

クロスボーダーM&Aとのれん －先行研究サーベイ－

宮宇地 俊岳

1. はじめに

近年、日本企業の合併・買収 (Mergers and Acquisitions; 以下、M&Aと記す)件数が増加しているが、その中でも、日本企業が国境を越えて海外企業を買収するクロスボーダーM&Aの増加が目立っている。海外市場への進出には、拠点構築・人材の確保育成・販路開拓等をゼロから自前で取り組むグリーンフィールド投資 (greenfield investment)を行う選択肢もあるが、環境変化の速さに対応するため、既存の企業の買収を選択する企業が増えていると言えそうだ。その背景には、企業活動のグローバル化や日本の将来人口の減少に伴う国内市場の縮小予測が影響していると考えられるが、クロスボーダーM&Aが増加する傾向は日本だけでなく海外でも観察されている。そこで、本稿¹は、(1)クロスボーダーM&Aがなぜ起こるのか、(2) どのような企業を買収の対象になり、(3)買収する企業 (以下、取得企業) やその対象となった企業 (以下、対象企業) の株価形成にどのような影響を与えているのか、(4)買収の際に支払う買収プレミアムは国境を越えるM&Aだと高くなるのかといったテーマを取り扱った海外の実証研究についてのサーベイを行う。それらの知見を整理する中で、クロスボーダーM&Aは、国内のM&Aに比して、買収時に貸借対照表に計上される「のれん」の金額は過大になりうるのかという会計学的な課題への示唆を得ることを目的としている。

しかしながら、クロスボーダーM&Aの取引量が著しく増加しているという現実に対して、M&Aを分析対象とした実証研究は、国内M&Aを題材としたものが圧倒的に多く、クロスボーダーM&Aを題材とした文献は少ない。2010年代に入り文献数は伸びつつあり、特にここ5年間の文献の増加は目覚ましいものがある。その一方で、粗い分析を行っている研究も散見されるため、知見の質を保証したいという狙いもあり、ファイナンス領域の主要3誌 (*The Journal of Finance*, *Journal of Financial Economics*, *The Review of Financial Studies*) に掲載された文献を中心にレビューを行い、必要があればトップ50に入っている雑誌、有益な示唆が得られる場合にはWorking Paperにもその範囲を拡張していく。

2. 増加するクロスボーダーM&A

図表1は『MARR』2018年2月号をもとに、2003年から2017年までの期間の日本のM&A件数の推移を市場別に分類し示したものである。IN-IN型は日本国内の企業が日本国内の企業を取得したケース、IN-OUT型は日本国内の企業が海外の企業を取得したケース、OUT-IN型は海外の企業が日本国内の企業を取得したケースにそれぞれ該当する。M&A全体の件数は、2003年時点で1,728件から2017年時点で3,050件へとほぼ1.76倍程度に増加しており、日本企業にとって組織境界の調整手段としてM&Aが一般的な取引となった姿が窺

1 本研究はJSPS科研費(若手B:研究課題番号15K17172)の助成を受けたものである。

える。他方で、IN-OUT型とOUT-IN型がクロスボーダーM&Aに該当するが、両者を合計した件数は2003年時点では376件であったが、2017年時点では870件になり2.31倍程度の伸びを見せている。その中でも、(OUT-IN型の件数は減少傾向にあるが) IN-OUT型の件数は、2003年の213件から2017年の672件へと3.15倍程度の増加が確認できる。

次に、図表2は、M&A金額の推移を市場別に示

したものであるが、IN-OUT型のM&Aは、金額面では2003年から2017年までの期間に14.1倍程度に拡大していることが確認できる。図表1・2の情報から、既存の技術・設備・顧客を一気に獲得できる「クロスボーダーM&A」を日本企業が選択している姿を確認することができる。

