

Title	動的なM&Aプロセスにおける、実行の迅速さが企業価値創造に与える影響に関する研究
Sub Title	
Author	長野, 智也(Nagano, Tomoya) 清水, 勝彦(Shimizu, Katsuhiko)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2025
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2025年度経営学 第4386号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002025-4386

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（ 2025 年度）

論文題名

動的な M&A プロセスにおける、実行の迅速さが企業価値創造に与える影響に関する研究

主 査	清水 勝彦教授
副 査	岡田 正大教授
副 査	齋藤 卓爾教授
副 査	芦澤 美智子准教授

氏 名	長野 智也
-----	-------

論文要旨

指導教員	清水 勝彦教授	氏名	長野 智也
(論文題名) 動的な M&A プロセスにおける、実行の迅速さが企業価値創造に与える影響に関する研究			
(内容の要旨) 事業環境の不確実性はますます増大している。企業がゴーイングコンサーンに成長を続けるためには、変化の早い事業環境の中で機会を捉えた意思決定と実行の迅速さをより一層追求し、高い企業価値創造を実現する必要がある。 M&A はポートフォリオ変革の柔軟性と変化への対応力を向上させる手段として海外・国内市場ともに注目され、市場は高水準の規模で拡大している。しかし、その成功率は決して高いとは言えず、えてして成功案件は約半数に留まるとされる。 本研究では、これらの事業環境および M&A を取り巻く状況を踏まえ、M&A を多段階・多主体・多指標の動的な意思決定プロセスであると捉えたうえで、迅速に高い企業価値を創造するメカニズムやその成功を導く要因の解明を目的とした。 一連の M&A プロセスにおける事項詳細や先行研究の理論・知見を踏まえ、M&A プロセスを「準備」「実行」「買収後統合」の 3 フェーズに分類したうえで、仮説を導出した。 <u>仮説：</u> <u>『M&A 案件の価値創造のポテンシャルは、実行フェーズ期間の迅速さにあられる』</u> <u>H1：</u> <u>M&A の実行に要した期間が短い案件ほど、市場による評価が M&A の実行フェーズを通じて好転する</u> <u>H2：</u> <u>M&A のプロセス期間を通じて市場による評価が好転した案件は、中長期的にも価値を創造する</u> 定量分析では、イベントスタディおよびロジスティクス回帰分析を採用、日本国内市場に上場する企業同士の過去 20 年間の M&A 案件を対象とした分析を実施し、結果として H1H2 とともに支持する結果を得た。また、事例分析として企業の適時開示内容をベースとした定性分析を実施した。 分析を通じた本研究の成果として、以下の検証結果および示唆を得た。 ① <u>初期的な外部評価がネガティブである文脈において、迅速な M&A 案件の実行は、案件の企業価値創造ポテンシャルのシグナルとして機能し、外部評価を好転させ、中長期的に企業価値を創造する傾向を示した</u> ② <u>迅速な実行は、明確な戦略目標と能動的かつ具体的な事前検討の結果としての意思決定によってもたらされる傾向を示した</u> 具体的には、準備段階において質の高い事前検討を可能とする組織的能力が、動的なプロセスにおける連続的な実行段階においても顕在化する結果、M&A 案件の迅速な実行を可能にし、中長期来な企業価値を創出している傾向を示した。 示唆としては、本研究を通じ、M&A のプロセスでは、事前準備段階において独自かつ明確な戦略目標に基づく能動的かつ十分な検討を行った上で意思決定後は迅速に実行することが、外部評価を覆し企業価値の創造に繋がる一連の動的なメカニズムが存在する、との示唆を得た。 研究の限界をふまえた今後の展望としては、迅速な実行に寄与する準備段階において最も重要な組織的能力についての解明や、企業価値創造ポテンシャルを持つ案件が初期的にポジティブな評価を受けるためのメカニズムの解明等が挙げられる。			

目次

論文要旨	2
第一章 問題意識と研究目的	4
1-1 問題意識	4
1-2 研究目的	6
1-3 M&A のプロセス・ステークホルダー・成果指標	6
第二章 先行研究	10
2-1 意思決定のスピードと質に関する先行研究	10
2-2 M&A の成果に関する先行研究	11
2-3 M&A のプロセス・メカニズムに関する先行研究	12
第三章 仮説の導出	14
3-1 分析概念全体図	14
3-2 仮説	16
3-3 データの抽出	17
3-4 データの整形	17
3-5 マーケットモデルの算出方法	18
第四章 検証および解釈・考察	20
4-1 実行フェーズを通じた市場評価の変化に関する検証	20
4-2 市場変化と企業価値創造の関係に関する検証	22
4-3 市場評価の変化が企業価値創造に与える影響の考察	25
4-4 実行フェーズの迅速さと評価変化に関する検証	27
4-5 検証結果に対する総合考察	31
第五章 事例分析および解釈・考察	33
5-1 事例分析の目的および手法	33
5-2 事例分析および解釈	36
5-3 考察	38
第六章 結論	40
6-1 本研究の成果	40
6-2 今後の展望	44
謝辞	47
引用参考文献・補足資料一覧	49

第一章 問題意識と研究目的

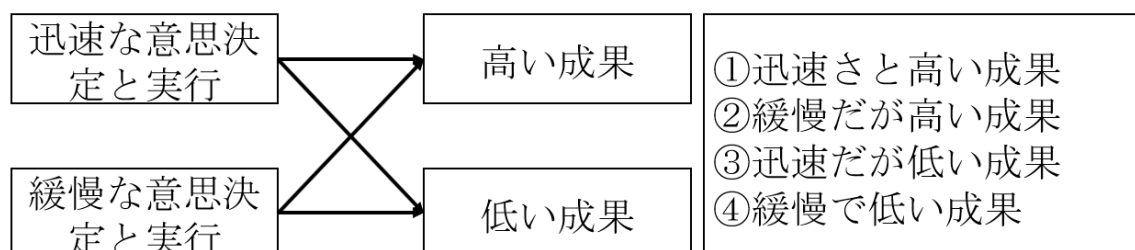
1-1 問題意識

1-1-1 事業環境の不確実性の増大

近年、企業を取り巻く事業環境はますます不確実性を増している。

世界経済フォーラム(WEC)が2025年5月に発表したレポートによると、公共部門および民間部門のチーフエコノミスト38名を対象とした調査において、現在の不確実性のレベルについて82%が「非常に高い」と回答し、今後1年間で不確実性が緩和すると予想する回答者は56%に留まった。このことから、不確実性の高い事業環境はニューノーマル(新常態)として認識されるに至っていると考えられる。また、経済協力開発機構(OECD)が2025年6月に発表したレポートにおいても、現在および将来の経済環境における異常なボラティリティと見通しの悪化により、経済不確実性が増大することが示されており、企業は不確実性の高まりによって戦略的な意思決定や投資を遅らせるリスクが高いと予想されている。

このような不確実性の高い事業環境において企業は、迅速かつ戦略的な意思決定と実行、およびその結果として齎されるゴーイングコンサーンに寄与する中長期的かつ持続的な高い成果の実現を求められている。具体的には、迅速な意思決定と実行は、機会損失や競争優位の逸失を避けるために重要であるが、迅速さには高い成果をもたらすものと低い成果をもたらすものが存在し、企業は不確実性の高い事業環境下において高い成果をもたらす迅速さをより一層志向する必要性が高まっている。また、従来 of 確実性の高い事業環境においては、低い成果をもたらす迅速さよりは高い成果を出す緩慢さが一定程度許容されていたが、不確実性の高い環境下においては、許容可能なリスクの範囲内であれば、早めに行動を起こし、学習を通じて適応していくアプローチが求められている。



(図表 1-1 : 筆者作)

1-1-2 M&A の拡大

このような不確実性の高い事業環境において、企業は M&A を拡大させている。FINANCIAL TIMES が 2025 年 12 月 26 日に発表したレポートによると、国際金融市場において 2025 年のグローバル M&A 総取引額は約 4.4~4.5 兆ドルに達し、過去数十年間でも 2 番目の高水準となっていることが報告されており、特に 10 億ドル以上の大型取引の増加が総額を牽引していることが確認されている。また、日本国内においても 2025 年の M&A 取引件数は過去最高水準に迫る勢いで推移しており、取引金額の大幅な増加と相まって、多くの企業が M&A を経営選択肢として検討・実行する動きが見られる。(Houlihan Lokey Inc., 2025) また、大手グローバル戦略コンサルティングファームのレポートによると、特に目的志向型の M&A が注目されていることが示されており、事業環境の不確実性の増大に併せ、M&A 市場は今後も上昇基調を示すものとされる。(McKinsey & Company, 2025; PwC, 2025)

つまり、現代の事業環境において、特にポートフォリオの柔軟性の確保と変化への対応力を高める手段として、企業経営・戦略に M&A は欠かせないものとなっていると考えられる。

1-1-3 M&A 成功の難易度

一方で、買い手主体にとって M&A はリスクの高い戦略であり、その成功率は良くて 50%程度であるとされる。複数の先行研究において、M&A は金融市場全体において株主の富を創造するものの、買い手企業にとっての価値創造の期待値は 0 近辺であることが報告されており (Bruner, 2002 Angwin et al, 2022) 必ずしも買い手企業の企業価値創造に繋がらないことが示唆される。

一般的に M&A は、企業の命運を左右する重要な意思決定事項となることが多く、結果の確実性を担保することは重要である。一方で、ディールの成立までに時間がかかれば、対象企業の価値が変動したり、競合他社による対抗的な提案が出現したりするリスクが高まる。また、市場環境自体が変化してしまい、当初期待したシナジー効果の実現が難しくなるケースも多い。とみに、これらのリスクは事業環境の不確実性が増大するに従って増大すると考えられる。つまり、M&A において迅速かつ質の高い意思決定と実行の能力は必要不可欠であり、また今後さらにその重要性は増すものと考えられる。

M&A の成功の定義は株主価値、会計指標、シナジー達成度、事業継続性、経営者の主観評価など測定基準が多様であり、成功率は定義に応じて大きく変動する。これは M&A に関わるステークホルダーが多岐にわたるために、其々のステークホルダーインセンティブが重視する指標とその定義が異なるためである。

また、指標によってはトレードオフの関係が成り立つことも十分に考えられる。

しかし、複数の成果指標が存在することを考慮しても、M&A の成功を担保することは容易ではない。たとえば、クロスボーダー買収 M&A について複数の測定指標を比較した研究では、平均的な成功率が 50%程度にとどまることが示されている。(Rufolto, Paientko & Dziergwa, 2025) また、多くの案件が事前に期待された価値創造を実現できておらず高い失敗率が継続的に観察されるとともに、そのパフォーマンスの差異には様々な要因が複雑に関係していることが指摘されている。(Angwin et al, 2022)

1-2 研究目的

本研究における問題意識は、「戦略的かつ迅速な意思決定と実行がますます求められる不確実性の高い事業環境において、M&A の成功を導く鍵を解明する必要がある」ことである。これを踏まえ、本研究の目的を以下に設定する。

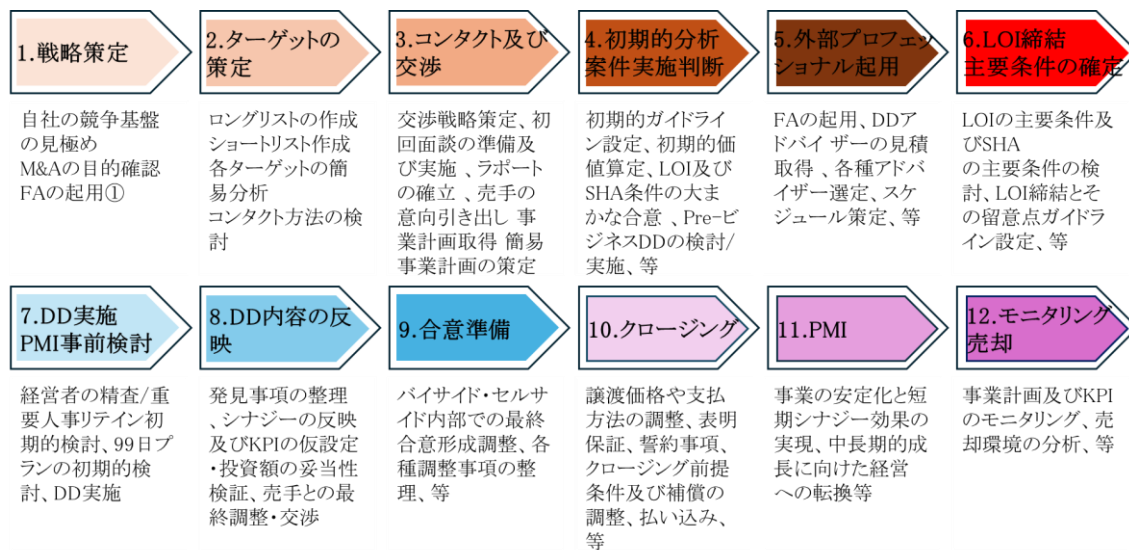
**M&A の買い手による実行の迅速さは高い企業価値創造を齎すか
M&A プロセスを通じたメカニズムおよび要因を明らかにすること**

