

IN-OUT型M&Aの リーマンショック前後に おける株価効果要因分析

白須ゼミ 4期生
長村星良

目次

♡は	じ	め	に
♡現	状	分	析
♡先	行	研	究
♡仮			説
♡実	証	分	析
♡結	論	と	言



PASTRY

はじめに

IN-OUT型M&A の推移



IN-OUT型M&Aは増加

	買収企業	被買収企業	買国籍	被国籍	日付
1	武田薬品工業	ナイコメッド	JPN	SUI	2011/5/20
2	新日本製鉄	住友金属工業	JPN	JPN	2011/2/24
3	伊藤忠商事、KKR	サムソン・インベストメント	JPN	USA	2011/11/23
4	三菱商事	アングロ・アメリカン・スール	JPN	GBR	2011/11/10
5	ウエスタン・デジタル	ヴィヴィテクノロジーズ	USA	JPN	2011/3/8

今後の展望

多くの企業が
IN-OUT型M&Aに
対して積極的！

企業名	投資枠金額	投資対象
味の素	3000億円	海外の食品ブランドや販売網
王子製紙	1000億円	設定額の9割を海外の製紙事業へ
住友重機	500億円	欧米の精密・産業機械メーカー

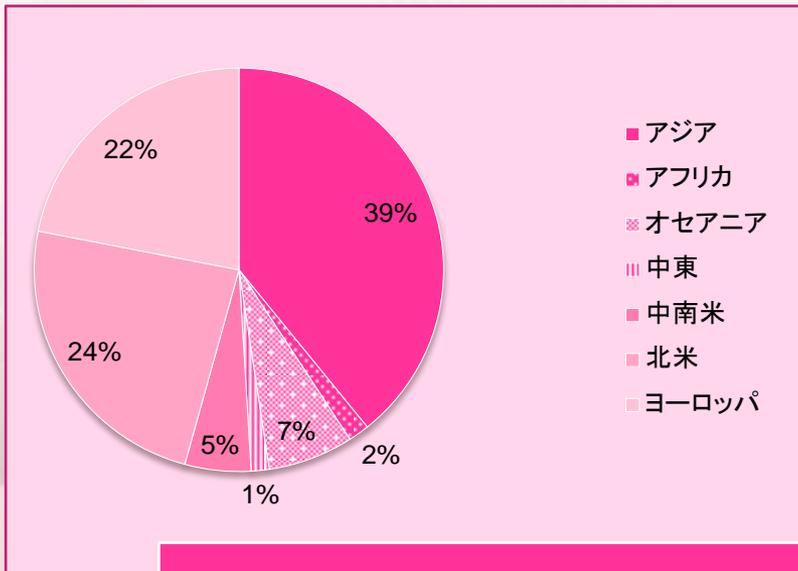
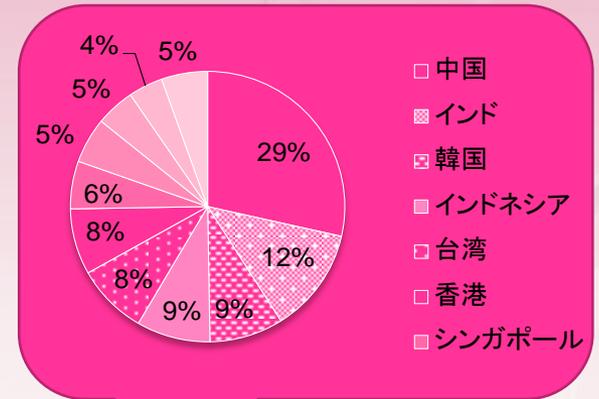
今後も海外に向けたM&Aは加速していくと考えられる

