

卒業研究論文

企業合併・買収の増加が  
日本の経済成長に与える影響

長尾政毅

同志社大学政策学部政策学科

田中宏樹ゼミナール

学生 ID 17040208

2008年1月9日

(概要)

日本において 1990 年代後半から企業の「Mergers and Acquisitions」(M&A)、すなわち合併・買収、営業譲渡や資本参加、出資拡大などによる上場企業の企業再編が大幅に増加している。

日本における M&A 件数はここ 10 年間の間に約 5 倍強にもものぼり、また海外企業からの M&A 件数も 4 倍ほどになっていることから、国内企業による M&A だけでなく海外からの M&A も急激に増加してきていることがわかる。

本論分では、この国内外の M&A の急激な増加は日本経済に対してどのような影響を与えるのかという問題意識のもと検証を行った。

具体的には、M&A が各企業の生産性などの企業パフォーマンスに対してどういった影響について論じている既存の研究を概観することで、M&A の増加が日本の経済成長に与える影響について検証・考察を行う。

## 目次

I. はじめに	p3
II. 日本における M&A 件数の動向	p4
II-1 近年の日本における国内外 M&A 件数の推移	p4
II-2 急激な M&A 件数増加の背景	p6
III. 問題意識	p7
IV. M&A に関する一般的な理論	p8
IV-1 M&A の一般的な手法	p8
IV-2 M&A の一般的機能	p9
IV-2-1 M&A の一般的な目的及び効果	p10
IV-2-2 M&A の持つマイナスの効果	p11
V. M&A の効果の評価基準	p11
V-1 M&A の効果の評価する二つの視点	p12
VI. M&A が企業に与える影響についての実証研究の概観	p13
VI-1 深尾・権・伊藤 (2005)	p14
VI-2 深尾・権・滝沢 (2006)	p17
VI-3 実証研究結果のまとめ	p18
VII. おわりに	p19
参考資料	p21

## I. はじめに

1990年代後半以降、日本におけるM&A件数は上昇傾向を続けており、1990年代前半の平均M&A件数が約500件であったのに対して、2006年度におけるM&A件数は2775件と約5倍強の数値となっている。また、従来までは日本企業による海外企業の買収が中心であったのに対して、近年の急増の大半は日本国内企業同士のM&Aが占めるようになってきたことも近年のM&Aの傾向である。さらに海外企業による日本企業に対するM&A件数も1990年代前半の平均件数は約40件であったのに対し、2006年度の件数は179件となっており、こちらも約4倍強の水準となっている。このことから、日本国内企業によるM&A件数の増加だけでなく、海外企業からのM&Aも同時に増加してきていることがわかる。

この90年代後半からのM&A件数の急激な増加の背景として、日本経済成長の長期的な停滞などの日本企業を取り巻く経営環境が変化に対して、会社生存のために合理化ないしグループ内企業再編といったようなこと必要に迫られたことや、日本国内においてM&Aや企業組織の再編を従来よりも容易に行うことができるような法整備が1997年以降積極的に行われてきたことが主な要因として言われている。

このような日本におけるM&Aの急激な増加は日本の経済成長に対していったいどのような影響を与えるのだろうか。

本論分では上記のような問題意識に立ち、M&Aが各企業の生産性などの企業パフォーマンスに対してどういった影響を与えるのかについての既存研究を詳しく概観し、考察を行うことによりその検証を行っていく。

具体的には、まずM&Aの一般的な手法やその理論的な効果について確認する。その後M&Aが企業に与える影響についての実証研究を詳しく概観することによって、外国企業による日本企業の買収においては、外国企業は、労働生産性や収益率が高く、輸出を活発に行っている大規模な日本企業を買収対象に選ぶ傾向にあり、また買収後は被買収企業の生産性や収益率を改善させる効果があり、日本国内企業同士の買収においては、日本企業は収益率、および輸出比率が低い、負債比率が高い日本企業を買収対象に選ぶ傾向にあり、また買収後は被買収企業の生産性と収益率に有意な正の効果は無いということが判明した。

本論分の構成は以下のとおりである。

第II章では、近年の日本におけるM&Aの増加傾向を確認するとともに、その増加の背景について整理し、第III章では本論分の問題意識を明らかにする。そして第IV、V章でM&Aに

関する比較的多くの研究において言われている一般的な理論、M&A の効果を評価する場合の視点について確認した上で、第VI章において M&A が企業に与える影響についての実証研究を詳しく概観することより、M&A が日本経済に与える影響についての検証を行う。結びの第VII章では、本論分の内容を総括するとともに、論文に残された問題点や課題について指摘する。

