



# 日本企業のクロスボーダー M&A の特徴と課題

中 村 文 亮

**概要** 本研究の目的は、日本企業によるクロスボーダー M&A の取引特徴を整理し、取引の成功に関わる要因を探索的なデータ分析によって明らかにすることである。昨今、クロスボーダー M&A は企業成長に欠かせない戦略手段となりつつある。しかしながら、日本企業によるクロスボーダー M&A に関する取引数、取引価格、業種、ターゲット企業の国籍などの基本的な理解は十分ではない。本研究では、1996年から2020年に公開された4,552件の日本企業によるクロスボーダー M&A を分析し、取引上の特徴およびその経時的变化を明らかにする。さらに、日本企業の最も一般的なターゲットであるアメリカ企業の M&A に焦点を当て、M&A の成否に関わる要因を探索する。

**Abstract** This paper offers an empirical description of cross-border M&A by Japanese firms and seeks to understand the factors associated with the success and failure of the deal through exploratory data analysis. In recent years, cross-border M&A has emerged as a viable method for corporate growth. However, the basic understanding of cross-border M&A by Japanese firms, such as the number of deals, deal price, industries, and target nationalities is lacking. Drawing on a dataset of 4,552 deals between 1996 and 2020, this study shows the transactional characteristics and the changes over time. In addition, I explore the variables linked to the success in cross-border M&A by focusing on the M&A for U.S. firms, which are the most popular target of Japanese firms.

**キーワード** クロスボーダー M&A (cross-border M&A), 日本企業 (Japanese firms), 取引価格 (deal price), 探索的分析 (exploratory analysis)

原稿受理日 2022年9月1日

## 1. はじめに

本研究の目的は、日本企業によるクロスボーダー M&A の基礎的な特徴を整理し、探索的なデータ分析から成否に関わる要因を明らかにすることである。昨今、クロスボーダー M&A (国際 M&A, 海外 M&A, In-Out 型) は日本企業の成長に欠かせない戦略手段となりつつある。市場、人材や技術のグローバル化が急速に進む現在において、国境を超えて他の企業が持つ資源や能力を獲得することは、企業が競争優位を維持するための重要な選択肢として認識されている。一方で、国家間の地理的距離や文化・言語の違いを超えて M&A から価値を生み出すことは困難を伴う。実際、日本企業が実施するクロスボーダー M&A の36%は取引前の計画を下回る結果であったとの報告もある (PwC アドバイザリー合同会社, 2019)。クロスボーダー M&A への高い関心は企業の経営者や M&A 担当者のみならず、政策立案者にとっても同様である。経済産業省は平成29年に「我が国企業による海外 M&A 研究会」を開催し、その報告書 (経済産業省, 2018) の中で日本企業がクロスボーダー M&A に取り組む際の指針や行動規範を示している。

しかしながら、日本企業によるクロスボーダー M&A の取引特徴や成功要因は十分に理解されていない。取引特徴とは、取引数、取引価格、業種や当事者の国籍といった基本的な情報である。これらの情報は、実務家による国際化戦略の策定の際に必要なだけでなく、政策立案者や研究者が日本企業の国際化を理解するために欠かせない知見である。また、クロスボーダー M&A の成功要因の検討についても、個別事例の調査が主であり、取引特徴の観点から定量的に探索している研究は少ない。

先行研究では日本企業のクロスボーダー M&A の特徴を整理し、成功と失敗を左右する要因を調査しているものの、いくつか問題点がある。まず1つ目は、ほとんどの先行研究では広範な企業間取引を M&A としてみなしているために、M&A の主な対象である合併<sup>(1)</sup>と買収<sup>(2)</sup>の実態が必ずしも明らかにされていない可能性がある。日本企業の M&A を研究する学術研究や政策調査では、株式会社レコフの M&A データベースを主に用いている (Taguchi & Yanagawa, 2013; Wang et al., 2020)。レコフは日本企業の M&A 動向を1996年から専門的に調査しており、提供するデータベースにおいて日本企業が関わる M&A を In-In 型 (日本企業による日本企業への M&A), In-Out 型 (日本企業による外

---

(1) 2社以上の当事者が1社に統合すること。

(2) ある企業が他の企業の50%超の株式の取得すること。

国企業への M&A)そして Out-In 型(外国企業による日本企業への M&A)の3つのマーケットに分類して整理している。彼らは自社の HP<sup>1</sup> やプレスリリースでそれぞれの種類の取引件数や金額の推移を示しており、経済産業省による報告書(経済産業省, 2018)や岡部 & 関(2006)もまた、このデータベースを用いてクロスボーダー M&A の概況を報告している。しかし、これらの調査は広義の M&A を対象としており、この対象の中には合併や買収だけでなく、営業譲渡<sup>(3)</sup>、資本参加<sup>(4)</sup> や出資拡大<sup>(5)</sup> といった必ずしも企業経営に大きな影響を与えない取引も含まれる。例えば、経済産業省(2018)では広義の M&A<sup>(6)</sup> を採用しており、2017年の M&A 件数は In-In型2,180件、In-Out型672件、Out-In型198件の合計3,050件と報告している。一方で、本研究で狭義の M&A (合併と買収のみ)を対象にレコフデータベースを用いて再集計した結果、同じく2017年の M&A 件数は In-In型848件、In-Out 型302、Out-In型76件の合計1,226件となった。つまり、先行研究が示す M&A 調査の中には実際の合併と買収が占める割合は4割ほど<sup>(7)</sup> しかない。この傾向はクロスボーダー M&A (In-Out 型)でも当てはまる。そのため、これらの調査は企業間の組織や事業活動に大きな変化を伴う合併や買収の正確な実態を反映していない可能性がある。

2つ目は、先行研究では日本企業のクロスボーダー M&A の取引特徴、特に In-In 型や Out-In 型といった他の類型との違いを十分に明らかにしていない。日本企業のクロスボーダー M&A の取引の特徴に関する調査では、上述したレコフの発表、経済産業省(2018)や岡部 & 関(2006)などのマクロ的な観点から M&A 市況の実証的記述と法制度を説明する研究群と、松本 & 三品(2018)や小久保(2014)など事例分析から探索する研究群がある。前者では、近年のクロスボーダー M&A の件数と合計金額の増加、およびその背景にある法制度の影響などのマクロ的側面の考察が主であり、クロスボーダー M&A の1件当たりの取引価格や手続き期間、買い手と売り手の業種や国籍といった取引の詳細な記述が十分ではない。また後者では、事例分析からいくつかの個別企業におけるクロスボーダー M&A の戦略的役割や活用手法を具体的に明らかにしているものの、一般的な日本企業の取引特徴の理解を深めるものではない。

