

クロスボーダーM&Aと 企業パフォーマンスに関する 実証分析

南山大学経済学部 川本ゼミ

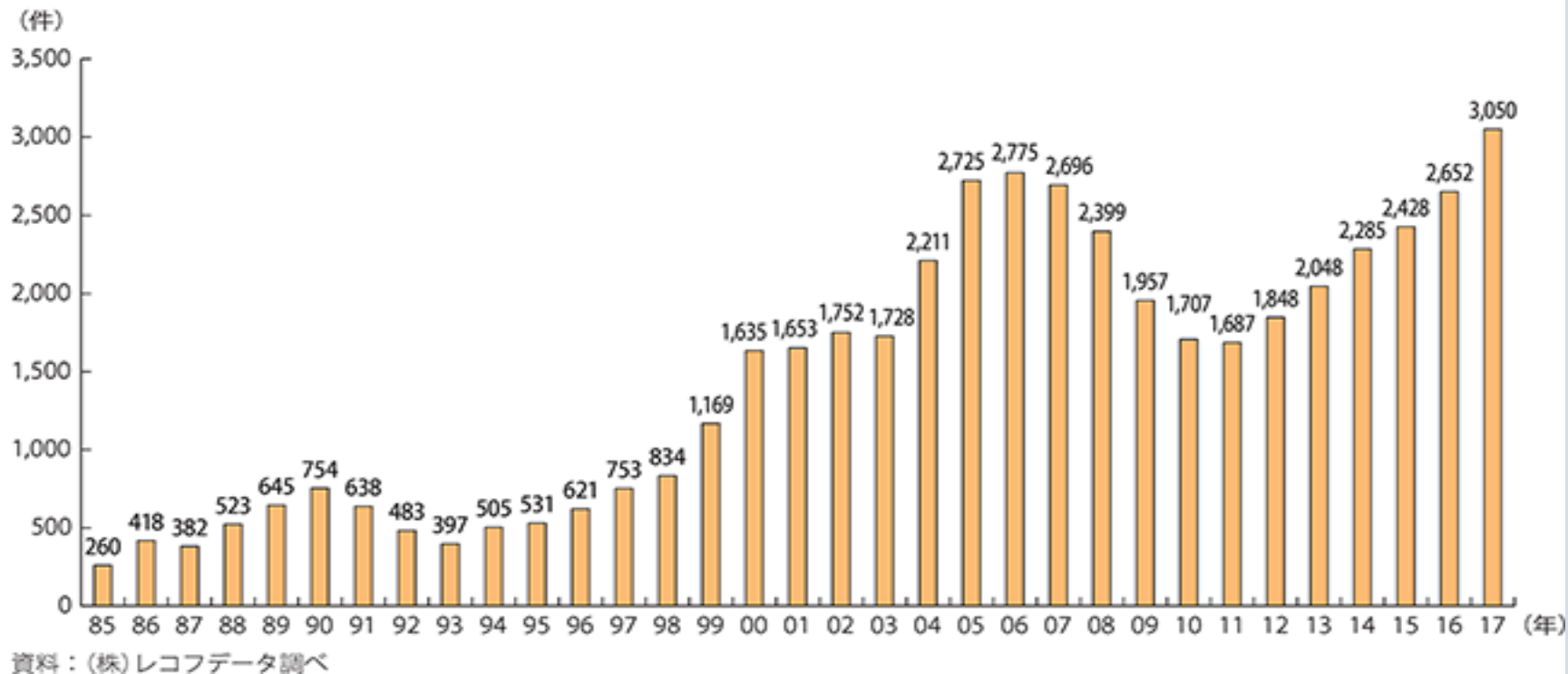
今村 壮志 吉原 麗 平野 将大 林 史佳



M&Aの現状

日本のM & A増加傾向

第2-6-6図 M & A件数の推移



- ・ 1985年以降バブル崩壊やリーマンショック、コロナなどの不況がありながらも、件数は増加傾向にある

(表：経済産業省より <https://www.marr.jp/genre/graphdemiru>)

