

## 日本企業が関わるクロス・ボーダーM&Aについて\*

川上 圭, 伊藤 萬里, 高 準亨

### 要約

日本企業が関わるクロス・ボーダーM&Aの先行研究を踏まえ、その最大の特徴である対内直接投資の少なさ（日本企業を対象としたM&Aの少なさ）について、2007年5月1日に施行された会社法の「合併等対価の柔軟化」の影響を約55万件の案件を含むデータを用いて調べた。その結果、この制度変更によって日本企業を対象とするM&Aが増えたという証拠は認められなかった。今後は、キャピタルゲイン課税や、被買収企業の国における労働市場の規制等、先行研究によって重要とされている他の諸要因を調査することが必要である。

**Keywords:** FDI, cross-border M&A, financial development, gravity model

*JEL Classification:* F23 and G34.

Declarations of interest: none

#### Data statement:

The data that support the findings of this study are available from Bureau van Dijk (BvD). Restrictions apply to the availability of these data, which were used under license for this study. Data are available from Zephyr, the database of M&A transactions with the permission of BvD.

---

\* This work was supported by Nomura Foundation, and Japan Society for the Promotion of Science (JSPS) under the KAKENHI Grant Number 20K01634.

† E-mail addresses: [kei.kawakami@gmail.com](mailto:kei.kawakami@gmail.com) (K.Kawakami), [bito@aoyamagakuin.jp](mailto:bito@aoyamagakuin.jp) (B. Ito), [kojunhyung@aoyamagakuin.jp](mailto:kojunhyung@aoyamagakuin.jp) (J. Ko).

## 1. はじめに

国境を越えた経済活動には様々なものがあるが、その起源は国境の成立、すなわち国家の成立とともに古く、経済学の枠組みの中では重商主義やリカードの研究以来、貿易を中心に据えた分析が長らく主流であった。貿易の経済分析は、原材料や財・サービスの国境を越えた取引のパターンを説明し、また望ましい貿易のありかたについて政策提言を行うことを主な目的とする。これに対し、過去 30 年ほどで、貿易とは異なる新しい形の国境を越えた経済活動が活発になってきた。海外直接投資 (foreign direct investment, 以下 FDI)、そしてその主要な形態であるクロス・ボーダー M&A (cross-border M&A, 以下 CBMA) である (UNCTAD (2019))。

CBMA の経済分析は、国境を越えた経済活動の事実解明的あるいは規範的な分析という面で貿易の経済分析と共通点を持つが、分析の手法やその結果の意義に幾つかの重要な違いがある。第一に、貿易が主にフローの経済活動として把握されるのに対し、CBMA は企業という組織の売買であり、ストック (資産) の取引として把握される。そのため、企業を企業足らしめている各種の要素 — 組織の形態やその法的責任の範囲を決める諸制度、企業の設立・経営において重要な役割を果たす金融市場の発達度合いなど — を考慮する必要が生じる。第二に、CBMA では需要側 (買収企業) と供給側 (被買収企業) の事前の区別が貿易における場合<sup>1</sup>ほど明確ではなく、分析の前提となる理論的な枠組みが未発達である。別の言い方をすると、なぜ・どのように M&A に取り組むべきかという論理が研究者の視点からは見えにくい。そのため、ケース・スタディを超えた一般的な分析をすることが難しい。第三に、M&A は企業組織に量的・質的に大きな変化をもたらす経済活動であり、M&A 後の企業活動は大きく変わることが想定される。「M&A 後の企業活動」には雇用・設備投資・研究開発、さらには貿易・M&A までもが含まれ、従って CBMA の影響の分析は裾野が広いものとならざるを得ない。

---

<sup>1</sup> 貿易においては、取引される財・サービスの需要者と供給者の関係として、最終消費財の需要者である消費者とその供給者としての企業、あるいは中間投入財や資本財の需要者であるサプライ・チェーンの下流に位置する企業と上流に位置する供給者としての企業等が考えられる。