また、クロスボーダーM&Aの件数は日本だけでなく世界的にも増加していることが指摘されている。Erel *et. al* [2012] は、M&A件数に占める

〈図表1〉 マーケット別のM&A件数の推移

	IN-IN	IN-OUT	OUT-IN	合計
2003年	1,352 (78.2%)	213 (12.3%)	163 (9.4%)	1,728
2004年	1,680 (76.0%)	320 (14.5%)	211 (9.5%)	2,211
2005年	2,129 (78.1%)	411 (15.1%)	185 (6.8%)	2,725
2006年	2,174 (78.3%)	421 (15.2%)	180 (6.5%)	2,775
2007年	2,020 (74.9%)	367 (13.6%)	309 (11.5%)	2,696
2008年	1,824 (76.0%)	377 (15.7%)	198 (8.3%)	2,399
2009年	1,520 (77.7%)	299 (15.3%)	138 (7.1%)	1,957
2010年	1,194 (69.9%)	371 (21.7%)	142 (8.3%)	1,707
2011年	1,086 (64.4%)	455 (27.0%)	146 (8.7%)	1,687
2012年	1,219 (66.0%)	517 (28.0%)	112 (6.1%)	1,848
2013年	1,400 (68.4%)	499 (24.4%)	149 (7.3%)	2,048
2014年	1,558 (68.2%)	557 (24.4%)	170 (7.4%)	2,285
2015年	1,661 (68.4%)	562 (23.1%)	205 (8.4%)	2,428
2016年	1,818 (68.6%)	636 (24.0%)	198 (7.5%)	2,652
2017年	2,180 (71.5%)	672 (22.0%)	198 (6.5%)	3,050

(出所)『MARR』2018年2月号20頁をもとに作成。括弧内は構成比率を示す。

〈図表2〉 マーケット別のM&A金額の推移

(単位：百万円)

	IN-IN	IN-OUT	OUT-IN	合計
2003年	4,413,103	528,630	1,009,386	5,951,119
2004年	9,627,121	1,881,779	743,442	12,252,342
2005年	9,565,999	1,641,596	553,226	11,760,821
2006年	5,873,782	8,609,259	643,671	15,126,712
2007年	6,640,241	2,858,810	3,018,745	12,517,796
2008年	4,664,416	7,504,004	472,833	12,641,253
2009年	4,135,887	2,952,131	699,068	7,787,086
2010年	2,494,842	3,850,230	433,796	6,778,868
2011年	3,513,376	6,465,870	989,348	10,968,594
2012年	4,123,762	7,832,829	656,425	12,613,016
2013年	1,796,547	5,402,834	671,324	7,870,705
2014年	2,348,643	5,805,491	1,191,878	9,346,012
2015年	3,974,489	11,217,712	1,022,013	16,214,214
2016年	3,745,381	10,578,561	2,573,600	16,897,542
2017年	2,199,444	7,480,221	3,664,080	13,343,745

(出所)『MARR』2018年2月号22頁をもとに作成。括弧内は構成比率を示す。

クロスボーダーM&Aの件数が、1998年に23%を占めていたが、2007年には45%に増加していることを指摘している。

近年、日本企業が取得企業となるクロスボーダーM&Aの事例では、2014年1月のサントリーによるビーム社の買収(約1兆6,800億円)、2016年7月のソフトバンクによるアーム社の買収(約3兆3,000億円)、2018年5月の武田薬品工業によるシャイアー社の買収(約6兆8,000億円)等に見られるように、巨額な買収対価を支払っているケースが目立ち、海外企業を買収する際には(必要以上に)過大な買収対価を支払っている懸念が指摘されることもある。買収対価のうち、対象企業の純資産(時価で再評価)を超える過大な部分については、貸借対照表に無形固定資産の一種である「のれん」として計上されることになる。海外企業を積極的に買収することを志向する企業は、のれんの規則的償却を求めない国際財務報告基準(IFRS)を採用している傾向があり、巨額なのれんの計上は、将来的にのれんの減損損失計上につながるおそれもある。そこで、クロスボーダーM&A取引の性質と企業の株価や買収プレミアムに関する影響について理解しておく必要があるため、次節以降では、クロスボーダーM&Aの生起要因やM&A公表時の株価への影響を題材とした実証研究のレビューを行う。