◎ M & Aが増加している理由

- 後継者問題の解決のため
- 自社企業の最適化
- 事業の拡大



特に最近、海外の企業を買収する
クロスボーダーM & Aが増加



◎クロスボーダーM&Aのメリット

- ・ 海外進出による事業拡大・・・海外での売上獲得可能
- ・ コスト削減・・・人件費や原材料費などを削減可能
- ・ 事業基盤の獲得・・・生産技術やビジネスモデルなどの事業基盤獲得可能

◎ M & Aの種類

- IN－IN取引 . . . 国内企業同士のM & A
- **IN－OUT**取引 . . . 国内企業が海外企業を譲り受ける
- **OUT－IN**取引 . . . 海外企業が国内企業を譲り受ける

◎クロスボーダーM&Aの例①

- ・ **ミツカンホールディングス**（2014年5月22日）

世界的な食品大手「ユニリーバ」からパスタソースブランド「ラグー」「ベルトーリ」を2,000億円を超える金額で買収。

グループの年間売上高は1,500億円規模、経常利益は昨期212億円



かなり強気な買収

このM&Aにより、北米事業を取り入れ、国際的な食品メーカーへ

◎クロスボーダーM&Aの例②

- ・味の素株式会社（2017年）
トルコの食品会社「キュクレ」、「オルゲン」の二社を買収。

74億円で買収



トルコはアジアや欧州の間に位置しているため、
商品開発や**販路拡大**につながる。

◎例から成功要因を探る

- ・ 企業による身の丈に合ったM&Aが成功のカギを握る？
↓
比率(取得金額/総資産)、負債比率を説明変数に設定
- ・ M&Aの目的や売り手の企業の地域に着目。



先行研究

◎先行研究①

「日本企業の海外企業買収と事業パフォーマンス」
鯉淵・後藤 『経済分析』第200号 2019年

【対象】

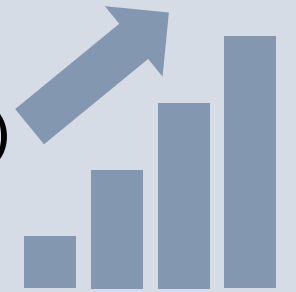
1999年から2015年までに実施された日本の上場企業による買収価格1,000億円以上の大型海外企業事例25社7事例

【目的】

買収直後と買収後の長期にわたる事業パフォーマンスを計測。

◎結果①

- ・買収のアナウンスが取得企業の株価に与える影響…**特になし**
- ・長期的な被取得事業の売上高及び利益率の推移(買収完了直後から)
売上高…**増加**
売上高成長率…**増加(主要既存事業セグメントを上回る)**
- ・買収後の被取得企業を含む事業セグメントの利益率…**正**
(**主要既存事業セグメントとほぼ同水準**)
- ・のれんに何らかの減損損失が発生する事例はあったが、それが取得原価の50%超であった事例は3事例のみ。



→日本企業による大型海外企業買収は、一定の利益性を確保しながら、既存事業に比べて高い成長性を達成してきたならば、有効な経営戦略となり得る。

◎先行研究②

「クロスボーダーM&Aにおける買収企業のグローバル対応力が企業価値に及ぼす効果の研究」 竹森・松田

【対象】

2012年4月から2019年3月までの7年間に取引を発表した東証1部上場企業が行った取引額が50億円以上で且つ100%買収のクロスボーダーM&A

【目的】

グローバル対応力(海外子会社を介した取引)は、クロスボーダーM&Aにおいて買収企業の企業価値に影響を与えるか。

【重回帰分析】

被説明変数：CAR(累積異常収益率)

説明変数：海外売上比率等

◎結果②

- ・ 株式市場は日本企業によるクロスボーダーM&Aを厳しく評価
- ・ 日本親会社の海外売上比率が高い+海外子会社を介した取引
…有意でプラス

グローバル対応力の高さ



クロスボーダーM&Aにおいて買収企業の企業価値に
プラスの影響を与える可能性がある。



動機

◎この研究を行った動機

- ・クロスボーダーM&Aは**近年増加傾向**
- ・人口減少で**日本市場の縮小が懸念**される



さらにIn-Out型のクロスボーダーM&Aの**需要が高まると**予想。


- ・M&Aに関する研究の中でも**クロスボーダーM&A(In-Out型)の研究は少ない。**
- ・企業の業績にプラスの効果を生み出すのは、
どういうタイプのクロスボーダーM&Aか。(買い手の企業の特徴に注目)

