

平成 30 年 6 月 26 日現在

機関番号：34518

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03691

研究課題名(和文) 買収におけるステークホルダーの買収プロセスへの影響：定量的アプローチ

研究課題名(英文) Stakeholders' influence on mergers and acquisitions: Empirical approach

研究代表者

具 滋承 (Koo, JaSeung)

神戸国際大学・経済学部・准教授

研究者番号：00746878

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,500,000円

研究成果の概要(和文)：本研究から得られた最終的な理論的意義は、第一に、買収の研究について、買収プロセスに対する内外の圧力の実体を明らかにし、買収の成否を説明する理論モデルの説明力を向上させたことである。第二に、ステークホルダー理論を買収研究に適用することで、ステークホルダー理論の適応範囲を広げることである。また、実務的意義としては、買収を企図する経営陣に対し、買収プロセスへのリスク要因として、株主、従業員、レンダー、提携先などのステークホルダーの影響力を明らかにしたことである。

研究成果の概要(英文)：The research has built on prior theoretical and empirical foundations to prove and develop M&A and stakeholder study through various standpoints and methodological lenses. For example, the study successfully demonstrated the influence of external determinants on the success of an M&A, which enables an outward perspective in addition to the existing internal focus of existing research. This study concentrated on and provided empirical support for the role of stakeholders surrounding focal firms and M&As, previously not regarded as influential factors in management research. In addition, this study successfully proposed dynamic settings when approaching stakeholders' interactions with firms. Overall, the analytical results have important theoretical and practical implications, and support the argument that stakeholders have significant influence on the process and results of a focal firm's M&A.

研究分野：経営戦略(M&amp;A)

キーワード：M&amp;A 買収プロセス Stakeholders Power balance

### 1. 研究開始当初の背景

本研究は、企業間買収を促進もしくは妨害する要因のひとつとして、被買収企業のステークホルダーがもたらす影響を理論的、実証的に探究することを目的とする。買収についての既存研究は、主に当該買収の買収成立後の経済的パフォーマンスや買収相手の選択に着目しているが、その買収のプロセスが順調に展開されているかについては、その成否を分ける原因について先行研究は射程に収めてはいない。本研究は、その買収アナウンス後の破談に至る決定要因のひとつとして、被買収企業のステークホルダーの影響に焦点を当てる。企業のステークホルダーとは、当該企業に資源を供給し、その見返りとして有形、無形の便益を享受する主体である。主要な企業のステークホルダーとしては、従業員、株主、取引先、銀行などが挙げられる。ステークホルダーがもたらす企業意思決定への影響を説明するステークホルダー理論によれば、ステークホルダーは自身の有する資源の重要性に応じて企業に対してパワーを有し、企業の意思決定を自身の便益にとって有利なように変更させる。この理論的背景に基づけば、被買収企業のステークホルダーは、もし当該買収により自身の便益が損なわれる可能性がある場合、その買収に反対することが予測される。企業の買収により、買収、被買収企業はひとつの企業となり、当然ながら両社のステークホルダーも同一企業のステークホルダーとなる。そのため、買収後、ステークホルダーは相対的なパワーが変化することが想定される。

企業の買収の研究は、国内外あまた存在するが、そのほとんどは、買収相手の選択や買収のパフォーマンスを説明する研究であり、買収アナウンス後のプロセスおよびその結果に関する研究は極めて少ない。それらの数少ない研究についても、多くは当該買収企業、被買収企業の特性に注目したものである。例えば、Muehlfeld et al. (2012)は、組織学習理論を用い、過去に買収をまとめた経験が多いほど、その後の買収案件も破談に終わる確率が低下することを示している。また、Dikova et al. (2010)は、国際的買収に注目し、買収企業、被買収企業が属する国の制度的な差異が小さいほど、買収が破断に至る確率が低下することを示している。さらに、Golubov et al. (2012)は、投資銀行が担うアドバイザーの存在が、破談の確率を下げることを実証している。よって、ステークホルダーの観点からの買収プロセスへの影響の研究は皆無である。

一方、ステークホルダー理論についても、ステークホルダーの便益の変化という動的な視点をとり、そのような変化をもたらす企業の意思決定に対しての影響を分析する研究は皆無である。既存のステークホルダー理論は、Frooman(1999)以降のステークホルダー理論はほとんどが理論的研究に留まっ