本稿では、日本企業が関わる **CBMA** に関して一つの仮説を検証する。上述の通り、**CBMA** はその影響が広範囲に渡る経済活動であり、分析対象を日本企業に限定したとしても、我々が利用するデータでその全体像を明らかにすることは難しい。そこで、本稿では先行研究によって明らかになっている事実を確認したうえで、できるだけ具体的な未解決の問題に関心を絞ることとした。

2章では、先行研究のサーヴェイによって、日本企業による、あるいは日本企業を対象にした **M&A** の特徴を列挙する。この章で得られる結論としては、(1) 日本企業による **CBMA**、日本企業を買収対象とした **CBMA** のいずれにおいても、他の主要国と比べて低水準にある、(2) 特に日本企業を買収対象とする **CBMA** (より広義には対内 **FDI**) が著しく少ない、(3) 日本企業同士の **M&A** は他の国の **M&A** と異なる性質を持っており、企業に対する債権者の意向が重視されている可能性が高い、(4) 海外子会社利益の二重課税やキャピタルゲイン課税の問題など、**CBMA** に直接的に影響する制度面での差も大きい、といったことが挙げられる。

3章では、日本企業を買収対象とする **CBMA** についての制度的障壁を取り除くことが期待されていた 2007年5月1日 会社法の「合併等対価の柔軟化」の施行(いわゆる「三角合併の解禁」)が実際に日本企業を買収対象とする **CBMA** を増加させる効果があったかどうかを検証する。案件ベースのデータを用いた実証分析からは、そのような効果は確認できなかった。

3章の分析からわかるように、一般に重要と考えられていた法制度面の変更が大きなインパクトを持たなかったことから、特定の法制度を変更することによって日本企業を対象とした **CBMA** がただちに増えることは考えにくい。先行研究から考えられる仮説としては、被買収企業の労働生産性の改善を難しくしている日本の労働市場の規制・慣行や、日本人株主が外国法人の株式を対価として受け取ることに對する拒否感など、諸外国との比較で客観的なデータでは指標化されにくい複数の要因が働いているものと考えられる。

## 2. 先行研究からわかる日本の CBMA の特徴

まず、日本を含む多数の国を対象とした CBMA（あるいは FDI）についての先行研究からわかる日本の特徴を挙げる。異なるサンプルや基準を用いているにも関わらず、ほぼ常に日本の特徴として指摘されているのは、日本企業同士の M&A を含めた M&A 総数に占める CBMA の比率が非常に低いという事実である（Rossi and Volpin (2004), Ferreira et al.(2010), Alimov (2015)）。この事実は、件数ベース・金額ベースいずれにおいても成立し、また同様の事実が FDI ベースでも（Head and Ries (2005,2008), Burstein and Monge-Naranjo(2009), Hoshi and Kiyota(2019)）、多国籍企業の子会社による生産/GDP 比率を使っても（Ramond and Rodriguez-Clare(2013)）成立している。また、他国との比較では、外国から日本に資本・経営資源が向かう取引（対内 FDI または日本企業を買収対象とする CBMA）がとりわけ少ないことが指摘されている。

Table 1. 日本の CBMA・FDI の少なさを示す先行研究

論文 (発行年順)	期間	対象 国数	図表番号・タイトル (引用元論文におけるページ)	日本の特徴
Rossi and Volpin (2004)	1990-1999	49	Table 1. Data on international M&As sorted by target country. (p.281)	Low cross-border ratio (only Malaysia and U.S. have the lower ratios).
Head and Ries (2005)	2002	181	Figure 7. The relationship between inward and outward FDI in 2002. (p.227)	Inward FDI share is much lower than outward share.
Head and Ries (2008)	1990-1999	50	Figure 1. Inward FDI model performance, largest 50 countries. (p.14) Figure 2. Outward FDI performance, largest 50 countries. (p.15)	Low inward and outward FDIs relative to benchmark estimates.
Burstein and Monge-Naranjo (2009)	1996-2000	90	Table 1. Net sources and net host of foreign direct investment. (p.153)	Highest FDI asset/liability (large outward relative to inward FDI).
Ferreira et al. (2010)	2000-2005	25	Table 2. Institutional ownership and mergers and acquisitions by target country. (p.610)	Lowest cross-border ratio.
Ramond and Rodriguez-Clare (2013)	1996-2001	19	Table C3. Multinational Production Shares: Data and Model. (p.318)	Lowest inward multinational production share.
Alimov (2015)	1991-2009	24	Table 1. Descriptive statistics. (p.990-991)	Lowest cross-border ratio.