◎この研究の目的



- ・企業の業績にプラスの効果を生み出す**クロスボーダーM&Aの特徴を探ること**で**日本企業の発展に貢献すること。**





データセット

◎分析手法

- 対象期間に**100億円以上のクロスボーダーM&A**を行った企業を厳選。
- M&Aを行った年の**1年前、1年後、3年後の業績**を見る。
- 各変数のデータを集め回帰分析。

◎条件

- ①クロスボーダーM&A
(日本企業が海外企業を買収したケース)
- ②買い手：金融を除く日本の上場企業
- ③100億円以上のM&A
- ④期間は2012年4月から2017年3月
- ⑤スキームは株式譲渡のみ

105社のデータ

- ・M&Aオンライン
- ・各企業の有価証券報告書
- ・eol



◎被説明変数



- ROA

数値が高いほど、効率的な経営がができています。

- ROE

数値が高いほど、株主の出資したお金が利益を生んでいる。

- 総資産

- 従業員数

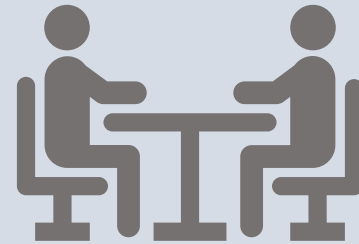
- 売上高成長率



すべて、
・ 一期後と一期前の差、
・ 三期後と一期前の差
に関して調査

◎説明変数

- ・取引総額（単位：百万円）
- ・同業種ダミー
- ・救済ダミー
- ・アジアダミー
- ・負債比率
- ・取得金額/総資産



} **コントロール変数**



仮説

◎仮説

- クロスボーダーM&A後の業績の改善
 - M&Aのタイプ（業種・救済・地域）により効果が異なる
- M&A直後は財務状況や業績が変動しやすい
 - 3期後の方がより顕著に結果が表れる

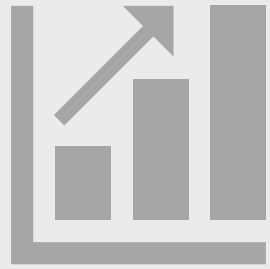
仮説（説明変数）

説明変数	影響	根拠
取得金額	↗	M&Aの規模が大きいと、被説明変数に大きな影響を与えるのではないか。
負債比率	↘	自己資本に対して他人資本の割合が大きいと、被説明変数に大きな影響を与えるのではないか。
取得金額/総資産	↘	身の丈にあったM&Aを行っているかが、被説明変数に影響を与えるのではないか。
同業種ダミー	↗	コストの削減やシナジー効果、ノウハウの獲得などで企業価値が高まるのではないか。
救済ダミー	↘	救済型M&Aの場合、株主の評価が下がるのではないか。
アジアダミー	—	被買収企業の地域をコントロールするために導入。

仮説（被説明変数）

説明変数	影響	根拠
ROA	↗	総資本利益率が高いほど利益獲得の効率がよい。
ROE	↗	自己資本利益率が高いほど株主の評価が高い。
従業員数	↗	業績が改善されればリストラは起こらず、雇用が増えるのではないか。
総資産	↗	伸び率が高いほど業績がよい。
売上高成長率	↗	高いほど買い手企業の成長性は高い。

