

資本市場と企業戦略

200720781 郭 暁楠
200720782 許 延
200720793 陳 佳妮
200720795 ティワリ サンディップ

(経営・政策科学専攻)

指導教員

原田 信行

筑波大学大学院博士課程システム情報工学研究科
修士（ビジネス）特定課題研究報告書

平成 21 年 3 月

報告書要旨（全体）

企業を取り巻く社会・経済環境が劇的に変化しつつある中で、企業価値の向上が経営者にとって至上命題のひとつとなっている。しかし、企業価値は計測が難しいことに加え、経営戦略間にはトレードオフの問題が存在することがむしろ普通であり、採用した経営戦略が実際に資本市場での企業価値向上に寄与しているか、客観的に評価することは困難な状況にある。本報告書では、この資本市場と経営戦略の関係を実証的に解明することを試みる。

まず第2章では、企業がIPOを通じて資金調達をする時に、ベンチャーキャピタル（VC）の関与が製品・資本市場において、企業の成長にどのような影響を与えるのかに焦点を当て、日本における2000年度から2004年度までのIPO企業のデータを用いて実証分析を行う。第3章では、2004年度から2006年度まで生じた日本企業におけるM&Aのケースを対象に、アナウンスメントの前後30日の株価日次データを用いて、M&Aアナウンスメントの企業価値への影響を検証する。第3章に続き、第4章では、2005年度から2007年度まで、日本企業同士のTOBのターゲット企業を対象に、買収される前の年の経営状況について分析を行った。公開買付の目的を相互補完型、強み活用型、救済型とグループ内TOBの4種類に分け、個別に分析する。最後に、第5章では、日本製造業の中核を占める大企業20社の、2001年度から2007年度のデータを用い、株式時価総額を株主資本と当期利益で説明するモデルに国際化と多角化をダミー変数として加え、国際化と多角化戦略の資本市場における評価を実証的に分析する。

結果は、章ごとに以下ようになる。

第2章では、製品市場においては、VCによる出資・経営関与が出資先企業におけるIPO前後の売上高成長率の向上に貢献しているが、資本市場においては、証券・銀行系VCによる出資がIPOにおける初期収益率を低減し、アンダープライシング現象を緩和する効果があることがわかった。第3章では、ターゲット企業のCAR(Cumulative Average Abnormal Return)は1%から7%に増加し、入札企業のそれは3%から6%であった。また、M&Aのアナウンスメントが株価に対しポジティブな反応を示す企業は、入札企業の71%、ターゲット企業の92%であった。第4章では、相互補完型TOBでは、買付企業との経営資源の共有性がより重視されることが分かった。また、強み活用型TOBについて、今後、経営状況が悪化する傾向があると見られる対象企業が多いとの結論が得られた。第5章では、資本市場は企業が国際化・多角化戦略を講じただけでは評価せず、戦略と業績の関係を評価していることが明らかになり、多角化戦略を採用している企業の利益はディスカウント評価されていることが示された。

以上、IPOにおけるベンチャーキャピタルの関与、M&A活動、国際化・多角化戦略は企業の資本市場での評価に異なる影響を与えていることが明らかとなった。本報告書の分析および結果が、企業の経営戦略の策定と企業価値の向上に多少とも貢献できれば幸いである。

Abstract

The rise in corporate value within the dramatically changing social and economic environment that surrounds enterprises is one of the top priorities for entrepreneurs. However, in addition to the fact that measuring corporate value is difficult, it is rather common to find trade-off problem within business strategies. For this reason it is difficult to objectively evaluate whether the business strategies employed are actually contributing to the rise of corporate value within capital markets. This report attempts to clarify the relation between capital markets and business strategies.

The second chapter focuses on how the involvement of venture capital (VC) in products and capital markets influence the growth of enterprises at the time of fundraising through IPO, and carries out an empirical analysis by using the data from Japanese IPO corporations between the years 2000 to 2004. In the third chapter takes up cases of M&A found within Japanese corporation from 2004 to 2006, and verifies the influence of M&A announcement on the corporate value by using the data of daily margins of share prices 30 days before and after the announcement.

Continuing the chapter 3 the following chapter analyses business condition of previous year after the takeover of target companies among Japanese enterprises by TOB from the year 2005 till 2007. The purpose behind the TOB have been divided into four categories complementary type, strength utilizing type, relief type and Under the group of TOB and analyzed individually. Finally, chapter 5 looks at the data from 2001 to 2007 of 20 large scale Japanese enterprises that form the core of manufacturing industry. It analyses the evaluation of capital market by adding internationalization and diversification strategy as the dummy variables in the model that explains total market value of listed shares as capital stock and current term profits.

