

経営統合の白紙撤回に 市場はどう反応したのか？

How Does the Market React to Terminating
the Management Integration ?

一ノ宮 士郎

Shiro Ichinomiya

専修大学経営学部

School of Business Administration, Senshu University

■キーワード

経営統合, 白紙撤回, 市場の反応

■論文要旨

企業再編形態として、合併に加え、持株会社の設立含めた経営統合が話題になることが最近多い。経営統合を大々的に発表しながら、結果的に白紙撤回に至ったケースも散見される。本稿は、経営統合を白紙撤回したケースを取り上げ、特に市場がかかる事例にいかなる反応をしたかを実証的に考察する。結論として、経営統合の成否を評価する場合には、当事者企業の株価の動向を注視することは有用な着眼点であることが明らかになった。

■Key Words

Management Integration, Revocation, Market Reaction

■Abstract

In addition to the mergers as the corporate restructuring, we tend to use the management integration recently. On the other hand, we also experience the complete revocations of the tie-up talks. In this paper, I investigate the market reaction to those cases empirically. In conclusion, I find that it is useful to monitor the trend of the stock prices of the companies concerned in order to predict the outcome of the deal.

1 はじめに

本稿は、従来から実施されていた企業再編形態である合併に加え、商法の改正あるいは会社法の制定により順次改善また制度化された株式交換や株式移転を利用した持株会社の設立含めた、いわゆる経営統合を考察対象とするものである。経営統合とは、通常企業再編を表現する場合に使用されるものの、定義はあいまいである。一般的に二つ以上の企業の経営を統合することを意味し、実際には合併と二つ以上の企業による共同持株会社設立（例外的に、子会社化も含まれる）を指すことが我が国では多いと思われる¹⁾。

従って、経営統合という概念は、企業結合の具体的な方法を示すものではなく、結合の形態を示す用語と理解すべきであろう。また、合併や買収という表現を援用する場合に比べ、従業員等へのインパクトを和らげたり、企業結合の対等性をあえて強調したい場合に使用されることも多いのではないかと推測される。その意味において、経営統合なる概念は、欧米のM&A実務とはやや異なる日本型企业再編とも称されうるものであり、日本的な表現であるといえよう。

ところで企業再編に関しては、我が国におけるM&Aの活発化や買収防衛策の積極化等を踏まえ、様々な視点から理論的又は実証的な検討が加えられていることは周知のとおりである。しかしながら、同じ企業再編とはいえ、経営統合に関して学術的な検討が行われている例は比較的少ない。最近における研究の中心は、もっぱら企業買収を巡る問題となっており、有名企業の事例がありながら経営統合にはさほど目が向けられてはこなかったといっても過言ではない。まして経営統合を大々的に打ち上げておきながら、結局のところ白紙撤回に至ったケースも散見されるようになってきているが、欧米では学術研究があるものの、我が国での白紙撤回事例を学術的に分析した例は筆者が知る限りはない。

最近も、食品・飲料業界のキリンホールディングスとサントリーホールディングスが、2009年6月に経営統合を目指すと発表したものの、2010年1月には白紙撤回をするに至ってしまい、食品・飲料業界における世界的企業の発足は夢となってしまったケースがあった。このような事例も生じているが、企業買収とは別に、日本型企业再編形態として採用しやすいという側面があるため、我が国において経営統合が依然として企業再編の重要な経営戦略オプションであることは否定できないところであろう。

経営統合のような戦略的意思決定として極めて重要な決定は、本来であれば事前の十分な検討を踏まえた上で実施されるべきものであり、最終的な統合成果は別としても、少なくとも当初予定通り統合にまで至ることが正常な企業行動のはずである。その意味において、統合を果たせずに、白紙撤回に至るといった事態は極めて異常な結果といふべきである。今後の企業経営での貴重な教訓を得るためには、多数の統合にまでたどり着いた事例よりも、少数ながら統合までに至らなかった事例を吟味することの方が重要であろう。そこで、本稿では、特に白紙撤回事例に対する資本市場の反応に焦点を当て、企業評価上必ずしも明らかではなかった点を検証してみたい。

本稿の構成は、次のとおりである。まず次節でM&Aと経営統合を分析した先行研究を検討する。次いで第3節では、1997年～2007年の間に発表実施された経営統合事例（最終的な成否は問わず、とりあえず白紙撤回には至らなかった事例）及び経営統合白紙撤回事例について、それぞれ概観するとともに、リサーチ・デザインを述べ、そして第4節では、資本市場の反応についてのイベントスタディの結果と解釈を示し、最後に結論としてまとめる。

2 経営統合に関する先行研究

一般的には、我が国におけるM&Aに関する研

究として、買収企業の株価効果と要因分析を巡るものが、財務あるいは会計分野で比較的多い状況にある。また合併が伝統的に我が国の経営統合手法として利用されてきた関係もあり、合併に関する研究も数多い。しかし前述した如く、本稿のテーマである経営統合の成否、なかんずく白紙撤回事例に関する直接的研究は、筆者が知る限り我が国では報告されていない。そこで、以下では本稿のテーマに関連する先行研究の発見事項を簡潔に整理してみたい。

井上・加藤（2006）は、1990年～2002年に完了した上場企業間のM&A、すなわち買収企業・被買収企業双方の株価効果と経営者が選択した取引形態との関連性を分析したものである²⁾。経営統合という視点では、1990年の商法改正で導入された株式交換と株式移転も分析対象としており、株式移転は合併に比べ独立企業間で使用される傾向があり、株式交換は、大企業による規模の小さい企業の買収に利用され、特にグループ企業間の再編手段とされているとする³⁾。そして株式移転と株式交換はともに株主価値にポジティブな影響を持ち、90年代以降のM&Aの活況化に寄与していると指摘する⁴⁾。

また井上・加藤（2006）によれば、1999年4月以降では、M&Aは全ての取引形態で買収企業・被買収企業ともにプラスの株価効果があるが、超過リターンには形態で差があるとする。特に、株式移転と株式交換の場合は、合併より買収企業・被買収企業双方の株主価値増加に寄与しており、持株会社や完全子会社化といった取引後の組織形態の優位性を反映している可能性もあると指摘し、商法改正により取引形態のオプション増加がコスト低下等につながり、プラスの超過リターンを生み出している点は否定できないと述べている。従って、株式移転と株式交換を利用した持株会社形態を採用する経営統合を表明した時点で、市場が株主価値増加を期待していたとするならば、当事者双方にプラスの株価効果が発生するものと推測することができよう。

