

要 旨

東京証券取引所の第一部・第二部・マザーズ・ジャスダック市場に 2016 年度末の 2017 年 3 月 31 日時点で上場していた 3,594 社のうち、金融・保険関連企業を除き、現行の連結会計基準が施行された 1999 年度から 2016 年度までの 18 年度間にわたって財務会計および株価のデータを連続して取得できた 1,573 社を対象として、M&A が企業価値の創造につながっているかの実証分析を行った。具体的には、これら企業について、各年度の企業価値創造 Economic Value Creation (EVC) の金額を税引後営業利益金額から加重平均資本コスト金額を控除したものとして算出し、東京証券取引所 33 業種分類の区分での分類によって各年度の EVC 金額の業界平均値を計算のうえ、各社の各年度の EVC 金額から当該業界平均値を控除した業界平均調整後 EVC 金額についてパネルデータ分析を行った。その結果、企業間の横断的な比較においては M&A を行うと企業価値の毀損につながるが、同一企業内の時系列方向での縦断的な変化においては M&A を行っていくうちに企業価値の創造につながる事が明らかになった。業界平均調整後 EVC 金額を投下資本金額の各年度の期首・期末平均値で除した業界平均調整後 EVC 率についても、企業間の横断的な比較においては、M&A による企業価値の毀損という同様の傾向が明らかになった。

また、各年度で業界平均調整後 EVC 金額が大きな順に第 1 位から第 1,573 位までの順位づけを行い、それらを 18 年度間にわたって合算した総合順位で見ると、業界平均調整後 EVC 金額の創造において第 1 十分位にある企業は、その他の十分位の企業と比較して、M&A を 2~4 倍という規模の件数で活用していることが明らかになった。なお、業界平均調整後 EVC 率による同様の総合順位では、そのような傾向はみられなかった。

そして、上記の総合順位において、業界平均調整後 EVC 金額でも業界平均調整後 EVC 率でも最上位の第 1 十分位にある企業は、どちらでも最下位の第 10 十分位にある企業と比較すると、M&A について Attention-based view 理論でいう経営者の関心 attention が高く、経営者は M&A の経験から経験学習モデル理論における「具体的経験→内省的観察→抽象的概念化→能動的実験」のサイクルによって M&A についての経験学習を行っており、企業の組織も M&A の経験から組織学習モデル理論における「明確化 articulation→成文化 codification→共有化 sharing→定着化 internalization」というプロセスによって M&A についての組織学習を行って組織能力を構築していることが、実証分析から示唆された。