---

(3) 企業の資産、従業員や商権などを譲渡すること。

(4) ある企業が他の企業の50%以下の株式の取得すること。

(5) 資本参加している企業による50%以下の株式を追加取得すること。

(6) グループ内 M&A は対象から除かれている。

(7) 他の年でも同様の傾向が見られる。2016年では広義の M&A は合計2,652件であったが、狭義の M&A では合計1,220件(46%)である。2015年では広義の M&A は合計2,428件であったが、狭義の M&A では合計1,119件(46%)である。

3つ目は、日本企業によるクロスボーダー M&A において、その成否が取引特徴の観点から十分に探索されていない点である。先行研究では個別企業の事例調査を中心に、M&A からの価値創造につながる組織内部のマネジメントを解明している（小久保，2014；松本 & 三品，2018）。これらの研究では M&A 成立前のターゲット企業が持つ補完的資源の特定、M&A 以外の代替案の検討や M&A 後の事業領域の再定義などの重要性を指摘している。一方で、基本的な取引の性質、例えばターゲット企業の業種、買い手と売り手の業種の一致、取引価格などからクロスボーダー M&A の成否を検討する研究は少ない。

このような背景から、本研究では2つのリサーチクエッションに取り組む。1つ目は、日本企業によるクロスボーダー M&A の取引上の特徴を明らかにする。ここで対象は合併と買収で構成される狭義の M&A である。レコフ M&A データベースを用いて、日本企業の M&A をマーケット別、つまり In-In 型、In-Out 型、Out-In 型の間での取引特徴の比較を実施する。そして、In-Out 型の焦点を絞り、ターゲット企業の国籍を中心として、案件数、業種や取引価格の実態を整理していく。

2つ目は、日本企業によるアメリカ企業のクロスボーダー M&A において、成否に係る取引上の特徴を明らかにする。アメリカ企業は、日本企業の最も一般的なクロスボーダー M&A の対象である。本研究では M&A 失敗の代理指標として、取引後の子会社売却に注目する。分析ではレコフ M&A データベースを用いて、1996年から2008年に公開された267件を抽出し、その後の売却の有無をニュースリリースや新聞記事等を用いて特定している。

本研究では上記2つのリサーチクエッションに取り組むことで、クロスボーダー M&A の基礎的な理解を深め、今後の発展的研究の基礎を提供する。

## 2. 日本企業のM&A概要

### 2.1. データ

本研究で扱う M&A サンプルはレコフ M&A データベースより取得している。本データベースは1996年以降の日本企業が関わる M&A を収録しているため、本研究の分析対象となる M&A は1996年から2020年に公開された取引案件である。本研究ではデータベースから企業全体を対象とした合併もしくは買収の案件を抽出し、その後に解消や削除が明記された案件は除外した。その結果、分析サンプルとなる M&A の件数は In-In型16,311件、In-Out型4,552件、Out-In型1,680件となり、合計22,543件となった。以下では、日本

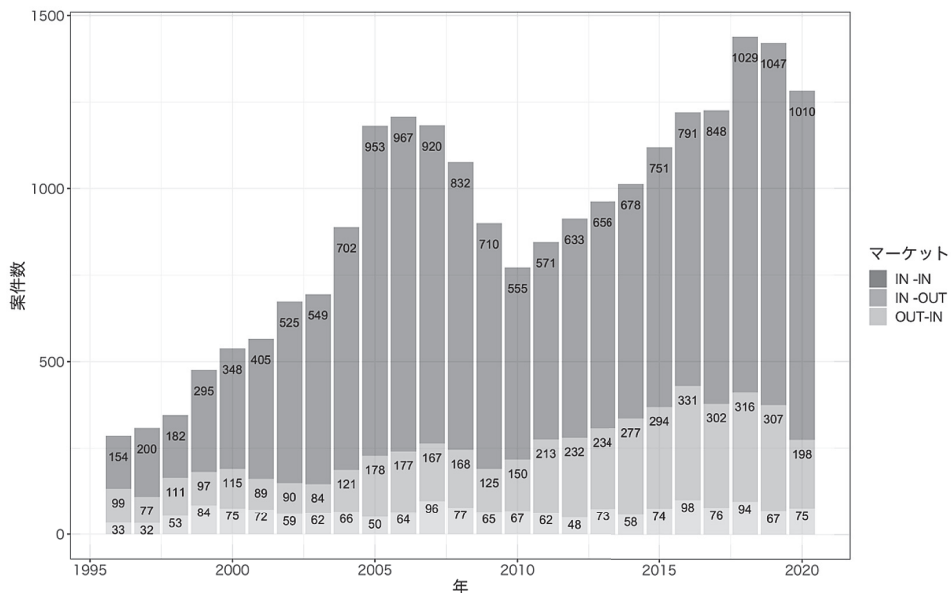
企業に関わる M&A の全体像を俯瞰し、マーケット別の比較からクロスボーダー M&A の特徴を明らかにする。

## 2.2. マーケット別の比較：件数

図1ではマーケット別の件数の推移を示している。まず、図1からは日本企業に関わる M&A は増加傾向にあることが伺える。データで遡れる最も古い1996年の時点では286件であったが、その後は増加して2006年には1,208件まで拡大している。しかし、翌年からは減少に転じ、2008年に発生した世界金融危機の影響からか2010年には772件まで減少した。2011年からは増加基調となり2018年にはピークの1,439件にまで達している。

次にマーケット別に検討する。日本企業に関わる M&A は In-In 型が全体の70～80%を占め、次に In-Out 型が15～20%、そして Out-In 型が5～15%を占める構成となっている。それぞれの件数の推移に注目すると、In-In 型と In-Out 型が増加傾向にあるものの、Out-In 型の件数は観測期間の中では大きく変動せずに一定で推移している。In-In 型では2000年に348件だったが、2020年では1,010件とおよそ3倍もの増加となっている。In-Out 型も同様に2000年の115件から、2019年には307件と大きく伸びている。2020年は covid-19のパンデミックの影響からか198件にとどまる結果となっているが、全体として

図1 M&A のマーケット別の件数推移



出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

増加基調にあることがわかる。これらの結果から、日本企業は M&A を以前よりも積極的に企業成長のための戦略的手段として利用している実態が伺える。

一方で、興味深いことに Out-In 型の件数は2000年代を通じてほとんど変化せず、70～80件前後で推移している。ここからは、日本企業の国内や国外への旺盛な M&A 意欲とは対照的に、海外企業の日本企業に対する獲得意欲は低く、日本企業は海外からの魅力的な投資対象とはなっていないことが伺える。