基本統計量



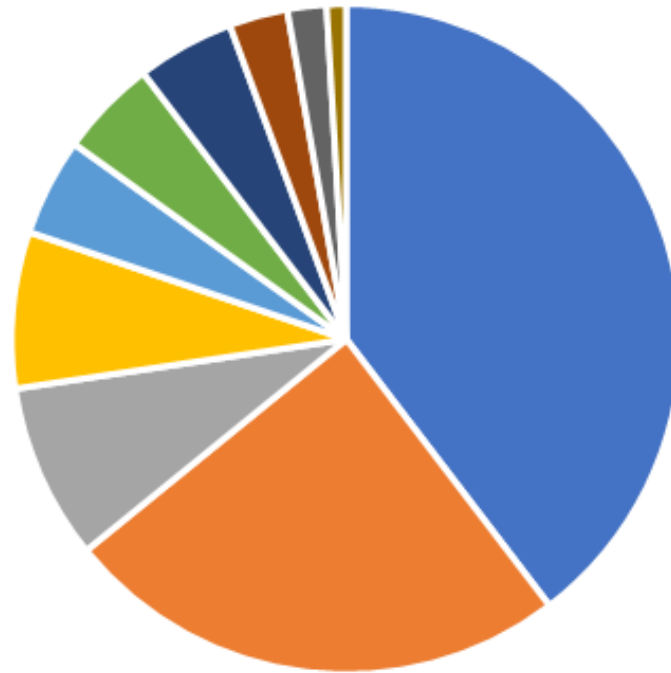
基本統計量（説明変数）

	取引総額（百万円）	同業種ダミー	救済ダミー
平均	79547	0.6286	0.009524
中央値	15100	1	0
標準偏差	2.16e+005	0.4855	0.09759
最小値	936	0	0
最大値	1.690e+006	1	1
	アジアダミー	負債比率	総資産/取得金額
平均	0.1619	3750	0.1284
中央値	0	113.2	0.05143
標準偏差	0.3701	18720	0.2064
最小値	0	7.185	0.0009558
最大値	1	1.742e+005	1.514

基本統計量（被説明変数）

	ROA（1期後－1期前）	ROE（1期後－1期前）	従業員数（1期後－1期前）	総資産（1期後－1期前）	売上高成長率（1期前－1期後）
平均値	0.01849	2.253	0.3859	0.3885	2.022
中央値	-0.2148	0.05271	0.1814	0.1996	0.2344
標準偏差	5.119	25.82	1.011	0.63	9.705
最小値	-13.73	-57.38	-1	-0.9966	-22.73
最大値	35.42	238.8	8.553	2.723	79
	ROA（3期後－1期前）	ROE（3期後－1期前）	従業員数（3期後－1期前）	総資産（3期後－1期前）	売上高成長率（3期後－1期前）
平均値	-0.08156	1.893	0.5849	0.5797	-0.789
中央値	0.1287	0.2	0.2445	0.3239	-0.6352
標準偏差	4.684	19.12	1.188	0.9537	3.323
最小値	-14.28	-75.55	-0.9339	-0.9935	-12.15
最大値	238.8	118.2	9.975	6.524	22.33

買収元企業が拠点を置く地域割合



- 北米
- 東アジア
- 南米
- 西ヨーロッパ
- オセアニア
- 南アジア
- 東南アジア
- その他ヨーロッパ
- 不明
- 北欧

北米や西ヨーロッパに拠点を置く企業を買収することが多い。

分析結果



分析結果(ROA)

1期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	0.001820 (0.001102)	
負債比率	0.1613 (0.01165)	***
取得金額/総資産	- 5509.13 (1076.69)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.6640	
同業種ダミー	0.02402 (0.02826)	
救済ダミー	- 0.07151 (0.09648)	
アジアダミー	0.003806 (0.02837)	

3期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	0.001660 (0.0008947)	*
負債比率	0.1215 (0.009453)	***
取得金額/総資産	- 5213.50 (873.504)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.6433	
同業種ダミー	0.03837 (0.02945)	
救済ダミー	- 0.05621 (0.08979)	
アジアダミー	- 0.01341 (0.03271)	

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す³¹

分析結果(ROE)

1期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	-8.478e-06 (7.185e-06)	
負債比率	0.001139 (7.592e-05)	***
取得金額/総資産	-11.93 (7.015)	*
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.6881	
同業種ダミー	0.003486 (0.006189)	
救済ダミー	-0.05924 (0.02818)	**
アジアダミー	0.0007799 (0.005789)	

3期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	4.624e-05 (6.603e-06)	***
負債比率	0.0005975 (6.977e-05)	***
取得金額/総資産	-21.58 (6.447)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.5196	
同業種ダミー	0.007851 (0.007810)	
救済ダミー	0.03101 (0.01741)	*
アジアダミー	-0.01338 (0.01119)	

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す₃₂

分析結果(従業員数)

1期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	1.323e-07 (4.676e-07)	
負債比率	-5.679e-06 (4.941e-06)	
取得金額/総資産	1.906 (0.4565)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.1381	
同業種ダミー	0.2800 (0.2105)	
救済ダミー	0.2330 (0.1762)	
アジアダミー	0.2722 (0.1546)	*

