日本管理会計学会
管理会計学 2008年 第16巻第2号

論　壇

買収対価の支払手段と利益調整

高橋 邦丸

＜論壇要旨＞
本論文は，買収対価の支払手段の違いが経営者の裁量行動にどのような影響を及ぼすかについて考察を行っている．本論文では，1999年10月に施行された株式交換制度・移転制度後に株式交換および TOB（現金取引）にて M&A を行った 298 社（株式交換：買収企業 123 社，ターゲット企業 80 社，TOB：買収企業 45 社，ターゲット企業 50 社）をサンプルとして，株式交換比率決定日および買収アナウンス日前に利益増加型の利益調整を行っているかについて分析を行った．分析の結果，買収企業については株式交換を利用した企業のほうが交換比率決定日前の決算期に利益増加型の利益調整をしていることが明らかとなった．また，ターゲット企業についても一部統計的に有意でないものの買収企業と同様の結果が得られた．この結果から，株式交換比率を自社に有利なものにするために，経営者が利益増加型の利益調整を行っていることが示唆されている．

＜キーワード＞
利益調整（Earnings management），M&A，買収対価，企業価値　シナジー効果

The Method of Payment in Takeovers and Earnings Management

Kunimaru Takahashi

Abstract

This paper tests whether acquiring and target firms attempt to increase reported earnings prior to a stock for stock merger. Using a modified Jones model, discretionary accruals are examined for a sample of 298 mergers of publicly traded Japanese firms that were announced and agreed between 1999 and 2006. Findings indicate that discretionary accruals are positive and statistically significant for acquiring firms and target firms in a stock for stock merger. The results from the empirical tests indicate that acquiring and target firms' managers manage earnings upward prior to the merger. This paper also tests whether acquiring firms create synergy to add economic values, but I can't find the different synergy effect for the method of payment.

Key words

Earnings management, Mergers, Method of payment, Corporate values, Synergy effects

2008年1月31日　受理
青山学院大学 経営学部

Accepted 31 January 2008
School of Business, Aoyamagakuin University

1. はじめに

近年，わが国において M&A（企業の合併及び買収）取引が活発化している．多くの企業では，M&A を事業再編あるいは成長戦略を遂行するための手段として用いており，取引件数も 1990 年代後半から急増し，2006 年までの約 10 年間で 5 倍近くとなっている[1]．また，M&A を設備投資や研究開発などの投資計画と比較した場合，M&A に対する投資額は 2004 年度に研究開発費投資額を上回っており，2006 年度には約 15 兆円にも及ぶ投資がわが国においてなされている．

企業が M&A を行う動機としては，統合効果，コア・コンピタンスの強化や資源の集中，経営への規律付けなど様々なものが存在するが(宮島, 2007)，最終的にはこれらの効果によって企業価値を増加させることが目的となる．しかしながらこれまでの取引事例を見る限り，必ずしも M&A が企業価値を増加させているというわけではなく，逆に M&A によって企業価値を減少させているような事例も数多く見られる．

M&A における企業価値の増減に関しては，買収取引時に生じるプレミアムの大きさが関連していると言えるが，たとえば買収企業がターゲット企業を選定したり買収過程においてデュー・デリジェンスを行う際に，ターゲット企業の持つ資源に対する過度の期待，情報の非対称性あるいは買収企業側の過信などから，買収企業がターゲット企業の株主に対して多額の買収プレミアムを支払うことが先行研究から明らかにされている．

このような M&A に関連した株価効果については，それが買収企業かターゲット企業かで異なるほか，取引形態や買収対価の支払手段の違い，敵対性の有無，コンテストの有無などによっても影響を受ける．特にわが国では 1999 年の株式交換制度・株式移転制度そして 2001 年には会社分割制度が施行されたことに伴って従来と比較して企業買収を容易に行うことができる環境が整ったため，取引件数もこの法改正の後さらに増加傾向となった．このような法改正に伴い M&A を現金か買収企業の株式のいずれかで行うことが可能となり支払手段の選択肢が広がったが，このことは一方で株式交換による買収において，株式交換比率を自社に有利にすることなどを目的として経営者の裁量的マネジメント行動，すなわち利益増加型の利益調整行動をとろうといった動機づけを与えることとなった．また，買収企業のみならずターゲット企業の経営者についても，買収企業と同様の目的のほか買収交渉の決裂などのために利益調整行動をとることも予想される．しかしながら欧米の先行研究でも IPO や MBO といったガバナンス構造の変革に関する経営者の裁量行動と比較して，M&A が経営者の裁量行動に与える影響については必ずしも十分に明らかにされていないし，わが国ではこのような研究すら残念ながら存在していない．そこで本稿では，買収対価の支払手段の選択が可能となった 1999 年 10 月以降のサンプルを用いて，M&A に関連した経営者の裁量的マネジメント行動に着目した分析を行うこととする．

本論文の貢献としては，①M&A 取引に関連する裁量的マネジメント行動に対してわが国の法改正が与えた影響について，買収企業およびターゲット企業双方について明らかにしたこと，②株式交換企業のプレミアムの大きさについて間接的に裁量マネジメント行動が関係していることを示唆したことなどがあげられる．

