

企業買収による業績変化を市場は正しく予測できているのか

1170464 濱田有希恵

高知工科大学マネジメント学部

1. 概要

市場参加者は、将来の企業業績を正しく予測できているのかを明らかにするために、企業が別の企業の買収を発表した直後の株価の変化率と、その後の企業業績の変動の関係を分析した。仮に、市場参加者が企業業績を正確に予測できているとする。直後の株価上昇率が正ならば、その後の企業業績は改善することになり、株価上昇率が負ならば、その後の企業業績は悪化することになる。分析結果からは、株価上昇率が高いほど、企業業績は改善される傾向があることが明らかになった。すなわち、市場は、将来の企業業績を正しく予測できていることが明らかになった。

2. 序論

株価は日々変化している。株とは、企業が事業資金を調達するために、発行しているものであり、企業は投資家が株を購入した資金等を使って事業の拡大をしていく。投資家は「株を買う」ということで、株を発行している企業に出資を行い、事業資金を提供していることを意味する。投資家にとって株を買うメリットの一つに「配当」がある。配当とは企業のビジネスがうまくいき、利益が出た際、礼として利益の一部を株主に還元することである。配当割引モデルによれば、株価は将来の配当予想を現在価値に割り引いた値によって決まるとされている。通常、配当は企業業績がよければ多くなり、企業業績が悪ければ少なくなる。よって、将来の配当予想は、将来の企業業績の予想によって決まると考えることができる。つまり、ある企業の将来の業績が悪くなると予想されれば、その企業の株価は予想配当の下落に伴い下落することになる。同様に、ある企業の将来の業績がよくなると予想されれば、その企業の株価は、予想配当の上昇に伴い上昇することになる。

本研究の目的は、株価と業績のこのような関係が、果たして実際に市場で観察されるのかを明らかにすることである。そのために、本研究では、企業が別の企業を買収するケースに限定して、企業買収発表直後の株価の変化率と、その後の

企業業績の変動の関係を分析する。

分析対象とするのは、24 ケースの企業買収である。市場参加者が企業業績を正確に予測できているとすると、直後の株価上昇率が正ならば、その後の企業業績は改善することになり、株価上昇率が負ならば、その後の企業業績は悪化することになる。

分析結果からは、株価上昇率が高いほど、企業業績は改善される傾向があることが明らかになった。すなわち、市場は、将来の企業業績を正しく予測できていることが明らかになった。

以下の構成は次の通りである。第3節では調査方法を述べ、第4節では結果を説明し、第5節では議論を行い、第6節でまとめ、第7節でまとめる。

3. 研究方法

分析対象は企業が別の企業を買収するケースに限定し、企業が買収を発表した日の株価と、有価証券報告書から買収を行った年の前年と後年の営業収益額を見ていく。

第一に、買収を発表した日の企業の株価の終値と、その前日の終値から計算式(当日の株価－前日の株価)÷前日の株価×100を使い、株価上昇率を計算する。

第二に、企業の有価証券報告書より、買収を行った年の前年の営業収益と後年の営業収益から計算式(後年の営業収益－前年の営業収益)÷前年の営業収益×100 から営業収益の上昇率を計算する。

第三に、株価上昇率と営業収益上昇率を比べる。株価上昇率が上がり営業収益率が上がった場合、株価上昇率が下がり営業収益が下がった場合、市場は業績変化を正しく予想できているとする。また、株価上昇率が上がり営業収益が下がった場合、株価上昇率が下がり営業収益率が上がった場合、市場は正しく予想できなかったとする。

分析後、横軸に株価上昇率、縦軸に営業収益上昇率を表したグラフに示し、総合的な結果を見ていく。

4. 結果

4. 1 イオンがマルナカを買収したケース

小売業総合スーパー業界のイオン株式会社（以下イオン）が同じく小売業でスーパーマーケット業界の株式会社マルナカ、株式会社山陽マルナカ（以下マルナカ）を買収したケースを見ていく。イオンがマルナカを買収することを発表したのが 2011 年 10 月 5 日である。5 日のイオンの株価の終値は 1079 円であり、前日 4 日の株価の終値は 1027 円であったことからイオンの株価上昇率は $(1079-1027) \div 1027 \times 100 = +5.1\%$ である。次に、買収を行った後年 2012 年の営業収益は 5 兆 6853 億 300 万円であり、前年 2010 年の営業収益は 5 兆 1146 億 5800 万円であったことから $(5 \text{ 兆 } 6853 \text{ 億 } 300 \text{ 万} - 5 \text{ 兆 } 1146 \text{ 億 } 5800 \text{ 万}) \div 5 \text{ 兆 } 1146 \text{ 億 } 5800 \text{ 万} \times 100 = +11.2\%$ である。

