

クロスボーダー M&A における買収企業のグローバル経営力が企業価値に及ぼす効果の研究

東京都立大学大学院経営学研究科博士後期課程

竹森 久美子

東京都立大学大学院経営学研究科教授

松田 千恵子

<要約>

本研究は、日本企業によるクロスボーダー M&A において、M&A の経験、海外事業の多さ又は海外子会社へのマネジメント力といったグローバル経営力の高さが、株式市場における株価評価を向上させる可能性について検証することを目的とする。本研究では、イベント・スタディ法を用いて、2012 年 4 月 1 日から 2019 年 3 月 31 日までに発表された東証 1 部上場企業によるクロスボーダー M&A に対する株式市場の反応を分析する。また、グローバル経営力を表す代理変数としての海外売上比率等と株価効果との関係をみるために重回帰分析を行う。その結果、クロスボーダー M&A について株式市場の評価がネガティブであることを明らかにするとともに、買収企業の海外売上比率等が高い場合には株式市場の評価はポジティブに転じることを示し、クロスボーダー M&A に対する企業価値はグローバル経営力により左右されている可能性を示す。

<キーワード>

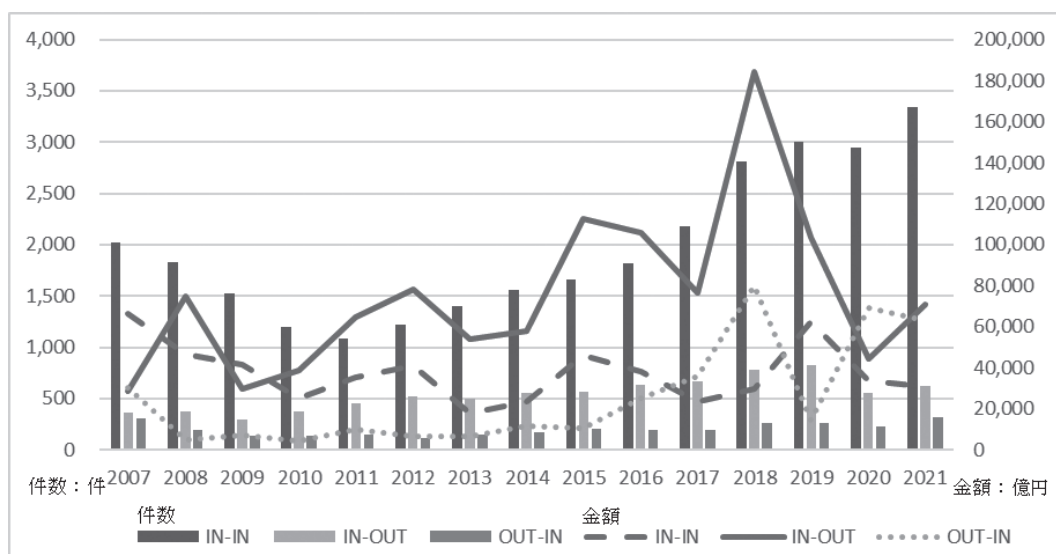
クロスボーダー M&A、イベント・スタディ法、株価効果、重回帰分析、海外子会社

1. はじめに

事業環境が急激に変化し、スピードある変革が求められている昨今、日本企業による M&A 案件は増加傾向にある。図表 1 にある通り、COVID-19 の影響を受ける前の 2019 年

には日本にかかわる M&A 取引の総額は約 18 兆円となった。これは、過去最高額となった 2018 年の約 29 兆円よりは減少したものの、1999 年に次いで過去 3 番目に多い取引総額である。日本企業による M&A 取引を金額ベースで見ると、2019 年の国内企業、海外企業を対象とした買収案件総額は、それぞれ約 6 兆円、約 10 兆円となっており、金額ベースでは海外企業を対象とした案件の方が国内企業を対象とした案件総額より約 1.66 倍多い。一方、件数ベースでは、2019 年における国内企業、海外企業を対象とした取引件数は、それぞれ 3,000 件、826 件となっている。すなわち、クロスボーダー M&A は 1 件あたりの取引額が大きい傾向にあり、その結果の成否は、日本企業の経営に大きな影響を与えると言える。

図表 1 日本における M&A の件数及び金額の推移



出典：MARR Online、「M&A 回顧」を元に作成
<https://www.marr.jp/genre/market/Makaiko>

然るに、日本企業によるクロスボーダー M&A に関しては、矢部（2017）が述べているように「研究成果はいまだ十分に蓄積されているとは言えない」状況である。数少ない研究結果としては、Higgins・Beckman（2006）が、イベント・スタディにより、日本国内の M&A の方が日本企業によるクロスボーダー M&A より株価効果がプラスとなることを示している程度である。経済産業省（2019）は、クロスボーダー M&A を日本企業が行う場合に「グローバル化」の壁があり、「グローバル経営力」が不足しており、クロスボーダー M&A を難しくしていると指摘している。

