」という事が証明された。

つまり、M&A の際、買収企業は利益相反問題や M&A アドバイザリー会社の選択以上に、ディールの特性を重視し、その特性に合った M&A アドバイザリー会社を選択しているという事が分かった。言い換えるならば、ディールの特性に最適な M&A アドバイザリー会社を選ぶ事が、3 日間 CAR を高める為には必要である。

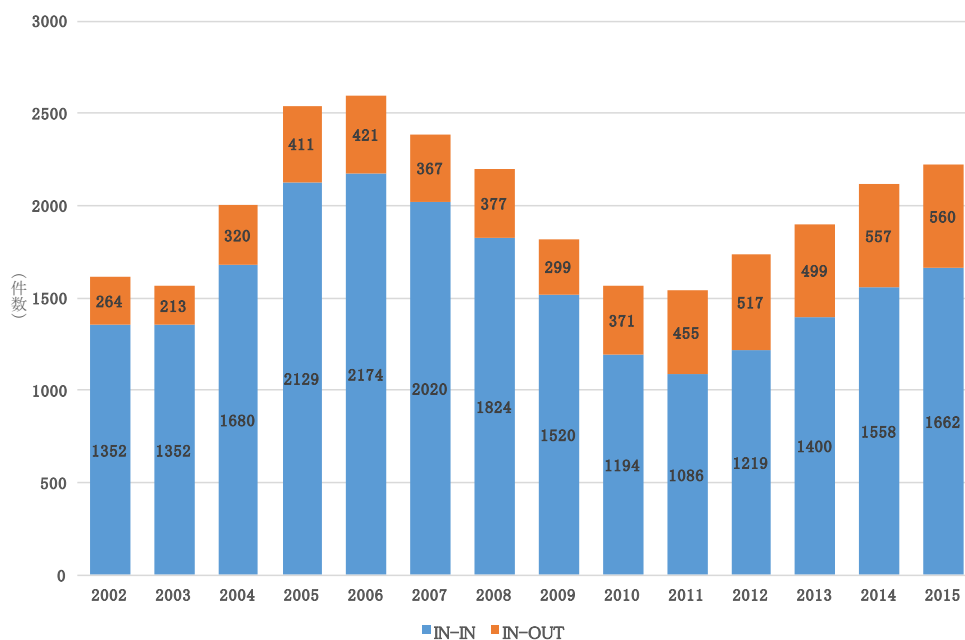
## 目次

1. 初めに.....	5
2. M&A アドバイザリー会社 .....	7
2. 1. M&A アドバイザリー会社の役割と業務内容 .....	7
2. 2. M&A アドバイザリー会社の業態分類 .....	8
2. 3. 利益相反問題と独立系 M&A アドバイザリー会社の台頭の背景 .....	12
3. 仮説.....	14
4. 先行研究.....	14
4. 1. M&A における買収企業と対象企業の株価効果に関する研究.....	14
4. 2. 投資銀行系 M&A アドバイザリー会社に関する研究 .....	15
4. 3. 独立系(プティック)M&A アドバイザリー会社に関する研究 .....	16
5. 対象データ・サンプル及び分析手法.....	17
5. 1. サンプルの抽出方法.....	17
5. 2. サンプルの特徴 .....	18
5. 3. 分析手法 .....	19
5. 4. 市場モデル .....	20
6. t 検定.....	22
6. 1. 分析結果 .....	22
6. 2. 結果の解釈.....	32
7. 重回帰分析.....	32
7. 1. 分析結果 .....	32
7. 2. 結果の解釈.....	33
7. 3. 仮説の検証結果 .....	33
8. 多項ロジット回帰分析.....	33
8. 1. 分析結果 .....	34
8. 2. 結果の解釈.....	35
9. 結論.....	35
謝辞.....	36
参考文献 .....	36

## 1. 初めに

人口減少や高齢化などを背景に日本の市場が縮小していく中、企業間での競争が激化し始め、多くの日本企業は生き残りを懸けて、国内や海外の企業を買収・合併する事(以下、M&A)を経営戦略の一つとして、更なる成長を目指している。図表 1.1 は 2002 年から 2015 年までの M&A 件数の推移を示しているが、リーマン・ショックでの一次的な落ち込みはあるものの、件数は年々増加基調であり、各業界の激しい競争の中、生き残りを懸けた業界再編が活発に行なわれている。また、図表 1.2 の 2002 年から 2015 年までの M&A 取引金額推移では、In-Out 型<sup>1</sup>の M&A 金額が顕著に増加しており、サントリーによるビームの買収やソフトバンクグループによる ARM ホールディングスの買収など、巨額な M&A が活発に行われるようになって来た事が要因である。また、以前の日本は、ソニーによるコロンビア・ピクチャーズの買収のように経営不振の企業を対象にした救済型 M&A が大半であったが、現在は日本たばこ産業によるギャラハー・グループの買収など積極的な企業進化を目指す成長型 M&A が急増している。このような M&A の件数・取引金額の増加から、M&A は日本企業の経営戦略の一部として定着して来ていると言える。

【図表 1.1 日本の M&A 件数の推移<sup>2</sup>】

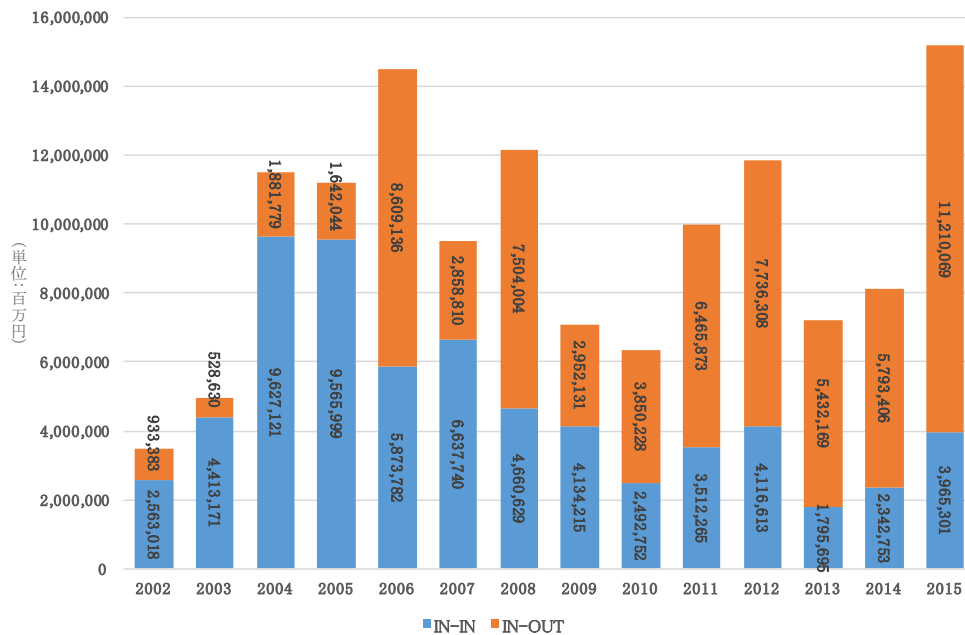


【図表 1.2 日本の M&A 取引金額の推移<sup>3</sup>】

<sup>1</sup> 「In-Out 型」とは日本企業による海外企業の M&A の事を指す。この他に、「In-In 型」は日本企業による日本企業の M&A、「Out-In 型」は海外企業による日本企業の M&A を意味する。

<sup>2</sup> レコフ(2017)「MAAR(マール)」の掲載データを基に筆者作成。

<sup>3</sup> レコフ(2017)「MAAR(マール)」の掲載データを基に筆者作成。



上記のように、日本企業を取り巻く外部環境の変化により、日本企業によるM&Aは今後も活発に増加していくものと思われる。しかし、M&Aの増加の反面、M&A後に被買収企業と共にシナジーを創出し、持続的に成長を実現するM&Aはあまり多くない。例えば、2009年のパナソニックによる三洋電機の買収は、リチウムイオン電池事業の不振などで約2年後に2500億円の減損処理に至り、連結最終赤字に転落した。その後も、三洋電機側の白物家電事業を中国のハイアールに売却するなど、複数の事業を切り離し、事業ポートフォリオのリストラクチャリングを余儀無くされた。パナソニックの事例以外にも、2008年の第一三共によるランバクシーの買収や2013年の丸紅によるガビロンの買収など、M&Aの失敗ケースが多く発生している。服部(2015)では、M&Aの失敗原因として、買収プレミアムを超えるシナジーの創出不足、買収企業の経営能力不足、M&A後の戦略構想の不十分さなどが挙げられている。

M&Aを成功に導く為には、買収企業の能力も重要であるが、最も重要なのはそのM&Aを仲介者としてサポートするM&Aアドバイザー会社である。即ち、M&Aアドバイザー会社が行う買収対象会社の選定や対象企業を精査するデューデリジェンス、対象会社の企業価値を算定するバリュエーションなどのプロセスで、M&Aアドバイザー会社が適切、且つ買収企業の成長に寄与するような助言をしていない場合、買収後に株価が下落したり、将来評価損を計上したりする事が発生してしまう。M&Aとは、法律や国の規制、買収価格算定や買収資金の調達など様々な専門性やノウハウが要求される企業行動であり、服部(2015)では「M&Aは総合格闘技である」と評しているほど、多くの複雑なステップを完遂させる必要がある。つまり、企業にとって手馴れていない複雑なM&Aプロセスにおいて、M&Aアドバイザー会社が買収企業に対し適切な助言をしているか否かで、M&Aの成功・失敗が決まると言える。

今後の日本企業にとって、M&Aが重要な経営戦略の一つである以上、企業はM&Aアドバイザー会社を上手く活用し、自社の持続的成長を実現するようなM&Aを実行していかなければならない。日本には、野村証券やゴールドマン・サックスなど数多くのM&Aアドバイザー会社が存在しているが、それらの会社の実力はリーグテーブル<sup>4</sup>にある案件数やディール額などからしか確認出来ない。しかし、これからの

<sup>4</sup> リーグテーブルとは、M&Aアドバイザー会社のランキング表であり、担当案件数や担当ディール総額などの複数の項目毎にM&Aアドバイザー会社を順位付けする。四半期毎に更新される。

日本企業に必要なのは、リーグテーブルにある情報では無く、企業の株価や業績を向上させる本質的な M&A をアドバイスし、それを促してしてくれる M&A アドバイザリー会社の存在である。

