

# M&A におけるアドバイザーの役割

慶應義塾大学経済学部経済学科

池尾和人研究会 21 期

石井哲史 鎌田裕樹 細田健斗

## 目次

1, はじめに	p3
2, 研究の背景	p4
2,1 M&A とは	
2,2 M&A の目的	
2,3 国内 M&A の動向	
2,4 M&A 失敗の原因	
3, M&A アドバイザリー	p7
3,1 M&A アドバイザリーとは	
3,2 M&A の過程と M&A アドバイザリーの役割	
4, 本稿における分析方法	p14
4,1 イベントスタディの実施方法	
4,2 イベントスタディによる M&A の効果分析方法	
4,3 CAR(Cumulative Abnormal Return)	
4,4 資本資産評価モデル (CAPM)	
5, 分析対象	p17
5,1 サンプル	
5,2 具体的分類について	
6, 分析結果と考察	p18
6.1 従業員数による分類での分析結果と考察	
6.2 ランクバリュー(市場占有率)による分類での分析結果と考察	
6.3 社種による分類での分析結果と考察	
7, 結論	p21

注

参考文献

参考サイト

## 要旨

本研究は、担当する M&A アドバイザリー機関の違いによって、M&A 後の買収企業の企業価値に与える影響が異なってくることを実証的に分析するものである。

競争や国際化が激化する近年、企業の規模拡大の手法の 1 つとして M&A は確固たる地位を築いたと言える。そのため、M&A による企業価値への影響を分析した論文は数多い。しかし、小林・杉原・福田・松本・溝上(2010) や、青木(2005) というように M&A の形態や買収企業の特徴に注目したものがそのほとんどであり、M&A アドバイザリーに注目した実証分析の論文は見受けられない。また、分析対象の期間も M&A 後数日と短期間に限られている場合が多い。しかし、M&A はその効果が現れるまで時間を要し、長期的な視点が求められるという性質を持つことから、短期間ではその影響を正確に測ることができないと考えられる。

そこで本稿では、M&A アドバイザリー機関を M&A アドバイザリーを行うにあたって影響があると思われるいくつかの要素ごとに分類し、それぞれの分類において M&A 後 1 年間の株価効果を検証し、M&A アドバイザリー機関の違いによって M&A 後の買収企業の企業価値に異なる影響を与えることを解明した。

その結果従業員数の多い M&A アドバイザリー機関や日系銀行は高いパフォーマンスを発揮することができる一方、市場占有率が 20% を超える大手企業のパフォーマンスは芳しくないことが判明した。

### 1 はじめに

競争や国際化が激化する近年、企業の規模の拡大の手法として短期間での拡大が可能なことから M&A は確固たる地位を築いたと言える。しかし、M&A の失敗例は少なくない。有名な例としては、映画事業の MCA を買収したものの、わずか 4 年で 1640 億円もの為替損失を計上して売却した松下電器産業(現パナソニック)や、米ファイアストーン買収において米国での従業員待遇問題や品質問題など誤算が重なったブリヂストンなどである(『日本経済新聞』2010.6.22 朝刊 23 面)。また、M&A には会計や税務等の他、組織統合のマネジメントなど様々な専門知識が必要とされる。これらの問題により M&A を回避、もしくは諦める会社も存在する。

ここで M&A 失敗のリスクを低減し、実行の際の専門知識を提供するのが、M&A アドバイザリーである。しかし M&A アドバイザリーを行う機関にも様々なものがあり、どの会社が優れているのかについては先行研究が存在していない。そこで本稿では、M&A について概観したのち、実際に行われた M&A をサンプルとして用いたイベント・スタディを通して、M&A を成功に導くことのできる可能性の高い M&A アドバイザリー機関にはどのような特徴があるのかを考えていく。

## 2 研究の背景

本稿では、M&A 活性化のため M&A アドバイザリーの必要性について議論し、その後どのような M&A アドバイザリーが良好なパフォーマンスを見せているかを分析する。その前に、M&A の活性化が必要なのか、そもそも M&A が未だに有用なのかを検討する必要がある。そこで本章では、M&A についての基本的な事柄、そして近年の動向を概観し M&A の有用性について議論した後、その活性化のための M&A アドバイザリーの重要性について考えていく。

### 2.1 M&A とは

M&A とは *merger and acquisitions* の略省であり、直訳すれば合併・買収である。M&A は必ずある目的のもとに行われるが、この目的はこの取引における買い手（バイサイド）と売り手（セルサイド）によってそれぞれ異なっているものであり、それぞれの目的の利害が一致した際に行われる。例を挙げるとするとバイサイドの目的としては業績健全化や事業拡大があり、セルサイドとしては事業継承、事業再構築、事業再生等が考えられるだろう。上述のように M&A といってもその種類は様々なものが存在しており、詳細にはこのように形態をとる企業活動を M&A と定義する。

買収	50%超の株式を取得すること。（株式取得、株式交換など）
合併	複数の会社が契約により 1 社になること。
事業譲渡	会社資産、従業員、のれんなどからなる事業を譲渡すること。
資本参加	買収と同様の方法で 50%以下の株式を取得すること。
出資拡大	資本参加している当事者が 50%以下の株式を追加取得すること。

（株式会社レコフ社「MARR」より引用、作成）

以上のように5つの形態に分類される。

### 2.2 M&A の利点と欠点

バイサイド企業の M&A を行うメリットとしては、事業を一からスタートした場合に必要となる時間を M&A で対象事業を取得することにより省くことができること、またその企業とのシナジー効果を生み出す事により経営の効率性を改善し、新たな利益を創出できることが挙げられる。事業を新たに始めようとする場合、自社内で開発を進める方法もあるが、その場合多くの時間がかかってしまう上に、顧客も新たに獲得していかなければならない。しかし M&A によって外からその事業を取得してくる場合には、ノウハウや資源を短時間で獲得することができる上、当該事業の既存の顧客やブランドも得ることができる。シナジー効果の具体的発生源としては、規模の経済や範囲の経済、時間の節約が挙げられる。

一方デメリットとしては、相手企業（セルサイド企業）が非協力的であるならば、正

確に企業価値を見積もることが困難なケースが考えられることである。例えば相手企業もともと負の部分が存在していて、買収前に発見できなかった場合、投資に見合った成果が上がらないというような危険性がある。相手企業の企業価値を過大に見積もってしまった場合にも、M&A 後、投資に見合った収益が上がらないといった事態になってしまう。また、M&A は企業文化の違いからなかなか社員同士の連携がとれず、かえって仕事の効率を損なってしまう場合もある。

次に、セルサイド企業のメリットについては、もし業績が悪化している状況の対策として M&A を行った場合、大手企業の傘下になる事によって財政状態を健全化させることができる。また、後継者不在の場合においても事業承継を円滑に進められ、なおかつ会社を存続させることができるということも挙げられる。