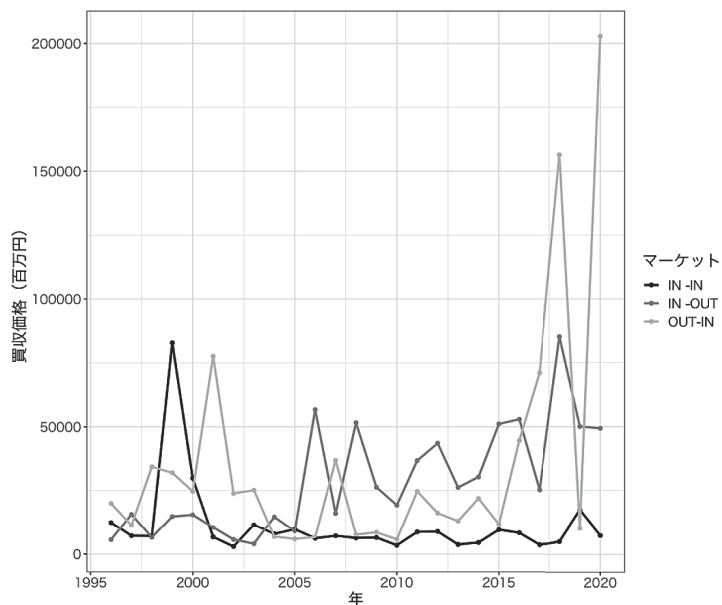
### 2.3. マーケット別の比較：取引価格

次にマーケット別の取引価格の推移に注目する。図2はマーケット別の M&A 1件当たりの取引価格の平均値、図3では中央値の推移を示している。In-In 型の取引価格の平均値は2000年代にかけて大きな変化はなく、およそ50～100億円の範囲を維持している。例えば、2000年では299億円を記録したが、翌年の2001年は66億円、2005年97億円、2010年34億円、2015年95億円、2020年74億円とほとんど横ばいになっている。この傾向は中央値の場合でも同様に伺える。図3に注目すると、In-In 型は2001年5.9億円、2005年4.4億円、2010年2.9億円、2015年4.4億円そして2020年では6.5億円となっている。これらの中央値の値は平均値と大きく乖離することから、いくつかの大型 M&A が全体の取引価格の平均を押し上げている実態が伺えるものの、やはり2000年代を通じて取引価格の大きな変化は見られないという点は共通した特徴である。

次に In-Out 型のクロスボーダー M&A に注目する。図2と図3からは、In-Out 型の取引価格が年々上昇傾向にあることが伺える。平均値を示した図2によると、In-Out 型の取引価格は2000年155億円、2003年40億円そして2005年90億円と2005年までは大きな変化はないものの、それ以降は2010年192億円、2015年511億円そして2020年493億円と大きく上昇している。この傾向は中央値（図3）の場合でも観察でき、2000年17億円、2005年25億円、2010年34億円、2015年50億円、2020年47億円と、取引価格が年々高くなる傾向にある。

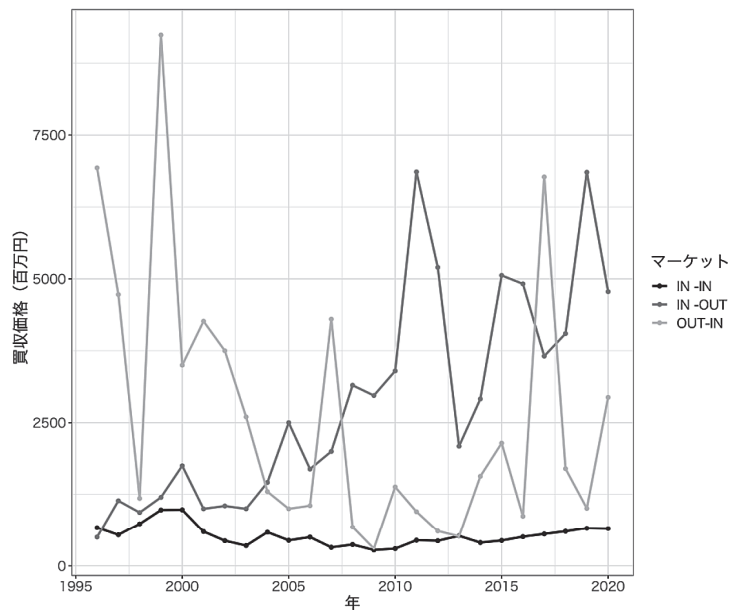
最後に Out-In 型を検討する。Out-In 型の取引価格は年毎の変化が大きく、明確な傾向を読み取ることが難しい。この背景には、取引件数の少なさと大型 M&A の発生が影響していると考えられる。ただし、概ね Out-In 型の取引価格は2003年までは他の型よりも高い水準で推移するもののその後減少し、2015年から上昇傾向にあることが読み取れる。平均値に注目すると、2000年247億円、2003年251億円と他の型より高い水準であるものの、それ以降は2005年58億円、2010年57億円、2015年118億円と以前よりも低く推移

図2 M&A のマーケット別の取引価格の平均値推移



出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

図3 M&A のマーケット別の取引価格の中央値推移



出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

する。その後、2018年1,564億円、2020年2,028億円と急激に上昇した年もあるが、2019年は103億円を記録するといったように年毎の変動が大きい。このような Out-In 型の取引価格の変化は中央値の場合でも同様に観測できる。

#### 2.4. マーケット別の比較：業種

次にマーケット別の買い手と売り手の業種について検討する。表1は全期間を通じたマーケット毎での M&A 件数が多い買収企業の上位5業種<sup>(8)</sup>を示している<sup>(9)</sup>。

表1からは、In-In 型ではサービスとソフト・情報の業界の企業が合わせて全体の3割を占めていることがわかる。一方で In-Out 型では2位にサービス業が入るものの、その他は1位電機、3位ソフト・情報、4位化学そして5位機械となり、技術系企業がクロスボーダー M&A の主体であることが伺える。また、Out-In 型ではその他金融（リースや証券）が1位の19.6%となり、2位に電機が続いている。つまり、海外の金融企業が日本企業の主な買い手となっている。

表1 マーケット別の件数上位5業種（買収企業）

マーケット	買収企業の業種	件数	割合 (%)
In-In	サービス	2532	15.5
	ソフト・情報	2128	13.0
	その他販売・卸売	1457	8.9
	その他小売	1045	6.4
	その他金融	1022	6.3
In-Out	電機	506	11.1
	サービス	501	11.0
	ソフト・情報	426	9.4
	化学	349	7.7
	機械	309	6.8
Out-In	その他金融	329	19.6
	電機	197	11.7
	サービス	158	9.4
	ソフト・情報	108	6.4
	その他販売・卸売	95	5.7

出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

(8) この業種区分はレコフ M&A データベースの独自区分をもとにしている。詳しくはデータの見方 <https://madb.recofdata.co.jp/help/index.html> を参照。