The conclusions are presented at the end of each chapter and are as follows –

The second chapter shows that while investments and business interventions by VCs contribute to high growth rate in sales in product market; in the case of capital markets, investments by securities company-affiliated VCs or bank-affiliated VCs reduces initial profits in IPOs and tends to mitigate under pricing. In chapter 3 the CAR for target companies increase from 1% to 7% where as it founds 3% to 6% for bidder companies. And the positive influence of the announcement of M&A on bidder firms is 71% where as 92% for the target firms. After analyzing the data we get to know that the announcement of M&A is very good news for target companies compare to the bidder companies. And get to know how Japanese market has changed dramatically. Chapter 4 shows that common ownership of management resources with bought-out companies among complementary type TOB. Further, it was concluded that in the case of strength utilizing type TOB, the business situation of many target companies would worsen in the future. In chapter 5, it was seen that the capital market did not just value internationalization and diversification but relation between

strategies and business results, and so the profits of enterprises that diversified were evaluated as discount.

It is clear from above that the involvement of venture capital in IPO, M&A activities, as well as internationalization and diversification are influencing the value of enterprises in capital markets in various ways. It is hoped that this report contributes to the rise in corporate value and the improvement in formulation of business strategies of enterprises.

目次

第1章 序論.....	1
1.1 研究の背景.....	2
1.2 論文の構成.....	3
第2章 IPOにおけるベンチャーキャピタルの役割（陳）.....	4
2.1 はじめに.....	6
2.2 先行研究の整理.....	7
2.3 分析期間と分析対象.....	9
2.4 製品市場： IPO前後の売上高成長率への影響.....	10
2.4.1 仮説とモデル構築.....	10
2.4.2 データとサンプル.....	12
2.4.3 分析結果.....	14
2.5 資本市場： 初期収益率への影響.....	16
2.5.1 変数とモデル構築.....	17
2.5.2 データとサンプル.....	18
2.5.3 分析結果.....	19
2.6 おわりに.....	22
参考文献.....	24
付録.....	26
Chapter 3 M&A in Japan (Tiwari).....	31
3.1 Introduction.....	33
3.2 Literature Review.....	34
3.3 Introduction of Stock Market and M&A.....	36
3.3.1 Acquisition.....	37
3.3.1.1 Types of Acquisitions.....	37
3.3.2 Merger.....	38
3.3.2.1 Classifications of mergers.....	38
3.4 Distinction between Mergers and Acquisitions.....	39
3.5 Data and Methodology.....	40
3.5.1 Data Selection.....	40
3.5.2 The Cumulative Abnormal Return (CAR).....	41
3.6 Result of CAR (%).....	42
3.6.1 Exceptional Case.....	43
3.7 Comparative Analysis.....	44
3.8 Conclusion.....	45
References.....	47

第4章 TOB対象企業の経営分析（郭）	58
4.1 はじめに	60
4.2 背景	61
4.2.1 TOBの定義	61
4.2.2 TOBの制度	62
4.3 分析手法	64
4.3.1 基本データ	65
4.3.2 買付目的の分類	65
4.3.3 財務指標	68
4.3.4 企業価値指標	69
4.4 分析結果	72
4.4.1 2005年度から2007年度までのTOB	72
4.4.2 相互補完型TOB	73
4.4.3 強み活用型TOB	75
4.4.4 救済型TOB	76
4.4.5 グループ内TOB	78
4.5 まとめ	79
参考文献	81
第5章 国際化・多角化戦略の資本市場における評価（許）	82
5.1 問題意識・問題設定	84
5.2 データで見る近年の製造業界状況	85
5.3 先行研究	87
5.4 国際化・多角化戦略について	89
5.4.1 国際化戦略	89
5.4.2 多角化戦略	90
5.4.3 国際化と多角化尺度	91
5.5 研究枠組み	91
5.5.1 分析対象	91
5.5.2 データと分析期間	92
5.5.3 サンプルデータから見た自動車産業と電気産業の状況分析	92
5.5.4 モデル	94
5.5.5 分析結果	96
5.6 おわりに	99
参考文献	100
第6章 おわりに	102
謝辞	105