

日本企業の海外企業買収と事業パフォーマンス*

鯉淵 賢・後藤 瑞貴**

<要旨>

近年活発に行われている日本企業による海外企業の大型買収は買い手である日本企業にどのような影響を与えているのか。本研究では、1999年から2015年までに実施された日本の上場企業による買収価格1000億円以上の大型海外企業事例25社37事例について、買収直後と買収後の長期に渡る事業パフォーマンスを計測した。次の3つの主要な結果が得られた。第1に、買収のアナウンスが取得企業の株価に与える影響は、初報道日の周辺においてサンプル全体で平均的に顕著な下落は観察されず、買収直後に大きく株価が下落した事例でも、その後の企業結合完了までの交渉期間を経て株価が回復する傾向が観察された。第2に、買収後の被取得企業の事業パフォーマンスについては、10事例において取得によって計上された事業ののれんに何らかの減損損失が発生していたが、減損損失累計額が取得価格の50%超であった事例は3事例に留まった。さらに、事業セグメント情報を用いて、被取得事業が含まれたセグメントの売上高及び利益率の推移を長期的に計測すると、被取得事業を含む事業セグメントは、買収完了直後の決算期から順調に売上高が増加し、同期間の既存事業セグメントや日本地域の売上高成長率を大きく上回る傾向が顕著であった。また買収後の被取得事業を含む事業セグメントの利益率は正であり、主要既存事業セグメントの利益率とほぼ同水準であった。以上の結果は、主要既存事業と日本市場の趨勢的な縮小傾向の下で、日本企業による大型の海外企業買収は、より高い成長性を追求する事業ポートフォリオの再構築において有効な経営戦略となりうることを示唆している。

JEL Classification Codes : G34, G32, G15

Keywords : 海外企業買収、買収後パフォーマンス、イベントスタディ

* 本稿の作成に当たって、一橋大学の塩路悦朗教授、花崎正晴教授、宮川大介准教授から有益なコメントをいただいた。また、分析対象のうちいくつかの日本企業は著者によるインタビュー調査に応じていただいた。また分析遂行上必要な会計上の知識については、会計実務の専門家の方々から適切なご助言をいただいた。以上の方々に深く感謝を申し上げる。ただし、本稿にあり得べき誤謬はすべて筆者の責任である。本稿の基礎となる研究は、科学研究費補助金・基盤研究(C) (課題番号 15K03553) の助成を受けた。

** 鯉淵 賢：中央大学商学部金融学科教授、後藤 瑞貴：一橋大学大学院経営管理研究科博士後期課程

On the Performance of the Cross-border M&As by Japanese Firms

By Satoshi KOIBUCHI, Mizuki GOTO

Abstract

This paper explores how large-scale cross-border mergers affect the performance of acquiring firms. By using the 37 cross-border merger cases with the purchase price more than 100 billion yen (about 1 billion dollar) that 25 Japanese listed companies conducted as acquirers during 1999-2015, we examine the stock price performance of acquirers at the time of first announcements on mergers and estimate the post-merger performance of acquired business. The main results are threefold. First, the sample averages of abnormal return of stock price of acquiring Japanese firms at the time of first announcement of mergers are not statistically different from zero. Even in the cases that showed significant declines at the time of first announcement, their stock prices tend to recover in the period until the completion of acquisition. Second, regarding the impairment of good will and other merger-related intangible assets, 10 out of 37 cases report any impairment losses. However, most cases report relatively small amount of losses while there are only 3 cases that reports substantial amount of losses exceeding 50 percent of purchase price. Third, by estimating post-merger performance of acquired business based on product/industry and geographic segment information, the segments included the acquired business the mergers achieved the stronger sales growth with positive profitability comparing to the incumbent business of acquiring Japanese firms in the fiscal years after the acquisition. These results suggest that under the circumstances such as weakly growing or shrinking incumbent business in Japanese market, the large-scale cross-border mergers are considered as important instruments to reorganize the product portfolio for Japanese firms seeking further growth opportunity.

JEL Classification Codes : G34, G32, G15

Keywords : Cross-border Mergers; Post-merger Performance; Event Study

1. はじめに

1980年代以降、日本の主要企業の多くが、海外現地法人の設立を主な手段として、グローバルな生産・販売・資産構造を持つ企業構造へと変貌し始めた。2000年代に入ると、主要企業による海外企業の買収が活発化し、2008年の世界金融危機後の小休止を経た2010年代以降、日本企業による海外企業買収の趨勢的増加と大型化は顕著な傾向となった。2018年上期の日本企業による海外企業買収額は1122億ドル（約12.7兆円）と過去最高を記録し、同時期の世界の海外企業買収総額の約3割を占める規模に達している¹。こうした海外企業買収増加の背景として、国内市場の低迷と長期的な縮小期待による海外市場の高成長の取り込みの必要性や、既存事業からの潤沢なキャッシュフローによって蓄積された現金保有の有望な使途としての役割が指摘されている。

大型海外企業買収の重要な特徴の一つは、ゼロから現地市場を開拓する海外現地法人設立と比較して、「市場を買う」「時間を買う」ための有効な企業戦略として、多くの生産販売拠点と現地資産、相応な市場シェアを一瞬にして獲得できることである。一方で、これを買収側の日本企業の企業構造という観点からみると、大型買収の前後で、生産・販売・資産の地理的構造や事業・製品分野の短期間に大きな構造変化を伴う可能性がある。大型買収に伴う企業構造の大きな変化は、日本企業の財務構造、投資行動、そしてガバナンス構造等の企業活動の諸側面に複雑な課題をもたらす可能性がある。

日本企業の大型海外企業買収の全般的なパフォーマンスの評価は定まっていない。新聞報道等によれば、日本の主要企業による近年の大型海外企業買収は必ずしも成功しておらず、買収以降に経営悪化に見舞われることが多いとの論調がある一方で、日本企業の海外企業買収の成功例を賞賛する報道もあり、評価は明確ではない²。例えば、デロイトトーマツコンサルティング（2018）は、日本の主要企業1360社を対象にしたアンケート調査の回答企業145社の自己評価として、M&Aを実行する際に設定していた目標を8割超達成したと回答した企業を「成功」とし定義し、5割未満と回答した企業の割合を「失敗」と定義すると、「成功」割合は全回答企業の37%、「失敗」割合は同21%、「どちらでもない」割合が42%であることを報告している。

近年の日本企業の海外企業買収を研究対象とした企業パフォーマンスという論点に関する数少ない学術研究であるInoue et. al（2013）及び井上他（2013）は、2003年から2010年の日本の上場企業による買収価格10億円超の企業買収事例について買い手企業の買収発表時の株価パフォーマンス分析と長期的な株価及び営業利益のパフォーマンス分析を行っている。その結果は、日本企業による海外企業買収（In-Out M&A）において少なくとも短期の株価パフォーマンスは統計的に有意にプラスであり、買収発表時点から最長3年間の

¹ 2018年7月21日日本経済新聞朝刊。

² 服部（2015、第16章・第17章）は、1988年から2008年の日本企業による主要な海外企業買収13事例を失敗事例として、第17章では1980年以降の日本企業による海外企業買収6事例を成功事例としてケーススタディを行っている。

長期的においても国内企業同士の合併買収（In-In M&A）と比較して統計的に有意なパフォーマンスの相違は存在していないというものである。しかし、Inoue et. al（2013）は大型事例を対象を絞った分析結果は示していない。また、買収以降の長期のパフォーマンスについては取得企業の全社的なパフォーマンスによる計測に留まっており、買収後の被取得企業の事業そのもののパフォーマンスの直接的な計測は行っていない。

企業買収の実施以降のパフォーマンスを計測し、その成否を判断するには次のような困難が伴うと考えられている。まず、いったん企業買収が行われてしまうと、買収した取得企業を買収された被取得企業と同一の経済主体となってしまうため、買収が行われなかった場合とのパフォーマンスの比較が困難である。さらに、買収以降の長期的なパフォーマンスを計測して評価する場合には、全般的な企業業績に影響を与える様々な要素が業績に反映されてしまい、買収によって引き起こされたパフォーマンスのみを評価することは困難である。

本研究の目的は、近年急増する日本企業による海外企業買収、特に買収価格が一定額以上の大型の海外企業買収事例に焦点を当てて、その買収時点と買収後のパフォーマンスを精緻に計測して評価することである。そのために以下の3つの分析を行う。

本研究の第1の分析では、日本の主要企業による近年の大型海外企業買収が、短期的にどのような性質の、どの程度の規模の企業構造の変化をもたらしたかを検証する。つまり、有価証券報告書の事業セグメント情報と地域に関する情報を用いて、買収の実施前後で取得企業の事業面および市場面の企業構造にどのようにどの程度変化したのか、つまり、大型海外企業買収を通じて買収側の取得企業にどのような意味での多角化が起きたかを検証するものである。

第2の分析は、大型海外事業買収が買収側の取得企業の企業価値に与えた影響を買収に関する初報道時点の短期の株価パフォーマンスの分析により検証する。これは、日本企業による大型海外企業買収について、取得企業の株主及び市場参加者がどのような評価を行ったのかを分析するものである。

第3の分析は、被取得企業の買収以降のパフォーマンスを検証するため、取得企業全体のパフォーマンスではなく、取得企業の有価証券報告書の事業セグメント情報及び地域に関する情報を用いて、買収後に被取得企業の事業が含まれたセグメントに着目して被取得事業の買収以降の売上高成長率と利益率の推移を計測する。

以上の分析結果を精査することは、次の2つの政策的視点を識別することに重要な意味を持つ。

第1に、大型海外企業買収の日本企業のコーポレート・ガバナンス上の位置づけを明らかにする点である。一般的に、企業買収は経営者のみの意思決定によって買収先を検討し、買収交渉を開始できるため、株主の利益に相反する意思決定がなされる可能性がある。特に大型海外企業買収は、それを実施した経営者の名声に大きな影響を与える可能性があり、ガバナンス上の問題が生じやすいと考えられている。もし近年の日本企業による大型海外

企業買収の買収以降の事後的パフォーマンスの悪化のために取得企業の企業価値を毀損する傾向が一般的ならば、日本企業による企業買収に関してコーポレート・ガバナンス上の改革が必要になる可能性がある。

第2に、大型海外企業買収の日本企業の事業戦略における位置づけを明らかにする点である。もし近年の日本企業の大型海外企業買収の買収以降の事後的なパフォーマンスが日本企業の既存事業の成長率を大きく上回り、相応の利益率も確保できているならば、国内市場及び主要既存事業の低迷や縮小に直面している日本企業にとって、大型海外企業買収は事業ポートフォリオの再構築における有効な選択肢として機能する可能性がある。この場合、日本企業が世界の様々な地域に所在する海外企業の買収を検討する上で共通する制約や課題があるならば、通商政策等を通じて、日本企業が海外企業買収を効率的に遂行するための環境整備が求められる。

本稿の構成は以下である。第2節では、コーポレート・ガバナンスの標準的な議論にしたがって、企業買収の動機とコーポレート・ガバナンス上の論点を整理する。第3節では、本研究で研究対象とする近年の大型海外企業買収事例の概要を整理し、買収によって直接的に引き起こされた取得企業の企業構造の変化を分析する。第4節では、大型海外企業買収事例における買収発表日の取得企業の株価に与えた影響を分析して議論する。第5節では、取得企業ののれんの減損損失に関する情報、事業セグメント情報、地域に関する情報を用いて、買収以降の長期的な被取得企業のパフォーマンスを事業レベルで計測し分析する。第6節で、本研究で得られた主要な結果をまとめ、政策的インプリケーションを提示する。

2. 企業買収の動機とコーポレート・ガバナンス

上場企業同士の企業買収においては、多くの場合、買収側の取得企業は被取得企業の買収前の株価を大きく上回るプレミアムを支払って買収する。取得企業が被取得企業の株主にプレミアムを支払うことが正当化されるのは、買収によるシナジー（統合効果）がある場合である。標準的なコーポレートファイナンスのテキストである Berk and DeMarzo (2011, Chapter 28) は、このシナジーの源泉は、コストの削減もしくは売上増加に分類されるとし、合併買収による具体的なシナジーの類型として以下の7つを挙げている。

第1は、規模の経済と範囲の経済である。規模の大きい企業ほど大量生産によるコスト削減、及び異なるタイプの関連製品を供給することからのコスト削減を享受できる。第2は、垂直的統合である。同一業種内における異なる生産段階で製造される製品を一つの企業において行うことから得られるより良いコーディネーションによって、企業はそれらが別々の企業によって製造されるよりも高い利潤を享受できる。第3は、専門的知識の獲得である。企業経営においては効率的に競争するために特定の領域や市場における専門知識

を必要とする局面がある。既存企業を買収することにより既に機能している部門の才能ある人材とノウハウを獲得することができる。第 4 は、独占的利益の獲得である。同一産業内のライバル企業を合併・買収することにより、産業内の競争の度を低下させ利益を増加させることができる。第 5 は、効率性の改善である。買収者が非効率に経営されている現在の経営者よりもより効率的に経営を行うことができるならば、買収によって経営者を交替させることにより、経営を効率化することができる。第 6 は、営業損失を用いた節税効果である。企業は利益に対して法人税を支払う必要があるが、取得企業の利益を被取得企業の損失で相殺できるという観点から、企業買収が正当化される場合がある。最後に、多角化である³。多数の事業を同時に経営する企業体は、単一の事業を経営する企業と比べて個別リスクを軽減できる可能性がある。そして多角化による事業リスクの低下は、他の条件が等しければ、企業の資本コストを低下させ、外部資金調達能力を増加させる可能性がある。

