

トピックス

「企業合併が業績と株価に与える影響」

主任研究員:小本 恵照

Email: komoto@nli-research.co.jp Tel: (03)3597-8418 Fax: (03)5512-7161

要旨

- ①80年代中頃以降、企業合併が増加している。合併の中身では、「混合型」が減少し「水平型」が増加している。業種的には、銀行、セメント、紙パルプ、化学など特定の業種に集中している。
- ②企業合併が増加してきたのは、経済全体の規制緩和が進む中で企業間競争が激化したこと、規模の経済性の重要性が増したこと、合併規制が緩和されたことが指摘できる。
- ③合併経験企業と非合併経験企業の財務諸表を比較すると、両者に目立った違いは見られず、合併による企業業績向上は確認されない。
- ④合併による株価の影響については、合併企業では、銀行、セメント、海運では株価の10%の上昇がみられるのに対し、化学と紙パルプでは逆に10%の下落となっている。非合併企業の株価については、銀行と海運ではそれぞれ上昇と下落がみられるのに対し、残りの業界については、株価の変動はほとんどみられないという結果となっている。

1. 増加する企業合併

相異なる複数の企業が統合され、単一の企業となる企業合併が増加している。

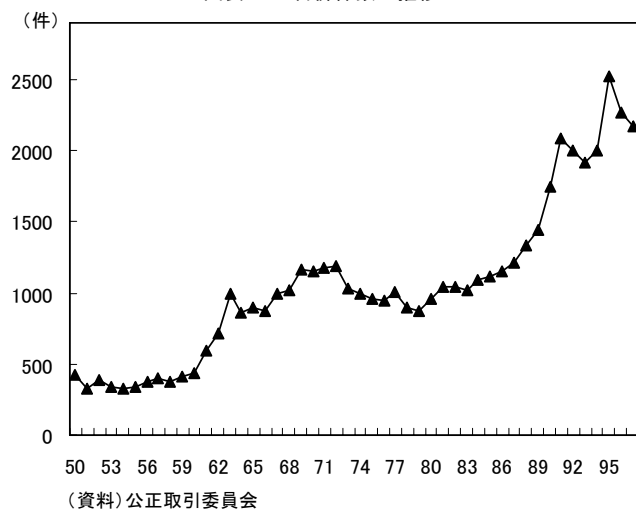
公正取引委員会に対する合併の届出件数をみると、50年代は350件程度、60年代前半から80年代半ばにかけては約1,000件と安定的に推移していたが、その後は急増し、最近では2,000件を超える水準となっている(図表-1)。99年についても、(株)レコフ事務所の合併発表件数をみると、1-9月の累計が既に98年の実績を上回っており、依然として活発な企業合併が続いている。

企業合併の形態は、同一の製品市場で競合し合う企業が合併する「水平型」、購入者と販売者の関係にある会社が合併する「垂直型」、水平型と垂直型のいずれにも該当しない「混合型」に分けられる。

最近の合併をこの形態に従って分類し構成比をみると、図表-2のようになる。それによると、垂直型には大きな変化はみられないものの、80年代前半までは2割強に止まっていた水平型は、90年代に入

ると3割を超える水準にまで、ウェイトを高めていることが注目される。一方、80年代前半には6

図表-1 合併件数の推移



割を占めていた混合型は5割を下回る水準にまで低下している。特に、地域的に競合しない同業他社との合併（地域拡大型）や事業の関連がない企業との合併（純粋型）がウェイトを大きく落としている。

以上の動きは、大企業から中小企業までを含めた全企業の動きであるが、新聞紙上に取り上げられ経済的影響が大きい上場企業の合併はどうか。90年代に入ってから具体的な合併事例は図表-3のように整理される。それによると、合併は銀行、セメント、紙パルプ、化学、海運などの特定の業界に偏っていることがわかる。

また、合併形態では水平型合併が中心であり、関係会社間の合併も少なくないことが大きな特徴として指摘できる。

図表-2 形態別合併件数の推移(構成比:%)

形態	75-79	80-84	85-89	90-94	95-97
水平	23.0	22.1	27.3	32.1	32.9
垂直	15.6	12.7	15.7	14.3	14.3
前進	8.0	6.5	6.7	7.6	6.5
後進	7.6	6.2	9.0	6.7	7.8
混合	53.3	61.9	53.8	50.0	48.6
地域拡大	13.3	20.4	16.2	13.2	11.5
商品拡大	12.2	9.3	11.3	9.9	11.2
純粋	27.8	32.2	26.3	26.9	26.0
その他	8.2	3.3	3.2	3.6	4.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(資料) 公正取引委員会