3. クロスボーダーM&Aの生起要因と対象企業の傾向

本節では、クロスボーダーM&Aの生起要因²を探る研究(そこから、どのような企業を対象企業になりやすい傾向があるのかが明らかになる)について概観する。

クロスボーダーM&Aは、国内企業同士のM&Aに比べると、法制度、会計制度、証券市場、通貨、言語・宗教・文化等の異なる企業同士が結合する

ことになるため、M&Aを成功させる道のりはより複雑になると考えられている。これらのうち、国の諸制度の違いがクロスボーダーM&Aに与える影響を分析した研究として Rossi and Volpin [2004] が知られている。Rossi and Volpin [2004] は、「M&Aの買収対象となった件数」に占める「クロスボーダーM&Aの買収対象となった件数」の比率を国ごとに求めたうえで、投資家保護の強弱と当該比率との関係性を検証している。投資家保護の強弱は、具体的には、会計ディスクロージャーの質の高低、取締役に対する株主の権利の程度の強弱、慣習法国家か否かといった点を指標化して捉えている。その結果、投資家保護の弱い国の企業の方が、クロスボーダーM&Aの対象になりやすい傾向を明らかにしている³。

Ferreira *et al.* [2010] は、取得企業と対象企業の2社の属する国の法制度や会計制度、証券市場の取引量の差といった社会制度的な要因に加えて、対象企業に対する海外機関投資家の株式保有比率とクロスボーダーM&Aの生起確率との関係性の検証を行っている。その結果、海外機関投資家の株式保有比率が高いと、クロスボーダーM&Aの対象になりやすい傾向があることを示した。また、この傾向は株主保護に関する法的制度が弱く、株式市場があまり発展していない国で顕著であり、同論文は、海外機関投資家が企業経営に対して有効なモニタリングを実施し、企業のガバナンスに関するエージェンシー問題を緩和する(対象企業が属する国の株主保護の弱さを補う)役割を果たす存在であることを指摘している。

Erel *et al.* [2012] は、先行研究で明らかにされた株主保護の程度や会計ディスクロージャーの質といった要因以外に、通貨の価値や株式市場での株価上昇状況、税率の差、さらには文化(宗教・言語)や地理的な距離といった要因を加味して、クロスボーダーM&Aの生起確率に与える影響の

2 (クロスボーダーではない)通常の国内M&Aの生起要因としては、規模の経済・範囲の経済の獲得、取引費用・製造費用の低減、経営者のエントレンチメントといったミクロ的な要因に加え、産業ショックへの対応、株式市場による株式への過大評価等のマクロ的な要因が存在することが知られている。詳しくは宮宇地 [2012] (66-77頁)を参照されたい。

3 十分な株主の権利保護や会計情報の開示がない状況では、資本市場は発達しにくく、企業の株価がundervalueされた状態になり、買収先を探している企業からは「割安」に映ることが想定される。

分析を行っている。その結果、①通貨価値の上昇が取得企業の国 > 対象企業の国となっている場合、②株式市場のリターンが取得企業の国 > 対象企業の国となっている場合、③企業の簿価時価比率が取得企業 > 対象企業となっている場合、④会計情報開示の質が取得企業の国 > 対象企業の国となっている場合、⑤取得企業と対象企業が地理的に近い場合⁴、⑥法人税率の高さが取得企業の国 > 対象企業の国となっている場合に、クロスボーダーM&Aが起り、それぞれの要因が低い(弱い)企業が買収の対象になりやすい傾向があることを明らかにした。また、この分析において、文化(宗教が同一か、使用言語が同一か否か)の要因はクロスボーダーM&Aの生起に統計的に有意な影響を与えていなかった。

近年の研究では、買収先企業が属する国の知的財産保護策が強いのか否かの程度の差が、クロスボーダーM&Aに影響を与えると指摘する研究もある。Alimov and Officer [2017] は、取得企業が保有する知的財産の価値は、対象企業に技術移転等を行うことを前提とすれば、対象企業が属する国において、知的財産の権利がいかに保護される(盗用や模倣から防ぐ)かによって決まることを指摘した。そのうえで、特許法に代表される知的財産保護制度の改革を行うと、その国の企業がクロスボーダーM&Aの対象になる確率が上がる(安心して外国企業が進出する)傾向を明らかにしている⁵。