(9) 表1と2で示した買収企業とターゲット企業の業種の分布は、2010年以降の案件に限定した場合であってもほとんど変わらなかった。



日本企業のクロスボーダー M&A の特徴と課題（中村）

次にターゲット企業の業種について整理した表 2 に注目する。In-In 型は買収企業の場合と同じく 1 位サービスと 2 位ソフト・情報となり、この 2 業種が全体の約 3 割を占める結果となった。In-Out 型では、2 位ソフト・情報、4 位電機そして 5 位化学と技術系の業種が名を連ねる一方で、1 位サービス業と 3 位その他販売・卸売と一般消費者に近い業種も対象となっていることがわかる。つまり、日本企業は技術と市場を獲得するためにクロスボーダー M&A をしていることが伺える。Out-In 型も同様に、海外企業による日本企業の技術と市場の獲得が中心であることが伺える。Out-In 型では 1 位電機、3 位ソフト・情報そして 5 位化学といった技術系の業界が上位を占めている一方で、2 位サービスと 4 位その他販売・卸売のように日本市場への進出を目指したと思われる取引も多い。

このように、クロスボーダー M&A の主な目的は技術と市場の獲得であることが伺える。ただし、In-Out 型の買収企業は技術系企業が多い一方で、Out-In 型では金融企業が中心である。つまり、日本企業のクロスボーダー M&A は技術的シナジーや販路拡大が主な背景であると考えられる。他方、海外企業による日本企業への M&A では財務面の支援や経営体制の改善を通じて、ターゲット企業の技術力強化や販路拡大を意図していることが考えられる。

表 2 マーケット別の件数上位 5 業種（ターゲット企業）

マーケット	買収企業の業種	件数	割合 (%)
In-In	サービス	2748	16.8
	ソフト・情報	2231	13.7
	その他販売・卸売	1349	8.3
	その他小売	1230	7.5
	不動産・ホテル	744	4.6
In-Out	サービス	635	13.9
	ソフト・情報	594	13.0
	その他販売・卸売	384	8.4
	電機	347	7.6
	化学	298	6.5
Out-In	電機	190	11.3
	サービス	161	9.6
	ソフト・情報	152	9.0
	その他販売・卸売	133	7.9
	化学	98	5.8

出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

## 2.5. M&A 公開から完了までの手続き期間

マーケット比較の最後に、M&A の手続き期間に焦点を当てる。ここでいう手続き期間とは、M&A が公開されてから取引が完了するまでの期間を指す。M&A の手続き開始が発表されたとしても、価格や条件面での最終条件交渉や独占禁止法を中心とする法規制によって取引が完了するまでには多くの障壁がある。企業間や法規制担当者との長期に及ぶ交渉の結果、最終締結にはたどり着かない M&A も多い<sup>(10)</sup>。個別企業のレベルでは、手続き期間が短い企業ほど M&A の遂行能力が高いとみなされる。ここでは、図4にて日本企業が関わる M&A 全体の手続き期間の平均値を、そして図5にてマーケット別での推移をそれぞれ示している。なお、図4, 5では M&A の完了のタイミングを観測するために2018年までに公開された M&A を対象としている。

まず、すべての M&A の手続き期間の推移を図4にもとづいて見ていく。全期間を通じた平均日数は43日であった。各年の推移に注目すると、2000年を境にして手続き期間が大幅に短縮されており、その後も年々短縮傾向にあることがわかる。2000年までは1996年126日、1998年117日、2000年132日と100日以上を要していたが、2001年以降は大幅に短縮され2001年57日、2005年37日、2010年41日そして2015年35日となっている。

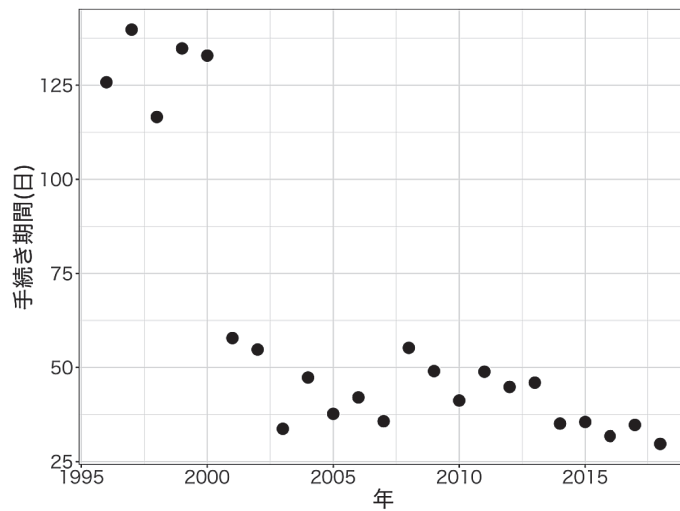
次に図5にてマーケット別の推移を確認する。各マーケットの全期間平均は In-In型43日、In -Out型45日、そして Out-In 型が45日で大きな違いはない。しかし、In-In 型は2000年を境に大幅な期間の短縮を示している一方で、In-Out 型や Out-In 型ではそのような変化は見られずに安定して推移している。ここからは In-In 型の M&A を取り巻く何らかの規制変更の存在が伺える。実際、1990年代の後半に日本において M&A に関する法制度の改正が行われている。例えば、1997年の独占禁止法改正により持株会社が解禁され、1999年に施行された商法によって株式交換および株式移転制度が導入された（蟻川 & 宮島、2006）。特に、この1999年の商法改正によって株主総会の特別決議があれば、少数株主の強制的な排除が可能になり、また現金だけでなく親会社の株式を利用した M&A もできるようになった。これらの法規制改革が2000年以降の In-In 型 M&A の手続き期間の短縮に貢献した可能性がある。その後の2000年代全体でも手続き期間は年々短縮され、2018年には29日となった。

また、In-Out 型は2004年までは年々期間が短くなり、その後は一転して期間が拡大す

(10) 例えば NVIDIA によるソフトバンクグループの Arm に対する M&A 契約の解消事例がある。本件では欧米における法規制により、最終的な合意に達しなかった。https://group.softbank/news/press/20220208（最終アクセス2022年8月24日）

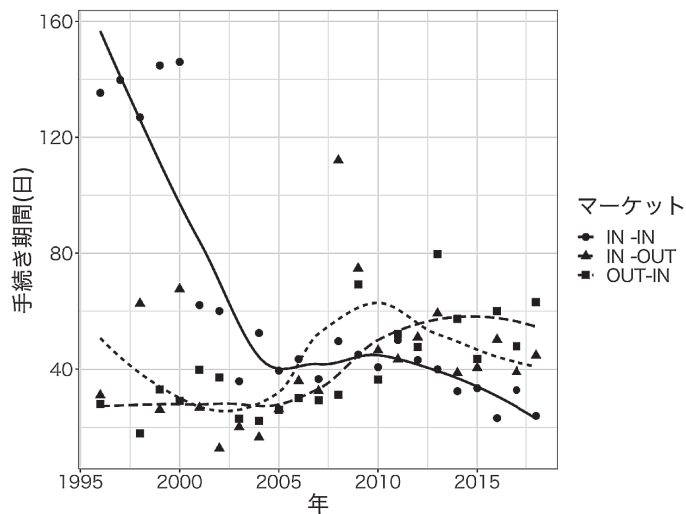
るが、2010年以降は緩やかな短縮傾向を示している。他方で、Out-In 型の手続き期間は2005年までは比較的安定して20~40日程度で推移してきたが、その後は段階的に期間が伸び60~80日ほど要するようになっている。