かかる株価効果の要因として、一般にシナジー

効果が指摘され、これが経営効率を向上させると考えられている。特に買収企業と被買収企業の事業領域が関連している水平型の統合の場合には、そのシナジー効果による株価効果が顕著になると想定されている。しかし、Agrawal, Jaffe and Mandelker（1992）は、非水平型の統合の買収企業が高いリターンを獲得すると報告するのに対し、Sirower（1997）は、水平型統合の方が買収企業の株価効果が高いと報告している。シナジー効果に関しては、実証結果が分かれているため、M&Aに伴うシナジーと株価効果との関係は今後さらに検証されなければならない問題である。

ところで、我が国でのM&Aあるいは経営統合の活発化は、デフレ不況下での企業グループ再編や企業救済という面が存在していたと推測することも可能であろう。例えば與三野・島田（2008）は、1990年以降合併・買収急増の背景となった法律・税制・会計制度の整備とともに、デフレ経済下における厳しい企業経営環境のもと、会社更生法等の法的措置や合併・買収が盛んになった、つまり親会社・関係会社あるいは有力な同業他社が、経営継続困難企業を合併・買収して、経営救済を目的としたM&Aが頻繁に実施されたと指摘している。本件調査の対象とした経営統合事例の中にも、経営救済目的の事例がいくつか含まれており、與三野・島田（2008）の指摘とも合致している。

但し、井上・加藤（2006）は、かかる企業救済目的のM&Aにおいては、当事者企業ともに株主価値増大は観察されず、両者の株価パフォーマンス合計も有意に低く、前述したようなプラスの超過リターンの観察結果とは整合していないとしている⁵⁾。

井上・加藤（2006）の指摘によれば、仮に経営統合を発表したとしても、無条件に当事者双方にプラスの株価効果が生じるのではなく、経営統合目的いかんによって、株価効果に影響が生じることが示唆される。従って、本件調査の経営統合事例に関しても、統合目的のみならず、統合手法を含めた全体的な統合スキームによっては、経営統

合の当事者にプラスの株価効果が発現しない可能性も否定できないといえよう。

Gates and Very (2003) も、M&A のケースについて、ディール終了後に当初の期待された企業価値を創造し統合を成功させることが最も困難な仕事であり、買収企業の戦略がいかなるものであるにせよ、二つの企業を一つの企業に統合するためには、企業価値の漏出を防ぐとともに、シナジーを発揮させて、企業価値を創造することが経営上の課題となるとし、M&A の失敗は、統合をコントロールすべき必要性があるにもかかわらず、適切に統合過程をコントロールできずに企業価値を創造できなかったことに原因があるとする。

M&A の株価へのプラスの影響として、前述したシナジーによる正の経営改善も指摘されていることから(井上・加藤(2006))、経営統合プロセスの適切なコントロール、シナジー効果の発現、そして市場の反応には密接な関係があると考えることができ(Lys and Vincent (1995), Gates and

Very (2003))、市場の経営統合に対する反応を通じて、経営統合のプロセスの適切性を評価できることになろう⁶⁾。

なお、藤島(2006)は、M&A の成功確率は必ずしも高いとはいえず、時価総額が大幅に増加した例は2~3割程度に過ぎず、この点は日米で変わりがなく、時期も関係ない一貫した傾向であると指摘した上で、むしろM&Aは失敗する確率が高いと経営陣は認識すべきではないかとしている。我が国でもM&Aは活発化しているが、M&Aも経営統合も安易なプロジェクトではないということなのである⁷⁾。

3 | リサーチ・デザイン

3.1 サンプル

前述したように、1997年~2007年の11年間に経営統合を行うと発表した事例を、日経テレコム

【図表1】 経営統合発表事例一覧

当事者1		当事者2		統合手法
会社名	業種	会社名	業種	
バンダイ	玩具	セガ	ゲーム	合併
エア・リキード	無機化学	大昭和製紙	無機化学	合併
日本製紙	紙パ	大昭和製紙	紙パ	持株会社
サークルK	コンビニ	サンクス	コンビニ	持株会社
住友化学	総合化学	三井化学	総合化学	持株会社
近ツー	旅行	日本旅行	旅行	合併
トステム	アルミサッシ	INAX	土石	持株会社
デオデオ	家電量販	エイデン	家電量販	持株会社
ホーネン	油脂	味の素製油	油脂	持株会社
大正製薬	医薬品	田辺製薬	医薬品	持株会社
ジャパンエナジー	石油元売り	日鉱金属	非鉄金属	持株会社
日本航空	航空	日本エアシステム	航空	持株会社
日清製油	油脂	ニコロ製油他	油脂	持株会社
NKK	鉄鋼	川崎製鉄	鉄鋼	持株会社
三井建設	建設	住友建設	建設	合併
豊年味の素製油	油脂	吉原製油	油脂	持株会社
宮地鉄工所	橋梁	宮地建設工業	建設	持株会社
アラビア石油	鉱業	富士石油	石油精製	持株会社
博報堂・大広	広告	読売広告社	広告	持株会社
日商岩井	商社	ニチメン	商社	持株会社
豊田通商	商社	トーメン	商社	合併
コニカ	カメラ	ミノルタ	カメラ	持株会社
帝人	繊維	杏林製薬	医薬品	子会社化
セガ	ゲーム	サミー	遊技機	合併
帝人製機	繊維機械	ナブコ	輸送機器	持株会社
セガ	ゲーム	ナムコ	ゲーム	合併
西武百貨店	百貨店	そごう	百貨店	持株会社
アズウェル	医薬品卸	福神	医薬品卸	持株会社
YUASA	電池	日本電池	電池	持株会社
田村電機	通信機器	大興電機	通信機器	持株会社

