

令和 6 年 6 月 9 日現在

機関番号：32601

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2020～2023

課題番号：20K01634

研究課題名（和文）海外M&Aとグリーンフィールド投資の決定要因と都市の集積効果に関する経済分析

研究課題名（英文）Economic Analysis on Determinants of Cross-border M&A and Greenfield Investment and Urban Agglomeration Effects

研究代表者

伊藤 万里（ITO, BANRI）

青山学院大学・経済学部・教授

研究者番号：40424212

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,100,000円

研究成果の概要（和文）：本研究課題は、直接投資の手段としてその比重が増しつつあるクロスボーダーM&Aの決定要因について、案件レベルのマイクロデータを利用して実証分析に取り組んだ。分析では決定要因に関して特に投資元・投資先の集積がもたらす効果に着目し、クロスボーダーM&Aフローに与える影響について、国・都市・案件レベルにおいて検証を進めた。その結果、グローバル企業の集積や、M&Aを仲介するアドバイザーの集積がM&Aを増やす効果を有することや、M&Aプレミアムを高めることなどが確認された。この結果は、M&Aに係る知識や情報の蓄積がクロスボーダーM&Aの増加に重要であることを示唆している。

研究成果の学術的意義や社会的意義

海外直接投資は一般にグリーンフィールド投資とクロスボーダーM&Asに分けられるが、近年は後者の増加傾向が顕著である。海外直接投資の決定要因分析はこれまでも進められているが、クロスボーダーM&Asについては必ずしも実証的に明らかにされていない。本研究で明らかとなったM&As投資の要因としてグローバル企業やアドバイザーの集積効果が確認されたことから、M&Asに係る知識情報の生産と蓄積が重要であることが示唆される。日本の対内直接投資残高は他国と比べて極めて低いが、グローバル企業の投資誘致やM&Aアドバイザー企業の集積を進めることが対内投資の促進に寄与するものと期待される。

研究成果の概要（英文）：This research uses deal-level microdata to conduct empirical analyses of the determinants of cross-border M&A, which is becoming increasingly important as a means of foreign direct investment. This study focuses on the effects of the agglomeration of origins and destinations in particular and examines the impact on cross-border M&A flows at the country, city, and deal levels. As a result, it was confirmed that the agglomeration of global firms and advisors who mediate M&A has the effect of increasing M&A and raising M&A premiums. This result suggests that the accumulation of knowledge and information related to M&A is important for increasing cross-border M&A.

研究分野：国際経済学

キーワード：直接投資 M&A 重力モデル 集積 グローバル企業 都市

1. 研究開始当初の背景

直接投資の傾向には近年大きな変容が見られる。海外直接投資は一般にグリーンフィールド投資とクロスボーダーM&Asに分けられるが、M&Asが特に近年顕著に増加しており、直接投資の主要手段としての地位を確立しつつある。たとえば UNCTAD の World Investment Report 2018 によると、クロスボーダーM&Asの件数は2009年以降増加基調にある。価値ベースでは2013年以降の増加が著しく、2015年以降はグリーンフィールド投資とほぼ同規模になっている。このように海外直接投資の方法に大きな変化が見られる中、学術面における研究は必ずしもこうした実態を捉え切れていない。

2. 研究の目的

本研究の目的は、クロスボーダーM&Asに関する案件レベルの詳細なマイクロデータを、国属性データ・都市属性データ、企業属性データ等と接合させ、投資元と投資先の属性を考慮しながらクロスボーダーM&Asの決定要因を実証分析によって明らかにすることである。分析では特に、クロスボーダーM&Asが特定の国・都市に集中する傾向に着目し、国・都市の集積効果に焦点を当て、どのような集積指標が影響を与えるのかを検証を進める。集積は一般に、中間財や専門的な労働者のプールが平均費用の低下をもたらしたり、知識が波及するといった正の外部性を持つことが知られている (Fujita and Thisse, 1996)。さらに集積と企業立地の関係に関しては、Duranton and Puga (2004)が両者の関連性を指摘している。こうしたことから本研究では、既存研究で示された国や企業属性を考慮した上で、投資先の集積効果が観測されるか否かについて、国、都市、案件レベルといったさまざまな分析レベルで検証を講じる。