これらの先行研究からは、クロスボーダー M&A は日本国内の M&A よりも株式市場での評価が低く、有識者等からも日本企業にとって難しいと評価されているが、どのような

要因により日本企業によるクロスボーダー M&A の難易度が高くなっているかを定量的に示すには至っていない。

このため、本研究では、日本企業によるクロスボーダー M&A における株価効果をイベント・スタディの手法により定量的に分析し、株式市場の評価を明らかにするとともに、グローバル経営力の有無が評価に与える影響について検討を行う。

以下、第2章で先行研究、第3章で仮説構築、第4章でデータ及び分析方法、第5章で分析結果、第6章で考察と今後の課題を述べる。

2. 先行研究

2.1 海外における先行研究

M&A における株価効果に関しては、特に海外において先行研究の蓄積が見られる。このため、これらをまとめたメタアナリシスが行われている。Bruner (2004) は、1977 年～2001 年発表の 44 の論文における米国での M&A の株価効果を分析した研究結果をサーベイ、対象企業にプラスの効果があるが、買収企業については対象企業ほどの効果が見られないとしている。

Francis・Hasan・Sun (2006) は、1990 年～2003 年に取引のあった 1,491 件の米国企業によるクロスボーダー M&A についてイベント・スタディによる研究を行い、米国の買収企業の取引発表日前後の 3 日間、11 日間、21 日間の CAR (Cumulative Abnormal Return、累積超過収益率) はプラスで有意、特に発表日前後 3 日間及び 11 日間の CAR は 1% 水準で有意な結果となっている。また、Erel・Jang・Weisbach (2022) は、1991 年～2020 年に 48 カ国で行われたクロスボーダー M&A において買収企業と対象企業それぞれにつき、発表日前後 3 日間 (買収企業・39,500 件、対象企業・11,585 件) 及び 5 日間 (買収企業・37,906 件、対象企業・11,037 件) のイベント・スタディを行い、買収企業の CAR はわずかにプラス、対象企業はプラスの効果を示す結果を得ている。

総じて、先行研究においてはイベント・スタディによる株価分析を実施した場合、M&A の対象企業の株価にはプラスの効果があるが、買収企業には対象企業ほどの株価効果は見られない。

2.2 我が国における先行研究

芳賀・立本 (2016) は、M&A の株価効果の研究のサーベイを行っている¹。日本市場における M&A の株価効果の研究は、米国より約 20 年遅れて始まっているが、その理由は

サンプル件数が少なかったためとしている。

井上・加藤（2006）の研究では、1990年4月1日～2002年4月1日の期間の日本の上場企業間のM&Aのサンプル137件の取引発表明前後3日間における買収企業、対象企業の株価効果について分析している。会社法が改正され、株式交換、株式移転による取引も可能となった1999年4月以降は、買収企業について、プラスの有意な効果が見られたとしている。

日本企業によるM&A全般を取り扱った分析が多いが、日本企業によるクロスボーダーM&Aの株価効果についての研究も少数ながら存在する。

Higgins・Beckman（2006）では、1990年1月～2000年12月の期間の日本の国内M&Aの85件、日本企業によるクロスボーダーM&Aの67件の発表明前後3日間及び41日間における買収企業の株価効果について分析しており、クロスボーダーM&Aについて有意ではないがCARがマイナスの結果となっている。会社法改正後の1999年～2000年のクロスボーダーM&Aに絞ると、N数が21件と少ないものの、発表明前後41日間のCARにおいて10%の有意でマイナスの効果のあることを示している。更に、発表明前後41日間のCARを被説明変数、国内M&Aを1とするダミー変数を説明変数として重回帰分析を行ったところ、国内M&Aは、クロスボーダーM&Aに対して5%有意でプラスの効果があった。この結果から、クロスボーダーM&Aは、国内M&Aより株式市場の評価が厳しいことを示している。

矢部（2017）では、2009年～2012年の期間の日本の国内M&Aの177件と日本企業によるクロスボーダーM&Aの49件の発表明前後3日間における買収企業についてイベント・スタディで株価効果を比較し、日本国内のM&Aの方がクロスボーダーM&AよりもCARの平均値で高い値を取ることを示した。しかし、その平均値の差は統計的に有意性を示すには至っていない。

経済産業省（2019）によると、クロスボーダーM&Aは日本企業にとって「グローバル化」の壁があり、クロスボーダーM&Aは日本企業にとって難しいものとなっていると指摘している。本文献では、必要な「グローバル経営力」を因数分解すると、「伝える力」、「言語力」、「異なる企業文化への適合力」になるとしている。M&A経験のある海外企業であっても、日本企業を買収する際（Out-In）、「異なる言語・文化によるコミュニケーションの壁」が課題と指摘しており、日本特有の文化の壁がM&Aを難しくしている。