本研究では、どの M&A アドバイザリー会社が企業のバリュー・アップに貢献する M&A を提言しているのかを分析する。言い換えるならば、どの M&A アドバイザリー会社を選択すれば、本質的な M&A アドバイスを受けられるのかを分析する。具体的には 2016 年 11 月 1 日から過去 10 年間の日本企業による M&A デール<sup>5</sup>をサンプルとし、短期の株価効果から各案件を主幹事として担当した M&A アドバイザリー会社のアドバイス能力を測る。加えて、M&A 後の短期の株価に影響を与える M&A デールにはどのような特徴があるのかも併せて考察する。

## 2. M&A アドバイザリー会社

本研究に入る前に、まずは M&A アドバイザリー会社について整理する。以下で、具体的な M&A アドバイザリー会社の役割や業務内容別の業態の分類、M&A アドバイザリー会社の利益相反問題などについて述べる。

### 2.1. M&A アドバイザリー会社の役割と業務内容

M&A アドバイザリー会社とは、複雑な M&A のプロセスにおいて、第三者的立場から企業の経営陣に対して M&A に関する様々なアドバイスを提供する存在である。図表 2.1 は M&A のプロセスと M&A アドバイザリー会社の業務内容を示している。図表 2.1 の通り、M&A は、①M&A 戦略の立案、②デューデリジェンス、③取引条件交渉、④取引執行、⑤PMI (買収後統合) の 5 つのステップから構成されており、M&A アドバイザリー会社はこれらのステップに関与し、企業の期待に沿う形で M&A アドバイスを提供する。これら 5 つのステップには、それぞれ執行すべき複雑な業務があり、それらの業務に専門性や経験を有した M&A アドバイザリー会社が、企業を主導しながら M&A を進めていく。

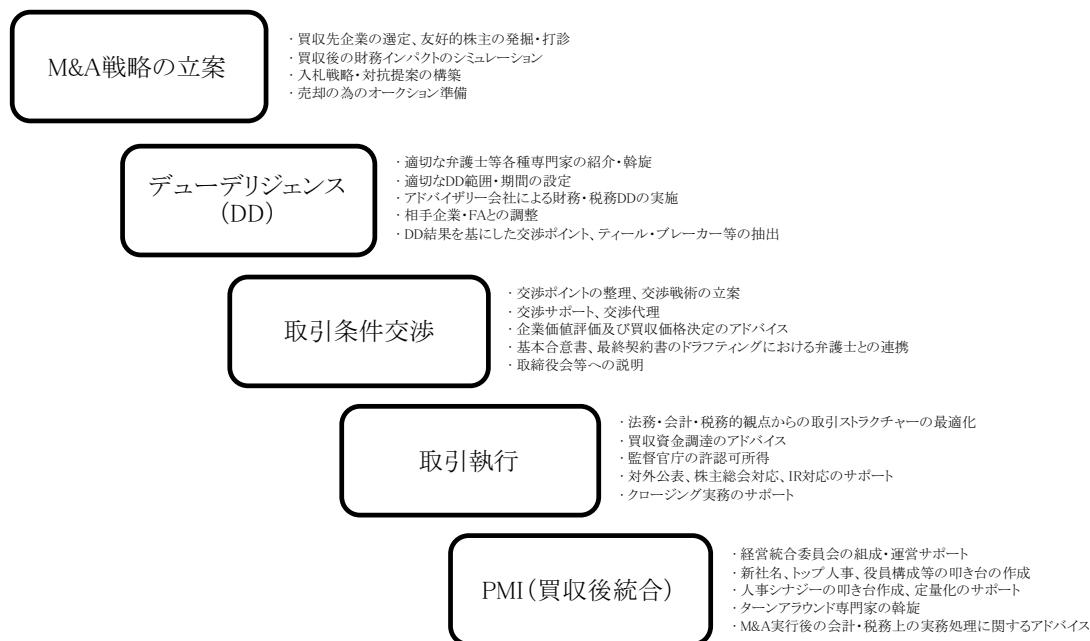
#### 【図表 2.1 M&A のプロセスと M&A アドバイザリー会社の業務内容<sup>6</sup>】

---

<sup>5</sup> 日本企業による M&A とは、In-In 案件と In-Out 案件の両方を意味する。本研究では、日本企業による M&A を分析対象にしている為、Out-In 案件は分析対象外とする。本研究の分析対象となる M&A の詳細は「5 章 1 節 サンプルの抽出方法」に記載。

<sup>6</sup> GCA FAS 株式会社ホームページ「M&A フィナンシャルアドバイザー 主なサービス内容」, [http://gcafas.com/jp/事業内容/ma\\_フィナンシャルアドバイザー/](http://gcafas.com/jp/事業内容/ma_フィナンシャルアドバイザー/)





## 2.2. M&A アドバイザリー会社の業態分類

一口に M&A アドバイザリー会社といっても、会社によって担当するステップや注力する業務が異なる。M&A アドバイザリー会社を担当業務別に整理すると図表 2.2 の通りである。野村証券やゴールドマン・サックスなどの投資銀行は M&A アドバイザリー業務も行っているが、それは主力業務ではなく、株式や債券の引受業務などの証券業務が主力である。また、M&A 後の統合戦略の構築に関する業務は行っていない。デロイトやプライスウォーターハウスクーパース (PwC) などの会計事務所系は M&A アドバイザリー業務に加えて、M&A 後の統合戦略の構築や M&A 後の会計・税務処理を主力業務としており、投資銀行のように証券業務は行っていない。独立系は M&A アドバイザリー業務にフォーカスしており、M&A アドバイザリー業務に加えて、M&A 後の統合戦略の構築までを担当し、M&A を行う企業を幅広くサポートしている。

【図表 2.2 M&A アドバイザリー会社毎の業務内容の違い<sup>7</sup>】

<sup>7</sup> 岩谷賢伸 (2009)「米国独立系投資銀行の台頭」, 野村資本市場研究所, <http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009sum14web.pdf>, M&A アドバイザリー会社各社の HP を基に筆者作成。

	投資銀行	会計事務所系	独立系
M&Aアドバイザー業務	○	◎	◎
引受業務	◎	-	○
セールス・トレーディング	◎	-	-
リサーチ	◎	○	-
リテール	◎	-	-
資産運用	◎	-	○
PE	○	-	○
M&A後の統合戦略構築	-	◎	◎
M&A後の会計・税務	-	◎	-

◎: 主力サービス、○: 主力では無いが提供するサービス

投資銀行と独立系の収益構造の違いを示しているのが図表 2.3 である。投資銀行のゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーにおける投資銀行業務の総収入は、M&A アドバイザー業務と株式や債券の引受業務の 2 つの業務からの収入で構成されている。2015 年におけるゴールドマン・サックスの M&A アドバイザー手数料は、投資銀行業務全体の収入の 49.4%を占めており、残りの 50.6%が引受手数料である。同年のモルガン・スタンレーも同様で、M&A アドバイザー手数料は全体の収入の 39.3%で、残りの 60.7%は引受手数料であり、これらの投資銀行は引受業務がメインの収入源となっており、M&A アドバイザー業務は主力で無い事が分かる。一方、独立系 M&A アドバイザー会社の収入構造は投資銀行とは大きく異なっている。2015 年におけるラザード<sup>8</sup>の M&A アドバイザー手数料は、投資銀行業務全体の収入の 91.1%を占めており、残りの 8.9%はリストラクチャリングである。同年のエバーコア・パートナーズ<sup>9</sup>も同様であり、M&A アドバイザー手数料は全体の収入の 76.3%で、残りは業務委託料・その他で 20.1%、引受手数料が 3.5%であり、M&A アドバイザー業務がメインの収入源となっている。

【図表 2.3 投資銀行と独立系 M&A アドバイザー会社の投資銀行業務の収入構造<sup>10</sup>】

<sup>8</sup> 米国ニューヨークに本社を持つ独立系 M&A アドバイザー会社。1848 年に創業した。

<sup>9</sup> 米国ニューヨークに本社を持つ独立系 M&A アドバイザー会社。1995 年に創業した。

<sup>10</sup> 各社の有価証券報告書(10-K)を基に筆者作成。

(\$ in millions)	ゴールドマン・サックス				モルガン・スタンレー			
	2014年12月		2015年12月		2014年12月		2015年12月	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
M&Aアドバイザー手数料	2,474	38.3%	3,470	49.4%	1,634	31.4%	1,967	39.3%
引受手数料(株式・債券)	3,990	61.7%	3,557	50.6%	3,569	68.5%	3,041	60.7%
投資銀行業務収入 合計	6,464		7,027		5,208		5,008	

(\$ in millions)	ラザード				エバーコア・パートナーズ			
	2014年12月		2015年12月		2014年12月		2015年12月	
	金額	比率	金額	比率	金額	比率	金額	比率
M&Aアドバイザー手数料	1,091	91.2%	1,173	91.1%	727	88.7%	865	76.3%
リストラクチャリング	105	8.8%	114	8.9%	0	0.0%	0	0.0%
業務委託料・その他	0	0.0%	0	0.0%	65	7.9%	228	20.1%
引受手数料(株式・債券)	0	0.0%	0	0.0%	28	3.4%	40	3.5%
投資銀行業務収入 合計	1,196		1,287		820		1,133	

図表 2.2 と 2.3 から分かるのは、投資銀行は M&A アドバイザリー業務以外にもセールス、トレーディングなどの証券業務や、産業のリサーチ機能を有している。一方、独立系 M&A アドバイザリー会社は、資産運用などのビジネスも手掛けるが、メインは M&A アドバイザリー業務であり、M&A に関するアドバイザー・ビジネスが成り立たなくなった時点で収益構造が崩れるという不安定さも抱えている。

これらの業務内容の違いを軸に、具体的に M&A アドバイザリー会社を分類すると、①日系投資銀行、②外資系投資銀行、③会計事務所系、④独立系(ブティック)の 4 種類に分類可能であり、詳細は図表 2.4 の通りである。日本企業による M&A はこれら 4 種類の M&A アドバイザリー会社により助言されており、各社は様々な M&A 案件を担当している。