1-3 M&A のプロセス・ステークホルダー・成果指標

本研究では M&A を多段階・多主体・多指標の動的な意思決定問題と捉える。本項では、其々の要素について一般的な事項を整理する。

1-3-1 M&A のプロセス

M&A のプロセスは多段階の意思決定を内在している。一般的な M&A プロセスを 12 段階のフェーズに分類し、図表 1-2 にて整理を行った。参考文献および筆者の実務経験をベースとしたため、バイサイド色の強い整理となっているが、各フェーズが連続する動的なプロセスであることが見て取れる。なお、各枠下の実施内容については代表的なタスクを記載したものである。



(図表 1-2：筆者作)

例えば、フェーズ 4. 初期的分析案件実施判断においては、LOI (基本合意書) 及び SHA (株主間契約) 条件の大まかな合意形成を行うことと平行して Pre-ビジネス DD の実施有無の意思決定を行う必要がある。本フェーズにおいて、Pre-ビジネス DD を外部アドバイザーを起用して実施することを決定した場合、その結果は次フェーズ 5. 外部プロフェッショナル起用の意思決定に大きな影響を及ぼすこととなる。(自社で実施した場合も同様である。)

また、M&A プロセス期間の中でも企業にとって特に重要な意思決定が行われるタイミングとして、フェーズ 6. LOI 締結および 10. クロージングが挙げられる。前者は当該 M&A 取引の主要条件について当事者双方で基本合意を形成するタイミングであり、後者は取引の諸条件を法的拘束力のある最終契約をもって確定させ、不可逆的に経営権の移転を実行するタイミングとなるためである。

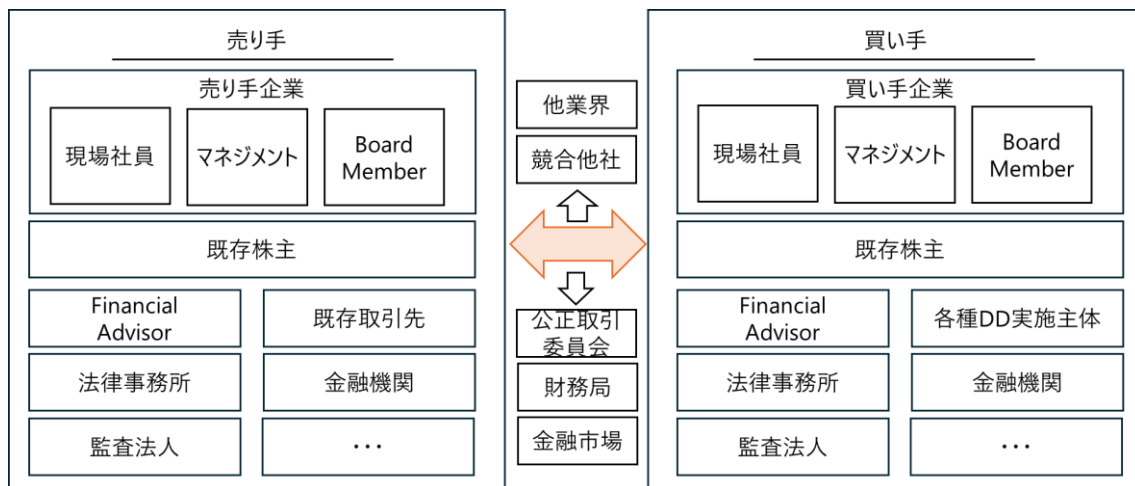
さらに重要な点は、多くの場合、これらのタイミングで外部へ意思決定内容の情報開示がなされることである。つまり、フェーズ 5 までは企業内部において水面下非公開で行われてきたプロセスが、フェーズ 6 以降は外部からの評価にもさらされることとなる。

このように、M&A のプロセスは各フェーズ内において複数の意思決定が存在する多段階かつ動的な意思決定であると考えることが出来る。これらの各フェーズにおいて、要する期間、意思決定に利用可能な情報量、不確実性の程度は大きく異なるものと考えられるが、連続した動的なプロセスであるため、特に初期段階における意思決定の質やスピードがその後のプロセス全体に影響を与える可能性がある。

なお、芳賀 & 立本(2023) は、M&A を静的な一断面としてではなく戦略立案から統合に至る一連の動的プロセスとして捉える視座が依然として不足していることを指摘した上で、PMI フェーズ以前のフェーズ、つまりはクロージングに至るまでのプロセスにおける加速/遅延が最終的な成果へ齎す影響など、動態的なプロセスへの理解促進を今後の研究課題としている。

1-3-2 M&A のステークホルダー

同様に、M&A のプロセスは多岐にわたるステークホルダーを内在している。プロセスにかかわる一般的なステークホルダーを整理した。なお前項同様、参考文献および筆者の実務経験をベースに作成した。



(図表 1-3 : 筆者作)

上記図表 1-3 は主に PMI フェーズ以前の M&A 取引におけるステークホルダーを整理したものであるが、PMI フェーズ以後も同じく多岐にわたるステークホルダーは存在する。具体的には PMI 後は売り手企業が自社となるため、ビジネス遂行に際し、企業内社員、マネジメント層、取引先、金融機関・・・等である。

それぞれのステークホルダーは異なるインセンティブを有しており、後述する成果指標も必然的に異なる。例えば、売り手企業側の既存株主は資金回収に関心がある一方、同企業の現場社員は雇用継続や文化保持に関心があることがある。その結果、同一の M&A 案件であっても、ある主体にとっては成功と評価される一方、別の主体にとっては必ずしも成功とはいえない状況が当然に生じうる。

服部(2015)は、この観点において、M&A 取引を買い手企業と売り手企業側既存株主間の金融取引であると定義しつつも、両者以外のインセンティブも考慮に入れる必要があることを指摘している。

1-3-3 M&A の成果指標

M&A の成功失敗が判断される指標も M&A プロセスを通じて多岐にわたる。Zollo & Meier (2008) による M&A の成果指標類型をベースに、ステークホルダー毎の関心をステークホルダー分類として反映し、図表 1-4 にて整理をおこなった。

ステークホルダー	評価指標		補足
	短期的指標	長期的指標	
短期株主(トレーダー)	短期株価変動		定量客観的に計測可能
長期株主		長期株価変動	定量客観的に計測可能
企業(経営陣)		財務・会計指標 (ROA, ROIC, etc)	定量客観的に計測可能
企業(マネジメント層)		シナジー実現度 顧客・従業員維持率, etc	定性主観的に計測可能
企業(現場社員)	統合プロセスの品質 スムーズな実行, etc		定性主観的に計測可能

(図表 1-4 : Zollo & Meier (2008) を元に加筆して筆者作)

第二章 先行研究

2-1 意思決定のスピードと質に関する先行研究

2-1-1 意思決定のスピードと質に関する一般的先行研究

一般に、意思決定のスピードと正確性はトレードオフ関係にあると考えられがちである。すなわち、迅速に判断を下そうとすれば情報収集や分析が不十分となり、誤った意思決定につながるリスクがあるとされる。しかし、Eisenhardt (1989) は、高速度環境下においては意思決定のスピードと正確性が必ずしもトレードオフとは限らず、特定の組織的条件下では両立が可能であることを示している。

一方、AI に代表される技術革新の結果として、意思決定に必要な情報の取得は容易さを増しているように思われる。しかし、Eppler & Mengis (2004) は、「情報の過負荷 (Information Overload)」という概念において、情報量が多すぎることによって意思決定の質とスピードが損なわれることを包括的に整理している。このような情報の過負荷が存在する場合には意思決定のスピードが落ち、機会損失や競争優位の逸失といった実務的な問題が生じやすいと指摘されている。

2-1-2 M&A における意思決定のスピードと成果に関する先行研究

M&A の文脈においても、意思決定のスピードと成果の関係について多くの研究が蓄積されている。Haleblian & Finkelstein (1999) は、買収企業と被買収企業の高い類似性が存在する場合、迅速な意思決定と早期の成果実現が可能になることを示し、当該見解はその後の研究および実務において広く認識されてきた。

一方で、高すぎる類似性は意思決定者に対し、過信や誤った類推を促進し、固執と慣性を誘発すると Walsh (1995) は指摘している。また、同様に高い類似性を有する場合において、O'Grady & Lane (1996) は Psychic Distance Paradox の存在を指摘している。サイキック・ディスタンス (心理的距離) は、企業が外国市場について感じる不確実性の度合いであり、文化的差異やその他のビジネス上の困難 (例えば、法制度や競争環境) によって、市場についての学習やそこで事業を行うことを妨げる要因である。一般的に、サイキック・ディスタンスが近いと感じる国での事業運営は容易だと考えられるが、心理的な類似性という思い込みが、本質的な違いについて学ぶことを妨げてしまうことによって事業運営を失敗させるというパラドックスである。また、同様に M&A の文脈では、戦略

的・認知的な類似性が高い場合に類似性への過信が、M&A の成功に不可欠な「文化的な側面への十分な検討」を阻害し、結果として統合プロセスに問題を引き起こすリスクを高めると Stahl & Voigt(2008)が指摘している。

これらの先行研究からは、迅速さと高い成果はトレードオフの関係ではなく、むしろ高速度環境下においては、成果を高めるために迅速さを追求することが重要であるという示唆が得られる。一方、迅速さを追求する過程においては、意思決定のための情報収集等において、様々なバイアスがかかりうることを認識し、バイアスを排除した上での十分な検討と迅速さというトレードオフの関係を両立させる重要性も示唆される。したがって、M&A においては、迅速さと十分な検討をいかに両立させるかが重要な課題であり、その条件を解明することが理論的・実務的に重要であると考えられる。

2-2 M&A の成果に関する先行研究

2-2-1 M&A の成果に関する包括的な先行研究

M&A の成果に関しては、財務指標から主観的評価まで多様なアプローチが存在するが、Zollo & Meier(2008)はそれらの関係性を包括的に整理し、「評価レベル」と「時間軸」の2軸で成果を整理する統合モデルを提示している。

具体的には、統合プロセスの初期においては、「タスクレベル」(システム統合や人材・知識移転等の遂行レベル)にて評価し、次にそれらの成果として「取引レベル」(売上・コストシナジーや顧客・従業員リテンションといった取引単体での価値創造)での評価が発生し、最後に「企業価値」(会計上の利益率(ROA 等)や長期的な株主リターンといった M&A を含む最終的な企業活動全体での価値創造)が発生するとしている。これら3つの評価レベルには時間軸の変化とともに一方向的な因果の連鎖が存在するとしている。

一方で、短期的なイベントスタディと各評価レベルとの間に有意な相関関係は示されず、短期株価変動である CAR は M&A の実態を反映しておらず、情報が限られた中での市場による期待や集団的な賭けに過ぎないと結論付けている。

2-2-2 M&A の成果と期間に関する先行研究

Thompson & Kim (2020)は、米国市場 M&A におけるアナウンス日からクローズ日までの期間と中長期的な M&A 成果は逆U字の関係を示すことを指摘している。具体的には、M&A プロセスは一般的に水面下で行われるため、当事者である企業と外部市場の間には高度な情報の非対称性が存在することを前提としたうえで、ある一定期間を費やすことはリスク検証のポジティブなシグナルと捉えられる

一方、期間が長期化することは詳細な情報が市場に開示されていなかったとしてもネガティブなシグナルとして機能することを指摘している。つまり、案件の実行に要した期間は、対象の M&A 案件が潜在的に価値創造的であるか重大な課題を抱えているかを示すシグナルとして機能する可能性が示唆されている。

これらの先行研究からは、M&A の成否を評価するためには、単一時点や指標に依存せず、動的なプロセスを含めた多面的な評価が重要であることが示唆される。特に、Zollo & Meier(2008)が指摘するように、短期成果指標である CAR は市場による期待に過ぎず実態との乖離を含んでいるため、これを単独で成功の指標とすることは不適切である。よって、短期成果指標と長期成果指標を其々、初期の期待と実態としての成果として明確に区別して扱う重要性が示唆される。一方で、Thompson & Kim (2020)の知見に基づく、実行に要する期間は、その情報の非対称性を解消するシグナルとして機能し、中長期的な成果を予見する可能性が示されている。これらより、M&A の成果は、期間というシグナルを通じて初期的な期待をより確度の高い評価へと修正されてゆく可能性が示唆される。これらの知見を拡張し、M&A の実行に要した期間と、期間を通じた評価の変化に着目することで、初期期待が M&A の動的なプロセスを通じ如何にして実態としての成果に繋がるのかを示すことは理論的・実務的に重要であると考えられる。

2-3 M&A のプロセス・メカニズムに関する先行研究

2-3-1 M&A の価値創造メカニズムに関する研究

Barney(1997)は、M&A 取引において買い手企業が超過利潤にあたる経済的利益の獲得を達成するための条件として、6つの要素を提示している。具体的には、①価値がありかつ希少な領域/シナジーを探索すること②他の買い手候補から情報を隔離すること③ターゲット企業から情報を隔離すること④入札競争を避けること⑤取引を迅速に完了させること⑥取引が少ない買収市場を選択すること、である。これらの要素が買い手企業にとって有効であることを説明する概念として、情報の非対称性が挙げられる。つまり、買い手企業が見出した M&A 取引価値の源泉が他の入札者やターゲット企業、市場に知られることで、入札競争等が発生し、価格が高騰、買い手企業にとっての利益が失われる。したがって、情報の非対称性が高い状況下において、競争が激化する前に取引を迅速に完了させる(⑤)こと、またそもそも競合が発生せず自社にとって希少かつ経済的な価値が存在する取引を選択する(①⑥)ことの重要性が示唆される。