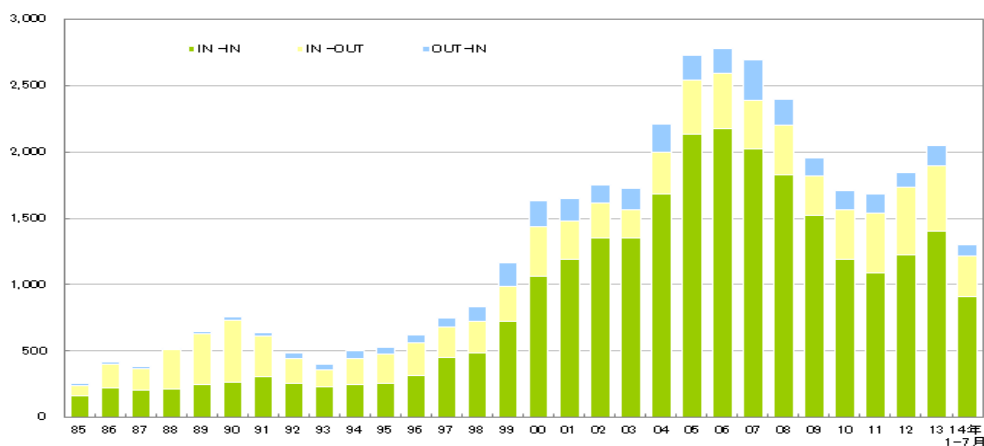
一方、デメリットとしては、契約を進めたとしても、希望通りの条件を踏まえた上で契約を進める事ができないリスクがあることが挙げられる。

M&A 成功ともいえる最近の例を挙げるとすれば、2010 年に楽天がイーバンク銀行の全ての株式にたいして公開買い付け (TOB) を行った事例がある。買収前の楽天の時価総額は約 8600 億円であったが約 1655 億円でイーバンク銀行を買収した後、楽天の時価総額は 1 兆円を超えるまでに成長している。この成長は楽天の各事業とのシナジー効果が発生したことが影響を与えている成功例だろう。

(<http://enterprisezine.jp/bizgene/detail/4959>)

### 2.3 国内の M&A 動向

まず M&A の現状をマクロ的視点から観察してみる。すると下図より過去 20 年間で M&A 件数は 2006 年までは急増を見せたが、その後は減少傾向にあることがわかる。2006 年以降の In-Out 型の案件数はそれほど大きな変化を見せていない一方で、In-In 型の減少の理由として考えられる要因は、①リーマンショックにより金融市場が混乱し買収に必要な資金調達が困難になった事②国内の各市場が飽和状態に達しており海外への事業展開が企業価値を拡大するためには必要であるという現状 ③少子高齢化や今後の景気の不透明感により M&A に対する姿勢が慎重になっている現状などである。



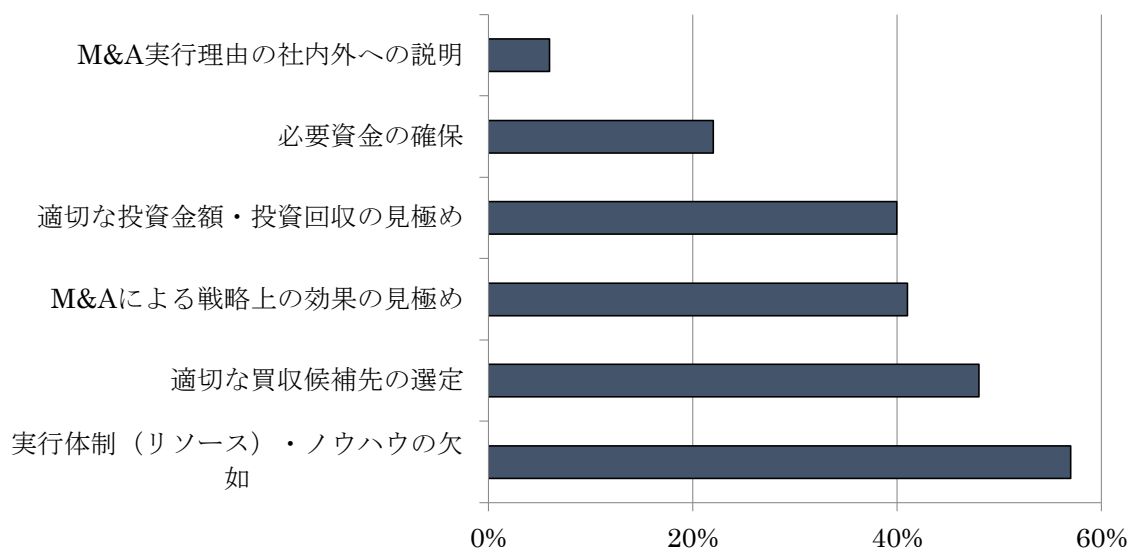
(MARR online より引用 <http://www.marr.jp/mainfo/graph/>)

マクロ的視点で考えた場合、M&Aの活性化は難しいように見える。しかし、一方でミクロ的視点から現状を考えてみると、M&Aは依然として必要であるということがわかる。早稲田大学の 大月博司教授によると、経営戦略としての M&A の理論は変化してきているという。かつては同業他社に対して優位になるため、収益性をどれだけ向上させることができるかという点に焦点を当てていたが、ネットワーク化やグローバル化に伴い競合がどこに存在しているかわかりにくくなってしまった。この現状に対応するべく、多くの研究者が規模の拡大や統廃合により費用を低減させていく必要があると述べている。統廃合を進め、規模の経済による費用逓減を達成するためには M&A は有用である。

## 2.4 M&A 成功率の低迷とその要因

しかし、デロイト・トーマツコンサルティングの M&A 実態調査 (2013) によると、今国内企業による合併の成功率は 36% と低水準であるというのが現状である。M&A 案件数世界一位のアメリカにおいては、成功率は約 5 割と高水準である。一体なぜ日本の M&A 成功率がこのように低水準なのだろうか。以下はデロイトトーマツ社が 2013 年に 202 社の M&A 経験企業を対象に行ったアンケート調査をもとに作成した図表である。

M&A を経営・事業戦略の実現方法として検討・活用する際に課題となるものは何ですか？ (複数回答可)



N=202 (M&A を 1 件以上検討した企業)

(デロイトトーマツコンサルティング株式会社 M&A 企業にみる M&A 実態調査 2013 年より筆者作成)

この調査から読み取れるように、実行体制（リソース）・ノウハウの欠如や、適切な買収候補先の選定を調査対象の大半の企業は M&A を行うにあたっての課題としている。この実行体制の欠如に関してだが、同調査によれば M&A の専門的機関を有している企業は、全体の約 2 割程度にとどまっているという結果だ。つまりこのアンケート結果から読み取れることは、実行体制が整っておらず、その上 M&A に関するノウハウも持ち合わせていないため、バイサイド企業が最適な買収先を選出することができずに終わっている事例が多く存在しているということだろう。

### 3 M&A アドバイザリー

本章では、M&A アドバイザリーについて概観する。具体的には、M&A アドバイザリー機関にどのような機関があるかを挙げた後、M&A の過程を追っていくうえで彼らがどのような役割を果たしているかを見ていく。なお、M&A においてアドバイザリーを行う者にはフィナンシャルアドバイザー、法務アドバイザー、税務アドバイザーが存在するが、本稿ではその中で最も M&A の成否に影響を与えるであろうフィナンシャルアドバイザーに着目する。