(出所) 新聞情報等より作成。

当事者1		当事者2		統合手法
会社名	業種	会社名	業種	
レナウン	衣料品	ダーバン	衣料品	持株会社
熊谷組	建設	飛鳥建設	建設	合併
藤沢製品工業	医薬品	山之内製薬	医薬品	合併
スカイマーク	航空	ゼロ	インターネット	合併
エスフーズ	食肉輸入	ムラチク	食肉加工	合併
ミスミ	金型商社	駿河精機	金型部品	持株会社
自動車電気工業	自動車部品	ミツバ	自動車部品	合併
中越パルプ	紙パ	三菱製紙	紙パ	合併
三共	医薬品	第一製薬	医薬品	持株会社
メディセオ	化粧品卸	バルタック	化粧品卸	子会社化
タカラ	玩具	トミー	玩具	合併
ホームマック・カーマ	ホームセンター	ダイキ	ホームセンター	持株会社
三協アルミ	アルミサッシ	立山アルミ	アルミサッシ	持株会社
イトヨーカ堂	スーパー	セブンイレブン他	コンビニ	持株会社
原信	スーパー	ナルス	スーパー	持株会社
国際石油開発	鉱業	帝国石油	鉱業	合併
マンヤデンキ	家電量販	サトームセン他	家電量販	持株会社
サイバード	通信	JIMOS	通信	持株会社
フタク	衣料品	コナカ	衣料品	子会社化
日本エイム	人材派遣	エイベックス	半導体卸	持株会社
スカパー	通信	JSAT	通信	持株会社
マルハ	水産	ニチロ	水産	持株会社
日本技術開発	コンサル	エイトコンサルタント	コンサル	持株会社
エディオン	家電量販	ビックカメラ	家電量販	持株会社
大丸	百貨店	松坂屋	百貨店	持株会社
阪急百貨店	百貨店	阪神百貨店	百貨店	持株会社
ベントックス	カメラ	HOYA	土石	合併
セガミメディクス	ドラッグストア	セイジヨー	ドラッグストア	持株会社
日本レストラン	飲食	ドトルコーヒー	飲食	持株会社
ビクター	家電	ケンウッド	家電	持株会社

を利用して検索したところ、成功・不成功を含め60件（会社数123社）が抽出された。但し、業態が異なる点から、この中には金融保険業に属する12件（24社）の統合事例は含んでいない。経営統合を行うと発表した事例を図表1にまとめた。図表1には、経営統合を発表した当事者⁸⁾、主たる業種、統合手法を整理してある。

経営統合を含めM&Aに利用される手法は様々であるが、大別すれば組織再編に該当するか否かで区別することが可能である⁹⁾。具体的には、合併・会社分割・株式交換・株式移転・事業譲渡等が挙げられる。これらの手法は単独使用の場合もあれば、複数の組み合わせのケースもある。しかし実際には、吸収合併・共同株式移転・株式交換という全部移転型の組織再編手法が一般的に経営統合で利用されている。図表1のように、統合手法に着目すれば、60件の事例中41件（68%）が持株会社方式を採用しているのに対し、伝統的な再編手法であった合併は16件（27%）という構成になっている¹⁰⁾。本件調査におけるサンプルからは、持株会社方式を利用した経営統合事例が最近では圧倒的に多いようである。この点は、前述した井上・加藤（2006）の発見事項とも整合的である（下谷（2009a）も、持株会社数は上場企業

の1割程度であるが、近年における大企業同士の経営統合は、合併よりも持株会社形態が選択される例が多いと指摘する）。

経営統合において合併が利用される場合には、対等合併のケースが多いが、統合の公表に際しては、対等の精神といいながらも、統合の実態では関与企業が存続・消滅会社に区分されてしまうため、我が国では他社に吸収されることを嫌い、吸収合併が避けられている可能性も否定することはできないであろう¹¹⁾。

これに対し、共同株式移転は、合併に比べ、当事者は従来通りの経営を継続することができるため、心理的な抵抗感が少なく、穏やかな日本的な経営統合が可能な手法といわれている。共同株式移転による持株会社方式は、摩擦の種になりがちな人事組織・業務運営面での統合が、直ちに実行されるわけではないことから、時間をかけて当事者同士の統合を進めていけるメリットがあり、日本における経営統合には適合している手法かもしれない（服部（2008））。最近の経営統合事例数を見る限り、持株会社方式の多さは以上の点を裏付けているといえよう。

一方、図表2には経営統合を発表しながら白紙撤回するに至った11件のケースをまとめた。統

【図表2】 経営統合白紙撤回事例一覧

当事者1		当事者2		統合手法
会社名	業種	会社名	業種	
バンダイ	玩具	セガ	ゲーム	合併
エア・リキード	無機化学	大阪酸素	無機化学	合併
住友化学	総合化学	三井化学	総合化学	持株会社
近ツー	旅行	日本旅行	旅行	合併
大正製薬	医薬品	田辺製薬	医薬品	持株会社
帝人	繊維	杏林製薬	医薬品	子会社化
セガ	ゲーム	サミー	遊技機	合併
セガ	ゲーム	ナムコ	ゲーム	合併
熊谷組	建設	飛鳥建設	建設	合併
中越パルプ	紙パ	三菱製紙	紙パ	合併
エディオン	家電量販	ビックカメラ	家電量販	持株会社

（出所）新聞情報等より作成。

合手法は、白紙撤回の場合、3件（27%）が持株会社方式、7件（64%）が合併、子会社化1件という割合となっていた。経営統合事例全体に比べ、白紙撤回の場合には相対的に合併を採用するケースが多い点が特徴的である。

サンプル数として決して多いとはいえないが、本件調査期間に発表された事例から判断する限り、我が国では公表通りに経営統合にまでたどり着いた事例の方が圧倒的に多い（60件中49件）。また、図表1の事例のうち、一応発表通りに経営統合を無事達成（但し、その最終的な成否は問わない）したのは、持株会社方式38件（統合達成率¹²⁾：93%）、合併9件（統合達成率：56%）となっている。やはり持株会社方式を採用した方が、経営統合の実質的な成否は別として、少なくとも形式的に経営統合を達成できた割合が高いことも指摘できる。

経営統合の成否を問わず、持株会社方式が統合手法として最近採用される傾向が高い要因は、関係の固定化がより緩やかであり（清水（2001））、短期的なマイナス面が合併よりも小さく、市場での評価や統合効果の早期実現が期待できるからと思われる。前述したように企業文化や価値観や戦略や歴史が大きく異なる企業同士の統合、あるいは雇用条件に食い違いが見られるような統合事例では、合併よりも持株会社方式を選択する方が、我が国の場合、摩擦も少なく成功裡な統合を期待できるのであろう¹³⁾。但し、下谷（2007）は、持株会社形態の選択は、時間稼ぎや対等性やメンツへの配慮だけでなく、ブランドやのれんの独立性維持さらに顧客層の存続という面もあるため、単なる合併代替とはいえないと指摘し、経営統合手法の妥当性については多様な側面からの検討の必要性が示唆される。

