

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 27 年 6 月 2 日現在

機関番号：12608

研究種目：基盤研究(C)

研究期間：2012～2014

課題番号：24530422

研究課題名(和文)クロスボーダーM&Aにおける日本企業の行動と経済性の国際比較分析

研究課題名(英文)An analysis of cross-border acquisitions by Japanese firms from cross-country comparative analysis

研究代表者

井上 光太郎(Inoue, Kotaro)

東京工業大学・社会理工学研究科・教授

研究者番号：90381904

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,700,000円

研究成果の概要(和文)：本研究では、日本企業のクロスボーダーM&Aの経済性に関する実証研究を進め、4本の論文を作成した。4本の論文において示した新たな知見は、日本企業の海外M&Aが国内M&Aよりも高い評価を受けていること、その背景には日本の国内市場の成熟化に伴う海外の成長市場の獲得への株式市場の期待があること、企業の手元流動性の適切な使用用途の一つとなっていること、一方で海外M&A後に買手企業が株主価値や収益性を有意に改善したとは言えないこと、日本企業は国際比較研究では顕著な傾向とされる不確実性回避の企業文化に影響を受けた投資行動を取っていることなどである。

研究成果の概要(英文)：In this project, we prepared four research papers which empirically analyze economics of cross-border acquisitions by Japanese firms. We find that cross-border acquisitions by Japanese acquirers are evaluated positively by Japanese stock market, the stock market positively evaluates growth potential achieved by the overseas acquisitions. We also confirm that the acquisitions are economically rational usage of cash on hand of the acquiring firms. On the other hand, we did not find supporting evidence that Japanese acquirers increase shareholder wealth or improve performance in the post-acquisition period. We also find that Japanese corporate culture of strong uncertainty avoidance results in less cross-border acquisitions and higher premium payment to reduce completion risks. The results properly explains behavior of Japanese acquirers who are categorized in the high uncertainty avoidance group.

研究分野：経営学

キーワード：経営学 経営財務 クロスボーダーM&A 企業統治

1. 研究開始当初の背景

国内市場の成熟化の中で、日本企業によるクロスボーダーM&A（海外企業買収）が増大傾向にある。日本国内のM&Aは、双方の企業に対する事前知識がある中で、友好的な交渉の中で意思決定されることが多い。また、日本のM&A市場における競争は比較的緩やかである。

これに対し、クロスボーダーM&Aでは、新興市場など新たな成長機会を獲得する機会である一方、異なる法制度または企業文化の中での取引が必要となる。また、支配プレミアムや株式取得比率など、日本のM&A市場とは異なる競争状況の中で取引が実施される。国内M&Aとは異なる経済的、または文化的な環境の下での日本企業の買収の経済性評価が可能になる点で、クロスボーダーM&Aの経済性研究は、企業の投資行動に関する新たな研究機会となり、また実務的示唆にも富む。

そこで本研究では、研究代表者の国内M&A研究の知見を活かし、企業文化や法制度など新たな側面を取り入れながら研究を進めることを計画した。

2. 研究の目的

本研究の目的は以下の点である。本研究では4本の主要論文を作成しており、それぞれに関して順番に記載する。

(1) クロスボーダーM&Aの経済性、および国内M&Aとの経済性の差異を明らかにすること。国内市場の成熟を背景に、海外M&Aを行う企業が増える傾向があるが、投資対象国の成長性の違いが買い手企業の株主価値に影響を与えるかをM&A発表日の株価効果から検証し、市場の成長性とM&Aの経済性の関係を明らかにすることを試みる。

(2) 実務界ではM&A後の組織統合にM&Aの最大の難しさがあるとされており、その成否により事後的なパフォーマンスに大きな差が発生する可能性がある。M&A後の長期パフォーマンスの検証により、日本企業によるM&Aが実際に経済的価値創出を実現しているかを検証する。また、M&A発表時の株価効果が長期パフォーマンスと整合性があるかの検証も行い、株価のイベントスタディの有効性を確認することも目的としている。

(3) 日本企業によるクロスボーダーM&Aが増加しているアジアでは、法制度や企業文化の違いが大きい。そこで、異なる法制度、企業文化の中での買収行動の違いと、株式市場の反応の違いを検証する。アジアおよび欧米企業によるM&Aを比較研究することにより、法制度の違いや企業文化がM&Aの経済性にもたらす効果を検証する。