宮島（2018）では「M&A自体は他の投資に比べてリスクが高いと言われている。特に、クロスボーダーM&Aは、さらにリスクが高い。相手国の事情がわからないのでターゲットの情報が不足したり、買収プレミアムが高くなったり、文化的な差から買収後の経営が

うまくいかなかったりすることが海外 M&A を難しくしており、近年は大きな減損事例も目立つ」と述べられている。

このように、先行研究からは、国内 M&A に比べて日本企業によるクロスボーダー M&A の難易度の高いことが示唆されている。Higgins・Beckman (2006) は国内 M&A の株価評価の方がクロスボーダー M&A の株価評価よりもプラスであることを示しているが、その要因を掘り下げて分析していない。矢部 (2017) においてもクロスボーダー M&A の CAR はマイナスになることを示しているが、統計的に有意な結果となっていない。経済産業省 (2019) では、クロスボーダー M&A が国内 M&A より難しい要因として、日本企業にグローバル経営力が不足していることを指摘し、クロスボーダー M&A の経験値が成功に影響を与えると述べているが、これについても定量的な検証はなされていない。

グローバル経営力を定量的に表す指数について、薄井 (2006) は、国際化の代理変数として海外売上比率を用いている。また、中川・佐々木・今川 (2017) は、組織文化の海外移転についての研究を行い、海外子会社では、現地の国の文化と多国籍企業の組織文化の 2 種類の文化が接触し、国の文化の中で組織文化が機能すると、多国籍企業は競争優位性を得るとしている。このことから、海外子会社は重要な機能を担っており、グローバル経営力を研究する上で、指標の 1 つとなることが示唆される。

従って、本研究では、先行研究よりも研究対象案件数をより増やし、対象期間を最近の期間としたうえで、先行研究で得られた示唆、すなわちクロスボーダー M&A における買収企業の株価評価がネガティブであることを定量的に示すとともに、グローバル経営力の代理変数となり得る指数を用いた株価評価の分析を通じて、クロスボーダー M&A を成功させるには、グローバル経営力が必要であるとの示唆を定量分析によって得ることを目指す。

3. 仮説構築

本研究では、先ず Higgins・Beckman (2006)、矢部 (2017) の先行研究よりも分析対象を増やし、対象期間を最近かつ日本企業におけるクロスボーダー M&A が活発に行われた期間とした上で、クロスボーダー M&A における株価効果を分析する。クロスボーダー M&A は、一般的に難易度が高く、成功確率が低いと株式市場が認識しているのであれば、株式市場からの評価はネガティブとなっていることが考えられる。従って、以下の仮説を設定する。

H1：クロスボーダー M&A に対する株式市場の株価評価は、ネガティブである。

次に、難易度が高く、成功確率が低い理由としてグローバル経営力の不足が挙げられていることに関する分析を行う。中川・佐々木・今川（2017）は、海外進出にあたって海外子会社の果たす機能の重要性を指摘している。「海外子会社の組織メンバーの心理の中で国の文化と組織の文化とが2層構造」をなしており、この2種類の文化の接触次第で、組織文化の国際移転が利点あるいは困難となる。現地の国の文化の中で組織文化が機能すると、多国籍企業は競争優位性を得るとしている。例えば、対象企業の所在する国や文化圏が同じ地域にある海外子会社を介してのクロスボーダー M&A の取引であれば、対象企業と海外子会社の国の文化は少なくとも共通し、親会社とともに対象企業の発掘、デューデリジェンスや交渉を行うことで強みを発揮し得る。従って、以下の仮説を設定する。

H2：日本企業が海外子会社を介して行うクロスボーダー M&A は、日本企業が直接行うクロスボーダー M&A より、株式市場の株価評価の度合いが上がる。

先行研究では、グローバル経営力を示す要素として、薄井（2006）が海外売上比率の高さを用いた分析を行っている。また、経済産業省（2019）では、クロスボーダー M&A における経験を指摘している。従って、クロスボーダー M&A を行う企業における海外売上比率、及びクロスボーダー M&A の経験回数も代理変数として用い、以下の仮説を設定する。

H3：クロスボーダー M&A において、買収企業の海外売上比率が高いほど、株式市場の株価評価の度合いが上がる。

H4：クロスボーダー M&A において、買収企業のクロスボーダー M&A の経験回数が多いほど、株式市場の株価評価の度合いが上がる。

また、グローバル経営力として、海外子会社を介しての M&A や海外売上比率の高い企業、クロスボーダー M&A の経験が多い企業といった要素を挙げているが、これらの要素は単独ではなく、掛け合わせにより効果を発揮することもあると考えられる。従って、これらの要素の交差項についても分析に加える。

4. データ及び分析方法

本研究で対象とする案件は、COVID-19 の影響を受ける年度の前までの 2012 年 4 月 1 日～2019 年 3 月 31 日に発表された東証 1 部上場企業が行ったクロスボーダー M&A（IN-