次に、日本における M&A は量的に少ないだけでなく、他の国のそれと比べて質的にも異なることを主張する先行研究がある。Rossi and Volpin(2004)は、ターゲット企業に支払われるプレミアム（ビッド価格の M&A 発表の 4 週間前の株価に対する比率）を調べ、49 か国中で日本でのみマイナスのプレミアムがついていることを示した（世界平均では 40%超のプレミアム）。Fukao et al.(2005)は、日本の M&A が苦境にあるターゲット企業を救う“rescue mission”の特徴を示すことを指摘している。Mehrotra et al.(2011)は、Rossi and Volpin(2004)と同様に日本の M&A が企業価値の増加につながっていないことを指摘したうえで、さらに他の国での M&A とは逆に景気と逆相関を示すこと、またその背景として債権者の存在が影響していることを実証的に示した。

CBMA において特に重要な要因と考えられる税制や法規制については日本企業が関わる CBMA にどのような特徴がみられるだろうか。第一に、Huizinga and Voget(2009)、Huizinga et al.(2012)は、国際二重課税の問題に着目し、海外子会社から自国に還流する配当に課される税率を国別に推計している。その結果、1985～2004 年の期間では日本の税率は対象国（買い手側の国としての 20 国）の中で最も高かった。さらに、日本の二重課税の問題が 2009 年に解消したことに着目した Feld et al.(2016)は、このタイミングで日本企業による海外企業の M&A が約 16%増加したことを示した。第二に、キャピタルゲイン課税と M&A の関係を分析した Huizinga et al.(2018)と Todtenhaupt et al.(2020)は、いずれも税率が上がるほど M&A にマイナスの影響があることを示した。特に後者の論文は、日本の法人が直面するキャピタルゲイン税率が高い（対象 30 国中で最高の 42%）ことから、売り手としての日本企業のインセンティブが歪められている可能性を指摘している。第三に、労働市場の規制と M&A の関連を分析した Dessaint et al.(2017)は、雇用保護の指標が高いほど M&A の活動は低下する傾向があることから、労働市場の規制が国レベルの M&A 活動水準の違いを説明する重要な要因であることを示した<sup>2</sup>。

日本に関連する先行研究を概観して得られた知見を以下の 3 点にまとめる。

---

<sup>2</sup> なお、この論文では、日本は分析対象期間中（1985-2007）に雇用保護の程度に変化がなかった国の一つとされているが、同期間中に日本では労働者派遣法の重要な改正が行われており、雇用保護の指標として何を扱うかについてはさらに考慮の余地があると思われる。

1. 日本の経済規模に照らして、日本企業が関わる CBMA は少ない。特に日本企業がターゲットとなる CBMA はどのような基準で比較しても諸外国の同様のケースと比べて非常に少ない。
2. 日本国内の M&A には諸外国の M&A とは異なる動機によるものが相対的に多く含まれている。少なくとも過去の期間においては、生産性を高める「攻めの M&A」よりも、倒産回避を目的とする「守りの M&A」が中心だった可能性が高い。
3. CBMA の外部環境としての制度、特に税制の面では、日本企業にとって不利益となる制度が存在している。特に、2009 年に海外子会社からの配当二重課税の問題が解消されたタイミングで対外 CBMA が大きく増加したことは特筆に値する。