【図表 2.4 M&A アドバイザリー会社の分類】



2008年のサブプライムローン問題で、リーマンブラザーズの倒産や大手投資銀行が経営危機に瀕していた中、M&A市場では新たなM&Aアドバイザリー会社の存在感が増してきている。それは上記④の独立系M&Aアドバイザリー会社である。図表2.5に示してある2016年度の日本におけるM&Aアドバイザリー会社のリーグテーブルでは、9位のGCAサヴィアン(現GCA)を筆頭に多数のブティック系M&Aアドバイザリー会社がランクインしている。図表2.6の2016年度の全世界におけるM&Aアドバイザリー会社のリーグテーブルでも同様に8位のラザードや11位のエバー・コアパートナーズなどがランクインしており、世界のM&A市場でブティック系M&Aアドバイザリー会社の躍進が目立っている。

【図表 2.5 2016年度の日本版リーグテーブル(案件数順)<sup>11)</sup>】

<sup>11)</sup> THOMSON REUTERS(2017)「日本M&Aレビュー フィナンシャルアドバイザー 2016年第4四半期」, [http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA\\_4Q\\_2016\\_J.pdf?\\_ga=1.217862355.497531216.1463928301](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA_4Q_2016_J.pdf?_ga=1.217862355.497531216.1463928301)

M&Aアドバイザー会社	ランキング	案件数	ランクバリュー (億円)
みずほフィナンシャルグループ	1	186	72,772
三井住友フィナンシャルグループ	2	140	28,425
野村證券	3	128	43,392
大和証券グループ本社	4	74	19,873
KPMG	5	60	2,633
三菱UFJフィナンシャル・グループ	6	58	456
ブルータス・コンサルティング	7	57	8,600
三菱UFJモルガン・スタンレー	8	51	61,529
プライスウォーターハウスクーパース	9	45	1,036
デロイト	10	41	2,142
GCAサヴィアン	11	30	1,361
マクサス・コーポレートアドバイザー	12	28	61
東京フィナンシャル・アドバイザーズ	13	27	196
AGSコンサルティング	14	25	52
ゴールドマン・サックス	15	22	40,966
ラザード	16	21	48,397
バンクオブアメリカ・メリルリンチ	17	21	26,328
ロスチャイルド	18	20	13,430
コーポレート・アドバイザーズ	19	20	120
かえでグループ	20	20	17
ドイツ銀行	21	17	16,991
フロンティア・マネジメント	22	17	1,150
グローウィン・パートナーズ	23	17	213
JPモルガン	24	17	18,397
日本政策投資銀行	25	14	520

2016年1月1日～12月31日

【図表 2.6 2016 年度の世界版リーグテーブル(ランクバリュー順)<sup>12)</sup>】

M&Aアドバイザー会社	ランキング	ランクバリュー (百万ドル)	案件数
Goldman Sachs & Co	1	876,257	309
Morgan Stanley	2	855,355	290
JPMorgan Chase & Co	3	723,734	302
Bank of America Merrill Lynch	4	708,417	216
Citigroup Inc	5	540,689	205
Barclays PLC	6	532,183	199
Credit Suisse Group AG	7	503,366	205
Lazard Ltd	8	360,131	223
UBS AG	9	339,478	149
Deutsche Bank AG	10	333,656	144
Evercore Partners Inc	11	295,256	146
Centerview Partners LLC	12	219,269	34
RBC Capital Markets	13	193,142	144
Rothschild & Co	14	188,984	317
Perella Weinberg Partners LP	15	170,769	20
Allen & Co Inc	16	143,399	10
China International Capital Corp Ltd	17	134,385	37
HSBC Bank PLC	18	110,456	64
Macquarie Group Ltd	19	107,119	88
Qatalyst Partners LLC	20	97,812	10

2016年1月1日～12月31日

### 2. 3. 利益相反問題と独立系 M&A アドバイザー会社の台頭の背景

上記の通り、2008 年以降、独立系 M&A アドバイザー会社が躍進しているが、その理由の一つとして、M&A の際に買収企業との利益相反が起こらない事が大きい。例えば、投資銀行系の M&A アドバイザー会社は株式や債券の引受業務が主力事業であり、これらの業務から生まれる手数料<sup>13)</sup>を多く受け取り

<sup>12)</sup> BLOOMBERG L.P.(2017) “Global M&A Market Review Financial Rankings 2016”,  
<https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-MA-Financial-Rankings-FY-2016.pdf>

<sup>13)</sup> 買収資金を現金とする場合には、買収企業は商業銀行から現金借入を行い、それに伴う支払利息手数料が発生する。多くの投資銀行(証券会社)は銀行と同じグループ(例えば、みずほ銀行とみずほ証券などのメインバンク系列)に属してい

たいというインセンティブを持つ。一方、買収企業は、対象企業を出来るだけ安く買いたいというインセンティブを持つ。この場合、証券会社系の M&A アドバイザリー会社と買収企業の間に利益相反が生まれている。即ち、証券会社は買収価格を高く算定して資金調達に伴う引受業務からの手数料を多く得ようとするのに対し、買収企業は低い買収価格で M&A を済ませたいと考える。このように両社が逆方向へのインセンティブを持つ為、適切な M&A 助言が行われたい可能性も起こり得る。GCA サヴィアン株式会社の渡辺章博代表取締役は日本経済新聞のインタビューで、独立系 M&A アドバイザリー会社の強みに関して次のように述べている。

「一言で言うと、どの資本系列にも属さない独立系であるという事です。M&A には巨額の資金が動きます。買収資金の調達を依頼される事も多く、金融機関にとっては大きなビジネス機会。こうした取引に関与するためにも、充実したアドバイザリー機能が必要になります。ただし、ここには本質的な利益相反があります。例えば、買い手側のアドバイザリーは、出来るだけ安く買えるように努力しなければなりません。しかし、助言を行う金融機関が資金調達のビジネスで儲けたいと考えれば、高く買ったほうが利益は大きくなります。<sup>14</sup>」

また、独立系 M&A アドバイザリー会社のグリーンヒル・ジャパン<sup>15</sup>の堀田健介会長はロイターのインタビューで M&A アドバイザリー会社の利益相反問題について次のように述べている。

「利益相反のないアドバイザーの価値が一段と見直されているからだ。貸し出し、投資銀行業務を同時に行う金融機関が、本当にニュートラルで利益相反のない M&A のアドバイスを提供出来るか、大きな問題になってくると思う。アドバイスを受ける顧客(事業会社)から見ると、アドバイスを受けると同時にファイナンスのような他の関係にまで影響が及ぶのではないかと、という懸念がますます出てくる。バンク・オブ・アメリカのような米国の銀行が、投資銀行メリルリンチを持つようになり、投資銀行のゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーが銀行持ち株会社になった。銀行と投資銀行が結びついた現状をふまえて、顧客からは、貸し出しの業務を行わず、スペシャライズされた独立系のアドバイザーが求められるようになると思う。監督当局から見ても、利益相反の問題は非常に大きなテーマになるだろう。投資家保護の観点からも重要だと思う。<sup>16</sup>」

このように、資金調達業務と M&A アドバイザリー業務が同じ会社によって行われていると、利益相反問題が生じ、適正な M&A アドバイスを阻害する要因となっており、利益相反問題は今後の M&A において大きな課題となる可能性がある。このような背景から独立系 M&A アドバイザリー会社や会計事務所系 M&A アドバイザリー会社など、資金調達業務を行わず M&A アドバイザリー業務を専業とする会社の価値が見直され始めている。

---

る事も多い。本論文で記載している資金調達に伴う手数料とは引受業務からの手数料に加えて、現金貸出に伴う支払利息手数料も指す。

<sup>14</sup> 日本経済新聞(2013.3.26)「2013 年経営者の挑戦 独立系 M&A アドバイザリーファームという強みを活かしワンチームでクライアントを支援する」, <http://bizgate.nikkei.co.jp/event/20130326/>

<sup>15</sup> グリーンヒルはアメリカの独立系 M&A アドバイザリー会社で、1996 年にモルガン・スタンレー元社長のロバート・グリーンヒル氏が設立した。2008 年から日本で業務を開始している。

<sup>16</sup> ロイター(2008.11.13)「インタビュー：銀証の利益相反問題、日本の M&A でも課題に＝グリーンヒル」, <http://jp.reuters.com/article/idJPnTK021412020081113>

### 3. 仮説

2章3節で述べたように、投資銀行は引受業務などの資金調達に伴う手数料収入を多く得たいと考える為、少しでも買収価格を高くしようというインセンティブが働く。しかし、買収企業は少しでも買収価格を低くしたいというインセンティブの基、M&Aの実行を目指す。つまり、ファイナンス機能を有するM&Aアドバイザー会社と買収企業は、逆方向のインセンティブを持っており、これが利益相反問題として、良いM&Aが生まれるのを阻害している可能性がある。ファイナンス機能を有さないM&Aアドバイザー会社(会計事務所系と独立系)は先述の様な利益相反問題が起こりにくく、中立的立場からM&Aをサポートする為、良いM&Aが生まれる可能性が高い。これらの論点から、以下に仮説を提示する。

「利益相反問題により、ファイナンス機能を有するM&Aアドバイザー会社に依頼するよりも、ファイナンス機能を有さないM&Aアドバイザー会社に業務を依頼する方が買収企業は高い株価効果を得る。」

以下の章で、この仮説を立証する様な分析を行う。

### 4. 先行研究

本研究に関連する先行研究として、①M&Aにおける買収企業と対象企業の株価効果に関する研究、②M&Aアドバイザー会社に関する研究、③ブティック系M&Aアドバイザー会社に関する研究、これら3つの論文を調査した。

#### 4.1. M&Aにおける買収企業と対象企業の株価効果に関する研究

井上・加藤(2006)は、M&A発表時の株価効果に関して、1990年から2002年までの12年間の上場企業のM&Aディールを分析対象とし、買収企業・対象企業の累積超過収益率<sup>17</sup>(以下、CAR)を算出し、それぞれの株主リターンに差が生まれているかを検証した。

詳細は図表2.1の通りだが、全体的に買収企業のCARよりも対象会社のCARの方が有意に大きい事を示している。特にM&A発表日前後1日の3日間CAR(-1~+1日)では、買収企業は1.51%で10%の有意水準であり、対象企業は4.37%で1%の有意水準であった。これ以外の期間におけるCARでも、対象会社のCARの方が買収企業のCARよりも高く、その多くが統計的に有意な値である事が分かる。