OUT) 256 件とする。なお、取得比率により効果が異なってくると考えられるため、100% 買収のみを対象とした。但し、既に対象企業の一部株式を保有していた買収企業が対象企業の株式を 100% 取得した案件は、少数でも株式を既に保有していると従前より対象企業に影響を与えていると考えられるため、本研究の分析対象から除外することにした。また、銀行、証券会社、保険会社等の金融機関による買収は、事業会社の M&A と性質が異なり、芳賀・立本 (2016) でも述べられているように「M&A 研究において特殊な業界として個別に扱われることが多い」ため、本分析対象から除外した。分析対象は買収企業として、分析手法は買収発表日前後 3 日間及び 7 日間を対象とする株価分析によるイベント・スタディとする。買収発表日前にリーク報道がされるケースもあるため、買収発表日前後 3 日間を株価分析とすることは先行研究で行われているように M&A 研究で標準的であるが、影響の度合いを見るため、買収発表日前後 7 日間の株価も分析する。データベースは M&A についてはレコフ社のデータベース、株価データ及び財務データについては、Quick 社の Factset を使用した。

図表 2 に示すように、対象であるクロスボーダー案件 256 件については、日本親会社がクロスボーダー M&A における直接の買収企業となっている 169 件 (以下、「親会社実行群」という) と、日本の親会社の傘下にある海外子会社が実行したクロスボーダー M&A (以下、「海外子会社実行群」という) 87 件に分類、このうち、海外子会社と対象会社の文化圏が異なる 1 件を除き、86 件として分析を行った²。

図表 2 本研究に用いた年度ごとの各分類別クロスボーダー M&A 案件数 (2012-2018 年度)

年度	全体	日本親会社	海外子会社
2012	40	29	11
2013	30	23	7
2014	43	24	19
2015	41	27	14
2016	48	31	17
2017	28	20	8
2018	26	15	11 *
合計	256	169	87

* うち 1 件は、スイスの海外子会社を介してバングラディッシュの会社を買収

これらの対象案件に関して、第一にイベント・スタディの手法により、全件、親会社実行群、海外子会社実行群のそれぞれについて株価効果を検証する。具体的には、イベントウィンドウを買収発表日前後 3 日間及び 7 日間として TOPIX に対する買収企業の超過リ

ターン（AR：Abnormal Return）を分析する。推定ウィンドウは買収発表日の150日前～31日前とし、同期間のマーケット・インデックスのリターンに対する買収企業の株式の平均リターンについて下記式のようなマーケットモデルを用いる。

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

式の $R_{i,t}$ は、 t 日における企業 i の日次収益率を表し、 $R_{m,t}$ は、 t 日における TOPIX（ m ）の日次収益率を表す。

次に、マーケットモデルによりイベント前後における買収企業の株式の超過リターンの値を出す。

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i R_{m,t}) \quad (2)$$

$AR_{i,t}$ は、 t 日における企業 i の超過リターンを表す。

さらに、イベント前後3日間及び7日間のARの値を累積して累積超過リターン（CAR：Cumulative Abnormal Return）を算定する。この後、AR及びCARの平均値に関する t 検定を行う。更に、日本の親会社が直接取引する場合と、海外子会社を介して取引する場合との間で株価効果に違いがあるのかについても、 t 検定によるCARの平均値の差の検定を行う。

第二に、上記で得られたCARを被説明変数とした重回帰分析を行う。サンプルは、親会社実行群と海外子会社実行群を併せた255件とする。図表3に示すように、説明変数は、Higgins・Beckman（2006）にて用いられていた買収企業の買収前年度決算の連結での売上高、EBIT、総資産を用いる。これに、買収価格、収益性を示すROA、株価評価の指数であるPBR、対象企業の地域も株価評価に影響を与える可能性があるため加えることとする。更に、グローバル経営力の代理変数を、海外売上比率、クロスボーダーM&Aの経験回数、海外子会社を介しての取引として、グローバル経営力の株価効果への影響を分析する。なお、対象企業の地域、海外子会社を介しての取引については1をダミー変数として使用する。

説明変数に用いる指数の多重共線性を確認したところ、売上高と総資産のVIFが18、売

上高と EBIT の VIF が 9、総資産と EBIT の VIF が 6 のため、企業規模を表す代理変数として総資産、収益性を表す代理変数として ROA を残し、売上高及び EBIT を除いた。これにより、全ての VIF は 1 となった。