どのようなM&Aを行うべきなのか

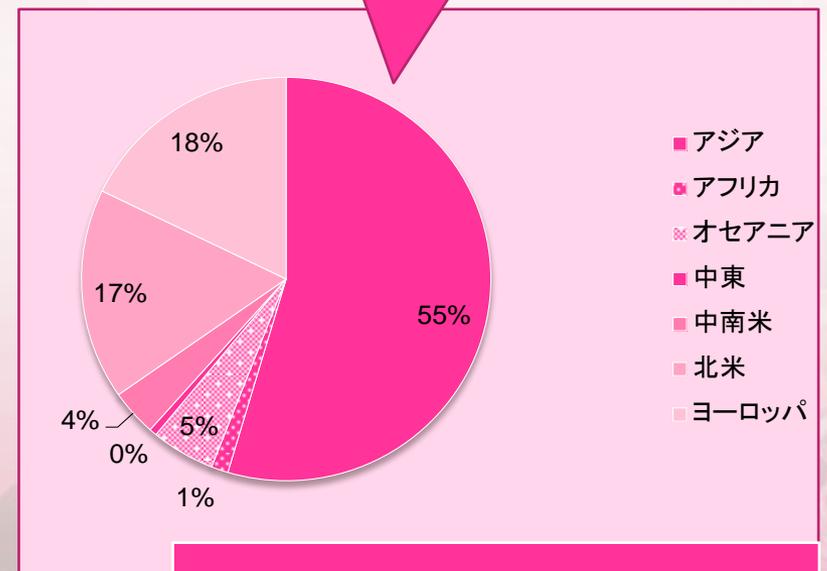
卒論のテーマへ

現状分析

M&Aの対象国

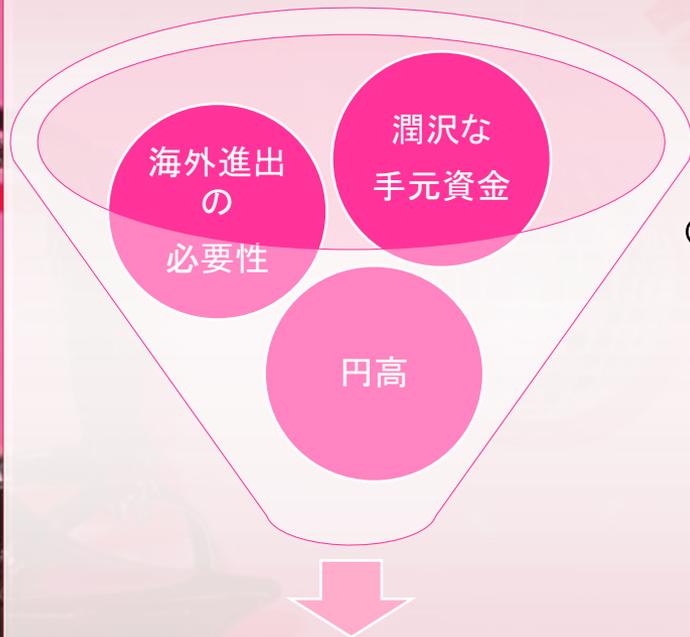


リーマンショック前

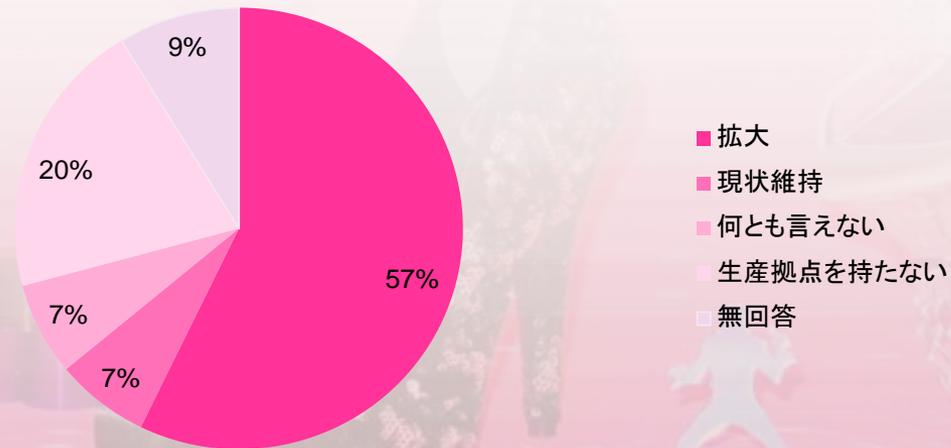


リーマンショック後

IN-OUT型M&A 増加の背景



IN-OUT型M&A増加



リーマンショック 前後の変化

企業

- 成長戦略メインに

投資家

- リスク回避的に



株価効果分析

M&Aの経済性
分析手法

❀ イベント・スタディ ❀

株価の分析

❀ パフォーマンス・スタディ ❀

企業業績の分析

株価効果の前提：効率的市場仮説

M&Aが投資家の期待を大きく変化させるイベントならば・・・

取引発表時点での株式売買は活発に！！

CAR

- ◆ 対象：買い手が日本の上場企業のIN-OUT型案件
- ◆ 期間：2005/1/1~2011/12/31
- ◆ 株価効果：CARで検証
- ◆ マーケット金利：TOPIX
- ◆ リスクフリーレート：国債10年利回り

CARの求め方

$$\widehat{AR}_i = \alpha + \beta(rm - rf)$$

$$CAR_i = \sum (AR_i - \widehat{AR}_i)$$

	リーマンショック前			リーマンショック後		
	±5日	±3日	±1日	±5日	±3日	±1日
平均	16.918	10.829	4.997	14.306	9.298	4.406
標準誤差	0.350	0.293	0.179	0.355	0.266	0.181
中央値	15.977	10.156	4.384	13.572	8.843	3.900
標本数	615	615	615	840	840	840

先行研究

井上(2005)



井上・加藤
(2006)

- 非救済型M&Aのみプラスの株価効果
- 水平型M&Aの株価効果は有意だが、差は有意ではない
- 買収プレミアムは価値の移転を生じさせる

花村(2011)

- 買収だと価値の移転が生じ、差が広がる
- 出来高分析も行っており、M&A前後に出来高は増加

仮説

仮説1

シナジー効果が上がっていれば株価効果上昇

収益貢献シナジー

対象地域別
売上高

コスト削減シナジー

一般管理費
営業費用



対象地域別売上高
が少ない
販管費・営業費が
減っていれば
株価効果UP

