

M&Aと業績について

南山大学経済学部 川本ゼミ

阿井寿城 藤井千尋 松井翔平 山下都乃

目次

- 1 M&Aの最近の動向
- 2 先行研究
- 3 研究の動機
- 4 データセット
- 5 基本統計量
- 6 仮説
- 7 分析結果
- 8 結論
- 9 クロスボーダーM&Aの今後

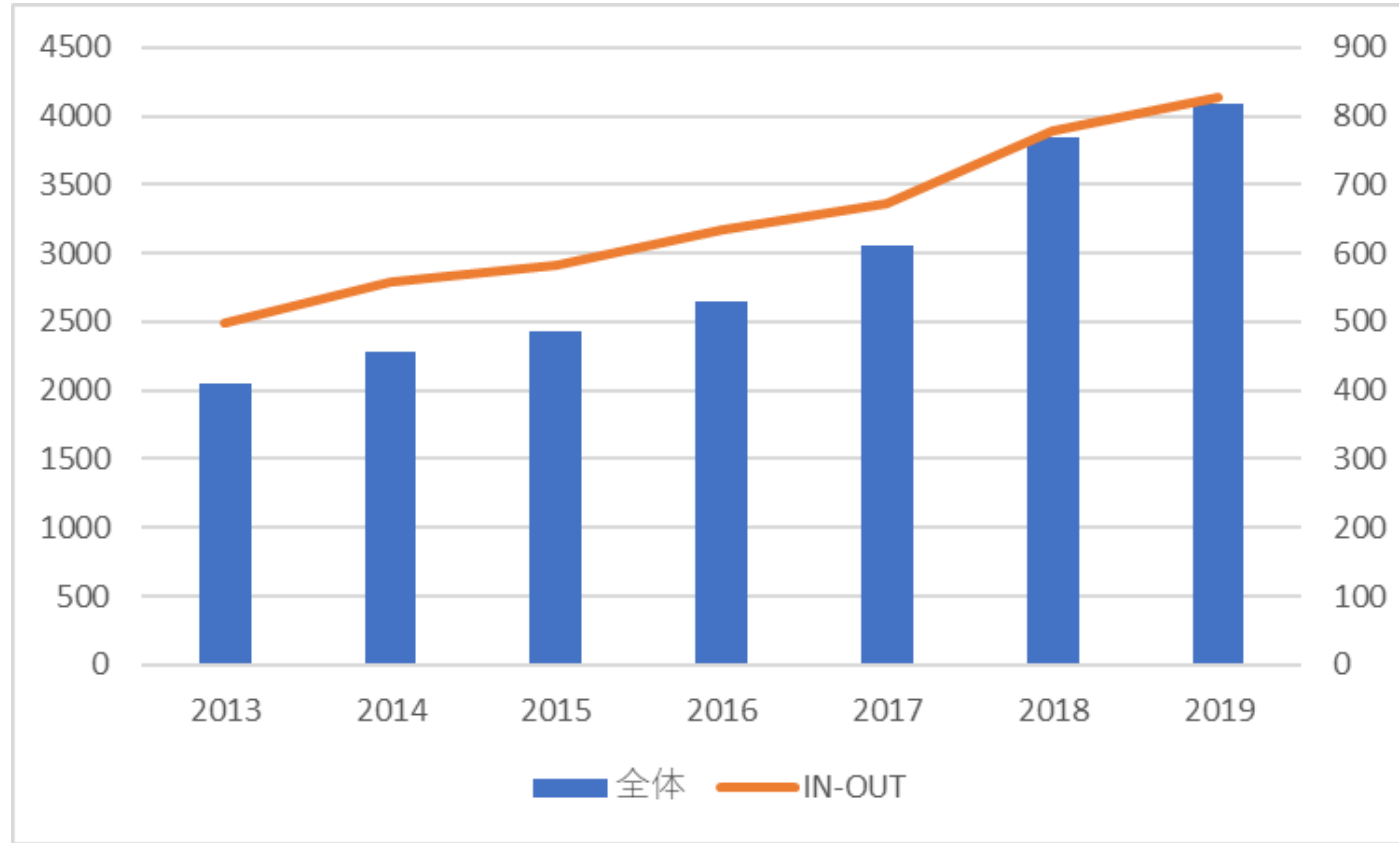
動向

M&A件数は年々増加傾向にある
その背景として会社法の改正などがあげられる

年 度	法 律
2006	会社法の制定
2011	産業活力再生特別措置法
2014	会社法の改正
2019	会社法の小規模改正

増加傾向にあるM&Aによって会社の業績にどう影響を与えているのかを知ることでM&Aのメリットを知り今後を考える

M & A件数の推移



2013年/2048件 → 2019年/4088件

先行研究

米国における主な財務業績効果研究

研究	サンプル期間	測定指標	結果
Ravenscraft and Scherer	1950-1977	ROA	負に有意
Healy et al(1992)	1979-1984	営業CF(時価ベース総資産で除した)	正に有意
Clark and Ofek(1994)	1981-1988	営業CF(時価ベース売上高で除した)	低下
Parrino and Harris(1999)	1982-1987	Healy et al(1992)と同様	正に有意
Montgomery and Thomes(1998)	1976-1979	ROA、流動比率、ICR、負債比率	コントロール企業に対して業績は下回る
Cho and Cohen(1997)	1983-1987	Healy et al(1992)と同様	実施前急速に低下 後実施後回復
Hertzel et al(2002)	1980-1996	ROA	負に有意
Chou et al(2009)	1980-2000	Healy et al(1992)と同様	負に有意

先行研究

日本における主な財務業績効果研究

研究	サンプル期間	測定指標	結果
Odagiri and Hase(1989)	1980-1987	ROA、売上高成長率	低下
Yeh and Hoshino(2002)	1970-1994	ROE、ROA、売上高成長率	低下
小本(2002)	1981-1995	ライバル企業と比較した相対的ROA	合併直後やや回復 (有意ではない)
Kruse et al(2007)	1969-1999	Healy et alと同様	正に有意