服部(2006)によれば、M&Aが行われる際、対象企業は買収金額に加えて、買収プレミアムも受け取る時点で、対象企業のリスクはゼロであると述べている。買収企業は、対象会社に対し買収価格の理論価格に加えて、プレミアムを支払うので、そのプレミアム分は将来回収しなければいけないリスクだと捉える事が出来ると指摘している。つまり、買収企業はM&A後にシナジーの創出から利益を増やす事でプレミアム分の金額を回収しない限り、負けであるという事である。M&Aをした時点で、買収企業にはプレミアムという重荷がのし掛かっており、これが買収企業の短期のCARを低く留める要因であると述べている。

#### 【図表4.1 M&A時における買収企業・買収対象企業の期間別CAR<sup>18</sup>】

<sup>17</sup> Cumulative Abnormal Return(CAR)とは、当該企業のイベント時のリターンと $\beta$ で補正した当該株式の正常時のリターン(イベントがなかった場合のリターン)の差分を累積して算出した指標。詳細は「5章4節 市場モデル」に記載。

<sup>18</sup> 井上光太郎・加藤英明(2006)「M&Aと株価」、東洋経済新報社

分析期間	買収企業	買収対象企業
サンプル	137社	147社
-1日～+1日	1.51%*	4.37%***
-5日～+5日	0.03%	3.46%**
-10日～+10日	0.24%	4.18%**
-10日～-2日	0.18%	1.05%
+2日～+5日	-1.72%***	-1.42%
+2日～+10日	-1.45%**	-1.24%

(注) \*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

#### 4. 2. 投資銀行系 M&A アドバイザリー会社に関する研究

Golubov・他(2012)は、1996年から2009年までの米国企業のM&Aディールを対象に、買収企業のCARの分析を行った。この研究では、リーグテーブルの上位8社のM&Aアドバイザリー会社をTop-Tier Advisor、9位以下のM&Aアドバイザリー会社をNon-Top-Tier Advisorに分類し、それぞれが買収企業側のアドバイザーとして担当したM&Aディールの5日間CARを計測している。Top-Tier Advisorが担当した買収企業の5日間平均CARは-0.03%である一方、Non-Top-Tier Advisorは0.74%であり、Non-Top-Tier Advisorを雇う方が、短期の株価効果はプラスに反応する事が示された。尚、それぞれのCARに対し、差の検定を行った結果、5%水準で有意に差があった。Golubov・他(2012)の説明によると、Non-Top-Tier Advisorの担当した買収企業のCARの方がTop-Tier Advisorよりもプラスに有意となった理由として、Top-Tier Advisorのクライアントが大企業である事が多い為だと指摘している。

M&Aを行う大企業が株価の発表日効果を得にくい理由は3つあるとGolubov・他(2012)は説明している。1つ目には、大企業は元々の時価総額も大きいので、株価が急激に上がる事は少ないという点である。時に、時価総額の大きい大企業が相対的に時価総額の小さい企業をM&Aすると発表したところで株価が大きく変動する事は起こりにくい。2つ目に、大企業の簿価時価比率が小さいので株価の大きな上昇は起こりにくい点である。大企業は発行済株式数も多く、その株式が市場に大量に流通している。即ち、大企業は多くの株主から適正に企業価値を評価されており、その値が簿価の企業価値と大きく乖離している事は少ない。よって、M&Aの発表が株価に与える影響も小さくなる。尚、簿価時価比率が高い場合ほど、株価の発表日効果は大きくなる事も指摘されている。3つ目に、大企業のM&Aは多角化を目的としているケースが多い点である。企業が事業の多角化を進めるのは、事業を複数所有する事で一つの事業にリスクを集中させないようにリスク分散を図る為である。しかし、株主は企業が多角化するならば、自分自身の保有する株式のポートフォリオを様々な会社の株式で構成しようとするので、市場では多角化する企業はあまり評価されない<sup>19</sup>。即ち、M&Aによって多角化を目指す大企業はあまり評価されず、株価に与える影響も小さくなる。

<sup>19</sup> この事をコングロマリット・ディスカウントと呼ぶ。様々な事業を手掛ける複合企業(コングロマリット)の株式時価総額が、この事業の価値を合算した額に比べて割安(ディスカウント)になる事。複数の事業を経営する企業はリスクに対しては強靱であるが、成長性の観点で株価低落を招き、このような状態に陥る。好調な事業部門があったとしても、会社全体の決算では他の事業部門の業績に埋もれしまい、好調な事業の評価が株価に十分に反映されない為に生じる。また、経営資源が分散し、経営効率が落ちる為、市場での評価が悪くなる事も説明される。



【図表 4.2 Golubov・他(2012)による M&A アドバイザリー会社の分類<sup>20</sup>】

Top-Tier Advisor	Non-Top-Tier Advisor
Goldman Sachs	UBS
Bank of America Merrill Lynch	Deutsche Bank
Morgan Stanley	Evercore Partners
JP Morgan	Commerzbank
Citi/ Salomon Smith Barney	Houlihan Lokey
Credit Suisse First Boston	Sagent Advisors
Barclays Capital	Wells Fargo
Lazard	etc.

#### 4. 3. 独立系(ブティック)M&A アドバイザリー会社に関する研究

Song・他(2009)は、1996年から2006年に行われた1,785件のディールの内、独立系 M&A アドバイザリー会社の担当したディール 335 件(全体の 18.8%)を対象に多変量回帰分析を行った。その結果を図表 2.3 に示しているが、ディール規模の小さい案件であるほど、独立系 M&A アドバイザリー会社を選任されやすく、この場合の P 値は 0.000 であった。また、敵対的買収の場合も独立系 M&A アドバイザリー会社を選任されやすく、P 値は 0.022 であった。また、買収プレミアムも独立系 M&A アドバイザリー会社の方が投資銀行に比べて 9-10%程度低くなるという結果も導かれている。この理由として、独立系 M&A アドバイザリー会社はバリュエーションやデューデリジェンスなどの M&A プロセスに置いて、時間を掛けて取り組む事が指摘されている。案件完了までの時間が長い為、買収プレミアムを抑える事に繋がり、買収企業にとって適切な価格での M&A を実行させる事が出来る。アドバイザー・フィーも投資銀行に比べて安く設定されている。これは、そもそも独立系 M&A アドバイザリー会社の担当するディールが小規模である事が多い為、それに掛かるフィーも低くなっていると指摘している。加えて、M&A アドバイザリー会社のリーグテーブルで少しでもシェアを獲得する為に、安いフィーで少しでも多くのクライアントに利用して貰おうというインセンティブが働いている点もフィーが低い要因だと指摘している。

【図表 4.3 Song・他(2009)による投資銀行と独立系の特徴<sup>21</sup>】

<sup>20</sup> Andrey Golubov 他(2012) “When It Pays Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As”, *The Journal of Finance*

<sup>21</sup> Weihong Song 他(2009) “The Value of ‘Boutique’ Financial Advisors in Mergers and Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*

	投資銀行	独立系(ブティック)
案件完了までの期間	短い	長い
プレミアム	高い	安い
アドバイザー・フィー	高い	安い
ディール規模	大きい	小さい
敵対的買収	少ない	多い
クライアントからの認知度	高い	低い
利益相反	有り	無し

## 5. 対象データ・サンプル及び分析手法

本研究では、1章でも述べた通り、どのM&Aアドバイザー会社を買収企業の株価にプラスの効果を与えるM&Aを提言しているのかを分析する。以下で、サンプルの抽出方法、そのサンプルの特徴、分析手法、及び採択したモデルについて説明する。

### 5.1. サンプルの抽出方法

本研究が分析の対象としたのは2006年11月1日～2016年11月1日の間に取引されたM&Aディールである。10年間のディール・データからサンプルを抽出<sup>22</sup>した。分析対象のディールの検索条件は、「買収企業:日本、対象企業:全世界」、「取引完了案件」、「2006年11月1日～2016年11月1日の10年間」、「M&Aの取引のみ(投資は除く)」、「買収企業:公開企業、対象企業:公開・非公開企業」、「ディール額1億ドル以上」、「アドバイザー情報有りの案件」、「投資法人・複数買収者の案件は除外」、「最小二乗法不可・株価データ無しの案件は除外<sup>23</sup>」であり、最終的な分析対象のディール数は597件であった。詳細なサンプルの検索条件は図表4.1の通りである。

ディール・サンプルにおける買収企業の株価反応を測定する為、買収企業の株価と市場インデックスの値(本研究ではTOPIX)のデータを買収企業数の597社分取得した<sup>24</sup>。これらのデータを基に、M&Aアドバイザー会社を買収企業の株価に与える効果を測定する。

#### 【図表 5.1 ディール・サンプルの検索条件】

<sup>22</sup> Bloomberg社のデータベースより抽出。

<sup>23</sup> 本研究ではM&Aのイベントが起こらなかった場合の株式の期待収益率(正常収益率)を算出する為に、M&A発表日の180日前から31日前までの150日間の個別企業の株式の収益率を市場インデックスであるTOPIXに単回帰(最小二乗法でも同義)させて $\alpha$ と $\beta$ を求め、それらを用いて正常収益率を求め、M&Aイベントがもたらした超過分のリターンを求めるモデルを採用している。その為、発表日から180日前の株価データが必要であり、それに該当するデータが取得出来ない場合は分析対象から除外した。具体的な計算プロセスは「5章4節 市場モデル」に記載。

<sup>24</sup> ユーザーベース社のデータベース「SPEEDA」より取得。使用する株価は株式分割による価格変動の影響を取り除く為、「調整後終値」を使用している。

条件		件数
買収側	日本	31,466
取引状況	Completed(完了)	28,495
期間	2006/11/1~2016/11/1	20,374
取引タイプ	M&A	13,588
買収企業	公開	10,164
ディール額	1億ドル以上(USD)	1,113
アドバイザー情報	有り	692
投資法人・複数買収者の案件	除く	627
OLS不可、株価データ無しの場合	除く	597

## 5.2. サンプルの特徴

597 件のサンプルの内、ディールを担当した M&A アドバイザリー会社<sup>25</sup>とそのディール数の分布、及び全体に占める案件数の割合が図表 4.2 に示している。担当案件数が一番多いのが日系投資銀行の 296 件であり、全サンプルの 49.6%を占めている。二番目に多かったのは外資系投資銀行の 207 件で全体の 34.7%を占めている。三番目は独立系の 55 件で、全体に占める割合は 9.2%隣っている。四番目が会計事務所系の 39 件であり、全体に占める割合は 6.5%であった。