図表 3 本研究における重回帰分析のサンプルに関する記述統計及び相関表

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. CAR	1.00														
2. 買取価格	-0.09	1.00													
3. 総資産	-0.07	0.51	1.00												
4. 売上高	-0.05	0.48	0.97	1.00											
5. EBIT	-0.04	0.47	0.91	0.94	1.00										
6. ROA	-0.14	-0.08	-0.35	-0.36	-0.35	1.00									
7. PBR	0.01	-0.07	-0.33	-0.36	-0.43	0.47	1.00								
8. 買取対象地域 北米	0.01	0.20	0.10	0.06	0.10	0.03	-0.03	1.00							
9. 買取対象地域 欧州	-0.04	0.03	0.02	0.01	-0.03	-0.06	-0.05	-0.69	1.00						
10. 買取対象地域 豪州	-0.04	-0.04	-0.03	-0.01	0.00	-0.06	0.02	-0.23	-0.16	1.00					
11. 買取対象地域 アフリカ	-0.09	-0.14	-0.05	-0.07	-0.11	0.11	0.27	-0.11	-0.08	-0.03	1.00				
12. 買取対象地域 アジア	0.11	-0.28	-0.17	-0.12	-0.10	0.06	0.03	-0.32	-0.23	-0.08	-0.04	1.00			
13. 海外売上比率	-0.01	0.30	0.32	0.30	0.32	-0.08	-0.16	0.10	0.09	-0.16	-0.00	-0.19	1.00		
14. クロスボーダー M&A 回数	-0.01	0.24	0.51	0.48	0.38	-0.14	-0.04	0.07	0.03	-0.05	-0.03	-0.11	0.19	1.00	
15. 海外子会社 ダミー	-0.02	0.13	0.20	0.15	0.14	-0.02	0.01	0.29	-0.22	0.06	-0.08	-0.15	0.10	0.12	1.00
N	255	255	255	255	255	255	255	124	85	13	3	25	255	255	255
平均値	-0.42	71.60	2,160.13	1,528.75	118.86	5.21	1.96	0.49	0.33	0.05	0.01	0.10	39.24	3.74	0.34
標準偏差	4.07	441.04	3,526.87	2,243.53	208.35	4.68	2.39	0.50	0.47	0.22	0.11	0.30	25.21	5.31	0.47
最小値	-21.95	0.02	2.84	1.62	0.30	-4.25	0.52	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
最大値	22.22	6,969.46	20,284.95	10,925.17	1,864.30	42.05	25.57	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	93.25	39.00	1.00

5. 分析結果

5.1 クロスボーダー M&A の株価評価

まず、クロスボーダー M&A に関し、親会社実行群、海外子会社実行群、全体の三通りに分けてイベント・スタディを行った結果を図表 4 に示す。クロスボーダー M&A 案件全体の発表日前後 3 日間の CAR においては統計的には弱い、マイナスの CAR が計測された。親会社実行群の M&A の発表日の 3 日後の AR3 について、プラスで 10% 有意の結果となったが、CAR はマイナスとなっていることから、株価が下がったことにより買いが一時的に増加した影響と考えられる。一方、海外子会社実行群においてはマイナスの傾向は示されたものの、統計的に有意な結果は生じなかった。したがって、クロスボーダー M&A 案件全体に関し、市場がこれをネガティブに評価する傾向を確認するとともに、仮説 1 は、CAR ± 1 について 10% 水準で支持された。

図表 4 クロスボーダー M&A の株価効果

	全体	日本親会社	海外子会社
N	256	169	86
AR-3	-0.0297 (0.7647)	-0.0497 (0.6926)	0.0299 (0.8531)
AR-2	-0.0692 (0.5226)	-0.0908 (0.4960)	-0.0400 (0.8316)
AR-1	-0.1316 (0.1884)	-0.1047 (0.4420)	-0.1726 (0.1905)
AR0	-0.0296 (0.8374)	-0.0942 (0.6122)	0.1006 (0.6591)
AR1	-0.2603 (0.1502)	-0.1783 (0.4029)	-0.4450 (0.1896)
AR2	0.1333 (0.2741)	0.1740 (0.1966)	0.0632 (0.7999)
AR3	0.1836 (0.1676)	0.2569 * (0.0960)	0.0503 (0.8440)
CAR±1	-0.4215 * (0.0971)	-0.3772 (0.2445)	-0.5171 (0.2085)
CAR±3	-0.1892 (0.5845)	-0.1974 (0.6200)	-0.215 (0.7496)

* は 10% 水準で有意

() 内は p 値

5.2 クロスボーダー M&A の株価評価

次に、海外子会社による買収の実施、海外売上比率の高さ、クロスボーダー M&A の経験回数といった要素を用いて、グローバル経営力が株価効果に与える影響を検討した。まずは図表 4 で得られた CAR について、親会社実行群と海外子会社実行群の平均値の差の検定を行った結果を図表 5 に示す。両者の間に有意な差はなく、仮説 2 は支持されなかった。

図表 5 親会社実行群と海外子会社実行群の株価効果の差の検定

	N	公表日前後3日間			公表日前後7日間		
		平均	分散	p値	平均	分散	p値
日本親会社	169	-0.3772	17.6898		-0.1974	26.7265	
海外子会社	86	-0.5171	14.4241		-0.2148	38.8257	
差		0.1399		0.7956	0.0174		0.9811