長岡(2005)	1985-2003	売上成長率、雇用成長率、総資産営業利益率	売上高成長率成長率のみ正に有意
保田	1990-2008	ROA (Healy et al)	実施年度、1期後において負に有意

先行研究

事業の関連性

Healy et al(1992)	同業種合併の方が営業CFリターンが高くなる
Kruse et al(2007)	異業種合併の方が財務業績向上効果が高い

代表取締役の海外実務経験

轟 貴久	海外実務経験を有する日本人取締役がいるとクロスボーダーM&Aをする傾向が高まる
------	---

動機

- ▶ M&A後の業績変動は研究によって異なり明らかになっていない。
- ▶ 近年増加しているクロスボーダー案件の研究は少ない
- ▶ 影響を与える要因は複数あると考えられる。



**考えられる要因から業績が改善しているM&Aの特徴を
知ることによって日本企業が海外M&Aで成功する鍵が握れるのでは...**
(事業の関連性、代表取締役の海外実務経験、買収金額)

データセット

▶ 分析方法

対象期間に100億円以上の海外M&Aをした企業を厳選

その後3年間の業績を見る

調査期間他に100億円以上のM&Aをしていないか確認

各変数のデータを集め回帰分析

説明変数

(M&Aをする企業の特徴)



被説明変数

(M&Aをした後の業績)

データセット（条件）

- ①クロスボーダーM&A（IN-OUT型）
- ②金融を除く上場企業
- ③100億円以上の大規模なM&A
- ④2011年4月から2017年3月までの期間に実施
- ⑤3年間他に100億円以上のM&Aをしていない

→94社のデータ

- ▶ 会社四季報（2011～2018）
- ▶ M&Aオンライン
- ▶ 各企業の有価証券報告書

データセット

被説明変数

▶ **自己資本利益率** 高いほど株主評価 ↑

ROE (2期後から1期後の差)、ROE (3期後から1期後の差)

▶ **総資本利益率** 高いほど利益獲得の効率 ◎

ROA (2期後から1期後の差)、ROA (3期後から1期後の差)

▶ **株価純資産倍率** 1株当たり純資産の何倍の値段か

PBR (2期後から1期後の差)、PBR (3期後から1期後の差)

データセット

説明変数

- ▶ 買収金額
- ▶ 代表取締役の海外実務経験ダミー※現地での実務経験に限る
- ▶ 関連ダミー
(コントロール変数)
- ▶ 規模：総資産
- ▶ 業種：製造業ダミー
- ▶ 負債比率：自己資本比率
- ▶ FSR(外国人持ち株比率)