#### 3.1 M&A アドバイザリーとは

M&A とは煩雑なプロセスを踏んで実行される。案件の実行体制、交渉の進め方、企業評価等の過程において専門的な知識が要求される。そのため、企業自身がこれらを行う事ももちろん可能であるが、デロイトトーマツ社による M&A 実態調査による現状 M&A の専門機関を有している企業は全体の約 20%にとどまっているという結果が示すように、企業単独で交渉を進めていくことは一般的ではなく、M&A アドバイザリー等に仲介の役割を担ってもらい、交渉を進行していくことが一般的である。以下は M&A アドバイザリー業務を行っている機関の一例である。

① 国内金融機関	② 国内非金融機関
SMBC 日興証券	ブルータス・コンサル
三菱東京 UFJ モルガンスタンレー証券	アライド
みずほ証券	ニンバス
野村証券	アミダス・パートナーズ
大和証券	GCA

③ 国外金融機関	④ 国外非金融機関
モルガンスタンレー	マンキンゼーアンドカンパニー
バークレイズ	ボストンコンサルティンク
UBS 証券	PwC

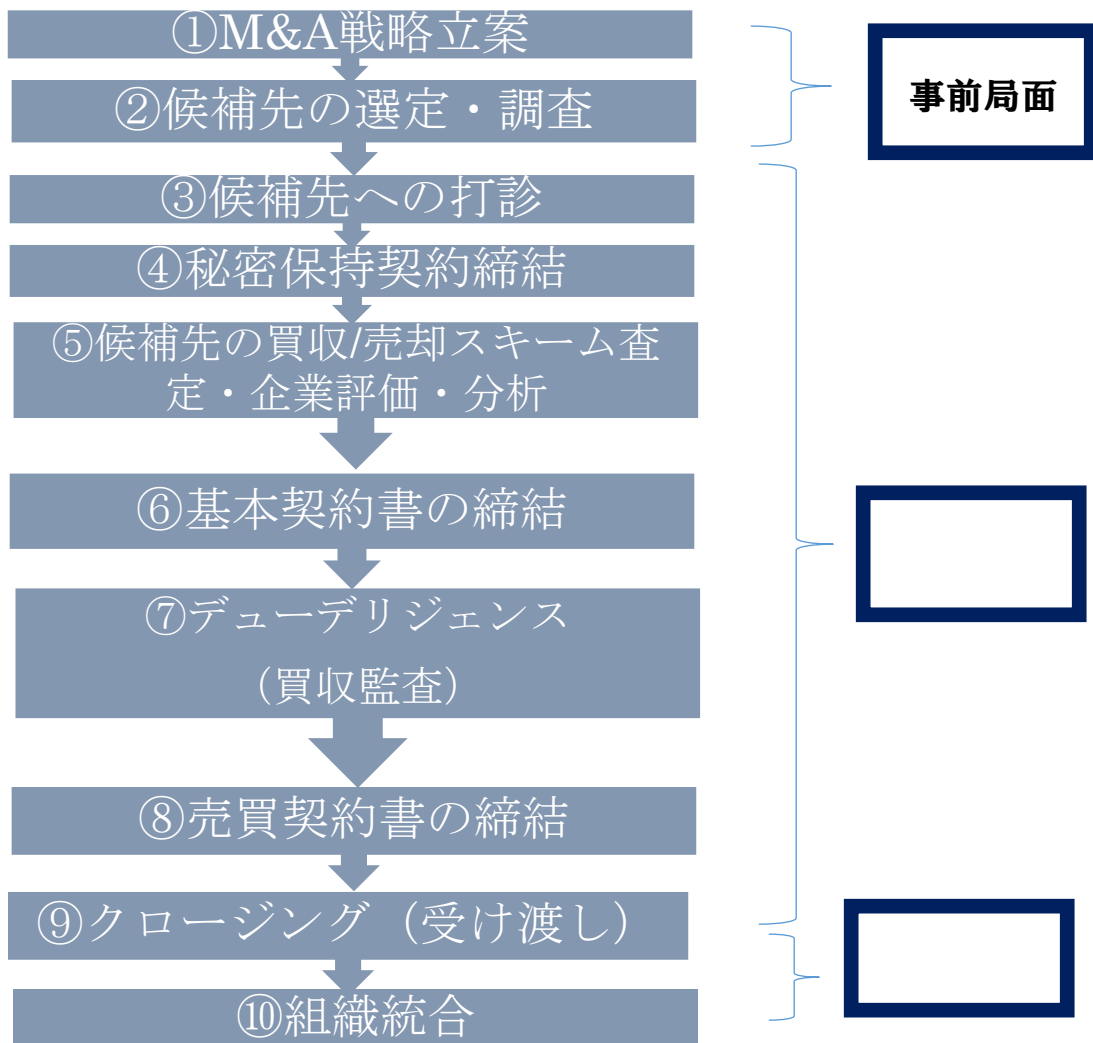
ゴールドマン・サックス証券	KPMG
---------------	------

分析に当たって使用したサンプルから筆者作成

国内金融機関は主に、3大メガバンクと呼ばれる銀行のグループが展開している証券会社と、証券業務に特化している独立系証券会社のシェアが多い。一方の国外の金融機関としては、外資系投資銀行と言われているゴールドマン・サックスやモルガンスタンレー等が多くの案件数を担い、業界を牽引している。次に、非金融機関とは、その名の通り資金を融資することは行わず、企業にアドバイスを与えることのみで特化している機関を指し、一般的にはコンサルティング会社とも呼ばれている。

### 3.2 M&A の過程と M&A アドバイザリーの役割

M&A は一般的に会社にとって規模の大きな行為であり、そのためその実行には多様な過程が存在している。そこで一般的な M&A アドバイザリーが行う業務のプロセスを以下にまとめた。また、今回の研究はバイサイドに焦点を置いて分析を進めたため、以下はバイサイドにおける M&A アドバイザリーの業務プロセスである。



(みずほフィナンシャルグループ HP を参考、筆者作成)



## ① M&A の戦略立案

企業の経営方針や成長戦略を再確認し、“なぜ M&A を行うのか” という目的を明確化することにより、今回の M&A をどう位置づけるかという経営上の意思決定を行う。これにより企業のニーズを満たす事ができるターゲット分野を絞り込み、統合シナジー構想と M&A 要件整理を行う。そして外部環境（ターゲット分野のセグメントの市場と競合を分析する）・内部環境調査（自社の状況を SWOT 分析）を通じて、事業ポートフォリオ再配や組織再編、業務改革等の最適な施策を提案する。最後にこの提案の効果や受け入れ可能性を評価するフィージビリティ評価を行った上で初歩的な M&A ストラクチャーの提案・検証を行う。このように、M&A チームの一員となり、今後考えられる意思決定における問題点を洗い出し、ニュートラルな見地から M&A 戦略を主導することによって成功を目指す。(NTT データ HP)

## ② 候補先の選定・調査

これはターゲットスクリーニングとも呼ばれる。ターゲットスクリーニングとは、M&A 戦略を実行に移し、その目的を達成するために実際に買収対象として考えられるターゲットはどこかを明確にするためのプロセスである。これを効率的なものにするためには、自社の目標と現状の経営資源、各バリューチェーンの強みや弱みなどを比較して、補完すべき資源や機能を特定することで、買収基準を検討する必要がある。