以上のシナジーに起因する買収の動機は取得企業の株主の利益に合致するものである。しかし、しばしば企業買収において観察されるのは、買収のアナウンスの時点で、取得企業の株価が下落するという現象である。これは企業買収が必ずしも取得企業の株主の利益に合致せず、買収を主導する経営者自身の利益に基づく意思決定がなされているのではないかというコーポレート・ガバナンス上の利益相反に起因すると考えられている。経営者がより規模の大きい企業を経営することで自身の報酬の増加や名声の高まりを期待するほど、そして経営者による自社株の保有割合が小さいほど、この問題は深刻になると考えられる。

買収のアナウンスの時点で取得企業の株価が下落するもう一つの可能性は、経営者の自信過剰である。これは、経営者が自身の経営能力への過信から買収が必ず成功すると信じおり、経営者の自信過剰によってシナジー効果によって正当化されない大型買収が実行されてしまうという仮説である。利益相反と自信過剰の顕著な相違は、前者では経営者は買収が株主の利益にならないことを十分承知しているが、後者では経営者は買収が株主の長期的利益にも合致することを確信している点にある。

以上の企業買収の動機に関するコーポレートファイナンス上の議論が、近年の日本企業による大型海外企業買収に持つインプリケーションを整理する。

第 1 に、近年の日本企業が志向している大型海外企業買収は、企業買収における標準的なシナジー効果の多くを享受できる可能性がある。まず大型買収であることは、多額の資金によって既に大企業である事業体を買収することであり、規模の経済及び範囲の経済の獲得にとって不可欠な条件である。また、海外の特定の市場で既に一定上のシェアを維持している既存企業を買収することは、その市場に特化した専門知識を獲得する上で有効である。そして、海外企業買収は取得企業の既存事業と本国である日本市場に集中した事業

³ 花崎・松下 (2014) は、企業買収による多角化を含む日本企業の事業活動の多角化を包括的に分析した実証研究である。多角化は理論的に想定されるシナジーなどの正の効果を持つのみならず、様々な負の効果をもたらすことが想定され、しばしば *diversification discount* の存在が指摘されているにもかかわらず、なぜそのような多角化が実施されるのかを、日本企業の多角化とガバナンス構造の関係に焦点を当てている。

ポートフォリオを、事業面及び市場面で多角化する可能性がある。

第2に、大型企業買収そのものが取得企業の経営組織を肥大化させること、さらに海外企業買収によって本社と地理的に距離のある経営組織となることから、買収後の統合プロセスにおいてシナジーを享受するよりも、むしろ経営の複雑さの増加によるリスクや非効率性が増大する可能性がある⁴。この観点では、大型海外企業買収による規模の急拡大と急激な多角化は企業価値を毀損させる可能性がある。

したがって、以上の第1と第2の観点では、買収によってどのような規模の変化や事業分野の変化、そして多角化が生じたかを計測して評価する必要がある。

第3に、もし、近年の日本企業による大型海外企業買収が、シナジー効果の存在よりも、もっぱら取得企業の経営者自身の名声や自信過剰によって引き起こされているとすれば、買収発表時点の取得企業の株価は大きく下落し、買収後の被取得企業のパフォーマンスも低迷あるいは著しく悪化すると予想される。この観点で、買収発表時点における取得企業の株価パフォーマンスと、買収以降の被取得企業の長期的パフォーマンスを計測し、取得企業の経営者の事業戦略の意図がどのようなものであり、それが株主及び市場参加者に十分に共有されていたかを評価することが重要である。

3. 近年の大型海外企業買収事例と事業構造の変化

3.1 近年の大型海外企業買収事例の概要

本研究で考察対象とするのは、日本の上場企業の（金融・保険業を除く）事業会社のうち、1999年度から2015年度の期間に買収価格1000億円以上で海外企業（事業）を買収した大型海外企業買収37事例である。

事例の抽出方法は以下である。第1に、日経4紙（日本経済新聞・日経産業新聞・日経MJ、日経ヴェリタス等）の新聞記事テキストのデータベースである日経テレコン21によって、1999年以降の「海外」及び「買収」もしくは「合併」という語句を含む新聞記事を抽出した。第2に、これらの新聞記事から日本企業による海外企業の買収であり、かつ報道時点における買収価格が1000億円を上回る事例を選定した。第3に、買収企業の有価証券報告書に記載されている買収価格（取得原価）等の詳細情報を取得し、取得企業が被取得企業の発行済株式数の50%超を取得して連結子会社とした37事例のみを選定した⁵。

⁴ Goto and Koibuchi (2019) は大型 In-Out M&A がもたらす買収企業の生産販売構造の短期的に大きな変化と買収企業が新たに抱える為替リスクエクスポージャーの関係に注目している。1999年から2015年に発生した本の上場事業会社による買収価格1000億円以上の大型 In-Out M&A、23社34事例を分析対象として、多くの事例において、第1に、大型 In-Out M&A の前後で生産・販売・資産構造の大幅な変化が観察されること、第2に、変化が大きい事例ほど、株価によって計測した為替リスクエクスポージャーが大きく変化したことを見出した。

⁵ 本研究の事例には1999年度から2015年度の期間に取得価格が1000億円を超える海外企業買収事例として報道された2000年のNTTドコモによるAT&T Wireless(米国)、KPN Mobile N.V.(オランダ)、Hutchison 3G UK Holdings Limited(香港)、2004年のソニーによるMGM(米国)買収、2009年のキリンホールディ

37 事例はサンプル期間中に大型海外企業買収を複数回実施した 8 社を含むため、25 社の取得企業によって実施されたものである。図表 1 は各社が最初の実施した大型買収事例の実施時点の早い順に企業名を一覧し、その上で各社の各買収事例について、取得年度、被取得企業（事業）名、被取得企業の所在国、企業結合年月日、取得原価額、取得した議決権比率、取得によって発生したのれんの金額を一覧している。

37 事例を被取得企業の所在国別に見ると、米国が 19 事例（但し日本たばこ産業による米国企業の米国外事業買収の 2 事例を含む）であり、件数にして全 37 事例の 51%、買収価格にして全 37 事例の総額（約 18 兆円）の 54% を占める。続いて、欧州合計で 12 事例（英国 5 事例、ドイツ 3 事例、スイス 2 事例、スウェーデンとフィンランド 1 事例ずつ）であり、件数で 32%、買収価格の総額で 35% を占める。米国と欧州を合わせると、全 37 事例のうち 31 事例（件数で 84%、買収価格で 89%）が、日本企業が米欧企業を買収した事例で占められている。これは日本企業による近年までの大型海外企業買収が、世界の二大市場をターゲットとし、なおかつ法制度の整備された先進国に所在する企業を買収してきた顕著な傾向を示している⁶。アジア太平洋地域に所在する企業を買収した事例は 4 事例（豪州、シンガポール、インド、マレーシア）であり、件数にして 11%、買収価格で 7% を占めるに過ぎない。その他地域としてブラジルと南アフリカが 1 事例ずつ存在する。

日本の上場企業は有価証券報告書において、買収により被取得企業の発行済株式数の 50% 超の株式移転が実施され法的に連結子会社となった時点を企業結合日として報告している。したがって、連結子会社となった被取得企業の業績は、企業結合年度（当該企業結合が発生した年度であり、以下、FY0 と表記）の親会社（取得企業）の連結財務諸表に、企業結合日から当該年度の決算期末までの会計期間についてのみ含まれる。

1999 年度から 2015 年度までに完了した日本企業による海外企業買収において、取得原価の最大である事例は、2013 年のソフトバンクグループが Sprint を 2 兆 1886 億円で買収した事例である⁷。2015 年までの期間において、日本企業による海外企業買収における取得方法の大半が現金対価による買収であった。そして被取得企業が上場企業である場合には株式公開買付（TOB）が実施されている。37 事例のうち株式対価の買収は存在せず、現

ングスによる San Miguel Brewery, Inc（フィリピン）買収、NTT ドコモによる Tata Teleservices（インド）を含んでいない。これはこれらの買収事例は買収価格が 1000 億円を超えるものの、買収により取得した被取得企業の株式比率が 50% 未満であり、被取得企業を連結子会社化しなかった事例であるためである。また、2007 年の旭テックによる Metaldyne Holdings LLC（米国）買収は、買収時点で旭テックが米国系のファンドの連結子会社であったため日本企業による海外買収事例を対象とした本研究の事例から除外した。⁶ 2018 年 7 月 21 日付日本経済新聞朝刊は、2000 年から 2018 年上期までの日本企業の海外 M&A の金額ベースの累計額を示しており、国・地域別の買収先として最大の 39.7% が米国であり、続いて欧州 28.8%、アジア 12.2% であることを報告している。本研究では買収価格 1000 億円以上の事例のみを扱っていること、直近の数年間（2016 年から 2018 年上期）の事例や金融業を含んでいないことなどの調査方法の差異はあるものの、近年の日本企業の大型海外企業買収が米欧地域に集中していた傾向を共通に捉えている。⁷ 本研究のサンプル期間には含まれていないが、日本企業による海外企業買収の歴代最大金額は、ソフトバンクグループによる Arm Holdings（英国）買収の 3 兆 3670 億円（2016 年 9 月 5 日企業結合）、そして武田薬品工業による Shire（アイルランド）買収の約 6 兆 8000 億円（約 460 億ポンド、2018 年 5 月 9 日付日本経済新聞朝刊）（2019 年 1 月 8 日企業結合）によって更新されている。

図表 1. 1999 年度から 2015 年度に発生した上場事業会社の海外企業買収 25 社 37 事例

(単位：百万円)

事例番号	取得企業	取得年度	被取得企業（事業）	被取得企業所在国	企業結合日	取得原価 [A]	取得した議決権比率 (%)	発生したのれんの金額 [B]
1	日本たばこ産業	1999	R.J.R. Nabisco ¹⁾	(米国外)	1999/09/16	944,000	100.0	---
2		2007	Gallaher Group	英国	2007/04/18	1,720,000	100.0	1,721,368
3	日本電信電話	2016	Reynolds American ²⁾	(米国外)	2016/01/13	591,420	100.0	357,710
4		2000	Verio	米国	2000/09/08	529,639	100.0	---
5	日本板硝子	2010	Dimension Data	南アフリカ	2010/12/13	260,571	100.0	151,488
6	東芝	2006	Pilkington	英国	2006/06/16	427,578	100.0	230,369
7		2006	Westinghouse	米国	2006/10/16	631,476	77.0	350,785
8	ダイキン工業	2011	Landis+Gyr	スイス	2011/07/29	187,496	60.0	108,511
9		2007	OYL Industries	マレーシア	2007/01/19	246,062	100.0	204,413
10	ブリヂストン	2012	Goodman	米国	2012/11/01	170,500	100.0	175,150
11	キリンホールディングス	2007	Bandag	米国	2007/05/31	124,388	100.0	---
12		2007	National Foods	豪州	2007/12/28	220,000	100.0	165,500
13	エーザイ	2011	Schincariol	ブラジル	2011/10/11	304,365	100.0	182,714
14	オリンパス	2008	MGI Pharma	米国	2008/01/28	421,427	100.0	186,399
15		2008	Gyrus Group	英国	2008/02/01	211,700	100.0	---
16	武田薬品工業	2008a	TAP	米国	2008/04/30	242,247 ³⁾	100.0	85,173
17		2008b	Millennium	米国	2008/05/08	919,762	100.0	311,621
18		2011	Nycomed	スイス	2011/09/30	1,066,426	100.0	389,031
19	TDK	2012	URL Pharma	米国	2012/06/01	108,284 ⁴⁾	100.0	34,037
20	リコー	2008	Epcos	ドイツ	2008/10/27	163,727	95.8	31,097
21	第一三共	2008	Ikon Office Solutions	米国	2008/10/31	170,310	100.0	143,278
22	塩野義製薬	2008	Ranbaxy	インド	2008/11/07	488,354	63.9	408,675
23	アステラス製薬	2008	Sciele Pharma	米国	2008/10/09	143,183	100.0	71,096
24	NTTデータ	2010	OSI Pharmaceuticals	米国	2010/06/08	294,681	100.0	92,106
25	テルモ	2010	Keane International	米国	2010/12/31	95,690	100.0	82,301
26	旭化成	2011	Caridian BCT	米国	2011/04/13	218,108	100.0	124,427
27		2012	ZOLL Medical	米国	2012/04/26	179,573	100.0	113,439
28	電通	2015	Polypore International	米国	2015/08/26	210,043	100.0	183,553
29	ソフトバンクグループ	2013	Aegis Group	英国	2013/03/26	365,119	100.0	519,076
30		2013a	Sprint Nextel	米国	2013/07/10	2,188,683	80.0	275,201
31		2013b	Supercell	フィンランド	2013/10/31	140,397	51.0	98,803
32	2013c	Brightstar	米国	2014/01/30	128,378	62.0	59,857	
33	LIXIL	2015	Grohe	ドイツ	2015/04/01	400,000 ⁵⁾	87.5	---
34	DMG森精機	2015	DMG MORI SEIKI	ドイツ	2015/04/13	185,337	60.7	72,176
35	キヤノン	2015	Axis	スウェーデン	2015/04/15	273,667 ⁶⁾	85.1	259,863
36	近鉄エクスプレス	2015	APL Logistics	シンガポール	2015/05/29	148,661	100.0	78,158
37	ブラザー工業	2015	Domino Printing Sciences	英国	2015/06/11	193,185	100.0	126,734
					平均値	413,904	92.5	231,066
					中位値	242,248	100.0	158,494
					最大値	2,188,683	100.0	1,721,368
					最小値	95,690	51.0	31,097