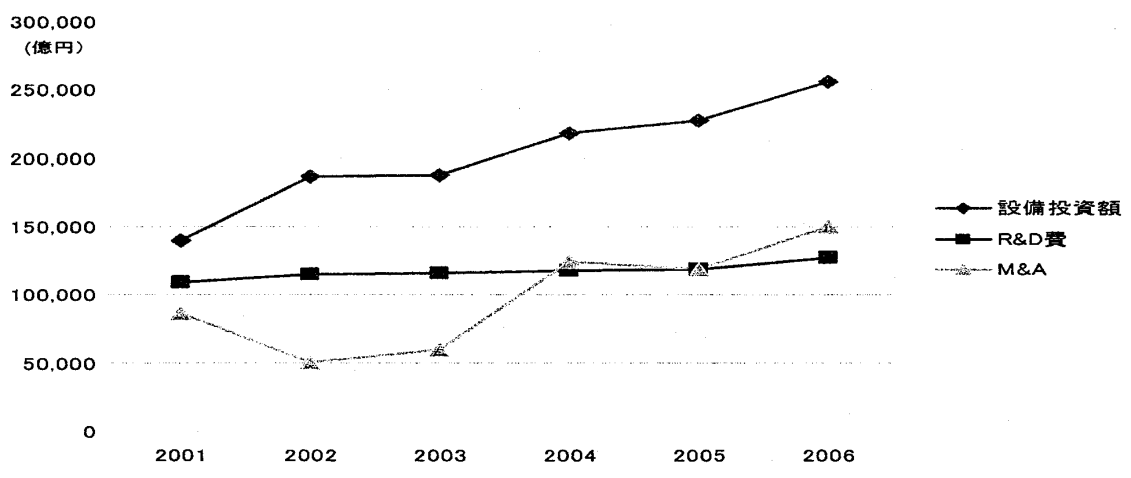
2. M&Aの動機と企業価値との関係について

わが国企業におけるM&A取引件数は1993年以降持続的に増加しているが，この背景にはバブル経済崩壊後の不況の長期化やデフレ経済下において，企業間の合併によって業界を再編したり，あるいは不採算部門の切り離しをすることによって事業の選択と集中を加速させるといった狙いがあったものといえる．また近年における経済のグローバル化や技術革新の急速な進展に伴って，競争力を向上させることを目的とした成長戦略の手段としてM&Aが利用されることもこのような取引件数の増加に影響を及ぼしている．

図表1は，わが国における設備投資額，研究開発投資額およびM&A投資額の推移を表したものであるが，M&A投資額は2003年から増加傾向にあり2004年以降は研究開発投資額を上回っている[2]．また，蟻川・宮島(2007)が1991年～2004年にかけて行った調査では，M&A投資と設備投資には負の有意な相関関係があることが明らかにされており，M&Aが投資計画における重要な代替案の1つとなっていることが伺える．さらには情報・通信や製薬業界を中心として，M&A投資はグローバルな視点から研究開発投資を強化するといった狙いもあるため，企業の戦略策定におけるM&Aの重要性はますます高まっているといえよう．

一般的に，M&Aの成否は，シナジー効果によって買収後の競争力が向上し買収前と比較して将来キャッシュ・フローをどれだけたくさん生みだせるかによって判断される．そしてこのような効果は，統合された企業の将来キャッシュ・フローを予測できるといった仮定の下，買収企業とターゲット企業の株価が買収アナウンスによってどれだけ変化したかといったイベント・スタディに基づいて測定することが可能である．Andrade, Mitchell and Stafford（2001）は1973年から98年にかけて，米国において買収アナウンスによって買収企業，ターゲット企業および両社を統合した場合の累積異常収益率（cumulative abnormal return :CAR）の推移を年代別に調査しているが，これによれば買収企業とターゲット企業を統合した場合，3日間(−1日～+1日)のCARは1.1%から2.6%の範囲で推移しており全期間の平均値は1.8%である．このように買収アナウンスによってCARがプラスになることから，企業買収は平均するとプラスの株価効果をもたらしているこ

図表1　わが国における設備投資額、研究開発投資額およびM&A投資額の推移



（レコフ資料、設備投資動向調査、科学技術研究調査をもとに筆者が作成）

とがわかる．このような傾向は，分析期間を買収アナウンス日の20日前から買収取引完了日に拡大した場合でも同様の結果が生じており，概ねマーケットは企業買収が株主価値を増大させるイベントとみなしていることがわかる．

一方，買収アナウンスに伴って発生するCARを買収企業とターゲット企業それぞれについて見てみると，ターゲット企業のCARは3日間で平均すると16.0%であるのに対して，買収企業のCARは全分析期間でマイナスとなっている．このことから買収取引によってもたらされる株主価値増加分のほとんどがターゲット企業の株主に分配され，買収企業の株主にとっては逆にこの取引によって株主価値を減少させていることがわかる．このように買収企業とターゲット企業でCARが異なる理由としては，買収の敵対性，コンテストによる入札企業数，買収プレミアムの大きさ，買収対価の支払手段の違い等が影響していると指摘されている(Andrade, Mitchell and Stafford, 2001)．このうち買収対価の支払手段に注目してみると，1970年代は現金および株式による買収の割合が同程度であったが，1980年代以降は株式による買収取引件数が増加し1990年代には70%以上の買収取引が何らかの形で買収企業の株式を対価としている(Andrade, Mitchell and Stafford, 2001)．Rappaport and Sirower (1999)によれば，米国における1990年代の買収取引における重要な要因として支払手段の違いを挙げているが，これまでの先行研究からも支払手段を現金で支払うのか株式で支払うのか（Cash or Stock?）が買収プレミアムの大きさや株価効果に異なる影響を及ぼすことが明らかにされている[3]．

3. わが国におけるM&Aを促進した制度改革について

上述したように欧米の先行研究から買収対価の支払手段の違いが，累積異常収益率（CAR）すなわち超過リターンの大きさに影響を及ぼすものといえるが，このような問題はわが国でも同様の影響を与えるものと思われる。とりわけ1990年代後半以降の一連の法制度改革がM&A取引件数の増加に加えて，買収対価の支払手段の選択にも大きな影響を与えたものといえよう．

わが国では1997年6月の独占禁止法改正による持株会社の解禁に伴い，事業部門の株式会社化が可能となることによって売買の手続きが簡素化されるとともに，買収後に買収企業が必要とする管理部門等の合理化を最小限に抑えることができるなどM&A取引をする上で大きな利点となった(宮島, 2007)．また1999年10月に施行された株式交換制度および株式移転制度によって，従来の現金のほか自社株式を対価とした買収が可能となり様々な買収目的に応じて支払手段を選択することが可能となった．さらには2001年4月には会社分割制度が創設され，将来成長が見込まれる部門や不採算部門を切り離しすることが容易になり，事業再編や経営資源の有効活用を円滑に進めることが可能となった．

井上(2002)はこのようなM&Aに関連した制度改革が株価効果に及ぼす影響について1999年4月以降のサンプルを用いた調査を行っている[4]．具体的には，1999年4月以降に取引が完了した上場企業間のM&A取引をサンプルとして，合併，株式交換，株式移転およびTOBといった取引形態の違いが買収アナウンス日前後3日間（−1日〜+1日）の超過リターンにどのような影響を及ぼすかについて分析している．この分析からわが国でもM&A取引によって全体としては株主価値を増加させていることが明らかになったが，しかし欧米の先行研究とは異なり，ターゲット企業だけでなく買収企業のCARも統計的に有意にプラスであることが明らかとなった．ただし取引形態の違いによってCARの大きさが異なっており，特に買収企業については株式移転・株式交換のCAR