## **II. 日本における M&A 件数の動向**

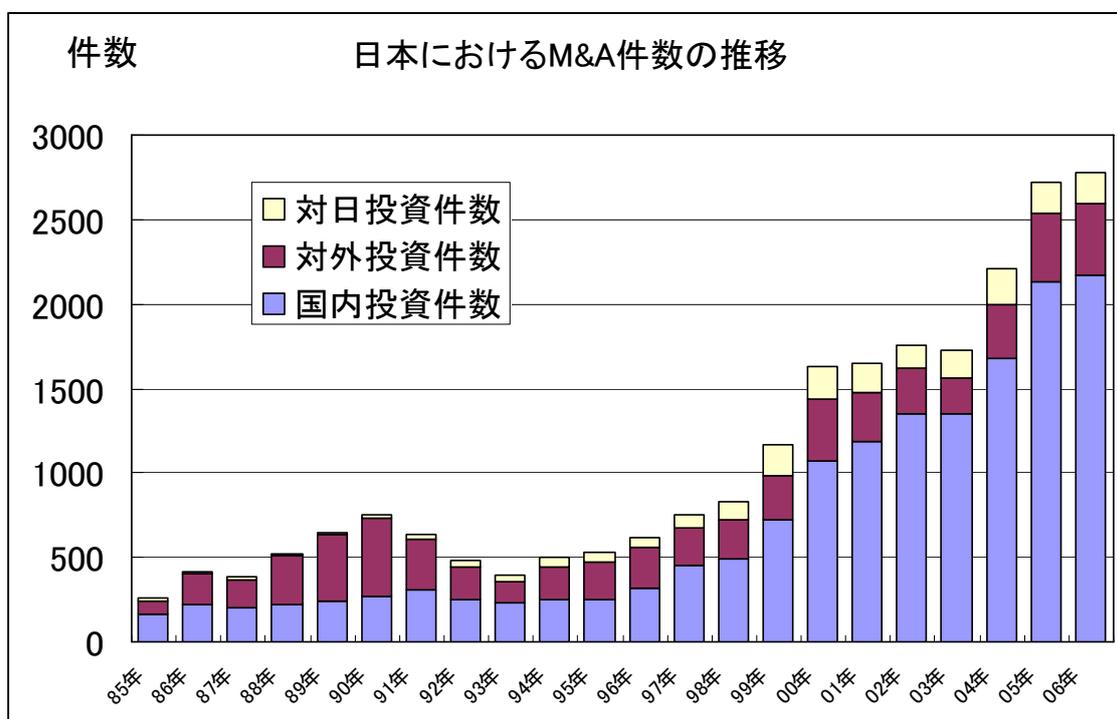
1990 年代後半から日本における M&A 件数は増加傾向を続けており、この話題がマスメディアにのぼることもさほど珍しいことではなくなっている。

以下この章では、近年の日本における M&A の増加傾向を確認するとともに、その増加の背景について整理しておく。

### **II-1 近年の日本における国内外 M&A 件数の推移**

下の図表 II-1 は近年の日本における国内外の M&A 件数の推移を表したものである。

図表 II-1



(出所) MARR 統計とデータ November2007 より作成

この図からもわかるとおり 1990 年代後半以降、日本における M&A 件数は上昇傾向を続けている。1990 年代前半の平均 M&A 件数は約 500 件であったのに対して、2006 年度の M&A 件数は 2775 件と約 5 倍強の数値となっている。また従来までは日本企業による海外企業の買収が中心であったのに対して、近年の急増の大半は日本国内企業同士の M&A が占めるようになってきたこともこの図から見て取れるだろう。さらに全体から見れば約 1 割程度の件数ではあるが、海外企業による日本企業に対する M&A 件数も 1990 年代前半の平均件数は約 40 件であったのに対し、2006 年度の件数は 179 件となっており、こちらも約 4 倍強の水準となっている。

このことから、日本国内企業による M&A 件数の増加だけでなく、海外企業からの M&A も同時に増加してきていることがわかる。

## Ⅱ－２ 急激なM&A件数増加の背景<sup>1)</sup>

この90年代後半からのM&A件数の急激な増加の背景として次の3点を考えることができる。

- (1) 日本経済の成長の長期的な停滞などから、日本企業を取り巻く経営環境が変化してきたことに対して、企業側はその会社生存のために合理化ないしグループ内企業再編といったようなことを緊急に、かつ効率的に進めていく必要に迫られ、その手段としてM&Aを選択するようになってきた。
- (2) 日本国内においてM&Aや企業組織の再編を従来よりも容易に行うことができるような法整備が1997年以降積極的に行われてきた。(関連があると思われる法律等を次ページの図表に記載)
- (3) 企業のM&Aに対する意識の変化、すなわちM&Aを企業ガバナンスの改善手法の一つとして認識されてきた。またファンドや投資銀行などの投資的な行動が活性化してきたことに伴ってM&A市場自体が変化してきている。

---

<sup>1)</sup> ここでの記述は岡部・関(2006)に依存する面が大きい

図表 II-2 企業の M&A に関連する法改正等の変遷

	商法	税務	会計	その他法律
1997 年	合併手続の簡素化	合併手続の簡素化		純粋持株会社の解禁
1998 年				
1999 年	株式交換制度 簡易な営業全部譲渡	税効果会計適用 キャッシュフロー計算		産業活力再生 特別措置法
2000 年	会社分割制度 簡易な営業全部譲渡	金融商品時価評価 (持合株式を除く) 新連結会計基準		民事再生法
2001 年	金庫株制度等 額面株式制度廃止 新法定準備金制度	持合株の時価評価 退職者給付会計	企業組織再編税制	
2002 年	種類株式制度 新株予約権制度 連結計算書類作成		連結納税制度	
2003 年	定款授権の自己株所得	減損会計基準		会社更生法全面改正 産業活力再生法改正
2004 年	株券不発行制度			
2005 年	会社法制の現代化			

