

学位論文題名

# Trends and Determinants of the Japanese Cross-border Mergers and Acquisitions

（日本企業に関わる多国籍間のM&Aの傾向と要因）

## 学位論文内容の要旨

The paper examines recent trends in the Japanese cross-border M&A activity in 1988-2005 and investigates the factors influencing them. We develop classifications of theoretical foundations and factors of M&A activity. Further, we apply these classified factors to the Japanese cross-border M&As. Two categories of the Japanese M&As – transactions with Japanese companies as a target (sales) and transactions with Japanese companies as an acquirer (purchases) – are examined. In the Japanese cross-border M&A sales in order to determine factors of changes we look into industrial, institutional and geographical structures of M&A transactions. The development of the Japanese M&A market was impeded by specific features of corporate governance and financial system in Japan which were supported for a long time by strict regulations. The paper describes the changes in the institutional environment and their influence on development of the Japanese cross-border M&A sales. As a result of economic crisis of the 1990s, changes in regulation and following changes in the corporate environment have opened the first wave in the Japanese cross-border M&A sales. As a result of liberalization, the excessive capacities of Japanese corporations motivated foreign investors to choose acquisition over investing in new facilities.

For the Japanese outward M&A flows we test the standard gravity model. The results report that the volume of the Japanese cross-border M&A purchases is significantly larger in countries with larger and developed markets and a higher degree of investor's protection. The main factor affecting the location of Japanese M&A purchases in developed and Asian countries is the bilateral trade flow between Japan and a target country. For the Japanese acquisitions in developed countries, level of market liquidity and Japanese bank lending growth rates add their influence to the above mentioned determinants. Bank lending growth rate is highly significant in the developed countries sample and is positively correlated with the M&A volume that supports the hypothesis on the importance of the sources of financing for the Japanese outward M&A transactions. In contrast, the Japanese acquisitions in Asian countries have negative correlation with bank lending growth rates. This finding proves that the banking crisis in Japan influenced the Japanese M&As in Asian countries in the

opposite way as experiencing financial difficulties Japanese companies increased M&As in Asian countries for reducing production costs.

# 学位論文審査の要旨

主 査 教 授 濱 田 康 行

副 査 教 授 佐々木 隆 生

副 査 教 授 吉 野 悦 雄

学 位 論 文 題 名

## Trends and Determinants of the Japanese Cross-border Mergers and Acquisitions

(日本企業に関わる多国籍間のM&Aの傾向と要因)

近年、日本においても企業の収益改善、最適な資源配分を目指す一手段としてM&Aに注目が集まっている。日本の市場を見ると、欧米と比して規模はまだ小さいものの、90年代後半以降拡大し、2005年には件数で最高を記録している。

本論は日本のM&Aのうち、国境を越えたディール、つまりクロスボーダー事例の発生要因が何であるかを探ることを目的としている。日本のM&Aは件数的には国内案件が主流であるが、今後の見通しでは国境を越えた取引は増加するとみられている。本論文は近未来に主流の現象となるべき対象を先行的に扱っている。尚、本論文は英語で書かれている。

〈概要〉

序章 (Introduction) では、1987年～2005年の期間中でみると、クロスボーダー事例がM&A全体の4%から13%へ(金額ベース)、5%から17%へ(件数ベース)で増加したことをグローバル化のひとりの現象としてとらえた上で、クロスボーダー事例が日本側が買い手の場合と売り手の場合で、発生要因が大きく異なりまた件数の推移も違っていることから、両者をそれぞれの章で分析することの妥当性を主張している。また、論文構成のための主な資料としてレコフの発行するMARR (Mergers and Acquisitions Research Report) の各年号を使用していることを明らかにしている。

第2章では、まず基本的な用語 (Merger, Acquisition) の定義をUNCTADの方式で行った上で、クロスボーダー取引の発生要因として何が考えられるかを、これまでの諸研究の検討により抽出している。これまでの研究で示されたM&A研究の視角として有効なものに企業コントロール、不完全市場、所有権の国際化などがあるが、クロスボーダー事例の分析にはどれも単独で有効とは思えないという見解を示す。その上で、要因をレベルの違いで整理するという独自のアイデアを示し、当該諸国の国レベルの事情(法律、規制等)、当該産業全体の事情、そして関係する個々の会社の事情の三つのレベルに整理する。

第3章は、日本企業が売り手になった場合の分析である。1997～2005年の調査期間では二つの

波がある。1997～2001年はいわば初動期間である。1997年からバブルに乗って展開し、2000～2001年の崩壊で一段落する。そして第二期つまり本格的な波は2002年から始まっている。取引は金融業に集中し（全体の72%）ているが、これはバブルの崩壊を機に金融再編が生じ、様々な業界をめぐる規制が解除ないし廃止されたからである。ここで金融業が具洋画目立つのは一件の取引額が巨額だからで、一般企業をめぐる事例も件数でみればかなりあり、ここでは日本の企業のオーバーキャパシティという要因が重なる。つまりバブル時代の過剰投資により生産能力が大きくなりすぎその一部の売却を考えざるを得なくなったのである。さらに金融危機が一般企業に波及し、企業の価値が一般的に低下したことが件数の増加を促進し、日本の低金利も外国からの買いを刺激した。日本企業買収の資金は日本の市場で調達されたのである。

第4章では、日本企業が買い手になった事例を検討する。ここでは、標準重力モデルを使って第2章の諸見解の抽出から得た諸要因を分析（対象62カ国）する。著者は、これまで使われていたモデルに新たな決定要因（銀行貸出、株式取引高、貿易量）を付け加え、修正して使用した。その結果、日本が買い手になるケースの対象国は発展途上国のうちでも投資家保護規定が強い国・地域が中心になっていることが見い出された。さらにモデル分析の結果、両国間の貿易取引量が最大の決定要因であり、ついで証券市場の流動性のレベル、日本の銀行の貸出増加率などが有意であることが明らかになった。特に貿易量が決定的であることは、日本企業が輸出代替措置として海外企業のM&Aを手がけたという仮説を支持している。また、対象国を発展途上国一般とアジア諸国に分類してそれぞれ分析した。そのことによって銀行貸出増加率は対象国をアジアに限定すると逆の相関が認められることが明らかになった。

#### 〈意義と評価〉

日本のM&Aを取扱った論文は、件数が多くないこと、また時期が最近のことであるため、そんなに多くない。また論文の性格も、実務家によるレポート風のものが多く、M&Aの発生要因を事例に即して分析したものは少ない。本論文は、こうした当該分野の不足を補っている。また、著者も主張するように、国境を越えた事例に特化した研究は本研究が最初である。この点は充分評価される。また、発生要因についてもモデル分析によって興味ある結果が示され、今後の当該分野の研究に資するものがある。データが一元的で、他研究との差別性は認められないが、北海道大学の大学院生しかも外国人という制約を考えれば許容される範囲内のことである。

以上の諸点を勘案した上で、本論文の功績を認め博士（経済学）に相当すると判断した。