が大きく，ターゲット企業についても株式交換・株式移転そしてTOBのCARが大きくなっている．これに関して井上(2002)は商法改正によって取引目的や性格に合致した取引形態の選択肢が増加したことが取引コストの削減につながり，このようなプラスの有意な超過リターンの要因となっていることを指摘している．このため，株式交換・移転やTOBといった比較的新しい取引形態のCARが大きくなっているものと考えられる．また井上は，本論文で関心を持っているような株式を対価とするものと現金を対価とするものとにサンプルを再分類した分析も行っているが，ターゲット企業に関してはTOBサンプルのほうがCARが大きかったものの統計的に有意な結果とはならなかった．また買収企業に関しては，欧米の先行研究とは逆に株式を対価とするサンプルのほうがCARが大きくなるという結果となった．ただし，この分析において用いられたTOBのサンプル数が20と少ないため，これをもってわが国において買収対価の支払手段の違いが超過リターンの大きさに影響を及ぼさないといった結論を下すことはできないものといえよう．

いずれにしても1999年以降のわが国における一連の法制度改革によって，M&A取引が容易となるとともに，買収対価の支払手段についても選択可能となったことは事実である．本論文では買収対価の支払手段の違いによる影響を分析すること目的としているが，この違いをより明確化するため支払手段の選択が可能となった1999年10月以降に買収取引が行われたサンプルによって分析を行うことにする．

4. リサーチ・デザイン

4-1　M&Aにおける利益調整行動の分析

利益調整(Earnings Management)に関する研究は，報酬や負債契約等に関する機会主義的な観点および財務報告に関する情報提供の観点から経営者の動機や行動を解明するべく分析が進められてきた(Scott,2003)．たとえば，新規株式公開（IPO）において公開価格を高く設定することやアナリスト予測を達成するために利益調整がなされていることに関してはいくつかの先行研究によって明らかにされているが(Teoh, Welch and Wong, 1998, Teoh, Wong and Rao, 1998)，企業買収に関連した取引においても同様の利益調整が行われていることが指摘されている（Erickson and Wand, 1999, Louis, 2004）．このような行動の背景にはDeAngelo（1986）が述べているように，ターゲットとされる企業の株価（株主価値）を評価する際にとりわけ直前の利益数値が重要な役割を果たしているため，交換比率や買収金額等に関する交渉を有利に進めることを目的として利益調整をしようとするインセンティブが働くことがあげられる．つまり買収企業の利益の大きさと株式交換比率とは負の相関関係があるため，買収企業の経営者は，買収取引前に報告利益を高くすることを目的として利益調整を行おうとするのである．

たとえばChristie and Zimmerman（1994）では，1981-88年の期間に同一産業のコントロールサンプルと比較して，ターゲット企業が買収される前に利益増加型の会計手続きを採用していることが明らかにされている．しかしながら，この研究ではわずか3つの会計手続きのみを対象にしているといった限界があり，一般的には裁量発生高(Discretionary Accruals)を代理変数として測定することによって利益調整行動の有無やその程度を判断するほうが望ましいといえよう．また，後述するようにこのような利益調整行動をする動機はターゲット企業のみならず，買収企業の経営者にもあるものと考えられる．このような裁量発生高を手がかりとしてM&Aと利益調整行動との関係

について分析した研究がいくつかあるが，これまでのところ一致した結論が得られていない．

4-2 支払手段の違いによる利益調整行動の分析

近年の企業買収における利益調整行動に焦点をあてた研究では，単に買収企業やターゲット企業といった単位で分析をするだけではなく，買収対価の支払手段の違いや買収の敵対性の有無などに基づいてサンプルを分類することによって経営者の裁量行動を分析している．このような背景にはいくつかの理由が存在するものといえるが，まず企業買収における支払手段に関しては，上述したように株式を対価とするものと現金を対価とするものとに大別することが可能であるが，このような違いは経営者の利益調整行動にも異なる影響を及ぼすものといえよう．これは株式交換比率の算定といったものが買収時における買収企業とターゲット企業の業績や株価等によってなされるため，買収企業は買収アナウンス日前に交換比率を自社に有利なものにしようとするインセンティブが働くことになり，現金を対価とする場合と比較して利益増加型の裁量行動をとる傾向があるという考え方によるものである．たとえば株式交換によって買収を行った企業の利益調整行動に関する分析が Erickson and Wang（1999)によってなされているが，ここでは株式を対価として買収を行った企業は，買収取引完了のアナウンス直前に利益増加型の利益調整行動をしていることが明らかにされたが，現金を対価とした場合にはそのような結果が得られなかった．

一方ターゲット企業に目を向けると，現金による買収の場合にはターゲット企業の株主が受け取る対価が TOB（株式の公開買い付け）の公告日に確定するが，株式を対価とする場合には株主が受け取る買収対価（つまり買収企業の株式）は買収企業の将来的な収益性に依存するため不確実性が高くリスクが発生する．このため Fishman（1989）が指摘するように，ターゲット企業の経営者は現金買収よりも株式買収による価値を低く評価するため株式交換比率を自社に有利にしようとするインセンティブが働く．つまり，ターゲット企業についても現金を対価として買収されるときよりも株式を対価として買収される場合に，より利益増加型の利益調整行動をとるものといえよう．また，買収企業の経営者が買収取引に先立ち自社の利益数値を調整しているであろうとターゲット企業の経営者が予測することは極めて合理的であるため，交換比率に関連する取引価格を調整するために利益増加型の裁量行動をとることも予想される（Erickson and Wang,1999)．ただし Erickson and Wang（1999）では，買収前のターゲット企業の裁量発生高はプラスであったが統計的に有意な結果とはならなかった．この理由として彼らは，買収に関する情報を買収企業ほど早く知りえないために利益調整行動をする時間的な余裕がないといった時期的な問題点を指摘している．Eddey and Taylor（1999）がオーストラリア企業を対象とした分析でも，ターゲット企業が利益調整行動をしているという有意な結果は得られなかった．

