

氏名(本籍)	いの うえ こうたろう 井上光太郎(東京都)
学位の種類	博士(経営学)
学位記番号	博甲第3286号
学位授与年月日	平成15年11月30日
学位授与の要件	学位規則第4条第1項該当
審査研究科	ビジネス科学研究科
学位論文題目	日本におけるM&Aの実証研究 -発表日前後の株価変動の分析-
主査	筑波大学併任教授 Ph. D. (Finance) 加藤英明
副査	筑波大学教授 工学博士 椿広計
副査	筑波大学教授 経済学博士 星野靖雄
副査	筑波大学教授 弥永真生
副査	筑波大学講師 Ph. D. (Accountancy) 八重倉孝
副査	中央大学教授 Ph. D. (Finance) 鈴木一功

### 論文の内容の要旨

本論文は、日本企業のM & A発表日前後、ならびにその後の合併日までの株価の動きに注目して研究を行っている。論文の前半では、日本でもM & Aが活発に行われるようになった90年から直近までの最新のデータを用い、日本市場の特殊性にも踏み込みながら、株価効果による包括的な分析を行い、日本企業のM & Aについて評価している。一方、後半では、合併比率に注目して、株価がその情報をどのように織り込んでいくのかについて詳細な分析を行っている。

本論文は、6章から構成される。第1章は、研究の目的ならびに貢献、第2章は、先行研究のレビューに当てられている。本研究の中核は、イベントスタディ手法によるM & A発表に対する株価効果の分析を行った第3章、第4章と、合併比率の株価への反映スピードに注目し、アービトラージの限界に言及した第5章に分けることが出来る。

第3章では、日本で初めてのM & Aブーム期である90年以降のデータを利用して、M & Aの株価効果を総合的に分析することにより、M & A実施時期に伴う株価効果の変化、取引形態別の株価効果に対する影響、買収企業と対象企業双方の株主間での富の分配状況を初めて明らかにしている。その結果、日本のM & Aでは価値創造があり、そのほとんどが対象企業の株主によって得られていることが分かった。買収企業の株主は、直近の場合を除くと、M & Aからはあまり大きな恩恵を受けていない。取引形態でみると、合併に比べて、株式移転と株式交換の方がより株主価値増大に結びつく傾向があると論じている。

第4章では、第3章の結果を踏まえて、日本のM & Aに特徴的な取引目的や性格、取引実施における買収価格と株価効果との関係を分析している。分析の結果、M & Aに伴うプラスの株価効果は、2つの異なる企業の合併から生じるシナジー効果であることが分かった。シナジー効果による恩恵は、買収価格によって双方の企業の株主に分配されている。さらに、取引目的でみると、救済型のM & Aにおいては、買収企業にプラスの株価効果は観察されなかった。買収価格が大き過ぎる場合には、買収企業株主から対象企業株主への価値移転が生じていることが考えられる。救済型では、アメリカ同様の価値移転が生じているものの、

総じて、敵対的買収の少ない日本の M & A では、買収価格が高めに設定されることはなく、過剰支払いが  
少ないことが買収企業のプラスの効果になっていると論じている。

第 5 章では、合併比率の発表から、合併日までの株価の動きに注目している。効率的市場仮説によれば、  
株価は公開情報を迅速に正当に反映する。合併比率という株価に直接リンクした情報を株式市場は必ずしも  
迅速に反映しておらず、長期間にわたり大きな価格の乖離が観察されている。そして、このような乖離は、  
合併のキャンセルリスクでは説明できないと論じている。対象となる銘柄が空売り対象銘柄でない場合、乖  
離は大きく長期に続くことが示された。実際にこのような乖離から超過収益が得られるかどうかだが、空売  
り制約、流動性などを考慮すると、その可能性は極めて小さいと述べている。超過収益が得られないとい  
う意味では、日本の市場は効率的だが、価格が情報を正当に反映していないという点で非効率であると論じて  
いる。

著者は、第 6 章において本学位論文の知見を総括し、今後の研究課題について述べている。

### 審 査 の 結 果 の 要 旨

イベントスタディ手法を使って、日本の M & A 市場について、日本市場の特徴に着目しながら、アメリ  
カ市場との違いを明確にした本論文の学術的貢献は大きい。とくに、対象企業に関する研究は、80 年代に  
小さなサンプルでなされたものだけであり、本研究のように大きなデータを使って、包括的に分析されたも  
のはこれまでになく、その意義は大きいと考えられる。後半の合併比率と株価は、アメリカにおいても最新  
の研究が発表されたばかりのホットな領域であり、日本のデータを用いた最初の研究で、日米間の違いも含  
めて論じている本研究の意義は大きいといえる。

今後、長期の株価、ならびに財務データを用いた分析など残された問題もあるが、90 年以降の日本の M  
& A 市場について、丁寧に色々な角度から分析し、検証したことは高く評価できる。

以上、本論文の学界ならびに関連実務への寄与は高いと思われるので、博士論文としてふさわしい内容  
を持つと評価される。

よって、著者は博士（経営学）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。