ており、パワーを有するステークホルダーが自身に有利なように企業の意思決定に影響を与えうることが理論的に示唆されているものの、それを定量的には解明していない。以上のように、本研究は買収の研究およびステークホルダー理論の両者の地平を広げるものであり、その意義は大きい。

#### <引用文献>

Dikova, D., Sahib, P. R., & van Witteloostuijn, A. 2009. Cross-border acquisition abandonment and completion: The effect of institutional differences and organizational learning in the international business service industry, 1981-2001. *Journal of International Business Studies*, 41(2): 223-245.

Frooman, J. 1999. Stakeholder influence strategies. *Academy of Management Review*, 24(2): 191-205.

Golubov, A., Petmezas, D., & Travlos, N. G. 2012. When it pays to pay your investment banker: New evidence on the role of financial advisors in M&As. *Journal of Finance*, 67(1): 271-311.

Muehlfeld, K., Rao Sahib, P., & Van Witteloostuijn, A. 2012. A contextual theory of organizational learning from failures and successes: A study of acquisition completion in the global newspaper industry, 1981-2008. *Strategic Management Journal*, 33(8): 938-964.

### 2. 研究の目的

本研究の目的は、企業の買収を促進もしくは妨害する主体として、買収、被買収企業のステークホルダーをあげ、それらが企業買収のプレミアムに与える影響について理論モデルを作成し、統計的分析により検証することである。理論的背景は、ステークホルダー理論である。対象となるサンプルは、1990年以降日本の上場企業間で発生した買収である。

### 3. 研究の方法

本研究は、理論モデルの構築と定量分析による検証の二つの部分に分かれる。理論モデルの構築は、日本企業の主要なステークホルダーである株主、銀行、従業員の便益が、買収後にどのように変化しうる可能性があるかに着目し、それを測定した上で、買収プロセスの停滞、破綻の可能性を反映する買収プレミアムや CAR(Cumulative Abnormal Return) への影響を定量的に分析する。その際に、企業間買収の実務経験を有している実務家に対しインタビューを行い、その知見をモデル構築に生かす。定量分析では、1990年からの日本の上場一般事業会社による電子データを、BvD等の情報提供専門会社から得、企業レベルのデータ、ステークホルダーのデータ

を FinancialQuest より得る。これらのデータは、買収に関わる企業の財務データや特性を含むデータを包括的に提供しているため必須である。これらのデータを統計ソフトウェア Stata により分析をする。

#### 4. 研究成果

平成 27 年度には、実務家へのインタビュー、文献調査に基づく理論モデル構築ならびにデータ整理を行った。理論モデルの構築に当たっては、事前の定性的な調査から始めた。まず、買収の経験の豊富な実務家(モルガンスタンレー、デロイトトーマツなどの InvestmentBank 部門の役員)に対しインタビュー調査を行った。それによって、買収アナウンス後にステークホルダーからどのような圧力があつたかを定性的に分析した。その後、文献調査とあわせ、理論モデルを作成した。下半期は、インタビューからの定性的発見を組み込みつつ、理論モデルの完成並びにデータ整理を行った。具体的には、ビューロー・ヴァン・ダイク社により、2000 年から 2015 年までの日本の上場企業間における買収の属性に関するデータを収集した。企業レベル、ステークホルダーに関するデータは Financial Quest から追加的に収集した。ついで、それらのデータを統合し、分析のための準備を完了した。

定性的な調査によってステークホルダーの範囲を PrimaryStakeholder として企業の従業員、株主、銀行などの財務資源供給先(Lender)で優先的に集中することを顧慮した。それらの買収プロセスへの影響を測るために各ステークホルダーに関する情報も確保した。

平成 28 年度は、データの統計的分析と理論モデルの精緻化を行った。平成 27 年度に作成したデータを、統計的に分析し、定量的な結果を得た。統計分析には、包括的な統計ソフトウェアである Stata13 を用いた。追加的な分析、結果の解釈についてのインタビューなどを行い、研究モデルの修正や新たなモデルの開発も行った。また、理論モデルならびに予備的な分析結果について、国内外の主要な経営学の学会( Strategic Management Society, INFORMS, International Academy of Management and Business など)において報告し、経営戦略に関する著名な研究者からの知見を得た。平成 28 年度は定量的な統計分析などを行いながら、その統計モデルや仮説などの精密な調整のため、実業家と関連統計分析専門家との追加的なインタビューを行い、適切なアドバイスを得て研究内容に反映した。