3期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	-3.590e-07 (5.525e-07)	
負債比率	-6.818e-06 (5.838e-06)	
取得金額/総資産	2.259 (0.5394)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.1288	
同業種ダミー	0.3354 (0.1968)	*
救済ダミー	0.1524 (0.1683)	
アジアダミー	0.3824 (0.1652)	**

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す³³

分析結果(総資産)

1期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	5.935e-07 (2.681e-07)	**
負債比率	-5.311e-06 (2.833e-06)	*
取得金額/総資産	1.366 (0.2617)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.2706	
同業種ダミー	0.2206 (0.2112)	
救済ダミー	2.046 (2.251)	
アジアダミー	0.3498 (0.2089)	*

3期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	5.919e-07 (4.396e-07)	
負債比率	-4.703e-06 (4.644e-06)	
取得金額/総資産	1.659 (0.4291)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.1444	
同業種ダミー	0.2231 (0.1629)	
救済ダミー	0.4301 (0.2285)	*
アジアダミー	0.2087 (0.1402)	

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す³⁴

分析結果(売上高成長率)

1期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	8.815e-07 (4.833e-06)	
負債比率	-1.407e-05 (5.106e-05)	
取得金額/総資産	7.882 (4.718)	*
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.001141	
同業種ダミー	0.01359 (0.01597)	
救済ダミー	0.02102 (0.01990)	
アジアダミー	-0.01844 (0.02282)	

3期後-1期前

説明変数	係数(標準誤差)	有意・非有意
取得金額	3.132e-07 (1.611e-06)	
負債比率	-9.308e-06 (1.702e-05)	
取得金額/総資産	-4.485 (1.573)	***
サンプルサイズ	105	
Adj.R2	0.05309	
同業種ダミー	0.04846 (0.04398)	
救済ダミー	0.01998 (0.09774)	
アジアダミー	-0.02303 (0.05119)	

※***は1%有意、**は5%有意、*は10%有意を示す³⁵

分析結果(ROA)

1期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	↗
取得金額/総資産	↘
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	非有意
アジアダミー	非有意

3期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	↗
負債比率	↗
取得金額/総資産	↘
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	非有意
アジアダミー	非有意

分析結果(ROE)

1期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	↗
取得金額/総資産	↘
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	↘
アジアダミー	非有意

3期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	↗
負債比率	↗
取得金額/総資産	↘
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	↗
アジアダミー	非有意

分析結果(従業員数)

1期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	非有意
取得金額/総資産	↗
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	非有意
アジアダミー	↗

3期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	非有意
取得金額/総資産	↗
同業種ダミー	↗
救済ダミー	非有意
アジアダミー	↗

分析結果(総資産)

1期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	↗
負債比率	↘
取得金額/総資産	↗
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	非有意
アジアダミー	↗

3期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	非有意
取得金額/総資産	↗
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	↗
アジアダミー	非有意

分析結果(売上高成長率)

1期後-1期前

説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	非有意
取得金額/総資産	↗
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	非有意
アジアダミー	非有意

3期後-1期前

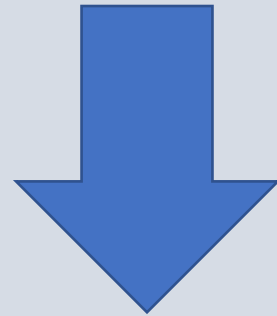
説明変数	影響
取得金額	非有意
負債比率	非有意
取得金額/総資産	↘
同業種ダミー	非有意
救済ダミー	非有意
アジアダミー	非有意