まず、はじめに有価証券報告書などの入手可能な公開情報をもとに対象会社をリスト化し（ロングリスト）、ここからさらに条件等を付加して分析し絞り込まれたリスト（ショートリスト）を作成する。これらは実現可能性などを基に優先順位付けされ、最終的に実際の買収対象候補を選定していく。①②で行った買収目的の明確化と買収基準の検証を行わないと、余剰資金がある際に機会主義的な M&A を行ってしまう。このような M&A の場合、買収の規律がよく練れていないため、結果的にリスクが高まってしまう。

(デロイトトーマツ『銀行員のための M&A 入門』2009、田村敏夫『MBA のための M&A』)

## ③ 候補先への打診

上述したショートリストをもとに買収対象の会社にコンタクトを取り、売り手方に売却意思があるか、売却意思があるならばどのような条件なら売却に応じるのかを探る。そして、相手方の反応が良好であった場合、交渉局面へと移行する。この際に重要となる点は、相手の経営者との信頼関係を築き上げることや、最大限の情報収集を行い、シナジーなどの具体的なメリットを提案することである。これは両者のリーダーによって行われる場合(直接方式)もあるが、バイサイドの代理人としてアドバイザーが仲介機関とな行われる場合(間接方式)もある。

## ④ 秘密保持契約締結

M&A では機密情報を多く扱うために、買収企業と売り手方との間で秘密保持契約 (Confidentiality Agreement) を締結する必要がある。これらの情報が漏洩してしまうと風評被害等の損害も考えられるため、重要なものと言える。

#### ⑤ 候補先の買収/売却スキーム査定・企業評価・分析

秘密保持契約を締結した後、売り手側は買い手側に限定的ではあるが非公開情報を開示する。開示される非公開情報が限定的であるのは、交渉が決裂した場合に書いて側に情報のみを持ち去られるリスクがあるからである。買い手側はその開示された情報に独自調査の結果を加えて、初期オファーに含める提示価格や付帯条件、買収スキームを作成する。買収スキーム作成のプロセスにおいては、法務・税務のアドバイザーを考慮してスキームを設計し、スケジュールに練り込んでいく必要がある。対象企業に含み損や税務上の損が存在している時には、それに対応したスキームを作り上げる必要がある。なお、この時行われる独自調査は、初期的デューデリジェンスと言われ、開示される情報の限定性に伴い調査の程度も限られている。

#### ⑥ 基本契約書の締結

買い手側が初期オファー暫定買収価格や、買収スキーム、その他条件等を提示し、対象企業と、基本契約書の締結を行う。基本合意書の内容例として以下の事項が存在している。

- ・買収範囲
- ・ストラクチャーと対価の支払方法
- ・買収価格 ・スケジュール
- ・経営陣の処遇、従業員の継続雇用などの人事関連
- ・買い手の独占交渉権
- ・デューデリジェンスの実施
- ・合意書が法的拘束力を持たない旨

(MOVIN STRATEGIC CAREER HP より引用)

#### ⑦ デューデリジェンス (買収監査) とバリュエーション(企業価値評価)

デューデリジェンス (以下 DD) とは Due Diligence の略称であり、「当然の注意」という意味である。この場合においては M&A を阻害する要素がないかどうかを事前に確認し、最終的な意思決定のための詳細な調査と言う意味で用いられる。DD は M&A プロセスにおいて対象企業の実態を把握するという重要な役割を担っている。本格的な DD は基本合意後に、財務や会計、税務、ビジネス、法務についてそれぞれ行われる。売り手からの開示や独自の調査により対象企業の情報を集め、以前入手した情報も用い

ながら対象会社がどのようなリスクを持っているかを検討していく。この時、基本合意書作成により詳細な未公開情報が買い手側には提供される。

DDでの検討事項は、「バリュエーション(企業価値評価)・ドキュメンテーション(契約書作成)、PMI(組織統合)に重要な影響を及ぼす全ての事項」とされているが、それらを網羅的に調査するのは資源、時間の面から現実的ではない。そこで、過去のデータからリスクの高いものを考え、それらをリストアップしたチェックリストを埋めていくことが効率的なDDのためには重要である。

この時必要とされるのは、会計や法律といった専門分野の知識だけでなく、業界実態に関する知識や、それらを考慮したことで買収価値にどのような影響が生じるかといったバリュエーションの知識を総合した分析である。

このような分析が必要とされる具体例としては、流通在庫の影響が挙げられる。企業は時に、売上高を膨らませるために期末に流通業者へと押し込み販売を行うことがある。これは売上高を計算する以上、出荷基準を満たしているため認められる。しかし、企業価値を資産や利益の額から計算する際には、押し込み販売によって計算された利益額は企業の実力を正確に表すものではないため、不適切となる。従って、企業価値評価に用いる利益・資産額は押し込み販売の影響を除いた数値を用いる必要がある。

DDの結果により検出された課題点を基に、バイサイド企業はこのままM&Aを続行していくか否かを決定することになる。しかし、課題点を見つけたとしても、買収価格への反映や、タイミングの調整、または買収契約書上での表明・保証などの手法により対応することが可能な場合においては、バイサイド企業もM&Aを続行することが可能となる。

## ⑧ 最終契約書の締結

デューデリジェンスの結果に基づき、基本合意から調整・変更した価格やストラクチャー、その他条件等について最終的な契約を締結する。この契約書の草案は、前段階で述べたDDの法務部門を担当している弁護士が中心となって起草され、さらにバイサイドのチームや公認会計士などの専門的なアドバイザーの助言を受けて作成されていく。

これにより作成された草案をめぐる、バイサイドとセルサイド間で激しい交渉が行われる。この交渉で重要な点としては、DDによって明確化した課題点の内容が含まれている買収価格、ストラクチャー、保証内容等が考えられる。DDの完了した後、約1ヶ月程度でこの売買契約書に到達するが、場合によっては半年もの月日を要することもある。最終契約書の条項の例としては以下の事項が存在する。

- ・取引の内容、前提条件
- ・表明、補償責任
- ・秘密保持、競業禁止義務
- ・完全合意

- ・管轄裁判所
- ・その他(契約条項、善管注意義務、価格調整条項、社名・ブランド名称の取り扱い)  
(Prime Japan HPより引用)

#### ⑨ クロージング (受け渡し)

最終契約書が締結された後、当局の許可などのいくつかの条件を満たす必要がある。条件が満たされるまで売り手側は売却が決まった事業を買い手のために経営するが、その間に問題が生じた場合の対処は、売買契約書で工夫することとなる。

そして諸条件が満たされたら、M&A の対象の引き渡しと対価の支払いがなされ、M&A のディールが完了する。なお、買収価格の基となる対象企業の評価価値は、このクロージングの期日までの間に変動した対象企業の業績も考慮して調整の余地を残しておく必要がある。

