

日本経済研究センター研究員報告  
M&A は投資先企業の生産性を上昇させるか

一橋大学経済研究所教授  
日本経済研究センター客員主任研究員  
深尾京司

2005年6月

## 1. はじめに

近年、ライブドアのフジテレビに対する敵対的買収の試みや、経済産業省による敵対的買収防衛策に関する指針の発表等を通じて、M&A についての関心が急速に高まった。しかし既存の研究の多くは、M&A 法制や、M&A が関係企業の市場価値をどのように変化させるかに主に焦点を当てており、対日 M&A や国内企業間の M&A が関係企業の生産効率を高めたか否か、市場構造をどのように変化させたかといった、経済学的な分析は極めて限られている。そこで著者は、最近日本国内で起きた企業買収・資本参加において、どのような企業が投資先として選ばれる傾向があったか、また投資先企業の全要素生産性は投資後上昇したか否か、に関する実証分析を行った。<sup>1</sup> 以下では、その結果を報告する。

前半ではまず、TFP レベルと他の属性変数を説明変数として、M&A のターゲットとして選択される企業はどのような企業なのかをプロビット・モデルを使って検証した結果を報告する。次に後半では、外国企業に買収された日本企業の TFP レベルや雇用、経常利益率などが、買収された後に改善されたかどうかについて回帰分析を用いて検証した結果を報告する。<sup>2</sup>

## 2. データ

分析に利用したデータは、『企業活動基本調査』の個票データであり、製造業に属する企業の 1994 年から 2001 年を対象としている。国内 M&A (in-in M&A) と対日 M&A (out-in M&A) は、次のように定義した。 $t-1$  期に親会社を持たなかった企業が  $t$  期に国内の親会社を持つようになった場合を、国内 M&A と見なした。そして、 $t-1$  期に海外の親会社を持たなかった企業が  $t$  期に海外の親会社を持つようになった場合 (狭義の外資系企業) または  $t-1$  期に外資比率が 33.3% 以下であった企業が  $t$  期に外資比率 33.4% 以上となった場合 (広

<sup>1</sup> 本研究報告は伊藤恵子専修大学経済学専任講師、権 赫旭一橋大学経済研究所専任講師との共同研究に基づく。実証分析の詳細については権・深尾・伊藤 (2005) を参照されたい。

<sup>2</sup> 輸出企業の生産性と非輸出企業のそれを比較した代表的な研究として Bernard and Jensen (1999)、Hahn (2004) がある。彼らは輸出が生産性を改善させるのか (学習効果) または生産性が高い企業が輸出をするのか (自己選択) を識別しようとした。我々は彼らの研究から重要な示唆を得た。

義の外資系企業)を対日 M&A と見なした。つまり、我々の定義による国内 M&A は、データの制約のため狭義の対日 M&A に近い概念となっている。<sup>3</sup>

表 1 は、対日 M&A と国内 M&A の件数を示している。1994 年から 2001 年の期間に、広義の対日 M&A は 143 件、狭義の対日 M&A は 67 件であったのに対し、国内 M&A は 1,362 件行われた。

表 1 を挿入

### 3. どのような企業が買収の対象となるのか

1994 年から 2001 年までのパネル・データを利用して、M&A のターゲットに選択される企業はどのような企業なのかをプロビット・モデルで推定した。被説明変数は、広義の対日 M&A、狭義の対日 M&A 及び国内 M&A である。各被説明変数は、各タイプの M&A が起こった場合に値 1 を取り、それ以外は値 0 を取る変数である。説明変数は、TFP レベルの対数値、TFP 上昇率、経常利益率、負債比率、企業規模（従業者数の対数値）、年ダミー、産業ダミーである。すべての説明変数は M&A が発生した期の 1 期前の値である。

推計結果は表 2 のとおりである。大変興味深いことに、国内 M&A と対日 M&A とでは非常に対照的な結果を得た。対日 M&A のターゲットになる企業は生産性と経常利益率がともに高く、より大きい企業である。しかしながら、国内 M&A は経常利益率が低く、負債比率が高くてより小さい企業を対象にしていることが分かる。企業の TFP 上昇率に関しては、国内 M&A および対日 M&A の選択に有意な影響を与えていない。

表 2 を挿入

以上の結果から、外国企業は日本企業を買収する際にすでにパフォーマンスが良い企業を選択しているといえよう。従って、外資系企業の TFP が高い原因の少なくとも一部は選択効果に起因すると考えられる。対照的に、国内 M&A は救助策的な性格が強い。この現象に対する一つの解釈としては、国内 M&A は主に財務的困難を抱えた小規模な関連会社を救済するために垂直・水平系列内で行われている可能性が指摘できよう。

