

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 27 年 6 月 27 日現在

機関番号：32629

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530357

研究課題名(和文)クロスボーダーM&amp;AとグリーンフィールドFDI：直接投資選択要因の研究

研究課題名(英文)Similarities and Differences among Cross-border M&amp;A and Greenfield FDI Determinants

研究代表者

永野 護 (Nagano, Mamoru)

成蹊大学・経済学部・教授

研究者番号：20508858

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 1,600,000円

研究成果の概要(和文)：本研究は、アジア・オセアニア地域企業を標本とし、海外進出の際にCBMAとGFFDIのいずれを選択するのか、その決定要因と経営パフォーマンスの関係について検証した。本研究の結論は次の通りである。第一に進出相手国の人口規模、一人当たり所得、法人税率、はCBMAとGFFDI双方の選択を促す。第二に進出相手国の投資家保護法制の整備は、企業にCBMAを選択する誘因を与える。第三に進出相手国の知的財産法制の整備は、GFFDIを選択させる。第四にすでに進出相手国への進出実績がある場合は、GFFDIが好まれる。第五に海外進出前に累積株価収益率が高い場合はGFFDIが選択される確率が高い。

研究成果の概要(英文)：In this study, by focusing on emerging countries in Asia and Oceania, we provide empirical evidence of the similarities and differences in cross-border M&A and greenfield FDI determinants. We derive the following four main conclusions. First, an increase in host-country population size and decreases in per capita income and corporate tax rates generally attract both inward cross-border M&A and greenfield FDI to the host country. Second, however, a home-country firm tends to choose cross-border M&A when the host country sufficiently implements shareholder rights laws and the firm tends to choose greenfield FDI when the host country adequately enforces intellectual property rights laws. Third, a firm tends to choose greenfield FDI when the firm already has regional networks in the host country. Finally, a firm pursuing greenfield FDI experiences higher cumulative abnormal returns in its stock prices immediately before the investment.

研究分野：新興国市場のファイナンス研究

キーワード：直接投資 クロスボーダーM&amp;A グリーンフィールド直接投資 知的財産法制 投資家保護法制 企業ネットワーク

## 1. 研究開始当初の背景

東アジアの経済発展を支えてきた要因のひとつに外国企業からの直接投資がある。特に近年は情報通信産業や自動車産業において、主要先進国からの直接投資が、東アジア諸国の経済成長に長期的に貢献したと考えられている。新興国の中央政府が、主要先進国からの直接投資を期待する理由に技術移転があげられる。国内産業を保護するよりも、対内直接投資を促すことで、生産能力増強に加え、技術面でのスピルオーバーが期待できると考えられているためである。学術的にも、直接投資がもたらす技術移転、対内直接投資を促進する要因は、理論的・実証的に多くの先行研究が存在する。本研究は、対内直接投資を促す要因のひとつとして、新興国における法制環境要因に焦点をあて、この制度整備がもたらす直接投資誘因効果について検証を行っている。

企業が直接投資を実施する場合、選択肢はクロスボーダーM&A、グリーンフィールド直接投資の2つである。本研究では、この2つの直接投資であるクロスボーダーM&Aとグリーンフィールド直接投資の選択に与える影響を検証している。直接投資の実施に影響を与える要因のひとつとして、多くの先行研究が注目してきたのが知的財産法制である。先行研究では、知的財産制度の強化は、対内直接投資の増加、減少の双方の可能性を指摘している。また、2000年代、全直接投資に占めるクロスボーダーM&Aの比率が急上昇した背景を受け、近年は新たな直接投資であるクロスボーダーM&A実施の決定要因に関する実証分析が数多く発表されている。これらの研究では、企業がクロスボーダーM&Aを選択する際の規定要因として、進出先現地で必要とされる生産要素の本国からの移動性、投資家保護法制および株式市場の発展度、株価ならびに外国為替レートをあげている。

## 2. 研究の目的

本研究は、企業がクロスボーダーM&Aを実施するのに際し、投資対象国の法制度の発展度、投資実施企業の株価、の2要因がもたらす意思決定への影響を分析している。実証分析の対象を、東アジア地域へ進出する日本企業を標本とし、この2つの要因が与えるクロスボーダーM&A実施への影響と、グリーンフィールド直接投資(以下グリーンフィールドFDI)選択要因との違いを検証している。新興国政府は、開発政策のひとつとして、対内直接投資誘致を重視する。この理由は、外国企業による対内直接投資は、国内生産能力増強、技術スピルオーバーの、双方が期待できるためである。しかし、これまでの学術研究では、多くの研究がグリーンフィールドFDIを直接投資の中心的な投資形態として位置づけてきた。本研究は、近年急増中のクロスボーダーM&Aの促進要因が、グリーンフィールドFDIのそれとは異なることを明らかにすることで、直接投資の決定要因がその投資形態により異なることを示すことが研究の目的である。