次に、図表 4.3 には M&A アドバイザリー会社各社の 3 日間平均 CAR<sup>26</sup>(以下、3 日間 ACAR)と業態毎の 3 日間 ACAR<sup>27</sup>が示してある。Daiwa SMBC や EFG-Hermes は属する M&A アドバイザリー会社の業態の中で、高い 3 日間 ACAR 値を記録しているが、両社とも担当案件数が 1 件であり、その 1 件が偶然高い CAR を計測した可能性が高い。他の 3 日間 ACAR が高い M&A アドバイザリー会社は同様に担当案件数が少ない場合が多い。業態毎の 3 日間 ACAR では、4 業態とも 0 に近い値であり、大きな差は見受けられない結果となっている。

### 【図表 5.2 M&A アドバイザリー会社の担当ディール数とその割合】

<sup>25</sup> 本研究における「ディールを担当した M&A アドバイザリー会社」とは、主幹事としてディールを担当した M&A アドバイザリー会社を指す。

<sup>26</sup> 3 日間平均 CAR とは、全ての担当案件の 3 日間 CAR の合計を担当案件数で除した値。

<sup>27</sup> M&A アドバイザリー会社の業態における 3 日間 CAR の合計をその業態が担当した全案件数で除した値。

日系投資銀行		外資系投資銀行		会計事務所系		独立系	
Nomura	147	Morgan Stanley	46	Deloitte Touche	14	GCA Savvian Grup	16
Daiwa Securities	52	Goldman Sachs	29	KPMG Corp Fin	12	Rothschild & Co	6
Mizuho	45	Citi	24	Ernst & Young	5	Lazard Ltd	6
Mitsubishi UFJ	27	JP Morgan	23	PwC	4	Evercore Partner	3
Sumitomo Mitsui	24	BofA ML	22	Tokyo Financial	1	Houlihan Lokey	3
Daiwa SMBC	1	Deutsche Bank	10	Tokyo Kyodo	1	Greenhill & Co	3
合計	296	UBS	10	Masters Trust	1	Moelis & Co	2
案件数の比率	49.6%	Macquarie Group	7	Mishima Yoshihid	1	ABeam M&A Consul	1
		Barclays	7	合計	39	Anglo Chinese	1
		Credit Suisse	7	案件数の比率	6.5%	Asahi Business	1
		Bnp Paribas	3			Berenson & Co LL	1
		Credit Agricole	2			Brasilpar	1
		Fox-Pitt Kelton	2			Ermgassen & Co	1
		Close Brothers	1			Lincoln Int LLC	1
		Dexia Cap Mkts	1			Meghraj Capital	1
		DH Capital LLC	1			American Apprais	1
		EFG-Hermes	1			Centerview	1
		Larrain Vial SA	1			Duff & Phelps	1
		Lehman Brothers	1			Frontier Mgmt	1
		Maxim Group Llc	1			Morgan Joseph	1
		RBC Capital Mkts	1			Newman & Assoc	1
		Stand Chartered	1			Nimbus Associate	1
		CIMB	1			Perella Weinberg	1
		ING Groep	1			合計	55
		Jefferies	1			案件数の比率	9.2%
		RHB Investment B	1				
		Robert W Baird	1				
		Tudor Pickering	1				
		合計	207				
		案件数の比率	34.7%				

【図表 5.3 M&A アドバイザリー会社各社と業態別の 3 日間 ACAR】

日系投資銀行		外資系投資銀行		会計事務所系		独立系	
Daiwa SMBC	0.0594	EFG-Hermes	0.1175	Mishima Yoshihid	0.1715	Brasilpar	0.0799
Mitsubishi UFJ	0.0094	Lehman Brothers	0.0605	PwC	0.0210	Meghraj Capital	0.0336
Nomura	0.0034	RHB Investment B	0.0408	Deloitte Touche	0.0183	Rothschild & Co	0.0262
Mizuho	0.0027	Robert W Baird	0.0401	Tokyo Kyodo	0.0098	Duff & Phelps	0.0200
Daiwa Securities	0.0027	Larrain Vial SA	0.0377	Masters Trust	0.0015	GCA Savvian Grup	0.0177
Sumitomo Mitsui	-0.0033	Deutsche Bank	0.0158	Ernst & Young	-0.0013	Evercore Partner	0.0168
平均	0.0034	Morgan Stanley	0.0151	KPMG Corp Fin	-0.0013	Ermgassen & Co	0.0122
		CIMB	0.0143	Tokyo Financial	-0.0349	Lazard Ltd	0.0120
		Barclays	0.0128	平均	0.0120	Perella Weinberg	0.0118
		Stand Chartered	0.0103			Moelis & Co	0.0090
		Goldman Sachs	0.0085			Centerview	0.0089
		JP Morgan	0.0057			Anglo Chinese	0.0047
		RBC Capital Mkts	0.0044			Houlihan Lokey	0.0035
		Citi	0.0025			Nimbus Associate	-0.0002
		Macquarie Group	0.0000			Newman & Assoc	-0.0020
		BofA ML	-0.0031			Berenson & Co LL	-0.0025
		Tudor Pickering	-0.0049			Morgan Joseph	-0.0053
		Credit Agricole	-0.0108			Lincoln Int LLC	-0.0057
		Close Brothers	-0.0127			ABeam M&A Consul	-0.0115
		DH Capital LLC	-0.0130			Asahi Business	-0.0256
		Credit Suisse	-0.0169			Greenhill & Co	-0.0507
		UBS	-0.0219			Frontier Mgmt	-0.0755
		Bnp Paribas	-0.0233			American Apprais	-0.1049
		ING Groep	-0.0237			平均	0.0069
		Dexia Cap Mkts	-0.0247				
		Fox-Pitt Kelton	-0.0247				
		Jefferies	-0.0311				
		Maxim Group Llc	-0.2699				
		平均	0.0039				

### 5.3. 分析手法

597 件の M&A ディール・サンプルにおける買収企業の発表日の株価効果を分析するに当たり、本研究では市場モデルによるイベント・スタディを採用する。

イベント・スタディを採用した理由として、M&A 前後の株価を測定する事により、M&A のインパクトを純粋

に計測出来るからである。井上・加藤(2006)は、M&A の経済性分析には、①イベント・スタディ、②パフォーマンス・スタディ、これら 2 種類の分析手法があると述べている。イベント・スタディは、M&A 前後の株価を比較する事により M&A が株価に与えた影響を測定するが、パフォーマンス・スタディでは、M&A 後の利益成長率などの財務数値に注目し、M&A が企業の財務数値にどのように影響を与えたかを測定し、長期的な分析が求められる。しかし、パフォーマンス・スタディには欠点があり、それは、企業の財務数値の影響が M&A から生み出されたものなのか、それともそれ以外の他の要因から生み出されたものなのかを判断する事が困難であると、井上・加藤(2006)は指摘している。その為、M&A の効果・影響のみを測定する場合は、イベント・スタディの方が適していると考え、本研究ではイベント・スタディによる株価効果の分析を行う事にした。

株価効果の分析は、①長期株価効果の研究、②短期株価効果の研究、この 2 種類の方法が存在する。長期株価効果の研究では、M&A 前後の株価を長期間<sup>28</sup>に渡り観察し、M&A が株価に与えた影響を測定するのに対し、短期株価効果の研究では M&A 前後の株価を短期間<sup>29</sup>で観察し、M&A が株価に与えた影響を測定する。井上・加藤(2006)の主張によれば、長期株価効果の研究ではノイズやバイアスが入り、M&A が直接株価に与えた影響を測定するのは困難である一方、短期株価効果の研究では M&A そのものが株価に与えた影響を真に測定する事が可能である。また、短期株価効果の研究では、効率的市場仮説 (Efficient-Market Hypothesis) を前提としている。効率的市場仮説とは、株式などの金融商品の価値に影響を及ぼすとされる情報は、正しく、且つ速やかに価格に織り込まれていると主張する学説の事であり、本研究では、M&A の発表日<sup>30</sup>に、株式市場がその M&A を評価し、その情報が株価に反映されるという事を前提とする。M&A 後に株価が上昇していれば、市場はその M&A に対して肯定的な態度である事を示し、反対に株価が下落した場合はその M&A に対して否定的な態度である事を示す。

本研究は、M&A アドバイザリー会社のアドバイス能力を測る事が目的である為、M&A 後の株価が上昇した場合、その買収企業のディールを担当した M&A アドバイザリー会社は本質的な M&A アドバイザリー・サービスを提供したと捉え、逆に株価が下落した場合には M&A アドバイザリー会社は不適切な M&A アドバイザリー・サービスを提供したと捉え、M&A アドバイザリー会社のパフォーマンスを測定する。

#### 5. 4. 市場モデル

井上・加藤(2006)は、短期株価効果の研究に採択され得るモデルは、①平均収益率調整モデル<sup>31</sup>、②市場モデル、③市場調整モデル<sup>32</sup>、これら 3 種類があると述べており、どのモデルを採択したとしても短期株価効果の分析結果には差は無いとしている。本研究では、松尾・山本(2006)に示されている市場モデルを参考とし、M&A が買収企業に及ぼす株価効果を測定する。市場モデルによる株価効果の分析方法の手順は以下の通りである。

(1) M&A が行われなかった場合の正常収益率を推定する期間を、M&A の発表日の 180 日前から 31

<sup>28</sup> 例えば、M&A 前 30 日間の株価と M&A 後 30 日間の株価を比較する事。

<sup>29</sup> 例えば、M&A 前 2 日間の株価と M&A 後 2 日間の株価を比較する事。

<sup>30</sup> 発表日とは、市場に存在する全ての人が、その M&A の情報にアクセス出来る状態になった日を指す。例えば、企業のプレスリリースやメディアからの情報が公開された日など。

<sup>31</sup> イベント時のリターンと通常時のリターンを比較するモデル。

<sup>32</sup> マーケット・インデックスと個別企業の株価の収益率を比較するモデル。

日前までの 150 日間とし、サンプル企業の株式の収益率をマーケット・インデックスである TOPIX の収益率に単回帰させて $\alpha_i$ と $\beta_i$ を求める。尚、株価の収益率 $R_{i,t}$ は日付 $t$ における企業 $i$ の株価収益率であり、前日の株価 $P_{i,t-1}$ に対する変化率として以下の(A)式で求める。同様に TOPIX の収益率  $R_{m,t}$ も、前日の TOPIX の値 $MI_{m,t-1}$ に対する前日からの変化率であり、以下の(B)式で求める。

$$R_{i,t} = (P_{i,t}/P_{i,t-1}) \quad (A)$$

$$R_{m,t} = (MI_t/MI_{t-1}) \quad (B)$$

- (2) 単回帰させて算出された $\alpha_i$ と $\beta_i$ を使い、M&A が行われなかった場合の正常収益率を求める。日付  $t$ における企業 $i$ の正常収益率 $E_{[r_{i,t}]}$ は以下の(C)式で求める。

$$E_{[r_{i,t}]} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} \quad (C)$$