仮説2

対象国のリスク・成長力が高いとリーマン後は株価効果下落

成長力

対象国のM&A
前年からの成長率

リスク

M&A実施年の
対象国の点数



リーマンショック後
は投資家は
リスク回避的
株価効果DOWN

実証分析

仮説1

$$\text{CAR} = \alpha + \beta_1 \times \text{前年の対象国売上高} \\ + \beta_2 \times \text{販管費の変化率} \\ + \beta_3 \times \text{営業費用の変化率}$$

説明変数

X 1	対象地域の売上高／総売上高 (M&A実施前期)
X 2	販管費の0期～1期の変化率
X 3	営業費の0期～1期の変化率

仮説2

$$\text{CAR} = \alpha + \beta_1 \times \text{対象国成長性} + \beta_2 \\ \times \text{対象国リスク}$$

説明変数

X 1	対象国のGDP成長率
X 2	対象国のリスク点数

被説明変数一覧

PreCAR5	発表日前後5日間のCAR (2005年～リーマンショック)
PreCAR3	発表日前後3日間のCAR (2005年～リーマンショック)
PreCAR1	発表日前後1日間のCAR (2005年～リーマンショック)
PostCAR5	発表日前後5日間のCAR (リーマンショック～2011年)
PostCAR3	発表日前後3日間のCAR (リーマンショック～2011年)
PostCAR1	発表日前後1日間のCAR (リーマンショック～2011年)

仮説1 分析結果

リーマンショック前

±5日		係数	判定結果	P値
	切片	16.974		1.050E-27
販管費	0.076*		6.296E-04	
営業費用	-0.029*		5.417E-03	
地域別売上高	-0.153**		2.269E-04	
決定係数	0.335			
±3日		係数	判定結果	P値
	切片	11.032		8.487E-20
販管費	0.091**		4.111E-03	
営業費用	-0.035***		6.011E-04	
地域別売上高	-0.104*		2.510E-03	
決定係数	0.387			
±1日		係数	判定結果	P値
	切片	5.444		1.120E-09
販管費	0.059**		7.829E-04	
営業費用	-0.040***		8.521E-03	
地域別売上高	-0.057***		4.460E-03	
決定係数	0.447			