次に、グローバル経営力の代理変数を用いて、CAR を被説明変数とする重回帰分析を行った結果を図表 6 に示す。

図表 6 CAR に対する重回帰分析

変数	モデル1	モデル2	モデル3	モデル4
	回帰係数の推定値	回帰係数の推定値	回帰係数の推定値	回帰係数の推定値
INTERCEPT	3.0321 (0.2217)	3.1462 (0.2141)	2.9793 (0.2300)	3.1926 (0.2091)
①買収価格	-0.380 (0.4129)	-0.3258 (0.4794)	-0.3372 (0.4635)	-0.3721 (0.4261)
②総資産	-0.412 (0.3269)	-0.4429 (0.3495)	-0.3598 (0.3934)	-0.473 (0.3281)
③ROA	-0.1894 *** (0.0030)	-0.1874 *** (0.0033)	-0.1877 *** (0.0032)	-0.1889 *** (0.0032)
④PBR	0.1961 (0.1249)	0.1799 (0.1635)	0.1883 (0.1403)	0.1904 (0.1455)
⑤対象地域（北米）	-0.2309 (0.9003)	-0.2447 (0.8948)	-0.1825 (0.9212)	-0.2764 (0.8818)
⑥対象地域（欧州）	-0.6291 (0.7349)	-0.6317 (0.7348)	-0.5812 (0.7547)	-0.6947 (0.7112)
⑦対象地域（豪州）	-1.3332 (0.5305)	-1.4481 (0.4959)	-1.4068 (0.5079)	-1.3609 (0.5244)
⑧対象知己（アフリカ）	-4.5977 (0.1301)	-4.4798 (0.1398)	-4.4940 (0.1400)	-4.6337 (0.1302)
⑨対象地域（アジア）	0.8519 (0.6672)	0.7769 (0.6958)	0.8127 (0.6825)	0.7949 (0.6907)
⑩海外売上比率	0.0073 (0.5058)			0.0072 (0.5126)
⑪クロスボーダーM&A回数		0.0190 (0.7363)		0.0176 (0.7570)
⑫海外子会社ダミー			-0.0468 (0.9350)	-0.0675 (0.9067)
⑩×⑪				
⑩×⑫				
⑪×⑫				
⑩×⑪×⑫				
N	255	255	255	255
R ²	0.0656	0.0643	0.0639	0.0660
Adjusted R ²	0.0273	0.0260	0.0256	0.0197
p値	0.0783	0.0864	0.0892	0.1546

変数	モデル5	モデル6	モデル7	モデル8
	回帰係数の推定値	回帰係数の推定値	回帰係数の推定値	回帰係数の推定値
INTERCEPT	3.2990 (0.1925)	3.824 (0.1232)	3.1574 (0.2136)	3.9924 (0.1145)
①買収価格	-0.339 (0.4671)	-0.4347 (0.3456)	-0.325 (0.4820)	-0.4004 (0.3876)
②総資産	-0.3987 (0.4057)	-0.2814 (0.5078)	-0.4139 (0.3893)	-0.1478 (0.7626)
③ROA	-0.1969 *** (0.0021)	-0.1760 *** (0.0055)	-0.1882 *** (0.0032)	-0.1853 *** (0.0037)
④PBR	0.2104 (0.1070)	0.2093 (0.1001)	0.1899 (0.1447)	0.2522 * (0.0556)
⑤対象地域（北米）	-0.2824 (0.8786)	-0.4923 (0.7880)	-0.2270 (0.9027)	-0.5913 (0.7481)
⑥対象地域（欧州）	-0.6263 (0.7370)	-0.8548 (0.6433)	-0.5982 (0.7494)	-0.8754 (0.6374)
⑦対象地域（豪州）	-1.5088 (0.4786)	-1.6106 (0.4454)	-1.4163 (0.5065)	-1.8038 (0.3945)
⑧対象知己（アフリカ）	-4.7712 (0.1163)	-5.0284 * (0.0968)	-4.5540 (0.1357)	-5.5124 * (0.0701)
⑨対象地域（アジア）	0.6856 (0.7300)	0.3052 (0.8774)	0.7538 (0.7056)	0.0500 (0.9800)
⑩海外売上比率	-0.0048 (0.7248)	-0.0117 (0.3773)		-0.0254 (0.1038)
⑪クロスボーダーM&A回数	-0.1871 (0.2053)		-0.0152 (0.8201)	-0.3273 * (0.0889)
⑫海外子会社ダミー		-2.3539 ** (0.0278)	-0.4638 (0.5196)	-3.4384 ** (0.0101)
⑩×⑪	0.0044 (0.1340)			0.0068 * (0.0819)
⑩×⑫		0.0549 ** (0.0116)		0.0770 *** (0.0097)
⑪×⑫			0.0985 (0.3379)	0.4731 (0.1066)
⑩×⑪×⑫				-0.0095 (0.1208)
N	255	255	255	255
R ²	0.0746	0.0900	0.0679	0.1035
Adjusted R ²	0.0287	0.0449	0.0217	0.0433
p値	0.0850	0.0254	0.1362	0.0442