3. 研究の方法

本研究課題では、越境M&Aの案件データを元に、第一に国レベルに集計化したデータで重力モデルの推計を実施した。一般的に重力モデルは、2国間の貿易フローを説明する際に用いられる手法であるが、ここでは2国間のM&Aフローを説明するモデルとして利用した。通常用いられる重力モデルの説明変数、GDPや距離に加えて、M&Aに影響を及ぼす要因として特にM&Aアドバイザーの集積が取引額に与える影響について検証した。M&AアドバイザーはM&A候補の探索・選定、デューデリジェンス、対象企業の事業価値の算出など、多くの重要な役割を担っており、これらの活動は、買収企業と対象企業間の情報の非対称性を減らすことを目的とした情報生産と見なされる。

第二に、投資元都市と投資先都市の属性に関するデータを利用し、都市間M&Aフローのデータに重力モデルを適用させた決定要因分析を進めた。2国間M&Aフローの分析と同様に、基本となる変数は都市のGDPと都市間距離であり、これらは世界の主要都市をカバーするGlobal Power City Indexデータを利用し、都市間の距離についてはWorld Distance Calculatorから計測した。その他都市属性として、特に都市の集積変数にグローバル企業の集積数を説明変数に導入し、M&Aフローに正の影響を与えるか否かについて検証する。

第三に、案件レベルのデータを用いた研究は日本を対象としたものと、全世界を対象とした研究の二つを実施した。前者の日本のケースについては、対日直接投資が諸外国に比べて少ない現状を鑑み、M&Aの促進に寄与したと思われる2007年5月1日に施行された会社法の「合併等対価の柔軟化」の影響を検証した。実証分析では、影響を識別するため差の差の推計手法 (difference-in-differences) を用いて分析した。全世界を対象とした分析では、M&Aアドバイザーの集積がM&AプレミアムやM&Aの株主リターンにどのような影響を与えるのか、propensity score matchingを分析手法に採用し、因果効果について検証を進めた。

最後に、M&Aの決定要因分析に関連して、対内M&A投資の受け入れに関する人々の選好がどのような要因によって決定されるのかについても実証分析を拡張させた。これは個人の選好が対内投資政策の支持形成に影響するという考えに基づくもので、M&A投資に対する選好はアンケート調査によって収集し、どのような個人属性が対内M&A投資の受け入れへの選好に影響しているかについて離散選択モデルを用いて検証した。

4. 研究成果

国レベルの重力モデルの結果 (Ito, Kawakami and Ko, 2023) からは、M&Aアドバイザーの集積がM&A取引額に正の影響を持ち、とりわけ買収側の国においてその影響が顕著であることが示された。案件数と案件当たりの平均額に与える影響とでは、特に案件数に与える影響が大きいことも明らかとなった。さらに、M&Aアドバイザーの集積と、金融機関および金融市場の発展の程度との間には代替性があり、金融環境が脆弱の国ではアドバイザーがその役割を代替していることが示唆された。

都市間M&Aのデータに重力モデルを適用させた分析結果 (Ito and Shirai, 2024) では、2都市間の距離がM&A投資額と負の相関関係がある一方、投資先の都市属性として、経済規模や集積の程度を表す変数がM&Aの受け入れに統計的に有意に正の相関関係を有していることが明らか

となった。特にグローバル企業の集積が進んでいる都市にはさらなる M&A 投資の増加が確認され、循環的に M&A 投資が特定の都市に集中していく特徴があることが示唆された。これはクロスボーダーM&A フローが特定の都市に集中している実態と整合的である。表 1 は、対象都市の上位 1%、5%、10% が国内の M&A 総額に占める割合を示したものである。表から、国内の特定の都市に M&A 額が集中していることがわかる。中国、フランス、日本では、上位 1% の都市が全体の半分以上を占め、上位 10% の都市が全体の約 90% を占めている。このような都市への偏りは、フランス、ドイツ、日本、イギリス、アメリカでも顕著である。このことから、対日直接投資誘致政策は、国レベルではなく都市レベルで取り組むことが重要であり、特にグローバル企業の誘致は続く投資の呼び水効果が期待できる。