(4) 研究期間中に、金融緩和の影響もあり

日本企業の内部留保が蓄積され、キャッシュ・リッチ企業が増加した。日本企業はそうした手元資金を利用したM&Aを増大させている。その中にはクロスボーダーM&Aも多く含まれる。このようなキャッシュ・リッチ企業によるM&Aは米国では価値喪失に結びついていることをHarford [1999]などの研究が示し、フリー・キャッシュフロー問題が生じていると報告している。そこで日本でも、同様の問題が発生しているかを明らかにする。この研究は、クロスボーダーM&Aの経済性に加え、企業の余剰現金保有の経済的な含意を明らかにすることを目的にしている。

3. 研究の方法

研究の目的に記載した(1)から(4)の各研究目的にそったサンプルを形成し、それぞれに関して実証分析を行っている。

(1) クロスボーダーM&Aの経済性研究については、2000年から2010年の11年間の日本企業によるクロスボーダーM&Aおよび国内M&Aのサンプルを作成し、取引発表時の株価効果のイベントスタディを実施している。さらに、その株価効果の要因を、企業の成長性や買収先国の成長性との関連で回帰分析などにより検証を行っている。

(2) M&A後の長期パフォーマンスについては、日本企業による2003年から2010年の期間のM&A(クロスボーダー、国内)によりサンプルを形成している。買収後のパフォーマンスは、株価とROAなど財務指標の両方で検証し、検証期間は3年間としている。また、買い手企業におけるコーポレートガバナンスの状況がM&Aの選択や経済性に影響を持つことを予測し、長期パフォーマンスとコーポレートガバナンスの関連性を回帰分析により検証している。

(3) 企業文化と法制度がM&Aに関する買い手の行動や、経済性に与える効果の検証を可能にするため、アジアおよび米国、欧州主要国など17カ国のターゲットにしたM&A(クロスボーダー、国内とも)を分析対象とした。分析において着目したのは、M&Aの頻度、その中でクロスボーダーM&Aの頻度、買収時の取得株式比率、支払いプレミアムなど買い手側の選択する企業行動、ならびにその結果としてのM&A発表時の買い手の株価効果である。法制度に関しては法とファイナンス研究を参考に法制度の起源を、企業文化に関しては特にM&Aに直接の影響を与える不確実性回避傾向の国際比較指標を利用した。この不確実性回避傾向の指標はHofstedeの企業文化指標を使用しているが、同指標では日本はサンプルとした国の中でも最も不確実性回避傾向が強く、本研究から日本企業のM&Aへのスタンスを国際比較の視点から明らかにすることも試みる。

(4) キャッシュ・リッチ企業による M&A がフリー・キャッシュフロー問題を引き起こしているかを検証するため、まずはキャッシュ・リッチ企業をパネルデータから特定している。キャッシュ・リッチ企業の特定には Harford [1999] を参考とした。分析では、特定されたキャッシュ・リッチ企業が M&A を行う確率が高いことを確認し、そうした M&A の株価効果を検証している。さらに、キャッシュ・リッチ企業がリスクを積極的にとる傾向があるのかについても検証を行っている。

4. 研究成果

以下、研究目的と研究の目的に記載した(1)から(4)の研究から得られた知見を順番に記載し、各論文の発表状況を示す。

(1) クロスボーダー M&A と国内 M&A の株価効果の比較研究については、クロスボーダー M&A が相対的に大きな株主価値を創出していること、その中でもリーマンショック前は先進国企業に対する買収が相対的に高い株価効果となっているが、リーマンショック後は逆に新興国企業に対する買収が相対的に高い株価効果になっていることを発見した。また、買い手の日本企業の売上成長率が低いほど、海外 M&A においてのみ高い株価効果に結びつくことを発見した。これらの実証結果は、国内市場の成熟化により国内の産業再編では経済効果が限定されていること、海外市場の獲得で成長性を獲得できる M&A に対して株式市場の評価が高くなっていることを示す。本研究は、米国の Midwest Finance Association Conference, 日本ファイナンス学会で報告を経て、海外専門誌に投稿中である。

(2) M&A 後の長期パフォーマンス研究については、最初に M&A 発表日の株価効果を分析し、その上で長期パフォーマンスを分析している。M&A の発表前後には、買い手企業の株価が上昇しているが、M&A 発表後の3年間では、有意なプラスやマイナスの超過リターンは確認出来なかった。これは、株式市場が、M&A の企業価値への影響をもっぱら発表時の株価に反映していることを意味する。

一方、買い手企業の収益性 (ROA, 売上利益率) 分析では、M&A 後に有意に収益性が改善しているとはいえなかった。従って、M&A 実施後3年間ではシナジー効果の実現に十分な期間とはいえないと解釈されるものの、米国や英国の M&A では、M&A 後の収益悪化が見られないという報告を踏まえると、日本企業の M&A 後のシナジーの創出、またはリストラクチャリングの取り組みが遅いという懸念もある。