更に、構築した研究モデルや予備的な統計分析の結果に基づいて研究論文の執筆を始め、Lender-Borrower 間の関係が M&A に及ぼす影響に関する定量的な研究論文及びステークホルダーの M&A への影響に関する定性的な理論研究論文の 2 本の研究論文を海外の学術誌

などに投稿し、掲載された。

平成 29 年度は、分析結果を論文としてまとめ、国内外で開かれた主要な経営学学会で論文発表を行った。具体的には、Strategic Management Society、INFORMS の年次大会に参加し、研究結果の発表と関連部門研究者からのフィードバックを受けた。執筆した論文においてはすでに出版された 2 本の論文に加え、3 本の論文を執筆し、2 本は Journal of Management Studies と Asia Pacific Journal of Management へ投稿し、レビューを受けている。残り 1 本の論文は最終的な修正を行い、Journal of World Business 等の論文誌に投稿を行う予定である。レビュー結果による最終的な修正を行うため、仮説を再検証などを行いながら、統計分析の内容にも補強作業を行うため、データのアップデートや専門家インタビューなども持続的にを行い、研究結果面での改善や今後の研究面での協力体制も一層強化した。

研究期間全体を通じては、当初の研究計画に沿って研究を進めたことで、合計 5 本の論文の執筆ができ、そのうちの 2 本の論文はすでに活字化されている。残り 3 本の論文も世界的に知られている論文誌に投稿し、レビューを受けており、近いうちに出版されることを期待している。Strategic Management Society、INFORMS など経営戦略分野の著名な国際学術大会で研究期間の 3 年間で 5 回、発表論文として選ばれ、年次大会で研究結果を発表し、学会から評価を得られた。

本研究から得られた最終的な理論的意義は、第一に、買収の研究について、買収プロセスに対する内外の圧力の実体を明らかにし、買収の成否を説明する理論モデルの説明力を向上させたことである。第二に、ステークホルダー理論を買収研究に適用することで、ステークホルダー理論の適応範囲を広げることである。

#### 5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計 2 件)

JaSeung Koo, How the lender-borrower relationship influences M&As: A analysis of a strategic action in Japan, **Journal of Distribution Science**, 査読有, Vol. 14, No. 8, 2016, pp. 93 - 100  
DOI : 10.15722/jds.14.8.201608.93

2 具 滋承, Stakeholders' Influence on Mergers and Acquisitions: A Research Review and Complementary Research Design, 神戸国際大学経済経営論集, 査読無, 36 巻, 2016, 1 - 20  
<http://www.arskiu.net/book/search.php>

〔学会発表〕(計 5 件)

1 JaSeung Koo, Tomoaki Sakano, How does a common lender to both sides of the

deal influence the M&A?、 Strategic Management Society 37th Annual Conference at Houston ( 国際学会 )、 2017

<sup>2</sup> JaSeung Koo、 The impact of common lenders to both sides of the deal on the acquisition premium and the acquirer's market valuation、 The INFORMS 2017 Annual Conference in Houston( 国際学会 )、 2017

<sup>3</sup> JaSeung Koo、 The Analysis of Stakeholders' Influence on Acquisition Premium and Deal Completion Probability、 Strategic Management Society(SMS) Special Conference in Hong Kong ( 国際学会 )、 2016

<sup>4</sup> JaSeung Koo、 Stakeholders' Influence on M&As: The Analysis of The Impact on Acquisition Premium and Deal Completion Probability、 INFORMS 2016 Annual Conference ( 国際学会 )、 2016

<sup>5</sup> JaSeung Koo、 Stakeholders' Influence on Acquisition Premiums and Deal Completion Probability、 The 22nd IAMB Conference in London ( 国際学会 )、 2016

## 6 . 研究組織

### (1)研究代表者

具 滋承 ( KOO, JaSeung )

神戸国際大学・経済学部・准教授

研究者番号： 0 0 7 4 6 8 7 8