表 1 . 特定都市への M&A 投資の集中

Country	Top 1%	Top 5%	Top 10%
China	66.5%	82.5%	88.8%
France	55.6%	77.1%	88.6%
Germany	25.4%	57.8%	72.6%
Japan	60.8%	86.5%	92.9%
UK	46.7%	68.1%	81.8%
US	38.6%	75.0%	85.6%

出所：Ito and Shirai (2024) Table 1.

案件レベルの分析では、伊藤・川上・高 (2023) が日本の会社法の「合併等対価の柔軟化」の影響に関して、差の差の推計手法を用いて分析した結果、この制度変更によって日本企業を対象とする M&A が増えたという証拠は認められなかった。また、アドバイザー有無と M&A の金額との間にここでも相関関係が見られた。買収側・被買収側ともにアドバイザーが関わっていない案件に比べ、アドバイザーがいずれかまたは双方についている案件は買収金額に顕著な差がある。特に双方にアドバイザーがついている案件は、片方にアドバイザーがいる案件よりも買収金額高い。また、片方にのみアドバイザーがいる案件では買収側についている案件の方が被買収側についている案件よりも高い。アドバイザーの存在が大型案件の受け入れには必須の条件になることを示唆している。全世界を対象とした分析では、アドバイザーによる M&A プレミアムおよび株主リターンへの因果効果が確認された。この効果は特に財務よりも法務アドバイザーについて顕著であることも明らかとなった。

対内投資の決定要因に関連して個人の対外政策への選好についても分析を拡張した。Ito, Tanaka and Jinji (2023) と Tanaka, Ito and Jinji (2023) ではアンケート調査の結果、対内グリーンフィールド投資には賛成もしくは中立的な立場をとっていても、対内 M&A 投資に対しては反対の姿勢を示す人たちがかなり存在することが明らかとなった。全般的に年収や学歴、産業や勤務形態といった経済的な属性は対内直接投資の選好に影響を与えておらず、非経済的な要因による影響が目立った。この背景には、対内直接投資が低調な日本において経済的な影響を実感できておらず、個人が外資参入に対して抱いている印象に基づいて直感的に反応していることが考えられる。とりわけ M&A 投資の受け入れに関する選好は、外資アレルギーや損失回避バイアス、時間選好率といった非経済的な要因によって強く影響を受けている。都市部にこうした特徴を持つ人々が一定程度集積していることが対内 M&A の障壁となっている可能性がある。

参考文献

- Duranton, G., Puga, D. (2004). Micro-foundations of urban agglomeration economies, in: Henderson, J.V., Thisse, J.F. (Eds.), *Handbook of Regional and Urban Economics*, 4. Elsevier, 2063–2117.
- Fujita, M., Thisse, J. (1996). Economics of agglomeration. *Journal of the Japanese and International Economies* 10, 339–378.
- Ito, Banri, Kawakami, Kei, Junhyung, Ko. (2023) Defying Gravity: The Role of Intermediaries for Cross-Border Mergers and Acquisitions, Working paper 16, 2023-2, Institute of Economic Research, Aoyama Gakuin University.
- Ito, Banri, Shirai, Katsunori. (2024) City-specific determinants of cross-border M&As: An inter-urban gravity approach. *International Economics and Economic Policy*, 21, 65–88.
- Ito, Banri, Tanaka, Ayumu, Jinji, Naoto. (2023) Why do people oppose foreign acquisitions? Evidence from Japanese individual-level data. *Japan and the World Economy*, 66.
- Tanaka, Ayumu, Ito, Banri, Jinji, Naoto. (2023) Individual Preferences Toward Inward Foreign Direct Investment: A Conjoint Survey Experiment, *Journal of Asian Economics*, 88.
- 川上 圭, 伊藤 万里, 高 準亨「日本企業が関わるクロス・ボーダーM&A について」Working paper 16, 2023-4, Institute of Economic Research, Aoyama Gakuin University.