(出所) レコフ社「日本の M&A 市場の特色」

この 3 つの要因が近年の日本における M&A が急激に増加してきた大まかな理由として考えることができるだろう。

### Ⅲ. 問題意識

日本経済成長の長期的な停滞といった日本企業の経営環境の変化や、M&A を取り巻く法律の積極的な改正などをその背景として、日本における M&A は急激な増加を続けている。

このような日本における M&A の急激な増加は日本の経済成長に対していったいどのような影響を与えるのだろうか。

本論分では上記のような問題意識に立ち、以降では M&A が各企業の生産性などの企業パフォーマンスに対してどういった影響を与えるのかについての既存研究を詳しく概観し、考察を行うことによりその検証を行っていく。

まずこれより M&A が企業パフォーマンスに与える影響についての既存研究を概観する前に、M&A の一般的な手法・目的及び効果などの基本的な理論を確認し、また M&A の企業に与える効果を評価する視点について整理しておく。

#### **IV. M&A に関する一般的な理論**

この章では、M&A に関する比較的多くの研究において言われている一般的な理論を確認していく。

「M&A」とは、Mergers and Acquisitions、直訳すると「(企業の) 合併・買収」という意味となり企業の合併や買収だけでなく、株式譲渡、事業譲渡、資本業務提携を含めた広い意味での企業間提携の総称として使われている。概念としては経営権の移動を伴うものを M&A と定義されることが多い。

本論分にあたって M&A とは企業の合併や買収だけでなく、株式譲渡、事業譲渡、資本業務提携など広義の意味も含めた経営権の移動を伴う現象としてとらえるものとする。

##### **IV-1 M&A の一般的な手法**

その M&A の手法は大きく二つに分けることができる。

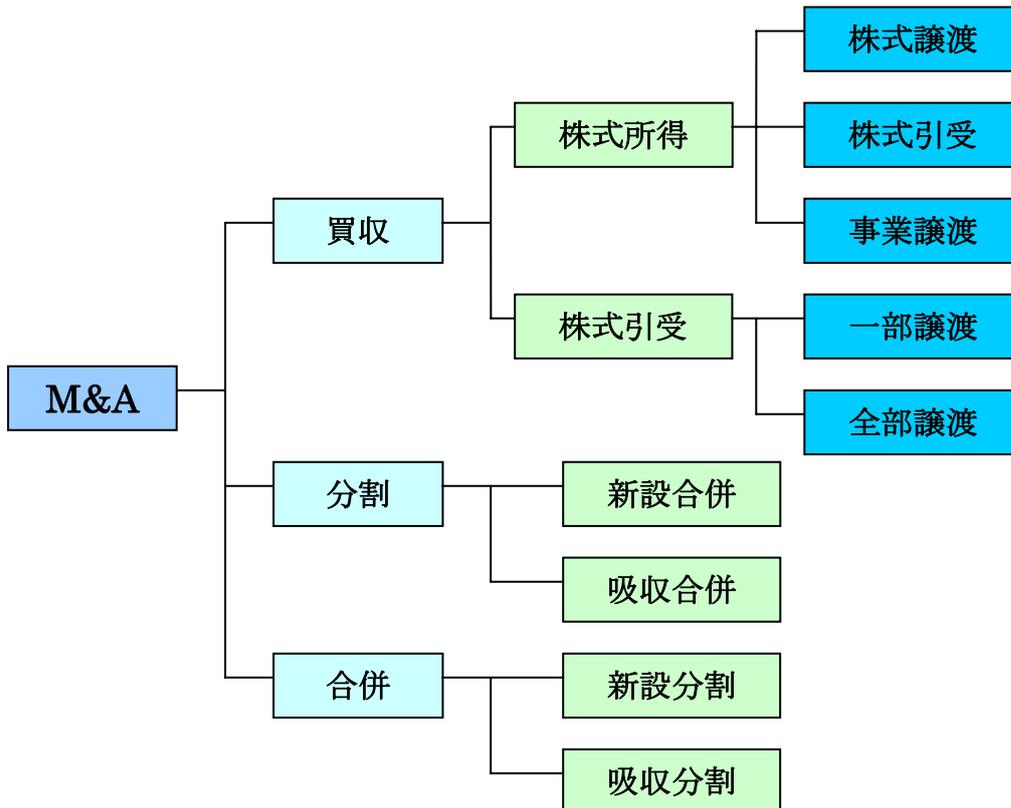
一つ目は株式の買収対価を株式で支払う場合である。株式譲渡・株式引受・株式交換や会社合併、会社分割などがこれにあたる。

二つ目は株式の買収対価を現金で支払う場合である。これには会社買収の特有手法の中

の株式の公開買い付け (TOB) <sup>2)</sup> やレバレッジド・バイアウト (LBO) <sup>3)</sup> などがあたる。

基本的な M&A 手法の内訳は下の図表 IV—1 を参照

図表 IV—1 M&A 手法の内訳



(出所) ストライク社「M&A の手法」より作成  
< <http://www.strike.co.jp/data/method.html> >

## IV—2 M&A の一般的機能

次に企業が M&A を行う目的、またそのプラスの効果やマイナスの効果の理論を確認していく。

<sup>2)</sup> 企業の経営支配権を得るために株式所得を行おうとする者が、買付の期間、株数、価格を公表して不特定多数の株主から株式を買い取ること。

<sup>3)</sup> 買収先の資産などを担保に資金を借り入れ、その資金で企業買収を行うこと。少ない自己資金で買収を可能とする (レバレッジの効果がある) のでこの名称がついている。