3.2 仮説設定と分析アプローチ

株式市場の効率性を前提にすれば、経営統合を含むM&A合意発表後に株式市場は、M&Aのニュースに対する評価を速やかに当該企業の株価に反映することが期待されている（井上・加藤

（2006））。そして、例えば企業買収事例のケースでは、買収企業・被買収企業共に取引発表がプラスの株価効果を示すことから、株式市場はM&Aが平均して株主価値を増大させる取引であると評価していることが確認されている¹⁴⁾。

仮に企業が、存続や業界再編等を意図した戦略的意思決定として経営統合という道を選択するならば、日常的なオペレーショナルな意思決定以上に準備と時間をかけて統合相手の選択やデューデリジェンスを実施しているはずであり、本来であれば当初計画通りに経営統合にまで至ることが当然の帰結であるはずである。その意味において、経営統合を発表したものの、諸般の事情からやむなく経営統合の白紙撤回をするに至った11件のケース（図表2）は、前述したように例外的事象なのかもしれない。

そうであるならば、プラスの株価効果が観察された成功事例とは逆に、市場は最終的に白紙撤回に至った事例に対して、例外的事象であるが故に、その失敗（白紙撤回が、当初計画通りに統合に至らないという点での失敗）を予測し、統合発表時点での株価にかかる予測を既に反映させている可能性もある。市場は白紙撤回事例に対して、実際いかなる反応を示したのだろうか。統合にまで至った成功事例とは異なる反応を見せたのであろうか。これが本件調査の問題意識である。

効率的市場仮説の下、公表情報が全て株価に反映しているセミストロング型の市場を想定すれば、統合の形式的な達成を問わず、経営統合当事者に関する情報は株価に反映されているはずであり、統合発表前後の株価を観察することにより、経営統合の成否が推測できる可能性がある。すなわち、市場が経営統合を発表したとしても、当該当事者の先行きに対し、仮にネガティブな予測をしているならば、経営統合の発表は企業価値を増大させる取引とは評価されず、逆に企業価値を毀損する恐れがある取引として、前述したように株価効果はマイナスとなることが推測される。そこで、次の仮説を設定した。

仮説 経営統合を最終的に白紙撤回する事例の場合、その統合発表は、統合企業同士の株価にマイナスのリターンをもたらす。

分析は、経営統合を最終的に白紙撤回するに至った事例における企業の株価を対象として、経営統合の発表した日をイベント日として、株価効果に与える影響をイベントスタディにより検証する方法を採用している。

なお参考までに、統合白紙撤回の発表というバッド・ニュースが市場に及ぼした影響の分析も試みた。株価効果の分析については、いずれのケースも、発表15日前から発表15日後（-15日～+15日）という分析ウィンドーを採用した。超過リターンの算出については、市場調整モデルによる市場調整収益率を採用した¹⁵⁾。なお、市場調整収益率は、以下の算式に基づき試算している。

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

但し、 $A_{i,t}$ は証券*i*の*t*日の株主超過リターン、 $R_{i,t}$ は証券*i*の*t*日の原収益率、 $R_{m,t}$ はTOPIXの*t*日の原収益率をそれぞれ示す。サンプルの日次ベースの平均株価効果である平均超過収益率（AAR: Average Abnormal Return）は、日次ベースの市場調整収益率の平均値である。また、経営統合発表あるいは白紙撤回発表いずれのケースにおいても、分析ウィンドーの株価効果については、該当する期間のAARの合計値としての累積超過収益率（CAR: Cumulative Abnormal Return）を使用している。

分析に使用するデータは、東洋経済新報社の株価CD-ROMより抽出した。

4 結果と解釈

4.1 経営統合発表日前後の株価効果

M&Aに関する株価効果分析については、我が国では成功あるいは失敗を問わず、企業買収や合

併等に集中する傾向があり、本稿のように経営統合、特に最終的に統合を撤回した失敗事例に焦点を当てた報告がされていないため、このような事例での統合発表時点における株価効果は明らかにされてはいない。

図表3は、統合発表日を0日とする前後-15日～+15日の計31日間のAARとCARを整理したものである。

経営統合発表時点では、統計的に有意なAARが、主に統合発表日前後-2日～+2日の計5日間に確認できる。またAARの数値が3.9%と正かつ最大なのが、経営統合発表日となっている。これらは、経営統合という重大な経営上の事実が統合発表日前後における極めて短期間に株価に反映した結果ではないかと推測される。少なくとも経営統合にまで無事至るか否かにかかわらず、先行研究が経営統合を含むM&Aにプラスの株価効果を確認している点と整合的な結果である¹⁶⁾。

しかし、CARを観察する限り、経営統合当事者の抱える経営上の諸問題を踏まえ、経営統合をせざるを得なかった諸事情を市場は斟酌して株価に織り込んでおり、経営統合発表日にはプラスのAARが認められたとしても、統合発表日と同様な水準のAARは持続せず、逆につるべ落としの如く超過リターンは低下し続け、統合発表日前後を問わず、マイナスの累積超過リターンが解消されないままとなっている点が注目される（図表4）。

なお、統合発表日前の15日間のCARは、統計的に有意な水準で概ね-3～-6%台（最大でも-7%）で推移していたのに対し、統合発表日後5日を経過した後のCARが、統計上有意ながらも、-7～-8%台へさらに悪化している。買収対象企業株主が得るプラス超過リターンは、取引発表日5日後に消滅するという指摘があるが（Pettway and Yamada (1986)）、最終的に白紙撤回するような経営統合のケースの場合、統計的に有意なAARが確認されてはいるものの、持続性が欠如している短期的効果しかない点に鑑みれば、市場は統合自体に厳しい評価を発表時点で下して