***, **, * はそれぞれ 1%, 5%, 10% 水準で有意

() 内は p 値

グローバル経営力の代理変数については、これらが重なる場合の影響度も見るために交差項も含めて重回帰分析を行った。この結果、モデル 6 では、海外子会社を介した取引であることのみでは、5% 有意でマイナスとなり、市場はクロスボーダー M&A を評価しないが、海外売上比率の高い日本企業が海外子会社を介して買収した場合においては、5% 有意でプラスの効果となった。また、モデル 8 では、クロスボーダー M&A の経験回数の

多さや海外子会社を介した取引であることのみでは、それぞれ、10%、5% 有意でマイナスとなり、市場はクロスボーダー M&A を評価しないが、海外売上比率が高く、クロスボーダー M&A の経験回数の多い日本企業が買収した場合には 10% 有意でプラスとなり、海外売上比率の高い日本企業が海外子会社を介して買収した場合においては、1% 有意でプラスの効果となった。クロスボーダー M&A において、買収企業の海外売上比率が高いほど、株式市場の株価評価の度合いが上がるとした仮説 3 は、クロスボーダー M&A の経験回数が多い場合に評価される傾向が確認され、海外子会社を介して行う場合において支持された。また、クロスボーダー M&A において、買収企業のクロスボーダー M&A の経験回数が多いほど、株式市場の株価評価の度合いが上がるとした仮説 4 は、買収企業の海外売上比率が高い場合のみ、10% 水準で支持された。データの分析結果から、限定的ではあるが、海外売上比率の高い日本企業が、クロスボーダー M&A の経験回数が多い場合や海外子会社経由でクロスボーダー M&A を実施すると、市場の評価の度合いは上がることが判明した。なお、全モデルにおいて ROA がマイナスに 1% 有意の結果となり、グローバルに事業展開すると資産利用の効率性が下がることも明らかになった。アフリカ地域におけるクロスボーダー M&A についても 10% 有意でマイナスの評価の傾向が見られるが、N 数が 3 と少ないため、統計上の結果として示すには至っていない。

6. 考察と今後の課題

本研究の分析結果をまとめると以下の通りである。日本企業によるクロスボーダー M&A について、日本における先行文献は、マイナスの傾向を示したものの有意性を示すことができなかったところ、本研究では統計的に弱いものの、株価効果において、ネガティブな評価の傾向にあることが明らかとなった。グローバル経営力に関して、海外子会社を通じた M&A であるか、日本親会社を通じた M&A であるかという買収主体の差を分析したところでは、買収主体の差による株価評価の差は見られなかった。一方で、グローバル経営力の代理変数として用いた指数の中で、限定的であるが、海外売上比率の高い日本企業が、海外子会社を介して行うクロスボーダー M&A については、統計上、有意でプラスの効果があり、市場はポジティブに評価し、株式市場の評価の度合いが上がることが明らかになった。また、海外売上比率が高く、クロスボーダー M&A の経験回数の多い日本企業が行うクロスボーダー M&A においても統計的には弱いものの、市場は評価する傾向にあることが確認された。

これらの結果から、以下の点についての示唆が得られた。第一に、日本企業が活発にク

ロスボーダー M&A を行った時期においても、株式市場のクロスボーダー M&A に対する評価は低い傾向にあり、これは、経済産業省（2019）でも述べられているグローバル経営力が課題であるためと考えられる。第二に、本研究では、グローバル経営力を高める代理変数として、海外売上比率の高さ、海外子会社を介した取引、クロスボーダー M&A の経験回数を取り上げて定量分析を行った。これら代理変数の中で、海外子会社を介した取引及び海外売上比率の高さ、又はクロスボーダー M&A の経験回数と海外売上比率の高さの双方が満たされた場合にはクロスボーダー M&A における株価評価が高まることを明らかにすることができた。

クロスボーダー M&A では冒頭に触れたようにグローバル経営力が要求される。海外事業比率が高い企業は、常日頃からこうした能力を要求されることが多い。加えて、そうした企業で海外子会社を介してクロスボーダー M&A の取引を行うなど、海外子会社をコントロールできている企業であれば、中川・佐々木・今川（2017）が指摘する、国の文化の中で組織文化が機能していると考えられ、海外子会社とともに、言語、慣習、文化等の点において、対象企業とコミュニケーションを取りやすく、グローバル経営力としては更に強化された存在であるということが出来る。こうした条件がそろった場合には、クロスボーダー M&A の成功確率が上がると株式市場は期待し、株価効果の上昇につながったと考えられる。本研究は株価評価への効果にその範囲を限っているが、株価がポジティブに反応したということは企業価値にもプラスの効果があると株式市場が判断したとも言え、グローバル経営力の有無がクロスボーダー M&A の成功確率を上げる可能性を示唆することにもつながる成果と言える。