#### IV-2-1 M&Aの一般的な目的及び効果

M&A は端的に言うのであれば企業株式の買い手と売り手双方が経済合理性を追求した結果として生じるものであると考えることができる。すなわち、これまで独立していた二つ、もしくはそれ以上の企業が合併することによって生じるシナジー効果によって経営の効率性を改善することを目的として行われるであると理解できる。その経営効率化への経路として一般的に次の4点などが言われている。

- (1) 各企業が保有している補完的な資産のより効率的な利用が出来る
- (2) 重複的な企業活動の統合により固定費用の削減が出来る
- (3) 技術、ノウハウの企業間のより効率的な移転が行える
- (4) 経営陣の交代などにより企業経営の効率性が改善される

こうした効果を追求する企業の行動を理論的に整理すると、企業は取引コストを最小化するべく企業の内部と外部の境界、つまり事業の範囲を設定する行動をとると考えることができる。そしてその具体的手段の一つとしてM&Aというものを位置づけることができるのである。つまり、企業にとってただ単に規模を拡大することが常に得策であるわけではなく、市場環境の変化に伴って、ある場合にはM&Aによる規模拡大（他企業との統合）ないし事業多様化が、またある別の場合には事業売却あるいは子会社売却などの規模縮小が経済合理性に見合う行動になる。そして買収企業にとっては前者の対応策として、また被買収企業にとっては後者の対応策としてM&Aという手法を活用するのだと考えることができる。

したがって、以上のようなことからM&Aは個別企業にとって経営効率を改善させ、経済全体として見るのであれば資源配分を効率化させる効果を持つものであると理解することができる。

#### IV-2-2 M&Aの持つマイナスの効果

M&Aは確かに上記のような経営を効率化させる効果を持つものではあるが、すべてのM&Aが無条件に望ましいものであるとはいえない点には注意が必要である。

M&Aが持つマイナスの効果として次の3点が指摘されている。

- (1) 第一に、敵対的買収の場合において、従業員や取引先などの利害関係者によってそれまでなされてきた企業固有投資の価値が、M&Aに伴う経営再編によって低下ないし毀損するという負の効果が大きく現れる可能性があることである。それは労使間での暗黙の信頼関係を破棄することに伴うマイナスの効果であり、仮にそうしたマイナスの効果がM&Aのプラスの効果を上回るのであれば、敵対的買収の純粋な効果はマイナスとなる。したがって、M&Aのうち敵対的買収についてはその純粋な効果は理論的には不明である。
- (2) 第二に、企業経営者は企業利益（株主利益）よりも私的利益を優先させる、いわゆるエージェンシーコストが発生する可能性があり、その程度が大きければ大きいほどM&Aのプラスの効果が減殺されてしまう可能性があることである。経営者は株主に対する配当金を増やすよりも内部留保資金を増やし、それを設備投資に振り向けるなどの、自分自身の立場を職務の保護を目的とする行動をとる可能性があり、エントレンチメントと呼ばれるものがこれにあたる。このような経営者の私的利益の追求が生じている場合には、M&Aの利益は大きく損なわれていると考えられる。
- (3) 第三に、M&Aによって業界内の企業間結託が容易になるような場合に、それによる競争制限が当該企業にとっては利益増大に結びつく可能性があるが、それは経済全体の資源配分効率化の観点から見れば望ましいことにはならない点である。

