

## 科学研究費助成事業（科学研究費補助金）研究成果報告書

平成 24 年 5 月 21 日現在

機関番号：23903

研究種目：基盤研究（C）

研究期間：2009～2011

課題番号：21530308

研究課題名（和文）クロスボーダーM&amp;Aによる自動車産業再編の経済効果

研究課題名（英文） The Economic Impact of Cross-border M&amp;A on Automobile Industry

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

研究成果の概要（和文）：本研究プロジェクトは、東アジア地域の自動車産業に加え、電子産業の、国際企業買収後の経営パフォーマンスを定量的に分析している。企業データを用いた定量分析の結果、次の成果が得られている。第一にクロスボーダーM&A後の買収企業の成長機会（トーマスのq）は、多くのケースで改善している結果が得られている。そしてこのポストM&A後の経営パフォーマンスの改善は、ターゲット企業が、買収側の業種と極めて近い産業分類に属している場合に、より改善傾向が顕著である。これらの実証結果は、今後、企業がクロスボーダーM&Aを実施する際に、将来の国際企業買収成功のための必要条件であると解釈することができる。

研究成果の概要（英文）：This study empirically investigates the post-acquisition performance of both acquiring and acquired firms by sampling automobile and electronics firms in East Asia. The following results were derived from the analyses. First, the market-to-book ratio of acquirers and the return on assets (ROA) percentage of acquired firms increase after the acquisitions. This improvement is even more remarkable when the deal is a cross-border acquisition. The results also indicate that post-acquisition performance is boosted when the acquirer and acquired firm belong to close industrial categories. In summary, many acquisitions improve corporate performance and the probability of heightened performance increases when the above requirements are met.

交付決定額

（金額単位：円）

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	500,000	150,000	650,000
2010年度	300,000	90,000	390,000
2011年度	300,000	90,000	390,000
年度			
年度			
総計	1,100,000	330,000	1,430,000

研究分野：財政学・金融論

科研費の分科・細目：基盤研究（C）

キーワード：直接投資、国際企業買収、新興国市場

## 1. 研究開始当初の背景

国連貿易開発会議（UNCTAD）が発表した世

界の直接投資規模は、2011年1.5兆ドル（157兆円）と、7年連続の2桁増を記

録している。1990年代までと異なるのは、この1.5兆ドルの7割超が株式の取得、すなわちクロスボーダーM&Aであることであり、伝統的な直接投資、グリーン・フィールド投資は近年、ほぼ横ばいである。

クロスボーダーM&Aの急増の理由は、近年の企業合併・買収に関する法制度の国家間の収斂、新興国の市場経済化といった理由があげられる。新興国では、多くの企業が1990年代まで、国有企業であったが、近年、これらの株式放出を進める新興国政府と、新興国企業投資を模索する投資家との間で利害が一致、新興国企業の外国人による株式取得急増につながっている。

米スティー爾・パートナーズによるサッポロビールTOB、英TCI社によるJPower株式の取得など、メディアを通じた対日クロスボーダーM&Aは、必ずしも歓迎的な論調で報道されていない。しかし、仏ルノー、米フォード社による日産自動車、マツダの株式取得、経営者派遣のケースでは、買収対象企業（以下ターゲット企業）は劇的な業績回復を記録したことも事実である。特に国際分散型の生産オペレーションを構築した自動車産業では、今後も国際的な産業再編がクロスボーダーM&Aを通じて指向する可能性が高まっている。

## 2. 研究の目的

「成功するM&A」の規定要因が実証的に明らかにされれば、国内企業同士の買収・合併に係る研究と併せて経営判断の材料とすることで、各国企業経営者、そしてM&A法制を考える政府にとって、今後の東アジア域内の事業展開、産業再編策の指針となりうる。先行研究を要約すると、M&Aに関する国内外の研究は、日本や米国では、国内企業同士のM&Aについて数多くの研究成果が発表されているが、国境を跨ぐケースの経済学的分析については、対日直接投資に焦点を当てる研究に

限られる。また、海外の研究では、対英企業買収に焦点を当てた研究か、米国企業の研究の中で部分的に扱われるに留まっている。東アジア企業に焦点を当てる本稿は、M&Aの経済効果のみならず、それがもたらす東アジア域内産業再編の可能性に研究の視点を置くものであり、東アジアのマネーフローを、個々の企業財務とM&Aディール・データから、微視的にその規定要因を明らかにすることが、既存の研究成果に対する本研究の貢献である。

## 3. 研究の方法

本研究では、「M&A」の定義を、10%以上の企業による株式取得と定義し、この株式取得が、国際間で行われた場合に、いかなる企業経営上の影響をもたらしたのか、M&Aデータと企業財務データのマッチングデータにより、企業パフォーマンスへの影響について分析を行っている。本研究の研究対象は、日本、韓国、中国、香港、台湾、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、豪州、ニュージーランド、インドのアジア太平洋地域に所在する企業とする。これらの企業のうち、買収者としてクロスボーダーM&Aに関与した企業、ターゲットとして買収対象となった企業を標本として、①企業買収前後の経営パフォーマンスの変化、②国内企業同士のM&AとクロスボーダーM&Aの違い、③ターゲット企業の属性の違いによるその後の経営パフォーマンスの違いへの影響、等の点を実証的に明らかにした。