2-3-2 M&A の動的なプロセスに関する研究

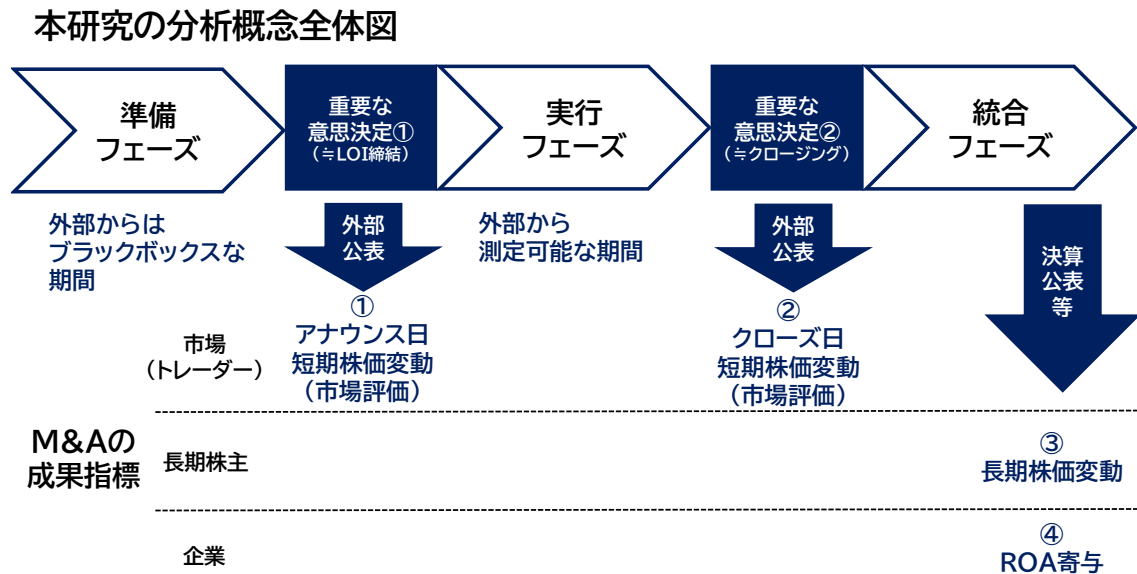
M&A を時間軸を伴う動的なプロセスとして捉えようとする研究として、芳賀 & 立本(2023) は、Meckl(2004) が提示した M&A プロセスの 3 段階モデル（準備フェーズ、実行フェーズ、買収後統合フェーズ）を基盤としつつ、これら各フェーズは独立して存在するのではなく、相互に関連した一連の動的なプロセスであることを指摘している。特に、Meckl(2004) が指摘したフェーズ間を繋ぐ能力について、7 つの能力を特定した上で、買い手企業が、其々の能力をフェーズにまたがって連続的に発揮することが重要であることを指摘している。具体的には、①戦略目標達成に貢献する案件選択能力②戦略目標達成に貢献する DD 実行能力③シナジー効果の継続的管理能力④一貫した PMI 計画実施能力⑤企業トップからのメッセージの継続発信能力⑥M&A 専門組織、またはチームとしての管理・情報共有能力⑦M&A ノウハウの蓄積能力、である。

これらの先行研究からは、組織的能力がフェーズ間で連続的・相互的に発揮された結果として、M&A の実行に要した期間がこれら能力の客観的な代理指標として成立する可能性が示唆される。つまり、これらの組織的能力を有する企業は、プロセス間の断絶や手戻りを最小化してスムーズに M&A を実行することが可能であり、かつ後続の買収後統合フェーズへと連続的に能力を発揮することができるため、結果として中長期的な成果も高くなる可能性が示唆される。

第三章 仮説の導出

3-1 分析概念全体図

3-1-1 分析概念全体図



(図表 3-1 : 筆者作)

本研究では、第一章で整理した M&A プロセス全体像および第二章で整理した先行研究の知見を統合し、上記図表 3-1 の分析枠組みを提示する。

Zollo & Meier(2008)は M&A の成果はタスクレベルから取引レベルを経て企業価値へと連鎖し時間軸とともに変化するとした。しかし、企業の内部情報であるタスクレベルの質を外部から定量的に評価することは容易ではない。そこで、本研究では、客観的な代理変数として M&A の実行に要した期間に着目する。芳賀 & 立本(2023) が示す通り、十分な組織的能力を有する企業は M&A プロセスをスムーズかつ連続的に実行することが可能である。また、および Thompson & Kim (2020) が示すように、適切な期間内での実行は正確なリスク検証が行われていることを示すシグナルとして機能する。本研究では、これらの能力が発揮された結果として、M&A の実行に要した期間が短縮・適正化され则认为、この期間を M&A プロセスを実行するタスクレベルの質の代理変数と位置づける。

また、本研究では、分析概念全体図が示す通り、M&A 取引における各種成果指標が時系列に沿ってどのように変化し企業価値を創造するのかを定量的に示すため、外部情報の入手可能性や広範囲かつ客観的な分析を行うことを考慮し、イベントスタディを採用する。

3-1-2 本研究における用語の定義

本研究では、分析概念全体図における各用語を以下のように定義・解釈する。

- ✓ アナウンス日：対象 M&A 案件について、ニュースリリース・記事等で外部に明らかとなった日付
- ✓ クローズ日：対象 M&A 案件について、ディールが完了し効力が発生した日付
- ✓ M&A の実行に要した期間：対象 M&A 案件について、アナウンス日~クローズ日までの期間を営業日換算で算出した日数
- ✓ アナウンス日短期株価変動(CAR)：LOI 締結による基本合意の形成を含む企業の重要な意思決定が外部に初めて公表された結果、市場が短期的に対象案件による価値を評価した指標。買い手企業の CAR (Cumulative Abnormal Return：累積異常収益率) を、対象 M&A 案件のアナウンス日±1 日をイベントウィンドウとし算出した値として算出
- ✓ クローズ日短期株価変動(CAR)：最終契約締結を含む企業の重要な意思決定としての M&A 取引が実行された結果、市場が短期的に対象案件による価値を評価した指標。買い手企業の CAR (Cumulative Abnormal Return：累積異常収益率) を、対象 M&A 案件のクローズ日±1 日をイベントウィンドウとし算出した値として算出
- ✓ 長期株価変動(BHAR)：買収後統合フェーズを経て、当該 M&A がもたらした企業価値を長期株主が評価した指標。買い手企業の BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return：買持ち異常収益率) を、対象 M&A 案件のアナウンス日を起点とし、1 年後・3 年後時点において算出した値として算出
- ✓ ROA 寄与(ROA 変化率)：買収後統合フェーズを経て、当該 M&A がもたらした企業価値が企業の財務・会計上に反映された指標。買い手企業の ROA 変化量を、対象 M&A 案件が発生する年度の前年度 ROA を基準として、1 年後・3 年後時点において算出した値として算出。

日本取引所グループによる適時開示制度にあたる Timely Disclosure Rules によると、金融商品取引法および取引所規則に基づき、上場企業は株式投資家の投資判断に重要な影響を与える事実につき、決定・発生した後、速やかに開示する義務があるとされる。M&A 実務においては、一般に、案件承認が決定された時点で、投資判断に重要な影響を与える情報として適時開示が行われることが多く、これは交渉中・契約前の内部意思決定が完了した段階に該当する。本研究では、この外部公表日をアナウンス日として定義する。さらに、最終契約締結等によりディールが完了し、その内容・事実が発生した時点で適時開示が行われることから、本研究ではこれをクローズ日に該当するものとして定義する。(栗林法律事務所, 2023)

3-2 仮説

研究目的である「M&Aの買い手による実行の迅速さは高い企業価値創造を齎すか、M&Aプロセスを通じたメカニズムおよび要因を明らかにする」に照らし、以下の仮説を設定する。

**M&A 案件の価値創造のポテンシャルは、
実行フェーズ期間の迅速さにあられる**

また、本仮説を以下2つの仮説に分類し検証を実施する。

仮説1：

M&Aの実行に要した期間が短い案件ほど、市場による評価がM&Aの実行フェーズを通じて好転する

芳賀 & 立本(2023)によれば、高い組織的能力を有する企業はM&Aプロセスをスムーズに実行・接続できるため、結果として期間が短縮されと考えられる。期間が短いことは、組織的能力と案件の順調さの証明となり、また、後続の買収後統合フェーズにおける高い成果を予見させることとなり、初期的なアナウンス日時時点の市場評価の修正・更新が起り、より実態に即した評価となる。

仮説2：

M&Aのプロセス期間を通じて市場による評価が好転した案件は、中長期的にも価値を創造する

Zollo & Meier(2008)は、初期的な市場による評価は情報が限られた中での単なる期待や賭けにすぎず、必ずしも実態を反映していないとしている。一方で、M&Aのプロセス期間を経て初期的な評価が修正された場合は、情報の非対称性が解消され、期待が実態にあわせて正しく修正された可能性を示唆すると解釈できる。したがって、M&Aのプロセス期間を経て再評価された案件こそが、実態としての成功を最も反映しており、結果として中長期的な企業価値の成果においても高いパフォーマンスを示す。

3-3 データの抽出

データの抽出は 2025 年 10 月 21 日に実施した。

✓ M&A 案件データの抽出

RECOF M&A DATABASE より、M&A 案件データを以下条件にて抽出した。

- ・ 日本国内市場に上場している企業同士による買収形態
- ・ アナウンス日を基準として 2002 年 8 月 1 日~2022 年 7 月 31 日の間に公表
- ・ アナウンス日およびクローズ日(もしくは解消日)が明確な案件

なお、TOB 案件は金融商品取引法等の影響を多く受ける形態である性質上、公開買付期間が規定され、実行に要した期間に純粋な組織的能力が反映されない可能性が高いと考えられるため、分析対象から除外した。

✓ 株価データの抽出

日経 NEED データベースより、分析対象とする M&A 案件の買い手企業株価および TOPIX 値を各営業日権利落調整済終値ベースで 2002 年 4 月 1 日~2025 年 7 月 31 日期間のデータの抽出を実施した。

✓ 財務データの抽出

日経 NEED データベースより、分析対象とする M&A 案件の当事者企業の総資産・自己資本・負債・当該年度の株主利益等の財務データを抽出した。

データの抽出の結果、M&A 案件については、計 188 件のうち案件有効となった 162 件の M&A 案件(内訳：有効案件：162 件/解消・破談案件 26 件)を分析対象とする。

3-4 データの整形

後述の統計分析のため、抽出したデータをもとに下記の整形を実施した。

✓ M&A の実行に要した期間の算出

各 M&A 案件ごとに、アナウンス日~クローズ日の営業日換算日数を算出した。

✓ 同業種間/異業種間 M&A の識別

東証 33 分類業種コードをもとに、買い手企業と売り手企業が同業界に属するか否かの識別を実施した。

✓ 案件重要度の設定

買い手企業にとって、対象の M&A 案件が如何ほどのインパクトをもたらす案件かを識別するため、対象となる M&A 案件のアナウンス日が属する直前年度の買い手企業総資産に対する案件規模の割合をベースとして、全対象案件に対する 3 分位(High/Middle/Low)で案件重要度を設定した。

3-5 マーケットモデルの算出方法

1. CAR (Cumulative Abnormal Return : 累積異常収益率) の算出

イベントスタディの標準的手法に従い、市場モデルを用いて分析対象となる M&A 案件の買い手企業 CAR をアナウンス日 CAR およびクローズ日 CAR についてそれぞれ算出した。

企業 i の第 t 日における日次収益率を $R_{i,t}$ 、市場ポートフォリオ (TOPIX) の市場収益率を $R_{m,t}$ とすると、市場モデルは以下の回帰式で表される。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ここで、 α_i および β_i は推定パラメータ、 $\varepsilon_{i,t}$ は誤差項である。

α_i と β_i は、各イベント日 (アナウンス日もしくはクローズ日) $t = 0$ に対して事前の推定窓 [$t = -120, t = -10$] (営業日ベース) を設定し、当該期間の観測値を用いて OLS (最小二乗法) により推定する。

推定された $\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$ を用い、イベント窓を $[-1, +1]$ 営業日として異常収益率 $AR_{i,t}$ を

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

と定義し、CAR を

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

により算出した。

2. BHAR (Buy-and-Hold Abnormal Return : 買持ち異常収益率) の算出

イベントスタディの標準的手法に従い、市場モデルを用いて分析対象となる M&A 案件の買い手企業 BHAR をアナウンス日を基準として算出した。なお、アナウンス日のみを基準とする理由として、BHAR を長期株主に対する企業価値の成果として位置付けているためである。第二章記載の通り、期待や賭けに過ぎない市場の初期評価が形成された時点を起点とし、M&A プロセスを経て、最終的に株主に対する実態として価値がどの程度創出されたかを一貫して測定するためには、アナウンス日を基準したトータルリターンを計測することが理論的に適切であると考えられる。