注

1) R.J.R. Nabiscoの米国外のたばこ事業

2) Reynolds AmericanグループのNatural American Spiritの米国外のたばこ事業。

3) 有価証券報告書に記載の純資産額、無形固定資産額、仕掛研究開発費の合計として著者推計。

4) 有価証券報告書記載の条件付対価41,494百万円を含む。

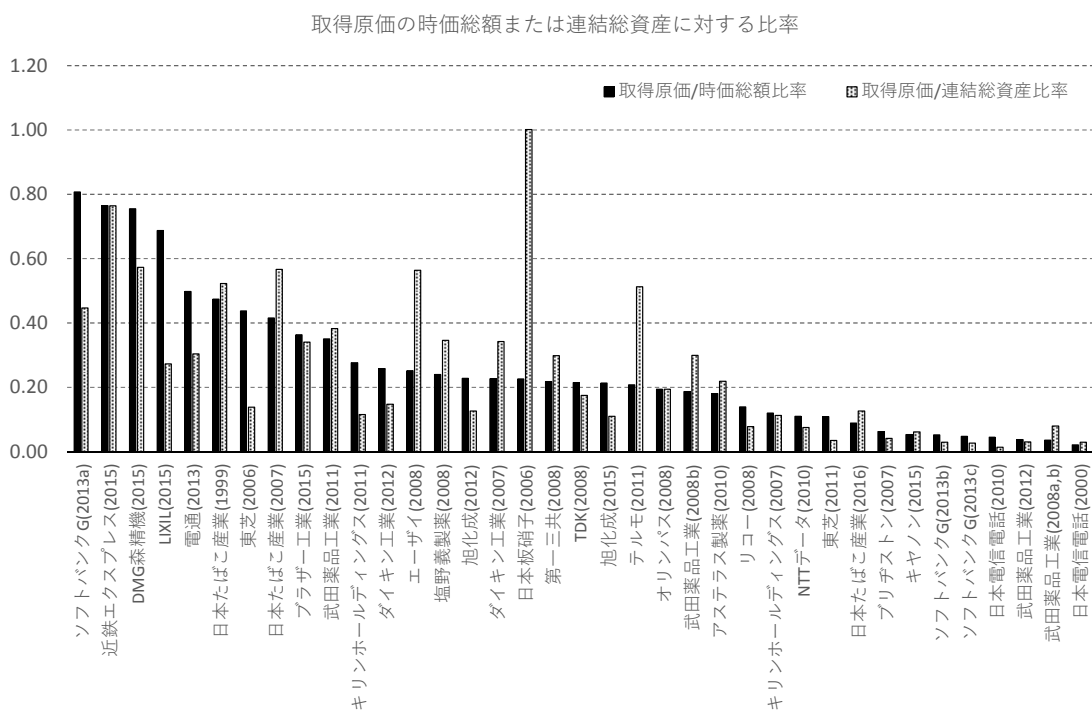
5) 新聞報道による。

6) 追加取得分の支払対価を考慮して著者推計。

金対価以外の取得方法として、長期貸付金の現物出資（2008 年のオリンパスによる Gyrus Group 買収）と会社分割（2008 年の武田薬品工業による TAP 買収）の 2 事例が存在するのみである。

本研究は買収価格が 1000 億円以上の大型事例を対象にしているものの、買収価格の買収直前の取得企業に対する相対的規模の大きさは様々である。図表 2 は、各事例について取得原価の買収初報道日直前の取得企業の決算期末における時価総額に対する比率を、同比率の大きい事例順に示した上で、取得原価の連結総資産（連結貸借対照表の資産の部合計の価額）に対する比率も報告している。

図表 2 取得原価の取得企業の時価総額もしくは連結総資産に対する比率



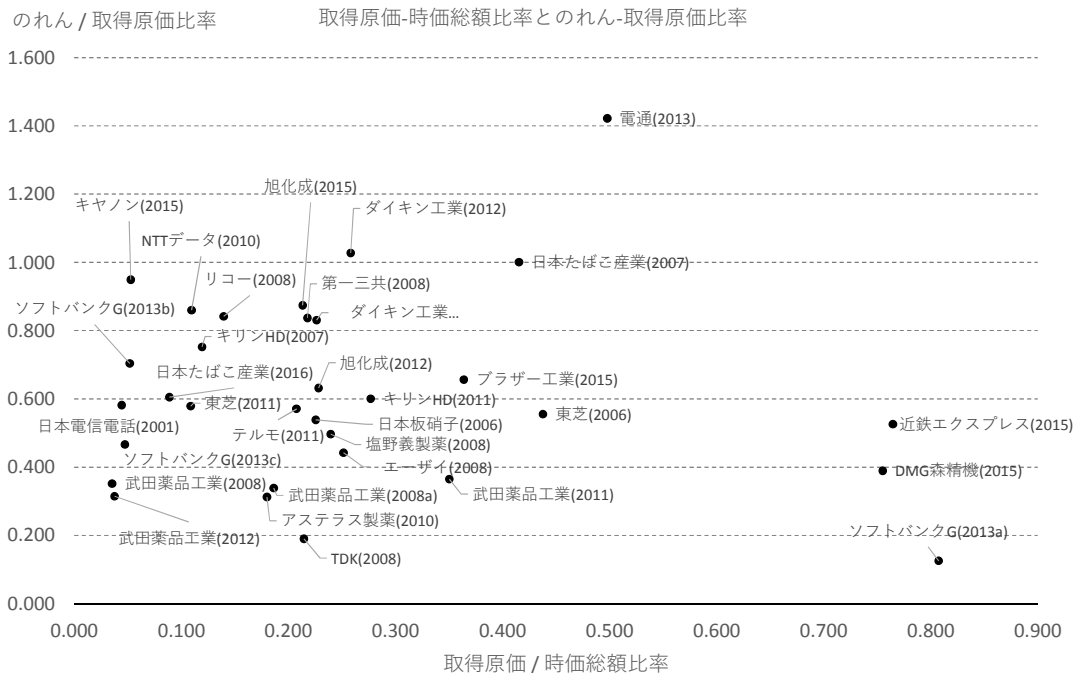
1999 年から 2015 年に実施された大型海外企業買収事例において、取得原価の対時価総額比率が大きかったのは 2013 年のソフトバンクグループによる Sprint 買収であり 80%超であった。続いて 2015 年に実施された 3 事例（近鉄エクスプレスによる APL Logistics 買収、DMG 森精機による DMG MORI SEIKI 買収、LIXIL による Grohe 買収）が買収側の取得企業の時価総額の 70%前後の事例であった。取得原価の連結総資産に対する比率では、2006 年の日本板硝子による Pilkington 買収の事例が最大であり、総資産にほぼ等しい取得原価であった。

買収により取得企業が被取得企業を連結子会社にするとき、取得原価が被取得企業から

取得した資産及び引き受けた負債に配分された純額（純資産）を超過する金額は、取得企業の連結財務諸表上にのれんとして計上される⁸。こうして発生するのれんの金額は、被取得事業の今後の事業展開や事業統合効果等により期待される超過収益力に対して取得企業が支払った対価として解釈される。

本研究で分析対象としている大型買収において、その取得原価の大きさを測る会計上の一つの尺度は、取得原価が被取得企業の純資産をどの程度超過するかであり、それは主にのれんの純資産に対する相対的な大きさを反映することになる。図表3は取得原価の相対的な大きさを示す上記の2つの尺度に関して、横軸に取得原価-時価総額比率、縦軸にのれん-取得原価比率を示した散布図である。

図表3 取得原価-時価総額比率とのれん-取得原価比率



図表2で見たように、取得原価-時価総額比率が高い上位3事例は、ソフトバンクグループ(2013a)、近鉄エクスプレス(2015)、DMG森精機(2015)であったが、これらの事例は、のれん-取得原価比率という尺度では他の事例と比較して高いものではなく、特にソフトバンクグループによるSprint買収事例は、のれんの取得原価に占める割合では、37事例中最低の0.12である。対照的に、電通(2013)、ダイキン工業(2012)、日本たばこ産業(2007)

⁸ 本研究のサンプル期間に含まれる2000年代半ばまでの決算期においては、多くの上場企業で、のれんを営業権や連結調整勘定という勘定名で表示していた。

の3事例はのれん-取得原価比率が極めて高く1を超過している事例である⁹。これらの事例は、取得企業が買収の対価を、事業統合効果等から期待される超過収益力への支払に充てている事例であると言える。

3.2 買収直後の取得企業への影響

被取得企業の業績の取得企業の連結財務諸表への計上

取得企業が被取得企業を買収して連結子会社化する場合、被取得企業の当該会計期間の売上高や営業利益などフローの損益計算書関連の価額は、取得企業の連結損益計算書に企業結合日から当該会計期末までの期間に発生した価額のみが計上される。例えば、3月期決算の企業を買収を行い、その企業結合日が12月1日である場合、12月1日から翌年の3月31日までの4か月間の被取得企業の売上高等が、取得企業の当該会計期間の連結損益計算書に計上される。したがって、企業結合日が会計期間の開始日と大きく異なる場合、企業結合年度(FY0)においては、被取得企業の当該会計期間の売上高や営業利益等のうち、企業結合日から期末までの期間の価額しか計上されない。被取得企業の全会計期間の損益計算書価額が親会社である取得企業の連結損益計算書に含まれるのは、企業結合年度の翌年度の決算期(以下、FY1と表記)となる¹⁰。これに対して、被取得企業の資産や負債などのストックの貸借対照表関連の価額は、企業結合年度(FY0)の決算期末に全額が計上されることになる。

以上の論点を考慮すると、企業買収が取得企業の連結財務諸表に与える影響を計測する際、連結損益計算書関連の価額については企業結合年度(FY0)の1会計年度前の会計年度(以下、FY-1と表記)から、1会計年度後の会計年度(FY1)までの2会計期間の変化によって計測することが望ましい。一方、連結貸借対照表関連の価額については、企業結合1期前の会計年度(FY-1)から企業結合年度(FY0)までの1会計期間の変化によって計測可能である。

図表4は、横軸に各買収事例におけるFY-1からFY1までの取得企業の連結売上高の変化率、縦軸にFY-1からFY0までの取得企業の連結総資産の変化率を散布図に示している。

買収前後の連結売上高の変化率が最大なのは2006年にPilkingtonを買収した日本板硝子であり、その増加率は225%(2.25)であった。2013年のソフトバングループ及び2015年

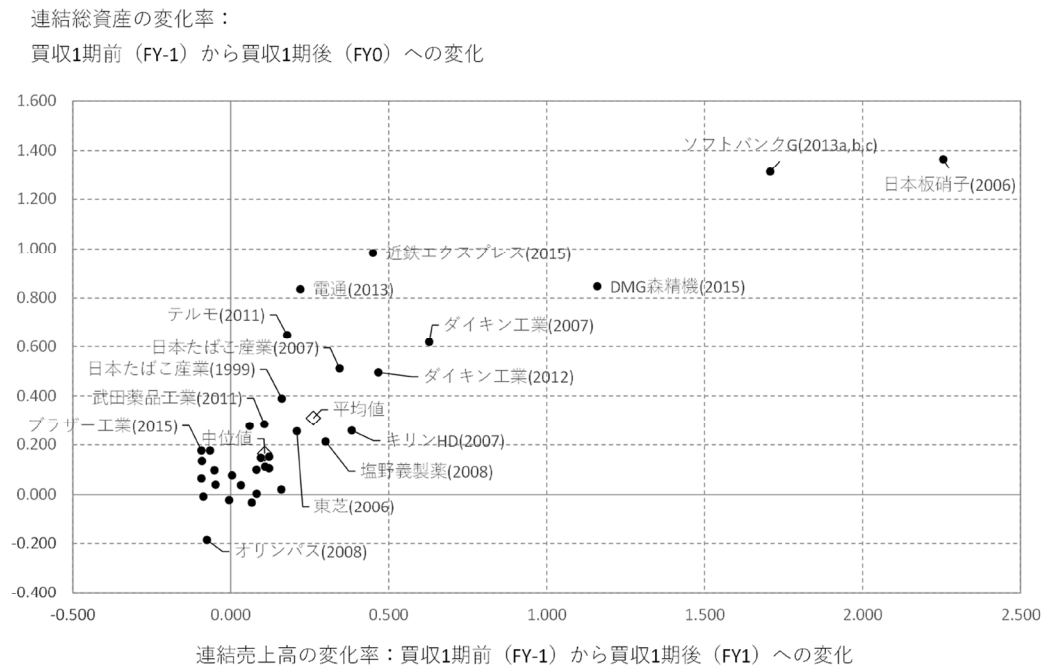
⁹ のれんと被取得企業から継承した資産と負債の差額である純資産の合計が取得原価であるため、のれんの価額が取得原価を超過するという事は、少なくとも理論的には被取得企業の純資産が負であったということである。例えば、電通が2013年に買収したAegis Group(英国)の場合、企業結合日に受け入れた資産合計は478,571百万円、負債合計は631,929百万円であり、純資産は-153,461百万円であった(電通株式会社2013年3月期有価証券報告書「企業結合関係等」)。一方で、実際ののれんの価額は企業結合日と会計期末の間の為替レートの変動等によっても変動が生じるため、必ずしも被取得企業の企業結合時点の純資産が負でなくても取得原価を超過する可能性がある。

¹⁰ 例えば、NTTデータの2010年度の有価証券報告書によると、同社はKeane International(米国)を2010年12月31日を企業結合日として完全子会社としたが、取得企業(NTTデータ)の2010年度(2010年4月1日から2011年3月31日)の連結財務諸表に含まれている被取得企業の業績期間は、企業結合日以降の2011年1月1日から2011年3月31日までであることが明記されている。