図4 手続き期間の平均値の推移



出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

図5 マーケット別の手続き期間の平均値の推移



出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

## 2.6. 小 括

マーケット別の比較から得られた発見事項を整理する。まず In-In 型に関して、件数は増加傾向が続いているが、1 件あたりの取引価格は20年以上も大きく変わっていない。買収企業とターゲット企業ともにサービス業が多く、手続き期間は2000年を境に大きく短縮し、その後も年々短くなっている。つまり、日本企業間の M&A は短期間で取引が完了するようになり、サービス業を中心に広く普及しつつあるものの、その多くは中小規模の案件であることが伺える。

In-Out 型は M&A の手続き期間は大きく変わらないものの、件数は増加しており、取引価格も上昇傾向にある。買収企業とターゲット企業の双方の業種で電機、ソフト・情報や化学などの技術系企業が多く占める。このことから、日本企業のクロスボーダー M&A は技術獲得志向の案件が中心である。そして、個々の M&A への投資負担が年々大きくなるものの、日本企業は積極的な海外進出を目指していることが伺える。この投資リスクの高まりをふまえると、日本企業はクロスボーダー M&A の成功確率を高めるためのマネジメント能力を身に着けることがより一層必要になることが示唆される。

Out-In 型は1996年から2020年に至るまで年間およそ70～80件程度で推移しており、他の型と比べて件数の増加傾向が見られない。取引価格は2015年以降に若干の上昇傾向が見られるものの、案件数が限られることから大型 M&A の有無によって年毎に大きく変動する。ただし、取引価格の中央値からは、Out-In 型の対象となる日本企業の価格は、In-Out 型の対象となる海外企業と比較して小さい傾向にある。また、業種構成は買収企業の多くが金融業を占め、彼らのターゲットには技術系企業が多い。つまり、海外企業の日本企業への M&A は技術獲得や販売網の拡大といったシナジー成果の創出が目的ではなく、日本企業の割安な経営権の獲得にあると考えられる。

## 3. クロスボーダーM&Aの分析

### 3.1. ターゲット企業の国籍

次に In-Out 型の取引特徴を詳しく検討する。表3は日本企業の In-Out 型 M&A におけるターゲット企業の国籍別件数の推移である。この表は全期間を通じて100回以上ターゲットとなった企業の国籍を抽出しており、100回未満の国はその他としてカウントしている。

この表からは、アメリカ企業が日本企業の最も一般的なターゲットであり、全 In-Out

型 M&A の中でおよそ29% (1344/4552) を占めていることがわかる。2 番目がイギリス企業の約 8% (369/4552), 3 番目が中国企業の約 5% (239/4552) であった。

ただし、経時的な変化に注目するとターゲット企業の多国籍化が見て取れる。アメリカ企業が各期間の全 In-Out 型 M&A に占める割合は33% (1996~2000年), 31% (2001~2005年), 36% (2006年~2010年), 26% (2011~2015年), 26% (2016~2020年) と、ここ10年は減少傾向にある。この傾向はイギリスと中国企業にも当てはまる。イギリス企業の場合も 1996~2000年では全体の10%を占めていたが、2016~2020年では 8% にまで低下している。中国企業も同様に 5% から 3% にまで低下している。

一方で、最近ではシンガポール、オーストラリアやインドの企業が In-Out 型 M&A に占める割合が急速に高まりつつある。シンガポール企業の伸びは著しく、1996~2020年では11件しかなかったが、2016~2020年では91件とおおよそ 8 倍にまで拡大している。同様に、オーストラリアやインド企業の場合でもそれぞれ7.7倍と7.5倍ほどに増加している。これら 3 カ国は2016~2020年の期間では中国企業の件数を上回っている。

また、その他に分類される国々が占める割合の増加率も顕著である。その他の国々が In-Out 型 M&A に占める割合は全期間では28%だが、各期間の推移に注目すると24% (1996~2000年), 21% (2001~2005年), 22% (2006年~2010年), 34% (2011~2015年),

表 3 ターゲット企業の国籍別件数

国籍 \ 期間	1996~2000	2001~2005	2006~2010	2011~2015	2016~2020	1996~2020
アメリカ	165	176	284	330	389	1,344
イギリス	52	53	71	79	114	369
中国	24	57	50	58	50	239
ドイツ	24	24	41	64	82	235
シンガポール	11	13	20	52	91	187
フランス	16	31	35	38	49	169
韓国	21	36	29	39	28	153
オーストラリア	9	8	21	44	70	152
タイ	39	15	16	43	33	146
インド	7	6	18	55	53	139
台湾	11	20	24	20	28	103
その他	120	123	178	428	467	1316
全ての国々	499	562	787	1250	1,454	4,552

※ 1996年~2020年で合計100回以上のターゲットとなった国を抽出。

出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

32% (2016～2020年) と、ここ10年は上昇傾向にあることがわかる。

以上の整理から、日本企業のターゲットは過去から現在にかけてアメリカ企業を中心ではあるものの、最近では多国籍化の傾向にあることが伺える。多国籍化の中心を担っているのはシンガポール、オーストラリアそしてインドを中心とするアジア・オセアニア地域の国々であり、グローバル展開を志す日本企業はこれらの国々の市場や労働環境の理解がより一層必要になることが予想される。

### 3.2. ターゲット企業の国籍と業種

次に、ターゲット企業の国籍別の業種構成に注目していく。表4～6では、日本企業の主なターゲットであるアメリカ、イギリスと中国企業のM&Aにおいて、件数が多い上位5業種を抽出している。これら3カ国の業種構成を検討した場合でも、In-Out型全体で示した傾向と同様に、1位と2位にはサービスとソフト・情報の業種が位置しており、全体として技術系の業種が上位となる傾向であった。つまり、アメリカ、イギリスそして中国の企業へのM&Aに注目した場合であっても、日本企業は技術系企業を対象にM&Aを展開していることがわかる。

表4 アメリカ企業における件数上位5業種

ターゲット企業の業種	件数	割合 (%)
ソフト・情報	207	15.4
サービス	168	12.5
電機	111	8.3
その他販売・卸	88	6.5
医薬品	83	6.2