BHAR の測定期間は、イベント日の翌営業日を起点とし、1 年 (252 営業日) および 3 年 (756 営業日) 後までの営業日ベースの保有期間とした。保有期間 $[start, end]$ における買い手企業 i の買持ち収益率とベンチマーク (TOPIX) の買持ち収益率をそれぞれ複利で算出し、その差を BHAR として定義した。具体的な算出式は以下の通りである。

$$R_i^{BH} = \prod_{t \in [start, end]} (1 + R_{i,t}) - 1$$

$$R_m^{BH} = \prod_{t \in [start, end]} (1 + R_{m,t}) - 1$$

$$BHAR = R_i^{BH} - R_m^{BH}$$

ここで、 $R_{i,t}$ は企業*i* の日次収益率、 $R_{m,t}$ は市場インデックスの日次収益率である。なお、保有期間内の株価データまたはベンチマークデータの観測が得られない場合（上場廃止等）、当該企業の BHAR は欠損値として扱った。

第四章 検証および解釈・考察

仮説検証として、M&A 案件群を対象として、「準備」「実行」「買収後統合」フェーズの時系列における価値創造の変化を測定するため、以下3段階にて検証を実施する。

- ① 実行フェーズを通じた市場評価の変化に関する検証
- ② 市場変化と企業価値創造の関係に関する検証
- ③ 実行フェーズの迅速さと評価変化に関する検証

まず、アナウンス日およびクローズ日の短期株価変動の変化を測定し、実行フェーズを通じて、市場は評価を変化させているのか否かを検証する。その後、仮説2で示した通り、市場変化、特に実行フェーズを通じて評価が好転した案件に対し、統合フェーズにおいて価値が創造されているかを検証する。最後に、仮説1で示した通り、実行フェーズに要した期間の迅速さが評価変化、特に実行フェーズを通じた評価の好転を説明できるかを検証する。

4-1 実行フェーズを通じた市場評価の変化に関する検証

分析対象となる162件のM&A案件に対し其々アナウンス日CARとクローズ日CARを算出したうえ、実行フェーズにおける市場評価つまりアナウンス日CARとクローズ日CARの変化有無によって案件群の4分類パターン分けを実施した。

分類パターン軸			案件数	割合
① Pos Pos	実行フェーズを通じて 評価が一貫	一貫してポジティブ評価	42案件	25.90%
② Neg Neg		一貫してネガティブ評価	36案件	22.20%
③ Pos Neg	実行フェーズを通じて 評価が変化	ポジティブ評価からネガティブ評価へ変化	45案件	27.80%
④ Neg Pos		ネガティブ評価からポジティブ評価へ変化	39案件	24.10%
合計			162案件	100%

- ① PosPos 群：アナウンス日 CAR・クローズ日 CAR とともに市場ポートフォリオ (TOPIX) に対しプラスの値を示したことから、実行フェーズを通じ一貫して市場からポジティブ評価を受けた案件群
- ② NegNeg 群：アナウンス日 CAR・クローズ日 CAR とともに市場ポートフォリオ (TOPIX) に対しマイナスの値を示したことから、実行フェーズを通じ一貫し

て市場からネガティブ評価を受けた案件群

- ③ PosNeg 群：アナウンス日 CAR は市場ポートフォリオ(TOPIX)に対しプラスの値を示した一方、クローズ日 CAR はマイナスの値を示したことから、初期はポジティブ評価を受けたものの、実行フェーズを通じ評価が変化しネガティブ評価を受けた案件群
- ④ NegPos 群：アナウンス日 CAR は市場ポートフォリオ(TOPIX)に対しマイナスの値を示した一方、クローズ日 CAR はプラスの値を示したことから、初期はネガティブ評価を受けたものの、実行フェーズを通じ評価が変化しポジティブ評価を受けた案件群

上記の分類結果から、以下の解釈および示唆が導かれる。

第一に、実行フェーズを通じて市場からの評価が変化した案件が全体の約半数にあたる 51.9%を占めている点である。先行研究が指摘するように、アナウンス日直後の市場評価は不確実な情報に基づく期待や賭けに過ぎず、その後のプロセスを通じ市場が学習し頻繁に評価を修正することを裏付ける結果である。

第二に、NegPos 群が全体の約 4 分の 1 にあたる 24.1%を占めている点である。アナウンス日時点の不確実な情報で市場の期待が醸成されなかった案件でも、実行フェーズのプロセスを通じた何らかの要因が市場に成功への確信を与えた可能性を示唆する。また、これらの結果からは、初期、特にアナウンス日時点で市場反応のみで M&A の成功を断じることの高い危険性が示唆されている。

次節では、評価の変化、特に NegPos 群が中長期的な企業価値の成果を正しく予見したものであるか(仮説 H2)を検証するため、各群における中長期的な企業価値の成果である BHAR および ROA 変化率の検証を実施する。

4-2 市場変化と企業価値創造の関係に関する検証

各パターン群に対する BHAR と ROA 変化率の値を其々算出した。

1. BHAR の算出および解釈

1 年後 BHAR の算出結果(小数点第 3 位まで記載)

パターン分類	N 数	BHAR(1 年)				
		平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
①PosPos	42	0.020	0.010	2.179	-0.450	0.420
②NegNeg	36	0.120	0.023	1.373	-0.581	0.454
③PosNeg	45	0.029	0.023	0.429	-0.424	0.216
④NegPos	39	0.104	0.014	4.143	-0.638	0.714

3 年後 BHAR の算出結果(小数点第 3 位まで記載)

パターン分類	N 数	BHAR(3 年)				
		平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
①PosPos	42	0.084	-0.032	1.651	-0.883	0.520
②NegNeg	36	0.347	-0.054	7.327	-0.850	1.489
③PosNeg	45	0.175	0.042	6.372	-1.190	1.071
④NegPos	39	0.175	0.037	1.986	-0.772	0.557

※…BHAR はアナウンス日を基準とした 1 年後・3 年後の買い持ち超過収益率。

※…②NegNeg 群の 3 年後 BHAR 平均値(0.347)は最大値(7.327)の影響を強く受けており、実態は中央値(-0.054)が示すマイナス傾向にある点に留意が必要。

BHAR の分析結果から、以下の解釈および示唆が導かれる。

第一に、市場による初期的な評価は不確実性が高い点である。アナウンス日直後に市場からポジティブ評価を受けた初期 Pos 群(PosPos/PosNeg)に着目すると、評価が不安定であると解釈できる。特に①PosPos 群は、3 年後 BHAR 中央値が-3.2%へとマイナス転換しており、初期のポジティブ評価が過大もしくは期待倒れである可能性を示唆する。また、③PosNeg 群は 3 年後 BHAR 中央値こそ+4.2%とプラスを維持しているものの、標準偏差 1.071 や最大値 6.372 が極めて大きく、一部の投機的な成功に依存した不安定な構図であることが示唆される。これらは、市場の初期的な評価では中長期的な安定的な成功を予見できないことを示しており、先行研究とも整合的である。

第二に、実行フェーズのプロセスを通じた再評価の獲得が成功を予見させる点である。④NegPos 群は、初期は市場によるネガティブ評価を受けたものの、プロセスを通じクローズ日 CAR で評価を覆した結果、3 年後 BHAR 中央値は+

3.7%とプラスを維持している。また、標準偏差も 0.557 に留まり、③PosNeg 群のようなバラつきをせず、堅実に株主価値を維持・向上させうる傾向が示唆される。

なお、②NegNeg 群は 3 年後 BHAR の平均値こそ高いものの、中央値は全軍で最低の -5.4% であり、一部の例外案件を除き大半が失敗している点にも留意が必要である。

2. ROA 変化率の算出および解釈

1 年後 ROA 変化率の算出結果(小数点第三位まで記載)

パターン分類	N 数	ROA 変化率(1 年)				
		平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
①PosPos	34	-0.014	0.000	0.077	-0.597	0.105
②NegNeg	32	-0.011	0.003	0.061	-0.306	0.061
③PosNeg	38	0.003	0.004	0.112	-0.074	0.030
④NegPos	28	0.030	-0.002	0.896	-0.074	0.173

3 年後 ROA 変化率の算出結果(小数点第三位まで記載)

パターン分類	N 数	ROA 変化率(3 年)				
		平均値	中央値	最大値	最小値	標準偏差
①PosPos	34	-0.015	-0.011	0.046	-0.137	0.036
②NegNeg	32	-0.002	0.000	0.090	-0.073	0.033
③PosNeg	38	-0.007	-0.001	0.136	-0.146	0.041
④NegPos	28	0.021	0.006	0.601	-0.260	0.131

※…第一章記載の通り、ROA は、買い手企業の ROA 変化量を、対象 M&A 案件が発生する年度の前年度 ROA を基準として算出した値である。

※サンプル(N)数が BHAR と異なるのは、財務データの欠損等による。

ROA 変化率の分析結果から、以下の解釈および示唆が導かれる。

なお、ROA 変化率は企業の収益性の実態変化をあらわす企業価値創造の成果として、BHAR と比較してより直接的に対象 M&A 案件の成果をあらわすものであると考えられる。また、一般的に買収後統合フェーズにおける PMI 計画は統合後 100 日プランおよびその後の 3-5 か年計画と区別して設定されることが多い。実務ベースでは前者は主にシステムや業務フロー、意思決定の仕組みの統合を通じ、文化や人材の統合の基盤構築を目的とし、後者はそれらの基盤を活用した具体的なシナジー創出の実行期間に充てられることが一般的である。そのため、成

果として買い手企業の ROA に M&A の効果が反映されるのは 3 年前後のリードタイムが発生しうるため、3 年後 ROA 変化率により着目して考察を行うべきである。

第一に、市場による初期的なポジティブ評価は、必ずしも買収後統合フェーズにおける収益性向上の企業価値創造を約束しない点である。初期 Pos 群 (PosPos/PosNeg) に着目すると、3 年後 ROA 変化率として、①PosPos 群は平均値 -1.5% /中央値 -1.1% 、③PosNeg 群は平均値 -0.7% /中央値 -0.1% といずれもマイナスの値を示している。特に①PosPos 群は、実行フェーズにおいて市場から一貫してポジティブ評価、つまり期待を受けたにも関わらず実態としての収益性はむしろ悪化している。これは、前述の通り、初期的なポジティブ評価が実態を伴っていない可能性や、買収後統合フェーズにおけるシナジー創出の難航の可能性を示唆している。

第二に、実行フェーズを通じてポジティブな再評価を受けた④NegPos 群のみが、3 年後 ROA 変化率でプラスの値を示している点である。具体的に、④NegPos 群は、全 4 群の中で唯一、3 年後 ROA 変化率が平均値 $+2.1\%$ /中央値 $+0.6\%$ とプラス成長を実現している。標準偏差こそ 0.131 と相対的に大きいものの、最大値 $+60.1\%$ が示すように大きな ROA の改善を実現した案件が含まれており、平均値/中央値双方がプラスであることは、当該群が実態としての企業価値を向上させていることを示唆している。

なお、②NegNeg 群は 3 年後 ROA 変化率の平均値・中央値ともにゼロ近辺を示しており、対象 M&A 案件の実施による明確な価値毀損は起きていないものの、価値創造もなされていない停滞状態であることが示唆される。

4-3 市場評価の変化が企業価値創造に与える影響の考察

BHAR および ROA 変化率の算出結果および解釈を統合し、本研究の仮説 2 の検証考察を実施する。

H2 :

M&A のプロセス期間を通じて市場による評価が好転した案件は、中長期的にも価値を創造する

本考察を通じ、仮説 2 を支持する結果が得られた。

1. 実行フェーズを通じて評価が一貫した案件群について

アナウンス日 CAR での評価が実行フェーズを通じて一貫していた案件群 (PosPos/NegNeg) の分析から、静的な初期評価が中長期的な企業価値創造を保証しないことが、BHAR・ROA 変化率の両面から明らかとなった。

①PosPos 群は、アナウンス日から一貫して市場の期待を集めたにも関わらず、3 年後の BHAR 中央値 -3.2% および ROA 変化率中央値 -1.1% と双方がマイナスとなっている。これは、情報の非対称性が高い段階での市場反応は単なる期待や賭けに過ぎず実態を伴っていないとする先行研究と整合的であり、過度な期待が存在したものであると解釈できる。実行フェーズを通じてポジティブな評価が維持されたとしてもそれが中長期的成果に結びついていない以上、M&A が成功したとは言い難い。同様に、②NegNeg 群においても、3 年後の BHAR 中央値 -5.4% および ROA 変化率中央値 0.0% となっており、BHAR については全群で最低であり財務的成長も果たしていない。すなわち、実行フェーズを通じてネガティブな評価が維持された案件は、価値創出には結びつかないことが示唆される。

2. 実行フェーズを通じて評価が変化した案件群について

次に、実行フェーズを通じて評価が変化した案件群 (PosNeg/NegPos) を比較すると、評価の好転 (NegPos) のみが企業価値の成果を伴う成功とリンクする傾向にあることが確認された。

③PosNeg 群の 3 年後の BHAR 中央値は $+4.2\%$ と高い水準にあるが、標準偏差が極めて大きく、かつ、ROA 変化率は -0.7% である。これは、③PosNeg 群の中長期的な株価パフォーマンスが企業の収益性向上の実態に裏打ちされたものではなく、投機的な意図で形成された不安定な評価であることを示唆している。

一方、④NegPos 群は、3 年後の BHAR 中央値 $+3.7\%$ および ROA 変化率中央値

+0.6%・平均値+2.1%と双方の成果指標がプラスとなっている唯一の案件群である。この群は、BHAR の標準偏差(ブレ)も抑制しつつ、収益性向上においても堅実かつ明確な改善を実現している。