M&A 後の長期の株価および業績への効果を見ると、海外の先進国企業の買収でパフォーマンスが悪かった。これはリーマンショック

など国レベルの経済環境の変化が M&A の経済性に大きな影響を及ぼすことを示す。また、社外取締役が存在する買い手企業による M&A の方が、買収3年後の収益性が良好であることも発見した。社外取締役は、M&A のような大きな経営判断時に貢献するという見方に整合的な結果といえる。

本研究の分析結果の一部を「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』60(4), 100-116. に掲載し、さらに詳細な分析結果を米国の Midwest Finance Association Conference, 日本ファイナンス学会で報告を経て、「Are Japanese Acquisitions Efficient Investments?」RIETI Discussion Paper 13-E-085 に報告している。さらに、本研究におけるクロスボーダー M&A の研究成果から得られた知見は、2013年1月14日の日本経済新聞の経済教室「海外 M&A 成功の条件」において報道されている。

(3) クロスボーダー M&A 行動における法制度と企業文化の影響の分析結果からは、不確実性回避の傾向の強い国は、経済規模に比較して M&A の活用水準が低く、特にクロスボーダー M&A には消極的であることが明らかになった。さらに、不確実性回避傾向の高いグループと低いグループに分けて M&A 行動の違いを分析すると、分析不確実性回避指数の高い国の企業がクロスボーダー M&A を実施する時には、相手企業株式の取得比率と支配プレミアムいずれも相対的に高い。こうした M&A 行動の差異は、不確実性回避指数と相関関係を持つその国の法体系など他の要因を考慮した分析結果でも、独自の影響を持つことを確認した。日本企業は不確実性回避の企業文化の最も強い国に分類されることから、本研究の結果は企業文化が日本企業の M&A, 特にクロスボーダー M&A に対する消極的姿勢につながっていることを示唆する。

本研究成果は、米国の Midwest Finance Association Conference, FMA Asian Conference, アジアファイナンス学会など国際学会と、日本ファイナンス学会で報告を経て、RIETI Discussion Paper に掲載し、さらに修正・拡張したものを海外専門誌に投稿中である。さらに本研究からの示唆は2014年2月4日の日本経済新聞の経済教室「M&A を考える：企業統治、変化の契機に」において紹介している。

(4) 日本企業の現金保有と企業買収行動の分析については、現段階で進行中であるが、以下の結果を得ている。まず、キャッシュ・リッチ企業が企業買収行動を選択する確率が高いことを確認し、この結果は Harford [1999] の結果と整合的であるが、その買収が取引発表時に株式市場からプラスの評価を受けていること、キャッシュ・リッチ企業以外の企業に対しても株価効果が劣っていない

いことを明らかにした。Harford [1999]の結果に反して、日本ではキャッシュ・リッチ企業による企業買収におけるフリー・キャッシュフロー問題に対する懸念を、余剰現金のもたらす競争力向上に対する株式市場の期待が上回っていると解釈できる。このように日本企業の中でもキャッシュ・リッチ企業はM&Aに積極的で、そのM&Aは価値増大に結びつくことを示したが、これはキャッシュ・リッチ企業が適切なリスクテイクをしていることも分析で確認した。以上の結果は、キャッシュ・リッチ企業が、その競争優位性を活かして積極的な投資行動を行い、株式市場からもその行動は支持されていることを示す。この結果は、Jensenの主張するフリー・キャッシュフロー問題とは整合的でなく、日本では米国と異なり、余剰現金の使途が規模最大化の非効率な投資ではなく、株主価値増大に結びつく成長投資に向かっていることを示唆する。

本研究は、まだ分析途中であるが、初期段階の成果について、2015年6月の日本ファイナンス学会大会にて報告している。

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4件)

M. Bremer, A. Hoshi, K. Inoue, and K. Suzuki, "Uncertainty avoidance behavior and cross-border acquisitions", RIETI Discussion Paper 15-E-033(公開 Discussion Paper, <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/15e033.html>), (2015) pp.1-47. (査読無)

井上光太郎(2014)「コーポレートファイナンスの現場」、『経済セミナー』678, 42-46, (査読無)

K. Inoue, S. Nara, and T. Yamasaki, "Are Japanese acquisitions efficient investments?" RIETI Discussion Paper 13-E-085 (公開 Discussion Paper, <http://www.rieti.go.jp/jp/publications/nts/13e085.html>), (2013), pp.1-45. (査読無)

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』60(4), 100-116. (査読無)

[学会発表](計12件)