基本統計量

被説明変数

	ROE (2期後-1期後)	ROA (2期後-1期後)	PBR (2期後-1期後)
平均	0.002	-0.003	0.006
最小	-0.379	-0.165	-9.45
最大	0.357	0.125	16.52
標準偏差	0.096	0.041	2.27
	ROE (3期後-1期後)	ROA (3期後-1期後)	PBR (3期後-1期後)
平均	-0.007	0.014	-0.26
最小	-0.328	-0.23	-10.62
最大	0.354	0.94	4.64
標準偏差	0.097	0.123	1.664

基本統計量

説明変数

	買収金額	海外実務経験ダミー	関連ダミー	外国人持ち株比率
平均	57374	0.155	0.527	0.238
最小	10000	0	0	0
最大	419000	1	1	0.717
標準偏差	73181	0.36	0.502	0.162
	総資産	製造業ダミー	自己資本比率	
平均	2556492.426	0.521	0.487	
最小	87734445	0	-0.035	
最大	6925	1	0.966	
標準偏差	9455893.114	0.502	0.194	

仮説

- クロスボーダーM&Aを行う→新市場開拓、新商品開発
→業績は良くなる！！
- M&A後すぐに結果が反映されるとは考えにくい
→2期後より3期後の方が結果がより顕著に出る

仮説（使用した説明変数）

説明変数	影響	根拠
買収金額	↗	規模が大きいM&Aの方が被説明変数に大きな影響を与えそう
海外実務経験ダミー	↗	社長が海外経験の知識を活かせればさらなる成長を見込めそう
関連ダミー	↗	生産能力や新たな販路拡大につながりそう
総資産（コントロール変数）	—	規模をコントロールするために導入
製造業ダミー（コントロール変数）	—	業界をコントロールするために導入
自己資本比率（コントロール変数）	—	負債比率をコントロールするために導入
外国人持ち株比率（コントロール変数）	—	外国人持ち株比率をコントロールするために導入

分析結果 (ROE)

2期後 - 1期後

3期後 - 1期後

説明変数	係数 (標準誤差)	有意or非有意
買収金額	2.85695e-08 (1.70361e-07)	
海外実務経験ダ ミー	0.0119646 (0.0274386)	
関連ダミー	-0.0060611 (0.0209328)	
総資産	-3.78021e-09 (1.06429e-09)	***
製造業ダミー	-0.0112754 (0.0212040)	
自己資本比率	-0.0127154 (0.0526854)	
外国人持ち株比 率(FSR)	0.0009237 (0.0623953)	

説明変数	係数 (標準誤差)	有意or非有意
買収金額	1.22740e-07 (1.73358e-05)	
海外実務経験ダ ミー	0.0572426 (0.0278788)	**
関連ダミー	-0.0100744 (0.2147610)	
総資産	-3.38706e-09 (1.067676e-09)	***
製造業ダミー	-0.0022039 (0.0217589)	
自己資本比率	-0.0593375 (0.0556952)	
外国人持ち株比 率(FSR)	-0.0493710 (0.0635513)	

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示している

分析結果 (ROA)

2期後 - 1期後

説明変数	係数 (標準誤差)	有意or非有意
買収金額	-9.15971e-09 (6.97960e-08)	
海外実務経験ダ ミー	-0.0015948 (0.0112415)	
関連ダミー	0.0020431 (0.0085761)	
総資産	-1.79400e-09 (4.36033e-010)	* * *
製造業ダミー	-0.0103886 (0.0086857)	
自己資本比率	-0.0124058 (0.0215850)	
外国人持ち株比 率(FSR)	0.0115011 (0.0255630)	

3期後 - 1期後

説明変数	係数 (標準誤差)	有意or非有意
買収金額	9.10302e-07 (2.17014e-07)	* * *
海外実務経験ダ ミー	-0.0060974 (0.0348995)	
関連ダミー	-0.0582713 (0.0268843)	* *
総資産	-1.44873e-09 (1.34792e-09)	
製造業ダミー	-0.0113935 (0.0272384)	
自己資本比率	-0.0610000 (0.0697208)	
外国人持ち株比 率(FSR)	-0.0178509 (0.0795552)	

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示している

分析結果 (PBR)