以上の結果は、M&A における企業価値の長期的な成果指標をあらわすシグナルとして、アナウンス日時点の初期的かつ静的な評価よりも、実行フェーズを通じた動的な評価の好転(NegPos)の方が、より精度高く機能することを示唆する。

Thompson & Kim (2020)は、M&A の実行に要する期間やプロセスが情報の非対称性を解消するシグナルとして機能することを指摘している。また、Meckl(2004)および芳賀 & 立本(2023) は、M&A プロセス全体を動的に捉え、プロセスを繋ぐ連続的な組織能力が重要であることを指摘している。本分析における NegPos 群の企業価値の成果のパフォーマンスはこれら先行研究とも整合的である。つまり、初期的な市場の懸念が DD や契約交渉といった実行フェーズを通じて払拭され、実行フェーズに表れた組織的能力が買収後統合フェーズにおける成果の成功を予見するものであると認知された結果、実行フェーズ完了時点において市場の評価がポジティブに修正されたものであると考えられる。

したがって、本分析および考察を通じて、プロセス期間を通じて市場による評価が好転した案件こそが中長期的な企業価値での成果が高いとする仮説 2 を強く支持する結果が得られたとする。

4-4 実行フェーズの迅速さと評価変化に関する検証

4-4-1 分析手法および分析式の定義

つぎに、本研究仮説 1 の検証を目的として、市場評価の好転をもたらす要因の分析および検証を実施する。

H1 :

M&A の実行に要した期間が短い案件ほど、市場による評価が M&A の実行フェーズを通じて好転する

本分析では、分析手法として二項ロジスティクス回帰分析を実施する。具体的には、初期的にネガティブ評価を受けた案件(初期 Neg 群)を対象とし、その後の実行フェーズを通じて再評価を受けた案件(NegPos)と評価が一貫した案件(NegNeg)を分かつ要因として、特に M&A の実行に要した期間の迅速さに着目し、分析を行う。

✓ 被説明変数の定義

被説明変数(目的変数) Y_i は、案件 i が NegPos 群に該当するか否かを示す二値変数として定義する。なお、分析の頑健性を高めるため、以下 2 つのモデルで検証を行う。

- ✓ モデル①(主分析) : 初期的にネガティブ評価を受けた案件(初期 Neg 群)のみを対象とし、再評価を受ける要因を検証するモデル。 $Y_i = 1$: 案件 i が NegPos の場合 / $Y_i = 0$: 案件 i が NegNeg の場合とする。
- ✓ モデル②(補足分析) : NegPos 群をその他の全案件群(PosPos/PosNeg/NegNeg)と比較し、NegPos 群が全体の中でも特に際立った要因を有しているかを検証するモデル。 $Y_i = 1$: 案件 i が NegPos の場合 / $Y_i = 0$: 案件 i がその他群の場合とする。

✓ 分析モデルと推定式の定義

案件 i が NegPos 群に分類される確率を $\Pr(Y_i = 1)$ とし、ロジスティック回帰モデルを推定する。推定に用いる分析モデルは以下の通りである。

$$\Pr(Y_i = 1) = \frac{1}{1 + \exp(-\eta_i)}$$

$$\eta_i = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{Speed}_i + \beta_2 \text{DiffInd}_i + \beta_3 (\text{Speed}_i \times \text{DiffInd}_i) + \mathbf{Z}_i' \boldsymbol{\gamma} + \varepsilon_i$$

ここで、

- ・ $Speed_i$: M&A の実行に要した期間の迅速さ
- ・ $DiffInd_i$: 異業種ダミー
- ・ $\mathbf{Z}_i$: 統制変数ベクトル
- ・ ε_i : 誤差項

である。また、

- ・ M&A の実行に要した期間の迅速さ ($Speed_i$) : 本分析の主要な説明変数である。分析においては、営業日数期間を標準化し符号を反転させたものであり、値が大きいほど期間が短いことを意味する。仮説 H1 に基づけば、係数 β_1 は正の値となることが期待される。
- ・ 異業種ダミー ($DiffInd_i$) : 東証 33 業種コードに基づき、買い手企業と売り手企業が異業種である場合に 1、同業種である場合に 0 をとるダミー変数である。異業種間 M&A は情報の非対称性が高く、市場の懸念を招きやすいとされるため、再評価に繋がる難易度が高い可能性がある。
- ・ 交互作用項 ($Speed_i \times DiffInd_i$) : 異業種間 M&A において、実行フェーズの迅速さが再評価に与える影響が変化するかを検証するために導入する。
- ・ 統制変数 ($\mathbf{Z}_i$) : 先行研究に基づき、M&A の成否に影響を与えうる以下の代表的な変数を制御する。
 - 取引規模(金額)
 - 相対的案件重要度
 - 年度ダミー

である。

4-4-2 分析結果および解釈・考察

一部変数に欠損値が存在するため、モデル①ではN数=70、モデル②ではN数=153である。モデル①はサンプルサイズが限定的であるため、L1正則化によるロジスティクス回帰を採用、モデル②はサンプルサイズに十分な自由度が確保されているため、標準的な最尤法 (MLE) によるロジスティクス回帰を採用した。

1. モデル①(主分析)

分析結果は以下の通り。なお、L1正則化の結果、係数がゼロではない変数はモデルに選択され、除外された変数は説明力が低いことを意味する。

推定方法	L1 正則化
N 数	70
Winsorize	1%
年度ダミー	含む
疑似 R ²	0.257

説明変数	係数	オッズ比	選択結果
M&A の実行に要した期間の迅速さ	0.102	1.108	選択
異業種ダミー	-0.200	0.819	選択
案件重要度	0.004	1.004	選択
その他交互作用等	0.000	1.000	除外

2. モデル②(補足分析)

分析結果は以下の通り。

推定方法	MLE
N 数	153
Winsorize	1%
年度ダミー	含む
疑似 R ²	0.180

説明変数	係数	オッズ比	p 値
M&A の実行に要した期間の迅速さ	0.274	1.310	0.580
異業種ダミー	-0.146	0.860	0.780
案件重要度	165.640	inf	0.806
迅速さ×異業種	-0.059	0.943	0.949

1. モデル①について

主分析であるモデル①の結果、本研究の仮説 1 を支持する傾向が得られた。モデル①の主要な説明変数である M&A の実行に要した期間の迅速さの係数は 0.102 と正の値を示し、モデルにおける重要な変数として選択された。本説明変数は、期間が短いほど値が大きくなるため、正の係数は M&A の実行に要する期間が短いほど再評価が起これば評価が好転する確率が高まることを示唆しており、仮説 1 は支持された。

本研究では、M&A の実行に要した期間を先行研究の知見から組織的能力の客観的な代理変数とみなしており、この期間が情報の非対称性が高い状況下において、M&A プロセスを迅速かつ高い成果を導くように進められる組織能力の証明として機能している可能性を示唆している。これは、M&A プロセスを動的なものと捉え、フェーズ間をつなぐ組織能力の重要性を指摘した Meckl (2004) および芳賀 & 立本 (2023) の先行研究知見とも整合的である。

また、その他の制御変数においては L1 正則化により選択された変数において次の傾向が確認された。異業種ダミーの係数は -0.200 と負の傾向にあり、買い手と売り手の企業間の情報の非対称性が高いとされる異業種間 M&A では、評価が好転する難易度が高い可能性が示唆された。また、案件重要度は 0.004 と正の傾向となり、買い手企業にとって重要度が高い案件は、評価の好転に繋がりやすい傾向が示唆された。

2. モデル②について

補足分析であるモデル②の結果、M&A の実行に要した期間の迅速さの係数は正の方向を示したものの、P 値は 0.580 であり、統計的に有意な水準には達しなかった。本分析においては、対象案件が NegPos 群となる可能性を統計的に分析しているため、全案件を対象とした本モデルにおいて有意とならないことは理論的にも自然な結果である。つまり、アナウンス日時点での初期的な評価は、市場の期待や賭けといった実態とは乖離したものであり、事後的に確定する実行期間の迅速さが事前の初期的な評価と無相関であることは整合的である。

これらの結果を統合すると、迅速さは文脈依存的なシグナルとして機能することが明らかである。つまり、初期的な評価がネガティブである文脈(モデル①)において、迅速さが M&A 実行プロセスの組織的能力の高さのシグナルとして機能し、市場による評価の修正・更新を引き起こしたと考えられる。これは、情報の非対称性が存在する M&A 実行フェーズにおいて、迅速さが有効なシグナルとして機能していることを示唆するものである。

4-5 検証結果に対する総合考察

本章における分析の結果、動的な M&A プロセスにおいて実行フェーズの迅速さが企業価値創造に繋がるメカニズムに関して、以下2つの重要な知見が得られた。

第一に、アナウンス日時点での市場による初期的な評価は、Zollo & Meier(2008)が指摘するように、市場の期待や賭けの要素が強く、必ずしも企業価値の成果である BHAR や ROA 変化率を保証しない。むしろ、初期的な評価がネガティブであったとしても、実行プロセスを通じて評価が好転した NegPos 群こそが、中長期的に最も高い成果を上げることが確認され、本研究の仮説2が支持された。

第二に、この評価の好転を引き起こす要因として、M&A プロセスの実行フェーズにおける迅速さが示された。特に、市場による初期的な評価がネガティブである文脈において実行の迅速さが組織的能力の証明として機能し、評価を好転させる要因となることが示唆され、本研究の仮説1が支持された。

これらの知見を統合すると、NegPos 群とは、高い価値創造ポテンシャルを有しながら、特に初期的な段階では市場に過小評価されていた案件群であると定義することが出来る。つまり、情報の非対称性等により市場が初期的には見抜くことができなかった潜在的な価値創造のポテンシャルを、迅速な実行フェーズを通じて外部に対しても明らかにしたことが示唆される。すなわち、M&A の実行フェーズにおける迅速さとは、潜在的なポテンシャルを正當に評価させるための戦略的コミュニケーション手段として機能していると考えられる。

このメカニズムを先行研究の理論的な枠組みを用いて、動的な M&A プロセスを貫く時間軸の観点から再整理することで重要な仮説が導かれる。Meckl(2004) および芳賀 & 立本(2023) は、各プロセスのフェーズは独立しているものではなく、フェーズ間をつなぐ連続的な組織的能力こそが重要であることを指摘している。この知見を応用することで、NegPos 群にあわられた実行フェーズにおける迅速さは突発的に生じたものではなく、外部からはブラックボックスとなる準備フェーズにおける周到さに裏付けされたものであると捉えることが出来る。つまり、準備フェーズにおいて戦略定義やターゲット選定、リスクやシナジー効果の事前検証が高いレベルで完了していたからこそ、実行フェーズに進むにあたり、明確な意思決定と迅速な実行が可能となったと捉えることが出来る。

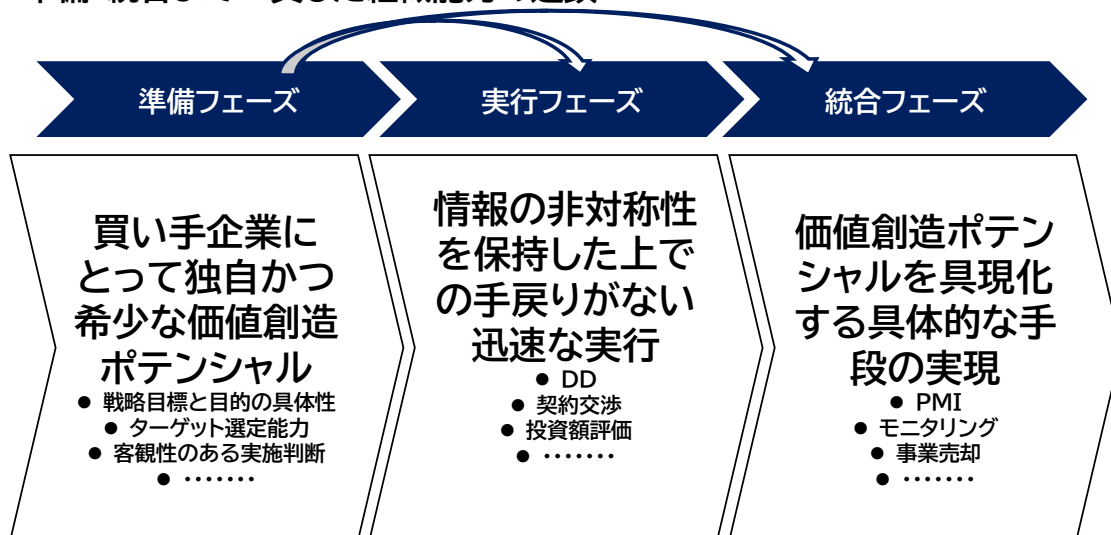
つまり、準備フェーズにて蓄積された組織的能力と案件の価値創造ポテンシ

ヤルは、実行フェーズにおいて、M&A 案件の実行に要する期間の迅速さという可視化された形で発現し、結果として市場は短期的な評価を好転させた可能性が示唆される。また、同様に準備フェーズから実行フェーズへと連続的に発揮された組織的能力は買収後統合フェーズへと引き継がれ、中長期的に最も高い企業価値の成果の実現へと繋がっていると捉えることができる。