【図表 3】 白紙撤回事例の経営統合発表日前後の株価効果

取引日	経営統合の発表			
	AAR	t 値	CAR	t 値
-15	-0.0325*	-2.045	-0.0325*	-2.045
-14	0.0003	0.047	-0.0323**	-2.324
-13	-0.0018	-0.321	-0.0341**	-2.611
-12	-0.0013	-0.341	-0.0353**	-2.511
-11	-0.0020	-0.492	-0.0373**	-2.533
-10	-0.0039	-0.920	-0.0412**	-2.558
-9	-0.0092*	-2.063	-0.0504***	-2.924
-8	-0.0022	-0.364	-0.0526**	-2.748
-7	0.0021	0.356	-0.0505**	-2.636
-6	0.0027	0.498	-0.0478**	-2.473
-5	-0.0175	-1.524	-0.0653**	-2.683
-4	-0.0054	-0.828	-0.0707**	-2.634
-3	0.0005	0.108	-0.0702**	-2.456
-2	0.0134*	1.981	-0.0567**	-2.117
-1	-0.0048	-0.878	-0.0616**	-2.549
0	0.039**	2.127	-0.0226	-1.197
1	-0.0074	-0.584	-0.0301	-1.108
2	-0.0243**	-2.469	-0.0544**	-2.105
3	0.0035	0.441	-0.0509*	-1.808
4	-0.0035	-0.746	-0.0544*	-1.866
5	-0.0168**	-2.585	-0.0712**	-2.258
6	0.0007	0.138	-0.0705**	-2.150
7	0.0044	0.771	-0.0661*	-2.004
8	-0.0147**	-2.718	-0.0808**	-2.611
9	-0.0043	-0.915	-0.0851***	-2.987
10	0.0056	0.891	-0.0795**	-2.580
11	0.0113	1.209	-0.0682**	-2.673
12	-0.0053	-0.966	-0.0736**	-2.746
13	0.0012	0.179	-0.0724**	-2.609
14	0.0031	0.702	-0.0693**	-2.655
15	-0.0034	-0.741	-0.0727**	-2.797

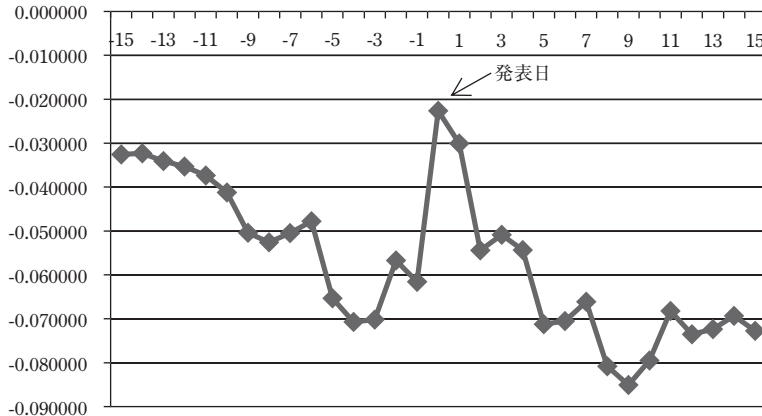
(注) 0日が統合発表日。検定は全て両側検定。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

いるように考えられる。

単に経営統合を発表しただけでは不十分であり、統合効果に疑念のある事例では、より具体的な計画等を速やかに公表しなければ、市場の疑問を解消させることは出来ず、プラスの株価効果を持続させられないと解釈できるのかもしれない。白紙

撤回事例は、発表時点からその統合効果に疑念を持たれていたのであろう。経営統合による企業救済を検証した Lang, Stulz and Walking (1989)によれば、経営効率の良い企業が低効率企業を買収する際において、高い株価効果が発生する要因として、市場が経営改善効果を織り込んだ結果を指

【図表 4】 経営統合 CAR の推移（-15日～+15日）



摘しているが、白紙撤回事例（企業救済も含む）では、かかる経営改善効果が見込まれていなかったということになる。

同様の事例として、例えば、Volvo による Renault の買収のケースがある。買収の提案後、Volvo の株価は急落するだけでなく、社内の中堅管理職も反対を表明するなど社内でも混乱も生じたところ、買収提案解消後は、株価が劇的に改善した。このケースは、買収前から両社が戦略的提携関係を結んでいたものの、提携時代から市場は効果に懐疑的であり、マイナスのリターンであったものであるが、Bruner (1999) は、フランス政府の持株比率や民営化の不確実性を踏まえ、投資家は買収によるシナジー効果を割り引いて評価しており、最初から買収による収益力改善に疑問を投げかけていた事例であると報告している。買収という点では異なるが、市場の反応は決して無視できないことを示唆している。

また、前節で述べたように、白紙撤回事例は合併を利用する例が相対的に多く、統合効果という点で、採用された経営統合手法自体に市場が厳しい評価を既に下していた可能性もある。但し、清水 (2001) は、合併の場合、当事者における関係の固定化とそれに伴う関係の長期化・協調の安定化が生じることでメリットが生まれる反面、利害対立に伴うコスト（例えば、システム統合、人事・昇進、文化・制度調整等）が生じ、かかる合

併初期コスト解決には時間がかかるため、市場ではシナジー効果を含む合併効果が株価に反映されないのではないかと推測している¹⁷⁾。一方、Shleifer and Vishny (2003) は、情報の非対称性の観点から、M&Aの当事者企業の経営者の方が市場よりも多くの情報を保有しているため、買収手法の選択を通じて買収企業の長期的な株式価値増大を図れるとしており、採用された経営統合手法だけから、経営統合の成否を市場が評価していたかどうかはさらに検証が必要であろう¹⁸⁾。

以上をまとめれば、白紙撤回事例に関しては、経営統合の株価効果に関する仮説が支持された結果となる。

4.2 経営統合白紙撤回発表日前後の株価効果

次に、経営統合の白紙撤回を発表した時点での株価効果も見ておこう。図表5は、統合白紙撤回発表日を0日とする前後-15日～+15日の計31日間のAARとCARを整理したものである。

経営統合発表（図表3）とは対照的に、白紙撤回発表のケースでは、明確な傾向は特になく、統計的に有意なAARは、白紙撤回発表日の約2週間前の-14と-15日の二日間、そして発表日後+1日と+5日とに確認できるに過ぎない。一方、CARについてみれば、経営統合を撤回した事実は市場にさらなる失望を与え、白紙撤回発表日以降の+1日から、統計的に有意な水準でマイナス