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計6件（うち査読付論文 3件/うち国際共著 0件/うちオープンアクセス 3件）

1. 著者名 Ito Banri, Tanaka Ayumu, Jinji Naoto	4. 巻 66
2. 論文標題 Why do people oppose foreign acquisitions? Evidence from Japanese individual-level data	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Japan and the World Economy	6. 最初と最後の頁 101187 ~ 101187
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.japwor.2023.101187	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -
1. 著者名 Tanaka Ayumu, Ito Banri, Jinji Naoto	4. 巻 88
2. 論文標題 Individual preferences toward inward foreign direct investment: A survey experiment	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Journal of Asian Economics	6. 最初と最後の頁 101644 ~ 101644
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1016/j.asieco.2023.101644	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 伊藤万里・棕寛	4. 巻 722
2. 論文標題 新型コロナ危機を超えて、貿易のあるべき姿を考える	5. 発行年 2021年
3. 雑誌名 経済セミナー	6. 最初と最後の頁 5-23
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -
1. 著者名 Ito Banri, Shirai Katsunori	4. 巻 21
2. 論文標題 City-specific determinants of cross-border M&As: an inter-urban gravity approach	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 International Economics and Economic Policy	6. 最初と最後の頁 65 ~ 88
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） 10.1007/s10368-023-00577-6	査読の有無 有
オープンアクセス オープンアクセスではない、又はオープンアクセスが困難	国際共著 -

1. 著者名 Banri Ito, Kei Kawakami, Junhyung Ko	4. 巻 2023-2
2. 論文標題 Defying Gravity: The Role of Intermediaries for Cross-Border Mergers and Acquisitions	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Working paper 16, Institute of Economic Research, Aoyama Gakuin University	6. 最初と最後の頁 1~20
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

1. 著者名 川上 圭、伊藤 万里、高 準亨	4. 巻 2023-4
2. 論文標題 日本企業が関わるクロス・ボーダーM&Aについて	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Working paper 16, Institute of Economic Research, Aoyama Gakuin University	6. 最初と最後の頁 1~12
掲載論文のDOI (デジタルオブジェクト識別子) なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている (また、その予定である)	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件 (うち招待講演 0件 / うち国際学会 1件)

1. 発表者名 伊藤万里
2. 発表標題 Defying Gravity: The Role of Intermediaries for Cross-Border Mergers and Acquisitions
3. 学会等名 日本国際経済学会第81回全国大会
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 伊藤万里
2. 発表標題 Why do people oppose foreign acquisitions? Evidence from Japanese individual-level data
3. 学会等名 日本国際経済学会第80回全国大会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 田中 鮎夢
2. 発表標題 National security concerns over inward foreign direct investment: Evidence from a conjoint survey experiment
3. 学会等名 日本国際経済学会関東支部2021年度第5回研究報告会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 伊藤 萬里
2. 発表標題 City-specific determinants of cross-border M&As: an inter-urban gravity approach
3. 学会等名 The 2023 WEI Boston Conference (国際学会)
4. 発表年 2023年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 伊藤 萬里、田中 鮎夢	4. 発行年 2023年
2. 出版社 有斐閣	5. 総ページ数 348
3. 書名 現実からまなぶ国際経済学	

〔産業財産権〕

〔その他〕

<p>研究代表者伊藤萬里研究業績 https://sites.google.com/site/banriito/home/-site-banriito-home-research</p>

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
研究 分 担 者	田中 鮎夢 (Ayumu Tanaka) (20583967)	青山学院大学・経済学部・准教授 (32601)	
研究 分 担 者	白井 克典 (Shirai Katsunori) (90547225)	大阪学院大学・経済学部・教授 (34403)	

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関