2. 経済環境変化と規制緩和が合併を促進

最近になって合併が増加し、特に大型合併では特定産業での水平合併が増加している理由としては、次の3点があげられる。

①競争の激化

90年代には規制緩和が進められ、企業間の競争が促進された。例えば、金融業では、金利・手数料の自由化、子会社を通じての相互参入など、一連の金融自由化が進められたし、石油業でも特石法（特定石油製品輸入暫定措置法）の廃止に代表される規制緩和が推進された。また、80年代を通

図表-3 90年代における上場企業の合併事例

年	業種	新会社	合併企業	被合併企業
1990	銀行	さくら銀行	三井銀行	太陽神戸銀行
1990	非鉄金属	三菱マテリアル	三菱金属	三菱鉱業セメント
1991	銀行	あさひ銀行	協和銀行	埼玉銀行
1993	紙パルプ	日本製紙	十条製紙	山陽国策パルプ
1993	海運	大阪商船三井船舶	大阪商船三井船舶	日本海汽船
1993	紙パルプ	新王子製紙	王子製紙	神崎製紙
1994	小売	ダイエー	ダイエー	忠実屋、エド・ダイエー他1社
1994	化学	三菱化学	三菱化成	三菱油化
1994	セメント	秩父小野田	小野田セメント	秩父セメント
1994	セメント	住友大阪セメント	住友セメント	大阪セメント
1995	化学	大陽東洋酸素	太陽酸素	東洋酸素
1995	電気機器	日立製作所	日立製作所	日立家電
1995	海運	大阪商船三井船舶	大阪商船三井船舶	新栄船舶
1996	銀行	東京三菱銀行	三菱銀行	東京銀行
1996	紙パルプ	王子製紙	新王子製紙	本州製紙
1997	土石	宇部マテリアルズ	宇部化学工業	カルシード
1997	化学	三井化学	三井石油化学工業	三井東圧化学
1998	医薬品	吉富製薬	吉富製薬	ミドリ十字
1998	海運	日本郵船	日本郵船	昭和海運
1998	セメント	太平洋セメント	秩父小野田	日本セメント
1999	海運	商船三井	大阪商船三井船舶	ナビックスライン
1999	紙パルプ	レンゾー	レンゾー	セッツ
1999	証券	明光ナショナル証券	明光証券	ナショナル証券
1999	石油	日石三菱	日本石油	三菱石油
1999	化学	三菱化学	三菱化学	東京田辺製薬

(資料) 日経 QUICK 情報より作成

じて進行した円高は、90年代に入るとセメントや化学などの素材型産業を中心に海外企業との競争を強めた。

これらの環境変化は、バブル崩壊の影響による経済的停滞の長期化と相俟って、企業収益を悪化させ、何らかの手段によって経営効率を改善させない限り、企業としての存続が難しいとの認識を、企業に芽生えさせたとみられる。その一つの手段が合併であり、不振企業の吸収合併や対等合併によって、スケールメリットや生産設備の集約などによる収益向上が追求されたとみられる。

②重要性を増した規模の経済性

90年代は、コンピュータやインターネットに代表される情報通信革命が進み、情報関連投資の重要性が格段に高まった。情報関連投資では、システム開発に巨額の資金が必要なことが少なくないため、規模の経済性が強く発揮される特徴がある。また、製品差別化が進む中で、研究開発や広告宣伝が重要性を増しているが、これらにも大きな規模の経済性が伴っている。銀行や証券、医薬品などの業界の合併では、こうした規模の経済性を追求したものが少なくないとみられる。

③合併規制の緩和

企業合併は独占禁止法によって規制されているが、90年代に入りその規制が緩和されてきている。以前の公正取引委員会は、個別製品・品目ごとに細かく市場シェアを計算し、主にその数値によって合併の是非を判断してきた。しかし、最近の産業構造変化や企業活動のグローバル化の影響を踏まえ、参入・輸入の容易性や隣接市場からの競争圧力等の総合判断を行う方向に、合併規制の運用が変化してきている。例えば、以前なら合併後の市場シェアが25%を超えることで、なんらかのチェックがかかるとみられる、三井化学（三井石油化学工業と三井東圧化学）、太平洋セメント（小野田秩父と日本セメント）、商船三井（大阪商船三井船舶とナビックスライン）のケースでもほぼ無条件で合併が承認されている。