【図表 5】 白紙撤回発表日前後の株価効果

取引日	白紙撤回の発表			
	AAR	t 値	CAR	t 値
-15	-0.0446***	-3.132	-0.0446***	-3.132
-14	0.0076*	1.978	-0.037**	-2.364
-13	0.0149	1.307	-0.0221	-1.255
-12	-0.0026	-0.917	-0.0247	-1.444
-11	-0.0020	-0.631	-0.0268	-1.599
-10	-0.0011	-0.285	-0.0279	-1.488
-9	-0.0021	-0.613	-0.0300	-1.480
-8	0.0108	1.667	-0.0192	-0.876
-7	0.0027	0.876	-0.0164	-0.740
-6	0.0026	0.529	-0.0138	-0.603
-5	-0.0071	-1.570	-0.0209	-0.858
-4	0.0010	0.313	-0.0199	-0.795
-3	0.0031	0.726	-0.0169	-0.703
-2	-0.0059	-1.425	-0.0228	-0.997
-1	0.0023	0.577	-0.0204	-0.885
0	-0.0032	-0.259	-0.0236	-0.937
1	-0.0338**	-2.709	-0.0574**	-2.748
2	-0.0016	-0.196	-0.059***	-3.095
3	0.0003	0.049	-0.0586**	-2.866
4	-0.0089**	-2.139	-0.0675***	-3.287
5	0.0019	0.294	-0.0657***	-3.143
6	0.0039	0.705	-0.0618**	-2.692
7	-0.0014	-0.266	-0.0632**	-2.446
8	0.0047	1.122	-0.0585**	-2.291
9	-0.0008	-0.215	-0.0593**	-2.444
10	0.0056	1.573	-0.0537**	-2.198
11	-0.0041	-0.915	-0.0578**	-2.169
12	-0.0001	-0.028	-0.0579**	-2.127
13	0.0014	0.440	-0.0565*	-2.014
14	0.0057	1.026	-0.0507*	-1.861
15	0.0005	0.154	-0.0503*	-1.774

(注) 0日が撤回発表日。検定は全て両側検定。***は1%水準、**は5%水準、*は10%水準で有意。

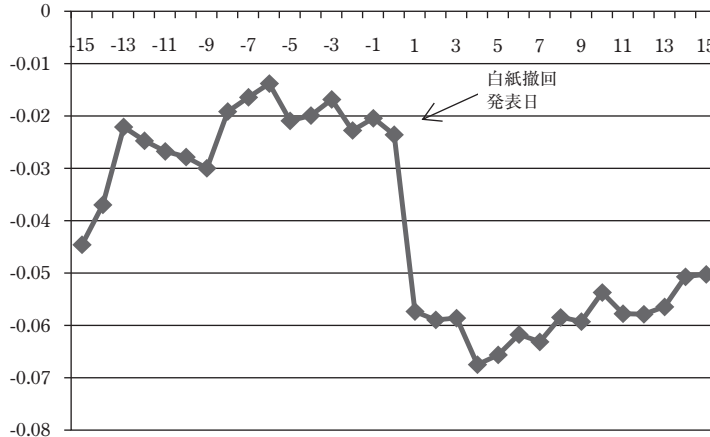
の累積超過リターンが拡大する結果となっている(図表6)。

前述したように、そもそも白紙撤回を発表した事例の場合、白紙撤回前から経営統合の効果に疑問を持たれ、プラスの超過リターンが市場から期待されていなかったのであり、CARがマイナス

であった点、白紙撤回が必ずしも好意的に評価されなかっただけでなく、経営統合が最終的に実現できなかった結果は当然の帰結と受け止められていたことを裏付けていたとも解釈できる¹⁹⁾。

株価効果のまとめとして、経営統合発表・白紙撤回発表日周辺におけるCARを整理した結果を

【図表 6】 白紙撤回 CAR の推移（-15日～+15日）



見てみよう（図表 7）。統合発表時点では、統計的に有意ではないものの、市場が経営統合の発表を少なくとも好感していた結果を反映したのか、発表日前後の-1日～+1日の期間にプラスの株価効果が確認できた。効率的な株式市場を前提とすれば、経営統合の発表を速やかに株価に反映した結果と推定される。

しかし、分析期間を発表日前後に延長した場合（-10日～+10日、-15日～+15日）には、統計的に有意な水準でマイナスの株価効果を示しており、経営統合を発表したとしても、当事者の将来に対して市場が抱く従前からの懸念を払しょく

できないことを反映したものといえ、経営統合を予定通りに達成した当事者全てにプラスの株価効果が観察された結果（井上・加藤（2006））とは異なり、白紙撤回に至る経営統合事例の場合には、当事者はいずれも株主価値を増大させず、逆に破壊する結果となっている。

因みに、Davidson III, Dutia and Cheng (1989) は、失敗に終わった M&A に対する市場の反応を分析した結果、当事者のどちらが M&A をキャンセルしたとしても、ターゲット企業の株価効果がプラスであるのに対し、少なくとも買収企業には、プラスの株価効果は認められないと指摘している。

【図表 7】 統合発表・白紙撤回発表日周辺における CAR

分析期間	統合発表		白紙撤回	
	CAR	t 値	CAR	t 値
-1日～+1日	0.0267	1.298	-0.1014	-1.545
-5日～+5日	-0.0234	-1.219	-0.4327	-1.898*
-10日～+10日	-0.0421	-2.099**	-1.9410	-1.941*
-15日～+15日	-0.0727	-2.797**	-0.0503	-1.774*
-15日～-2日	-0.0567	-2.117**	-1.2680	-1.268
-10日～-2日	-0.0194	-0.930	-0.1878	-0.946
+2日～+5日	-0.0411	-2.801**	-0.2507	-3.162***
+2日～+10日	-0.0494	-2.817**	-0.5472	-2.764**
+2日～+15日	-0.0426	-1.791*	-0.8203	-2.491**

(注) 検定は全て両側検定。***は 1% 水準、**は 5% 水準、*は 10% 水準で有意。

企業買収とは異なるものの、同じような顛末をたどった経営統合白紙撤回事例では、当時者いずれにもプラスの株価効果が発現していない点で対照的といえよう。

なお、経営統合の白紙撤回発表後、急速に悪化したCARも、発表日後の15日間を経過したあたりから、依然としてマイナスではあるものの、発表日前15日頃のCARの水準に近いところまで回復している。これは、白紙撤回というバッド・ニュースがあったとしても、その後における当事者企業の経営の方向性を冷静に市場が見守ろうとした結果かもしれない。しかし、依然として超過リターンがプラスに転じたわけではなく、市場は経営統合を白紙撤回した当事者企業を厳しい目で注視する姿勢を崩してはいないと解釈すべきであろう。