のDMG森精機が続いており、両社とも連結売上高の増加率が100%(1.00)を超えている。これらはおおむね、図表2で示した取得原価が買収前の時価総額や連結総資産に対して多額であった事例であり、取得企業の連結売上高で計測した大型買収の直接的影響が大きかったことを示している。さらに、大型買収が連結売上高に与えた影響と連結総資産に与えた影響の相関は極めて高く、買収前後で連結売上高が大きく増加した事例ほど、連結総資産の増加も大きかったことがわかる。

一方で、東芝やブラザー工業のように、買収前の企業規模に比べて取得原価の大きな買収を行ったにもかかわらず、買収前後の連結売上高で計測した企業規模は、ほとんど変化しないか、もしくはオリンパスのように若干の縮小となった事例も存在している。こうした事例は、多額の買収価格によって取得された被取得企業の売上高規模が大きくなかった可能性や、買収前後の決算期において、被取得企業の売上高の増加を相殺するような既存事業の売上高の大幅な減少が起こっていた可能性がある¹¹。

図表4 買収直後の連結売上高と連結総資産の変化率



事業セグメント情報と地域に関する情報

大型の企業買収は、買収それ自体によって、取得企業の売上高などの規模だけでなく、

¹¹ 例えばオリンパスは、英国の Gyrus Group 買収のあった 2007 年度前後の決算期である FY-1 から FY1 の期間に、買収によって Gyrus Group が含まれるようになった最大事業セグメントの医療事業の売上高が 23%の増加を示した同期間に、医療事業とほぼ規模の第二位セグメントの映像事業の売上高は-23%の減少となっている。

その事業構造や地理的な販売構造も大きく変化させる可能性がある。日本の上場企業の事業面及び市場面の構造は、有価証券報告書の事業セグメント情報と地域に関する情報によって把握可能である。

セグメント情報の開示については、1993 年 3 月に連結財務諸表規則が改正され、セグメント情報が連結財務諸表の注記事項となり、「事業の種類別セグメント情報」、「所在地別セグメント情報」及び「海外売上高」について企業の連結財務諸表を分解した情報の開示が求められた。

2008 年 3 月 21 日改正の「セグメント情報等の開示に関する会計基準」及び同適用指針は、連結財務諸表作成において日本基準を採用する上場企業に、「企業が行う様々な事業活動の内容及びこれを行う経営環境に関して適切な情報を提供する」ことを求めた。同基準によれば、事業セグメントとは企業の構成単位であり、次の 3 つの要件のすべてに該当するものである。第 1 に、収益を稼得し、費用が発生する事業活動に関するもの、第 2 に、企業の最高意思決定機関が、当該構成単位に配分すべき資源に関する意思決定を行い、また、その業績を評価するために、その経営成績を定期的に検討するもの、第 3 に、分離された財務情報を入手できるもの、である。複数の事業セグメントの製品やサービスの内容等の特徴が類似している場合には、それらを 1 つの事業セグメントに集約することができる。その上で、ある事業セグメントが売上高、利益又は損失の絶対値、資産のそれぞれが、全ての事業セグメントの合計額の 10%以上である場合には、報告セグメントとして開示することを求めている。また、セグメント情報の関連情報として「地域に関する情報」を、それぞれ国内と海外の外部顧客への売上高の額について、さらに海外の外部顧客への売上高に分類した額について主要な国がある場合には、これを区分して開示することを求めている。売上高は顧客の所在地を基礎として国又は地域に分類される。以上の会計基準と適用指針は、2010 年 4 月 1 日以降開始する連結会計年度及び事業年度から適用することが求められた。

以上の日本基準の改正の最大の目的は、国際的な会計基準において導入されている、経営上の意思決定を行い、業績を評価するため、経営者が企業を事業の構成単位に分割した方法を基礎とする「マネージメント・アプローチ」に準拠したセグメント情報の開示を志向したことである¹²。したがって、米国基準や国際会計基準（IFRS）を採用している日本の上場企業においても、同様の観点からのセグメント情報が入手可能である。本研究の大型海外企業買収事例全 37 事例において、同一年度に同一の取得企業によって複数回買収が行われた事例を 1 つに集約した後の全 34 事例のうち、企業結合年度において日本基準を採用していたのは 24 社（全事例の 74%）であり、米国基準を採用していたのは 6 事例（同 18%）、国際会計基準の採用は 4 事例（同 12%）であった。本研究において海外企業買収

¹² 米国は米国財務会計基準書第 131 号「企業のセグメント及び関連情報に関する開示」（SFRS 第 131 号）によりマネージメント・アプローチを採用し、国際愛敬基準審議会（IASB）も国際財務報告基準第 8 号「事業セグメント」（IFRS 第 8 号）において SFRS 第 131 号と同様の方法によるセグメント情報の開示を求めている（2008 年 3 月 21 日改正・企業会計基準委員会「セグメント情報等の開示に関する会計基準」）

事例を把握する最終期である 2015 年度（2016 年 3 月期）までに、日本基準の採用を継続したのは 10 社（全 25 社中 40%）、米国基準 4 社（同 16%）、国際会計基準（IFRS）11 社（同 44%）となった。

本研究の事例のサンプル期間のうち、1999 年度（3 月決算企業の場合、2000 年 3 月期）から 2009 年度（同 2010 年 3 月期）までの期間の有価証券報告書では、事業の種類別セグメント情報、所在地別セグメント情報、そして海外売上高（米国基準の場合、地域に関する情報）の情報が入手可能である。2010 年度（同 2011 年 3 月期）から 2017 年度（同 2018 年 3 月期）までの期間は、報告セグメントとしての事業セグメントと地域に関する情報による国又は地域ごとの外部顧客への売上高の情報が取得可能である。

買収直後の事業構造の変化

取得企業が自身の既存事業の範囲を超えて被取得企業を買収することによって、取得企業の主要事業（製品）分野とターゲットとする市場（顧客）のどちらか、もしくは両方を短期的に大きく変化させる可能性がある。

DePamphilis（2015, Chapter 1）は M&A がもたらす一つの帰結として、企業の多角化（corporate diversification）を指摘している。M&A による多角化の類型化は、横軸に事業（製品）、縦軸に市場（顧客）のマトリックスによって示している。まず、M&A により取得企業（親会社）と結合した被取得企業が既存の製品・市場と製品分野に留まるならば、それは既存事業の延長線上で生産規模や市場シェアを拡大することに留まる。一般的にこうした M&A のリスクは低いが、期待される成長も低いままであろう。次に、M&A によって取得企業が事業（製品）と市場（顧客）のどちらかの側面で新規事業分野や新規市場を獲得し、他の一方が既存事業もしくは既存市場に留まるならば、これは「関連多角化（related diversification）」と呼ばれ、高い成長をもたらす代わりにリスクも高くなる。さらに、M&A によって取得企業が、事業と市場の両面で新規分野を獲得するものならば、それは取得企業の既存事業との関連性が少ない新規事業に乗り出すことになり、関連多角化よりもさらに高いリスクを引き受けながら高い成長性を志向する「非関連多角化（unrelated diversification）」として識別される。

分析対象の大型海外企業買収事例 25 社 37 事例について、前述の事業セグメントと地域に関する情報を用いて、事例ごとの事業面と市場面の多角化の程度を示したのが、図表 5 である。

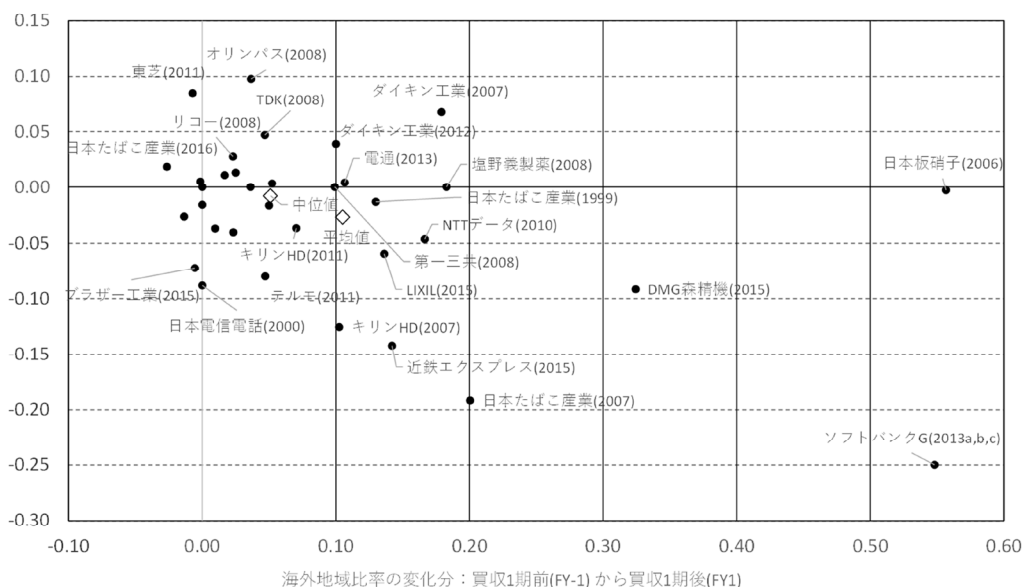
図表 5 は横軸に海外地域における売上高比率（日本を除く全地域の売上高合計の連結売上高に占める比率）の買収前 1 期（FY-1）から買収後 1 期（FY1）までの変化分、縦軸に買収直前の決算期（FY-1）に最大の売上高シェアを持っていた事業セグメントの売上高比率の買収前 1 期（FY-1）から買収後 1 期（FY1）までの変化分を取ったものである。つまり、縦軸が負の値を取るほど、買収前の主要既存事業セグメント以外の事業セグメント比率が高まるという意味で大型買収による事業面での多角化の程度が大きい、また、横軸が

大きな正の値を取るほど、日本地域以外の海外地域の比率が高まるという意味で、市場面による多角化の程度が大きいと判断される。

図表5が示す主な特徴は、近年の日本企業による大型海外買収事例は多角化という観点で見た場合、既存の最大事業セグメント比率を減少させる事業面の多角化よりも、日本地域以外での売上高を増加させる市場面での多角化の傾向がより顕著であることである。買収前後における海外地域比率の変化分の平均値は約11%であるが、最大セグメント比率の変化分の平均値は-2.7%である。また、最大事業セグメント比率の変化分のマイナス幅が最大なのは2013年のソフトバンクグループによる米国Sprint買収事例(-25%)であるが、これはSprintがソフトバンクグループの最大事業セグメントである移動体通信事業とほぼ同じ事業を米国において営む企業であるにも関わらず、買収後はソフトバンクグループの既存の日本国内の移動体通信事業とは別の事業セグメント（スプリント）が設定されたことに起因している。同様のケースは、2007年の日本たばこ産業による英国Gallagher Group買収でも見られる。買収前の最大事業セグメントである国内たばこ事業の比率は、買収によって19.2%低下したが、これはGallagher Groupを含む海外たばこ事業セグメントの増加によるものであった。仮に、この2事例の影響を除去すると、最大事業セグメント比率の変化分の平均値は-1.5%に留まる。最大事業セグメントの比率の変化がほとんどなかったことは、近年の日本の大型海外企業買収において、主要事業への更なる集中を志向する買収と事業面での多角化を志向する買収とがほぼ拮抗していたことを強く示唆するものである。

図表5 買収前後の連結売上高の最大事業セグメント比率と海外地域比率の変化

最大事業セグメント比率の変化分：
買収1期前(FY-1)から買収1期後(FY1)



試みに、各海外企業買収事例における被取得企業の事業セグメントは、全 37 事例中 15 事例（41%）が買収直前の会計年度における最大事業セグメントと一致し、それ以外の 22 事例（59%）では最大事業以外のセグメントであった。以上の近年の日本企業による大型海外企業買収は、平均的には、事業面での多角化よりも市場を海外に求めるという意味での市場面での多角化の程度が大きく、その意味で市場面での関連多角化を追及する傾向が顕著であったと言える。

4. 大型海外企業買収の取得企業株価への影響

取得企業の株価を用いたイベントスタディ分析

大型海外企業買収がどのように取得企業の企業価値に影響を与えたかを分析するため、企業の合併買収（M&A）に関する研究において標準的な手法である買収初報道日における買収企業の株価への影響を分析する。

初報道日は、当該大型海外企業買収のニュースを日本の株式市場の参加者が初めて認識して取引を行った取引日と定義する。日経テレコン 21 によって抽出した当該買収企業の新聞記事を精査して、初報道日を特定する。

企業買収に関するニュースの取得企業の株価への影響を計測するための推計方法は、Campbell, et al. (1997, Chapter 4) による標準的なイベントスタディの手法に従う。具体的には、初報道日前の 10 取引日を潜在的に当該ニュースが株価に盛り込まれる可能性のある「イベントウィンドウ」、過去から初報道日 11 取引日前までの 250 取引日を「推定ウィンドウ」と定義する。

この推定ウィンドウの 250 取引日間の当該取得企業 i の日次株価収益率 R_{it} （前取引日終値から当取引日終値の間の株価収益率）と同期間の TOPIX の日次株価収益率 R_{mt} を用いて、以下のようなマーケットモデルを推定する。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_t \quad (1)$$

次に推定された α_i と β_i を用いて、イベント日における異常収益率（AR(0)）を算出する。

$$AR_i = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (2)$$

新聞記事テキストの精査によって特定された初報道日は、市場における情報伝達に関する様々な要因で、日本市場の参加者が当該企業買収のニュースを最初に認識して取引するタイミングとは乖離する可能性もある。そのため、(2)式で求めた異常収益率を初報道日の前後 1 日ずつの取引日についても算出した上で、イベント日（初報道日）を中心とする 3