実証分析では、次の指標の確認を行った。まず、収益性指標として総資産利益率（ROA）を採用し、買収企業のディール前後3年間の変化の状況を確認した。次に、成長性指標としてトービンのQ（MBR）を用い、買収企業の成功機会がディール前後3年間でどのように変化しているのかを検証した。最後に、規

模の変化に関する指標として総資産規模（自然対数値）を用い、ディール前後での比較検証を行った。それぞれの指標が、他の要因によりどのような影響を受けているのかを確認するため、それぞれの推計では、次の変数を加えた。まずクロスボーダーM&A については、ターゲット企業の所在地が買収企業のそれとは異なる場合について、「1」、そうではない場合を「0」とした。続いて買収企業とターゲット企業が同業種の場合には「1」、異業種の場合には「0」とした。このケースにおいて「1」の場合には、完全な垂直統合を想定している。業種のM&A への影響をさらに確認するため、異業種においても近い産業の場合に「1」、同業種、近い産業のいずれでもない場合を「0」とした。自動車産業の実証分析の場合、近い産業とは、SIC 産業コード小分類の17業種で、同業種ではない場合、という定義とした。

その他の変数として、目標取得比率と買収企業とターゲット企業の相対規模比率を追加した。前者は、取得比率が高いほど、買収合併による経営改善効果が買収者側にもたらされるとの仮説に基づいている。

#### 4. 研究成果

まず、収益性指標については、推計結果は5種類の推計式は概ね不良であった。自動車産業では、M&A ディール前3年間とディール後3年間の間で、統計的に有意な正のパラメータは得られていない。このことは、東アジアの自動車産業再編では、企業買収合併は、買収者側の収益性を改善していないことを示唆している。自動車産業のM&A による収益性への影響は、近い業種である場合、収益性の改善に対して有意に正の影響が見られるといった程度である。国境を越える買収、大規模企業による小企業の買収の場合の、収

益性の効果は明白ではない。

一方、本研究において強調したい成果はクロスボーダーM&A 後の成長性指標の改善である。成長性に関しては、M&A ディール前3年間と3年後のトービンのQ (MBR) の関係は、5つの推計式すべてにおいて、有意に正の値を示している。ここでの実証結果の特徴は、クロスボーダーディール、同業種内ディール、大規模企業によるディール、の3つの場合に買収企業の将来の成長性に対してプラスの効果をもたらしている点である。特にクロスボーダーディール、同業種内ディールの場合には、ディール前3年間のMBR との交差項も有意にプラスの結果を示しており、これらの条件が、国際再編が加速する自動車業界の背景と原因として考えられる。つまり、自動車産業においては、国境を越える同業他社や部品メーカーとの垂直統合が、生産拠点や販売ネットワークを獲得できること、そして域内での競合度を買収によって低下させることが可能なために、企業の成長性指標の改善に貢献しているという結果となっている。

自動車産業の規模の拡大においても、M&A は大きな役割を果たしている。ディール前3年間とディール後3年間の企業規模の関係は、5つの推計式全てにおいて正に有意な値を示し、ディール前3年平均指標とクロスボーダーM&A 変数の交差項も、プラスの有意なパラメータを示している。また、規模については、業種変数も強い影響力を持つ。すなわち、同業種企業の買収合併は、買収者の企業規模に正の有意なパラメータを示しており、日本の日産・ルノーや、フォード・マツダのケースとは異なり、多くの場合はM&A はその後にかかれ少なかれ経営統合の道へ進んでいることを示唆している。

#### 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)

- ① Mamoru Nagano and Hirotugu Sakai, "What Types of Acquisitions Improve Firm Performance in East Asia: Evidence from Automobile Firms," *Global Economy and Finance Journal*, 査読有、近刊、<http://wbiaus.org/7.%20Mamoru.pdf>
- ② Mamoru Nagano, "The Regional Effects of Quantitative Easing Monetary Policy in Japan," *Global Economic Review*, 査読有、vol. 40(1), March 2011, pp1-19. DOI:10.1080/1226508X.2011.559322
- ③ Mamoru Nagano, "The Effect of Easing Monetary Policy in Regional Lending Markets in Japan," 名古屋市立大学附属経済研究所ディスカッションペーパー#57、査読なし、2010年、1-22頁.
- ④ Mamoru Nagano, "Real Estate Securitization and the Debt Maturity Structure: Evidence from J-REIT," 名古屋市立大学附属経済研究所ディスカッションペーパー#54、査読なし、2009年、1-27頁.

[学会発表] (計 3件)

- ① Mamoru Nagano, "What Types of Acquisitions Improve Firm Performance in East Asia: Evidence from Automobile Firms," 24<sup>th</sup> Annual International Business Conference, 2011, 米国ハワイ州、ヒルトン・ハワイアン・ビレッジ、2011年10月14日
- ② Mamoru Nagano, "What Types of Acquisitions Improve Firm Performance in East Asia: Evidence from Automobile Firms," Asian Finance Association, International Conference 2010, 香港、香港科技大学、2010年7月2日
- ③ Mamoru Nagano, "Cross-border Acquisition in a Transition Economy," Asian Finance Association, International Conference 2009, 豪州ブリスベン、ヒルトンホテル、2009年7月3日

[その他]

ホームページ等

[www.mars.dti.ne.jp/mnagano](http://www.mars.dti.ne.jp/mnagano)

(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 ( )

研究者番号：

(3) 連携研究者 ( )

研究者番号：