このように、仮に経営統合が発表されたような場合、発表日前後の株価効果を観察することによって、経営統合の成否（この場合、実際に統合にまで至るか否か）を推測させる参考情報を得ることができるものといえ、経営統合事例を評価する場合、株価分析を行うことに意義があると考えられる²⁰⁾。

5 | 結論

我が国では、M&Aに関する多くの先行研究が発表されているにもかかわらず、同じ企業再編とはいえ、経営統合（発表後に白紙撤回したケースも含む）の学術的検討はほとんどなされてはいない。JFEのような成功事例がある反面、現実には、食品・飲料業界における世界的企業を指すと思われたキリンホールディングスとサントリーホールディングスの事例を始めとして、経営統合の白紙撤回事例が相変わらず発生している。そこで本稿は、米のM&A実務とはやや異なる日本型企业再編とも称される経営統合に焦点を当て、特に1997年～2007年までの間で発生した最終的に統合には至らず白紙撤回に至ったケースを取り上げ

て分析を試みたものである。

本稿での発見事項を整理すれば、次のようになるであろう。第一に、1997年～2007年の間に発表実施された経営統合事例として60件がサンプルとして抽出されたが、そのうち11件では、白紙撤回がなされた。6件に1件の割合で、統合にまで至らなかったことになる。手法で見れば、これらの60件の統合事例中の多くが持株会社方式であるのに対し、伝統的な合併方式は16件に過ぎなかった。対等を主張しながらも、他社に吸収されることも多い実態を反映し、我が国の経営統合としては、合併よりも、持株会社方式が選択されていることが分かった。持株会社方式による経営統合は、日本的統合スタイルなのであろう（永井（2001））。これに対し、白紙撤回をするに至った事例については、相対的に合併を利用している事例が多かった。

第二に、資本市場の反応についてのイベントスタディを実施したところ、統合発表日前後における極めて短期間に株価に反映しており、先行研究によれば、市場の評価がアップするはずにもかかわらず、白紙撤回事例はいずれも株価が低調に推移し、市場の評価は一向に改善していないことが確認された。経営統合という重大な経営上の意思決定がなされたとしても、特に白紙撤回する事例に対し、争いがあるものの、統合プロセスを適切にコントロールできずにシナジー効果を発現し得ないと市場が判断していたのであろうか（Gates and Very（2003））、市場は当初より経営統合効果に懐疑的であり、統合発表日前後を問わず、マイナスの累積超過リターンが解消されなかった。NCRをAT&Tが買収しようとした試みを分析したLys and Vincent（1995）も、敵対的であるため、マイナスのシナジー効果が発現し、結果的にAT&T株主の価値を破壊したことを報告している。

しかし、経営統合を試みた当事者が、市場との対話を上手くできず、株価が下がってしまった結果として、経営統合が失敗に終わったと解釈できる余地もある。つまり統合効果の早期実現を市場は期待しているにもかかわらず、市場の期待に答

えられそうもないため、東京海上火災保険と朝日生命保険の生命保険事業の統合のように、経営統合を白紙撤回せざるを得なかったということである。

どちらの解釈に従ったとしても、経営統合の成否を評価する場合には、当事者企業の株価の動向

を注視することは有用な着眼点であるといえよう。

今後の課題としては、我が国の経営統合におけるシナジー効果と株価との関連性、さらにサンプルを最近時点にまで拡大した場合でも、同様の結論が導かれるどうかを確認することであり、データを蓄積した上でさらに検証をしていきたい。

●注

- 1) 日本能率協会・日本能率協会総合研究所(2004)は、経営統合の定義を「資本の移動が伴う提携」としている。
- 2) 米国では、合併とTOB等の取引形態の違いが株主価値に影響している(Comment and Schwert(1995))。
- 3) 井上・加藤(2006)は、合併と株式移転は概ね企業規模の拮抗した企業間の結合が多いと指摘する(106頁)。
- 4) 株式移転と株式交換は、1999年10月施行の改正商法で利用可能な新しい手法で共通点を持つ。代表例として、株式交換による完全子会社化(ソニーの上場3子会社の完全子会社化)、株式移転による共同持株会社設立(みずほホールディングス設立)がある。株式移転と株式交換は、一般に合併による統合やTOBによる子会社化に比べ、統合後のコーポレート・ガバナンス強化にむすびつきやすく、株主価値にポジティブな影響を持つ可能性がある(井上・加藤(2006))。
- 5) この点、M&Aの先進国である米国の実証結果も分かれている(Lang, Stulz and Walking(1989))。
- 6) Gillan, Kensinger and Martin(2000)は、SearsによるDean Witter等の金融事業買収を分析し、買収後の小売部門の業績は向上せず、株価も低迷を続けた結果、機関投資家からの批判から、Searsは金融事業強化による多角化路線を変更し、本業の小売りに集中を余儀なくされたケースを分析し、当初は市場が好意的反応をしたものの、期待されたシナジーが発現しないため、長期的な業績はこの楽観的見方とは正反対であったことを報告している。この買収事例は、必ずしも常に市場が当初から正しい評価を下せるものではないことを示唆している。
- 7) 日本能率協会・日本能率協会総合研究所(2004)によれば、2003~2004年の経営統合サンプルについて、統合後2割の企業が利益減少を経験し、株価も変化が少ないとし、内部評価に比べ、市場は厳しい評価を下しているとする。
- 8) 経営統合の多くは2社であるが、稀に2社以上のケースもある。
- 9) 吸収型再編か新設型再編、資産取得型か株式取得型、対価の種類(現金か株式か)、全部移転型か一部移転型という視点でも区別することができる。
- 10) 残り3件は、子会社化手法を採用したケースである。
- 11) しかし、吸収合併の方がシナジー効果を完全に享受するメリットは高い可能性がある。
- 12) 統合達成率は、最終的に統合にまで至った企業数を統合事例数で割った比率である。
- 13) 共同持株会社を設立し経営統合を進めた上で、段階的に当事者の融和を図り、最終的に持株会社の下の子会社同士が合併し統合を果たすような選択も可能である。また持株会社を設立するには、会社分割も利用可能である。
- 14) 1999年4月以降に取引完了したM&Aにおける買収企業・被買収企業のそれぞれの株価効果が、それ以前の1990年代のM&Aにおける株価効果より改善している結果が得られている(井上・加藤(2006))。
- 15) 市場調整モデルは、市場モデルにおける係数について、 $\alpha=0, \beta=1$ を仮定した場合と同様であると考えることができる。累積超過収益率は異常収益率ともいう。
- 16) 大坪(2001)は、持株会社とカンパニー制を比較し、株式市場の反応をイベントスタディで検証したものであるが、市場はカンパニー制採用よりも持株会社採用の方が親会社の収益力改善を向上させるだけでなく、グループ全体の事業再構築が行われるものと期待しているため、プラスに反応すると報告している。
- 17) このように考えれば、持株会社方式が統合手法として最近採用される傾向が高い要因は、関係の固定化がより緩やかであり、短期的なマイナス面が合併よりも小さく、市場での評価や統合効果の早期実現が期待できるからと思われる。その代わり、合併に比べたシナジー効果という点では見劣りがあるのかもしれない(清水(2001))。なお、長岡(2005)は、我が国の対等合併方式の場合、経営権の所在が明確でないが故に、合併後の経営の非効率を招きやすいという問題点を指摘する。
- 18) NCRをAT&Tが買収しようとした試みを分析したLys and Vincent(1995)によれば、市場は企業価値を破壊すると評価しており、当初よりネガティブに反応していたが、AT&Tが買収を強行した結果、AT&T株主は多額の株主価値を喪失したとする。市場は常に正しい評価を買収に下すわけではないが、本件は少なくとも買収後のコンピュータ事業の業績を見る限り、NCR単独時代と比較して、競争の激しい市場で事業を行う経験が乏しいAT&Tの買収後