取引日の AR を合計した累積異常収益率 CAR (-1,1) も算出する。

この AR (0) と CAR (-1,1) では、当該大型企業買収のニュースが、市場参加者に初めて認識され、取得企業の株価に初めて反映される、大型企業買収の取得企業の企業価値への短期的効果を計測している。

しかし、大型企業買収のディールの詳細やその取得企業への長期的影響は、初報道日を起点としてディールが合意に向けて進展する間に、より長い期間での交渉プロセスの中で投資家に認識されていくと想定される。この効果を計測するため、取得企業が被取得企業の株式を取得して法的に買収が完了する企業結合日後の最初の取引日を「買収完了日」として、初報道日から買収完了日までの期間を「交渉期間」として定義する。

図表 6 は、25 社 37 事例について、取得企業名、初報道日、買収完了日、交渉期間を一覧している。交渉期間は 37 事例で平均すると約 81 日（中位値 70 日）であり、最大で約 185 日、最小で 12 日となっている。

この交渉期間の起点の初報道日から 11 取引日前の取引日の終値から買収完了日の終値までの買収企業の株価収益率を算出し、同期間の TOPIX の株価収益率を控除して、「交渉期間超過収益率」を算出する。この超過収益率は、当該海外企業買収のニュースが投資家にもたらされる直前から買収が法的に完了して被取得企業と取得企業が法的に同一の企業グループとなって買収交渉に関係する不確実性が完全に消滅するまでの期間を捉えた株価収益率である。

さらに、図表 6 は、以上の初報道日の異常収益率 AR (0)、初報道日前後 3 取引日の累積異常収益率 CAR (-1,1)、交渉期間超過収益率を、各事例について一覧している。

37 事例全体で、AR (0) の平均値は-0.014 であり、CAR (-1,1) の平均値は-0.012 である。これは平均的に見て、日本の大型海外企業買収事例の発生のタイミングにおいて、買収企業の株価が市場ポートフォリオの指標である TOPIX と比較してそれぞれ 1.4%及び 1.2%下落したことを示している。一方、事例全体の中位値は AR (0) で 0.9%下落 (-0.009)、CAR (-1,1) で 0.4%下落 (-0.004) に留まっていることはサンプル全体で大きく平均を下げる事例が存在することを示している。最大値は AR (0) で 9.5%上昇 (0.095)、CAR (-1,1) で 11.6%上昇 (0.116) であり、最小値は AR (0) で 20.8%下落 (-0.208)、CAR (-1,1) で 28.2%下落 (-0.282) である。

以上の結果は、日本の 1999 年から 2015 年に発生した買収価格 1000 億円以上の大型海外企業買収事例は平均的に見て、買収初報道日において買収企業の株価は若干下落する傾向はあるものの、その平均的な下落幅はマイナス 1%程度の小幅に留まることを示している。この（累積）異常収益率の平均値は、Berk and DeMarzo (2011, Chapter 28) の米国企業の買収企業の平均値や、Inoue et. al. (2013) の日本企業による海外企業買収の買収企業の平均値を若干下回るものの、日本の大型海外企業買収において買収初報道日時点で取得企業の顕著な株価下落が観察されたとは結論づけることはできない。

一方で、交渉期間超過収益率を見ると、サンプル平均値は 0.000（中位値は 0.007）であ

る。これは交渉期間中に、買収企業の株価はほぼ TOPIX と同率の変化を示したことを示している。しかし、サンプル間のばらつきは顕著であり、最大値は 23.7%上昇 (0.237)、最小値は 24.0%下落 (0.240) となっている。交渉期間超過収益率の特徴の一つは、ソフトバンクグループによる 2013 年の Sprint 買収のような、初報道日の異常収益率が大幅なマイナス (-0.208) であった事例が、交渉期間超過収益率では大きなプラスの値 (0.237) を取るケースが存在することである。ソフトバンクグループ以外にも、初報道日周辺で比較的大幅な株価下落を経験したにもかかわらず、その後の企業結合完了までの交渉期間に株価が顕著に回復した事例としては、日本板硝子による 2006 年の Pilkington 買収、ダイキン工業による 2012 年の Goodman 買収、LIXIL による 2015 年の Grohe 買収などが存在している。本節の分析で得られた結果は、以下の 2 点である。第 1 に、1999 年から 2015 年にかけての日本の上場企業による買収価格 1000 億円以上の大型海外企業買収事例において、既存の M&A に関する研究に従って、買収初報道日周辺の取得企業の異常株価収益率を計測すると、一部の買収企業で顕著な株価の下落が観察されたもののサンプル全体では大きな株価の下落は観察されず、初報道日周辺の異常株価収益率は 1%程度の軽微な負の値であった。これは、大型海外企業買収を実施した取得企業について、市場参加者は市場ポートフォリオと同等程度のリターンを買収時点で予測していることを示している。第 2 に、取得企業の株価のパフォーマンスとして、買収交渉の初報道日から買収完了日までのより長い期間のウィンドウを設定すると、サンプル平均値はほぼゼロであり、買収初報道日に顕著な株価の下落が観察された事例でも、買収企業の株価は買収完了日にかけて回復する事例が多く観察された。

以上の大型海外企業買収がもたらす取得企業の株価への影響に関する結果は一見矛盾するようであるものの、本研究で対象とした大型海外企業買収が取得企業の既存の事業構造を短期的に大きく変化させることを勘案すると整合的に解釈できる。日本企業による海外企業を対象とする大型買収の多くは、買収側の日本企業の経営陣の判断として、国内市場の長期的な縮小期待による海外市場の高成長の取り込みの必要性を意図したものであると想定される。しかし、そうした海外市場の高成長の取り込みは、同時に多くの様々な種類のリスクを伴うものである。まず、そうした大型海外企業買収において、できるだけ取得企業に不利にならない条件で買収を成立させることができるかという交渉プロセスに付随する様々なリスクがある。具体的には、不十分な資産査定の可能性、被取得企業の経営者と既存株主からのより高い買収価格を要求される可能性などである。買収交渉が進展するにつれて、買収交渉の詳細が合意に達して報道され、こうした交渉上のリスクは買収完了日までに解消されていく。その後、買収完了時点では、買収後の統合プロセスやマネジメント上のリスクは残存するものの、市場参加者が大型買収を実施した日本企業の成長機会に、より関心を持った可能性がある。こうした観点で、日本の株式市場の参加者は、買収公表時点で、日本企業による大型海外企業買収に関して必ずしも否定的ではなく、概ね市場ポートフォリオである TOPIX と同等のリターンを期待していると言える。

図表6 買収初報道日の異常収益率と交渉期間の超過収益率

事例番号	取得企業（買収完了年度）	初報道日 ¹⁾	買収完了日 ²⁾	交渉期間 ³⁾ (日)	初報道日の異常収益率 ³⁾ AR(0)	初報道日前後の累積異常収益率 ³⁾ CAR(-1,1)	交渉期間超過収益率 ⁴⁾
1	日本たばこ産業(1999)	1999/03/10	1999/09/17	131	-0.055	0.006	-0.225
2	日本たばこ産業(2007)	2006/12/07	2007/04/19	90	0.043	0.076	0.072
3	日本たばこ産業(2016)	2015/09/25	2016/01/14	73	0.020	0.044	0.025
4	日本電信電話(2000)	2000/05/08	2000/09/11	90	0.033	0.057	-0.019
5	日本電信電話(2010)	2010/07/15	2010/10/12 ⁵⁾	60	-0.009	-0.013	0.027
6	日本板硝子(2006)	2005/11/02	2006/06/19	154	-0.035	0.026	0.225
7	東芝(2006)	2006/01/23	2006/10/17	185	-0.026	-0.049	0.007
8	東芝(2011)	2011/05/19	2011/07/29	51	-0.023	-0.003	-0.063
9	ダイキン工業(2007)	2006/05/18	2007/01/19	168	0.010	0.010	-0.038
10	ダイキン工業(2012)	2012/08/29	2012/11/01	45	-0.041	-0.006	0.102
11	ブリヂストン(2007)	2006/12/06	2007/06/01	119	0.025	0.047	-0.168
12	キリンホールディングス(2007)	2007/07/06	2007/12/28	120	0.027	0.025	0.078
13	キリンホールディングス(2011)	2011/08/03	2011/11/07 ⁶⁾	65	-0.028	-0.056	-0.039
14	エーザイ(2008)	2007/12/10	2008/01/29	31	0.023	-0.007	-0.008
15	オリンパス(2008)	2007/11/20	2008/02/01	47	-0.002	0.020	-0.086
16	武田薬品工業(2008a)	2008/03/19	2008/05/01	34 ⁹⁾	0.021	0.001	-0.072
17	武田薬品工業(2008b)	2008/04/10	2008/05/09		-0.018	-0.058	
18	武田薬品工業(2011)	2011/05/12	2011/09/30	99	-0.009	-0.019	0.035
19	武田薬品工業(2012)	2012/04/12	2012/06/06	37	-0.006	-0.015	0.073
20	TDK(2008)	2008/07/31	2008/10/31	64	-0.015	-0.045	-0.170
21	リコー(2008)	2008/08/27	2008/10/31	45	0.002	-0.001	-0.126
22	第一三共(2008)	2008/06/11	2008/11/07	103	0.022	0.021	-0.026
23	塩野義製薬(2008)	2008/09/02	2008/10/10	27	-0.023	-0.021	0.052
24	アステラス製薬(2010)	2010/03/02	2010/06/08	66	-0.024	-0.037	-0.080
25	NTTデータ(2010)	2010/10/21	2010/12/30	148	0.019	0.017	0.018
26	テルモ(2011)	2011/03/07	2011/04/13	19	0.000	0.050	0.138
27	旭化成(2012)	2012/03/13	2012/04/27	33	-0.057	-0.055	0.010
28	旭化成(2015)	2015/02/24	2015/08/26	127	-0.015	-0.007	-0.240
29	電通(2013)	2012/07/13	2013/03/26	171	-0.074	-0.072	-0.115
30	ソフトバンクグループ(2013a)	2012/10/12	2013/07/11	173	-0.208	-0.282	0.237
31	ソフトバンクグループ(2013b)	2013/10/16	2013/10/31	70 ¹⁰⁾	0.022	-0.001	0.077
32	ソフトバンクグループ(2013c)	2013/10/16	2014/01/30				
33	LIXIL(2015)	2013/09/24	2014/01/23 ⁷⁾	80	-0.064	-0.069	0.232
34	DMG森精機(2015)	2015/01/22	2015/05/06 ⁸⁾	71	0.095	0.116	0.167
35	キャノン(2015)	2015/02/10	2015/04/15	36	0.010	0.031	-0.010
36	近鉄エクスプレス(2015)	2015/02/17	2015/05/31	71	-0.050	-0.099	0.064
37	ブラザー工業(2015)	2015/03/12	2015/06/11	62	-0.078	-0.080	-0.156
			平均値	81	-0.014	-0.012	0.000
			中位値	70	-0.009	-0.004	0.007
			最大値	185	0.095	0.116	0.237
			最小値	12	-0.208	-0.282	-0.240

注

- 1) 初報道日は日経テレコン21を用いて検索した新聞報道によって当該買収のニュースが報道された後の最初の取引日として定義している。
- 2) 買収完了日は、当該買収が完了した事実が報道された後の最初の取引日として定義している。したがって、ほとんどの事例において買収完了日は表1における有価証券報告書記載の企業結合日とほぼ一致するが、株式追加取得、株主との合意、当局の承認等の事例固有の事情により、買収完了日と乖離することがある。
- 3) 初報道日の異常収益率AR(0)は、初報道日(0時点)から10取引日遡った取引日を基点として250取引日を推計ウィンドウとして推計したマーケットモデルから予測される初報道日の取得企業の日次株価収益率と実際の日次株価収益率との乖離として推計している。初報道日前後1日の累積異常収益率CAR(-1,1)は初報道日を中心とする3取引日の異常収益率AR(-1)、AR(0)、AR(1)の合計として推計している。
- 4) 交渉期間超過収益率は、初報道日から買収完了日までの取引日として定義された交渉期間における取得企業の株価収益率(buy-and-hold return)と同期間のTOPIXの株価収益率との乖離として推計している。
- 5) TOB成立時点(96.6%取得)を買収完了日とした。
- 6) 買収反対株主との合意報道を買収完了日とした。
- 7) 金融機関と共同で87.5%の株式を取得し持分法適用関連会社化した時点を買収完了日とした。
- 8) 主要7か国の当局からの買収承認報道日を買収完了日とした。
- 9) 事例16と事例17は交渉期間が重複するため、交渉期間を2008/03/19から2008/05/09として設定している。
- 10) 事例31と事例32は同一の初報道日であり、交渉期間を2013/10/16から2014/01/30として設定している。

5. 買収後の被取得事業のパフォーマンス

本節では、近年の大型海外企業買収事例 25 社 37 事例における被取得企業の買収以降の事業パフォーマンスについて、買収時に発生したのれんの減損損失の状況と、事業面および市場面での売上高成長率と利益率の推移の観点から分析を行う。

5.1 のれん減損損失の発生と被取得企業売却の状況

前述のように、取得企業が被取得企業を買収して連結子会社化するとき、取得原価が被取得企業から引き継いだ資産と負債の差額である純資産を超過する価額は、取得企業の連結財務諸表上にのれんとして計上される。こうして発生するのれんの金額は、取得された事業から期待される超過収益力に対する対価と解釈される。

連結財務諸表の作成において日本基準を採用している上場企業では、こうして発生したのれんは、20 年間で最長として均等償却される。その上で、毎期ののれんの価額と事業から得られると期待される将来キャッシュフローとの比較を行い、減損損失を認識する。これに対して、米国基準では、のれんの償却は行わず、減損損失発生の兆候の認識も割引前の将来キャッシュフローとの比較によって行われる。さらに、国際会計基準 (IFRS) を採用している上場企業では、減損の兆候がなくても少なくとも年 1 回はのれんについての減損テストを実施することが求められる¹³。