出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

表5 イギリス企業における件数上位5業種

ターゲット企業の業種	件数	割合 (%)
サービス	74	20.1
ソフト・情報	46	12.5
その他販売・卸	27	7.3
電機	21	5.7
化学	19	5.1

出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

表 6 中国企業における件数上位 5 業種

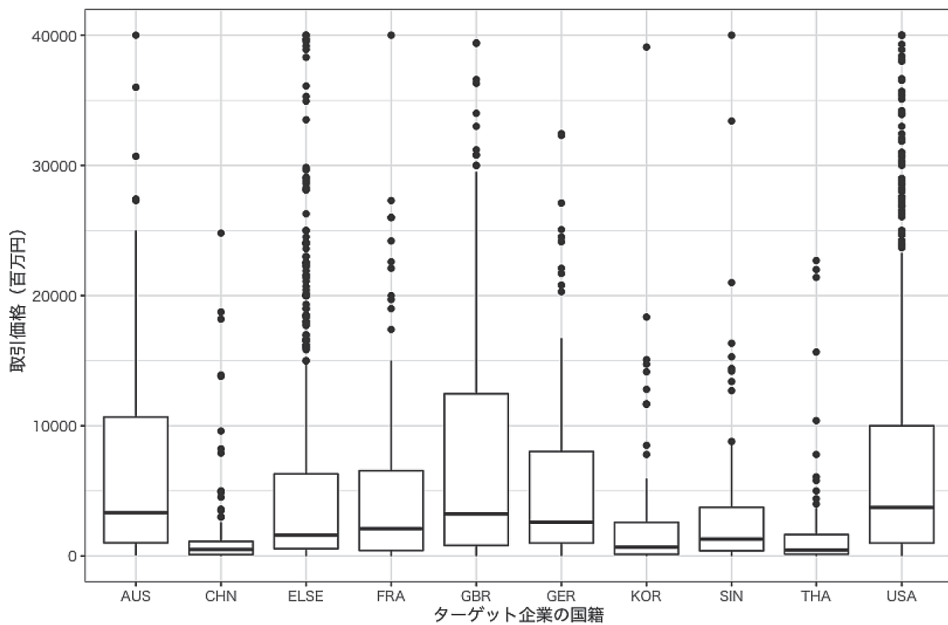
ターゲット企業の業種	件数	割合 (%)
サービス	40	16.7
ソフト・情報	30	12.6
電機	21	8.8
機械	19	7.9
化学	16	6.7

出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

### 3.3. ターゲット企業の国籍と取引価格

ここではターゲット企業の国籍と取引価格の関係を検討する。図 6 は全期間を通じたターゲット企業の国籍毎の取引価格を示している。各国の中央値に注目すると、取引価格の高い国は、アメリカ (60億円)、イギリス (57億円) そしてオーストラリア (54億円) であった。一方で取引価格の低い国は中国 (5 億円)、タイ (5 億円) そして韓国 (6.8億円) であり、アジアの国々が多い。

図 6 ターゲット企業の国籍毎の取引価格の比較



出典：レコフ M&A データベースより著者作成。

日本企業の主なターゲットであるアメリカ、イギリスそして中国の企業に注目すると、各国間で取引価格に大きな違いがある。中国企業の価格は、アメリカ・イギリス企業の場合と比べると十分の一ほどに過ぎない。すでに確認したように、日本企業はアメリカ、イギリスそして中国で共通して技術系企業を積極的に M&A をしている。アメリカ・イギリス企業と中国企業との間では取引価格に大きな差があることから、同じ技術獲得型の M&A であっても購入する技術の分野、応用先や複雑性といった技術の性質は異なることが予想される。

#### 3.4. 小 括

ここでは日本企業のクロスボーダー M&A の取引特徴についてまとめる。2000年代前半までは、日本企業の M&A のターゲットは、アメリカ、イギリスそして中国の企業が中心であり、これらの3カ国で全案件の半分以上を占めていた。しかしながら、最近ではこれら3カ国の M&A が全体に占める割合が減少し、シンガポール、オーストラリアやインドなどのアジア・オセアニア地域の国々の割合が増加している。また、今まで日本企業がターゲットとして選択してこなかった国や地域の企業への M&A も増えつつある。つまり、日本企業はよりグローバルな視野でターゲット企業を選択しつつあることが伺える。

さらに、アメリカ、イギリスそして中国企業を対象にした業種構成に注目したところ、共通して技術系の業種が多く占める傾向にあった。ただし、アメリカとイギリス、そして中国の企業との間で取引価格は大きく異なることから、獲得対象となる技術の性質や領域には違いがあると思われる。

### 4. 日本企業によるアメリカ企業へのクロスボーダー M&A の分析

最後に、日本企業の最も中心的なターゲットであるアメリカ企業の M&A を対象に、その成否に関わる要因を取引特徴の観点から分析する。M&A の成否の判断として、M&A 後の売却の有無に注目する。M&A 実施後に売却を行った場合、その M&A は期待された財務的成果やシナジー成果の創出に失敗したと考えることができる (Meschi et al., 2018; Nadolska & Barkema, 2007)。実際に、売却は M&A 後の事業の伸び悩みや売上高の低迷と関わりがあると報告されている (Nadolska & Barkema, 2007)。

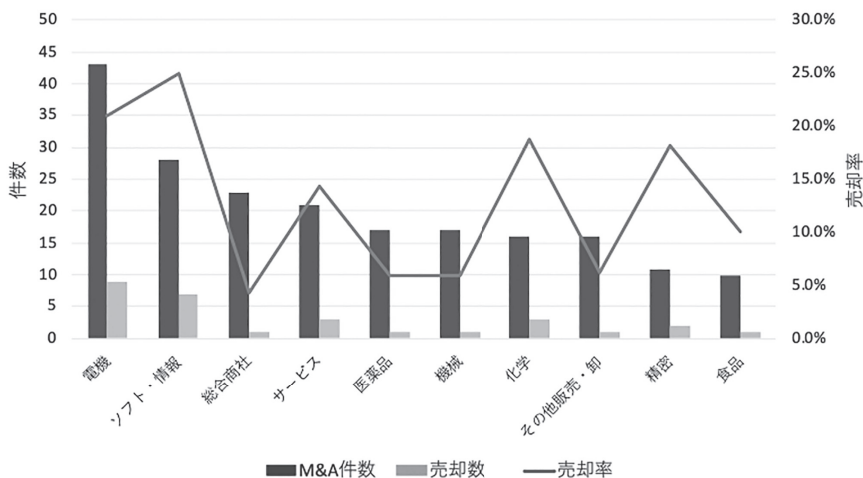
本分析では、1996～2008年までに公開されたアメリカ企業に対する267件の M&A を扱