の業績が特に華々しいわけではなかったものであり、市場は正確に買収効果を評価していたと結論付けている。

- 19) しかし、発表日後1日目の超過リターンのマイナス幅が最大値であったことは、やはり白紙撤回の発表それ自身がサプライズであったことを示しているともいえるかもしれない。
- 20) 事業統合のケースではあるが、東京海上火災保険と朝日生命保険の生保事業統合の場合、統合を発表したところ、東京海上の株価が下落したため、市場が事業統合を評価していないと判断した結果、統合を破談としたように、統合に市場がプレーキをかけた例もある。

●参考文献

- Agrawal, A., Jaffe, F. and Mandelker, G. M. (1992), "The Post Merger Performance of Acquiring Firms: Re-examination of an Anomaly," *Journal of Finance*, 47 (4), pp. 1605-1671.
- Bruner, R. F. (1999), "An analysis of value destruction and recovery in the alliance and proposed merger of Volvo and Renault," *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 125-166.
- Comment, R. and Schwert, G. W. (1995), "Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures," *Journal of Financial Economics*, 39(1) pp. 3-43.
- Davidson III W. N., Dutia, D. and Cheng, L. (1989), "A Re-Examination of the Market Reaction to Failed Mergers," *The Journal of Finance*, 44(4), pp. 1077-1083.
- Gates, S. and Very, P. (2003), "Measuring Performance During M&A Integration," *Long Range Planning*, 36, pp. 167-185.
- Gillan, S. T., Kensinger, J. W. and Martin, J. D. (2000), "Value creation and corporate Diversification: the case of Sears, Roebuck & Co.," *Journal of Financial Economics*, 55, pp. 103-137.
- Lang, H. P., Stulz, R. M. and Walking, R. A. (1989), "Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers," *Journal of Financial Economics*, 24(1), pp. 137-154.
- Lys, T. and Vincent, L. (1995), "An analysis of value destruction in AT&T's acquisition of NCR," *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 353-378.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1990), "Do managerial objectives drive bad acquisition?," *Journal of Finance*, 65, pp. 31-48.
- Mueller, D. C. (1997), "Merger policy in the United States: A reconsideration," *Review of Industrial Organization*, 12, pp. 655-685.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (2003), "Stock market driven acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70(3), pp. 295-311.
- Sirower, M. L. (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press
- 青木茂男 (2005) 「M&Aによる財務への影響と企業行動」『企業会計』第57巻第8号, 8月 pp. 4-10。
- 浅野敬志・石井康彦・中山重穂・田代樹彦 (2007) 「企業再編における利益管理行動と株価効果」『証券経済学会年報』第42号, pp. 253-259。
- 井上光太郎 (2002) 「日本のM&Aにおける取引形態と株価効果」『経営財務研究』第22巻第2号, pp. 107-120。
- 井上光太郎・加藤英明 (2006) 『日本のM&A』東洋経済新報社。
- 岩城裕子 (2007) 「日本のM&A動向と企業財務の改善効果」日本政策投資銀行調査レポート第93号。
- 大平稔 (2007) 「日本企業における純粋持株会社形態の採用と株式市場の評価」『日本経営学会誌』第7号, pp. 48-58。
- 清水剛 (2001) 『合併行動と企業の寿命』有斐閣。
- 下谷政弘 (2007) 「持株会社か直接合併か—企業の水平的統合に新たな選択肢」『MARR』8月号, pp. 10-11。
- (2009a) 「持株会社と経営統合」『月刊監査役』No. 563, pp. 12-18。
- (2009b) 『持株会社と日本経済』岩波書店。
- 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 (2008) 「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか: 非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」RITEI Discussion Paper Series 09-J-005, 経済産業研究会。
- 飛田努 (2006) 「上場会社の完全子会社化がもたらす株価効果の検証」『証券経済学会年報』第41号, pp. 64-68。
- トーマツコンサルティング (2007) 『M&A経験企業にみるM&A実態調査』。トーマツコンサルティング。
- 内閣府経済社会総合研究所 (2006) 『M&A研究会報告』内閣府。
- 永井恒男 (2001) 「持株会社方式を用いた日本的な企業統合」『知的資産創造』7月号, pp. 99-101。
- 長岡貞男 (2005) 「合併・買収は企業成長を促すか」『一橋ビジネスレビュー』第53巻第2号, pp. 32-45。
- 日本能率協会・日本能率協会総合研究所 (2004) 『経営統合とマネジメント手法に関する調査結果』日本能率協会。
- 服部暢達 (2008) 『実践M&Aハンドブック』日経BP社。
- 藤島裕三 (2006) 「コーポレートガバナンスとM&A: 戦略編」『大和総研経営戦略情報』2006年12月27日。
- 星野靖雄 (1990) 『企業合併の計量分析』改訂版, 白桃書房。
- 奥三野禎倫・高田佳憲 (2008) 「企業価値評価と合併・買収に関する資本市場の影響分析」『国民経済雑誌』第198巻第3号, pp. 63-78。