#### ⑩ 組織統合

受け渡しで M&A は終了ではなく、この後の組織統合も M&A において重要なプロセスである。シナジー効果を獲得するためには、迅速かつ適切な組織統合が不可欠である。具体的な内容の 1 つ目が経営戦略であり、これは統合後の事業領域の定義および事業別・機能別戦略の立案と実行プランの策定といった、経営方針の骨子である。2 つ目が経営管理体制であり、重複する部署の統合あるいは組織体制の見直し、社内会計システムや人事管理制度の共通化、そしてコンプライアンス体制などの確立である。3 つ目の業務管理体制では、現場レベルの従業員の業務プロセスの策定、そしてそれを後方支援する各種システムの統合である。これら 3 つは買収企業あるいは被買収企業いずれかにもう一方が合わせる形式をとることもあれば、そのいずれとも異なる新たな標準を策定する場合もある。

(慶應義塾大学経済学部経済学科 3 年 池尾和人研究会 19 期 M&A パート p8)

3 つ目の統合の際に注意することは、組織統合のためにシステムを変更する際に、それまで機能していた組織を逆に混乱させないようにすることである。既存のシステムに慣れ親しんでいた者は抵抗感を抱くであろうし、相手方の事業の評価システムが採用された場合自らが公正に評価されるのか不安を覚えるであろう。この問題を生じさせないためには、両事業のリーダーの協調と、関係者への明確なメッセージの発信が不可欠である。これによって関係者の反発や不安を取り除くのだ。また、各事業の利益ではなく統合された会社全体としての利益を最優先に考える姿勢をリーダーが示していくことも必要である。

他にも、この問題には DD を徹底することによっても対処することができる。経営・組織の特質を調べ、買収・統合後の体制を考えながら DD や交渉を進めていくことが重要である。

以上の流れで M&A は行われるが、この過程、特に DD やバリュエーションにおいて M&A アドバイザリーの果たす役割は大きいものである。M&A 実行の際の課題にノウハウ不足が挙げられていることから、M&A アドバイザリーへの需要は存在するものと考えられる。

では、様々な M&A アドバイザリー機関がある中でどのような M&A アドバイザリーが依頼するのに望ましいのであろうか。以下のように取引金額や取引件数によるランキングは存在するものの、M&A 後の買収会社の収益率に注目したランキングは存在していない。そこで本稿では、バイサイドの会社の M&A 後の株価の推移を調べることによってその M&A が成功したかを検討し、成功した案件の多い M&A アドバイザリーにはどのような特徴があるかを考察する。

図表：M&A 公表案件ランキング（取引金額ベース）

順位	会社名	取引金額 (億円)	シェア（金額ベース）	件数
1	三菱 UFJ モルガン・スタンレー	51,801	39,4%	49
2	野村証券	26,037	19,8%	100
3	ゴールドマン・サックス	25,726	19,6%	27
4	三井住友フィナンシャルグループ	23,405	17,8%%	151
5	クレディ・スイス	22,287	17%	11
6	バンクオブアメリカ・メリルリンチ	20,630	15,7%	21
7	Centerview Partners LLC	16,331	12,4%	2
8	みずほフィナンシャルグループ	15,848	12,1%	140
9	大和証券グループ本社	13,718	10,4%%	65
10	JP モルガン	9,872	7,5%	22
	アドバイザー分計	113,093	86,1%	879
	その他	18,216	13,9%	1,860
	合計	131,308	100%	2,739

図表：M&A 公表案件ランキング（件数ベース）

順位	会社名	件数	シェア（件数ベース）	取引金額 (億円)
1	三井住友フィナンシャルグループ	151	5,5%	23,405

2	みずほフィナンシャルグループ	140	5,1%	15,848
3	野村証券	100	3,7%	26,037
4	大和証券グループ本社	65	2,4%	13,718
5	KPMG	52	1,9%	5,361
6	三菱 UFJ モルガン・スタンレー	49	1,8%	51,801
7	GCA サヴィアングループ	42	1,5%	5,463
7	Deloitte	42	1,5%	1,502
9	フロンティア・マネジメント	29	1,1%	280
10	ゴールドマン・サックス	27	1%	25,726
	アドバイザー分計	879	32,1%	113,093
	その他	1,860	67,9%	18,216
	合計	2,739	100%	131,308

日本企業関連、不動産案件除く

期間：2013年4月1日～2014年3月31日

(トムソン・ロイター・マーケッツの情報を基に、みずほ証券にて作成されたものを引用)

#### 4. 本稿における分析手法

##### 4.1 イベントスタディの実施方法

イベントスタディで用いられる株価は、標準的なコーポレートファイナンスの理論に則ると、「将来得られるキャッシュフローを現在価値に割り引いたもの」と定義される。つまり、今後得られるであろうキャッシュフローの予測を織り込んで株価は形成されており、理論的には企業の現在の業績だけでなく、将来の業績から成長性、ガバナンスの影響まで様々な情報を織り込んでいると想定される。したがって、仮にあるイベントが企業価値になんらかの影響を与えているとすると、その影響は株価の変動という形で現れるはずであるため、株価はイベントの影響を直接的に測ることができる指標であると考えられている。

一方、業績指標を用いるパフォーマンススタディは、実際に達成された業績から M&A の効果を確認することができる。しかし、業績はあくまで事後的な結果のみを表わすものであり、効果が表れるまでに一定期間が必要な M&A のようなイベントに対してはその指標の有用性は限定されてしまう。つまり、M&A の効果が完全に業績に表れるのに要する期間が不明確であるために、ある程度の期間をもってパフォーマンススタディを行ったとしても、M&A の効果の一部しか確認できない可能性がある。以上の理由から、本稿では株価が M&A の影響を測るのに適した指標であると考え、イベントスタディ

ィを実施する。

しかし同時に、イベントスタディにも懸念点が存在する。それは、経済全体として変動等によって株価はしばしば企業の実態から乖離した水準で形成がされることである。このことから、そもそも株価自体が信頼性に欠けると主張する研究者も存在し、イベントスタディによる分析で M&A の効果を結論付けることは不十分である可能性がある。そこで本稿では、イベント後数日等の短期間ではなく、1年間のイベントスタディによってこの問題に対応する。

#### 4.2 イベントスタディによる M&A の効果分析方法

まずサンプル 40 件において、担当した M&A アドバイザリーを①従業員数②市場占有率③社種によって分類し、各分類ごとにイベントの株価への効果に対して測定期間を 1 年間に設定したイベントスタディを行う。これによって、どの種類の M&A アドバイザリーが担当した M&A が株価に正の影響を与え得るのかを調査する。各分類の採用理由については後述する。

株価効果を調査する際の一般的な手法は、ベンチマークに TOPIX などのインデックスを用いて超過収益率を算出するものである。しかしこの方法は、ベンチマークにその証券のリスクが反映されないため、ふさわしくない。そこで、ベンチマークの収益率は資本資産評価モデル (CAPM) を用いて測定する。具体的方法については後述する。

超過収益率の測定については一般的手法に則り CAR(累積超過収益率)を用いる。CAR の具体的計算方法については次項で行う。

#### 4.3 CAR(Cumulative Abnormal Return)

本稿では、イベントスタディを実施するために、株価の超過収益率を計測するが、その際には CAR(Cumulative Abnormal Return:累積超過収益率)を測定指標とする。