また、Barney(1997)は、買い手企業は自社にとって希少価値がある M&A 取引において、その本質的な価値が外部へ浸透されていない情報の非対称性が高い段階において迅速に取引を完了させることが重要であることを指摘している。本検証の結果示されたアナウンス日時点での市場による評価が不確かであることは、対市場に対する情報の非対称性が高い状況であることを示しており、迅速な実行が企業価値創造へと繋がっている結果は、この指摘とも整合的である。

つまり、本章の分析にて観測された M&A 案件の実行に要する期間の迅速さとは、準備フェーズにおける十分な検討によって買い手企業にとって独自の希少価値のポテンシャルが確認され、迅速な実行によって顕在化し、買収後統合フェーズにおける成果へ連結してゆく一連の動的なプロセスにおける能力の連鎖として機能するものであるとの仮説が成立する。

準備-統合まで一貫した組織能力の連鎖



(図表 4-1：筆者作)

企業が初期的にアナウンスした情報の中に、価値創造のポテンシャルの萌芽があらわれていた可能性は高い。そこで、買い手企業によるアナウンス内容の定性的な事例分析を行い、準備フェーズの質の高さがどのように記述されていたかを検証する。これにより、M&A の成功メカニズムとして、十分な準備と迅速な意思決定・実行の連続性が重要であることを明らかにすることを目的とする。

第五章 事例分析および解釈・考察

5-1 事例分析の目的および手法

5-1-1 事例分析の目的および対象

本章では、準備フェーズにおいてどのような情報が事前に検討され M&A 実行の意思決定が行われていたのかを検証することを通じて、準備フェーズの質がいかにして実行の迅速さや企業価値の創造に結びつくかを解明することを目的とする。

前章までの定量分析では、実行フェーズにおける迅速さが市場評価の好転や成果に寄与することが示された。本章では、定量分析の結果を補完するため、適時開示資料を用いた定性分析を実施する。また、比較対象として NegNeg 群の適時開示資料との比較考察を実施する。

分析対象としては、初期的に市場からネガティブな評価を受けた案件群 (NegPos/NegNeg) を選定し、ポジティブな評価を受けた案件群 (PosPos/PosNeg) は対象から除外する。理由は、準備フェーズの質の影響を純粋に測定するためである。初期的にネガティブな評価を受けたという前提を統制し、その後再評価に至った案件群 (NegPos) と低迷を続けた案件群 (NegNeg) を比較することで、外部環境や案件の諸条件に左右されずに、企業固有の準備フェーズの質や M&A プロセス実行の組織能力の高さをより明確に抽出できると考える。

5-1-2 適時開示の内容

日本取引所グループの Timely Disclosure Rules (会社情報適時開示ガイドブック) によると、上場企業は企業にとって重要な事項が決定した時点で適時遅延なく情報を外部に公開する義務がある。なお、重要な事実が発生した時点でも同様に開示する義務がある。

M&A は企業にとって重要な事項に該当することが多く、本研究では、決定事実の開示時点を企業内で M&A の実行の意思決定が行われ実行フェーズが開始された時点、発生事項の開示時点を最終契約締結時点である実行フェーズの終了時点であると捉える。つまり、対象とする内容は、決定事実の開示内容となる。

同ガイドブックでは、M&A に纏わる決定事実の開示内容を次表の通り定めている。

M&A における適時開示事項およびその概要

#	開示事項		概要(筆者補足)
1	開示資料の表題		
2	当該組織再編の目的		M&A を行う理由や背景・戦略的目標について具体的な目的や意思決定に至った経緯を記載
3-1	当該組織再編の要旨	日程	取引の構造やスケジュールに関する客観的な事実情報を記載
3-2		方式	
3-3		割り当ての内容	
3-4		新株予約権等に関する取扱い	
3-5		資本金増減	
3-6		承継権利義務	
3-7		債務履行見込み	
4-1	割り当て内容の根拠等	割り当て内容の根拠・理由	評価の妥当性と公平性を記載
4-2		算出方法等	
4-3		上場廃止理由	
4-4		公平性担保措置	
4-5		利益相反措置	
5	当事者会社の概要		対象会社の概要・理解を記載
6	組織再編後の状況		案件実行後の姿を記載
7	会計処理の概要		
8	今後の見通し		
9	その他投資者に向けた情報等		

(図表 5-1 : 同ガイドブックより一般的な内容を抜粋 筆者作)

なお、同ガイドブックでは、開示事項の概要のみが指定されており、具体的にどのような内容をどこまで記載するのかは各企業に委ねられている。

5-1-3 分析手法および評価軸

前項の適時開示事項および芳賀 & 立本(2023) が指摘する買い手企業に求められる7つの組織的能力の観点から、本研究では以下3つの定性的評価軸を設定し、定性分析によって評価を実施する。

1. 戦略的整合性と目的の具体性

対象企業の経営戦略目標や既存の事業課題等との関連付けのもと、具体的かつ論理的に戦略目的が説明されているかを評価する。会社情報適時開示ガイドブックでは、当該組織再編の目的として、具体的な目的や背景の記載が求められている。芳賀 & 立本(2023) は M&A 成功に必要な能力の筆頭として「企業戦略目標達成に貢献する M&A 案件の選択能力」を挙げており、ターゲット企業選択において企業戦略目標との整合性が十分に議論されていることが重要であると指摘している。したがって、戦略目標との整合が具体的に記載されているかを判断基準とする。

2. シナジー効果および算出根拠の具体性

戦略目的が明確である前提の上で、財務的数値への落とし込みが具体的に行われているかを評価する。同ガイドブックでは、割り当て内容の根拠等の記載が求められているが、第三者機関等による算出結果のみならず、企業自身が将来の事業計画やシナジー効果をどのように見積り、価格へ反映させたか(あるいはさせなかったか)について言及の有無を評価する。

3. 今後の見通しの具体性

今後の見通しおよびそれを実現するための PMI への意識が具体的に記載されているかを評価する。実行フェーズへの意思決定段階において、具体的な業績修正やのれん償却方針、組織統合スケジュール等難易度が比較的高い事項をいかに具体的に捉えた上で意思決定が行われているかを評価する。

5-2 事例分析および解釈

5-2-1 NegPos 群の案件に対する事例分析および解釈

NegPos 群に該当する対象案件について、アナウンス日時点での適時開示資料が直接的に確認できる案件について定性的な評価を行った。なお、分析対象とした案件一覧は補足資料に記載する。

1. 戦略的整合性と目的の具体性

殆どの案件において具体的戦略に言及しており、戦略と実施目的に極めて高い整合性があることが確認された。

✓ グループ再編・完全子会社化比率の高さ

多くの案件(全分析対象案件中約半数)が親子上場の解消やグループ内資源の最適化を目的としており、リリース内でも迅速な意思決定や経営資源の相互活用といった、ガバナンスと効率性を重視する戦略目的が明確に記述されている。多くの企業側がグループ一体運営による長期成長という確固たる戦略を持っていたことが読み取れる。

✓ 事業救済・構造改革型の具体性

一見すると負の遺産の引き受けに見える事業救済・構造改革型案件が全体の約 20%を占めたが、不採算店舗の閉鎖や不採算事業自動車ハーネス等の撤退・縮小といった具体的な改革プランとその実施時期をリリース時点で明言しているケースが多く、準備フェーズにおいて後続フェーズにおける改革プランまで策定済みであったことがわかる。

✓ 具体的案件事例：京成電鉄による新京成電鉄の完全子会社化（公表日：2022 年 4 月 28 日）

親会社である京成電鉄の経営環境数値や中期経営計画とのリンクが明示されている。具体的には、中期経営計画「E4 プラン」を引用し沿線人口減少という不可逆的なリスクへの対抗策として対象案件を位置づけたうえ、親子上場の弊害（シナジー追求が優先されない構造的課題）を極めて具体的に指摘しており、完全子会社が必要である戦略的必然性が論理的に説明されている。

2. シナジー効果および算出根拠の具体性

適時開示の性質上、具体的な金額に言及している案件は少ないが、算定の背景にあるロジックや前提条件の記述は具体的であることが確認された。

✓ DCF 法等の採用と事業計画の織り込み

全ての案件にて第三者機関による算定が実施されており、客観性が担保され

ていた。特に、一部の案件では、将来の事業計画やシナジー効果を金額算定に織り込んでいる旨が明記されている。実行フェーズに進む意思決定段階において、将来シミュレーションを実施するに足るだけのDDが完了している可能性が示唆される。

✓ シナジー項目の具体性

前述の京成電鉄案件では、千葉県北西部における事業基盤強化への言及など、エリアや実施内容を明記した具体的なシナジー創出の為に施策が明記されている。

✓ 具体的案件事例：イエローハットによるモンテカルロの完全子会社化（公表日：2011年12月2日）

本案件は対象会社が上場廃止基準に抵触する恐れがある中での事業救済型M&Aに該当するが、不採算店舗や過剰債務を切り離す会社分割を株式交換の前提条件としたうえで、算定根拠（DCF法）において、これらの構造改革実行後の財務状況を加味していると明記している。

3. 今後の見通しの具体性

多くの案件において、統合体制や明確な実行スケジュールといった具体的な買収後統合フェーズにおけるアクションへの記述が具体的であることが確認された。

✓ 統合準備委員会や役員派遣の明記

✓ 即時の構造改革・事業再編実施の記載

前述同様、準備フェーズにおいて後続フェーズにおける改革プランまで具体的に策定済みであったことがわかる。

✓ 具体的案件事例：ミネベア（現ミネベアミツミ）とミツミ電機の経営統合（公表日：2015年12月21日）

統合準備委員会の設置と、その委員長を両社社長が務めることを明言しており、統合後の持株会社の役員構成まで具体的に決定されている。

5-2-2 NegNeg 群の案件に対する事例分析および解釈

同様に NegNeg 群に該当する対象案件について、アナウンス日時点での適時開示資料が直接的に確認できる案件について定性的な評価を行った。なお、分析対象とした案件一覧は補足資料に記載する。

1. 戦略的整合性と目的の具体性

抽象的な規模拡大・効率化といった定型文や財務的色合いが強い救済・グループ再編を目的とした案件が多いことが確認された。例えば、一部案件は、売り手企業の借入金返済不能に伴う求償権の譲受や DES による子会社化が明記されており、財務的救済が主眼となっていることが確認できる。

2. シナジー効果および算出根拠の具体性

定性的な「相互活用」に終始し、数値的裏付けや独自の算定ロジックが希薄であることが確認された。算出根拠に関しては、大半の案件において、第三者機関の算定結果を引用し、「慎重に協議した結果、妥当と判断した」とする定型文言のみで構成されている。NegPos 群のように買収価格に対する将来シミュレーションの折り込みや経営陣の能動的な意思決定プロセスがあらわれていないことが確認された。

3. 今後の見通しの具体性

買収後統合フェーズにおける実施事項につき、今後協議や未定といった記載が多いことが確認された。例えば、一部案件において、経営統合を行うことのみでニュースリリース内容となっており、統合方式や日程、新社名、本店所在地などがすべて今後検討もしくは未定とされている。

5-3 考察

本章における定性分析の結果、迅速な実行フェーズを通じて評価を好転させた案件群（NegPos）と、低迷を続けた案件群（NegNeg）の提示開示内容には明確な質的差異が確認された。ここから、M&A の成功メカニズムに関わる以下の 3 つの重要な知見が得られた。

第一に、NegPos 群は戦略的整合性と目的の具体性が極めて高い点である。買い手企業の戦略目標が明確であり、かつ、その実現のために不可欠な手段として当該 M&A 案件が位置付けられている。つまり、戦略目標ありきで M&A はその実

現のための戦術手法として捉える能動的な姿勢が一貫している。一方で、NegNeg 群では財務的救済やグループ内整理等、追い込まれた結果としての受動的な M&A であることが目立ち、企業成長ストーリーの欠如が確認された。

第二に、実行フェーズや買収後統合フェーズに生じうるリスクや課題を、準備フェーズ段階で事前に想定し解決手段の検討を行っている点である。例えば NegPos 群では、統合後の組織体制や不採算事業の整理、具体的なシナジー創出策といった通常は実行フェーズ以降に詳細化される事項が、適時開示時点ですでに具体的かつ実現可能な計画として落とし込まれていることが確認された。また、それらが事業計画や評価金額へ定量的に反映されていることから、様々な仮定を置きつつも準備フェーズ段階において可能な限りの検討がなされていることが確認された。

第三に、上記二点の結果として、本章が対象とした NegPos 群の適時開示時点の意思決定が、準備フェーズにおける十分な検討を経た結果としての、ある種慎重な意思決定の表れであるという点である。適時開示は企業の重要な決定事項の開示であり、一連の M&A プロセスにおいて初めて外部へ情報が公開される重要な意思決定事項である。NegPos 群の適時開示内容からは、準備フェーズにおいて戦略目標達成のための議論や徹底的なリスク検証等が行われていたことが確認できた。つまり、迅速に意思決定を行ったのではなく、準備フェーズにおいて前もって十分に検討を行った上での慎重な意思決定が行われたからこそ、実行フェーズに至れば迷いや手戻りなく迅速な実行が可能であることが強く示唆される。これは M&A プロセスを一連の動的かつ連続したプロセスと捉える先行研究とも整合的であり、準備フェーズにおける質の高い検討能力や慎重さが実行フェーズにおける迅速な遂行能力として連続的に発現していることが示唆される。