どの会計基準を採用していても、のれんは企業買収に際して取得した企業もしくは事業に付随した資産として計上されている取得事業からの超過収益力の会計的表現であるため、買収後にのれんに減損損失が発生しているかどうかを確認することは、買収時に期待された超過収益力が実際に実現したかどうかについての情報を提供していることになる。こうした観点で、図表 7 は、本研究で考察対象とする 25 社 37 事例について、被取得事業ののれんに何らかの形で減損損失が発生した事例と、買収以降に被取得企業を他社に売却した計 14 事例を一覧したものである。

25 社 37 事例のうち、買収後に何らかの金額の減損損失が発生した事例は 10 事例（全 37 事例の 27%）であった。このうち、のれんの減損損失の累計額が取得原価の 50% を超えるのは 3 事例（2006 年の東芝の Westinghouse 買収、2008 年のリコーの Ikon Office Solutions 買収、2013 年のソフトバンクグループによる Brightstar 買収）のみである。さらに、東芝及びリコーに減損損失が発生したのは、それぞれ当該企業の取得から 10 会計年度及び 9 会計年度も経過していた。

¹³ 企業買収に際して計上されたのれんの減損損失を認識する方法が会計基準間で相違することから、取得企業が採用して会計基準の選択は、のれん等の無形資産の減損損失の認識のタイミングに少なからず影響を与えると考えられている。

図表7 のれん減損損失の計上事例と被取得企業の売却事例

(単位：百万円)

事例番号	取得企業(企業結合年度) [会計基準] ²⁾	被取得企業	取得原価[A]	発生した のれん	のれん減損損失の計上			被取得企業の売却	
					計上 年度	計上損失 名称	累積損失 額[B] ([B]/[A])	売却 年度	売却額[C] ([C]/[A])
4	日本電信電話(2000)[日→米]	Verio	529,639	N.A.	FY2	のれん減損損失	30,083 (6%)		
5	日本電信電話(2010)[米]	Dimension Data	260,571	151,488	FY6	のれん減損損失	48,823 (19%)		
7	東芝(2006)[米]	Westinghouse	631,476	350,785	FY10	再生手続関連 損失、のれん 減損損失	1,256,859 (199%)		
8	東芝(2011)[米]	Landis+Gyr	187,496	108,511				FY6	161,600 (86%)
11	ブリヂストン(2007)[日]	Bandag	124,388	N.A.	FY1	固定資産減損 損失	10,148 (8%)		
12	キリンHD(2007)[日]	National Foods	220,000	165,500	FY3	のれん減損損失、無形固定 資産その他減 損損失	38,823 (18%)		
13	キリンHD(2011)[日]	Schincariol	304,365	182,714	FY4	のれん減損損失	71,623 (24%)	FY6	77,000 (25%)
21	リコー(2008)[米→国]	lkon Office Solutions	170,310	143,278	FY9	のれん減損損失	130,134 (76%)		
22	第一三共(2008)[日→国]	Ranbaxy	488,354	408,675				FY6	378,500 (78%)
23	塩野義製薬(2008)[日]	Sciele Pharma	143,183	71,096	FY2～ FY4	のれん減損損失、事業構造 改革費用	55,406 (39%)		
30	ソフトバンクG (2013a)[国]	Sprint Nextel	2,188,683	275,201				FY4	米国T-Mobile と合併合意
31	ソフトバンクG (2013b)[国]	Supercell	176,097 ¹⁾	98,803				FY3	769,844 (437%)
32	ソフトバンクG (2013c)[国]	Brightstar	128,378	59,857	FY3～ FY4	のれん減損損失、無形・有 形固定資産減 損損失	80,757 (63%)		
33	LIXIL(2015)[国]	Grohe	400,000	N.A.	FY-1 ～FY1	関係会社投資 関連損失等	67,473 (17%)		

注

- 1) 2013年の買収時の取得原価140,397百万円に、2014年に子会社のガンホーから追加取得した約35,700百万円を加算した合計額を示している。
- 2) 取得企業名には[]カッコ内に、企業結合年度(FY0)に取得企業が採用していた会計基準を示している。採用する会計基準が2015年度において変更があった場合は、矢印の後に、変更後の会計基準を示している。会計基準を示す記号は、「日」日本基準、「米」米国基準、「国」国際会計基準(IFRS)をそれぞれ示している。

取得企業には、買収後に被取得企業の事業の長期的見通しに懸念が生じた場合や他社からの有利な買収提案がなされた場合、当該被取得企業を他社に売却するという選択肢がある。図表7は、買収した被取得企業を買収後に売却した事例は全37事例のうち5事例であることを報告している(うち1事例はソフトバンクグループのSprintはT-Mobile(米国)との合併予定)。売却済みの4事例における売却額の買収時の取得原価に占める割合を見ると、キリンホールディングスのSchincariolの売却のケースで、売却額が取得原価の25%に留まり多額の売却損の発生が示唆される一方で、東芝のLandis+Gyr売却や第一三共の

Ranbaxy 売却では売却額は取得原価の 8 割程度に達しており、売却損は限定的であることが推測される。2013 年にソフトバンクグループが約 1760 億円で買収した Supercell は、買収から 3 会計年度後に、Tencent（中国）に約 7698 億円（取得原価の 437%）で売却され、ソフトバンクグループに多額の売却益をもたらしている。

5.2 買収後の事業パフォーマンス

第 3.2 節で議論したように、日本の上場企業の事業構造については、有価証券報告書の事業セグメント情報と地域に関する情報によって、事業面と市場面の情報を入手することが可能である。本節では各海外企業買収事例における取得企業の事業セグメント情報と地域に関する情報を用いて、以下の 4 つの論点に従って、被取得企業の買収後のパフォーマンスを計測する。

第 1 に、企業結合により、被取得企業の事業の業績は親会社である取得企業の連結財務諸表に反映される。第 3-2 節で指摘したように、被取得企業の損益計算書関連の売上高等のフローの業績が 1 会計年度を通して取得企業の連結損益計算書に計上されるのは、企業結合の翌年度（FY1）においてである。そのため買収後の被取得企業の事業パフォーマンスを評価するためには、FY1 を基点にしてそれ以降の年度の事業セグメントの売上高の推移を計測及び分析する必要がある。具体的には、FY1 以降の毎年度の 1 期間の成長率を、前会計年度の当該セグメントの外部顧客への売上高から当会計年度の当該セグメントの外部顧客への売上高への増加率として計測し、これら毎期の成長率を、FY1 を基点とする計測期間に渡って乗じることにより得られた売上高成長率から、計測期間全体についての年率換算の平均売上高成長率を算出する。

第 2 に、企業の事業あるいは地域のセグメント区分はしばしば変更される。セグメント区分の変更が発生している場合には、変更年度には新しいセグメント区分に基づく前会計年度のセグメント情報が表示される。したがって、買収後のパフォーマンスの計測期間にセグメント区分の変更が発生している場合には、被買収事業が新たなセグメント区分のところに含まれるかを特定した上で、その新しいセグメントにおける前会計年度から当会計年度への売上高成長率を計測し、計測期間全体の売上高成長率の算出に用いる。

第 3 に、買収以降、被取得企業の事業が特定の事業セグメントに含まれたとき、その事業セグメントの売上高等の変動が被取得企業の事業の買収後のパフォーマンスを反映する度合いは、買収前の当該事業セグメントと被取得企業の事業の相対的規模に依存すると想定される。以下の分析では、企業結合年度 1 期前の会計年度（FY-1）における当該事業セグメントの外部顧客への売上高に対する被取得企業の買収直前の決算期の売上高の比率を「相対比率」として定義し、同比率が 15%を下回る 8 事例を分析から除外した結果も示す。

第 4 に、買収後の被取得事業セグメントの売上高成長率の評価において、企業結合の直接の影響を含まない事業セグメントとの比較が重要である。以下の分析では、当該企業の被取得事業セグメントを除く事業セグメントのうち、最大の外部顧客への売上高を持つ事

業セグメントを「主要既存事業セグメント」と定義し、被取得事業セグメントと同じ計測期間における売上高成長率（年率）を計測して被取得事業セグメントの売上高成長率（年率）と比較する。また、被取得事業セグメント以外の全ての事業セグメントについても同様の売上高成長率の計測を行い、被取得事業セグメントの売上高成長率と比較する。

以上の各事例の買収以降の事業セグメントの計測結果は、付論 1 の図表 A-1 から図表 A-4 に一覧されている。

事業セグメント別の買収以降の売上高成長率

図表 8.A.は、本研究の 25 社 37 事例の全事例について、買収後の事業セグメント別に、各事例の企業結合年度 1 期後 (FY1) から 1 期間 (FY1 から FY2)、3 期間 (FY1 から FY4)、5 期間 (FY1 から FY6) の年率換算の売上高成長率のサンプル平均値と中位値をそれぞれ示している。図表 8.A.の[a]は被取得事業セグメントの買収後売上高成長率である。事例総数は、買収後 1 期間が 35 事例、買収後 3 期間が 26 事例、買収後 5 期間が 18 事例である。

被取得事業セグメントの買収後の売上高成長率(年率)の平均値は、1 期間で 5.0% (0.050)、3 期間で 1.9% (0.019)、5 期間で 2.8% (0.028)であり、中位値は、それぞれ、4.1%、0.8%、2.6% である。被取得事業セグメントは買収直後から平均的に正の売上高成長率を達成している。

全事例のうち、図表 7 において示したのれんの減損損失が発生した 10 事例を除くサンプルでは、買収後売上高成長率のサンプル平均値は、買収後 1 期間で 5.7%、3 期間で 2.1%、5 期間で 2.4%であり、全事例のサンプルと比較して概ね上昇する。被取得企業の売却が発生した事例も除くサンプルでは、買収後売上高成長率のサンプル平均値は、それぞれ、5.9%、2.4%、2.4%とさらなる上昇を示す。

図表 8.A.の[b]は主要既存事業セグメントであり、各事例において被取得事業セグメントを除いた場合に最大の売上高を持つ事業セグメントの被取得事業セグメントと同期間の売上高成長率（年率）を示している。主要既存事業セグメントの売上高成長率（年率）のサンプル平均値は、買収後 1 期間で 0.1%、3 期間 1 で -1.4%、5 期間で -2.6%であり、近年、大型海外企業買収を実施した取得企業の最も主要な既存事業のセグメントでは売上高の減少傾向が継続していたことを示している。

図表 8.A.の[b]には、各事例において、[a]被取得事業セグメントの売上高成長率が同期間の[b]主要既存事業セグメントの売上高成長率を上回る事例数を示している。買収後 1 期間では 24 事例（事例総数 31 事例の 77%）、3 期間では 17 事例（同 22 事例の 77%）、5 期間では 12 事例（同 14 事例の 86%）において、被取得事業セグメントの売上高成長率が主要既存事業セグメントの売上高成長率を上回ったことを示している。

図表 8.A.[c]では、被取得事業セグメント以外の全ての事業セグメントの買収後のパフォーマンスを示している。買収後 1 期間、3 期間、5 期間の売上高成長率（年率）のサンプル平均値は、それぞれ 1.6%、-0.3%、-2.4%であり、主要既存事業セグメントだけでなく、他の既存事業セグメントを含めても、サンプル企業は売上高成長率の低迷もしくは減少に

直面していることがわかる。被取得事業セグメントの売上高成長率が既存事業セグメントの売上高成長率を上回る割合は、買収後1期間で62%、3期間で72%、5期間で82%前後であった。

図表8 買収後の事業セグメント別売上高成長率：全事例

A. 全事例

[a]被取得事業セグメント

	買収後1期間 FY1~FY2	買収後3期間 FY1~FY4	買収後5期間 FY1~FY6
事例総数	35	26	18
平均値（中位値）	0.050 (0.041)	0.019 (0.008)	0.028(0.026)
のれん減損発生事例を除く平均値	0.057	0.021	0.024
のれん減損及び売却事例を除く平均値	0.059	0.024	0.024

[b]主要既存事業セグメント

	買収後1期間 FY1~FY2	買収後3期間 FY1~FY4	買収後5期間 FY1~FY6
事例総数	31	22	14
平均値（中位値）	-0.001 (-0.000)	-0.014 (-0.002)	-0.026 (-0.012)
[a]の成長率 > [b]の成長率の事例数	24	17	12
事例総数に対する割合	77%	77%	86%

[c]被取得事業セグメント以外の全事業セグメント

	買収後1期間 FY1~FY2	買収後3期間 FY1~FY4	買収後5期間 FY1~FY6
事例総数	34	25	17
平均値（中位値）	0.016 (0.018)	-0.003 (0.003)	-0.024 (-0.006)
[a]の成長率 > [c]の成長率の事例数	21	18	14
事例総数に対する割合	62%	72%	82%

B. 相対比率15%未満の事例を除く全事例

[a]被取得事業セグメント

	買収後1期間 FY1~FY2	買収後3期間 FY1~FY4	買収後5期間 FY1~FY6
事例総数	28	21	14
平均値（中位値）	0.057 (0.056)	0.020 (0.009)	0.032 (0.037)

[b]主要既存事業セグメント

	買収後1期間 FY1~FY2	買収後3期間 FY1~FY4	買収後5期間 FY1~FY6
事例総数	24	18	11
平均値（中位値）	-0.000 (0.008)	-0.017 (0.002)	-0.015 (-0.001)
[a]の成長率 > [b]の成長率の事例数	18	15	9
事例総数に対する割合	75%	83%	82%