- (3) M&A の発表日の 20 日前から 20 日後までの 41 日間を M&A が起こったイベント期間と定義し、イベント時の実現リターン $R_{i,t}$ から(C)式の正常収益率 $E_{[r_{i,t}]}$ を差し引き、これを企業 $i$ の超過収益率  $AR_i$ として、以下の(D)式で求める。

$$AR_i = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (D)$$

- (4) 算出された超過収益率 $AR_i$ を、設定した期間で合計したものを累積超過収益率 $CAR_i$ とし、以下の(E)式で求める。尚、本研究における超過収益率 $AR_i$ の累積期間はM&A発表日の前日、当日、翌日の3日間( $t_{-1} \leq t_0 \leq t_{+1}$ )とする。

$$CAR_i = \sum_{t=t_{-1}}^{t_{+1}} AR_{i,t} \quad (E)$$

尚、本研究において 3 日間の累積を取る理由は、M&A が買収企業の株価に与える影響のみを測定す

る事を目的としているからであり、上述の通り、累積期間を長くするほど、ノイズやバイアスが入り込んでしまい、M&A の影響のみを対象とした株価効果の分析とならないからである。また、松尾・山本(2006)は、3日間の累積を取る理由として、日本特有の値幅制限制度<sup>33</sup>の存在があるからだ述べている。値幅制限に達して株式の売買が行えなかった場合、その売買は翌日に持ち越される。即ち、翌日まで発表日効果が及ぶ事も想定される為、3日間のARを累積すべきだと指摘している。以上の理由から、本研究では分析対象とするCARの累積期間は3日間とし、以下で検証を行っていく。

## 6. t 検定

以下で、業態別 M&A アドバイザリー会社の 3 日間 CAR を統計的検証により分析する。具体的には、t 検定により、M&A アドバイザリー会社の業態間に有意差があるかを検証する。CAR が有意に高い M&A アドバイザリー会社の業態を特定する事で、本質的な M&A アドバイスを提供しているのはどの業態で、それはどのような要因から生まれているかを考察する。また、3 章で提示した仮説を検証も行う。

### 6.1. 分析結果

まず、サンプルの全ディールの 3 日間 ACAR (3 日間平均 CAR) がゼロと有意に差があるかを検証する。検定結果は図表 6.1 の通りで、サンプルの全ディールの 3 日間平均 CAR とゼロの差は 0.0044 であり、t 検定の結果、この平均の差の P 値は 0.1544 であった。つまり、全ディールの 3 日間平均 CAR はゼロと有意差は無いという結果になった。

【図表 6.1 全ディールの 3 日間 ACAR の t 検定】

	平均	サンプル数
全ディールの3日間CAR	0.0044	597
3日間CARをゼロと仮定	0	597
差の検定	0.0044 (0.1544)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

次に、M&A アドバイザリー会社の各業態の 3 日間 ACAR がゼロと有意に差があるかを検証する。検定結果は図表 6.2 の通りで、各業態の 3 日間 ACAR がゼロと有意に異なっていない事が分かった。最も有意差があるとされたのは、会計事務所系であり、平均の差 0.0120 は t 検定の結果、P 値 0.1519 となったものの、統計的有意水準を示す 0.1<sup>34</sup>を上回っているため、本研究では有意差は無いと判断した。

<sup>33</sup> 値幅制限制度とは、株価の大きな変動によって市場が混乱するのを抑制する為に前日の終値を基準に 1 日の内の株価の上下の変動幅に制限が設けられている日本独自の制度。値幅制限まで株価が上昇した場合をストップ高、下落した場合をストップ安と呼ぶ。

<sup>34</sup> 経営学などの社会科学の分野では、一般的に P 値が 1% (0.01)、5% (0.05)、もしくは 10% (0.1) 以下である事が統計的有意性を示す基準となっている事が多い。先行研究でもこの基準を用いて行われている検証が多かった為、本研究でも同様に P 値が 10% 以下である事が統計的有意性を最低限立証する事とし、P 値が 10% 以上の場合は統計的有意性は認められない事とする。

【図表 6.2 各業態の 3 日間 ACAR の t 検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0034	296
3日間CARをゼロと仮定	0	296
差の検定	0.0034 (0.2334)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0039	207
3日間CARをゼロと仮定	0	207
差の検定	0.0039 (0.3242)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0120	39
3日間CARをゼロと仮定	0	39
差の検定	0.0120 (0.1519)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	0.0069	55
3日間CARをゼロと仮定	0	55
差の検定	0.0069 (0.7917)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

特定の M&A アドバイザリー会社の業態の 3 日間 ACAR とそれ以外の全ての業態の 3 日間 ACAR の間に有意差が認められるかを検定する。検定結果は図表 6.3 の通りで、最も低い P 値で会計事務所系の 0.3642 であったが、どの P 値も有意水準 10% を上回っている為、この検定によって有意な 3 日間 ACAR とする M&A アドバイザリー会社の業態は特定出来なかった。



【図表 6.3 特定の業態とそれ以外の業態の3日間ACARのt検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0034	296
それ以外の3日間CAR	0.0055	301
差の検定	-0.0021 (0.7328)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0039	207
それ以外の3日間CAR	0.0047	207
差の検定	-0.0008 (0.8865)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0120	39
それ以外の3日間CAR	0.0039	558
差の検定	0.0081 (0.3642)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	0.0069	55
それ以外の3日間CAR	0.0042	542
差の検定	0.0027 (0.9184)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

M&A アドバイザリー会社の業態毎の組み合わせ間で3日間ACARに有意差があるかを検証する。その組み合わせの通り数は「日系投資銀行・外資系投資銀行」、「日系投資銀行・会計事務所系」、「日系投資銀行・独立系」、「外資系投資銀行・会計事務所系」、「外資系投資銀行・独立系」、「会計事務所系・独立系」の全6通りであり、これらの業態の組み合わせ間で3日間ACARに有意差があるかを検証する。検定結果は図表6.4の通りで、全ての組み合わせでP値は10%の有意水準を上回っており、どの組み合わせであっても3日間ACARに有意差を認める事は出来なかった。

【図表 6.4 業態の組み合わせにおける3日間ACARのt検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0034	296
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0039	207
差の検定	-0.0005 (0.9139)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0034	296
会計事務所系の3日間CAR	0.0120	39
差の検定	-0.0086 (0.3251)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0034	296
独立系の3日間CAR	0.0069	55
差の検定	-0.0035 (0.8937)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0039	207
会計事務所系の3日間CAR	0.0120	39
差の検定	-0.0081 (0.3770)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0039	207
独立系の3日間CAR	0.0069	55
差の検定	-0.0030 (0.9100)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0120	39
独立系の3日間CAR	0.0069	55
差の検定	0.0081 (0.3642)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

M&A アドバイザリー会社のファイナンス機能の有無が 3 日間 ACAR に有意差を生むかを検証する。具体的には、引受業務などのファイナンス機能を有する「日系投資銀行・外資系投資銀行」の 3 日間 ACAR とファイナンス機能を有さない「会計事務所系・独立系」の 3 日間 ACAR に有意差があるかを t 検定により導く。検定結果は図表 6.5 の通りで、3 日間 ACAR の差 0.0054 は P 値 0.5272 である為、ファイナンス機能の有無が 3 日間 ACAR に有意差を生まない事が分かった。

【図表 6.5 ファイナンス機能の有無における 3 日間 ACAR の t 検定】

	平均	サンプル数
Finance機能有の3日間CAR	0.0036	503
Finance機能無の3日間CAR	0.0090	94
差の検定	-0.0054 (0.5272)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

全サンプルのディール額において、ディール額が中央値以下の案件の場合に、有意な 3 日間 ACAR となる業態があるかを検証する。具体的には、全サンプル 597 件のディールから、ディール額が全サンプルの中央値となる 297 億 5 百万円以下のディールをサブ・サンプルとして抽出し、その中で 3 日間 ACAR が有意となる業態があるかを t 検定により検証する。検定結果は図表 6.6 の通りで、どれも P 値が有意水準 10%を上回っており、ディール額を中央値以下に絞った場合でも、業態毎の 3 日間 ACAR に有意差は生まれ無い事が分かった。

【図表 6.6 ディール額が中央値以下の場合の 3 日間 ACAR の t 検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	-0.0037	141
それ以外の3日間CAR	0.0079	158
差の検定	-0.0116 (0.2135)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	-0.0031	123
それ以外の3日間CAR	0.0063	176
差の検定	-0.0093 (0.2967)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	-0.0099	13
それ以外の3日間CAR	0.0030	286
差の検定	-0.00129 (0.3299)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	0.0798	22
それ以外の3日間CAR	-0.0037	277
差の検定	0.0835 (0.1225)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

全サンプルのディール額において、ディール額が中央値以上の案件の場合に、有意な3日間ACARとなる業態があるかを検証する。上述の方法と同様に、全サンプル597件のディールから、ディール額が全サンプルの中央値となる297億5百万円以上のディールをサブ・サンプルとして抽出し、その中で3日間ACARが有意となる業態があるかをt検定により検証する。検定結果は図表6.7の通りで、独立系とそれ以外の業態の3日間ACARの差0.0542はt検定の結果、P値0.0245となり5%水準で有意差が認められる結果となった。つまり、「ディール額の大きな案件において、独立系を買収側のM&Aアドバイザーとして起用すると、3日間ACARは有意に低くなる」という検定結果を意味する。これは、独立系のバリュエーション能力は投資銀行と比べて劣る為だと考えられる。投資銀行は株式の引受などの証券業務を遂行しており、日々株価のトレンドを追いながら、社内にいるアナリスト達から企業の詳細な情報を入手する事が可能である。その為、バリュエーションで適正な買収価格を算定する事が可能となり、高値掴みとなるようなM&Aは実行されにくい。一方、独立系の証券業務を行っていない為、マーケットのトレンドを追う事が困難で、その結果、高値掴みのM&Aに踏み切ってしまう事がある。適正価格よりも高いM&Aは、マーケットからネガティブに捉えられ、結果として3日間ACARの低下に繋がると考えられる。独立系以外の業態では3日間ACARに有意差を認める事は出来なかった。