2期後 - 1期後

3期後 - 1期後

説明変数	係数 (標準誤差)	有意or非有意
買収金額	2.74272e-06 (3.55025e-06)	
海外実務経験ダ ミー	-1.1834300 (0.6771030)	*
関連ダミー	0.1570850 (0.5112940)	
総資産	-5.70949e-08 (2.58228e-08)	**
製造業ダミー	0.2602900 (0.5186480)	
自己資本比率	0.5799990 (1.2914500)	
外国人持ち株比 率(FSR)	-1.6068900 (1.5142800)	

説明変数	係数 (標準誤差)	有意or非有意
買収金額	2.10447e-06 (2.48410e-06)	
海外実務経験ダ ミー	-1.4187500 (0.4737670)	***
関連ダミー	-0.1510520 (0.3577510)	
総資産	-3.98907e-08 (1.80682e-08)	**
製造業ダミー	-0.0854108 (0.3628960)	
自己資本比率	1.5201500 (0.9036250)	*
外国人持ち株比 率(FSR)	-0.9292690 (1.0595400)	



※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示している

分析結果 (ROE)

2期後－1期後

説明変数	影響
買収金額	非有意
海外実務経験ダミー	非有意
関連ダミー	非有意
総資産	
製造業ダミー	非有意
自己資本比率	非有意
外国人持ち株比率 (FSR)	非有意

3期後－1期後



説明変数	影響
買収金額	非有意
海外実務経験ダミー	
関連ダミー	非有意
総資産	
製造業ダミー	非有意
自己資本比率	非有意
外国人持ち株比率 (FSR)	非有意

分析結果 (ROA)

2期後—1期後

説明変数	影響
買収金額	非有意
海外実務経験ダミー	非有意
関連ダミー	非有意
総資産	
製造業ダミー	非有意
自己資本比率	非有意
外国人持ち株比率 (FSR)	非有意

3期後—1期後

説明変数	影響
買収金額	
海外実務経験ダミー	非有意
関連ダミー	
総資産	非有意
製造業ダミー	非有意
自己資本比率	非有意
外国人持ち株比率 (FSR)	非有意

分析結果 (PBR)

2期後－1期後

説明変数	影響
買収金額	非有意
海外実務経験ダミー	↓
関連ダミー	非有意
総資産	↓
製造業ダミー	非有意
自己資本比率	非有意
外国人持ち株比率 (FSR)	非有意

3期後－1期後

説明変数	影響
買収金額	非有意
海外実務経験ダミー	↓
関連ダミー	非有意
総資産	↓
製造業ダミー	非有意
自己資本比率	↗
外国人持ち株比率 (FSR)	非有意

結論

代表取締役における海外実務経験の有無は、ROEを増加させ、PBRを低下、ROAに関しては非有意という結果になった。



業績は上がりやすい

しかし、代表取締役の海外実務経験がクロスボーダーM&Aするにあたって必須とは言い切れない。
PBRはM&A後の動向を長期的に見る必要があるので、一概に低下が悪いとは言えない。

結論

M&Aを行った企業間の業種の関連性は、ROAが低下させ、他の指標は非有意という結果になった。



業績は関係しない

業種問わず、M&A直後は資金を使うのでROAが低下する傾向にあるので、未来への投資とも取れる。

結論

製造業もしくは非製造業であるかに関しては、すべての指標で非有意という結果になった。



無関係

クロスボーダーM&Aの今後

- ▶ 分析結果から、買収金額がROAにおいてプラスに有意した
→結果から買収金額の高い企業を買収することは総資産に対する純利益が上がりやすい。
- ▶ クロスボーダーM&Aを重要な戦略の一つとする日本企業にとって、海外実務経験のある代表取締役の存在は大きく、知見を活かしていくことが重要。

クロスボーダーM&Aの課題

- ▶ 今回の研究では買収金額が100億円以上を対象に研究を行った。
- ▶ 買収金額が低い場合のM&Aではどのような結果になるのか、さらなる研究が必要。
- ▶ また、1期後-3期後までのデータなので長期的に業績を見たらまた研究結果が変わるのではないかと考える。

参考文献

矢部謙介(2013) 同文館出版
日本における企業再編の価値向上効果
～完全子会社化・事業譲渡・資本参加の実証分析～

小田切宏之(1992) 東洋経済新報社
日本企業戦略と組織
～成長と競争のメカニズム～

久保克行・齋藤卓爾(2007)
合併・買収と従業員の賃金

ご清聴ありがとうございました。