[c]被取得事業セグメント以外の全事業セグメント

	買収後1期間 FY1~FY2	買収後3期間 FY1~FY4	買収後5期間 FY1~FY6
事例総数	27	21	14
平均値（中位値）	0.024 (0.020)	0.002 (0.006)	-0.016 (0.009)
[a]の成長率 > [c]の成長率の事例数	16	15	11
事例総数に対する割合	59%	71%	79%

図表 8.B.では、買収前の被取得事業セグメントと被取得企業の相対的規模を考慮して、被取得企業の売上高が被取得事業セグメントの売上高の相対比率 15%未満の事例を除いて、図表 8.A.と同様の事業セグメント間の比較を行っている。結果は図表 8.A.と同様に、被取得事業セグメントの売上高成長率のサンプル平均値がどの買収後期間でも正の値を取り買収後堅調な成長を続けているのに対して、同期間の既存セグメントの売上高成長率は低迷もしくは負の値であり、各事例においても被取得事業セグメントの売上高成長率が既存事業セグメントの売上高成長率を上回る傾向が顕著であった。

地域セグメント別の買収以降の売上高成長率

被取得企業の買収後のパフォーマンスを被取得企業の所在地を基準とした市場面で評価する。図表 9.A.は本研究のサンプルである 25 社 37 事例の全事例について、各事例の企業結合年度 1 期後 (FY1) を基点として 1 期間 (FY1 から FY2)、3 期間 (FY1 から FY4)、5 期間 (FY1 から FY6) について、それぞれ売上高成長率 (年率) のサンプル平均値と中位値を示している。図表 9.A.の[d]は被取得企業の所在地が含まれる地域セグメントの買収後売上高成長率 (年率) である。事例総数は、買収後 1 期間が 33 事例、3 期間が 25 事例、5 期間が 18 事例である。

被取得企業の所在地の地域セグメントの買収後売上高成長率のサンプル平均値 (中位値) は、買収後 1 期間で 4.5% (11.2%)、3 期間で 2.2% (0.2%)、5 期間で 3.3% (3.3%) である。被取得企業の所在地の地域セグメントは、買収直後から比較的順調な売上高成長率を達成したことがわかる。

図表 9.A.の[e]は、日本地域セグメントであり、売上高成長率のサンプル平均値 (中位値) は、買収後 1 期間で 1.9% (-0.1%)、3 期間で -0.6% (-0.8%)、5 期間で -2.1% (-1.0%) である。これは、近年、大型海外企業買収を実施した被取得企業の所在地の地域セグメントのサンプル平均値と比較して顕著に低い売上高成長率であるばかりか、取得企業の本社が所在する日本地域で売上高の趨勢的減少に直面していたことを示している。

さらに、図表 9.A.の[e]には、各事例において、[d]被取得企業の所在地の地域セグメントの売上高成長率が、同期間の[e]日本地域セグメントの売上高成長率を上回る事例数を示している。買収後 1 期間では 21 事例 (事例総数 33 事例の 64%)、3 期間では 15 事例 (同 25 事例の 60%)、5 期間では 15 事例 (同 18 事例の 83%) において、被取得企業の所在地の地域セグメントの売上高成長率が日本地域の売上高成長率を上回ったことを示している。

図表 9.B.では、被取得企業の相対比率 15%未満の事例を除いて、表 5.A.と同様の比較を行っているが、図表 9.A.とほぼ同様の傾向を示している。

図表 9 買収後の地域セグメント売上高成長率

A. 全事例

[d]被取得企業の所在地の地域セグメント

	買収後1期間 FY1～FY2	買収後3期間 FY1～FY4	買収後5期間 FY1～FY6
事例総数	33	25	18
平均値（中位値）	0.045 (0.112)	0.022 (0.002)	0.033 (0.033)

[e]日本地域セグメント

	買収後1期間 FY1～FY2	買収後3期間 FY1～FY4	買収後5期間 FY1～FY6
事例総数	33	25	18
平均値（中位値）	0.019 (-0.001)	-0.006 (-0.008)	-0.021 (-0.010)
[d]の成長率 > [e]の成長率の事例数	21	15	15
事例総数に対する割合	64%	60%	83%

B. 相対比率15%未満の事例を除く事例

[d]被取得企業の所在地の地域セグメント

	買収後1期間 FY1～FY2	買収後3期間 FY1～FY4	買収後5期間 FY1～FY6
事例総数	25	20	14
平均値（中位値）	0.044 (0.112)	0.028 (0.005)	0.037 (0.043)

[e]日本地域セグメント

	買収後1期間 FY1～FY2	買収後3期間 FY1～FY4	買収後5期間 FY1～FY6
事例総数	25	20	14
平均値	0.025 (-0.001)	-0.007 (-0.008)	-0.021 (-0.008)
[d]の成長率 > [e]の成長率の事例数	15	12	12
事例総数に対する割合	60%	60%	86%

事業セグメント別営業利益率

図表 8 及び図表 9 では、近年の大型海外企業買収事例において、買収後の被取得企業の含まれる事業セグメントもしくは被取得企業の所在地の地域セグメントの平均的な売上高成長率は、それぞれ、取得企業の既存セグメントもしくは日本地域の売上高成長率を上回っていたことを示した。買収によって取得した事業が高い成長性を示す一方で、その事業の収益性は買収後どのように推移したのであろうか。

被取得企業の事業の買収後の収益性を示すために、各事業セグメントの営業利益（セグメント利益）を用いる。各事業セグメントには、「外部顧客への売上高」と「セグメント間の内部売上高又は振替高」、そして「営業利益（セグメント利益）」が計上されている。セグメント間の内部売上高又は振替高は、当該事業セグメントから他の事業セグメントへの企業内の売上高である。各事業セグメントから見ると、連結の範囲の外部の外部顧客への

売上高から生じる営業利益と、連結の範囲の内部の他部門への内部売上高から生じる営業利益が計上されているため、各事業セグメントの売上高営業利益率を算出するためには、外部顧客への売上高と内部売上高を合計額に対する営業利益の比率を求める必要がある。

図表 10 は FY1 を基点とする買収後の 2 年ごとの期間について、[a]被取得事業セグメントの売上高営業利益率のサンプル平均値（中位値）と、[b]主要既存事業セグメントの売上高営業利益率のサンプル平均値（中位値）を、全事例、のれん減損損失発生事例や売却事例を除く全事例、相対比率 15%未満の事例を除く全事例について示している。

図表 10 が示す主な特徴は以下の 2 点である。

第 1 に、被取得事業セグメントの営業利益率のサンプル平均値（中位値）は買収直後の時点（FY1 及び FY2）で 7.3%（5.0%）であり、それ以降の時点の売上高営業利益率もほぼ同水準を推移している。これは、一般に言われる事業統合に伴う買収関連費用の存在にも関わらず、被取得事業セグメントは買収当初から営業損失に陥ることなく、正の利益率を達成できていることを示唆している。

第 2 に、全事例をサンプルとして、被取得事業セグメントの営業利益率の平均値は、同期間の主要既存事業セグメントの営業利益率の平均値を 3%程度下回る、しかし、のれん減損損失が発生した事例や被取得企業を買収後に売却した事例を除くと、買収直後の FY1-FY2 の時点で 8%台に、FY5-FY6 の時点で 10%以上に改善し、営業利益率の平均値の差は概ね 1%未満に縮小する。このことは、近年の大型海外企業買収において、被取得企業の業績が買収後に困難に直面する事例は存在するものの、平均的に見れば、既存事業と比較した買収後の収益性の差異はほとんど観察されないことを示している。

図表 10 事業セグメント別の売上高営業利益率

[a]被取得事業セグメントの営業利益率（セグメント利益率）

	平均値 FY1-FY2	平均値 FY3-FY4	平均値 FY5-FY6
事例総数	35	27	23
平均値（中位値）	0.073 (0.050)	0.065 (0.061)	0.086 (0.054)
のれん減損発生事例を除く平均値	0.080	0.085	0.110
のれん減損及び売却事例を除く平均値	0.086	0.086	0.121
相対比率15%未満の事例を除く平均値	0.067	0.056	0.073

[b]主要既存事業セグメントの営業利益率（セグメント利益率）

	平均値 FY1-FY2	平均値 FY3-FY4	平均値 FY5-FY6
事例総数	31	23	19
平均値（中位値）	0.104 (0.095)	0.105 (0.091)	0.113 (0.079)
のれん減損発生事例を除く平均値	0.109	0.120	0.137
のれん減損及び売却事例を除く平均値	0.098	0.112	0.137
相対比率15%未満の事例を除く平均値	0.090	0.089	0.096

以上の結果は、既存事業と比較して顕著に大きな売上高増加率をもたらす被取得事業セグメントの営業利益率は、買収後の統合プロセスにおける買収関連費用の発生を考慮したとしても、主要な既存事業の安定した営業利益率を若干下回る程度の高い水準であったことを示している。

6. 本研究のまとめとインプリケーション

本研究では、1999年から2015年までに実施された日本の上場企業による買収価格1000億円以上の大型海外企業事例25社37事例を詳細に分析するケーススタディを行った。得られた結果は、次のようなものである。

第1に、買収のアナウンスが取得企業の株価に与える影響は、初報道日の周辺においてもサンプル全体で顕著な悪影響は観察されず、買収直後に大きく株価が下落した事例でも、その後買収完了までの交渉期間を通じて株価が回復する傾向が観察された。第2に、買収後の企業のパフォーマンスについては、10事例において被取得事業に計上されたのれんに何らかの減損損失が発生していたが、減損損失累計額が取得価格の50%超であった事例は3事例に留まった。さらに、事業セグメント情報及び地域に関する情報を用いて、被取得事業の売上高及び利益率の推移を長期的に計測すると、買収以降の被取得事業を含む事業セグメントは、買収完了後の直後から順調に売上高が増加し、同期間の主要既存事業セグメントの売上高成長率を大きく上回る傾向が顕著であった。また買収後の被取得事業を含む事業セグメントの利益率は正であり、主要既存事業セグメントの利益率とほぼ同水準であった。

以上の結果から導かれる政策的なインプリケーションは、次のようにまとめられる。過去20年間において、日本の主要企業が直面してきた構造的な課題は、主要既存事業及び日本市場における低成長、もしくは趨勢的な縮小傾向である。同時期の日本企業による大型海外企業買収が、概ね一定の利益性を確保しながら既存事業に比べて高い成長性を達成してきたならば、こうした海外企業買収は、より高い成長性を追求する事業ポートフォリオの再構築において有効な経営戦略となりうることを示唆するものである。この観点では、今後も日本企業が世界の様々な地域に所在する海外企業の買収を検討する上で共通する制約や課題があるならば、通商政策等によって、日本企業が効率的に海外企業買収を遂行できる環境の整備を進めることが求められる。過去20年間における大型海外企業買収は米国や欧州などの先進国に地域的に偏っていたが、今後はアジア地域の成長機会を取り込むため、アジア太平洋地域における環境整備が重要な課題となるだろう。

本研究の分析結果からはコーポレートカバナンス面でのインプリケーションも得られる。本研究で実践したように、最新の会計基準は事業セグメントごとの財務状態やのれん減損の状況に関する情報を提供しており、大型企業買収による被取得企業の買収後の業績

を外部者が測定及び評価することを可能にしている。こうしたセグメント情報は、企業買収に関して、既存株主や外部の市場参加者が企業買収に関して経営者をモニタリングするための有用な情報を提供していると言える。

最後に、本研究の結果は大型海外企業買収 25 社 37 事例の詳細な分析に基づくものである。これらは過去 20 年間の 1000 億円以上の日本企業による大型海外企業買収をほぼ網羅しているものの、比較的少数のサンプルに基づくケーススタディの範疇を超えないものである。結果の更なる頑健性を求めて、今後はより小規模な海外企業買収事例をサンプルに加えることや、他国における海外企業買収事例を含めて国際比較を行うなど、より多くのサンプルを用いた検証を行っていくことが重要である。

参考文献

- 井上光太郎・奈良沙織・山崎尚志 (2013) 「検証：日本企業はクロスボーダーM&A が本当に不得意なのか？」一橋ビジネスレビュー, 季刊 2013, SPR., 60 巻 4 号, pp.100-116.
- デロイトトーマツ コンサルティング (2018) 「日本企業の海外 M&A に関する意識・実態調査結果」2018 年 5 月 29 日ニュースリリース
<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/about-deloitte/articles/news-releases/nr20180529.html>
- 服部暢達 (2015) 『日本の M&A：理論と事例研究』日経 BP 社.
- 花崎正晴・松下佳菜子 (2014) 「コーポレート・ガバナンスと多角化行動：日本の企業データを用いた実証分析」『経済経営研究』（日本政策投資銀行設備投資研究所），Vol.34, No.5, 2014 年 2 月.
- Berk, J. and P. DeMarzo (2011) *Corporate Finance, Second Edition*, Pearson Education, 2011. （日本語版：久保田敬一他訳『コーポレートファイナンス：応用編』第 2 版，丸善出版，2014 年.）
- Campbell, J. Y., A. W. Lo, and A. C. MacKinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press. （日本語版：祝迫得夫他訳『ファイナンスのための計量分析』共立出版，2003 年）
- DePamphilis, D. M. (2015) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, Eighth Edition, Elsevier.
- Goto, M. and S. Koibuchi (2017) “Cross-Border Merger and Currency Risk: Evidences from In-Out M&As of Japanese Firms,” RIETI Discussion Paper Series, forthcoming.
- Inoue, K., S. Nara, and T. Yamasaki, (2013) “Are Japanese Acquisitions Efficient Investments?” RIETI Discussion Paper Series, 13-E-085.