CAR とは、各期ごとのサンプル企業の株式の収益率からその期待収益率(計算方法については、後述する)を引いて算出される AR(Abnormal Return:超過収益率)を測定期間中で累計したものである。例えば、ある週 a 週の AR は以下の式で算出される<sup>※2</sup>。

$$AR_{i,a} = R_{i,a} - R_{m,a}$$

ここで  $R_{i,a}$  はサンプル企業 i の a 週の収益率、 $R_{m,a}$  はベンチマークの a 週の収益率、 $AR_{i,a}$  はサンプル企業 i の a 週の超過収益率である。イベントが行われた週を  $t=1$  としたとき、サンプル企業のとある x 週間における平均 CAR は以下の式のようになる。

$$\text{平均 CAR}_{i,x} = \left( \sum_{t=1}^x AR_{i,t} \right) / x$$

その後、上述した①~③の各分類ごとにサンプルを振り分け、各分類に振り分けられたサンプルの各期の平均 CAR が正であるかを調べる。本分析では、4 か月を 1 期とし、M&A 直後~4 か月後、4 か月後~8 か月後、8 か月後~1 年後の 3 期において調査する。

ここで、サンプル企業やベンチマークの収益率の計算方法について述べておく。サンプル企業の収益率の計算は、各週ごとに行う。サンプル企業  $i$  の  $a$  週の収益率  $R_{i,a}$  は、以下のように計算する。サンプル企業  $i$  の  $a$  週の調整後終値を、 $P_{i,a}$  とすると、 $R_{i,a}$  は以下の式のようになる。

$$R_{i,a} = (P_{i,a} - P_{i,a-1})/P_{i,a-1}$$

ベンチマーク(期待収益率)の収益率の計算においては、資本資産評価モデル (CAPM) を採用するが、その内容については次項で述べる。

#### 4.4 資本資産評価モデル (CAPM)

資本資産評価モデル (CAPM) とは、危険資産の収益率に関する理論であり、市場が均衡している状態ではリスクを負担した分リターンを得ることができるということを理論的に明らかにするものである。

サンプル企業  $i$  の  $a$  週の期待収益率  $E[r_{i,a}]$  は、M&A を行わなかった場合に期待される収益率であり以下のように表すことができる。

$$E[r_{i,a}] = \alpha_i + \beta_{i,a} \times R_{m,a}$$

ここで  $R_{m,a}$  は、マーケット・ポートフォリオの  $a$  週のリターンである。 $\alpha_i$  は、ある証券またはポートフォリオのリスク・プレミアムのうち、証券市場線が示すリスク・プレミアムを超える部分である。 $\beta_{i,a}$  は個々の証券のリターンとマーケット・ポートフォリオのリターンの比例係数である。

$\alpha$  と  $\beta$  の導出は、マーケット・ポートフォリオの収益率を説明変数とし、その個別証券の収益率を被説明変数とした単回帰分析によって行う。単回帰分析によって計算された 1 次方程式の  $y$  切片が  $\alpha$  となり、傾きが  $\beta$  となる。回帰分析に用いるのは、M&A 前の 1 年間のデータである。

矢部(2013)においては、ベンチマークを TOPIX などのインデックスの収益率を簡便的にそのまま用いている。この方法の場合、個別証券のリターンが上昇すればするほど超過収益率は大きくなる。しかし、この方法においてはリターン上昇に伴うリスクの増



加を考えていないためふさわしくない。そこで本稿では、資本資産評価モデル(CAPM)を採用し、 $\beta$ により各証券のリスクを反映させる。

## 5. 分析対象

### 5.1 サンプル

本稿のイベントスタディにおいては、M&A アドバイザー及び M&A 後の株価の推移を特定可能であった M&A サンプル 40 件<sup>※1</sup>を対象としている。当該 40 件を担当した M&A アドバイザリーの様々な要素ごとに分類し、それぞれの分類ごとに M&A 後の株価を計測する。分類は、①従業員数②ランクバリュー(市場占有率)③社種の 3 つとする。

なお、本稿では MARR によって M&A として定義されている「合併」「買収」「資本参加」「出資拡大」「営業譲渡」のすべての形態を M&A として扱う。M&A の目的も問わず含めている。

### 5.2 具体的分類について

#### ① 従業員数

一つ目の分類方法は、各 M&A アドバイザリー機関の従業員数を基とした分類である。M&A アドバイザリー機関をその従業員数によって、具体的には 100,000 人以上、10,000 人以上、1,000 人以上、1000 人未満にサンプルを分類し、各分類ごとに各期の平均超過収益率を計算する。従業員数は、会社の規模を表していると考え、そのアドバイザー機関の M&A アドバイザリー部門だけでなくその他の部門も含めた全体での従業員数を用いる。

従業員数を基に分類を行うのは、M&A に関するアドバイザーを行う際に、他分野の専門家との連携が必要不可欠であるからだという仮説を立てているためである。M&A においては買収対象会社を適切な価格で評価するための知識だけでなく、会計や税務、法務についても専門的な知識が必要となる。さらに、M&A 後の企業統合のマネジメントにおいても多くの会社と接した経験が必要だと考えられる。M&A アドバイザリーを行っている機関の規模が大きい場合、会社グループの中には M&A 実務だけでなく銀行や証券といった他の業種も含まれていることが多い。すると、このような幅広い専門知識を外部委託などに頼ることなくグループ内で賄える。また、グループ内の他業種において様々な企業とクライアントとして接した経験があるため、企業統合のマネジメントにおいても経験をグループ内で共有できる。これによって迅速かつ適切に M&A が行えると考えられ、ひいては M&A 成功の確率を上昇させるものと考えられる。

#### ② 市場占有率

二つ目の分類方法は、市場占有率を基にした分類である。市場占有率とはある特定のマーケットにおいて、対象の企業の業務がどのくらいのシェアを占めているかを表す指

標である。つまりこの場合においては、M&A アドバイザリー業務を行っている証券会社やその他の機関が存在している市場を M&A 市場と位置づけ、今回サンプルの対象となったそれぞれの M&A アドバイザリー機関が、この M&A 市場でどの程度のシェアを占めているかに着目して分類を行うことになる。市場占有率の計算には、ランクバリューを用いる。<sup>※3</sup>

自由経済の下では、消費者は自由に複数の企業から商品を購入することやサービスを受けることが可能であるため、この市場占有率の拡大はその企業の商品またはサービスがどのくらい優れたものであるかを表していると言える。河野（1964）においては扱う商品の価格や品質が市場占有率に直接的に影響を与えていると述べられている。

今回の研究で採用している買収企業の M&A 後の累積超過収益率は、現実にはそれぞれの機関が提供している M&A アドバイスという商品が実際に買収企業にもたらした結果、つまり品質を表している。それ故に現状の M&A 市場における個々の機関の占めるシェアの側面から累積超過収益率を算出することにより、現実のシェアと商品の品質に整合性が見られるかどうかを検証することが可能である。

今回は Thomson Reuters が発表した 2014 年上半期の『日本 M&A レビュー』を参照して、採集したサンプルの 2014 年上半期に行った M&A 案件のランクバリューを確認し、この値に基づいて市場占有率を算出した。具体的には、市場占有率 20%以上の分類①、10%以上 20%未満の分類②、1%以上 10%未満の分類③、1%未満の分類④によって分類する。