#### V. M&Aの効果の評価基準<sup>4)</sup>

この章では、M&Aの効果の評価する場合の視点について確認していく。

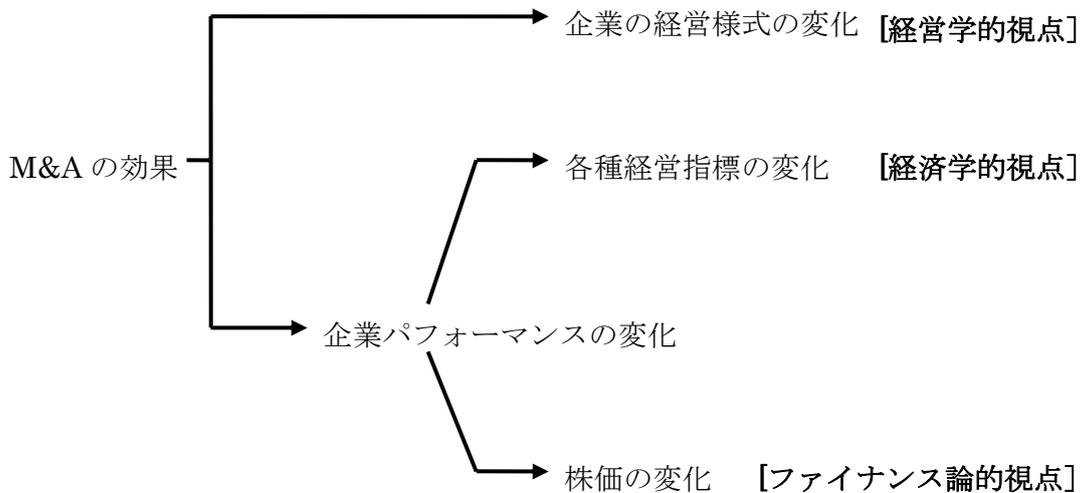
---

<sup>4)</sup> ここでの記述は岡部・関（2006）に依存

## V-1 M&A の効果を評価する二つの視点

M&A の効果を評価する場合の視点は、大きく分けて下の図のように二つに整理できる。

図表 V-1 M&A 効果の評価の視点



(出所) 岡部・関 (2006) より

第一に、M&A に伴い企業経営の様式が変化することに着目する視点がある。

例えば、量的拡大を経営上の大きな目標としてきた企業が、経営効率化を最優先させる企業によって買収されるような場合には、売上高よりも株主資本利益率 (ROE) の向上が優先されるので、単に販売活動だけでなく設備投資や雇用面でも従来とは異なる方針がとられると予想される。つまり雇用や設備は圧縮される可能性が高い。また、長期雇用の慣行を持っていた企業 (日本型企业) がそうでない企業 (英米型企业) に買収される場合には、従業員の評価基準は年功序列によるものよりも、むしろ成果主義になる可能性が高い。さらに、買収企業が事業の多角化を強く志向する経営を行うような場合には、被買収企業の事業内容も多様化したものとなるか、それとも両企業を通して事業を多様化するので当該企業がむしろ特化されるかは一概には予想できないが、いずれにせよ事業のあり方は大きく再構成されると考えられる。M&A に伴ってこのように企業の経営方式は大きく変化す

る可能性が高い。このような企業経営的側面に重点を置く場合が一つの評価の視点であり、それは経営学的視点からの考察といえる。それは専ら定性的視点からの M&A 評価になる。つまり、M&A の結果、企業の経営権（ガバナンス）等がどのように変化するのかという視点からみた M&A の評価である。

第二に上記の経営方式の変化の結果でもあるが、M&A の効果を企業パフォーマンスの変化によって評価する視点がある。これには大きく分けて二つの分析方法があり、いずれも定量的手法が適用できる。一つは、M&A とは資本市場において株式という資産を売買することであるのでその効果を株価で見るという捉え方である。すなわち、企業の価値はすべて株価に集約してあらわれることを前提として、M&A の前後における株価に焦点を当てて M&A の効果を把握するやり方である。これはファイナンス理論からの接近の仕方であり、従来の M&A 効果の研究では国内外とも圧倒的に多くの場合においてこの方法が採用されている。この方法にはいくつかの重大な問題点があることが指摘されている。しかし、従来からこれが多用されるのは、発達したファイナンス理論がそのまま適用できること、また株価のデータは一般に完備しているうえ比較的利用しやすいことによるものだと思われる。

もう一つの捉え方は、企業パフォーマンスをより具体的に示す各種経営指標（財務指標）が M&A の前後においてどのように変化したかという点に焦点をあてる方法である。この場合、各種の計量経済学的手法を適用することが可能であり、この接近も定量的方法といえるだろう。

## VI. M&Aが企業に与える影響についての実証研究の概観<sup>5)</sup>

前章で M&A に関する一般的な理論、またその効果の評価に関する視点について確認した。

この章では、M&A が企業のパフォーマンスにどのような影響を与えるのかについての実証研究を詳しく概観していくことにより、M&A が日本経済に与える影響についての検証を行っていく。

---

<sup>5)</sup> ここでの記述は各論文に大きく依存

## VI-1 深尾・権・伊藤 (2005)

まず、外資系企業の参入が日本経済の生産性向上に貢献するののかという問題意識のもとで、対日 M&A と国内 M&A のターゲット企業が買収された後にパフォーマンスが改善したかどうかについて分析した深尾・権・伊藤 (2005) について詳しく見ていく。

この分析では、M&A の評価は生産効率を高めたか否かが重要であるとして、全要素生産性 (TFP)<sup>6)</sup> の変化に関する計量分析がなされている。具体的には次のモデル式で推計されている。

$$Y_{f,t+\tau} - Y_{f,t-1} = \alpha + \beta_1 \text{outinM \& ADummy}_{f,t} + \beta_2 \text{ininM \& ADummy}_{f,t} \\ + \sum_t \gamma_t X_{t,f,t-1} + \sum_f \delta_f \text{IndustryDummy}_{f,t} + \sum_T \theta_T \text{YearDummy}_{T,f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

ここで、 $Y_{f,t}$  は  $t$  期の企業  $f$  のパフォーマンスとされている。 $Y_{f,t}$  として TFP レベルの対数値、従業員数の対数値、経常利益率が用いられている。M&A が行われた年を  $t$  期とし、M&A 効果が表れるまでの時間的なラグを考慮して、買収前後の 2 年間と 3 年間の効果について、それぞれ推定されている。説明変数は、対日 M&A (広義、狭義) 及び国内 M&A ダミー変数、 $t-1$  期の他のパフォーマンス変数 (TFP レベルの対数値、従業員数の対数値、経常利益率)、R&D 集約度、負債比率、産業ダミー、年ダミーである。被説明変数として雇用の成長率を用いたケースにおいては、労働保蔵問題を考慮して、1 人当たりの売上高を説明変数として追加されている。