この結果をグラフに示すと以下のようになる。

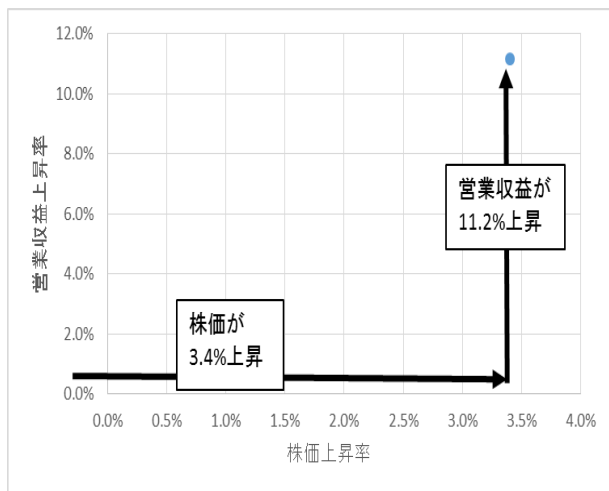


図- 1

株価が上昇したことに対し、営業収益も上昇しているため、市場参加者の業績予想は正しかったと言える。

実際にイオンの有価証券報告書によると、中国・四国エリアを中心にスーパーマーケット事業を展開するマルナカを連結子会社化したことで、同エリアにおける競争力強化と地域密着経営を推進した結果、営業収益は上昇したとあった。イオンはマルナカを買収したことで、営業収益をあげることができた。この業績変化を市場は予想できていたことになる。

4. 2 電通がイーグリスを買収したケース

広告業の株式会社電通（以下電通）がイギリスの広告代理店イーグリス・グループ（以下イーグリス）を買収したケースを見ていく。

電通がイーグリス買収を発表したのは 2012 年 7 月 12 日である。12 日の電通の株価の終値は 2306 円、前日 12 日の終値は 2328 円であることから、株価上昇率は $(2306-2328) \div 2328 \times 100 = -0.9\%$ であった。次に、後年 2013 年の営業収益は 1 兆 9412 億 2300 万円、前年 2011 年の営業収益は 1 兆 8334 億 4900 万円であることから、営業収益上昇率は $(1 \text{ 兆 } 9412 \text{ 億 } 2300 \text{ 万} - 1 \text{ 兆 } 8334 \text{ 億 } 4900 \text{ 万}) \div 1 \text{ 兆 } 8334 \text{ 億 } 4900 \text{ 万} \times 100 = +5.9\%$ である。

この結果をグラフに示すと以下のようになる。

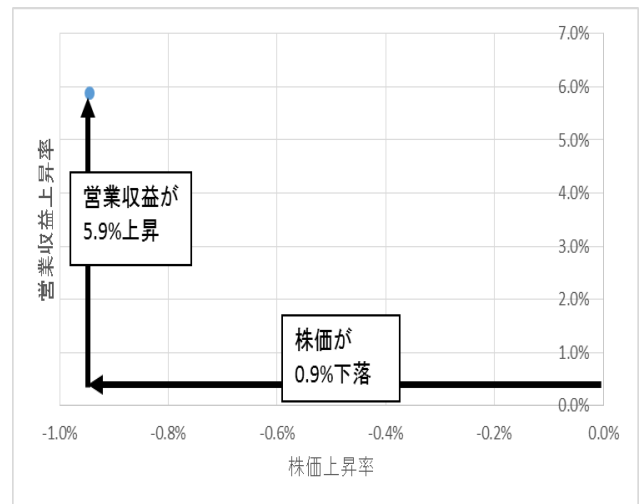


図-2

株価が下落したことに対し、営業収益は上昇しているため、投資家は正しく予想できなかったと言える。

電通がイーグリスを買収すると発表されたとき、ここ数年間の日本企業の海外企業の合併や買収に共通する悪いパターンに当てはまると言われており、株価が下落したと考えられる。しかし、イーグリス買収後の営業収益は増加したことから、市場は正しく予想できなかった。

4. 3 総合的な結果

4. 1 と 4. 2 を含め、合計 24 社を分析した結果が以下である。

企業	買収企業	上昇率	
		株価	営業収益
イオン	マルナカ	5.1%	11.2%
	ダイエー	2.2%	27.9%
セブン&アイHD	ニッセンホールディングス	0.0%	7.2%
	パーニーズ	-0.4%	7.2%
H2Oリーディング	イズミヤ	-1.1%	58.7%
ファミリーマート	am/pm	6.9%	11.3%
	ココストア	5.7%	23.7%
ソフトバンクグループ	日本テレコム	1.7%	114.3%
	ボーダフォン	4.0%	150.4%
	イー・アクセス	2.9%	12.4%
NTTドコモ	らでいっしゅぽーや	-1.7%	5.2%
KDDI	パワードコム	0.1%	14.2%
	ジャパネットオクト	6.3%	21.3%
電通	イー・ジェス	-0.9%	5.9%
mixi	チケットキャンプ	1.4%	84.9%
サントリー食品インターナショナル	ビーム	0.6%	31.7%
三菱商事	セルマック	3.4%	-19.4%
三菱UFJフィナンシャルグループ	アユタヤ銀行	1.3%	18.4%
楽天	株式会社シェアリー	-1.1%	16.9%
ヤマトホールディングス	TIDIKI EXPRESS	0.9%	3.0%
ANAホールディングス	パンナムHD	1.0%	15.5%
明治ホールディングス	メドライク(インド)	0.5%	6.6%
日本ハム	エゲータブ	0.9%	10.6%
味の素	ウインザー・クオリティHD	-0.7%	24.7%