### ③ 社種

三つ目の分類方法は、M&A アドバイザリー機関の種類を基とした分類である。分類①を日系銀行、分類②を日系コンサルティング会社、分類③を日系独立系証券会社、分類④を外資系銀行・外資系独立系証券会社・外資系コンサルティング会社とする。

このように M&A アドバイザリー機関を分類した理由は、担当する M&A アドバイザリー機関の社種ごとの M&A の成否の傾向はあるのかどうかを確かめるためである。一括りに日系、外資系の M&A アドバイザリー機関といっても銀行・独立系証券会社・コンサルティング会社などが存在し、各々行っている業務は異なる。そこで、どの社種が M&A アドバイザリーとして成功をもたらす可能性が高いのかを検証する。

## 6 分析結果と考察

前項で述べた通り、本稿でのイベントスタディでは M&A の効果を調べるために累積超過収益率（CAR）を用いる。また、ベンチマーク（期待収益率）の計算には資本資産評価モデル（CPAM）を使用し、各サンプルを M&A に関わっている M&A アドバイザリー機関の①従業員数②ランクバリュー（市場占有率）③社種の方法でそれぞれ分類し、各分類ごとに M&A 後の超過収益率が大きくなるにはどのような M&A アドバイザリー機関が望ましいのかを検討した。

## 6.1 従業員数による分類での分析結果と考察

5.5 具体的分類、で述べた通り、サンプルを担当 M&A アドバイザリー機関の従業員数により分類し、それぞれの分類においての各期の平均超過収益率を計算する。

分析の結果は以下の図表の通りである。従業員数が 100,000 人以上いる M&A アドバイザリー機関が担当した M&A を行った企業は、M&A 後の平均 CAR が大きくなった。それに対して従業員数が 1,000 人未満の M&A アドバイザリー機関が担当した M&A を行った企業は、平均 CAR が低くなった。また、M&A アドバイザリー機関の従業員数が増えるに従って、担当した M&A を行った企業の M&A 後の平均 CAR が大きくなる傾向も見取れる。

図表：従業員数の違いによる M&A 後の買収企業の平均 CAR の推移

	第 1 期	第 2 期	第 3 期	平均値
100,000 人以上	0,4%	0,34%	0,67%	0,47%
10,000 人以上	0,29%	0,38%	0,03%	0,23%
1,000 人以上	0,09%	0,18%	-0,1%	0,06%
1,000 人未満	-0,4%	0,2%	-0,9%	-0,37%

このことから、従業員数が多い(≒規模の大きい)M&A アドバイザリー機関が優れたパフォーマンスを発揮できているという傾向を観察することができる。今回使用したサンプルにおいて総従業員数が 100,000 人以上いる M&A アドバイザリー機関はメリルリンチ、バークレイズ、シティ、KPMG、pwc である。

これらのようなアドバイザリー機関の組織構造について考えてみると、メリルリンチやバークレイズ、シティは独自のリサーチ部門を設置している。KPMG や pwc は世界的な会計事務所でありグループ内に税理士法人やコンサルティング会社等の機関を抱えている。アドバイザリーとしての経験を考えてみても、メリルリンチ、バークレイズ、シティは 200 年以上、KPMG と pwc についても 150 年以上の歴史があるため過去担当したクライアントの数も豊富である。

このように従業員を多く抱えているアドバイザリー機関は、様々な専門知識を保持しておりかつ共有可能であり、M&A 部門以外も含めた過去の担当クライアント数の多さからも、事業受け渡しの後の組織統合において良好なパフォーマンスを発揮できると考えられる。

## 6.2 ランクバリュー(市場占有率)による分類での分析結果と考察

5.5 具体的分類、で述べた通り、サンプルをランクバリュー(市場占有率)により分類し、それぞれの分類においての各期の平均超過収益率を計算する。

結果としては、①～④の全ての分類において株価に正の効果があることが確認できた。中でも市場占有率が10%以上20%未満の分類②では、最も大きな効果が確認でき、続いて③、①、④という順位で株価における正の効果大きい。つまり、先述したマーケットシェアの占める割合が大きければ、その機関の提供する商品の品質は高いという説は、このM&A市場においては成り立たないということである。

図表：市場占有率の違いによるM&A後の買収企業の平均CARの推移

	第1期	第2期	第3期	平均値
20%以上	-0.008%	0.49%	-0.28%	0.07%
10%以上 20%未満	0.20%	0.50%	-0.14%	0.18%
1%以上 10%未満	0.20%	0.76%	-0.61%	0.12%
1%未満	-0.04%	0.34%	-0.15%	0.05%

今回の結果をもとに、市場占有率が20%以上の分類①の効果が高いという点に重点を置いて考察を行ったところ以下の原因が考えられた。

M&Aアドバイザーというものは一般的な商品とは異なり、大量生産できるものではなく、一般的にもM&Aアドバイザー業務を行う期間は3ヶ月から12ヶ月と言われており、一件ごとに多大な時間を要する。

機関名	案件数	ランクバリュー	ランクバリュー/案件数
野村証券	70件	18,016億円	257,37億円
日本政策投資銀行	15件	1,249億円	83,27億円

Thomson Reuters 2014年上半期『日本M&Aレビュー』より作成

上図によると、市場占有率20.9%の野村証券の案件数は2014年度上半期では70件である一方で、シェア1.4%の日本政策投資銀行の案件数は15件に留まっている。更に両者のランクバリューは、野村証券は18,016億円であり、日本政策投資銀行は1,249億円であることから、一件あたりの平均ランクバリューは野村証券が日本政策投資銀行の約3倍となる。つまり野村証券のような市場占有率の高い機関の抱える案件の規模は大きく、一件に費やす所要期間も長くなってしまふことが言えるだろう。更にそのよう

な機関は言うまでもなく多くの案件数を抱えているため、一つの案件の品質が低下してしまう可能性があり、このことが原因となり今回の分析の結果を導いたと考えられる。

### 6.3 社種による分類での分析結果と考察

5.5 具体的分類、で述べた通り、サンプルを担当 M&A アドバイザリー機関の社種により分類し、それぞれの分類においての各期の平均超過収益率を計算する。

分析の結果は以下の図表の通りである。分類③の日系コンサルティング会社以外の分類では平均超過収益率が正となった。

図表：M&A アドバイザリーの種類の違いによる M&A 後の買収企業の平均 CAR の推移

	第 1 期	第 2 期	第 3 期	平均値
日系銀行	0,1%	0,34%	0,16%	0,2%
日系独立系証券会社	0,18%	-0,19%	0,14%	0,04%
日系コンサル	-0,7%	0,37%	-0,22%	-0,18%
外資系機関	0,13%	0,45%	-0,095%	0,16%

上記の図表より、平均 CAR が全期を通じて正でありその平均値も大きい、分類①の日系銀行が比較的優れたパフォーマンスを発揮できているということが言える。

この分析より、M&A を行う上での課題である資金調達的重要性が見えてくる。ここでの分類①、②と④の一部は金融機関であり、①ではグループ内銀行からの融資や株式、または負債を通じた資金調達が可能である。②、④も同様に証券を用いた資金調達も業務の一つとして行っている。このように証券会社では企業が証券を発行する際の手続き上のサポートを行うだけでなく、発行した証券を購入してくれる投資家も顧客として多く抱えているので、証券の発行と購入を結びつける営業力にも長けている。