買収前後 2 年の効果に関する推定結果は表 8 に、買収前後 3 年の効果は表 9 に示したようになっている。

---

<sup>6)</sup> TFP の上昇とは、生産の増加から、資本や労働投入増加の寄与分を引いた残差として定義される。

図表 VI—1 買収前後 2 年の効果に関する推定結果

説明変数	被説明変数					
	TFP 上昇率: $\ln(\text{TFP})_{t+1} - \ln(\text{TFP})_{t-1}$		従業員数増加率: $t-1$ 期～ $t+1$ 期		売上高経常利益率変化: $t-1$ 期～ $t+1$ 期	
対日 M&A ダミー (外資比率33.4%以上)	0.011 (1.56)		-0.004 (-0.17)		0.007 (1.34)	
対日 M&A ダミー (親会社が海外にある)		0.022 (2.30) **		-0.013 (-0.44)		0.017 (2.37) **
国内M&Aダミー	0.004 (1.78) *	0.004 (1.75) *	0.004 (0.56)	0.004 (0.56)	0.001 (0.54)	0.001 (0.51)
$\ln(\text{TFP})_{t-1}$	-0.316 (-60.79) ***	-0.316 (-60.78) ***	0.148 (8.27) ***	0.148 (8.27) ***	0.071 (4.31) ***	0.071 (4.31) ***
$\ln(\text{従業員数})_{t-1}$	0.007 (23.65) ***	0.007 (23.67) ***	-0.022 (-27.98) ***	-0.022 (-28.00) ***	-0.001 (-3.35) ***	-0.001 (-3.34) ***
(売上高経常利益率) $t-1$	-0.042 (-2.30) **	-0.042 (-2.30) **	0.111 (1.54)	0.111 (1.54)	-0.871 (-10.67) ***	-0.871 (-10.67) ***
(研究開発集約度) $t-1$	0.216 (9.66) ***	0.216 (9.67) ***	0.089 (1.99) **	0.089 (1.99) **	0.140 (7.92) ***	0.140 (7.92) ***
$t-1$ 期に研究開発活動についての報告がない企業ダミー	-0.003 (-3.72) ***	-0.003 (-3.73) ***	0.004 (2.36) **	0.004 (2.37) **	0.000 (-0.18)	0.000 (-0.19)
(負債総額/総資産) $t-1$	-0.002 (-1.36)	-0.002 (-1.36)	-0.015 (-3.16) ***	-0.015 (-3.16) ***	-0.038 (-7.01) ***	-0.038 (-7.01) ***
(売上高/従業員数) $t-1$			0.000 (6.44) ***	0.000 (6.44) ***		
定数項	-0.026 (-9.36) ***	-0.026 (-9.37) ***	0.127 (15.20) ***	0.127 (15.21) ***	0.061 (8.09) ***	0.061 (8.09) ***
産業ダミー (30産業)	Yes		Yes		Yes	
年ダミー	Yes		Yes		Yes	
サンプル数	62,804		62,804		62,804	

注) 1. 括弧内の数字はWhite (1980) のt値である  
 2. \*P=.10, \*\*P=.05, \*\*\*P=.01 (両側検定).

図表 IV-2 買収前後3年の効果に関する推定結果

説明変数	被説明変数					
	TFP 上昇率: $\ln(\text{TFP})_{t+2} - \ln(\text{TFP})_{t-1}$		従業員数増加率: $t-1$ 期～ $t+2$ 期		売上高経常利益率変化: $t-1$ 期～ $t+2$ 期	
対日 M&A ダミー (外資比率33.4%以上)	0.017 (2.05) **		-0.001 (-0.05)		0.008 (1.16)	
対日 M&A ダミー (親会社が海外にある)		0.018 (1.66) *		-0.032 (-0.64)		0.016 (1.90) *
国内M&Aダミー	0.010 (3.59) ***	0.010 (3.59) ***	0.014 (1.81) *	0.015 (1.84) *	0.000 (0.08)	0.000 (0.05)
$\ln(\text{TFP})_{t-1}$	-0.369 (-72.08) ***	-0.369 (-72.08) ***	0.189 (8.72) ***	0.189 (8.73) ***	0.063 (4.76) ***	0.063 (4.76) ***
$\ln(\text{従業員数})_{t-1}$	0.009 (24.71) ***	0.009 (24.73) ***	-0.030 (-29.28) ***	-0.030 (-29.29) ***	-0.001 (-3.08) ***	-0.001 (-3.07) ***
(売上高経常利益率) $t-1$	-0.031 (-2.64) ***	-0.031 (-2.64) ***	0.119 (1.41)	0.119 (1.41)	-0.903 (-13.64) ***	-0.903 (-13.64) ***
(研究開発集約度) $t-1$	0.238 (7.81) ***	0.238 (7.81) ***	0.220 (3.32) ***	0.220 (3.33) ***	0.128 (6.30) ***	0.128 (6.29) ***
$t-1$ 期に研究開発活動についての報告がない企業ダミー	-0.003 (-3.48) ***	-0.003 (-3.49) ***	0.009 (4.08) ***	0.009 (4.08) ***	-0.001 (-0.92)	-0.001 (-0.92)
(負債総額/総資産) $t-1$	0.000 (-0.23)	0.000 (-0.25)	-0.020 (-3.17) ***	-0.019 (-3.17) ***	-0.038 (-7.05) ***	-0.038 (-7.05) ***
(売上高/従業員数) $t-1$			0.000 (6.18) ***	0.000 (6.44) ***		
定数項	-0.051 (-17.30) ***	-0.051 (-17.32) ***	0.178 (17.11) ***	0.178 (17.11) ***	0.060 (9.14) ***	0.060 (9.14) ***
産業ダミー (30産業)	Yes		Yes		Yes	
年ダミー	Yes		Yes		Yes	
サンプル数	49,556		49,556		49,556	

注) 1. 括弧内の数字はWhite (1980) のt値である。  
 2. \*P=.10, \*\*P=.05, \*\*\*P=.01 (両側検定).