次の章では、日本企業を対象とする CBMA を増加させうる制度の変更に着目し、その効果を実証的に検証する。

### 3. 「合併等対価の柔軟化」は対内 CBMA を増加させたか？

対日直接投資が諸外国に比べて極端に低調である我が国にとって投資促進に向けた制度整備は喫緊の課題である。ここでは、2007 年 5 月 1 日に施行された会社法の「合併等対価の柔軟化」を事例に用いて、制度改変が対日投資に与えた影響を実証的に明らかにしていく。「合併等対価の柔軟化」施行前までの企業の M&A では、被買収企業の株主に対して支払われる対価は買収後存続する買収側企業の株式に制限されていた。柔軟化施行後、こうした場合の対価に株式以外の現金や社債・新株予約権等の資産も充てられることが可能となり、取引の円滑化が図られることとなった。本節で検証することは、この「合併等対価の柔軟化」によって対日 CBMA が増加したか否かという点である。

分析手法には、「合併等対価の柔軟化」の施行前後の期間の案件レベルデータを用いて、差の差推計 (Difference-in-differences estimator) を適用する。分析期間は 1997 年から 2021 年であり、推計式は次のように表せる。

$$\ln V_{ijklt} = \beta_1 CBRD_{ij} + \beta_2 ToJPN_{ij} + \beta_3 Reform_t + \beta_4 (CBRD_{ij} \times ToJPN_{ij} \times Reform_t) + \gamma Z_{ijklt} + \tau_t + \gamma_k + \delta_l + \epsilon_{ijklt}$$

ここで被説明変数  $\ln V_{ijklt}$  は、 $t$  年の  $k$  産業に属する企業による  $i$  国から  $j$  国の  $l$  産業に属する企業の買収金額の対数値である。案件には国内 M&A も含むため越境案件の場合に 1 をとるダミー変数  $CBRD_{ij}$  によって制御する。 $ToJPN_{ij}$  は対日投資案件の場合に 1 をとるダミー変数、 $Reform_t$  は 2007 年 5 月 1 日の施行日以降に 1 をとる構造変化ダミー変数であり、トリプル交差項  $CBRD_{ij} \times ToJPN_{ij} \times Reform_t$  の導入によって推計される  $\beta_4$  は対日の越境 M&A の制度改変前後の差を意味する。したがって「合併等対価の柔軟化」の施行により対日 M&A の増加につながった場合には  $\beta_4 > 0$  が期待される。 $Z_{ijklt}$  はその他のコントロール変数を意味し、越境取引の説明に用いられる重力モデルの説明変数として GDP や距離などをコントロールする。 $\tau$  は年固定効果、 $\gamma \cdot \delta$  は買収元・買収先の産業固定効果を吸収するダミー変数を意味し、 $\epsilon_{ijklt}$  は誤差項である。

推計は OLS で行い、結果は表 1 に示す通りである。1 列目には案件属性のみ導入したモデルの結果を示し、上式で説明した変数以外に案件属性としてアドバイザーの有無を示すダミー変数 ( $adv\_mode$ ) を加えている。これは買収側・被買収側ともにアドバイザーが関わっていない案件を基準として、被買収側にアドバイザーがいる案件：2.  $adv\_mode$  ( $acquiror=0, target=1$ )、買収側にアドバイザーがいる案件：3.  $adv\_mode$  ( $acquiror=1, target=0$ )、双方にアドバイザーがいる案件：4.  $adv\_mode$  ( $acquiror=1, target=1$ ) ダミー変数を導入している。これに加え、案件が同一産業である場合に 1 をとるダミー変数 (Intra-industry deals) を追加している。2 列目には追加のコントロール変数として国属性を経済規模 ( $Y_o, Y_d$ ) と 2 国間距離 ( $Dist$ ) についていずれも対数値で加えたモデルの結果を、3 列目には 2 国間ペアの属性として国境隣接ダミー ( $contig$ )、公用語共通ダミー ( $comlang\_off$ )、法律起源が共通ダミー ( $comleg\_posttrans$ )、宗教が共通ダミー ( $comrelig$ ) を追加したモデルの結果を示している。

推計結果から第一に越境案件ほど金額が有意に高く平均的に 51~73% 高いことが窺える。ここで注目している制度改変の効果については交差項 To Japan×Reform (2007/5/1) の係数を見る限り国内案件も含め有意な増加は確認できない。越境案件についても交差項  $CBRD \times To\ Japan \times Reform$  (2007/5/1) の係数は有意でなく、制度改変による対日 M&A 投資の増加にはつながっていないものと考えられる。この結果の解釈には二つのことが考えられる。一つは「合併等対価の柔軟化」の施行に有意な効果