井上光太郎, 「日本企業の現金保有と企業買収行動の実証研究」, 日本ファイナンス学会第23回大会 2015年6月6日, 東京大学(東京都文京区), (査読有)

M. Bremer, A. Hoshi, K. Inoue, and K. Suzuki, "Price of control in the East Asia and Pac Rim Regions; Law, culture

and market," International Workshop: Growth of firms, ownership, and value", 2014年9月9日, ホノルル, ハワイ, (査読無)

Hideaki Kato, "Divergence of opinion, short-sales constraints and stock returns; Evidence from Japanese seasoned equity offering," European Finance Association 2014 Conference, 2014年8月27日, ルガーノ, スイス, (査読有)

M. Bremer, A. Hoshi, K. Inoue, and K. Suzuki, "Uncertainty avoidance behavior and cross-border acquisitions," Asian Finance Association 2014 Conference, 2014年6月26日, バリ, インドネシア, (査読有)

M. Bremer, A. Hoshi, K. Inoue, and K. Suzuki, "Price of control in the East Asia and Pac Rim Regions; Law, culture and market," Financial Management Association 2014 Asian Conference, 2014年5月10日, 一橋大学(東京都千代田区)(査読有)

井上光太郎「日本企業のM&Aの成果：実証研究の示唆」, 日本経営財務研究学会「統一論題」, 2013年10月5日(招待講演) 兵庫県立大学(兵庫県神戸市)

M. Bremer, A. Hoshi, K. Inoue, and K. Suzuki, "Price of control in the East Asia and Pac-Rim region:Law, culture and market" 日本ファイナンス学会 2013年大会, 2013年6月1日, 武蔵大学(東京都練馬区), (査読有)

K. Inoue, S. Nara, and T. Yamasaki, "Are Japanese acquisitions efficient investments?" 日本ファイナンス学会 2013年大会, 2013年6月1日, 武蔵大学(東京都練馬区)(査読有)

K. Inoue, C. Taotao, Y. Zhu, C. Yan, S. Song (2013) "Do market value market-based governance? Case of cross-border acquisitions by Chinese firms" Midwest Finance Association Annual Meeting 2013年3月15日, Chicago, U.S. March (査読有)

M. Bremer, A. Hoshi, K. Inoue, and K. Suzuki, (2013) "Price of control in the East Asia and Pac-Rim region:Law, culture and market" Midwest Finance Association Annual Meeting 2013年3月14日, Chicago, U.S. March (査読有)

R. Ings and K. Inoue (2012), "Do cross-border acquisitions create more shareholder value than domestic deals for firms in a mature economy? The Japanese case," 日本ファイナンス学会 2012年大会, 2012年5月27日, 一橋大学(東京都千代田区)(査読有)

R. Ings and K. Inoue (2012), "Do cross-border acquisitions create more shareholder value than domestic deals for firms in a mature economy? The Japanese case" Midwest Finance Association Annual Meeting 2012 年 2 月 11 日, New Orleans, U.S. February (査読有)

研究者番号： 40338653

加藤 英明 (KATO, Hideaki)
名古屋大学・経済学研究科・教授
研究者番号：80177435

(3)連携研究者
なし

〔図書〕(計 2 件)

(1) 新井ゆたか編著, ぎょうせい, 『Next Market を見据えた食品企業のグローバル戦略』, (2015), 第 4 章, 井上光太郎・鈴木有希, 「インド市場における M&A の特徴」, pp.149-157.

(2) 新井ゆたか編著, ぎょうせい, 『食品企業 飛躍の鍵 - グローバル化への挑戦』 (2013), 第 4 章, 井上光太郎・細野有希, 「日本発グローバル食品企業のデザイン: 背景と道筋」, pp.103-126.

〔産業財産権〕

出願状況 (計 0 件)
なし

取得状況 (計 0 件)
なし

〔その他〕

ホームページ等

研究室ホームページ

<http://www.me.titech.ac.jp/~inouelab/>

SSRN Author 's Page

http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=361885

http://papers.ssrn.com/sol3/cf_dev/AbsByAuth.cfm?per_id=1719378

研究成果の新聞報道

2014 年 2 月 4 日の日本経済新聞の経済教室
「M&A を考える: 企業統治, 変化の契機に」,
井上光太郎

研究成果の新聞報道

2013 年 1 月 14 日の日本経済新聞の経済教室
「海外 M&A 成功の条件」, 井上光太郎

6. 研究組織

(1) 研究代表者

井上 光太郎 (INOUE, Kotaro)
東京工業大学・大学院社会理工学研究科・
教授
研究者番号：90381904

(2) 研究分担者

鈴木 一功 (SUZUKI, Kazunori)
早稲田大学・商学大学院・教授