推定結果より、対日 M&A が行われた後、ターゲット企業の TFP レベルと経常利益率が改善していることが分かる。広義の対日 M&A の場合は統計的に有意でないケースが多いが、狭義の対日 M&A の場合は、統計的に有意にプラスの効果を与えている。対日 M&A と比べて、国内 M&A の場合はターゲット企業の TFP レベルの改善度合いは小さく、経常利益率においては有意な改善効果は見られなかった。また、TFP 上昇率について、表 8 と表 9 における狭義の対日 M&A ダミーと国内 M&A ダミーの係数値を比較すると、対日 M&A ダミーの係数値は表 8 の推定式のほうが絶対値が大きく、国内 M&A ダミーの係数値は表 9 の推定式のほうが絶対値が大きくなっている。このことはつまり、国内 M&A の場合は対日 M&A の場合よりもターゲット企業の TFP レベルを改善するのに時間がかかることを示唆しているとされている。雇用の成長率に対する M&A の効果は、対日 M&A の場合と国内 M&A の場合とで対照的で、国内 M&A の場合は買収 2 年後に雇用が有意に増加している。それに対して、対日 M&A が雇用に及ぼす効果は統計的に有意ではないものの、マイナスであった。

以上の分析結果から、M&A ターゲット企業の TFP は対日 M&A によって上昇したといえよう。国内 M&A と比較すると、対日 M&A は TFP レベルと経常利益率に対して、短期間により大きな改善をもたらしたが、短期的には（買収後 2 年）ターゲット企業における雇用の増加は見られなかったと結論付けている。

なお、この分析では経済産業省『企業活動基本調査』の 1994 年度から 2001 年度までの製造業に属する企業のマイクロデータが使用されている。

## VI-2 深尾・権・滝沢 (2006)

次にこの深尾・権・滝沢 (2006) では上記の研究と比較的ほぼ同様の拡張された分析が行われている。

具体的には、TFP や労働生産性、収益率等のデータを用いて、どのような属性の企業が対日 M&A および国内企業間の M&A の対象となるのかをプロビット・モデルで分析し、さらに買収の二年後の被買収企業のパフォーマンスと買収の前年との比較を行っている。

どのような企業が買収のターゲットとなるのかについての分析においては、1994 年から 2002 年の製造業、卸売・小売業に属する企業のパネルデータを用い、買収のターゲットとされる企業はどのような特徴を持っているのか、また国内企業と外国企業による買収の間にはターゲット企業の選択において違いがあるか否かを検証することを目的としている。海外企業による国内企業の買収と日本国内企業同士による買収がそれぞれ起きる確率が、潜在的な被買収企業（すべての日本企業は潜在的に買収の対象であるとする）の属性にどのように依存するかをプロビット・モデルで推計されている。

説明変数としては、すべての変数について買収が起きる前年の、TFP の対数値、労働生産性の対数値、ROA、企業規模を表す従業者数の対数値、企業の無形資産を表す特許と実用新案登録数の対数値、企業年齢、負債比率、R&D 集約度、輸出比率、産業ダミー、および年ダミーが用いられている。また、TFP 測定の際に利用する製造業と商業の産出額と中間投入額の算出方法が異なるため、製造業と商業に分けた推計が行われている。

この分析結果として、海外企業による買収と国内間企業による買収とでは驚くほど買収の決定要因に違いが表れているとしている。海外企業による買収のケースでは、ターゲッ

ト企業として、より労働生産性や輸出比率の高い、そして規模の大きい企業が選ばれているとの結果が示されている。この結果は、外国企業はパフォーマンスの優良な日本企業を買収していることを示唆しているとしている。これとは対照的に、国内企業は相対的に低利潤率、そして輸出比率の低い、負債比率の高い企業をターゲットとして選んでいるとの結果も示されている。

結果をまとめると、外国企業はより生産的で優良な企業を好む傾向にあり、特に製造業に関しては、外国企業がより R&D 集約的で、輸出比率が高く、従業員数で測った企業規模が大きい企業を、ターゲットとして好むという結論が得られた。これらの結果については、海外企業による買収がシナジー効果を求めて行われるということ、また外国企業が優良な日本企業を選ぶ原因としては、この他、情報の非対称性問題も作用している可能性があるという解釈を行っている。

また買収後のターゲット企業のパフォーマンスの変化についての分析においては、ターゲット企業のパフォーマンスを測る変数として、TFP、労働生産性、ROA（総資産利益率）、賃金率、従業員数を用いて、ターゲット企業のパフォーマンスが買収の1年前のパフォーマンスと比較して買収の2年後に改善したかどうかを検証されている。

分析結果として、海外企業による買収後は、被買収企業の生産性や収益率は改善したという結果が示されている。しかし国内企業同士の買収後は、被買収企業の生産性と収益率に有意な正の効果は無かったとの結果が報告されている。これは、国内企業同士による買収では、グループ内の救済目的にせよ、また経営が悪化した企業に経営規律の回復や経営資源の投入を行って立て直すにせよ、パフォーマンス改善が達成されていないか、その効果が現れるには買収後3年以上の時間が必要であると解釈されている。