がなかったと考えられる点である。もう一つは「合併等対価の柔軟化」の施行により M&A 促進に一定程度つながったものの、ベンチマークとしている諸外国が同時期にそれと同等もしくはそれ以上に M&A が活発になっているため、To Japan ダミーが有意な正の効果を検出しないものと考えられる。

その他の説明変数についても考察を加える。案件属性として導入している変数の中でもアドバイザー有無を示すダミー変数は金額に対して有意な正の係数が確認できる。推計で基準としている買収側・被買収側ともにアドバイザーが関わっていない案件に比べ、アドバイザーがいずれかまたは双方についている案件は買収金額に顕著な差がある。特に双方にアドバイザーがついている案件は、片方にアドバイザーがいる案件よりも買収金額高い。また、片方にのみアドバイザーがいる案件では買収側についている案件の方が被買収側についている案件よりも高い。ここでは因果関係は明らかではないが、アドバイザーの存在が大型案件の受け入れには必須の条件になることを示唆している。Ito, Kawakami and Ko (2023)では国レベルの重力モデルの推計からアドバイザー数が2国間 M&A フローに対して統計的に有意に正の関係を有していることを明らかにしており、ここでの案件レベルの分析結果とも整合的である。買収企業と被買収企業が同一産業である場合にも買収金額は高い傾向がある。異なる産業間の買収案件に比べて同産業案件の方が高い背景には、同一産業内でシェア拡大を図る買収案件が存在するためと考えられる。その他、国属性に関しても有意な結果が確認できる。たとえば経済規模は正で有意であり、距離は負に有意である。これは一般に国際取引に適用される重力モデルの結果と整合的である。他方で、国境隣接や言語や法律の共通性については有意でなかったり負の係数が検出されており、期待される正の効果は観察されない。一方、宗教の共通性については予測通り正の符号がみられ、CBMA のフローと正の関連性が確認できる。

表 1. 推計結果

VARIABLES	[1]	[2]	[3]
CBRD	0.514*** [0.0128]	0.676*** [0.0145]	0.731*** [0.0200]
To Japan	0.298*** [0.0475]	0.0392 [0.0464]	0.230*** [0.0463]
Reform (2007/5/1)	-0.0904* [0.0487]	-0.749*** [0.0461]	-0.780*** [0.0460]
CBRD×To Japan	0.290** [0.121]	0.236** [0.118]	0.098 [0.118]
CBRD×Reform (2007/5/1)	0.0512*** [0.0144]	0.0597*** [0.0147]	0.008 [0.0148]
To Japan×Reform (2007/5/1)	-0.114** [0.0504]	0.0209 [0.0495]	-0.0108 [0.0492]
CBRD×To Japan×Reform (2007/5/1)	-0.0762 [0.129]	-0.102 [0.127]	-0.0502 [0.126]
2.adv_mode (acquiror=0, target=1)	1.272*** [0.0162]	1.103*** [0.0164]	1.094*** [0.0163]
3.adv_mode (acquiror=1, target=0)	1.385*** [0.00998]	1.287*** [0.0102]	1.286*** [0.0101]
4.adv_mode (acquiror=1, target=1)	2.884*** [0.0142]	2.730*** [0.0146]	2.708*** [0.0145]
Intra-industry deals	0.264*** [0.00782]	0.229*** [0.00818]	0.222*** [0.00815]
lnY_o		0.115*** [0.00233]	0.126*** [0.00236]
lnY_d		0.130*** [0.00238]	0.147*** [0.00243]
lnDist		-0.00148 [0.00338]	-0.00706* [0.00363]
contig			-0.110*** [0.0174]
comlang_off			-0.0158 [0.0160]
comleg_posttrans			-0.129*** [0.0153]
comrelig			0.805*** [0.0124]
Constant	1.276*** [0.0760]	-3.407*** [0.0887]	-3.909*** [0.0903]
Observations	552,657	481,127	480,386
R-squared	0.204	0.237	0.244