このように先行研究から，買収対価の支払手段の違いは経営者の裁量行動に異なる影響を及ぼすものと考えられ，一般的に現金を対価とするよりも株式を対価とする場合のほうが利益増加型の利益調整をすることが予想される．また，先行研究では，買収アナウンス日，株式交換比率決定日または買収取引完了日前の決算データをもとにどの程度利益調整が行われているかを明らかにしているが，本分析では買収アナウンス日以降に株式交換比率の決定がなされる場合，この時点まで利益調整を行う動機があるという前提から，株式交換比率決定日直前の決算期をｔ期としてそれ以前の利益調整行動について分析を行うことにする．また利益調整は買収企業とターゲット企業それぞれに動機があるものと思われるが，買収企業のほうが買収に関する情報を早く知りうる立場にあることから，ターゲット企業と比較してより利益調整を行う傾向があるものと仮定する．なお先行研究では，買収企業かターゲット企業のいずれかのみの利益調整行動について明らかとするものがほ

とんどであったが，本論文では上述の分析をもとに買収企業とターゲット企業の両方の利益調整行動について分析を行っている．

4-3　データ

本分析では買収対価の支払手段の違いが経営者の利益調整行動に影響を与えているかを実証するため，わが国においてこのような選択が可能となった株式交換制度が適用された 1999 年 10 月から 2006 年 5 月までに株式交換または TOB（現金取引）によって M&A を実施した上場企業のうち，株式交換については交換比率決定日直前の会計期間を t 期とし，TOB については買収アナウンスを行った日の直前の会計期間を t 期としている[5]．また本分析では，株式交換比率決定日およびアナウンス日前後の経営者の裁量行動に関する動向を明らかにするために，$t-3$ 期から $t+2$ 期までの連続した 5 期間のデータが利用可能な 298 社をサンプルとする[6]．なおこのサンプルは日本の上場企業間の取引に限定されており，いずれかが外国企業の場合にはサンプルから除外している．298 社の内訳は株式交換（買収企業 123 社，ターゲット企業 80 社），TOB（買収企業 45 社，ターゲット企業 50 社）である[7]．なお，M&A 取引の有無，日時および支払対価の手段についてはいずれもレコフ社『MARR』の各月号から収集されている．

Easterwood（1998）によれば，1985 年から 1989 年にかけて買収取引が完了した上場企業のうち 110 社のターゲット企業について分析を行い，買収開始直前の四半期に利益増加型の利益調整をしていることを明らかにしたが，このサンプルをさらに敵対的な買収か否かで分けたところ敵対的なサンプルのみ利益調整をしているという統計的に有意な結果が得られた．このため Easterwood は敵対的な買収に直面している経営者のほうがより利益調整をするインセンティブが高いと結論付けている．ただしこの敵対的買収については，欧米でも 1980 年代以降低下傾向にあり買収取引において一般的な手段となっていない．また本研究の分析期間にも敵対的な取引が若干発生していたものの分析対象となったサンプルには含まれていなかったため，ここでは敵対的買収の影響を取り除いた分析を行っている．

つぎに会計期間については，Erickson and Wang（1999）や Eddey and Taylor（1999）など欧米の先行研究では四半期データを用いているが，わが国においてはデータベースの制約上困難である．ただし，一般的な利益調整行動研究のように年次データを用いた分析では，買収アナウンス日前後の経営者の裁量行動を詳細に把握することは難しいため，本研究では半期データを使用することにする．なお財務データについては日経 NEEDS－Financial Quest より収集している．

図表 2 および 3 は買収アナウンス日直前期（t 期）における買収企業とターゲット企業それぞれの記述統計量を買収対価の違いによって比較したものである．買収企業については，TOB（現金取引）サンプルのほうの企業規模が統計的に有意に大きいことがわかる．また統計的に有意とはならなかったものの TOB サンプルのほうの収益性が高く，総資産に占めるフリーキャッシュ・フローが大きいことが明らかとなった．ターゲット企業については，株式交換によって買収される企業のほうが企業の規模が大きく，TOB される企業については，収益性が高く総資産に占める負債の比率も低くなっており財務構造が良好であることがわかる．

4-4　裁量発生高の推定

本分析では株式交換比率決定および買収アナウンスの前に，買収企業とターゲット企業においてどの程度利益調整が行われているのかを明らかにする．ここで利益調整については，総会計発生高(Total Accruals：TA)から非裁量発生高を控除することによって裁量発生高を求めるアプローチが

一般的である．ただし本分析では，買収プロセスにおいて短期的にどの程度の利益調整を行っているかについても把握することを目的として運転資本会計発生高（Working Capital Accruals : WCA)についても分析を行っている[8]．裁量発生高の測定には，Dechow, Sloan and Sweeney（1995）が提唱した修正Jonesモデルを用い，(1）および（2）式に示したようなクロスセクション型でｔ－2 期から t+2 期の期間ごとにそれぞれのサンプルに対して非裁量発生高を推定し，これを総会計発生高および運転資本会計発生高それぞれから控除することによって裁量発生高を求めている．

総会計発生高＝（△流動資産－△現金預金）－（△流動負債－△資金調達項目）－減価償却費
運転資本会計発生高＝（△流動資産－△現金預金）－（△流動負債－△資金調達項目）

・非裁量発生高の推定（修正Jonesモデル）

$$TA_{ijt}/AST_{ijt-2}=\beta_{0jt}[1/AST_{ijt-2}]+\beta_{1jt}[(\Delta REV_{ijt}-\Delta REC_{ijt})/AST_{ijt-2}] +\beta_{2jt}[PPE_{ijt}/AST_{ijt-2}]+\varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

$$WCA_{ijt}/AST_{ijt-2}=\gamma_{0jt}[1/AST_{ijt-2}]+\gamma_{1jt}[(\Delta REV_{ijt}-\Delta REC_{ijt})/AST_{ijt-2}]+\varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

TA: 総会計発生高, WCA: 運転資本会計発生高, AST: 総資産，△REV：売上高変化額，△REC: 売上債権変化額，PPE:償却性固定資産，ε：誤差項， i: 企業インデックス， j ：産業分類が等しい企業のポートフォリオ ， t ：半期インデックス

・裁量発生高の測定

$$DAT_{it}=TA_{it}/AST_{it-2}-[b_{0it}(1/AST_{it-2})+b_{1jt}(\Delta REV_{it}/AST_{it-2}-\Delta REC_{it}/AST_{it-2}) +b_{2jt}(PPE_{ijt}/AST_{ijt-2}) \quad (3)$$

$$DAW_{it}=WCA_{it}/AST_{it-2}-[c_{0jt}(1/AST_{it-2})+c_{1jt}(\Delta REV_{it}/AST_{it-2}-\Delta REC_{it}/AST_{it-2}) +c_{2jt}(PPE_{it}/AST_{it-2}) \quad (4)$$