直接投資の実施に影響を与える要因のひとつとして、多くの先行研究が注目してきたのが知的財産制度である。先行研究では、知的財産制度の強化は、対内直接投資の増加、減少の双方の可能性を指摘している。Helpman(1993)やGlass and Saggi(2002)の理論研究では、新興国での知的財産制度の強化は、先進国から新興国への直接投資を減少させ、Lai(1998)、Branstetter et al.(2006)は、増加させると結論付けている。また、この知的財産制度と対内直接投資の関係を実証的に分析したFerrantino(1993)やMaskus and Konan(1994)、Maskus and Penubarti(1995)、Smith(1999)、Fink and Primo Braga(2000)、Rafiquzzaman(2002)らの結果を総合すると、この2変数の関係は、正と

負の因果関係が相半ばしている。近年は、実証分析により、Smith(2001)、Javorcik(2004)、Ivus (2010)のように、有意な正の関係を支持する研究も増えてはいるものの、上記の直接投資の研究は、いずれも暗黙的にグリーンフィールド FDI を想定している。

2000年代、全直接投資に占めるクロスボーダーM&Aの比率が急上昇した背景を受け、近年は Barba Navaretti and Venables(2004)、Neary(2004)、Nocke and Yeaple(2004)、Govanni(2005)、Head and Ries(2008)、Erel et al.(2011)等、新たな直接投資であるクロスボーダーM&A実施の決定要因に関する実証分析が数多く発表されている。これらの研究では、企業がクロスボーダーM&Aを選択する際の規定要因として、進出先現地で必要とされる生産要素の本国からの移動性、金融法制環境および株式市場の発展度、株価ならびに外国為替レートをあげている。Nocke and Yeaple(2004)は、本国から現地へ生産要素を移動できない場合にクロスボーダーM&Aが選択され、また買収企業、ターゲット企業が上場企業である場合、そうではない場合について分析を行った Erel et al.(2011)は、企業の株価、両社間の為替レート変動がクロスボーダーM&Aの規程要因として効いていることを指摘している。

上記のように、近年の直接投資に係る研究では、クロスボーダーM&A実施の規定要因の研究が急増中であるが、クロスボーダーM&AとグリーンフィールドFDIとの選択要因の違いに関する実証研究は少ない。こうした点を踏まえ、本研究は、クロスボーダーM&Aとグリーンフィールド投資と実施の両方の決定要因を、同じ標本で検証することにより、クロスボーダーM&A実施の決定要因と、グリーンフィールドFDIのそれとの相違点を検証している。本研究

は、外国企業の対内投資に影響を与える法制度の発展度を、ひとつの決定要因として着目し、まず進出国外法制度の変化がもたらす影響が、2種類の直接投資で異なることを実証的に示している。次に、直接投資の実施と投資実施企業の株価の関係を精査し、企業の株価が、クロスボーダーM&AとグリーンフィールドFDIでは、与える影響が異なることを実証的に示している。

### 3. 研究の方法

本研究の実証分析では、仮説を検証するため、直接投資の実施企業を日本企業、投資受入国を東アジア諸国・地域としてデータセットを作成している。データセットは、被説明変数としてグリーンフィールドFDI、クロスボーダーM&A、の実施の有無を示す変数とその説明変数を準備する。直接投資を実施する企業は、日本の上場製造業社である。推計はSUR (Seemingly Unrelated Regression)により2方程式を同時推計している。被説明変数は、クロスボーダーM&A、グリーンフィールドFDIの実施の有無であり、企業が相手国へいずれかの直接投資を実施した場合に「1」、実施しない場合には「0」としている。被説明変数は、本研究が分析対象とする東アジアの投資対象国12カ国のうち、いずれかひとつの国が「1」、その他の国々は「0」となる。潜在的な投資対象国を東アジア12カ国とした理由は、日本との地理的距離が近い国々を採用することで、日本と投資対諸国間の空間的距離の違いがもたらす影響を捨象するためである。

Lai(1998)やBranstetter et al.(2006)の結論が、グリーンフィールドFDIのみならずクロスボーダーM&Aにも当てはまるのであれば、本推計においても、知的財産法制スコアがもたらす、クロスボーダーM&A、グリーンフィールドFDIへの関係は、ともに正のはずである。しかし、進出後、模倣品

