

(論文内容の要旨)

本論文は、M&A によってもたらされる経済的影響（経済効果）について、既存の実証研究によって明らかにされた知見を整理したうえで、M&A を引き起こす要因、M&A 公表時の株価への影響、M&A 後の業績への影響、買収防衛策の機能、および M&A 時に経営者が実施する会計政策について考察を行ったものである。さらに、M&A 後の業績のうち、収益性に与える影響に焦点をあて、会計データを用いた経験的な検証も試みている。昨今、日本においても、多くの M&A 取引が行われるようになったが、その機能を検証した実証研究の蓄積は十分ではない。そこで、本論文は、実証的なアプローチによる検証を通じて、M&A 取引がもつ経済的機能を明らかにすることを目的としている。

本論文の構成は以下の通りである。

第 1 部では、M&A について、米国および日本の先行研究で明らかにされた知見を整理し、M&A 取引の機能について考察を行うことを目的としている。

第 1 節では、企業数の増加をコントロールしてもなお M&A 件数が急速に増加している点を指摘したうえで、実証研究による M&A の機能解明の重要性と、M&A 取引に登場するプレイヤーに用いる用語の確認を行っている。

第 2 節では、M&A がもたらす経済効果を検討する以前に、M&A を引き起こす要因について検討する必要性を説明し、シナジーの獲得を動機とした通説的な動機以外にも、経営者が私的利益を追求する手段として M&A を実施する場合があります。その際には、最適企業規模を超えるような M&A を行う可能性を指摘している。また、企業内部の要因以外に、産業ショックや株価の過大評価、情報カスケードや金融市場の資金流動性といった外部的な要因によっても、M&A が誘発される可能性を指摘している。また、一連の会計制度改革等の制度変更も間接的な要因として M&A を誘発している点にも言及している。なお、これらの要因のうち、産業ショックによって M&A が引き起こされる点については、M&A がもたらす経済効果を検証する際に、注意を払う必要があることを指摘している。

第 3 節では、M&A 公表時のイベント・スタディーによる知見を整理し、株式時価総額で表わされる企業価値への影響（株価効果）を考察している。その結果、取得企業は必ずしもプラスの超過リターンを得るわけではないが、対象企業側にプラスの超過リターンが生じ、その両者を結合体としてみると、トータルでプラスの超過リターンを得ていることを確認している。また、取得企業と対象企業との間で株価効果の出現に差が出る現象について、対象企業側で経営の非効率性が排除される可能性、および取得企業の株主から対象企業の株主への富の移転が生じている可能性を指摘している。また、株主間でただ富が移転するだけでなく、M&A によってシナジーが生じる点の考察を行っている。そのうえで、M&A 取引にはシナジーが存在し、株価を増大させるうる可能性があるとの見解を示している。

第4節では、M&Aによって、実際に企業の業績が改善するのか（業績効果）についての知見を整理し考察を行っている。アメリカの先行研究では、M&A後に業績が改善すると報告するものが多いのに対し、日本の先行研究では業績が悪化する、あるいは改善しないことを報告するものが多いことを確認している。申請者は、後者の知見について、リサーチ・デザイン上の問題に依存するおそれを指摘し、分析結果の解釈に慎重であるべきとの主張を行なっている。

第5節では、買収防衛策について、経営者が敵対的買収から身を守るために導入するものであり、実際に、経営者の身分の保全に買収防衛策が有効であることを確認している。また、買収防衛策の導入が株主に与える影響は一様ではないことを確認し、その背後に株主価値を犠牲にした経営者保身と、経営者の任期延長による脱近視眼的経営の二つの可能性を指摘している。

第6節では、M&Aと経営者が実施する会計政策に関する知見について考察を行っており、取得企業の経営者は、株式を対価とするM&Aを行う際に利益増加型の会計政策を実施し、対象企業の経営者は、買収防衛策を導入した場合に保守的な会計政策を実施することを指摘している。また、企業結合時の会計処理である持分プーリング法とパッチェス法について、米国でも持分プーリング法を好んで採用される点を確認したうえで、持分プーリング法を採用する背景には、買収プレミアムの隠蔽、経営者報酬制度の存在、財務制限条項への抵触回避等の要因が存在することを確認している。そのうえで、M&Aの株価効果や業績効果を分析する際に、採用した会計手続きに応じてサブ・サンプルを設定する必要性、および会計政策の影響を受けにくい業績指標を採用する必要性を提言している。