具体的な資金調達方法を説明すると、まず一つ目は株式・債権を通じた方法である。これは分類①・②に該当する機関が、業務として行うことのできる方法である。まず、機関がブローカー(投資受託者)やディーラー(機関投資家)となり企業へと投資を行う方法である。また、企業が募集もしくは売り出した株や債券を、投資家へ勧誘する又は投資家への売り出しを目的として引き受ける方法もある。これらの業務内容が示しているように、証券会社は企業の株式または債券を発行するにとどまらず、それらの買い手を探しだし時には自らが買い手となって需給を一致させ、より資金調達を迅速に行えるよう取り組んでいる。

二つ目は、融資を通じた資金調達である。これは分類①、④に該当する機関が行うことのできる業務である。融資には、法人融資と個人融資があるが、この場合は法人融資

である。法人融資とは金融サービスとは資金の融資、市場性商品（デリバティブ）の販売、決済商品（ネットバンク）の販売、証券仲介等さまざまである。また、中心となる資金の融資にも、手形割引、手形・証書貸付、シンジケートローン、アセットバックローンと多くの手法がある。担当する得意先を回りこれらの商品を提案・実行するのが主な業務となる。

しかしながら、③に関しては M&A アドバイスというサービスに重点をおいて業務を行っている非金融機関であるため、資金調達の支援を行う事ができない。それゆえに、この社種に着目した分析からは M&A を成功へ向けたアドバイスを行う場合は、資金調達の支援を行えるか否かが重要であることがわかる。

## 7 結論

それぞれの分類において、アドバイザリー機関の従業員数と市場占有率の分類の結果からは、M&A アドバイザーが顧客側企業により良い結果をもたらすためには、アドバイザリー業務の品質を向上させる必要があるということがわかった。

まず従業員数分析結果からは、従業員数が多い機関ほど良い結果を導いていることがわかった。これらの会社はリサーチを専門とした部署もしくは職業的専門家を多数抱えているため専門知識を多く有しておりグループ会社内でその共有ができること、接したクライアント数が多いため M&A 後の組織統合のマネジメントにおいて過去の経験が活かせること、従業員数が多いことから一つの案件に多くの従業員が関わる事ができることによって、結果としてアドバイザリーの品質が向上していることが原因と考えられる。

更に市場占有率分析からは、シェアの大きい機関は一件の規模が大きいためサービスを提供する期間の長期化が避けられない状況である上に案件数も多いので、これも同様に一つの案件の品質が低下させている可能性があり、結果としてシェアの高い機関が顧客側企業に良い業績をもたらせないという結論を得た。この2つの分析結果が表しているように、M&A を成功させるためにアドバイザリー機関はサービスの品質を向上させる必要がある。

そして社種ごとに分類した分析では、結果として分類③の日系コンサルティングファーム以外の分類機関すべてが正の効果を示した。分類①、分類②、そして分類④の一部は金融機関で、分類③は非金融機関である。このことより、買収企業の資金調達を支援できる M&A アドバイザリー機関が優れた結果に導けると言える。

本研究の意義は M&A アドバイザリーを機関ごとに分析した先行研究が見受けられないという点であろう。しかしながら、担当した案件の情報を開示しているアドバイザリー機関が非常に少なく、特に外資系コンサルティングファームにおいては M&A を行った主体企業の名前を公開していないため、サンプル数が十分ではない中での研究となってしまった。そのため結論の信頼性については断定できないものとなってしまった。

今後はこれらの情報を保持し、十分なサンプル数を確保できる機関が同様の趣旨の研究を行われることに期待したい。

#### 注

※1 同一企業による複数回の M&A も含んでいる。

※2 サンプルの中に M&A が行われた日付が新しいものが多かったため、サンプル確保のため収益率は週単位で計算している。

※3 ランクバリューとは、Thomson Reuters によると「取引金額から負債の引継ぎ額を差し引き、被買収側企業の貸借対象上における純負債額を加算した金額である。純負債額は、案件公表前の被買収側企業の直近決算日における短期負債、長期負債に優先株式を足し合せた金額から現金および市場性のある有価証券の金額を差し引いて求められる金額である。」と定義されており、市場占有率の計算の基となる。

具体的計算方法は、以下のようなになる。

$$A \text{ 社の市場占有率} = A \text{ 社のランクバリュー} / \text{各社のランクバリュー合計}$$

## 8 参考文献

『日本経済新聞』2010.6.22 朝刊 23 面

デロイトトーマツコンサルティング株式会社 (2009)『銀行員のための M&A 入門』銀行研修社

石野雄一(2005)『道具としてのファイナンス』日本実業出版社

矢部謙介(2013)『日本における企業再編の価値向上効果—完全子会社・事業譲渡・資本参加の実証分析—』同文館出版

河野豊弘 (1964)「市場占有率」<http://glim-re.glim.gakushuin.ac.jp/handle/10959/163>  
慶應義塾大学経済学部経済学科 3年池尾和人研究会 19期 M&A パート 「日本における今後の M&A のあり方について —In-Out 型 M&A の成功に向けて—」 p8

<http://seminar.econ.keio.ac.jp/ikeosemi/mita/2012/manda.pdf>

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』57(8), pp.4-10  
広田真一研究会 小林・杉原・福田・松本・溝上(2010)「M&A は買収企業の企業価値を高めるか —長期的定量分析によるアプローチ—」 p3,6

<http://www.waseda.jp/sem-hirota/studies/thesis/M&A10.pdf>

田村敏夫(2009)『MBA のための M&A』 p103-107

## 9 参考サイト

Thomson Reuters 『日本 M&A レビュー』

[http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-1Q14-\(J\).pdf](http://share.thomsonreuters.com/general/PR/MA-1Q14-(J).pdf)

MARR online <http://www.marr.jp/mainfo/graph/>

デロイトトーマツコンサルティング株式会社 M&A 企業にみる M&A 実態調査 2013

[http://www2.deloitte.com/assets/Dcom-Japan/Local%20Assets/Documents/Press/Release/jp\\_p\\_press20131008\\_dtcma2013report\\_081013.pdf](http://www2.deloitte.com/assets/Dcom-Japan/Local%20Assets/Documents/Press/Release/jp_p_press20131008_dtcma2013report_081013.pdf)

みずほフィナンシャルグループ HP :

[http://www.mizuhobank.co.jp/corporate/b\\_support/advice/ma/index.html](http://www.mizuhobank.co.jp/corporate/b_support/advice/ma/index.html)

<http://www.mizuho-sc.com/corporate/ib/ma/index.html>

Movin Strategic Career HP :

<http://www.movin.co.jp/finance/ma/process/process4.html>

株式会社NTTデータ研究所 HP <http://www.keieiken.co.jp/services/>

Prime Japan HP

<http://www.primejapan.co.jp/news/newscontents.php?id=86&ap=1&cid=29#kihongoui>