これらの結果から、①株主保護の法規制の強弱、②会計ディスクロージャーの質の高低、③通貨価値の強弱、④株式市場の良好さ、⑤法人税率の高

低、⑥知的財産保護策の強弱といった社会制度の要因がクロスボーダーM&Aの生起に影響を与えていることが明らかとなった。また、⑦(①②の弱さを補う意味で、)企業株主に占める海外機関投資家の存在や、⑧2企業間の地理的な距離の大小も影響を与えていることが明らかとなった。

4. クロスボーダーM&Aと買収プレミアム

本節では、クロスボーダーM&Aが買収プレミアムに与える影響について概観していくが、こちらも取得企業・対象企業のそれぞれが所属する国の「株主保護の法的強弱」が主たる要因として影響を与えている。先述したRossi and Volpin [2004] では、買収プレミアム⁶に焦点を当てた分析を行っている。その結果、投資家保護の強い国の企業を買収する場合は買収プレミアムが高くなることと、その案件がクロスボーダーM&Aの案件であれば買収プレミアムが高くなることを明らかにしている。

Bris and Cabolis [2008] は、クロスボーダーM&Aの買収プレミアムの平均値は+15.16%、中央値は+8.28%であることを示している。ただし、国内M&Aを実施した企業をコントロールサンプルとして対応させる分析も行っており、その結果、国内M&AとクロスボーダーM&Aとでは、買収プレミアムに有意な差は存在しないことも指摘している。

Lin *et al.* [2014] は、企業が属する国の通貨が評価され価値が上昇した企業が行ったクロスボーダーM&Aのうち、株主保護等の弱い国の企

4 地理的な距離は、2企業が所属する国の首都の緯度・経度から大円距離を算出し、その負数を指標として用いている。同論文では、クロスボーダーM&Aの生起確率と当該指標との間に統計的に有意な正の相関を確認しているが、説明変数が負数であるため、その結果は、距離が離れているほどクロスボーダーM&Aの生起確率を押し下げる影響があることを示している。

5 クロスボーダーM&Aを直接的な分析対象としたものではないが、近年のM&A研究では次のようなことも明らかになっている。Dessaint *et al.* [2017] は、買収によるシナジーの源泉の多くは、従業員の削減を含む従業員の再構築にあることを指摘し、世界で起こっているM&Aを対象に、労働者保護策の強化がM&Aに与える影響を分析している。その結果、労働法に代表される労働者保護策を強化すると、その国の企業を買収される確率を低下させることを明らかにしている。現時点では、株主保護の強弱や会計ディスクロージャーの質に焦点を当てた研究が多いが、他の利害主体への影響も考慮に加えた分析が有益である可能性がある。

6 買収プレミアムの捉え方は研究によって差があるものの、概ね「買収提示価格と買収公表の数週間前の株価終値との差」を指標として用いている。

業が取得企業となるケースでは、買収対価をおよそ12%~20%程度過大に支払っていることを明らかにした。

このように、クロスボーダーM&Aが国内M&Aの案件よりも買収プレミアムが高くつくか否かについては、高くなる／変わらないという結果が混在している。その一方で、①買収における対象企業が属する国の株主保護の程度が強いケースと、②買収における取得企業が属する国の株主保護の程度が弱いケースに該当する場合に、クロスボーダーM&Aの買収プレミアムは高くなることが明らかとなった。

5. クロスボーダーM&Aと株価への影響

クロスボーダーM&Aからシナジーを得られるか否かは、取得企業、対象企業それぞれの株価、および両者の加重平均をとった結合体企業としての株価の増減を分析することで検証することができる。本節では、クロスボーダーM&Aの公表に対する株式市場の反応を題材とした実証研究の成果を概観する。