考察補足：評価軸と考察ポイントの整理

評価軸	NegPos 群	NegNeg 群
① 戦略的整合性と目的の 具体性	・ 高い整合性 ・ 具体的かつ論理的な戦 略目的の明記	・ 抽象的かつ受動的 ・ 成長ストーリー欠如
② シナジー効果の具体性	具体的な算出根拠と将来 計画の織り込み	・ 定性的表現が中心 ・ 算出根拠が希薄
③ 今後の見通しの具体性	統合体制や実行スケジュー ールが詳細に記述	未定や協議中が多く具体 性に欠ける

第六章 結論

6-1 本研究の成果

VUCA と言われて久しい不確実性の高い事業環境において、企業はより迅速かつ正確な意思決定と実行によって事業機会を捉え成長を加速させ続けなければならない。そのための手段として、ポートフォリオ変革の柔軟性と変化への対応力を向上させ「時間を買う」と正当化される M&A が増大している。しかし、M&A は経営の総合格闘技と言われるほど高難易度な多段階・多主体・多指標を内在する意思決定プロセスであり、えてしてその成功率は半数程度とされる。

この多段階・多主体・多指標の意思決定問題である M&A を時間軸とともに変化する動的なプロセスと捉えた上で、迅速な意思決定および実行を通じ、当事者企業双方をはじめ多様なステークホルダーに対し中長期的に高い企業価値を創造するメカニズムやその要因を明らかにすることを目的に研究を実施した。

研究手法として、主分析に定量分析を採用し、日本国内市場に上場する企業同士の過去 20 年間の M&A 案件を対象としたイベントスタディとロジスティクス回帰分析を実施した。また、事例分析として、企業の適時開示内容をベースとした定性分析を実施した。

本研究の成果を以下の通り整理して示す。

- ✓ 初期的な外部評価がネガティブである文脈において、迅速な M&A 案件の実行は、案件の企業価値創造ポテンシャルのシグナルとして機能し、外部評価を好転させ、中長期的に企業価値を創造する傾向を示したこと
- ✓ 迅速な実行は、企業個別の明確な戦略目標と能動的かつ具体的な事前検討の結果としての意思決定によってもたらされる傾向を示したこと

具体的には、

- ① 外部(市場)からの初期的な評価がネガティブである文脈において、迅速な実行が評価を好転させ、かつ、中長期的な企業価値創造を最も高く実現する傾向を定量分析の結果、示したこと。

本傾向は、初期的な短期評価(CAR)が実態を伴わない期待や賭けであるとする先行研究とも整合的であり、また、実行に要する期間自体が企業価値創造のシグナルとして機能する可能性を示したものである。

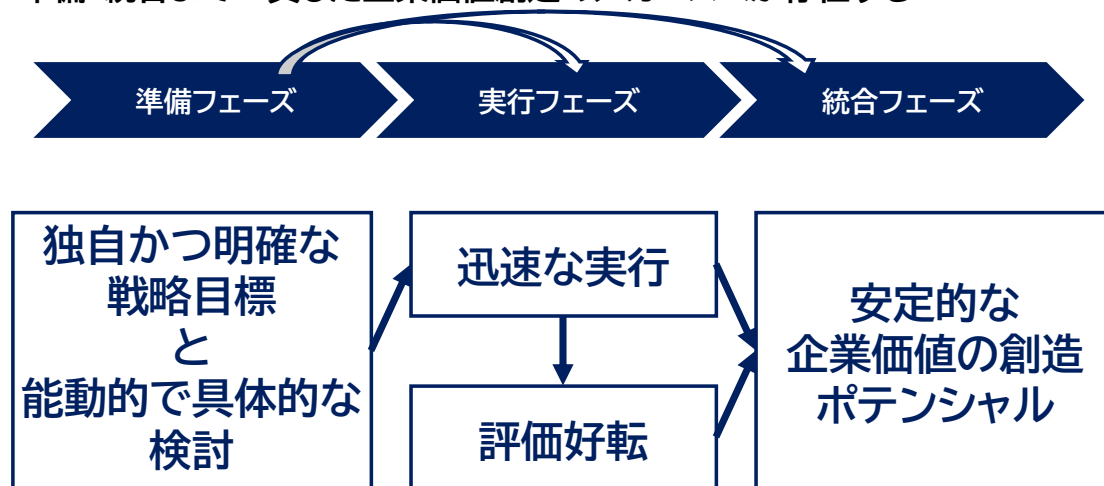
- ② 準備段階において質の高い事前検討を可能とする組織的能力が、動的なプロセスにおける連続的な実行段階においても顕在化する結果、迅速な実行を可

能にする傾向を定性分析の結果、示したこと。

本傾向は、M&A プロセスの各フェーズを連続してつなぐ組織的能力が重要であるとする先行研究とも整合的であり、また、その発露がブラックボックスとなりがちな M&A プロセスの特に準備フェーズに対し、適時開示内容という外部からも入手可能な情報において確認できる可能性を示したものである。

つまり M&A のプロセスでは、ブラックボックスとなりがちな事前準備段階において買い手企業が自社独自の明確な戦略に基づいて能動的かつ十分な検討を行った上で意思決定後は迅速に実行することが、外部評価を覆し安定的な企業価値の創造に繋がる一連の動的なメカニズムが存在するとの示唆が得られた。

準備-統合まで一貫した企業価値創造のメカニズムが存在する



(図表 6-1：筆者作)

また、本研究の成果より、M&A プロセスを当事者として実施する実務家に対しても以下の示唆および提言が導かれる。

✓ M&A を企業価値向上の戦略的手段として捉え、能動的かつ具体的な事前検討を実施し、真に慎重な実行の意思決定を行うこと

一般に、意思決定の迅速さと実行の迅速さは混同されることが多い、もしくは意思決定を迅速に実施するためには正確性(検討の質)を犠牲にするトレードオフを生じさせる必要があると考えられることがある。本研究の事例分析の結果、迅速な実行を実現した企業群は、準備段階において具体的な事前検討を実施していることを明らかにした。また、能動的であることも重要なポイントであり、同様の企業群の多くが、統合後の体制やシナジー創出策といった一般的に後続

フェーズで検討される事項までも具体的に数値に落とし込めるレベルで具体的な検討を行っていた。逆説的ではあるが、迅速な実行を実現するためには、事前準備において十分な検討を行い、迷いや手戻りが発生しない状態まで戦略の解像度を高めた上で意思決定をすることが重要である。

✓ 独自かつ明確な戦略に基づく迅速な実行を行うこと

本研究の定量分析が示した通り、迅速な実行を行うことは重要である。先行研究(Barney(1997))によると、M&Aの迅速な実行は買い手企業にとって、情報の非対称性を確保したまま取引を進め超過利益を確保するために重要であるが、本研究の検証結果と照らしても整合的である。また、同様に買い手企業自身にとっての独自の希少価値の源泉に基づくことで情報の非対称性は高めうるが、本研究の事例分析の結果と照らして整合的である。例えば、企業価値創造に繋がった案件の事例分析ではグループ再編・完全子会社化を目的とした案件が多いことが確認された。これは、対象のM&A案件が買い手企業にとってのみ特に有効な価値創造手段であったことを示唆する。それらの買い手企業にとって価値創出の源泉となるロジックやポテンシャルの情報の非対称性が高い状況において、迅速に実行し取引をクロージングする重要性が示唆される。

また、とはいえM&Aのプロセスは高い不確実性を内包するものである。近年ではDD段階においてPMI計画策定を先行して並行させる動きが多く見られるが、実行の意思決定前においても同様に実行期間における不確実性を解消するための案件評価、タスク整理を実施することを提言したい。例えば、実行期間における何らかの要因が発生することによって予定期間が超過することによる案件価値への影響や案件撤退基準、戦略目標の仮説検証等を実行意思決定の事前段階にて実施することで、結果として、実行フェーズにおける手戻りや無駄が排除され迅速な実行に結びつくものと考えられる。

✓ 外部(市場)からの初期的な評価に左右される必要はない

実務において、特に企業にとって重要なM&A案件であるほど、M&A発表前後の株価反応は企業にとっても注目されるものであると考えられる。しかし、本研究の結果は情報の非対称性が高い初期的な短期評価(CAR)は必ずしも実態をあらわさないものであることを示した。さらに、初期的にネガティブ評価を受けたとしても、その後のプロセスを迅速かつ確実に遂行し案件の価値創造ポテンシャルを示すことで、株価は好転することを示した。情報の非対称性が高い初期的な状況下における市場での期待や賭けを過度に意識する必要はなく、実態としての価値創造プロセスの遂行に注力すべきである。

✓ 組織的能力が一貫してつながるように一連のプロセスを設計すべき

M&A プロセスにおけるタスクは専門性が高い業務も多く含まれるため、実務において、多くの社員が一つの案件に携わり、プロフェッショナルタスクとして実質的な分業体制が構築されていることが想定される。知見蓄積の効率性等の観点においては有効であることもある一方、本研究が示したように、M&A プロセスにおいて価値創造を実現するためには、準備→実行→買収後統合と連続的に組織能力が発揮されることが重要である。つまり、準備フェーズにおける戦略的意図や検討事項が途切れることなく実行・買収後統合フェーズへと引き継がれる体制構築が重要である。具体的には、たとえば特定のキーパーソンやチームを準備フェーズから買収後統合フェーズまで一貫して携わらせることをコミットした案件実施体制の構築などが有効であると考えられる。これにより、該当案件が動的なプロセスとして一貫され、案件固有事項に対する知見の希薄化をふせぎ、迅速な実行とスムーズな価値創造の実現に寄与することが可能となる。

6-2 今後の展望

本研究が不足している主な課題を整理し、今後の展望として記載する。

✓ 分析対象の限定性

本研究では、法規制や金融市場の諸条件を一定化するため、日本国内市場における上場企業同士案件のみを分析対象とした。したがって、法規制や商習慣が異なるクロスボーダー案件やより情報の非対称性が高いと想定される非上場企業を含む案件において、本研究で示されたメカニズムが機能するかは今後の研究課題である。また、日本国内市場における上場企業同士案件の中でも TOB 形態を明示的に除外した。結果として、敵対的買収や現金対価が中心となる案件の特性は反映されておらず、一般化に限定が存在する。本研究が除外した特性を持つ案件群においても同様のメカニズムが存在するかは今後の研究課題である。

✓ 分析手法の限定性

分析対象が限定された結果、サンプルサイズが限定され、定量分析において分析手法が限定された。具体的には、ロジスティクス回帰分析において、モデル①では L1 正則化手法を採用する一方、モデル②では MLE 手法を採用することとなり、分析手法の統一性が減少した。また、定性分析においては評価軸設定を含め主観的分析に留まり、分析手法の客観性に一定の限界がある。

✓ 代理変数および基準日の限界性

本研究では M&A 実行に要した期間を、組織能力やタスクレベルの質を表す代理変数として位置づけた。しかし、期間は案件固有の特殊事情や交渉相手との力関係など、外部から観測不可能な要因によって左右されている可能性がある。また、同様に当該期間の起点となるアナウンス日とクローズ日を企業における重要な意思決定がなされた日と位置付けた。これらも、実質的な意思決定と形式的な意思決定など、様々な観測不可能な要因により恣意的となっている可能性を否定できない。より精緻な検証のため、今後は内部データへのアクセス等を通じ期間と組織能力の相関を直接的に検証するアプローチが必要である。

✓ 情報源の限定性

定性分析では、企業の公式な適時開示資料を分析対象とした。これらは企業が外部に向けて意図的に発信した情報であり、様々なバイアスや意図が含まれ

ている可能性がある。今後、インタビュー調査や内部資料を用いたケーススタディ手法等により、より一層準備フェーズにおける検討内容等の実態と組織能力をより深く解明するアプローチが必要である。

✓ 実行期間に影響を与える他要因による影響に関する限定性

第六章の通り、実行フェーズにおける期間は、実行フェーズを通じて発生する多様かつ不確実性の高い要因によって大きく影響を受けることが考えられる。本研究では、実行期間中に発生した遅延を発生させる要因については言及できておらず、期間の決定要因に関して研究の限界が存在する。また、迅速/遅速についても前述の通り、分析対象群の中での相対的な指標に留まる。今後の研究課題として、案件ごとの予定想定された期間に対する迅速/遅延の測定などを通じた検証が望まれる。

✓ M&A プロセス全体期間解明の必要性

本研究では、準備フェーズにおいてどれほどの検討がどれだけの期間行われていたのかを解明できていない。準備フェーズにおいて、一つの案件に固執し長期間検討を行っていた場合は、時間対効果的の観点では(NegPos 案件でも)案件期間を通じて企業価値を毀損している可能性も存在するため、M&A プロセス全体を対象とした期間と成果に関する研究が今後必要とされる。

✓ 市場の認知バイアス解明の必要性

第四章で述べた通り、「なぜ市場は初期的な段階において、価値創造ポテンシャルのある案件を過小評価してしまうのか」という点については今後の研究が望まれる。市場のメカニズムを解明することで、LOI 時点の適時開示内容をより戦略的なコミュニケーション手段として企業が活用することができるようになる可能性がある。