こうした合併規制の緩和は、以前なら躊躇していた合併を促進させることにつながっているとみられる。

3. 合併による業績改善効果はわずか

企業合併の動機や目的は、市場シェアの拡大、情報関連投資や研究開発投資の負担軽減、業務の補完など、様々なものがあるとみられる。しかし、これらのいずれについても、最終的には、収益性や財務体質の改善を目指していると考えて差し支えない。

そこで、合併によって、企業業績に何らかの改善がみられるかどうか、いくつかの合併事例をもとに検証してみた。分析対象は、合併から5年後の業績が入手できる、90年代前半の上場企業同士の合併とした。具体的には、紙パルプ、化学、セメントの3業種、7企業を分析対象とした。企業業績を表す指標としては、収益性の指標として総資本経常利益率、財務体質の指標として自己資本比率を用いた。

具体的な効果の測定方法は次のとおりである。まず、合併企業と被合併企業の財務諸表を合算し、合併前の経営指標の数値を算出する。次にその数値を合併後の経営指標と比較し、合併前後で変化がみられるか測定した。

ただ、企業業績は経済及び産業全体の景気変動の影響を受けるため、比較に当たっては、その影響を除去する必要がある。ここでは、合併企業が属している業界全体の経営指標を算出し、その変動と個別企業の経営指標の変動の乖離に着目することにした。業界の経営指標は、合併企業が属する

東証 33 業種分類に該当する株式公開企業を全て合算して算出した(調査対象となった合併企業は除いて計算している。)

具体的な測定は次のとおりである。合併前の総資本経常利益率が、企業A：2%、業界：5%だったものが、合併後には企業A：3%、業界：4%となったとすると、 $(3-2)-(4-5)=2$ と計算され、2ポイントの利益率の改善がみられたと判断するのである。

図表-4は、合併直前年の数値と合併後5年間の数値を比較して示している。

それによると、総資本経常利益率は、企業Dについては、合併から4年後および5年後の数値に大きな改善がみられるものの、その他の企業については、数値の改善や悪化は極めてわずかであり、大きな変化は観察されない。

自己資本比率については、総資本経常利益率に比べると変動は大きいものの、変動の方向はプラスとマイナスが入り交じっており、必ずしも明確な方向は見出せない。

この結果をみる限り、収益性と財務体質のいずれについても合併による明確な影響は観察されなかったと判断される。ただ、今回の分析で取り上げた企業は一部業種のわずか数企業に止まっており、必ずしも企業合併の全体を捉えたものではなく、やや信頼性に欠ける面がある。ただ、合併後の企業業績にそれほど改善がみられないという結果は、合併企業の業績の推移をみる限り、それほど違和感のないものと考えられる。

4. 業界によって違いがみられる株価への影響

企業による合併の発表は、業界関係者や投資家に大きな影響を与え、合併発表直後には株価の大きな変動が観察されることが多い。株式市場が効率的ならば、合併によって将来の企業業績の向上(低下)が見込まれる場合には、株価の上昇(下落)がみられることになる。

そこで、合併によって株価にどのような変動が生じたか調べてみた。対象は90年代に行われた20の企業合併について、合併発表に先立つ40日営業日前から40日営業日後までの株価の変動を計算した。ただし、個別企業の株価は株式市場全体の変動によって影響を受けるため、合併発表に先立つ240営業日から41営業日までの200営業日について、当該銘柄の株価推移と市場全体の動き(=東証株価指数)をもとに、株式市場全体からの影響を除去した。具体的には、いわゆる「マーケットモデル」によって、当該200営業日の東証株価指数の変動と個別企業の株価の変動との関係を統計的に推定し、推定式から算出される個別株価の期待変動率と実際の変動率の乖離部分(=推定式によって説明されない部分)を合併による影響部分と捉えることにした。