### 4. M&A 対象企業のパフォーマンスは改善するか

ここでは、対日 M&A と国内 M&A のターゲット企業を買収された後にパフォーマンスが改善したかどうかを分析することによって投資企業から投資先企業に技術移転が行われているか否かを検証する。次のモデルを推定する。

$$Y_{f,t+\tau} - Y_{f,t-1} = \alpha + \beta_1 \text{outinM \& ADummy}_{f,t} + \beta_2 \text{ininM \& ADummy}_{f,t} \\ + \sum_i \gamma_i X_{i,f,t-1} + \sum_j \delta_j \text{IndustryDummy}_{j,f,t} + \sum_T \theta_T \text{YearDummy}_{T,f,t} + \varepsilon_{f,t}$$

ここで、 $Y_{f,t}$  は  $t$  期の企業  $f$  のパフォーマンスである。 $Y_{f,t}$  として TFP レベルの対数値、従

<sup>3</sup> データの制約により、ある日本企業の子会社から別の日本企業の子会社へ変わった場合には国内 M&A に含まれないという問題がある。

業者数の対数値、経常利益率を用いた。M&A が行われた年を  $t$  期とした。技術移転効果が表れるにはある程度の時間が掛かる。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 年と 3 年間の効果について、それぞれ推定した。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では、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した。<sup>4</sup>

買収前後 2 年の効果に関する推定結果は表 3 に、買収前後 3 年の効果は表 4 に示したとおりである。

#### 表 3、4 を挿入

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、統計的に有意に正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 3 と表 4 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 3 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 4 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。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ある。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。

## 5 . 終わりに

以上の分析結果より、外国企業は、もともと生産性の高い日本企業を買収すること、買収後における投資先企業の生産性改善は対日 M&A の場合の方が大きいこと、等が分った。外国企業の持つ優れた技術が被買収企業に移転されることは、対日直接投資から得られる重要な利益の一つであり、われわれの結果はそのような技術移転効果の存在を示したと理

<sup>4</sup> 労働保蔵 ( labor hoarding ) とは、景気後退期にも企業は即座には従業員を解雇せず、その一方、景気回復期にはそれまで余剰であった従業員を活用するため、即座に従業員を増やすことはない、という企業の行動をさす。企業は従業員に対してトレーニングなどの形で人的投資を行っており、解雇すればそれまでの人的投資に要した費用が無駄になってしまうからである。こうして、景気後退期にも企業は過剰雇用を抱えているケースがある。

解できよう。外国企業による買収後に、雇用が増加するという結果は得られなかったものの、生産性や収益性の改善は将来の投資への誘因となり、長期的な経済成長を生み出す源泉となり得る。この意味で、外国企業による対日投資は日本の経済成長に貢献する可能性があると言えるだろう。

本稿では、対内直接投資の間接効果として、ホスト国の企業が外資系企業の活動を観察したり取引相手になったりすることによって学習し、より高い生産性を獲得するようになるというスピルオーバー効果や、外資系企業の参入によって競争が活発になり独占・寡占の弊害が解消されるという効果などについては分析の対象外とした。しかし、特にこれまで外国企業との競争から保護されてきたような産業においては、外資の参入によるこのような間接的な効果が大きいことが予想される。データの制約からサービス産業における対日投資の効果を分析した研究はほとんど存在しないが、外国との競争から保護されてきた産業はサービス産業に多く、また、近年の外資系企業の参入はサービス産業のほうが圧倒的に多い。<sup>5</sup> 今後は、サービス産業における対日投資の直接・間接の効果の検証も重要であろう。

#### 参考文献

- Bernard, Andrew B. and J. Bradford Jensen (1999) "Exceptional Exporter Performance: Cause, Effect, or Both?" *Journal of International Economics*, vol. 47, pp. 1-25.
- Hahn, Chin Hee (2004) "Exporting and Performance of Plants: Evidence from Korean Manufacturing," *NBER Working Paper*, #10208, January, National Bureau of Economic Research.
- 権赫旭・伊藤恵子・深尾京司 (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」一橋大学経済研究所 Hi-Stat プロジェクト DP シリーズ、no. 88。
- 日経リサーチ (2004) 『平成 15 年度内閣府調査：市場開放問題における対日直接投資に関する調査研究報告書』株式会社日経リサーチ、平成 16 年 3 月。
- 日本経済新聞 (2004) 「持株比率で外国人が台頭」、2004 年 5 月 7 日、日刊、日本経済新聞社。
- 深尾京司・天野倫文 (2004) 『対日直接投資と日本経済』、日本経済新聞社。

---

<sup>5</sup>日経リサーチ (2004) によれば、1996 年から 2001 年の期間における外資系事業所従業者数増加分のうち、約 84% がサービス業における増加であった。