また、本研究の定性分析では初期的に市場がネガティブ評価をした案件群(初期 Neg 群)のみを対象とし、ポジティブ評価をした案件群(初期 Pos 群)は対象としていない。定量(統計)分析によるパターン分類および検証は統計分析の限界性として平均値・中央値をベースとしており、外れ値や特異性が考慮されていない。この観点において、初期 Pos、特に PosPos 群の中には、一貫して高い評価を受けた上で迅速な実行かつ中長期的に高い成果を実現した案件が存在する可能性がある。これら初期 Pos 群に対する定量および定性分析を含めた検証を含めた市場の認知バイアスの解明が今後必要とされる。

今後の展望としては、更なる研究を推進していくためにも、外部からでは測定不可能な知見も必要となるため、学術的な知見をさらに蓄積することは勿論のこと、ビジネス領域の専門家の知見、また、なによりも自身が実務家として一連の M&A プロセスの経験を積み重ねてゆくことが重要であると認識している。

本研究を通じ、多段階・多主体・多指標の高難易度な意思決定問題として M&A を扱い、そのプロセスを通じた迅速さと企業価値創造のメカニズムを明らかにするという当初の目的は一定程度果たされたと考える。一方、経営における最高難易度のテーマであり、人間組織の本質に迫るものであるため、全ての要因を明らかとするには当然及ばない。

Louis Pasteur は「Chance favors the prepared mind」との言葉を残したが、本研究の結論も「主体的かつ一貫した目標と周到かつ十分な準備をもって機会を逃さず迅速に実行することが価値創造をもたらす」という、言われれば当たり前だが実際は極めて難しい本質的な示唆に集約される。

今後も、独立自尊と進取の精神をもってその神髄に迫るべく邁進したい。

謝辞

本研究をまとめるにあたり、多くの方からご指導、ご支援を頂きました。心より感謝申し上げます。まず、第一に、そして最大に、本論文の主査である清水勝彦先生に心より感謝を申し上げます。先生との出会いはKBS進学前の丸紅株式会社社内研修で、先生の講義を通じてより深く経営学を学びたいとの決意をもちました。先生とのセレンディピティな出会いがなければ、KBSへ進学することはありませんでした。KBSでは、講義やゼミナールでのご指導を通じ、「一見当たり前と思われるつまらないことにこそ経営や組織、人の本質があらわれる」という先生の哲学に触れる中で、研究のみならず自身の人生観についても深く考え直し議論する機会を日々頂けたこと、深く感謝しております。富士登山挑戦など、公私ともにお世話になり大変良い思い出です。今後とも何卒宜しくお願い申し上げます。

そして、貴重なお時間を割いて頂き、副査を快諾してくださった3名の先生方(五十音順)に、心より感謝申し上げます。

芦澤先生には、本研究を進めるにあたり、イベントスタディの採用を助言頂いたおかげで、分析手法の骨子を固めることができました。また、面白い案件を見つけて事例内容を詳しく考察する手法をご提案頂き定性分析を進めることが出来ました。先生のご助言で分析をスムーズに進められたと考えています。ありがとうございます。

岡田先生には、統計的手法の落とし穴、つまり母集団の平均的属性を明らかにすることで個別企業の希少性が反映されず特殊性や異質性が軽視されてしまう点をご指導頂いたこと強く覚えています。個別企業にとってVRIOを満たす競争優位性をもたらす要因になっているのか否かという視点は、本研究のみならず今後も常々大事にしていきたいと考えています。また、修士論文発表会では、Barney先生の著作もご紹介頂き、執筆における最後の一瞬までご知見を提供頂きました。ありがとうございます。

齋藤先生には、研究においては広く調べてから必要に応じて絞ってゆく重要性や、一つの変数に対して多面的な可能性を追求する姿勢をご指導頂きました。また、講義や論文指導を通じ、M&Aプロセスやその実態に対する理解を深める機会を多く頂きました。M&Aに対する全体像理解を深められたからこそ、本研究にチャレンジすることができたと考えています。ありがとうございます。今後はM&Aの形態種別やその特性にも着目して研究を深めていきたいと思

また、M47 期の同期の皆さんには、本研究のみならず全てにおいて大変お世話になり心より御礼を申し上げます。ゼミ同期の本明さん渡邊さん曹さんにはゼミ内での様々な議論を通じ新たな学びを得る機会を多く頂きました。M47 期では学年代表を務めさせて頂きましたが、同期の皆さんのお力添えがなければ種々円滑な運営は叶いませんでした。また、日々の講義や研究に関する意見交換や勉強会を同期の皆さんとともに日々行えたことは大変示唆に富んでおり、KBS での学びの大きな基盤となりました。特に、菅野君、島村君、勝又さんとは学生生活を通じてチーム【補完】として様々なプロジェクトを共にさせて頂き、新たな気づきや出会い、視点を多く得られる大変刺激的な日々を過ごすことができました。ありがとう。心よりの感謝を申し上げますとともに、今後とも未永くよろしく願いいたします。

加えて、これまでご縁がありご指導頂いた上司・同僚・先生方の皆様に感謝申し上げます。丸紅株式会社の皆様には、休職しての MBA 進学を快諾して頂き、また、在学中も日々お気遣い頂きコミュニケーションを取らせて頂いたこと心より感謝しております。そして、KBS マーケティング戦略論の石田泰博先生、先生のように、良いところをみて朗らかに自分の頭と価値観で考え自分だけの感動ストーリーを創り出せるように生きていこうと思います。

最後に、これまでずっと私を支えてくれた両親、家族、猫のちゃこちゃんに心より感謝申し上げます。「チャンスは前に毛が三本」という母の教えはずっと私の指針になっており、研究を通じて根底にあるテーマでもありました。前からやってくるチャンスに気づけるよう、チャンスを掴むタイミングを逃さぬ一歩を踏み出せるよう、日々そのための準備が出来ているか、自分自身に問い続けながらこれからも生きていきたいと思っています。

2026 年 2 月 長野智也

引用参考文献・補足資料一覧

引用参考文献一覧

本研究内にて引用または参考した文献は以下の通りである。なお、文献の記載順序は本文中における初出順とし、同一文献を複数回引用または参考した場合は、最初の出現箇所に基づき記載した。また、web リンクが記載されているものについては、2026 年 1 月 5 日時点において接続確認を実施した。

WORLD ECONOMIC FORUM_ Chief Economists Outlook: May 2025

https://reports.weforum.org/docs/WEF_Chief_Economists_Outlook_May_2025.pdf

OECD_OECD Economic Outlook, Volume 2025 Issue 1

https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-1_83363382-en.html

FINANCIAL TIMES_ (December 26, 2025) _Global dealmaking hits \$4.5tn in second-best year on record

[Global dealmaking hits \\$4.5tn in second-best year on record](#)

Houlihan Lokey Inc,_ (December 19, 2025)_ 日本 M&A 市場の最新動向 ～2025 年の総括（速報版）

[日本 M&A 市場の最新動向 ～2025 年の総括 | フーリハン・ローキー株式会社](#)

McKinsey & Company_ (February 19, 2025) _Report_ M&A Annual Report: Is the wave finally arriving?

<https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/top-m-and-a-trends>

PwC_ (January 28, 2025) _Report_ M&A in 2025: Big deals, winning hands, and wild cards

<https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

Robert F. Bruner, (2002). Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-maker *Journal of applied Finance* 12 (1), 48-68

Angwin, D. N., Urs, U., Appadu, N., Thanos, I. C., Vourloumis, S., & Kastanakis, M. N. (2022). Does merger & acquisition (M&A) strategy matter? *A contingency perspective. European Management Journal*, 40(6), 847-856

A. Rufolo, T. Paientko, & K. Dziergwa, (2025). M&As and Corporate Financial Performance: An Empirical Study of DAX 40 Firms. *FinTech*, vol. 4, no. 3, p. 43

塩野 誠・宮下 和昌 (2015) 『事業担当者のための逆引きビジネス法務ハンドブック』 東洋経済新報社

株式会社カラー(執筆：成田和優) (2023) 『プロジェクト・シン・エヴァンゲリオン-実績・省察・評価・総括-』 株式会社カラー

服部 暢達(2015) 『日本の M&A 理論と事例研究』 日経 BP 社

服部 暢達(2018) 『ゴールドマン・サックス M&A 戦記 伝説のアドバイザーが見た企業再編の舞台裏』 日経 BP 社

Jay B. Barney, (1997) 『Gaining and sustaining competitive advantage』 Addison-Wesley Pub. Co.

芳賀裕子・立本博文 (2023) . M&A に必要な本社能力に関する研究. 赤門マネジメント・レビュー, 早期公開 0220331a.

Zollo, M., & Meier, D. (2008). What is M&A performance? *Academy of Management Perspectives*, 22(3), 55-77.

日本取引所グループ (Japan Exchange Group) Overview of Timely Disclosure
[Overview of Timely Disclosure | Japan Exchange Group](#)

日本取引所グループ (Japan Exchange Group) Timely Disclosure Rules
[会社情報適時開示ガイドブック | 日本取引所グループ](#)

栗林法律事務所 (01. 17. 2023) _ M&A における適時開示

Eisenhardt, K. M. (1989). Making fast strategic decisions in high-velocity environments. *Academy of Management Journal*, 32(3), 543-576.

Eppler, M. J., & Mengis, J. (2004). The concept of information overload: A review of literature from organization science, accounting, marketing, MIS, and related disciplines. *The Information Society*, 20(5), 325-344

Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999). The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.

Walsh, J. P. (1995). Managerial and organizational cognition: Notes from a trip down memory lane. *Organization Science*, 6(3), 280-321.

O'Grady, S., & Lane, H. W. (1996). The psychic distance paradox. *Journal of International Business Studies*, 27(2), 309-333.

Stahl, G. K., & Voigt, A. (2008). Do cultural differences matter in mergers and acquisitions? *A tentative model and examination. Organization Science*, 19(1), 160-176.

Thompson, E.K & Kim, C. (2020). Post-M&A performance and failure: Implications of time until deal completion. *Sustainability*, 12(7), 2999.

Meckl, R. (2004). Organising and leading M&A projects. *Long Range Planning*, 37(2), 155-171.

補足資料一覧

第五章の定性分析にて分析対象とした M&A 案件の一覧を記載する。

✓ NegPos 案件群

#	買い手企業	売り手企業	公表日
1	京成電鉄株式会社	新京成電鉄株式会社	2022年4月 28日
2	J トラスト株式会社	Nexus Bank 株式会社	2022年1月 12日
3	株式会社ヤマダ電機	株式会社大塚家具	2019年12 月12日
4	新日鉄住金ソリューションズ株式会社	株式会社ネットワークバリ ューコンポネンツ	2016年9月 30日
5	ミネベア株式会社	ミツミ電機株式会社	2015年12 月21日
6	EPS ホールディングス株式会 社	株式会社総合臨床ホールデ ィングス	2015年9月 28日
7	株式会社野村総合研究所	株式会社だいこう証券ビジ ネス	2014年3月 14日
8	エイチ・ツー・オー リテイリ ング株式会社	イズミヤ株式会社	2014年1月 31日
9	株式会社イエローハット	株式会社モンテカルロ	2011年12 月2日
10	O a k キャピタル株式会社	株式会社フライトシステム コンサルティング	2011年3月 10日
11	株式会社十六銀行	株式会社岐阜銀行	2010年9月 28日
12	三菱マテリアル株式会社	三菱電線工業株式会社	2009年11 月27日
13	東京急行電鉄株式会社	株式会社東急ストア	2008年3月 27日
14	株式会社ミレアホールディ ィングス	日新火災海上保険株式会社	2006年5月 19日
15	ミサワホームホールディン グス株式会社	東北ミサワホーム株式会社	2006年5月 12日

16	株式会社セブン&アイ・ホールディングス	株式会社ヨークベニマル	2006年4月 11日
17	大和ハウス工業株式会社	大和工商リース株式会社	2006年3月 13日
18	大和ハウス工業株式会社	ダイワラクダ工業株式会社	2006年3月 13日
19	大和ハウス工業株式会社	大和物流株式会社	2006年3月 13日
20	株式会社U F J ホールディングス	U F J つばさ証券株式会社	2004年3月 29日

✓ NegNeg 案件群

#	買い手企業	売り手企業	公表日
1	株式会社 AOKI ホールディングス	株式会社ランシステム	2022年5月 23日
2	株式会社ショーケース	日本テレホン株式会社	2022年1月 26日
3	株式会社 AFC-HD アムスライフサイエンス	株式会社さいか屋	2021年4月 16日
4	朝日放送グループホールディングス株式会社	株式会社ディー・エル・イー	2019年5月 10日
5	株式会社ミライト・ホールディングス	株式会社T T K	2018年4月 27日
6	株式会社サーラコーポレーション	中部瓦斯株式会社サーラ住宅株式会社	2016年4月 6日
7	株式会社サーラコーポレーション	サーラ住宅株式会社	2016年4月 6日
8	出光興産株式会社	昭和シェル石油株式会社	2015年11月 12日
9	株式会社ネクスグループ	株式会社SJI	2015年6月 1日
10	DCM ホールディングス株式会社	株式会社サンワドー	2015年4月 10日

11	大和ハウス工業株式会社	大和小田急建設株式会社	2015年2月 6日
12	オリックス株式会社	株式会社大京	2014年1月 17日
13	エムスリー株式会社	株式会社メディサイエンス プランニング	2013年12 月2日
14	Oak キャピタル株式会社	株式会社ナノ・メディア	2013年2月 8日
15	古河電気工業株式会社	東京特殊電線株式会社	2012年2月 7日