クロスボーダーM&Aは国内M&Aと比べて株式市場の評価が異なるのだろうかという問題意識のもとに取り組みされた研究としてMoeller and Schlingemann [2005] が知られている。同論文は1985年から1995年の米国企業のM&Aをサンプルとし、クロスボーダーM&Aを公表した取得企業の累積超過収益率 (Cumulative Abnormal Return; CAR) が+0.307%を示したのに対し、国内M&Aの場合はCARが+1.173%となり、クロスボーダーM&Aの方が取得企業の株価に与えるプラス効果が弱く、その差も有意であることを指摘している。したがって、クロスボーダーM&Aは、取得企業にとって国内M&Aよりも効率の悪い投資案件ということになる。しかしながら、サンプルとして扱っている企業が古く、今日的なクロスボーダーM&Aへの示唆はそれほど大きくないと言える。

Bris and Cabolis [2008] は、クロスボーダーM&Aにおいて株式の100%を取得する買収が実施されると、対象企業の国籍が取得企業の属する国

へと変更されることに着目した。仮に、取得企業の属する国の法や会計制度の質が高い場合に、国籍変更がなされた対象企業は、より質の高い取得企業側の法や会計制度を適用することが求められることになり、その株式の価値が変化する可能性がある。Bris and Cabolis [2008] は、100%株式の取得を行ったクロスボーダーM&Aサンプル (1989年~2002年) を対象に、株主保護の程度が強いか否かを、OECD加盟国であるか否かで区分した。そのうえで、株主保護の程度の強い国の企業が株主保護の程度の弱い国の企業を買収した場合には、対象企業側のCAR [-1, +1] が+15.08%のプラスの値を示し、さらに、国内M&Aのケースと比較しても+9.65%ほど上回る値を示すことを明らかにしている。

Chari *et al.* [2010] は、先進国の企業が企業境界を海外へ拡張していくと、買収先の企業のコーポレートガバナンスの有効性や、財産権の取り扱い等の「法の支配・法の執行」の程度の問題に直面することを指摘した。仮にそれらに問題を抱えた企業を取得した場合には、対象企業側に大きな経営改善効果が見込まれることが想定される。そこで、同論文は、クロスボーダーM&Aの対象企業が先進国企業か新興国企業であるかに基づいた区分を行い、イベント・スタディに取り組んだ。サンプルとしては、株式を5%以上取得した案件から50%超を取得した案件まで広い意味での資本進出を対象としていた。株式の50%超を取得したサンプルに限った結果として、(1)先進国企業が先進国企業を取得した場合には、取得企業のCAR [-1, +1] は-0.28の値を示すが、(2)先進国企業が新興国企業を取得した場合には、同値が+0.72の値を示し、その差が有意であることを明らかにした。さらに、(2)のケースのCARが生じる源泉について分析を進めたところ、「相手企業の支配権を握ったこと (50%未満のマイノリティー出資では有効ではないこと)」と「取得企業と対象企業の国家間の法の支配度の差の大きさ」「取得企業の属する産業の特許の集積度」などが要因であることを明らかにした。つまり、クロスボーダーM&Aでシナジーが強く期待されるのは、

「新興国の企業を買収し、当該企業の支配権を握り、法の執行等の経営改善の実行が期待されるケース」で、そのうち、「法の支配・執行度の高い企業が低い企業を買収したケース」か「取得企業が特許集約的な産業に属するケース」であることが示唆される。

Ferreira *et al.* [2010] も、クロスボーダーM&Aと株価形成の分析を行っている。同論文は、クロスボーダーM&A実施を公表した際に、取得企業のCARは-0.78%、対象企業は+11.18%と大きなプラスの値を示し、結合企業体としてみても+1.06%のプラスの値となることを示した。結合企業体としてのCARが有意なプラスであるということは、2企業間にシナジーが生じるということの意味する。さらに、結合企業体としての株価形成には、「取得企業の株主構成における海外機関投資家の比率の高さ」、および「海外機関投資家比率における、取得企業と対象企業の間の差」が有意にプラスの説明力をもつことを明らかにし、クロスボーダーM&Aにおいて、海外機関投資家のモニタリングが重要であることを指摘している。