増加等の不利益が発生した場合に撤退が短期的にも可能なクロスボーダーM&A に比べ、グリーンフィールド FDI はより困難であると考えられる。このため、知的財産法制が未整備な国では、もともとグリーンフィールド FDI による進出は採用され難く、この制度の変化にグリーンフィールド FDI はより感応度が高いと見られる。一方、研究では、投資対象国の株主保護法制の発展度が高い場合には、逆に企業は直接投資においてクロスボーダーM&A を選択しやすく、グリーンフィールド FDI は選択されにくい、と仮説設定している。特に、販売インフラの構築といったように、自国からの生産要素の持ち運びが難しい場合に、この法制度の改善、強化はクロスボーダーM&A を促すと考えられる。

2 つ目の変数グループは、投資対象国の経済動向を示すデータである。一人当たり GDP、人口、法人税率、日本から投資対象国への輸出取引額（対東アジア諸国合計比）を採用した。一人当たり GDP は投資対象国の経済発展水準を示す変数である。人口はその国の規模を示す変数であり、法人税率は、進出にともなう税制面でのコストを示す。日本からの輸出取引額は、当該企業のみならず他の日本企業との貿易面での円滑さや商取引に関わる障壁の度合いを示している。こうした原データから確認可能な状況と Javorcik(2004)、Ivus (2010) らの研究を踏まえ、本研究では経済成長率、人口規模、二国間貿易額のシェアは、クロスボーダーM&A、グリーンフィールド FDI とともに、直接投資実施の判断において正の影響をもたらすと考えている。

3 種類目の変数グループは、投資を実施する日本企業のデータを採用し、投資実施企業の研究開発投資累計額（対売上高比）企業規模を示す総資産残高（自然対数値）内部資金力を表す総資産利益率（ROA）

将来の投資機会の有無を示す時価・簿価比率（トービンのQ）を採用している。研究開発投資累計額が大きい企業ほど技術集約型製品を生産しており、海外進出に際して生産要素価格よりも投資対象国の知的財産法制の影響を受けやすいと考えられる。企業規模を示す変数は、企業規模が大きい程、過去においても直接投資を経験し、海外での事業展開を実施するノウハウが具備されていると考えられる。内部資金力と資本の時価・簿価比率は、一連の企業設備投資に係る研究同様、直接投資においてもプラスの影響がもたらされうると考えている。

実証モデルでは上記以外に、知的財産法制、株主権利法制の変化への感応度が高い産業に属する企業であるか否かを表す知的財産センシティブダミー、資本市場センシティブダミー及びその交差項を加えている。知的財産センシティブ産業の定義は Mansfield(1995)の研究に基づき、医薬品、化学、一般機械、電気機械、精密機械とした。資本市場センシティブ産業の定義は、過去に時価総額の対名目 GDP 比の上位 4 カ国、香港、豪州、シンガポール、韓国の 4 カ国でのクロスボーダーM&A 実施件数（対全直接投資比）が大きい食料品、紙パルプ、輸送機械、精密機械の 4 産業とした。推計では、このセンシティブダミー変数と他変数との交差項を加えることで、Ivus (2010) 同様、産業の違いによる効果を検証している。この他、投資対象国における過去の生産・販売ネットワーク構築の有無を表すダミー変数、年ダミー変数、国ダミー変数、産業ダミー変数を採用している。

#### 4. 研究成果

実証分析結果は、近年急増中のクロスボーダーM&A と知的財産法制環境は、関係性が希薄であることを示している。一方で、直接投資の大半を占めるグリーンフィールド FDI は、知的財産法制の強化から正の影

響を受ける結果を示しており、これは、Lai(1998)、Branstetter et al.(2006)、Javorcik(2004)の一連の研究結果と整合する。したがって、本研究では、新興国の知的財産法制の強化は、外国企業にクロスボーダーM&Aを通じた直接投資の増加を促すこととは関係性が低いことになる。本研究のこの実証結果が示唆する点は、クロスボーダーM&Aを誘致する場合と、グリーンフィールドFDIを促す場合では、投資を受け入れる新興国側の政策が異なることである。また、クロスボーダーM&Aと知的財産法制環境の関連性が希薄な理由は、産業効果もその要因のひとつとして指摘することができる。生産拠点に加えて、販売チャンネル双方を必要とする場合には、最近のケースでもクロスボーダーM&Aが採用されるケースが多い。しかし、こうしたケースでは進出先において、自社が持つ知的財産が保護されるか否かといった問題よりも、消費者の需要の大小が重視される。こうした理由が、クロスボーダーM&Aと知的財産法制との関係が、本推計において、有意な結果を示さなかったと見られる。日本企業の直接投資では、化学、機械、電気機械のように、中間財を生産する産業が、生産拠点展開をグリーンフィールドFDIにより行うケースが、これまでは多い。過去の知的センシティブ産業の海外進出のパターンが、グリーンフィールドFDIと知的財産法制環境の関係に、正の有意な関係を生み出していると見られる。