う。この期間は M&A の公開から完了、そしてその後の売却の有無を十分に観測するために設定している。売却の有無は、レコフ M&A データベース、ニュースリリースそして新聞記事等を用いて調査した。結果、売却に至った案件は38件（売却率14.2%）であった。公開から売却までの期間の平均値は7.18年，中央値は5.5年，最大17年そして最小2年であった。Meschi et al. (2018) では1988～2008年に実施されたフランス企業によるアメリカ企業への M&A とその後の売却を調査し，売却率が33.6%（42/125）であったと報告している。若干の期間の違いはあるものの，本研究の場合は売却率が14.2%であったことから，日本企業のアメリカ企業への M&A における売却率は決して高いわけではないことがわかる。ただし，Meschi et al. (2018) で扱った125件は M&A 前に提携を行っていた案件に限っているため，解釈には注意を要する。

まず，業種毎の売却傾向について検討する。図7では，買収企業の業種において M&A 件数が上位となる10業種を抽出し，それぞれの売却数と業種毎の売却率を示している。まず，売却率が高い業種はソフト・情報（25%），電機（20%），化学（18.8%）であり，売却率が低い業種は総合商社（4.3%），医薬品（5.9%），機械（5.9%）であった。買収企業の業種の中でもっとも件数が多いのが電機の43件であり，次いでソフト・情報の28件となる。ここからは，アメリカ企業の M&A に積極的に取り組む両業種ほど，他と比べて高い売却率を示していることがわかる。一方で，総合商社は電機とソフト・情報に次ぐ23件の M&A を実施しているが，売却率は低い。つまり，単純に件数が多いほど売却率が高くな

図7 買収企業の業種毎の売却数と割合



※対象は M&A 件数が上位10業種

出典：著者作成。

るわけではない。他に売却率が高い傾向にある業種は化学（18.8%）と精密（18.2%）であり、やはりこれらの業種は他と比較して件数はさほど多くはない。すなわち、電機やソフト・情報に代表される技術系企業による M&A ほど、高い売却率を示していることがわかる。

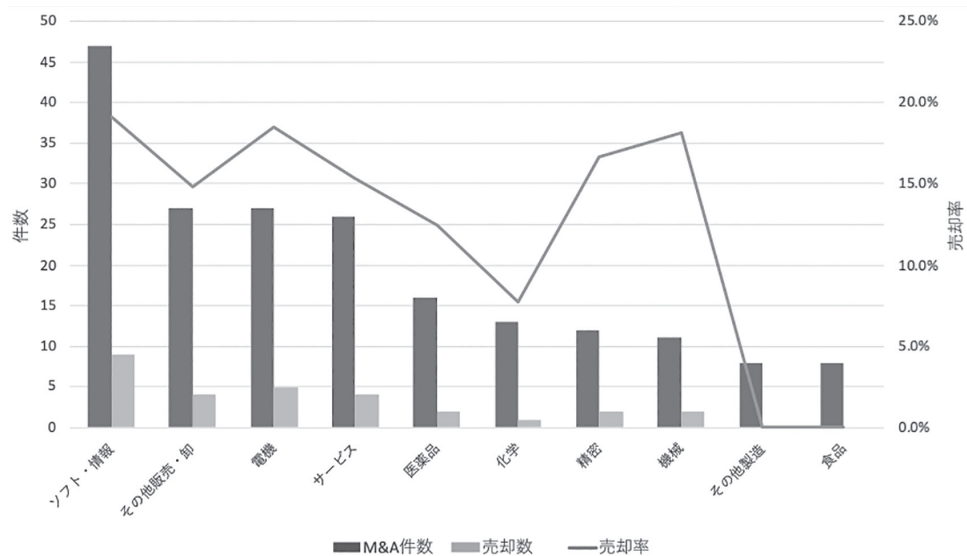
図8ではターゲット企業の業種と売却率を示している。売却率が高い業種は、ソフト・情報（19.1%）、電機（18.5%）、機械（18.2%）であった。ターゲット企業の場合でも同様に、ソフト・情報と電機業界の M&A の売却率が他の業種より高くなる傾向にあることがわかる。売却率が低い業種に関しては、その他製造と食品はともに0%であるが、両業種ともに8件しかない。M&Aを10件以上実施し、売却率が全体平均よりも低い業種を挙げると医薬品（12.5%）と化学（7.7%）となった。

以上の分析からは、いわゆるハイテク産業の企業が当事者となる M&A は売却率が高く、思うような成果を出せていないことが伺える。ハイテク企業の M&A では取引前の資産評価が困難であるために、技術的シナジー創出の失敗や高値掴みに陥った可能性がある。しかし、同様にハイテク産業に位置する医薬品企業の M & A は他の業種よりも低い売却率を示している。ここからは、M&A 後の売却行動は技術的要因だけでは十分に説明できず、業界の特殊性や法規制などに左右されている可能性がある。

次に M&A 後にターゲット企業を保持したグループ（以下、保持グループ）と売却したグループ（以下、売却グループ）間で、どのような取引特徴の違いがあるのか比較する（表7）。ここでは、取引価格、買収企業の上場の有無そして買収企業とターゲット企業間の業種の一致に注目する。まず、取引価格に関しては、ターゲット企業を高値つかみしてしまうと、それに見合った投資成果を回収できない可能性が高まり、結果として売却を選択しやすくなると予想される。取引価格は全体平均が30億円ほどであり、保持グループが29億円、売却グループが33億円となった。売却グループの方が取引価格は若干高めとなるが、t検定では有意な差は検出されなかった。次に買収企業の上場の有無に注目する。買収企業が上場企業である場合は多くの株主からの強い監視があることから、M&A に対して慎重な調査・交渉に取り組むことで売却率が低下することが予想される。各グループに上場企業が占める割合を比較した結果、保持グループでは58.5%、売却グループでは63.1%となり、売却グループの方が高い値を示した。予想に反して、上場企業の方が売却しやすい傾向が伺えるが、 $\chi^2$ 検定による両者の比較では有意な差とはなっていない。最後に、買収企業とターゲット企業の業種の一致に注目する。M&A の当事者同士が同じ業種である場合、両者は技術や市場への共通理解を背景として交渉段階のコミュニケー

ションや取引後のシナジー創造に上手く取り組むことができると予想される。つまり、業種が一致している場合、売却率が低下することが想定される。表7でそれぞれのグループに占める業種が一致している件数の割合に注目すると、保持グループでは56.7%であり、売却グループの50%を上回っていた。業種が一致している場合の方が M&A 後に保持されやすい傾向が伺えるが、両者の間には統計上有意な差はなかった。以上の比較からは、売却行動を説明できる明らかな取引上の特徴は発見できなかった。つまり、M&A の成否には取引の外形上の要因よりも、取引後の組織マネジメント（PMI: postmerger integration）や買収企業に固有に蓄積される経験やスキルなどに左右される可能性がある。