Lin *et al.* [2014] は、クロスボーダーM&Aの当事者である2社間の通貨価値の変動の影響に焦点を当てた分析を行っている。その結果、実効為替レート⁷で測る本国通貨の価値が上昇している企業がクロスボーダーM&Aを実施すると、M&A公表時および公表後も株価にプラスの効果を与えることを明らかにした。

対象企業の属する国が知的財産の保護等を強

化すると、取得企業に好影響を与えることを指摘する研究も存在する。Alimov and Officer [2017] は、知的財産の権利が保護されれば、取得企業が保有する知的財産の価値が、対象企業に移転されたとしても価値を失うことはない点を指摘している。そこで、先進国企業が新興国企業を買収した際の取得企業の株価に対して、特許法改革に代表される知的財産保護策の強化が有意にプラスの影響を与えることを明らかにしている。

M&Aは特定の産業に集中して起こる、あるいは特定の年代に集中して起こること（産業集中性・周期性）が知られており⁸、クロスボーダーM&Aがその周期性（merger wave : 「M&Aの波」と呼ばれる）の中で行われたものか否かに着目した研究も存在する。Xu [2017] は、「M&Aの波」の外の期間に行われたものであっても、クロスボーダーM&Aは取得企業、対象企業、および結合企業としての株価にそれぞれ有意にプラスの影響を与えことを示した。そのうえで、M&Aの波の中の期間に行われたクロスボーダーM&Aの方が、株価に対してより大きなプラスの効果をもたらすことを明らかにしている。また、同論文はfirst moverとlate moverはどちらが有利なのかという検証も行っており、「M&Aの波」の中の期間であれば、late moverの方がM&A公表時の株価がより大きくプラスになることを明らかにしている。このように、株式市場から「成功」と評価されるクロスボーダーM&Aの傾向がいくつか明らかとなっている⁹。

M&Aにおいては、その対価の支払い手段を現

7 実効為替レートとは、ある国の通貨の価値が他の諸国の多通貨に対し、どれだけ上昇/下落しているのかを総合的に測るための通貨価値の指標である。

8 M&Aの産業集中性・周期性をもたらす2つの主要な要因として「産業ショック」と「株式市場の過大評価」が指摘されている。産業ショックとは、産業構造に変化をもたらす要因のことで、規制緩和や石油などの投入物原価の変化、海外との競争激化、ITなどの技術革新等のことをさし、これらの外的ショックに対して経営者が合理的な対応としてM&Aを選択することを想定する。他方で、株式市場の過大評価がM&Aを引き起こすとする主張も存在し、株式市場が効率的ではないという前提に立ち、企業のファンダメンタルな価値を上回る株価がついた場合に、経営者は株式交換を利用した買収によって、有利にM&Aを推し進めるインセンティブをもつことを想定する。これらの2要因のうちいずれがM&Aを発生させるのかについては、Rhodes-Kropf *et al.* [2005] と Harford [2005] が実証研究上の論争を展開している。詳細については、宮宇地 [2012] 69-74頁を参照されたい。

9 First-moverは海外市場に進出するうえで、その成果を後続企業よりも独占的に占有しうる機会がある一方で、進出市場固有の予期せぬ状況・問題に直面することも想定される。その点において、Late-moverの方が海外市場に進出上での不確実性を低減させることが可能で、無駄なコストをかけずに市場展開できることが示唆される。

金とするか株式交換とするか（あるいはそれらの混合か）を選択することができ、どちらの方式を選択するかによってM&A公表時の取得企業・対象企業の株価が変化することが知られている。クロスボーダーM&Aが、この対価の支払い方式の選択にどのような影響を与えるのかについて分析した研究も存在する。Huang *et al.* [2016] は、クロスボーダーM&Aにおいて、買収対象となる企業のコーポレートガバナンスや投資家保護等が弱いようだと、ガバナンス上のリスクが高くなり、取得企業は買収対価を過大に支払ってしまうおそれがあると指摘する。取得企業はそのようなリスクを回避するため、対価の支払い手段として現金ではなく株式を選択する可能性を同論文は指摘した。そのうえで、クロスボーダーM&Aでは、取得企業は現金での支払いをより選好するものの、取得企業の属する国と対象企業の属する国の株主権利保護の程度等の差が大きい場合には、取得企業は現金での支払いではなく、株式による支払いを選好することを明らかにした。(クロスボーダーではない)国内M&A研究では、現金を対価とするM&Aは取得企業の株価に対してプラスの影響を与えるが、株式を対価とするM&Aは取得企業の株価に対してマイナスの影響をもたらすことが知られている¹⁰。クロスボーダーM&Aでは国内M&Aと異なり、2企業間(2国間)の制度上の差等の要因が存在する。そのため、そのリスク要因に対応するために買収対価を株式で支払うことが合理的な