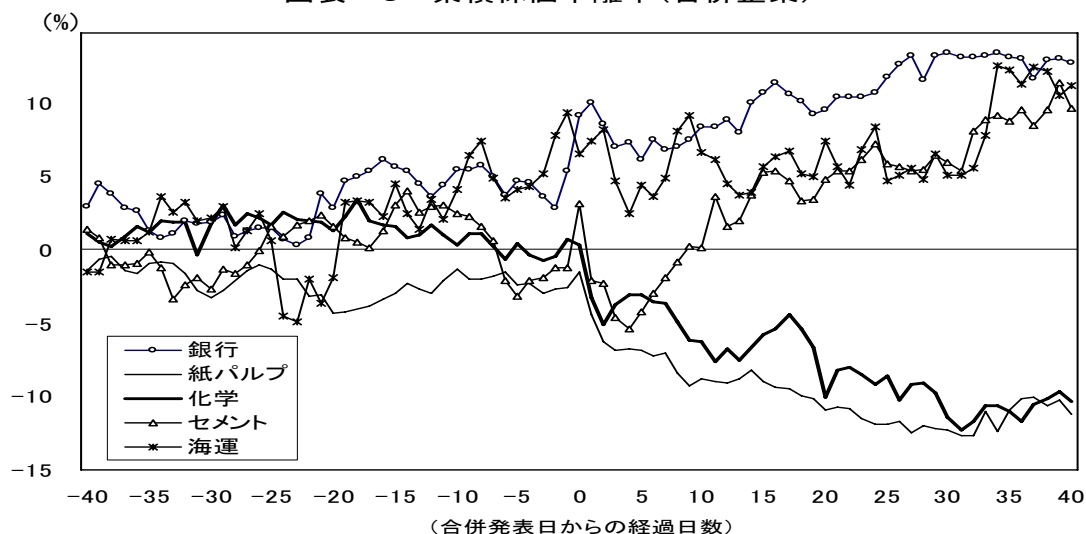
すなわち、東証株価指数が3%上昇した時に、マーケットモデルからは、当該個別企業の株価は4%の上昇が予想される場合に、現実の上昇が5%となった時には、 $5-4=1\%$ という合併のプラス効果があったと計算するのである。

図表-5は、合併企業(=存続企業)について、合併発表日に先立つ40営業日前から40営業日後までの乖離率を累積したものを示したものである。40営業日前の乖離率が1%で39営業日前の

図表-4 総資本経常利益率の変化

企業名	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
(総資本経常利益率)					
企業A(紙パルプ)	0.4	0.1	0.9	0.1	0.5
企業B(紙パルプ)	0.6	0.2	0.2	-0.8	-0.1
企業C(化学)	0.6	1.4	0.9	0.6	0.0
企業D(化学)	0.4	0.5	0.4	3.3	5.1
企業E(化学)	0.2	0.9	-0.2	0.5	-0.4
企業F(セメント)	-0.7	-1.4	-0.6	0.5	1.4
企業G(セメント)	-0.9	-0.7	-0.1	0.4	0.7
(自己資本比率)					
企業A(紙パルプ)	1.2	1.8	1.2	1.0	2.1
企業B(紙パルプ)	0.5	1.8	1.2	-1.4	-0.9
企業C(化学)	2.0	2.2	-0.6	-1.4	-4.3
企業D(化学)	1.3	2.2	3.9	4.1	3.4
企業E(化学)	-0.2	-0.8	-0.4	-4.5	-2.5
企業F(セメント)	2.7	4.7	1.9	1.3	2.2
企業G(セメント)	0.2	-0.1	0.5	-1.2	-1.0

図表-5 累積株価乖離率(合併企業)



