

M&A と株式所有構造に関する実証分析

京都大学大学院 宮崎 浩伸

本稿の目的は、企業の株式所有構造が M&A 行動にどのような影響を及ぼしているかについて、計量分析により明らかにすることである。

ここで、経済学の領域で M&A を対象とした先行研究をみると、投資家からの評価に基づいたイベントスタディを用いた研究がほとんどである。そこで、本稿では、イベントスタディによる分析だけでなく、プロビットモデル、ロジットモデル、また、カウントデータモデルといった質的選択モデルによる分析を中心に行う。ここで、プロビットモデルやロジットモデルのように、年間を通じて、M&A を行った企業を 1、行わなかった企業を 0 とした二値選択モデルでは、一年に数件の M&A を行った企業と 1 件だけ行った企業を同等に扱ってしまい、バイアスが生じてしまう恐れがある。このため、本稿では、こうした問題に対し、M&A 件数まで考慮できるカウントデータモデルを用いた分析まで行い、これらのモデル間にみられる違いを比較検討している。このような質的選択モデルによる分析は、わが国を対象としたものとしては、初めての試みであり、この点が本稿の特徴といえる。

主な分析結果は以下の通りである。

- ・質的選択モデルによると、株式所有主体の中で、役員による株式所有のみ、プラスで有意な結果が得られた。この結果から、役員によるインセンティブ効果が働いていることがわかる。その他の変数では、有形固定資産が、有意かつプラスの値が得られており、企業規模が大きい企業ほど、M&A を行う確率が高いといえる。

- ・株価反応モデルによると、累積超過収益率はプラスの値を示しており、概ね投資家からの M&A に対する評価は好意的であるといえる。この結果は、累積超過収益率がマイナスの値が得られている米国のケースと対照的といえる。また、累積超過収益率の要因分析を行った結果では、質的選択モデルによる分析結果と同様に、役員による株式所有のみ、プラスで有意な結果が得られている。その他の変数では、トービンの Q と負債比率がプラスかつ有意な値が得られている。

このように、近年、盛んに行われるようになったわが国の M&A のコーポレートガバナンスについて明らかにできたことは、実証研究の蓄積が少ないわが国の M&A 研究に貢献できたものと思われる。