結論

◎結論 ①

- 株式譲渡における**取得金額が大きい**ほど、長期的に見ると**ROA**と**ROEを増加**させ、他の指標は**非有意**という結果になった。



業績は上がりやすい

◎結論 ②

- 買い手企業の**負債比率が高い**ほど、**ROAとROEを増加**させ、他の指標では**非有意**という結果になった。



業績は上がりやすい

他人資本で積極的に事業拡大することと、財務の健全性とのバランスを考える必要もある。

◎結論 ③

- ・ 総資産に対する取得金額の比率が増すほど、従業員数や総資産を増加させ、一方でROAとROEと売上高成長率を減少させた。



業績は下がりやすい

身の丈にあっていない買収は業績を悪化させる。

◎結論 ④

- 企業間の**業種の関連性**は、長期的に見ると**従業員数を増加**させ、他の指標では**非有意**という結果になった。



業績は上がりやすい

M&A後は企業規模が必然的に大きくなるため、
企業価値を高めたとは言いきれない。

◎結論 ⑤

- ・ 救済を目的とする買収であると、ROEと総資産を増加させ、他の指標では非有意という結果になった。



業績は上がりやすい

より多くの救済型M&Aのサンプルが必要である。

◎結論 ⑥

- ・ **アジア地域の企業の買収**であると、**従業員数と総資産を増加させ、他の指標では非有意**だった。



業績は上がりやすい

M&A後は企業規模が必然的に大きくなるため、
企業価値を高めたとは言い切れない。

◎成功するクロスボーダーM&A

- “身の丈” M&A
- 負債比率が高くても積極的なM&A
- 中長期的な視点によるM&A



政策提言

◎政策提言

- 中小企業の積極的な海外展開への支援
- 金融機関等からの資金調達の支援
- 効率的買収のためのアジア地域における環境整備
- 大型M&A後の企業パフォーマンスの情報共有

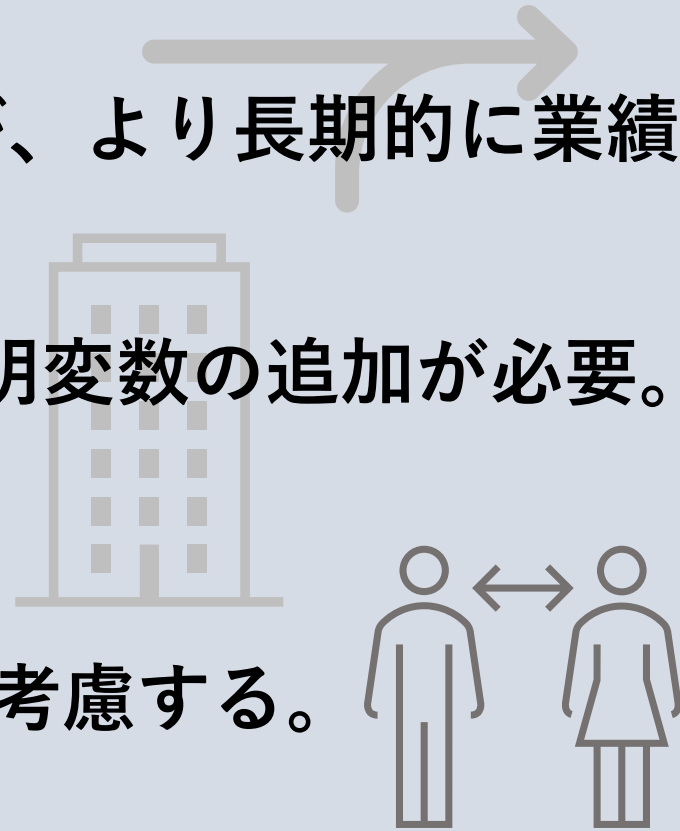




今後の課題

◎今後の課題

- 3期後までのデータで分析を行ったが、より長期的に業績を見ると結果が変わるのではないか。
- 売り手企業の特徴として、新たに説明変数の追加が必要。
- 買い手企業の業種別での分析を行う。
- 2020年度～：コロナ禍による影響を考慮する。



◎参考文献

- ・「日本企業の海外企業買収と事業パフォーマンス」

鯉淵賢・後藤瑞貴

内閣府経済社会総合研究所『経済分析』第200号 2019年

<https://www.esri.cao.go.jp/jp/esri/archive/bun/bun200/bun200e.pdf>

- ・「クロスボーダーM&Aにおける買収企業のグローバル対応力が企業価値に及ぼす効果の研究」

竹森久美子・松田千恵子

https://www-jstage-jst-go-jp.leyline.nanzan-u.ac.jp/article/jasmin/202011/0/202011_49/_pdf/-char/ja

- ・なぜ「味ぽん」はパスタソースを買収したのか 東洋経済新聞ONLINE

<https://toyokeizai.net/articles/-/38422>

- ・味の素、トルコの食品会社を買収 74億円で子会社化 日本経済新聞

https://www.nikkei.com/article/DGXLASFL16H76_W6A111C1000000/

ご清聴ありがとうございました。

