

氏名	村上 暢子
学位の種類	博士（経営学）
学位記番号	博甲第 8916 号
学位授与年月日	平成 31年 3月 25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	財務分析アプローチによる買収効果に関する研究

主査	筑波大学 教授	博士（工学）	山田 雄二
副査	筑波大学 准教授	博士（文学）	尾碕 幸謙
副査	筑波大学 准教授	博士（商学）	中村 亮介
副査	筑波大学 教授	博士（理学）	牧本 直樹
副査	同志社大学 准教授	博士（経営学）	野瀬 義明

## 論文の内容の要旨

成長戦略の一環として買収を選択する企業が近年増加傾向にある一方、大規模投資であるはずの買収の成果が、実施企業の収益性や生産性にどのように反映されるのかについては、経営者や株主にとって重要な情報であるにも関わらず必ずしも明らかではない。このような背景の下、本研究は、公表財務情報から算出される財務指標を用いた傾向スコア・マッチング法（Propensity Score Matching; 以下、PSM）と差分の差分（Difference-in-difference; 以下、DD）分析を適用することにより、分析対象企業の成長性をコントロールした上での買収実施企業の収益性改善効果、生産性改善効果、および買収が金融資本へ与える影響を検証するものである。主要結果は、第3章から第5章にかけて以下のように述べられている。

第3章では、企業が買収で獲得した経営資源を適切に各組織機能へ再配分し効率的に活用することにより、企業が保有する資産が創出する利益は拡大するという仮説の下で、買収企業が享受することが期待される収益性改善効果について分析している。具体的には、分析対象期間に買収を実施した企業群（処置群）と、同期間に買収を実施していない企業群（コントロール群）について PSM と DD 分析を適用し、下記事項を示している。まず、自己資本当期純利益率については、買収実施全サンプルを対象とした分析、完全子会社化買収、非上場企業対象買収、経営改善を伴う買収、および企業結合会計導入後の買収を対象とした分析全てにおいて、収益性改善効果が示された。また、買収全サンプル、非上場企業対象買収、企業結合会計導入後の買収において、買収実施により安全性において有意な低下傾向が表れ、買収実施による収益性改善に伴うデフォルト・リスクの拡大が懸念されるものとなった。一方、経営改善を伴う買収では、資本効率・株主投資効率・営業効率において顕著な収益性改善効果が表れ、財務レバレッジでは有意性は示されなかった。すなわち、経営改善を伴う買収では、買収実施後の統合プロセ

スにおいて資本構成・営業プロセス・資産/負債のリストラクチャリングを実施して、経営活動の成果や資金繰りを改善した上で統合を成功させていることが推察されるものとなった。なお、買収の収益性改善効果に対する企業結合会計導入の影響は必ずしも観測されなかった。

第4章では、買収が企業の生産性に与える影響に焦点を当て、買収実施企業の生産性改善効果について分析している。第3章と同様に PSM と DD 分析を適用し、生産性財務指標における買収非実施企業に対する実施企業の処置（買収）前後の差異を抽出した結果、買収全サンプルを対象とした場合は、労働生産性と資本生産性のいずれも改善効果は得られないものとなった。一方で、経営改善を伴う買収に対して、買収実施企業群（処置群）とそのペアとなる企業群（コントロール群）を抽出した場合、労働生産性と資本生産性共に、買収実施2年目以降から継続的に有意な改善効果が得られた。このことは、買収によって獲得された経営資源である、「労働力」と「資本（モノ・カネ）」が生産要素として投入され、高付加価値の財・サービスを市場へ提供することが可能となり、買収実施企業が享受する価値の産出量が拡大していることを示しているといえる。

第5章では、買収が実施企業の金融資本に及ぼす影響と安全性低下の兆候について検証している。前章までと同様に PSM と DD 分析を適用した結果、経営改善を伴う買収の場合、買収実施前は実施企業の自己資本比率が低下し、負債比率が増加する傾向が示されている。一方、借入金依存度においては必ずしも有意な結果が観測されないことから、経営改善を伴う買収における安全性の低下は、買収対価の資金調達の原因ではなく、業績悪化による赤字化に起因するものと論文では考察している。また、買収実施後は、負債比率と借入金依存度が継続的に増加しており、それに伴い自己資本比率も継続的に低下していることから、デフォルト・リスク拡大の傾向が示されている。

## 審査の結果の要旨

本研究では、企業の成長戦略において重要な役割を果たす買収の成果に焦点をあて、詳細な分析が行われている。合併は必ず会社統合が行われるが、買収は被買収企業が統合時に必ずしも消滅するわけではなく、買収で獲得した資産を最も適切に活用できるように組織を再編することが可能であるため、買収実施後の統合プロセスの成否によって業績が大きく変動する可能性がある。そのため、これまでの先行研究では、財務データを用いて買収前後の業績を比較する際、財務指標値に有意な改善効果がみられないという結論を示すものが多かった。これに対して本研究では、PSM と DD 分析を用いて分析対象企業が有する成長性をコントロールした上で分析を実施することにより、買収実施企業の収益性、生産性に関する財務業績に関して有意な分析結果を示し、買収成果の有効性を定量的に評価するための手法を構築したことに新規性があるといえる。更に、資本構成の変化や安全性低下の兆候に関する買収の影響分析を実施している点も実務において有用性が高く、買収が実施企業に与える影響において、本研究が経営者や株主に対して有益な情報を提供することが大いに期待される。以上より、本論文の水準は、ファイナンスと会計の融合分野における実証研究の学位論文として求められる水準にあるものと判断される。

### 【最終試験】

論文審査委員会による最終試験を平成31年2月2日に実施し、全員一致で合格と判定した。

### 【結論】

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