一方で、もうひとつの法制度の直接投資への影響は明白である。株主権利に関する法制環境は、クロスボーダーM&Aの実施には正の影響を与えるが、グリーンフィールドFDI実施の意思決定には影響を与えない。この結果は、Govanni(2005)が指摘する金融関連法制の発展度とクロスボーダーM&Aに関する結論と一致する。原データ

を確認すると、インドネシア、フィリピンのASEAN2カ国は、IMD評点で標本期間中4.0ポイント台が続いており、IMDの標本の中でも低い水準の国々として位置づけられる。一方、ASEANではマレーシア、シンガポール、南アジアではインドは、2000年代半ば以降、先進国並みの6.0ポイント台が続いており、この高い株主権利法制環境の評価が両国へのクロスボーダーM&Aが増加している要因の一つと考えることができる。中国については、3.0ポイント台の低い水準が続いているものの、高い経済成長率が代替的な役割を示していると見られる。

直接投資に影響を与えうる国要因の本研究の実証結果は、概ね先行研究と結果を共有する。本研究においても一人当たりGDPは、クロスボーダーM&A、グリーンフィールドFDI双方において、負の有意な係数値を示している。これは、Javorcik(2004)においても指摘されるように、経済発展度よりも単位労働コストの低さが、一人当たり所得と強い正の関係にあるため、結果的に直接投資に対して負の影響をもたらしているものと考えられる。また、人口規模や貿易取引の規模も、クロスボーダーM&A、グリーンフィールドFDI双方に有意に影響を及ぼしている。一方で、これらの国要因は、2つの直接投資双方に対して促進的な影響をもたらすが、2つの投資の選択要因にはなりえていない。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計6件)

1. Mamoru Nagano, (2013), Real Estate Securitization and the Debt Maturity Structure: Evidence from J-REITs, *International Real Estate Review*, Vol.16, No.3, 2013, pp.252-273, 査読有

2. Mamoru Nagano and Yuan Yuan, (2013), Cross-border Acquisitions in a Transition

Economy: Recent Experience of China and India" *Journal of Asian Economics*, Vol. 24, pp.66-79, (2013)., 査読有

3. Mamoru Nagano, (2013), Similarities and Differences among Cross-border M&A and Greenfield FDI Determinants, *Emerging Markets Review*, Vol. 16, 2013, pp.100-118. , 査読有

4. Mamoru Nagano and Dong-Ho Yeom, (2014), Another Determinant of Household Leverage:Evidence from Japan's Mortgage Loan Data, *International Review of Finance*, 2014, Vol.14, No.1, pp.105-139. , 査読有

5. Ken Itakura and Yoshifumi Fukunaga, and Ikumo Isono, (2013), A CGE Study of Economic Impact of Accession of Hong Kong to ASEAN-China Free Trade Agreement, *ERIA Discussion Paper Series No. 2013-06. 1-28*, 査読無.

6. Ken Itakura, (2013), Impact of Liberalization and Improved Connectivity and Facilitation in ASEAN for the ASEAN Economic Community, *ERIA Discussion Paper Series No.2013-01. 1-45*, 査読無

〔学会発表〕(計 4 件)

1. Mamoru Nagano, Who Issues Debt Securities in Emerging Countries?, The 3rd Turkish Economic Association Annual Meeting. (20121101-20121103) Izmir, Turkey

2. Mamoru Nagano, Similarities and Differences among Cross-border M&A and Greenfield FDI Determinants: Evidence from Asia and Oceania, The 13th East Asian Economic Association, Annual Meeting. (20121019-20121020). Singapore.

3. Ken Itakura, ASEAN Prospects Beyond 2015: A Baseline Simulation with GTAP, Workshop of ASEAN and AEC Beyond 2015, (20131126-20131127). Manila, Philippines.

4. Ken Itakura, FTA/EPA Implementation Observed in Japan" 2012 APEC Workshop on FTA Implementation. (20121116-20121116). Seoul, Korea

〔図書〕(計 件)

〔産業財産権〕

出願状況(計 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：

番号：  
出願年月日：  
国内外の別：

取得状況(計 件)

名称：  
発明者：  
権利者：  
種類：  
番号：  
出願年月日：  
取得年月日：  
国内外の別：

〔その他〕

ホームページ等

<http://sun.econ.seikei.ac.jp/~mnagano/research.html>

(掲載論文情報のみ掲示)

6. 研究組織

(1)研究代表者

永野 護 (NAGANO MAMORU)

名古屋市立大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：20508858

(2)研究分担者

板倉 健 (Itakura Ken)

名古屋市立大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：90405217

(3)連携研究者

( )

研究者番号：