

M&Aの取引発表での株式市場の反応に関する分析—株価効果と出来高の実証分析—

花村 信也 (みずほ証券)

本発表は、M&Aの取引発表により投資家がどのように行動したかを実証的に分析したものである。

株価効果

M&Aの発表前後の株価効果(CAR)をみると、TOB、株式交換は、ターゲット企業の株主は継続するプラスの超過リターンを得ており、且つその効果は取引発表日後10営業日まで続いている。一方で買い手企業のリターンはプラスにならず、株式交換にいたってはマイナスのリターンが拡大している。合併に関しては、存続企業も消滅企業も取引発表日にプラスの超過リターンである。このことの含意は、TOB、株式交換は、発表直後にターゲット企業の株式を買うものの、買い手の株式を投資家は売却している、合併は双方のシナジーを見込んで両社の株式を買っていることが推定される。この推定を出来高、及び出来高の方向を分析することで検証する。

出来高

M&Aの発表がこのような将来の企業業績に関する投資家の期待を大きく変化させるイベントであるならば、取引発表時点での株式売買はその他の期間に比べて活発となるはずである。そこで、取引発表時点の投資家の行動をBeaver(1968)、Bamber(1987)の研究と同様の手法を用いて、M&Aの取引発表に対する出来高反応を分析した。

出来高の方向

さらに、株式売買の当事者のうち、買い手または売り手のいずれが即時の取引執行を望んだのかという観点から株式売買の方向を特定し、M&Aの取引発表時点の出来高反応の方向を分析する。実証にあたっては、Lee and Ready(1991)、音川(2009)などの利益発表と出来高反応の方向を分析したマイクロストラクチャーの研究の手法を用いて実証を行った。

実証により得られた結果は、以下のとおりである。

TOB

取引発表日に買い手も売り手も出来高が著しく増加する。出来高は有意にプラスとなっている。買い手の出来高は、TOB発表日に有意に増加し取引発表日前には増加はしていない。一方で、売り手の出来高はTOB発表日に増加するものの、取引発表日前にも出来高は有意に増加している。これは、売り手のTOBの情報が何らかの形で漏れている可能性を示唆している。又、取引発表日前に売り手の出来高が増加するのは、TOB発表と共に株価が上昇する前に株式を買い付けTOBに応募しようとする投資家の行動が考えられる。オーダーインバランスをみると、ターゲットの株式は発表前に買い付け、発表後に売り切る投資行動がなされている。買い手株式のオーダーインバランスはプラスとなっているものの売買株数は多くなく株価効果がマイナスとなる要因となっている。

株式交換

取引発表日に買い手、売り手の株式も出来高が増加する。買い手の株式は取引発表日2営業日前、売り手の株式は取引発表前営業日から出来高が増加している。オーダーインバランスをみると、親会社は発表日に買い気配、発表前後は売り気配となっており、株価効果はマイナスとなる。子会社は発表日前には売り越しであったものの発表日後は売り買い交錯し買いが強い分株価効果がプラスとなっている。

合併

吸収、消滅会社ともに取引発表日に出来高が増加している。合併会社は、発表後7営業日後には出来高が減少する。一方、消滅会社は10営業日後も出来高がある。吸収会社、消滅会社ともに取引発表日前には出来高はない。オーダーインバランスは、親会社、子会社ともに発表日以降は売り買いが交錯するものの買いが強くなり株価効果のプラスの要因となっている。

以 上