DAT: 総会計発生高に基づいた裁量発生高，DAW: 運転資本会計発生高に基づいた裁量発生高

図表2　買収企業の記述統計量

	株式交換買収企業		TOB買収企業		t-statistic (Wilcoxon Z)	
	平均	中位数	平均	中位数	平均	中位数
資産合計	420850.43	98693	656907.489	288253	−1.45285 (0.14815)	−2.63976 *** (0.00829)
売上高	98278.683	14127	287953.733	77615	−2.53614 ** (0.01311)	−4.31423 *** (0.00001)
当期利益	730.71545	305	7605.6	755	−1.92905 * (0.05971)	−2.79915 *** (0.00512)
ROA	0.0317878	0.04343606	0.09363692	0.0569843	−1.47491 (0.14213)	−1.43271 (0.15194)
FCF/総資産	−0.006034	0.02787288	0.02109686	0.0289215	−0.80810 (0.42019)	−0.20595 (0.836829)
負債/総資産	0.4840094	0.47818253	0.51249815	0.5119351	−0.68287 (0.49563)	−0.66621 (0.50527)

(　):有意確率,　***, **, *はそれぞれ1%, 5%,10%水準で有意

図表3　ターゲット企業の記述統計量

	株式交換ターゲット企業		TOBターゲット企業		t-statistic (Wilcoxon Z)	
	平均	中位数	平均	中位数	平均	中位数
資産合計	137868.4	29126.5	57224.52	14694.5	2.00069 ** (0.04776)	2.63976 *** (0.00447)
売上高	63411.613	19669	36952.44	13404	1.24291 (0.21617)	4.31423 * (0.06611)
当期利益	744.925	79	424.18	162	0.37535 (0.70801)	−2.79915 (0.26279)
ROA	0.0187685	0.01553755	0.0541821	0.0346063	−2.01410 ** 0.04609	−1.43271 *** (0.00447)
FCF/総資産	0.1419387	0.0372284	0.04361464	0.024992	0.91417 (0.36234)	1.03366 (0.30129)
負債/総資産	0.6081386	0.64249683	0.51228539	0.559667	2.25423 ** (0.0258)	2.12475 ** (0.03360)

(　):有意確率,　***, **, *はそれぞれ1%, 5%,10%水準で有意

5. 分析結果

5-1　買収企業の裁量発生高

図表4は，株式交換比率決定日直前の半期決算期をｔ期とし，その前後5期間の買収企業の裁量発生高を示したものである．図表4の左側は株式交換およびTOB（現金取引）で買収を行ったサンプルの裁量発生高（総会計発生高ベース）をプロットしたものであるが，株式交換企業の裁量発

生高はｔ－2 期から株式交換比率決定日直前のｔ期まで上昇し，決定日後の t+1 期には減少していることがわかる．また分析の結果から t−1 期とｔ期の裁量発生高が統計的に有意にゼロと異なっており，このことから株式交換比率決定というイベントに対して株式交換による買収企業が事前に利益増加型の利益調整行動を行っていることが明らかとなった．これに対して TOB によって買収を行ったサンプルでは買収アナウンス日前（t−2 期～ｔ期）の裁量発生高がいずれも統計的に有意にゼロと異なっておらず，かつ利益増加型の利益調整行動を行っているという傾向も見られなかった．つぎに株式交換比率決定日および買収アナウンス日前の決算期に，買収企業の裁量発生高の大きさが支払手段の違いによって異なるかを比較したものが図表 5 に示されているが，株式交換サンプルの裁量発生高はいずれの期においても TOB のサンプルよりも大きく，特にｔ－1 期およびｔ期については統計的に有意な差が見られることが明らかとなった．

図表 4 の右側は株式交換および TOB（現金取引）で買収を行ったサンプルの裁量発生高（運転資本会計発生高ベース）をプロットしたものである．株式交換企業の裁量発生高は t−2 期からｔ期にかけて増加し株式交換比率決定後の決算期である t+1 期に減少していることがわかる．とりわけｔ期における裁量発生高の大きさは 0 と有意に異なっており，株式交換比率決定の直前期に運転資本会計発生高ベースでも株式を支払手段とする買収企業が利益調整行動を行っているという結果が示された．一方 TOB 買収企業については，総会計発生高ベースの結果とは異なり，買収アナウンス日の直前期についてのみ利益調整行動を行っているという統計的に有意な結果が示された．ｔ－2 期からｔ期までの運転資本会計発生高ベースでの裁量発生高の大きさを支払手段の違いで比較した結果が図表 5 に示されているが，平均値はいずれの値も株式交換サンプルのほうが大きかったものの，中位数では必ずしもそうではなく，総会計発生高ベースの場合と異なり支払手段の違いによって裁量発生高が異なるという有意な結果を得ることができなかった．

