

エネルギー事業者のM&A前後のパフォーマンス評価

背 景

欧米を中心としたエネルギー事業者（電気・ガス）の間で、2000年をピークに一度沈静化していた合併買収（M&A）ブームが、2004年以降再燃している。エネルギー関連事業への集中戦略といった各社の事業戦略に基づくM&Aがメインであるが、このようなM&Aがどのような成果をもたらしているかを把握することは、上記の事業戦略の評価をする上でも重要である。

目 的

本稿では、M&A前後の事業者のパフォーマンス変化を、効率性指標を用いて計測するとともに、M&Aに対する市場からの評価を株価の変化率を用いて検証する。特に年代による違いや、案件の地域や事業種といった属性毎の特徴に着目し、その背景にある近年加速するエネルギー関連事業への集中戦略や、主に米国で見られるような国内回帰戦略の評価に関わる仮説の検証を試みる。

主な成果

全世界におけるM&A完了案件のうち、買収者もしくは売却者がエネルギー事業者で、買収価格が30億ドル以上の比較的大きな案件を分析の対象とする。データが取得可能な上場企業69社について、1997年～2000年をI期（活性期）、2001年～2003年をII期（停滞期）、2004年～2006年をIII期（活性期）に分け、買収者・売却者双方に対し、M&A前後の効率値と株価の変化率、及びM&Aに関わらなかった事業者を基準とする水準比較を行った。なお効率値は、ROA、ROE、労働効率性、費用効率性を総合的に捉える効率性指標をデータ包絡分析法によって計測した。

- 1) I期においては、資本市場は事業規模拡大に基づく成長重視の評価をしていたと考えられ、買収者の株価が上昇しているのに対し、売却者は株価を下落させている。当期はM&Aが盛んに行われていたが、効率値は買収者については悪化し、売却者については上昇するものの基準事業者の水準と同程度にとどまる。これらことから、M&Aは効率性改善には大きく貢献していなかったと考えられる。
- 2) M&Aの買収額・件数の停滞期であるII期は、買収者・売却者ともに株価は下落している。一方、効率性は買収者・売却者ともに上昇しており、停滞期におけるM&A案件の選定には、より慎重な調査と判断が要求され、結果として効率性パフォーマンスを向上させる優良なM&A案件が実施されたと考えられる。
- 3) III期は、I期と同様の活性期にあたるが、資本市場の評価は事業規模拡大に基づく成長重視から、事業の売買を通じた事業の最適化重視に推移しており、買収者・売却者ともに効率性を改善することが、同時に株価の上昇にも繋がっていると推察される。I・II期では効率性改善と株価の変動が一致していなかったことと比較して、III期は効率化を図ることが市場の評価にも結びついており、事業の効率化

のモチベーションも高まると考えられる。

- 4) 全期間を通じて、労働効率性の向上が全体的な総合効率性の上昇に大きく寄与していることが特徴として挙げられる。総合効率性が上昇していない買収案件においても、労働効率性の向上が計測されており、M&A を通して労働人員のより最適な配分が実現していることが推察される。
- 5) 属性別の特徴に着目すると、買収より売却案件の方が、中でも国外より国内案件の方が、全期間を通じて M&A 前後で効率性の上昇が見られる。遠隔地である国外よりも、国内における案件の方が、労働の配置、資産運用等の面からシナジーが働きやすいことに起因すると考えられる。
- 6) 国外事業の売却案件については効率性水準が低く、特に近年においては国外からの撤退が市場においても高く評価されている。国外事業の売却によって、わずかではあるが効率値も上昇しており、国内回帰戦略の有効性を示唆する結果と言える。

今後の展開

今後、新たに近年のデータが積み重ねられることによって、M&A のパフォーマンスについて考察を深めることができるであろう。特に、近年エネルギー関連事業への集中戦略が多くの事業者を採用されており、この戦略の効果を検証するためにも、エネルギー関連事業とそれ以外の事業の M&A のパフォーマンスの相違について明らかにしたい。

表 効率性と株価の M&A 前後の変化と水準
Table Efficiency and stock price between pre- and post- M&A

市場評価の観点		I期(活性期)	II期(停滞期)	III期(活性期)
		成長重視	成長重視	事業の最適化を評価
買収者	効率性	M&A前後変化	下落	上昇
		M&A後の水準	基準値と同程度	基準値を上回る
		地域別特徴	大きな違い無し	国外案件については、特に大きな上昇
		事業種別特徴	大きな違い無し	国内のエネルギー事業は上昇していない
	株価	M&A前後変化	上昇	下落
		M&A後の水準	基準値を上回る	基準値を下回る
		地域別特徴	大きな違い無し	大きな違い無し
		事業種別特徴	エネルギー事業の方が上昇率が大きい (エネルギー事業の方が感応度が高い)	エネルギー事業の方が下落率が大きい (エネルギー事業の方が感応度が高い)
売却者	効率性	M&A前後変化	上昇	上昇
		M&A後の水準	基準値と同程度	基準値を上回る
		地域別特徴	国外案件の水準が低い	-
		事業種別特徴	-	特殊ケースにつき評価無し
	株価	M&A前後変化	下落	下落
		M&A後の水準	基準値を下回る	基準値を下回る
		地域別特徴	大きな違い無し	-
		事業種別特徴	エネルギー事業の方が下落率が大きい (エネルギー事業の方が感応度が高い)	エネルギー事業の方が下落率が大きい (エネルギー事業の方が感応度が高い)

注：基準値は、M&A に関わらなかった事業者の水準を指す。

-：サンプル無し

研究報告 Y07023	キーワード：エネルギー事業者，合併買収，経営効率性，株価， データ包絡分析法
担当者	筒井 美樹（社会経済研究所 事業経営・電力政策領域）
連絡先	（財）電力中央研究所 社会経済研究所 Tel. 03-3480-2111(代) E-mail : src-rr-ml@criepi.denken.or.jp