表－1

全ての分析結果を、横軸に株価上昇率、縦軸に営業収益上昇率を表したグラフに示すと、以下のようになる。

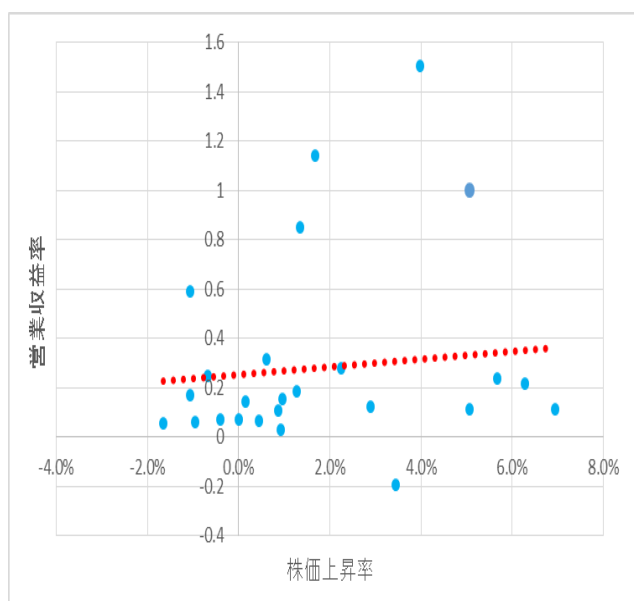


図-3

グラフ右上に位置する点が意味する、株価上昇し、企業業績も上昇した企業が多いことが分かる。これにより、投資家の予想はほとんどの場合で正しいと言える。

5. 議論

株価は感情により変動すると言われている。例えば、ニュースで企業の不祥事が報道されたとする、そうすると株価は下落する。人は不祥事が起きると、この企業は再び不祥事を起こすのではないかと考え、現在よりも下がる前に株を売ろうとし、人の感情に流される。不祥事を目にし、無関心な人がいたとしても、周りの人が不祥事により株を売ることで、まだまだ下がるのならば、自分も今売っておかなければと考え、売ってしまう。本論分4.2であげた、電通がイー・ジェスを買収するケースはまさに人の感情がかかわっていると考えられる。ここ数年間の日本企業の海外企業の合併や買収に共通する悪いパターンに当てはまると言われていたということから、今回のケースも失敗の買収ではないだろうか考えた人がおり、その人に流され、また別の人も流され電通の株価は下がってしまったのではないだろうか。株を売買する際には人の感情に流されず、法則や自分自身の理論で行うことが良いのではないだろうか。

6. 考察

図3の結果から、投資家は企業買収による業績変化を正しく予想できていると言える。

近似直線(図-3 赤点線)がやや右上がりであることから、株価上昇率が高いほど、企業業績も高くなる傾向があることが明らかになった。すなわち、市場は将来の企業業績を正しく予測できていることが明らかになった。

また、近年通信企業が別の通信企業を買収発表後は上昇率が大きい。2007年のiPhone登場以来、スマートフォンやタブレットなどの利用拡大でデータ通信量が増加し、よりサービスを求める消費者のニーズに応えるために通信業界は今まで以上の設備投資等が必要であり、このニーズに応えようとしていると考えられる。

7. まとめ

本論分では、市場参加者が将来の企業業績を正しく予測できているのかを明らかにするために、企業が別の企業を

買収することを発表した直後の株価の変化率と、その後の企業業績の変動の関係を分析した。分析の結果、株価上昇率が高ければ、企業業績は改善される傾向があることが明らかになった。すなわち、市場は将来の企業業績を正しく予測できていることが明らかになった。

8. 今後の課題

分析をより明確にするために回帰分析を行う。

株価が変動する要因にはいくつかあり、本論文では企業買収によるケースに限定したが、今後研は企業が新製品の発表や、新しい工場を建設した場合に着目して行いたい。

分析業界、企業が少ないためデータも少なくい。分析業界を増やし、企業数を増やし多くのデータを集めることが必要である。また、データは比較的新しい2015年以降のものが多く、2015年以前のデータも増やすことが必要であると考え。

9. 参考文献

岡本隆寛 『株式投資.jp』

<http://equity-investment.jp/defeat-reason/emotional/>