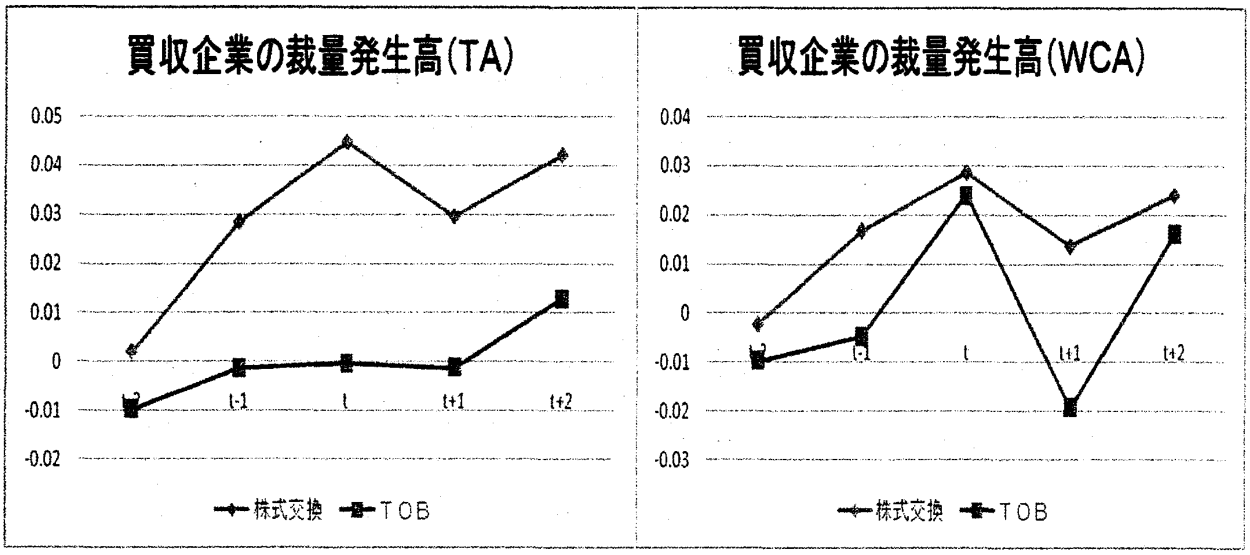
5-2　ターゲット企業の裁量発生高

図表 6 は買収アナウンス日直前の半期決算期をｔ期とし，その前後 5 期間のターゲット企業の裁量発生高を示したものである．図表 6 の左側は株式交換および TOB（現金取引）で買収された企業サンプルの裁量発生高（総会計発生高ベース）をプロットしたものであるが，株式交換企業の裁量発生高は t−2 期から t−1 期にかけて裁量発生高が増加しており t−1 期において裁量発生高が統計的に有意にゼロと異なっていることが明らかとなった．ただし t−2 期からｔ期にかけて裁量発生高がプラスで推移しており株式交換を行った買収企業の場合のような顕著な傾向は見られなかった．一方，TOB サンプルについては t−2 期および t−1 期において裁量発生高の値がマイナスとなっており統計的に有意にゼロと異なっていた．ただし，ｔ期については株式交換および TOB サンプルともに裁量発生高がプラスであったものの統計的に有意にゼロと異なるという結果が得られなかった．

図表 7 は買収対価の支払手段の違いによって裁量発生高の大きさに差が見られるかをターゲット企業において比較したものであるが，買収アナウンス日前の t−2 期と t−1 期において株式交換で買収された企業のほうが，裁量発生高が平均値・中位数ともに統計的に有意に大きいことが明らかとなった．なおアナウンス日直前期のｔ期についても株式交換サンプルの平均値のほうが大きかったものの統計的に有意な差は得られなかった．以上をまとめると一部統計的に有意でないものの，概ねターゲット企業についても株式交換によって買収される企業のほうが TOB によって買収される企業よりも買収アナウンス日前の決算期に利益増加型の利益調整をしていることが明らかとなった．

次に運転資本会計発生高ベースでの裁量発生高については，株式交換サンプルでは t−2 期および t−1 期にプラスの値が得られたものの統計的に有意な結果は得られなかった．また，TOB サンプルについては t−2 期および t−1 期に裁量発生高がマイナスの値となっており t−2 期についてはゼロと有意に異なることが明らかとなった． t 期についてはこれまでの分析と異なり，TOB サンプルの裁量発生高のほうが株式交換サンプルのそれよりも値が大きくなったが統計的に有意な結果とはなっていない．図表 7 は支払手段の違いによって裁量発生高の大きさに差が見られるかを比較したものであるが，買収アナウンス日前の t−2 期と t−1 期において株式交換で買収された企業のほうが裁量発生高の平均値が統計的に有意に大きいことが明らかとなった．このことから比較的短期的なスパンでの裁量行動を測定する運転資本会計発生高ベースにおいても，株式交換によって買収されるターゲット企業が株式交換比率決定前の決算期に利益増加型の利益調整を行っているという結果が得られた．

図表4　買収企業の裁量発生高

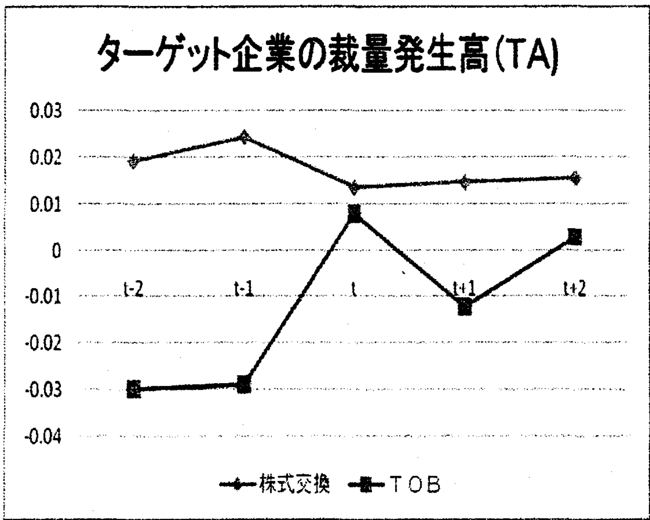


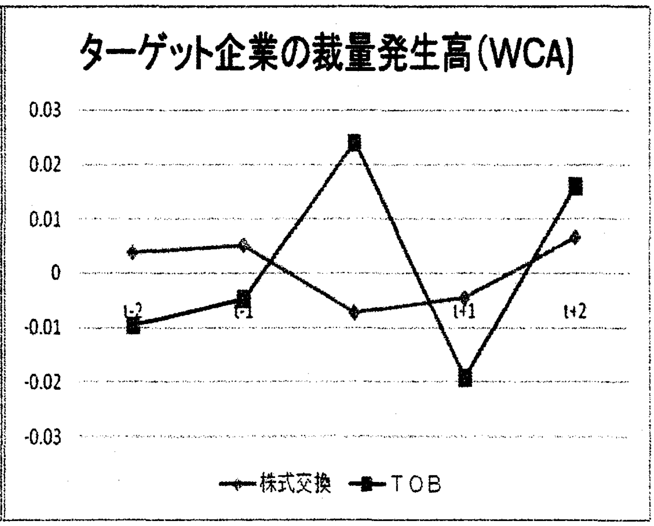
図表5　買収企業の裁量発生高

		株式交換買収企業		TOB買収企業		t−statistic(Wilcoxon Z)	
		平均値	中位数	平均値	中位数	平均値	中位数
(TA)	t−2	0.007	0.00102	−0.00974	−0.00415	1.41696 (−0.15991)	0.90439 (−0.36578)
	t−1	0.03152	0.00145	−0.00133	−0.0031	2.06639 ** (−0.04037)	1.33062 (−0.18331)
	t	0.03328	0.00499	−0.00035	−0.00733	2.2583 ** (−0.02522)	1.69954 * (−0.08921)
(WCA)	t−2	−0.0022	−0.0043	−0.00966	−0.00258	0.55242 (−0.5814)	−0.13073 (−0.89598)
	t−1	0.0168	−0.0074	−0.00474	−0.01079	1.42416 (−0.15627)	0.90081 (−0.36768)
	t	0.0287	−0.002	0.02411	0.01065	0.25246 (−0.80099)	−0.45667 (−0.6479)