乖離率が2%とすると、図表上の累積乖離率は $1+2=3\%$ と計算されることになる。図表-6は被合併企業(=消滅企業)についてのものである。

その結果は次のようになる。

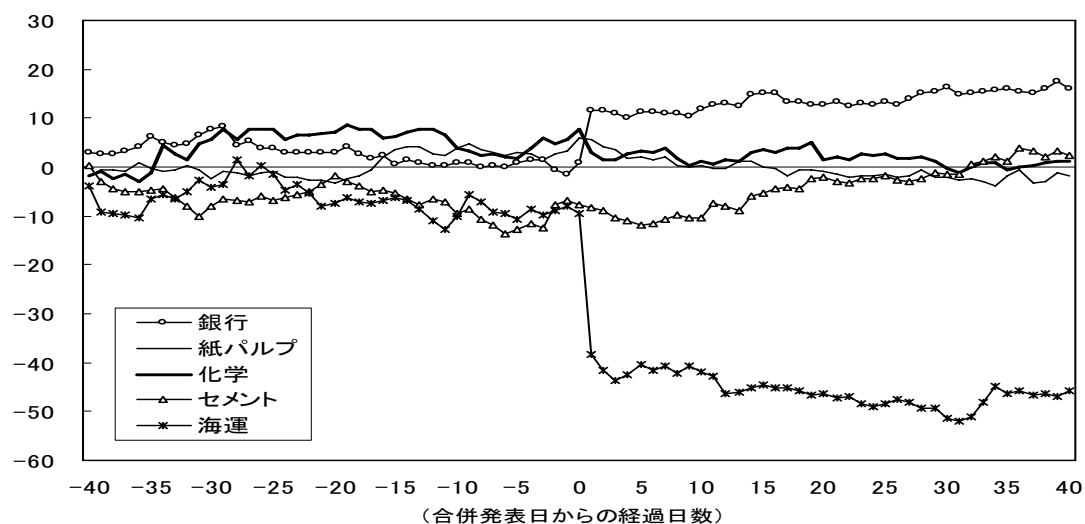
①合併企業の株価

これをみると、次のようなことが指摘できる。まず、合併企業についてみると、業界によって大きく2極分化しているのが最大の特徴である。銀行、セメント、海運は発表から40営業日後には10%程度のプラス乖離となっているのに対し、化学と紙パルプでは10%のマイナス乖離となっている。また、株価上昇がみられた銀行と海運では、発表に先立つ20営業日前から、株価のプラス乖離が始まっているのも大きな特徴といえる。

②被合併企業の株価

次に被合併企業についてみると、銀行では合併発表までは株価の乖離はみられないが、合併発表によって大きくプラス乖離し、その後も緩やかにプラス乖離が高まる結果となっている。一方、海運では合併発表と同時に株価の急落がみられ、その後は安定的に推移している。残りの業界は、合

図表-6 累積株価乖離率(被合併企業)



併発表日までに、10%程度のプラスあるいはマイナスの乖離が生じているが、合併発表後 40 日程度経過すると乖離が消滅している。

③トータルとしての合併の影響

合併企業と被合併企業の株価の累積乖離率を総合すると次のようなことが指摘できる。

(a) 銀行とセメント

銀行では、合併企業と被合併企業の双方の株価に 10%を超えるプラス乖離が生じている。合併発表によって、合併企業と被合併企業を統合した企業の時価総額が増加したことを意味する。これは、合併による収益改善を投資家が予想したことを示している。

セメントでは、被合併企業の株価には大きな乖離はみられないが、合併企業について 10%のプラス乖離が生じている。合併企業と被合併企業をトータルした時価総額は、合併によって増加したことになる。セメントでも投資家は合併による収益改善を期待したことになる。

(b) 化学と紙パルプ

化学と紙パルプは、被合併企業の株価には大きな乖離がないのに対し、合併企業の株価は大きくマイナス乖離している。これは、セメントとは逆の状況であり、化学と紙パルプについては、合併によって、合併企業と被合併企業をトータルした時価総額は減少している。投資家は合併による企業業績の悪化を予想したと考えられる。

(c) 海運

海運は、合併企業は合併発表前から株価の上昇が始まり、発表から 40 日経過後には 10%程度の上昇となっている。一方、被合併企業は、発表日にかけて約 1 割の株価下落が生じているのに加え、合併発表によって約 5 割まで株価の下落が進んでいる。合併企業の企業規模が大きいことなどを考慮しすると、それほど大きな合併効果はなかったと判断される。

以上の結果をみると、業界によって合併が株価に与える影響はかなり異なっていることがわかる。これは、業界あるいは合併の中身によって、投資家は異なる合併評価をしていることを意味している。すなわち、全体としてプラス評価となった銀行とセメントでは、合併による規模の経済性の発揮や企業集約によるリストラなどがプラス評価を受けたと考えられるのに対し、化学や紙パルプでは、事実上の救済合併のケースも少なくなく、合併による企業競争力の向上に疑問符が付けられたケースが少なくなかったことを表すものと考えられる。

5. 分析のまとめと今後の課題

今回の分析は、企業業績については合併による効果は特にみられなかったのに対し、株価については、業種間によってプラス効果とマイナス効果のいずれもがみられたというように整理できる。しかし、この結果は、サンプル数が非常に限られた分析によるものであり、必ずしも統計的に厳密に検証されたものではない。分析対象を広げ、より分析を深めていく必要性が大きいと考えられる。

暫定的なものながら、今回の結果のインプリケーションを考えると次のようになる。株式市場が効率的で、完全情報を想定する中では、企業業績と株価の結果は、いささか整合性に欠けるものといえる。将来の企業業績に大きな変化が生じないのなら、株価にも変化は生じないはずだからである。しかし、現実には業種によって株価に大きな上昇もしくは下落が生じているのであり、このことは、株式市場の効率性や、投資家の企業業績予想の正確性に疑問を呈するものと考えられることができるだろう。