### VI-3 実証研究結果のまとめ

上記の実証研究の分析結果をまとめることにより、M&A が日本経済の成長に与える影響を考える。

分析結果のまとめとして、外国企業による日本企業の買収においては、外国企業は、労働生産性や収益率が高く、輸出を活発に行っている大規模な日本企業を買収対象に選ぶ傾

向があった。また、買収後は、被買収企業の生産性や収益率はさらに改善した。これらの結果は、外国企業による買収がシナジー効果を求めて行われるということを示すものであろう。また、外国企業が優良な日本企業を選ぶ原因としては、この他、情報の非対称性問題も作用している可能性がある。

一方、日本国内企業同士の買収においては、日本企業は、収益率、および輸出比率が低い、負債比率が高い日本企業を買収対象に選ぶ傾向があった。また、買収後は、被買収企業の生産性と収益率に有意な正の効果は無かった。これらの結果は、日本国内企業同士の買収では、グループ内の救済目的にせよ、また経営が悪化した企業に経営規律の回復や経営資源の投入を行って立て直すにせよ、パフォーマンス改善が達成されていないか、その効果が現れるには買収後 3 年以上の時間が必要であることを示唆している。

以上の分析結果を考察すると、日本経済の生産性に M&A が与える影響として、経済学的視点からで見ると、外国企業による買収は被買収企業のパフォーマンスを改善させる効果を持ち、大きく見れば日本経済全体のパフォーマンスに生産性から見て良い影響を与えるものであると考えることができる。

長期的な生産性の停滞が続いている現在の日本経済において、外国企業の参入の活発化は経済活力を取り戻させる一つの活路としての可能性を秘めているのもであるとも考えることができるだろう。

## Ⅶ. おわりに

本論分では、M&A が企業に与える影響についての実証研究を詳しく概観することにより、M&A の急激な増加は日本の経済成長に対していったいどのような影響を与えるのだろうかという問題意識に対する回答を探した。その結果、外国企業による日本企業の買収においては、外国企業は、労働生産性や収益率が高く、輸出を活発に行っている大規模な日本企業を買収対象に選ぶ傾向にあり、また買収後は被買収企業の生産性や収益率を改善させる効果がある。また日本国内企業同士の買収においては、日本企業は収益率、および輸出比率が低い、負債比率が高い日本企業を買収対象に選ぶ傾向にあり、また買収後は被買収企業の生産性と収益率に有意な正の効果は無いという分析結果が存在することがわかった。つまり、日本経済の生産性に M&A が与える影響として、経済学的視点からで見ると、

ば、外国企業による買収は被買収企業のパフォーマンスを改善させる効果を持ち、大きく見れば日本経済全体のパフォーマンスに生産性から見て良い影響を与えるものであると考えることができると本論分では結論付けた。

そして最後に、本論分に残された問題点と課題について指摘しておく。

まず本論分の決定的な問題点として、問題意識の解決のための自己のオリジナルの実証分析が行えず、既存研究の概観のみという形になってしまったことである。本来であれば、「利益本位の買収企業による M&A は企業パフォーマンスに良い影響を与えない」という仮説のもと、深尾・権・伊藤（2005）の分析手法を参考にして、買収企業のサンプルをその企業属性により区別した上で同様の実証分析を行うつもりであった。しかし、この分析に必要な不可欠であった経済産業省の『企業活動基本調査』の企業別マイクロデータをデータの使用に様々な手続きがかかるという問題から入手できず、分析を断念してしまった。今後はもっと早い段階からデータの入手先の確保などを確実にを行うことが課題であると痛感している。

また、既存研究の概観による M&A 効果の検証においても、参考とした実証研究の数が少なすぎるという問題もあると思われる。もっと幅広く経営学的視点やファイナンス論的視点の実証研究を参考にするべきであった。

ほかにも多々本論分に関しては問題点や課題は残されているとは思いますが、本論分作成にあたり最も強く感じた上記の問題点の記述をもって結びとしたい。

#### [参考文献]

- 浅羽茂 (2005) 「外資は日本企業を建て直せるか?」 一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』53(2)、46-59 ページ
- 蟻川靖浩・宮島英昭 (2006) 「M&A の経済分析：M&A はなぜ増加したのか」 経済産業研究所 RIETI Discussion Paper Series 06-J-034
- 岡部光明・関晋也 (2006) 「日本における企業M&A(合併および買収)の効果」『総合政策学ワーキングペーパーシリーズ』No.107
- 長岡貞男 (2005) 「合併・買収は企業成長を促すか?」 一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』53(2)、32-44 ページ
- 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆 (2006) 「M&A と被買収企業のパフォーマンス：対日 M&A と国内企業間 M&A の比較」 Hi-Stat DP Series, No.162
- 権赫旭・深尾京司・伊藤恵子 (2005) 「対日直接投資は日本の生産性向上をもたらすか? 『企業活動基本調査』 個票データに基づく実証分析」、Hi-Stat DP Series, No.88.

#### [参考図書]

- 井堀利宏 (1995) 『入門マクロ経済学』 新生社
- 大住圭介 (2005) 『エッセンシャルマクロ経済学』 中央経済社

#### [参考データ・URL]

- MARR 統計とデータ November2007 レコフ出版
- 株式会社ストライク <http://www.strike.co.jp/index.html>