(　):有意確率，　***，**，*はそれぞれ1%，5%，10%水準で有意

図表6　ターゲット企業の裁量発生高





図表7　ターゲット企業の裁量発生高

		株式交換ターゲット企業		TOBターゲット企業		t−statistic(Wilcoxon Z)	
		平均値	中位数	平均値	中位数	平均値	中位数
(TA)	t−2	0.01925	0.00447	−0.02982	−0.00281	2.34704 ** (−0.02045)	1.68927 * (−0.09116)
	t−1	0.02445	0.0096	−0.02872	−0.01502	3.3979 ** (−0.00101)	3.90016 *** (−0.00009)
	t	0.01357	−0.0057	0.00806	−0.00288	0.27101 (−0.78681)	−0.66518 (−0.50593)
(WCA)	t−2	0.00382	−0.0035	−0.02446	−0.01214	1.7957 * (−0.0749)	1.49785 (−0.13417)
	t−1	0.00516	−0.0018	−0.0183	−0.02058	1.74559 * (−0.08328)	1.63185 (−0.10271)
	t	−0.0073	−0.0073	0.00864	0.00406	−0.73553 (−0.46499)	−0.97624 (−0.32894)

(　):有意確率,　***, **, *はそれぞれ1%, 5%,10%水準で有意

6. シナジー効果の測定

ある企業が戦略を遂行するための手段としてM&Aを行った場合，その成否はM&A後に持続可能な競争優位性を構築することによって価値創造がなされたかによって判断される．M&Aにおける価値創造とは，買収企業とターゲット企業がそれぞれ個別に活動するよりも1つの組織として活動するほうがより価値を創造できるといったシナジーを創出することを意味する．Cording, Christmann and Bourgeois（2002）によればこのようなシナジー効果は次の3つに分類できるとされている．

オペレーティング・シナジーケ：企業が様々な活動をすることによって規模の経済（または範囲の経済）を獲得する．

財務シナジー：倒産リスクを減少させることによって資本コストが減少する．また規模が大きくな

ることによってマーケットから資金を低コストで調達することが可能となる.

共謀シナジー：マーケットパワーを発揮することによって高価格で商品・サービスを提供する.

このようなM&AによるシナジI効果の測定については，上述したように買収アナウンスによって買収企業及びターゲット企業の株価が上昇したか否かといったイベント・スタディによって分析されるものと，会計数値によって測定される方法とがある．なお，後者についてはM&Aを設備投資や研究開発などと同様の資本投資とみなした場合，収益性や投資効率を無視したM&A投資というものはあり得ないため，会計指標を使ってその成否を判断するといった考え方に基づいている．またイベント・スタディによる分析では，マーケットが買収後の統合された企業の将来キャッシュ・フローを予測できるといった前提に基づいて主として短期的な株価の変動を問題とするのに対して，会計指標を用いた分析では統合された後の企業業績を実際に測定するとともに長期的な観点からM&Aの成否が判断できるといった特徴がある.

これまでの先行研究では，M&Aにおけるシナジー効果の測定についてはいわゆる多角化理論を応用して，買収企業とターゲット企業の事業関連度によってシナジーの大きさが異なるかについて分析されることが一般的であった．しかしながら本分析では，買収時における支払対価の違いによってシナジー効果の創造に異なる影響を及ぼしているかについて調査を行う．これによってもし買収対価の違いによって長期的な収益性が異なることが明らかになれば，買収アナウンス日前後における株式超過リターンの大きさが支払手段の違いによって異なることを説明することも可能となろう．King, Dalton, Daily and Covin（2004）によれば，買収企業の経営者は最も収益性の高い方法によってターゲット企業を買収するとした上で，買収企業の株価がマーケットで過大評価されている場合には株式を支払対価とした買収をするであろうし，過小評価されている場合には現金を支払対価として買収を行うであろうとしている．このことから現金を対価として買収を行おうとする経営者は，買収後の業績に対する期待がとりわけ大きいであろうと仮定することが可能である.

そこで株式交換とTOB（現金取引）によって買収を行った企業の業績を株式交換比率決定日および買収アナウンス日直前の半期決算期をt期としたときのt−3期からt+2期までのROA（総資本利益率）とROS(売上高利益率)の推移について分析を行った．なおM&Aによるシナジー効果を見るために，買収企業の業績をそのまま測定するのではなく，買収企業の業績を同業種の平均値（各決算期ごと）から控除した値についてt検定を行っている[9]．分析の結果，株式交換による買収企業についてはROAとROSがともに買収以前から業界平均以下であり，買収後もROAについては若干上昇傾向にあるもののROSは買収後に減少している．一方現金を対価として買収を行った企業については買収後ROA，ROSともに業界平均を上回っていてROSについては統計的に有意な結果となっているが，このような傾向は買収以前にも見られているためこの結果が買収によるシナジー効果によるものという結論を下すことはできない．Laughran and Vijh（1997）が支払対価の違いが買収企業の長期的な株価効果に対する影響について行った分析から，株式を対価とした買収企業は株主価値を減少させているが，現金を対価とした場合にはプラスの株式超過リターンを生み出していることが明らかとなった．この分析から買収対価の支払手段の違いは確かにシナジー効果に対する認識の違いを説明する要因の1つとみなすことが可能であるといえよう．しかしながら本分析では，データの制約上買収後については1年後までの業績に基づいた分析しかできなかったが，買収によるシナジー効果を測定するためには3年から5年程度の期間について分析することによって判断する必要があるものといえる.