【図表 6.7 ディール額が中央値以上の場合の3日間ACARのt検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0098	155
それ以外の3日間CAR	0.0028	143
差の検定	0.0070 (0.3809)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0141	84
それ以外の3日間CAR	0.0034	214
差の検定	0.0106 (0.1899)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0229	26
それ以外の3日間CAR	0.0049	272
差の検定	0.018 (0.1126)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	-0.0417	33
それ以外の3日間CAR	0.0124	265
差の検定	-0.0542 *** (0.0245)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

全サンプルのディールの中で、ターゲット企業が非上場であるディールの場合、有意な3日間ACARとなる業態があるかを検証する。具体的には、全サンプル597件のディールから、ターゲット企業が非上場のディールをサブ・サンプルとして抽出し、その中で3日間ACARが有意となる業態があるかをt検定により検証する。ターゲット企業が上場か非上場化を区別する為に、買収プレミアムの有無を調べる。買収プレミアムは、通常の時価総額に上乗せされる追加分の金額であり、ターゲット企業が上場の場合のみ、買収プレミアムが発生する。非上場企業の場合、そもそも株式が上場していない為、市場で取引される株式が存在しない。つまり、時価総額が存在しないので、それに上乗せされる買収プレミアムも存在しないという事になる。なので、「買収プレミアムがある場合、ターゲット企業は上場企業」、「買収プレミアムが無い場合、ターゲット企業は非上場企業」として区別した。検定結果は図表6.8の通りで、どれもP値が有意水準10%を上回っており、ターゲット企業を非上場に絞った場合でも、業態毎の3日間ACARに有意差は生まれない事が分かった。

【図表 6.8 ターゲットが非上場の場合の3日間ACARのt検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0089	157
それ以外の3日間CAR	0.0128	188
差の検定	-0.0039 (0.6544)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0114	127
それ以外の3日間CAR	0.0108	218
差の検定	0.0007 (0.9393)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0115	24
それ以外の3日間CAR	0.0110	321
差の検定	0.0005 (0.9656)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	0.0184	37
それ以外の3日間CAR	0.0101	308
差の検定	0.0082 (0.8139)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

全サンプルのディールの中で、ターゲット企業が上場であるディールの場合、有意な3日間ACARとなる業態があるかを検証する。上述の方法と同様に、全サンプル597件のディールから、ターゲット企業が上場のディールをサブ・サンプルとして抽出し、その中で3日間ACARが有意となる業態があるかをt検定により検証する。検定結果は図表6.9の通りで、どれもP値が有意水準10%を上回っており、ターゲット企業を上場に絞った場合でも、業態毎の3日間ACARに有意差は生まれない事が分かった。

#### 【図表 6.9 ターゲットが上場の場合の3日間ACARのt検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	-0.0029	139
それ以外の3日間CAR	-0.0067	113
差の検定	0.0038 (0.6246)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	-0.0081	80
それ以外の3日間CAR	-0.0030	172
差の検定	-0.0051 (0.4524)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0128	15
それ以外の3日間CAR	-0.0057	237
差の検定	0.0185 (0.2220)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	-0.0168	18
それ以外の3日間CAR	-0.0037	234
差の検定	-0.0131 (0.7165)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

全サンプルのディールの中で、In-In 型のディールの場合、有意な 3 日間 ACAR となる業態があるかを検証する。具体的には、全サンプル 597 件のディールから、ターゲット企業が日本企業のディールをサブ・サンプルとして抽出し、その中で 3 日間 ACAR が有意となる業態があるかを t 検定により検証する。検定結果は図表 6.10 の通りで、どれも P 値が有意水準 10%を上回っており、ディールを In-In 型に絞った場合でも、業態毎の 3 日間 ACAR に有意差は生まれない事が分かった。

#### 【図表 6.10 In-In 型ディールの場合の 3 日間 ACAR の t 検定】

	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0041	217
それ以外の3日間CAR	0.0093	102
差の検定	-0.005 (0.7074)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0044	62
それ以外の3日間CAR	0.0061	257
差の検定	-0.0017 (0.8598)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.0170	25
それ以外の3日間CAR	0.0048	294
差の検定	0.0122 (0.3125)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	0.017	15
それ以外の3日間CAR	0.0052	304
差の検定	0.0117 (0.8923)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

全サンプルのディールの中で、In-Out 型のディールの場合、有意な 3 日間 ACAR となる業態があるかを検証する。具体的には、全サンプル 597 件のディールから、ターゲット企業が海外企業のディールをサブ・サンプルとして抽出し、その中で 3 日間 ACAR が有意となる業態があるかを t 検定により検証する。検定結果は図表 6.11 の通りで、どれも P 値が有意水準 10%を上回っており、ディールを In-Out 型に絞った場合でも、業態毎の 3 日間 ACAR に有意差は生まれなかった。

【図表 6.11 In-Out 型ディールの場合の 3 日間 ACAR の t 検定】



	平均	サンプル数
日系投資銀行の3日間CAR	0.0013	79
それ以外の3日間CAR	0.0035	199
差の検定	-0.0022 (0.7235)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
外資系投資銀行の3日間CAR	0.0037	145
それ以外の3日間CAR	0.0020	133
差の検定	0.0017 (0.8186)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
会計事務所系の3日間CAR	0.003	14
それ以外の3日間CAR	0.0029	264
差の検定	0.0002 (0.9899)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

	平均	サンプル数
独立系の3日間CAR	0.0031	40
それ以外の3日間CAR	0.0028	238
差の検定	0.0002 (0.9903)	

(注)括弧内はP値、\*\*\*, \*\*, \*はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意である事を示している。

## 6. 2. 結果の解釈

以上のt検定の結果から、「図表 6.7 ディール額が中央値以上の場合の3日間ACARのt検定」のみ有意差が認められたものの、それ以外の全てのt検定では有意差が認められなかった。つまり、M&Aアドバイザー会社の選択の違いが3日間CARに有意差を生む事はないという分析結果となった。

## 7. 重回帰分析

t検定の結果、M&Aアドバイザー会社の選択は3日間CARを有意に上昇させたり、下降させる事は無いという事が分かった。つまり、M&Aアドバイザー会社の選択では無く、ディールの特性によって3日間CARを有意に変動させている可能性がある。そこで、全てのディールの変数をコントロールした上で3日間CARに最も影響を与えている要因を特定する為、重回帰分析を行う。

### 7. 1. 分析結果

重回帰分析により、597件のサンプルを用いて3日間CARに影響を与えている要因を分析する。被説明変数は3日間CARとし、ディール額、ターゲット会社ダミー、ディール種類ダミー、外資系投資銀行ダミー、会計系ダミー、独立系ダミーの6つを説明変数とした。

重回帰分析の結果、ディール額は1%水準、ターゲット会社ダミーは5%水準で有意な結果となった。ディ

ール額に関しては、金額の大きなディールほど、3日間CARを有意に低下させる事が分かった。これは、大規模なディールほど、借入金や社債などの有利子負債を活用してM&Aを行うので、将来の財務リスクが高まる。これにより、株式市場は不安を感じ、その結果所有する株式を売却し、株価低下に繋がる。また、金額の大きなディールは、高い買収プレミアムが上乘せされているケースが多く、その場合、株式市場から「高値掴みのM&A」との評価を受け、適正価格でのM&Aに比べて、株価低下に繋がりやすい。ターゲット会社に関しては、上場企業をM&Aするほど、3日間CARを有意に低下させる事が分かった。これは、上場企業は機関投資家や個人投資家に幅広く株式を保有させており、彼らから株を買い取るには株式の理論価格に加えて、買収プレミアムを上乘せしなければいけないからである。つまり、買収プレミアムの上乗せに伴い、買収価格も釣り上がり、高値掴みのM&Aとなり、株式市場からネガティブな評価を受ける為、株価低下を引き起こしやすい。分析結果の詳細は図表7.1の通りである。

### 【図表 7.1 重回帰分析の結果】

修正版決定係数 0.0178

説明変数	回帰係数	標準誤差	P値	有意判定
ディール額	-0.00000004	0.00000001	0.00345317	***
ターゲット会社ダミー	-0.01443140	0.00655200	0.02800924	**
ディール種類ダミー	0.00657185	0.00708728	0.35416317	
外資系投資銀行ダミー	0.00493508	0.00747405	0.50932226	
会計事務所系ダミー	0.00713210	0.01284514	0.57894312	
独立系ダミー	0.00395601	0.01149605	0.73087950	

ターゲット会社ダミー:非上場(0)、上場(1)

ディール種類ダミー:In-Out(0)、In-In(1)

## 7.2. 結果の解釈

重回帰分析の結果、ディール額は1%水準、ターゲット会社ダミーは5%水準で有意な結果となったが、M&Aアドバイザー会社のダミー変数(外資系投資銀行ダミー、会計系ダミー、独立系ダミー)には統計的有意性を得る事は出来なかった。6章1節の結果と本章の結果とも合わせると、どのM&Aアドバイザー会社を選択しても、3日間CARへは影響が無いという事が分かった。つまり、3日間CARへ有意に影響を与えるのは、ディール額やターゲット企業の種類である事が立証された。

## 7.3. 仮説の検証結果

以上の分析(t検定と重回帰分析)から、3章で提示した「利益相反問題により、ファイナンス機能を有さないM&Aアドバイザー会社に業務を依頼する方が、ファイナンス機能を有するM&Aアドバイザー会社に依頼するよりも、買収企業は高い株価効果を得る」という仮説は立証出来なかった。

## 8. 多項ロジット回帰分析

5章・6章の分析の結果、M&Aアドバイザー会社の選択は3日間CARに有意な差を生まない事が分かった。つまり、M&Aにおいて、買収企業は利益相反問題以上に他に重視している点がある為、どのM&Aアドバイザー会社を選択しても3日間CARに統計的有意性を生んでいなかった可能性がある。その為、「どのような特性のディールで、どのM&Aアドバイザー会社を選択しているのか」を分析する事により、M&Aアドバイザー会社の選択問題のメカニズムを解明する。このメカニズムを解明する為に、多項