リーマンショック後

±5日		係数	判定結果	P値
	切片	14.311		7.732E-57
販管費	0.119*		4.916E-04	
営業費用	-0.082		1.256E-03	
地域別売上高	-0.044*		1.803E-03	
決定係数	0.327			
±3日		係数	判定結果	P値
	切片	9.292		4.448E-46
販管費	0.063**		1.839E-03	
営業費用	-0.036*		1.923E-03	
地域別売上高	-0.015***		3.646E-03	
決定係数	0.334			
±1日		係数	判定結果	P値
	切片	4.4785		1.679E-27
販管費	0.0540***		6.121E-03	
営業費用	-0.0277***		9.606E-04	
地域別売上高	-0.0153***		2.106E-03	
決定係数	0.356			

地域別売上高の係数が小さくなっている

仮説2 分析結果

リーマンショック前

		係数	t 値	P値
±5日	切片	16.626		0.000
	GDP成長率	0.304*		0.004
	各国リスク	-0.015		0.007
	決定係数	0.318		
±3日	切片	9.802		0.000
	GDP成長率	0.261		0.003
	各国リスク	0.014**		0.006
	決定係数	0.326		
±1日	切片	4.334		0.000
	GDP成長率	0.073**		2.166
	各国リスク	0.018***		1.983
	決定係数	0.389		

リーマンショック後

		係数	t 値	P値
±5日	切片	15.714		0.000
	GDP成長率	-0.050		0.005
	各国リスク	-0.034**		0.004
	決定係数	0.313		
±3日	切片	10.204		0.000
	GDP成長率	-0.010***		0.000
	各国リスク	-0.024**		0.003
	決定係数	0.364		
±1日	切片	4.848		0.000
	GDP成長率	0.021**		0.692
	各国リスク	-0.018**		0.215
	決定係数	0.377		

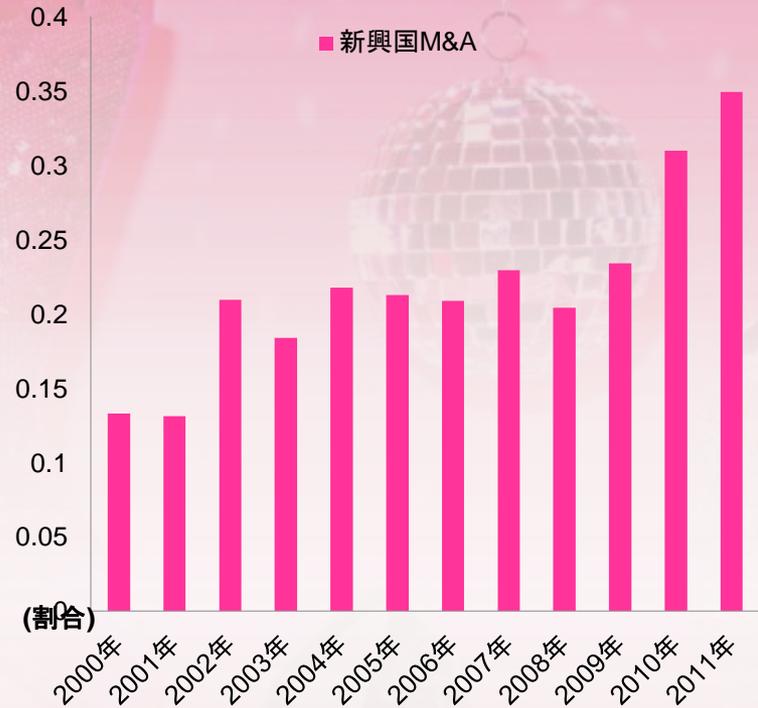
- ・共に係数がリーマンショック後に減少
- ・特にGDP成長率はプラスからマイナスへ

結果からの 考察

リーマンショック後には
高リスク×成長性の高い国
に進出



株価効果の下落



結論と提言

企業

- ・ 成長したい→新興国へ積極的な投資

相反

投資家

リスクはとりたくない→リスクのある投資を敬遠

企業は成長戦略をかかすわけにはいかない
→投資家が少しでも安心できるような説明を怠ってはいけない

今回財務分析のような長期分析は行っていないが、財務分析の結果次第ではお互いの歩み寄りが必要となる