7. まとめと今後の課題

本論文では，1999年10月以降に株式交換によって買収を行った（買収された）企業と現金取引によって買収を行った（買収された）企業を対象として，買収対価の支払手段の違いが経営者の裁量行動に異なる影響を及ぼすかについて分析を行った．実証分析の結果，買収企業については株式を対価とする企業のほうが現金を対価とする企業よりも株式交換比率決定日前の決算期において利益増加型の利益調整を行っているという仮説が支持された．またターゲット企業についても，一部統計的に有意でないものの買収対価の支払手段が経営者の利益調整行動に異なる影響を及ぼすことが明らかにされた．この結果から，株式交換によって買収を行う（買収される）企業の経営者は，株式交換比率を自社に有利なものとするために裁量的に報告利益を増加させていることが示された．そして，ターゲット企業と比較して買収企業において買収対価の支払手段が経営者の利益調整行動に顕著な違いをもたらすという結果は，Erickson and Wang が指摘したような買収に関する情報を入手できる時点が異なるためターゲット企業の経営者は買収企業の経営者と比較して利益調整行動をとることが困難であるといった指摘と一致するものといえる．

本論文では，経営者の裁量行動の代理変数として総会計発生高ベースの裁量発生高と運転資本会計発生高ベースでの裁量発生高を用いた．運転資本会計発生高は，総会計発生高から減価償却費項目の影響を取り除いているため，短期的な利益調整を把握するのが可能と判断したためである．しかしながら本分析から，総会計発生高ベースでの裁量発生高のほうが利益増加型の利益調整をしているという統計的に有意な結果が得られた．この点については，本分析で用いた修正 Jones モデル自体の検討を含めてより精緻化したモデルを利用して再度分析を行う必要があるものと思われる．また，買収後のシナジー効果についても3年～5年の長期での分析をすることができなかった．これらの点も含めて今後の検討課題としたい．

（本論文は，2007年度科学研究費補助金基盤研究（B）課題番号18330096による研究成果の一部である．）

（注）

1 マール M&A データで見る M&A 市場のトレンド，レコフ社 HP より http://www.recof.co.jp/column/ma_trend.html

2 M&A 投資額についてはレコフ社資料，設備投資額については設備投資動向調査，そして研究開発投資額については科学技術調査資料に基づいている．

3 支払手段の相違が株価効果に及ぼす影響については Loughran and Vijh(1997), Mitchell and Stafford（2000)等を参照．

4 井上（2002)の本来の目的は，上場企業間の M&A が増加した1990年4月から2002年4月までの期間において，取引形態の違いが株価効果の及ぼす影響について分析を行うものである．本分析で検討している内容は，井上がサブサンプルとして用いたものである．

5 本分析におけるサンプルには，買収アナウンスと同じ日に株式交換比率を公表するケースが多く見られた．

6 本分析では買収アナウンス日直前の半期決算期を t 期としてその前後5期間についての利益調整行動について分析を行っている．ただし，t +1期と t +2期についてはターゲット企業が消滅したり，買収企業についても合併後の財務情報に基づくものとなっているサンプルもあるため厳密な意味で買収前後の比較をするのは困難である．このため利益調整についての分析は t−2期から t 期までの期間について行うこととし，t+1期と t+2期についてはあくまで買収後の傾向をみる程度にとどめている．

7 ここでの買収企業とターゲット企業については，分析対象期間に財務データ等が入手可能な企業

であり，必ずしも買収企業とターゲット企業のデータが入手可能な取引事例のみを扱っているのではない．すなわちある1つの買収取引について買収企業サンプルは分析対象となっているが，ターゲット企業については財務情報等が入手可能でなかったために分析対象となっていないものもサンプルに含まれている．

8 Louis (2004)は，運転資本裁量発生高を用いて株式交換取引における経営者の裁量行動について分析を行っている．ここでは買収アナウンス日直前の決算期に利益増加型の利益調整を行っているという有意な結果が得られている．

9 シナジー効果分析の結果については，紙面の制約上示すことができなかった．

参考文献

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』,22(2),pp.107-120.

井上光太郎・加藤英明,2006. 『M&Aと株価』,東洋経済新報社.

宮島英昭,2007. 『日本のM&A』東洋経済新報社.

村松司叙,2001.『M&A21世紀 I 企業評価の理論と技法』中央経済社.

Andrade, G., M. Mitchell and E. Stafford, 2001."New evidence and perspectives on mergers," *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp.103-120.

Christie, A. and J. L. Zimmerman, 1994. "Efficient and opportunistic choices of accounting procedures," *The Accounting Review*, 69 (4), pp.539-66.

Cording, Christmann and Bourgeois, 2002. "A Focus on resources in M&A success: A literature review and research agenda to resolve two paradoxes," *Academy of Management Meetings*, Denver, CO, August 2002.

DeAngelo, L. E., 1986. "Accounting numbers as market valuation substitutes," *The Accounting Review*, 61 (3), pp.400-20.

Dechow,P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney ,1995 ."Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*,70, pp193-225.

Easterwood, C. M, 1998."Takeovers and incentives for earnings management," *Journal of Applied Business Research*, 14 (1), pp.29-47.

Eddey, P. H. and Taylor, S .L., 1999. "Directors' recommendations on takeover bids and the management of earnings," *Abacus*, 35 (1), pp.29-45.

Erickson, M. and Wang, S. ,1999. "Earnings management by aquiring firms in stock for stock mergers," *Journal of Accounting and Economics*, 27 (2), pp.149-76.

Fishman, M.J., 1989. "Pre-emptive bidding and the role of medium of exchange in acquisitions," *Journal of Finance*, 44 (1), pp.41-57.

Frank, Harris and Mayer, 1988. "Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States," in A.J. Auerbach, ed., *Corporate takeovers: case and consequences.*

King, D. R, D. R. Dalton, C. M. Daily and J. G. Covin, 2004. "Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators", *Strategic Management Journal,* 52 (2), pp.187-200.

Loughran and Vijh, 1997, "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?" *Journal of Finance,* 52 (5), pp.1765-1790.

Louis, H., 2004. "Earnings Management and the Market Performance of Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics,*74, pp.121-48.

Rappaport and Sirower, 1999. ”Stock or Cash?” *Harvard Business Review*, Nov-Dec.

Schwert, 2000. ”Hostility in Takeovers,” *Journal of Finance*, 55 (6), pp.2599-2640.

Scott, 2003. *Financial Accounting Theory*, Prentice Hall.

Teoh, S. H., I. Welch and T. J.Wong, 1998. “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings”, *Journal of Finance*, 53, pp.1935-74.

Teoh, S. H., T. J. Wong and G. Rao,1998., “Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?”, *Review of Accounting Studies*, 3, pp.175-208.