選択であるならば、株式を対価とするクロスボーダーM&Aの公表が取得企業の株価に与える影響は、既存の国内M&Aでの知見と異なるものになる可能性がある。この点は、今後の実証研究で明らかにされていく課題と言えよう¹¹。

6. ま と め

本稿は、近年増加しつつあり、かつ金額的に大型化しつつあるクロスボーダーM&Aを題材とした実証研究のレビューを通じて、貸借対照表に積みあがる「のれん」への示唆を得るために、実証的に明らかになっている知見の整理を行うことを目的としていた。

まず、日本においてクロスボーダーM&Aの件数・金額がともに増加しつつある現状を確認したうえで、なぜクロスボーダーM&Aが起こるのか(どのような企業がクロスボーダーM&Aの買収対象になるのか)について先行研究を概観し、株主保護の規制の強弱(経営陣に対する株主の法的権利や会計ディスクロージャーの質)が主たる要因として存在し、その程度が弱い国の企業が買収の対象となっていることが明らかになった。株主保護の規制の強弱以外の要因としては、通貨価値、株式市場のパフォーマンス、法人税率の差、知的財産保護の強弱など、企業が属する国の社会的制度の強弱が大きく影響していることが明らかとなった。

10 M&Aの対価を株式で支払う場合には、必要な資金を実質的に新株発行によって賄うことになる。Myers and Majluf [1984]によれば、株価が現在の企業価値と比べて割高である(将来の見通しに関して悲観的である)と経営者が判断した場合に新株発行を行うことを指摘している。このため、新株発行の公表は、市場に対して現在の株価が過大評価されているというシグナルを送ることになる。そのため、株式交換によるM&Aを公表すると、新株発行を市場が嫌気して、M&A実施企業の株価を押し下げることになる。詳細は、宮宇地 [2012] 91-93頁を参照されたい。

11 この他にも、クロスボーダーM&Aを直接的な分析対象としたものではないが、通常のM&Aを対象とした研究として以下のような研究も存在する。Dessaint *et al.* [2017] は、買収によるシナジーの源泉の多くは、従業員の削減を含む従業員の再構築にあることを指摘し、労働法に代表される労働者保護を強化すると、(リストラを実施しにくくなるため)買収を達成した企業に対しては、取得企業と被取得企業の結合体としての株価を有意に押し下げる影響があることを明らかにしている。クロスボーダーM&Aでは、株主保護の視点が第一に注目されているが、従業員という利害関係者への影響についても分析が待たれるところである。また、Field and Mkrtychyan [2017] は、取締役が、執行役員または取締役として過去10年間にM&A経験を有するか否かに着目した研究を行っている。その結果、取締役のM&A経験がM&A公表時の取得企業の株価にプラスの影響を与えること、また、過去のM&Aが成功している(株式市場にプラスと評価された経験がある)と、新たなM&A公表時の株価にもプラスの影響をもたらすことを明らかにしている。他国への進出には、その国についての情報や経験が有益となりうるため、M&A経験についても、(国内M&A以上に)クロスボーダーM&Aに大きな影響を与える可能性がある。