ロジット回帰分析を行う。

## 8. 1. 分析結果

多項ロジット回帰分析により、597 件のサンプルを用いて 3 日間 CAR に影響を与える M&A アドバイザリー会社の選択問題を分析する。被説明変数は外資系投資銀行ダミー、会計系ダミー、独立系ダミーとし、ディール額、ターゲット会社ダミー、ディール種類ダミーの 3 つを説明変数とした。尚、本分析では被説明変数の基準を日系投資銀行としている。その理由は、それ以外の M&A アドバイザリー会社が日系投資銀行と比べて、有意に選択されるのは、どのような特性のディールであるかを解明する為である。

多項ロジット回帰分析の結果、外資系投資銀行ダミーのディール額が 10%水準、外資系投資銀行ダミーのディール種類ダミーが 1%水準、独立系ダミーのディール種類ダミーが 1%水準で有意となった。

「外資系投資銀行ダミーのディール額」に関する分析結果は、「ディール額が大きい場合、日系投資銀行よりも外資系投資銀行に M&A を依頼する確率が高い」という事を意味する。これは、近年 In-Out 型の大型 M&A が活発になってきており、それに伴い海外を中心に事業を展開している外資系投資銀行に M&A アドバイザリーを依頼しているケースが多いからである。「外資系投資銀行ダミーのディール種類ダミー」に関する分析結果は、「ディールが In-Out 型の場合、日系投資銀行よりも外資系投資銀行に M&A を依頼する確率が高い」という事を意味する。これも、先述の通りで、海外に地場を持つ外資系投資銀行に業務を依頼した方が、有益な情報を得ながら M&A を有利に進める事が出来るからである。「独立系ダミーのディール種類ダミー」に関する分析結果は、「ディールが In-Out 型の場合、日系投資銀行よりも独立系に M&A を依頼する確率が高い」という事を意味する。これは、「3 章 3 節 独立系 (ブティック) M&A アドバイザリー会社に関する研究」で述べた通り、独立系に依頼すれば買収価格を低く抑える事が可能になる場合が多いからである。これは、独立系が他の業態に比べてデューデリジェンスに多くの時間を割く為、買収価格が適正価格になり、高値掴みの M&A を防止出来るからである。また、M&A 市場でのクライアント獲得に励む独立系は投資銀行などに比べてアドバイザリー・フィーを低く設定している為、結果として買収企業は M&A に関する支出を抑える事が出来る。先述の通り、活発化する In-Out 型の大型 M&A は買収価格が高くなってしまいう場合が多く、買収企業としては少しでも買収価格を低くしたいというインセンティブが働いている事が要因として考えられる。

【図表 8.1 多項ロジット回帰分析の結果】

M&A アドバイザリー会社の業態	説明変数	係数	標準誤差	P値	判定
外資系投資銀行	ディール額	0.0000	0.0000	0.0505	*
	ターゲット会社ダミー	0.0594	0.2125	0.7797	
	ディール種類ダミー	-1.8419	0.2106	0.0000	***
会計事務所系	ディール額	0.0000	0.0000	0.2574	
	ターゲット会社ダミー	-0.2050	0.3651	0.5744	
	ディール種類ダミー	-0.4111	0.3748	0.2726	
独立系	ディール額	0.0000	0.0000	0.2670	
	ターゲット会社ダミー	-0.0033	0.3378	0.9922	
	ディール種類ダミー	-2.0188	0.3459	0.0000	***

基準は日系投資銀行

ターゲット会社ダミー: 非上場 (0)、上場 (1)

ディール種類ダミー: In-Out (0)、In-In (1)

## 8. 2. 結果の解釈

多項ロジット回帰分析の結果、外資系投資銀行ダミーのディール額が10%水準、外資系投資銀行ダミーのディール種類ダミーが1%水準、独立系ダミーのディール種類ダミーが1%水準で有意となった。これらの結果から、買収企業は利益相反問題やM&Aアドバイザー会社の選択は重視しておらず、まずはディールの特性を重視し、その次に依頼すべきM&Aアドバイザー会社を選択しているという解釈を得られた。

## 9. 結論

本研究では、日本企業によるM&AにおいてどのM&Aアドバイザー会社を選択すれば良いかを導き出す為に3日間CARという指標を基に検証した。

2006年11月からの10年間で100億円以上のディールに絞り、サンプルを抽出し、分析を行った。t検定ではそれぞれのM&Aアドバイザー会社の業態の3日間ACARに有意差があるかを検証した。結果として「ディール額がサンプルの中央値以上の案件において独立系にM&Aアドバイザーを依頼すると、3日間CARは有意に低くなる」という事は分かったが、それ以外の全てのt検定では業態間で3日間ACARに有意差を認めるような結果を得る事は出来なかった。つまり、M&Aアドバイザー会社の選択では無く、ディールの特性が3日間CARを有意に変動させている可能性がある。

そこで、ディールに関する全ての変数をコントロールした上で3日間CARに最も影響を与えている要因を特定する為、重回帰分析を行った。結果、ディールの規模やターゲット会社の種類が3日間CARに影響を与えており、M&Aアドバイザー会社の選択の違いは3日間CARには影響を及ぼさない事が分かった。

t検定と重回帰分析の結果、M&Aアドバイザー会社の選択は3日間CARに有意な差を生まない事が分かった。つまり、M&Aにおいて、買収企業は選択するM&Aアドバイザー会社以上に、他に重視している点があると考えられ、どのM&Aアドバイザー会社を選択しても3日間CARに有意差を生んでいなかったと推測出来る。そこで、多項ロジット回帰分析により「どのような特性のディールで、どのM&Aアドバイザー会社を選択しているのか」を検証する事で、M&Aアドバイザー会社の選択問題のメカニズムを解明した。結果として、「ディール額が大きい場合、日系投資銀行よりも外資系投資銀行にM&Aを依頼する確率が高い」、「ディールがIn-Out型の場合、日系投資銀行よりも外資系投資銀行にM&Aを依頼する確率が高い」、「ディールがIn-Out型の場合、日系投資銀行よりも独立系にM&Aを依頼する確率が高い」という事が証明された。つまり、M&Aの際、買収企業は利益相反問題やM&Aアドバイザー会社の選択以上に、ディールの特性を重視し、その特性に合ったM&Aアドバイザー会社を選択しているという事が分かった。言い換えるならば、ディールの特性に最適なM&Aアドバイザー会社を選ぶ事が、3日間CARを高める為には必要である。

## 謝辞

本論文の作成に当たり、多くの方々ご指導・ご支援を賜りました事をこの場を借りて謹んで御礼申し上げます。

まず、主査である齋藤卓爾先生には、1年間のゼミ活動を通じて、的確なご指導をして頂きました。特に、統計的検定の部分では細かく多くのご指導を賜り、本論文の完成まで辿り着けました。1年間という短い時間ではありましたが、齋藤先生の下で勉強出来ました事に幸せを感じております。心より御礼申し上げます。

また、副査である高橋大志先生と小幡績先生からも、有益なアドバイスを頂戴いたしました。高橋先生からは先行研究の紹介や統計処理のご指導をして頂き、小幡先生からは論文のロジックに関する指導をして頂きました。この場を借りて深く御礼申し上げます。

甲南大学マネジメント創造学部時代よりお世話になっている佐伯邦夫先生からも様々な場面でサポートして頂き、ファイナンスだけでなく、経営学の分野横断的な鋭い視点を頂き、深みのある研究となりました。心より御礼申し上げます。

M38期の齋藤ゼミメンバーや他ゼミのメンバーからも、本研究に対し貴重なご助言、コメントなどを頂きました。2年間の付き合いで熱く議論が出来た事にとっても幸せを感じております。誠に有難う御座いました。今後とも末長く宜しくお願い致します。

最後に、私に貴重な教育機会を提供してくれた両親、そして自己を成長させてくれた慶應義塾大学ビジネス・スクールに感謝します。今後は社会人として何か恩返しが出来る様、精一杯努力していく所存です。

2017年3月1日 西尾 龍二

## 参考文献

井上光太郎・加藤英明(2006)「M&Aと株価」, 東洋経済新報社

岩谷賢伸(2009)「米国独立系投資銀行の台頭」, 野村資本市場研究所,

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009sum14web.pdf>

GCA FAS 株式会社ホームページ「M&A フィナンシャルアドバイザー 主なサービス内容」,  
[http://gcafes.com/jp/事業内容/ma\\_フィナンシャルアドバイザー/](http://gcafes.com/jp/事業内容/ma_フィナンシャルアドバイザー/)

鈴木義行(2014)「M&A 実務ハンドブック(第7版)」, 中央経済社

THOMSON REUTERS(2017)「日本 M&A レビュー フィナンシャルアドバイザー 2016 年第4 四半期」,  
[http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA\\_4Q\\_2016\\_J.pdf?\\_ga=1.217862355.497531216.1463928301](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA_4Q_2016_J.pdf?_ga=1.217862355.497531216.1463928301)

日本経済新聞(2013.3.26)「2013 年経営者の挑戦 独立系 M&A アドバイザーファームという強みを活かしてワンチームでクライアントを支援する」, <http://bizgate.nikkei.co.jp/event/20130326/>

服部暢達(2015)「日本の M&A 理論と事例研究」, 日系 BP 社

松尾浩之・山本健(2006)「日本の M&A -イベント・スタディによる実証研究-

リチャード・A・ブーリー, スチュワート・C・マイヤーズ, フランクリン・アレン(2014)「コーポレート・ファイナンス 第10版 上」, 日系 BP 社

リチャード・A・ブーリー, スチュワート・C・マイヤーズ, フランクリン・アレン(2014)「コーポレート・ファイナンス 第10版 下」, 日系 BP 社

レコフ(2017)「MAAR(マール)」

ロイター(2008.11.13)「インタビュー: 銀証の利益相反問題、日本の M&A でも課題に=グリーンヒル」,  
<http://jp.reuters.com/article/idJPnTK021412020081113>

渡辺章博(2013)「新版 M&A のグローバル実務(第2版)」, 中央経済社

Andrey Golubov 他(2012) “When It Pays Your Investment Banker: New Evidence on the Role of Financial Advisors in M&As”, *The Journal of Finance*

BLOOMBERG L.P.(2017) “Global M&A Market Review Financial Rankings 2016”,  
<https://data.bloomberglp.com/professional/sites/4/Bloomberg-Global-MA-Financial-Rankings-FY-2016.pdf>

Weihong Song 他(2009) “The Value of ‘Boutique’ Financial Advisors in Mergers and Acquisitions”, *Journal of Corporate Finance*