#### 4. 結論

本稿では、日本企業が関わる CBMA の特徴を先行研究のサーヴェイから明らかにしたうえで、特に顕著な特徴である日本企業を対象とした CBMA の少なさについて、買収手法に関する制約の緩和に着目し、その影響を実証的に分析した。分析の結果、我々が利用したデータからは、2007 年 5 月 1 日 会社法の「合併等対価の柔軟化」の施行（いわゆる「三角合併の解禁」）を契機に日本企業を対象とする CBMA が増加したとは認められなかった。

先行研究のサーヴェイからは、（1）日本企業が外国企業を買収対象とする CBMA が二重課税の解消を期に増加していること、（2）CBMA に強い影響を及ぼす被買収企業の国における制度として、キャピタル・ゲイン課税と労働市場の規制が挙げられていること、が明らかとなった。内外におけるこれらの制度変更が、日本企業が関わる CBMA に対して与える影響を検討することは、今後の重要な研究課題である。

## 参考文献

- Alimov, A., 2015. Labor market regulations and cross-border mergers and acquisitions. *J. of Int. Business Studies*. 46, 8, 984–1009.
- Burstein, A.T., Monge-Naranjo, A., 2009. Foreign know-how, firm control, and the income of developing countries. *Quarterly J. Econ.* 125, 149–195.
- Dessaint, O., Golubov, A., Volpin, P., 2017. Employment protection and takeovers. *J. Financ. Econ.* 125, 369–388.
- Feld, L.P., Ruf, M., Scheuering, U., Schreiber, U., Voget, J., 2016. Repatriation taxes and outbound M&As. *J. of Pub. Econ.* 139, 13–27.
- Ferreira, M.A., Massa, M., Matos, P., 2010. Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions. *Rev. Financ. Stud.* 23, 601–644.
- Fukao, K., Ito, K., Kwon, H.U., 2005. Do out-in M&As bring higher TFP to Japan? An empirical analysis based on micro-data on Japanese manufacturing firms. *J. Japanese Int. Economies*. 19, 272–301.
- Head, K., Ries, J., 2005. Judging Japan's FDI: The verdict from a dartboard model. *J. Japanese Int. Economies*. 19, 215–232.
- Head, K., Ries, J., 2008. FDI as an outcome of the market for corporate control: Theory and evidence. *J. Int. Econ.* 74, 2–20.
- Hoshi, T., Kiyota, K., 2019. Potential for inward foreign direct investment in Japan. *J. Japanese Int. Econ.* 52, 32–52.
- Huizinga, H.P., Voget, J., 2009. International taxation and the direction and volume of cross-border M&As. *J. Fin.* 64, 1217–1249.
- Huizinga, H.P., Voget, J., Wagner, W., 2018. Capital gains taxation and the cost of capital: evidence from unanticipated cross-border transfers of tax base. *J. Financ. Econ.* 129, 306–328.
- Ito, B., Kawakami, K., Ko, J., 2023. Defying Gravity: The Role of Intermediaries for Cross-Border Mergers and Acquisitions. Working Paper 16, Institute of Economic Research, Aoyama Gakuin University.
- Mehrotra, M., van Schaik, D., Spronk, J., and Steenbeek, O., 2011. Creditor-Focused Corporate Governance: Evidence from Mergers and Acquisitions in Japan. *J. of Financ. and Quant. Analysis*. 46, 4, 1051-1072.
- Ramond, N., Rodriguez-Clare, A., 2013. Trade, Multinational Production, and the Gains from Openness. *J. Polit. Econ.* 121, 2, 273–321.
- Rossi, S., Volpin, P.F., 2004. Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *J. Financ. Econ.* 74, 277–304.
- Todtenhaupt, M., Voget, J., Feld, L.P., Ruf, M., Schreiber, U., 2020. Taxing away M&A: Capital gains taxation and acquisition activity. *Eur. Econ. Rev.* 128, 1–23.
- UNCTAD, 2019. World Investment Report 2019. United Nations Publications, New York.