図8 ターゲット企業の業種毎の売却数と割合



※対象は M&A 件数が上位10業種  
出典：著者作成。

表7 保持グループと売却グループの比較

ターゲット企業の業種	全体 (n= 267)	保持グループ (n= 229)	売却グループ (n=38)
平均取引価格（単位百万円）	30,618	29,988	33,970
買収企業の上場企業数（各グループ内で占める割合）	158(59.1%)	134(58.5%)	24(63.1%)
買収企業とターゲット企業の業種の一致件数（グループ内割合）	149(55.8)	130(56.7%)	19(50%)

※取引価格はt検定、買収企業の上場企業数および業種の一致度は $\chi^2$ 乗検定で比較したものの統計上有意な差は検出されなかった。  
出典：著者作成。

#### 4.1. 小 括

ここでは1996～2008年に公開された日本企業によるアメリカ企業への267件のM&Aを対象に、その後の売却の有無に影響を与える要因を探索した。業種毎の違いに注目すると、ソフト・情報と電機業界が当事者となるM&Aは全体の中で多くの割合を占めており、売却率は他の業種よりも高い傾向にあった。この背景として、M&A件数の多さや技術の高度化にあるとは言い難く、業界特有の取引慣行や法制度などに起因している可能性がある。また分析では、ターゲット企業を保持しているグループと売却したグループに分けて取引上の特徴比較を実施した。しかし、取引価格、買収企業の上場の有無や当事者間の業種の一致について検討したものの、グループ間で明らかな違いは発見できなかった。ここからはクロスボーダーM&Aの成功要因の解明のためには、買収企業が培ってきた経験や能力、もしくはM&A後の組織統合プロセスに注目した分析の必要性が示唆される。

### 5. ディスカッション

最後に今までの分析結果を整理し、日本企業のクロスボーダーM&Aにおける課題を考察する。

クロスボーダーM&Aの全体的な取引価格は上昇傾向にあり、大型案件が増加しつつある。この変化は日本企業にとってクロスボーダーM&Aが大きなりスクを伴う戦略的行動となりつつあることを意味している。M&Aに成功すればシナジー成果を得られるものの、失敗した時は今まで以上に大きな負担となることを日本企業の経営者は認識しなければならない。

また、最近ではターゲット企業が多国籍化しつつある。従来は、アメリカ、イギリスそして中国が主なターゲットであったが、最近ではシンガポール、オーストラリアやインドなどのアジア・オセアニア地域の企業に対するM&Aが増加傾向にある。さらに、日本企業が過去にターゲットにしてこなかった新しい国や地域でのM&Aも増加している。したがって、グローバル展開を志す日本企業は今まで以上に多様な国や地域の文化や商習慣を理解していく必要がある。

ただし、依然として日本企業の主なターゲットはアメリカ企業であり、その中でもソフト・情報や電機業界の企業が多い。しかし、この両業種におけるM&Aの売却率は他の業種よりも高い傾向にあり、M&Aの売却率を押し上げる要因となっている。つまり、買

取企業やターゲット企業がソフト・情報と電機の業界に位置する場合は、売却に陥るリスクが高くなるために、M&A に関わる事前の調査、交渉や組織統合は慎重に進める必要がある。

本研究の課題として、日本企業によるアメリカ企業の M&A 後の売却行動に対して、取引における外形的な特徴からは十分な説明ができなかった点が挙げられる。今後の研究では、M&A 後の組織統合マネジメントや買収企業の固有の組織能力に注目し、M&A 前後の組織内部の状況を詳細に分析していく必要がある。特に、クロスボーダー M&A における組織統合マネジメントに関する議論はより深めていくべきであろう。例えば Reus et al. (2016) では、クロスボーダー M&A 後の買収企業とターゲット企業間の知識移転に注目し、M&A の成果との関係を分析している。彼らは、買収企業からターゲット企業に対する N-LSKT (Non-location-specific knowledge transfer: 地理的に制限されない、経営慣行、製品・プロセスの設計や研究開発の専門知識などの企業固有の知識の移転) は、ターゲット企業の組織能力の破壊につながるために通常は悪影響を及ぼすものの、N-LSKT を極端に実施した場合では正の影響が出るという複雑な関係を報告している。この研究からは、M&A 後の組織統合マネジメントにおいて親会社による海外子会社への統制の強さが M&A の成否を左右することを示唆している。今後、日本企業のクロスボーダー M&A の調査にあたっては、進出先の国や地域と企業の特徴の双方の関わり合いに注目し、組織統合プロセスを明らかにしていく必要がある。

## 謝 辞

本研究は、独立行政法人日本学術振興会の科研費 20K22111 の助成を受けたものです。

## 参 考 文 献

- Meschi, P.-X., Metais, E., & Shimizu, K. (2018). Does a Prior Alliance with the Target Affect Acquisition Performance? The Dangers of a Honeymoon before Marriage. *European Management Review*, 15(3), 427-444.
- Nadolska, A., & Barkema, H. G. (2007). Learning to internationalise: The pace and success of foreign acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 38, 1170-1186.
- PwC アドバイザリー合同会社. (2019). *M&A 実態調査 2019*クロスボーダー M&A におけるシナジーの発言に向けて.
- Reus, T. H., Lamont, B. T., & Ellis, K. M. (2016). A darker side of knowledge transfer following international acquisitions. *Strategic Management Journal*, 37(5), 932-944.
- Taguchi, H., & Yanagawa, T. (2013). The dynamic impacts of M&A on employment in Japan. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 511-533.

- Wang, I. K., Bendell, B. L., Kubo, R., & Leo, E. (2020) . The interdependency of cash flow rights and voting rights on post-acquisition value. *Asia Pacific Management Review*, 25(3), 177-187.
- 小久保欣哉. (2014). 日本の製薬企業によるクロスボーダー M&A—武田薬品工業を事例に—. *国際ビジネス研究*, 6(2), 93-104.
- 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 — 経営の安定化と効率化に関する実証分析 —. *総合政策学ワーキングペーパーシリーズ*, 107.
- 松本茂, & 三品和広. (2018). 海外 M&A による相乗効果創出の機構. *国民経済雑誌*, 217(2), 23-38.
- 経済産業省. (2018). 「我が国企業による海外 M & A 研究会」報告書. 我が国企業による海外 M & A 研究会.
- 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. *RIETI Discussion Paper Series06-J-034*.

---

1 マールオンライン「グラフで見る M&A 動向」  
[https://www.marr.jp/menu/ma\\_statistics/ma\\_graphdemiru/entry/35326](https://www.marr.jp/menu/ma_statistics/ma_graphdemiru/entry/35326) (最終アクセス  
2022年 8 月16日)