本研究の今後の課題について述べると、第一に、海外子会社や海外事業の多い企業を取り上げて、グローバル経営力の高さを意味するとしているが、これらが真に高いグローバル経営力を有しているかどうかについては今後さらに検証の余地がある。

第二に、本研究においてはイベント・スタディを用いて短期株価効果を分析したが、長期パフォーマンス・スタディにより、海外子会社や海外事業の多い企業の方が M&A 後の統合を円滑に進め、企業価値が向上するかについても検証する必要があると考える。

第三に、海外子会社を介してのクロスボーダー M&A であっても、単に取引スキームの関係から海外子会社を介する M&A を選択している案件もあると考えられ、海外子会社をマネジメントできているかについても検証が必要である。

*謝辞

本稿執筆に際し、慶應義塾大学 商学部の浅野 敬志教授にご指導いただきました。こ

ここに記して心より感謝の意を表します。

<注>

- ¹ 芳賀・立本（2016）では、株価効果は投資家視点であるが、企業経営者にとっても、「資金調達上重要な企業の総資産価値への効果」であると述べられており、株価への効果は、企業価値を計測するための指標の一つとなり得、多くの M&A の定量分析で採用されている。
- ² 海外子会社と対象企業との地域については、スイスの海外子会社を介してバングラディシュの企業を買収した案件があったが、他は、同国内、欧州地域又は EU 内、アジア地域内、北米地域内、北米及び欧州地域内と、海外子会社経由での M&A 案件は、海外子会社と対象企業が地理的、文化的に近く、又は同じ経済圏内での M&A の取引であった。このため、本研究では、全体の分析には、上記スイスの海外子会社経由でバングラディシュの会社を買収した 1 件を含めたが、海外子会社実行群として分析する際には当該案件を除いて、86 件として分析した。

<参考文献>

- Bruner, R. F. (2004) “Does M&A pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker”, *Journal of Applied Finance*, Vol. 12, No.1, pp48–68.
- Erel, I., Jang, Y., Weisbach, M. S. (2022) “CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS”, *NBER WORKING PAPER SERIES*, Working Paper 30597.
- Francis, B. B., Hasan, I., Sun, X. (2006) “Financial market integration and the value of global diversification: evidence for US acquirers in cross border mergers and acquisitions”, *Bank of Finland Research Discussion Papers*, No. 24.
- 芳賀裕子、立本博文（2016）「M&A の効果と多角化戦略との関係に関する文献サーベイ」『赤門マネジメント・レビュー』、15 巻、3 号、109-166 頁。
- Higgins, H. N., Beckman, J. (2006) Abnormal returns of Japanese acquisition bidders-impact of pro-M&A legislation in the 1990s,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 14, Issue 3, pp250–268.
- 井上光太郎（2002）「日本の M&A における取引形態と株価効果」『経営財務研究』、第 22 巻、第 2 号、107–120 頁。
- 井上光太郎、加藤英明（2003）「M&A 発表日の株価効果に関する要因分析」『現代ファイナンス』、13 巻、3–28 頁。
- 井上光太郎、加藤英明（2006）『M&A と株価』東洋経済新報社。
- 経済産業省、PwC（2019）「海外 M&A と日本企業～ M&A の最前線に立つ国内外の企業の声からひもとく課題克服の可能性～」『平成 30 年度我が国内外の投資促進体制整備等調査（日本企業等による海外企業買収の課題等に関する調査・研究等事業）報告書』。
- MARR Online（2022）「M&A 回顧」、株式会社レコフデータ。
<https://www.marr.jp/genre/market/MAkaiko>（2023 年 6 月 25 日）
- 宮島英昭、蟻川靖浩（2006）「M&A の経済分析：M&A はなぜ増加したのか」『RIETI Discussion Paper』、Series 06-J-034。
- 宮島英昭（2007）「日本の M&A の経済分析：その国際的特徴と経済的役割」『RIETI Discussion Paper』、Series 07-J-026。

- 宮島英昭（2018）「海外企業買収における課題とその克服に向けて－「我が国企業による海外 M&A 研究会」での議論を踏まえて」『RIETI Highlight』、Spring 69、4-5 頁。
- 中川功一、佐々木将人、今川智美（2017）「組織文化の海外移転について、我々が知り得ていることと、これからの方向性」『組織科学』、vol. 50、No.4、21-30 頁。
- 薄井彰（2006）「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」『国際会計研究学会年報 2006 年度』、61-74 頁。
- 矢部謙介（2017）「在外研究レポート」『中京経営研究』、第 26 巻、123-131 頁。

受付日：2023 年 6 月 30 日

受理日：2023 年 11 月 24 日