第2部では、第1部での考察結果を踏まえたうえで、日本のM&A実施企業の収益性に焦点を当て、M&Aの後に業績効果が生じるのかについての実証的な検証を試みている。申請者は、先行研究が必ずしもコントロールしてこなかった、100%出資子会社合併に該当する案件や、繰り返しM&Aを行っている案件をサブ・サンプルとして区分したうえで、M&Aが特定の産業に集中して生じる点に配慮し、業界平均値との比較を通じてM&A実施企業の収益性を検証している。その結果、M&Aは、収益性を悪化させるものではないことを示唆する結果を得ている。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、近年増加傾向にある M&A 取引を題材に取り上げ、既存の先行研究の知見の考察と、著者自身による実証分析を通じ、M&A の経済機能を明らかにしようとしたものである。本論文は、M&A には収益性を改善させる効果があることを示唆する結果を導いており、企業にとって、M&A 取引が事業再編の手段として有効な選択肢の一つであることを析出している。

本論文の学術的貢献としては、先行研究がコントロールしてこなかった要因のコントロールに取り組んだうえで分析を行っている点にあり、具体的には以下の 4 点を挙げることができる。

第 1 に、M&A 実施企業の ROA の期間的推移を見るだけではなく、M&A 非実施企業の ROA との比較を通じ、M&A が企業の収益性に与える影響を検出しようと試みた点である。その際に、産業構造に急激な変化をもたらすファクター（規制緩和、技術革新）の存在から、M&A が特定の産業に集中して生じる旨を指摘しており、本論文では、M&A 非実施企業の代わりに産業平均値を採用する旨に言及している。その比較を通じ、M&A 実施企業の ROA が、産業平均をオーバーパフォームし、その乖離幅が年々拡大する事実を提示している。

第 2 に、日本の M&A に多く含まれると指摘される 100%出資子会社合併をサブ・サンプルとして、それ以外の M&A サンプルと区分したうえで分析を行っている点である。100%出資子会社との合併は、企業グループという視点に立つと、実態を変化させる訳では無く、追加的なシナジーの発現は期待されない。その点に配慮した分析を行っている点でもユニークである。

第 3 に、M&A 実施企業の沿革情報を辿り、繰り返し M&A を実施している企業を特定し、複数の M&A の影響が混入することを回避することに努めている点である。本論文では、サンプル内の約 6 割の企業が、M&A 実施年度から 5 年以内に、2 度目、3 度目の M&A を実施していることが示されている。それらを取り除いた分析を行うことで、M&A が収益性に与える影響を、明確に捉えようと試みている。

第 4 に、企業結合時の会計手続き選択についてもコントロールを行うべく調査に取り組んでおり、日本企業がパーチェス法ではなく、持分プーリング法を好んで採用する点を明確にしている。この点には、とくに資料的な価値が認められる。本論文では、これらの要因のコントロールを試みたうえで、M&A には収益性を改善させる効果があることを提示している。

第1に、本論文で用いているM&Aという言葉は、法学、企業経済学、経営学、および会計学の各分野で定義が異なっている。本研究は、会計学における定義に依拠しているが、M&Aと企業合同、合併、企業結合といった用語との関係をより明確にする必要がある。概念を操作可能な形で明確に定式化することによって、実証研究における検証の意義をより明確にすることができるであろう。

第2に、実証部分において採用したリサーチ・デザインは、先行研究にないチャレンジングな方法であり、そうであるがゆえに、その分析方法の正当性を示すことが今後の不可欠の課題となる。リサーチ・デザインの理論的基礎をより強固なものにするとともに、他の研究対象に当該方法を適用していくことにより、当該方法の分析能力の高さや頑健性を証明していくことが求められよう。

第3に、本論文ではパフォーマンス・スタディーの先行研究のリサーチ・デザイン上の不備を指摘し、その欠点を解消する方向で独自の研究を行っている。しかし、パフォーマンス・スタディーと対置されているイベント・スタディーの先行研究にも改良の余地はあるであろう。本研究と同一のサンプルを用いて、自らイベント・スタディーを実施することによって、本研究の完成度を高めることができる。

以上のような課題を残しているとはいえ、それらは将来に向けた研究の発展のための方向性を示唆したものであり、本論文が現時点において達成した学術的価値をいささかも損なうものではない。よって、本論文は、博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認める。なお、平成21年2月21日に、論文内容の審査とそれに関する試問を行った結果、合格と認めた。