付論 1：各事例の買収後パフォーマンス

図表 A-1 被取得事業セグメントの買収後パフォーマンス

事例 番号	取得企業（買収完了年度）	のれ ん減 損事 例	売却 事例	被取得事業セグメント	買収前 相対 比率	相対比 率 15% 未満	[a] 被取得事業セグメントの 外部顧客への売上高の増加率		
							1期間	3期間	5期間
							FY1~FY2	FY1~FY4	FY1~FY6
1	日本たばこ産業(1999)			たばこ	22%		0.009	0.008	0.007
2	日本たばこ産業(2007)			海外たばこ	68%		0.181	-0.008	0.005
3	日本たばこ産業(2016)			海外たばこ	1%	○	0.032		
4	日本電信電話(2000)	○		長距離・国際通信事業	2%	○	-0.033	-0.019	0.002
5	日本電信電話(2010)	○		長距離・国際通信事業	18%		-0.012	0.066	0.053
6	日本板硝子(2006)			建築用及び自動車用ガラス事業	73%		-0.157	-0.131	-0.100
7	東芝(2006)	○		社会インフラ	37%		-0.009	-0.014	0.016
8	東芝(2011)		○	電力・社会インフラ	5%	○	0.093	0.076	
9	ダイキン工業(2007)			空調・冷凍機事業	20%		-0.064	-0.038	-0.001
10	ダイキン工業(2012)			空調・冷凍機事業	18%		0.071	0.047	
11	ブリヂストン(2007)	○		タイヤ	4%	○	-0.180	-0.011	0.030
12	キリンホールディングス(2007)	○		飲料	36%		0.026	0.000	0.086
13	キリンホールディングス(2011)	○	○	総合飲料_海外その他	84%		0.199	0.009	
14	エーザイ(2008)			医薬品分野	5%	○	0.029	-0.064	-0.047
15	オリンパス(2008)			医療	16%		-0.086	-0.031	0.051
16, 17	武田薬品工業(2008a,b)			医療用医薬品	62%		-0.038		
18, 19	武田薬品工業(2011,2012)			医療用医薬品	51%		0.056	0.009	
20	TDK(2008)			受動部品	55%		0.182	0.018	0.085
21	リコー(2008)	○		画像&ソリューション分野	19%		-0.043	-0.021	0.022
22	第一三共(2008)	○	○	ランバクシーグループ	100%		0.173	0.082	
23	塩野義製薬(2008)			サイエルファーマ事業	100%		-0.301	-0.239	-0.163
24	アステラス製薬(2010)			医薬品及びその関連製品事業	4%	○	0.037	0.096	0.067
25	NTTデータ(2010)			グローバルITサービス	16%		0.111	0.292	0.230
26	テルモ(2011)			輸血関連事業（血管システムカンパニー）	66%		0.041	0.113	0.056
27	旭化成(2012)			ヘルスケア（医薬・医療・クリティカルケア）	28%		0.252	0.154	0.098
28	旭化成(2015)			マテリアル（繊維・ケミカル・エレクトロニクス）	5%	○	0.112		
29	電通(2013)			海外事業	31%		0.183	0.079	
30	ソフトバンクグループ(2013a)		○	スプリント事業	100%		0.026	-0.018	
31	ソフトバンクグループ(2013b)		○	その他	11%	○	0.108		
32	ソフトバンクグループ(2013c)	○		流通事業	21%		0.150	0.051	
33	LIXIL(2015)	○		ウォーターテクノロジー事業	32%		-0.016		
34	DMG森精機(2015)			マシンツール	80%		0.165		
35	キヤノン(2015)			産業機器その他の「その他」事業	26%		0.187		
36	近鉄エクスプレス(2015)			APLL	100%		0.109		
37	ブラザー工業(2015)			ドミノ	100%		0.152		

図表 A-2 既存事業セグメントの買収後パフォーマンス

事例 番号	主要既存事業セグメント	[b]主要既存事業セグメントの 外部顧客への売上高の増加率			[c]被取得事業セグメント以外の全 事業セグメントの外部顧客への売 上高の増加率		
		1期間 FY1~FY2	3期間 FY1~FY4	5期間 FY1~FY6	1期間 FY1~FY2	3期間 FY1~FY4	5期間 FY1~FY6
1	---				0.013	0.024	-0.006
2	国内たばこ	-0.048	-0.029	-0.011	-0.015	-0.026	-0.013
3	国内たばこ	-0.084			-0.045		
4	移動通信事業	-0.073	-0.022	-0.017	-0.068	-0.026	-0.018
5	移動通信事業	0.052	0.010	0.015	0.024	0.009	0.009
6	---				-0.060	-0.093	-0.068
7	デジタルプロダクツ	-0.165	-0.131	-0.133	-0.185	-0.079	-0.092
8	電子デバイス	0.341	0.094		0.151	0.003	
9	化学事業	-0.122	-0.004	0.014	-0.102	-0.016	0.009
10	化学事業	0.063	0.037		0.071	0.031	
11	多角化	-0.271	-0.073	-0.027	-0.271	-0.073	-0.027
12	酒類（国内酒類、総合飲料_日本）	-0.071	-0.046	-0.033	-0.027	-0.040	-0.026
13	総合飲料_日本	-0.008	0.000		0.016	0.001	
14	その他の分野（その他）	-0.023	-0.006	-0.148	-0.023	-0.006	-0.148
15	映像	-0.221	-0.170	-0.156	-0.108	-0.058	-0.180
16, 17	その他	0.016			0.023		
18, 19	その他	-0.043	-0.049		-0.020	-0.007	
20	磁気応用製品	-0.040	-0.031	-0.001	0.001	0.012	0.040
21	その他分野	-0.020	-0.038	-0.012	0.016	-0.033	0.015
22	第一三共グループ	-0.013	0.003		-0.013	0.003	
23	---				0.065	0.035	0.015
24	---						
25	パブリック&フィナンシャル（公共・社会基盤分野、金融分野）	-0.000	0.004	0.016	0.026	0.006	0.021
26	心臓血管領域事業（心臓血管カンパニー）	0.057	0.126	0.102	0.029	0.048	0.022
27	マテリアル（繊維・ケミカル・エレクトロニクス）	0.143	0.030	0.033	0.126	0.039	0.034
28	住宅（住宅・建材）	0.036			0.036		
29	日本事業	0.020	0.023		0.020	0.023	
30	国内通信事業	0.041	0.022		0.113	0.058	
31	国内通信事業	0.041					
32	国内通信事業	0.041	0.022				
33	ハウジングテクノロジー事業	-0.036			-0.200		
34	インダストリアル・サービス	0.081			0.081		
35	オフィス	0.033			0.201		
36	日本	0.157			0.200		
37	プリンティング・アンド・ソリューションズ	0.074			0.108		

図表 A-3 被取得企業所在地と日本地域セグメントの買収後パフォーマンス

事例番号	取得企業（買収完了年度）	被取得企業の所在地に対応するセグメント	[d]被取得企業所在地の地域セグメントの外部顧客への売上高の増加率			[e]日本地域の外部顧客への売上高の増加率		
			1期間 FY1～FY2	3期間 FY1～FY4	5期間 FY1～FY6	1期間 FY1～FY2	3期間 FY1～FY4	5期間 FY1～FY6
1	日本たばこ産業(1999)	海外	0.170	0.105	0.098	-0.014	-0.007	-0.011
2	日本たばこ産業(2007)	海外	0.175	-0.004	0.008	-0.014	-0.016	-0.008
3	日本たばこ産業(2016)	海外	0.044			-0.066		
4	日本電信電話(2000)	海外						
5	日本電信電話(2010)	海外		0.184	0.140		-0.008	-0.004
6	日本板硝子(2006)	欧州	-0.234	-0.193	-0.151	-0.085	-0.099	-0.072
7	東芝(2006)	北米	-0.060	0.002	-0.017	-0.128	-0.084	-0.066
8	東芝(2011)	欧州	0.176	-0.056		0.040	-0.005	
9	ダイキン工業(2007)	アジア・オセアニア	-0.031	0.035	0.062	-0.029	-0.011	0.014
10	ダイキン工業(2012)	米国	0.204	0.119		-0.036	0.001	
11	ブリヂストン(2007)	米州	-0.188	-0.028	0.033	-0.218	-0.041	-0.030
12	キリンホールディングス(2007)	アジア・オセアニア	0.007	-0.003	0.017	-0.009	-0.040	-0.033
13	キリンホールディングス(2011)	ブラジル	0.193	-0.034		-0.037	-0.019	
14	エーザイ(2008)	北米	-0.026	-0.243	-0.169	0.102	0.083	0.031
15	オリンパス(2008)	欧州	-0.269	-0.154	-0.065	0.075	0.047	-0.131
16, 17	武田薬品工業(2008a,b)	米州	-0.116			0.047		
18	武田薬品工業(2011)	欧州（欧州及びカナダ）	0.205	0.052	0.034	-0.001	-0.021	-0.046
19	武田薬品工業(2012)	米国	0.210	0.139		-0.029	-0.037	
20	TDK(2008)	欧州	0.148	-0.006	0.054	0.067	0.008	-0.018
21	リコー(2008)	米州	-0.064	-0.038	0.031	-0.001	-0.016	-0.008
22	第一三共(2008)	その他	0.050	0.008		0.017	0.029	
23	塩野義製薬(2008)	北米	-0.233	-0.199	-0.098	-0.004	0.012	0.007
24	アステラス製薬(2010)	米州	0.180	0.252	0.177	-0.011	-0.038	-0.033
25	NTTデータ(2010)	北米	0.136	0.219	0.204	0.026	0.006	0.019
26	テルモ(2011)	米州	0.112	0.166	0.121	-0.024	-0.013	-0.004
27	旭化成(2012)	その他	0.279	0.145	0.121	0.091	0.022	0.015
28	旭化成(2015)	米国	0.168			0.039		
29	電通(2013)	海外（海外事業）	0.183	0.079		0.020	0.023	
30	ソフトバンクグループ(2013a)	米国	0.027	-0.000		0.107	0.064	
31	ソフトバンクグループ(2013b)	その他	-0.167			0.107		
32	ソフトバンクグループ(2013c)							
33	LIXIL(2015)	欧州	-0.333			-0.027		
34	DMG森精機(2015)	ドイツ及びその他欧州	0.105			0.189		
35	キャノン(2015)	欧州	0.126			0.252		
36	近鉄エクスプレス(2015)	アジア・オセアニア	0.178			0.156		
37	ブラザー工業(2015)	欧州	0.125			0.012		

図表 A-4 被取得事業セグメントと主要既存事業セグメントの買収後利益率

事例 番号	取得企業（買収完了年度）	[a]被取得事業セグメントの 営業利益率（セグメント利益率）			[b]主要既存事業セグメントの 営業利益率（セグメント利益率）		
		平均値 FY1-FY2	平均値 FY3-FY4	平均値 FY5-FY6	平均値 FY1-FY2	平均値 FY3-FY4	平均値 FY5-FY6
1	日本たばこ産業(1999)	0.043	0.054	0.064			
2	日本たばこ産業(2007)	0.066	0.157	0.323	0.062	0.155	0.391
3	日本たばこ産業(2016)	0.275			0.368		
4	日本電信電話(2000)	0.046	0.065	0.049	0.208	0.190	0.168
5	日本電信電話(2010)	0.071	0.064	0.031	0.197	0.164	0.191
6	日本板硝子(2006)	0.045	0.025	0.019			
7	東芝(2006)	0.051	0.060	0.054	-0.000	0.008	-0.017
8	東芝(2011)	0.035	-0.085	-0.043	0.110	0.030	0.069
9	ダイキン工業(2007)	0.089	0.057	0.060	-0.030	0.049	0.134
10	ダイキン工業(2012)	0.094	0.110	0.109	0.101	0.114	0.128
11	ブリヂストン(2007)	0.035	0.069	0.117	0.031	0.019	0.061
12	麒麟ホールディングス(2007)	0.009	0.026	0.054	0.090	0.091	0.063
13	麒麟ホールディングス(2011)	0.024	-0.032	0.003	0.055	0.041	0.058
14	エーザイ(2008)	0.119	0.343	0.349	0.049	0.469	0.396
15	オリンパス(2008)	0.205	0.195	0.225	-0.002	-0.099	-0.155
16, 17	武田薬品工業(2008a,b)	0.300			0.106		
18, 19	武田薬品工業(2011,2012)	-0.019	0.072		0.235	0.101	
20	TDK(2008)	0.015	-0.023	0.051	0.125	0.117	0.077
21	リコー(2008)	0.078	0.061	0.090	-0.034	-0.040	-0.012
22	第一三共(2008)	0.155	-0.082	-0.069	0.111	0.106	0.126
23	塩野義製薬(2008)	0.177	0.192	0.202			
24	アステラス製薬(2010)	0.130	0.126	0.190			
25	NTTデータ(2010)	0.012	-0.024	-0.026	0.080	0.082	0.079
26	テルモ(2011)	0.038	0.035	-0.022	0.166	0.201	0.235
27	旭化成(2012)	0.091	0.123	0.126	0.044	0.072	0.101
28	旭化成(2015)	0.101			0.102		
29	電通(2013)	0.019	0.022	0.023	0.044	0.049	0.048
30	ソフトバンクグループ(2013a)	0.018	0.064		0.216	0.218	
31	ソフトバンクグループ(2013b)	0.004			0.216		
32	ソフトバンクグループ(2013c)	0.002	-0.014		0.216	0.218	
33	LIXIL(2015)	0.090	0.095		0.070	0.051	
34	DMG森精機(2015)	0.040			0.050		
35	キャノン(2015)	0.045			0.095		
36	近鉄エクスプレス(2015)	-0.015			0.044		
37	ブラザー工業(2015)	0.069			0.124		