そのうえで、クロスボーダーM&Aが、取得企業や対象企業の株価にどのような影響を与えているかを確認したところ、クロスボーダーM&Aが国内M&Aのケースよりも取得企業や対象企業の株価を押し上げるという効果は確認されなかった。また、クロスボーダーM&Aによって確認されるCARに対しては、「対象企業が属する国の株主保護の程度（法の支配・法の執行）が弱い」という要因が、取得企業や対象企業の株価を押し上げることが確認された。株主保護の強弱以外の要因としては、対象企業について、海外機関投資家のモニタリング力が強いケースや知的財産保護法の強化がなされたケースでは、株式市場はクロスボーダーM&Aの公表に対して好反応を示すことが明らかとなった。クロスボーダーM&Aの公表によって結合企業体としての株価が有意にプラスの値を示す文献がいくつかあったが、これはのれんの根拠となりうる2企業間のシナジーを市場が見込んでいることを意味している。

また、買収プレミアムについては、買収の対象企業が属する国の株主保護の程度が強い場合と、買収の取得企業が属する国の株主保護の程度が弱い場合に、クロスボーダーM&Aの買収プレミアムは高くなることが明らかとなった。企業の属する国の株主保護の程度の強弱がクロスボーダーM&Aにおける「のれん計上」に影響を与えていることが示唆される。

クロスボーダーM&Aを題材とした研究は、国内M&Aを題材とする研究に比べるその蓄積が十分ではなく、明らかになっていることは限定的である。その意味では、本サーベイが明らかにしたことにも限界が存在する。クロスボーダーM&Aは、多くの要因が登場し、それらが複雑に絡み合うため、その分析は容易ではない。しかしながら、国内M&Aの研究で明らかになっている知見をクロスボーダーM&A研究のリサーチ・デザインに含めていく等の工夫によって、より豊かで精緻な知見を積み上げていくことが求められていると言える。

参考文献

- Alimov, A. and M. S. Officer [2017], "Intellectual property rights and cross-border mergers and acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, Vol.45, pp.360-377.
- Bris, A. and C. Cabolis [2008], "The value of investors protection: firm evidence from cross-border mergers", *The Review of Financial Studies*, Vol.21, No.2, pp.605-648.
- Chari, A., P. P. Ouimet, and L. L. Tesar [2010], "The value of control in emerging markets", *The Review of Financial Studies*, Vol.23, No.4, pp.1741-1770.
- Dessaint, O., A. Golubov, and P. F. Volpin [2017], "Employment protection and takeovers", *Journal of Financial Economics*, Vol.125, No.2, pp.369-388.
- Erel, I., R. C. Liao, and M. S. Weisbach [2012], "Determinants of cross-border mergers and acquisitions", *The Journal of Finance*, Vol.67, No.3, pp.1045-1082.
- Ferreira, M. A., M. Massa, and P. Matos [2010], "Shareholders at the gate? institutional investors and cross-border mergers and acquisitions", *The Review of Financial Studies*, Vol.23, No.2, pp.601-644.
- Field, L. C., and A. Mkrtychyan [2017], "The effect of director experience on acquisition performance", *Journal of Financial Economics*, Vol.123, No.3, pp.488-511.
- Harford, J. [2005], "What drives merger waves?", *Journal of Financial Economics*, Vol.77, pp.529-560.
- Huang, P., M. S. Officer, and R. Powell [2016], "Method of payment and risk mitigation in cross-border mergers and acquisitions", *Journal of Corporate Finance*, Vol.40, pp.216-234.
- Lin, C., M. S. Officer, and B. Shen [2014], "Currency appreciation shocks and shareholder wealth creation in cross-border mergers and acquisitions", SSRN Working Paper (id2303630).
- Moeller, S. B., and F. P. Schlingemann [2005], "Global diversification and bidder gains: a comparison between cross-border and domestic acquisitions", *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, pp.533-564.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf [1984], "Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Rhodes-Kropf, M., D. T. Robinson, and S. Viswanathan [2005], "Valuation waves and merger activity: the empirical evidence", *Journal of Financial Economics* 77,

pp.561-603.

Rossi, S. and P., F. Volpin [2004], “Cross-country determinants of mergers and acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, Vol.74, No.2, pp.277-304.

Xu, E. Q. [2017], “Cross-border merger waves”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.46, pp.207-231.

宮宇地 俊岳 [2012]「M&Aの理論と実証－先行研究サーベイ－」『追手門経営論集』第17巻, 第2号, 65-134頁。