

在外研究レポート

— エディス・コーワン大学 (オーストラリア) —

中京大学経営学部教授 矢部 謙介

Sabbatical Report

Edith Cowan University (Australia)

Yabe, Kensuke (Professor, Chukyo University)

キーワード 在外研究, オーストラリア, 利益調整, クロスボーダー M&A, 株価反応

1. はじめに

本稿は、筆者が2015年8月28日より2016年8月28日までの1年間、オーストラリア西オーストラリア州はパースにあるエディス・コーワン大学（以下、Edith Cowan University）に在外研究員として滞在した際の研究経過について報告するものである。

本稿においては、まずEdith Cowan Universityの概要について第2節において簡単に触れた後、筆者のEdith Cowan Universityにおける研究について述べる。研究については、主にこれまで進めてきた研究成果をEdith Cowan Universityにて報告したセミナーに関する事項（第3節）と、Edith Cowan University滞在中に進めた実証研究に関する事項（第4節）に分けて記載する。

2. Edith Cowan Universityの概要¹

先に述べたとおり、Edith Cowan Univer-

sityはオーストラリア西オーストラリア州パースにある公立大学である。大学の名称は、2016年現在使用されている50ドル札の裏面に描かれている、オーストラリア議会初の女性議員であるEdith Cowanにちなんで名づけられたものである。ジュンダラップにあるキャンパス内には、Edith Cowanの生家が移設され、その様子を見ることができるようになっている（図表1）。

Edith Cowan Universityに在籍する学生数は2015年現在で約27,500名である。そのうち約4,370名は海外からの留学生であり、その出身国数は101ヶ国に上る。教員数は全体で658名となっている。

Edith Cowan Universityのメインとなるキャンパスは、パース近郊にあるマウント・ローリーキャンパスとジュンダラップキャンパスであるが、パースの南に約200km離れたBunburyにもキャンパスがあるなど、そのキャンパスは西オーストラリア州の各所に点在している。筆者が滞在したのは、パース都心部から北に約30km離れた、ジュンダラップキャンパスで

図表1 Edith Cowan の生家



(出所) 筆者撮影

ある(図表2)。大学内の建築物には非常に特徴的なデザインが採用されており、図表2の右側に掲載した Ngoolark Building は Australian Institute of Building Award を受賞している。

Edith Cowan University の教員組織は、Arts and Humanities, Business and Law, Education, Engineering, Medical and Health Science, Nursing and Midwifery, Science, Western Australian Academy of Performing Arts の各 School に分割されている。筆者が客員研究員として所属したのは School of Business and Law であり、ここには合計 77 名の教員が在籍している (Edith Cowan University ウェブサイトによる。2016 年 9 月現在)。教員は、Lecturer, Senior Lecturer, Associate Professor, Professor に大別され、School of Business and Law に在籍する教員の内訳は、Lecturer が 40 名、Senior Lecturer が 21 名、Associate Professor が 10 名、Professor が 6 名となっている。なお、教員の出身も国際色豊かであり、例えば筆者の受け入れを担当した 2

名の教員の出身国はインドネシア (Associate Professor Hadrian G. Djajadikerta) とインド (Dr Abhay Singh) であった。

3. Edith Cowan University におけるセミナー報告

Edith Cowan University 在籍中、2015 年 10 月に学内における研究報告(セミナー)を行った。報告タイトルは "Tunneling through earnings management in stock for stock mergers" で、これは青木康晴(成城大学)、Pascal Nguyen(ネオマビジネススクール)、野間幹晴(一橋大学)各氏とかねてより共同研究を進めてきたテーマであった。

本セミナーの内容については概略のみを記したい。この研究において筆者らは、日本での株式交換制度を利用した M&A において、大株主である買収会社(買い手)の意向が被買収会社の利益を圧縮し、株式の買収価格を引き下げる方向に影響を与えているという実証結果を得た。こうした結果が得られた背景には、日

図表2 Edith Cowan University ジューンダラップキャンパス



(出所) 筆者撮影

本の株式市場において特徴的に見られる親子上場（親子関係を維持しながら上場している子会社が存在していること）がある。親会社が子会社株式をすべて買い取り、子会社を親会社の完全子会社化するような場合、親会社以外に子会社の株式を保有する株主（少数株主）は、自分たちが保有する株式をなるべく高い価格で買い取ってもらいたいと考える。一方、親会社にとってはその買取価格を引き下げたほうが買取コストを引き下げることができるため、子会社経営陣に対してできる限り買取価格を引き下げることができるよう、直近の利益を圧縮する方向に働きかけている可能性がある。本研究で得られた結果は、買取会社（上記の例では親会社）が被買取会社（上記の例では子会社）に対する影響力を持っている場合、被買取企業の利益が引き下げられる方向に利益調整が行われ、少数株主の権利が阻害される可能性があることを示唆している。

上述のように、本研究は日本における特異な資本関係と上場に起因する現象を取り扱ったものであるが、少数株主の権利が阻害されるという Tunneling と言われる現象は、日本以外にもブルガリア（Atanasov et al. 2010）、チリ（Urzua 2009）、中国（Liu and Lu 2007, Gao and Kling 2008, Aharony et al. 2010 など）、インド（Bertrand et al. 2002）、韓国（Bae et al. 2002, Baek et al. 2006）で報告されている。今回行った研究報告セミナーの参加メンバーはインド、中国といった国々の出身者が多かったため、本研究で行った検証を中国などのマーケットで行ってみたいかどうか、といった新たな視点で有益なディスカッションを行うことができた。このセッションで得られた示唆を、今後の研究活動に活かしていきたいと考えている。

4. 日本企業による海外企業の M&A（クロスボーダー M&A）に関する実証研究²

4.1 実証研究の背景

Edith Cowan University に在籍中、筆者は

若手のファイナンス研究者である Dr Abhay Singh と共同で、日本企業による海外企業の M&A（クロスボーダー M&A）にフォーカスして実証研究を進めてきた。筆者はこれまで、日本企業同士の M&A を中心に研究活動を進めてきたが、近年ではソフトバンクによる米国のスプリント・ネクステル社の買収、日本郵政グループによるオーストラリア物流大手のツールホールディングスの買収、サントリーホールディングスによる米国ウィスキー大手のビーム社買収など、日本企業による海外企業の大型買収案件が目立つようになってきている。こうしたことから、最近では日本企業による海外企業の買収が経済的な成果を生み出しているのか、といった視点から実証研究が行われるようになってきた（Inoue et al. 2013 など）。しかしながら、英米ではこうしたクロスボーダー M&A に関する研究成果（Moeller and Schlingemann 2005, Ellis et al. 2011 など）が蓄積されてきている一方で、日本企業によるクロスボーダー M&A に関する研究成果は未だ十分に蓄積されているとは言えない。本研究は、そうした点に着目し、日本企業によって行われたクロスボーダー M&A が株式市場からどのように評価されているのかを実証的に検証しようとするものである。

4.2 リサーチデザインとサンプル

先に述べたように、本研究の目的は日本企業によって行われたクロスボーダー M&A が、株式市場からどのような評価を受けたのか（クロスボーダー M&A が株価にどのような影響を与えたのか）を検証することにある。こうした株価反応を測定するにあたり、本研究では市場モデルに基づく平均超過収益率（AAR: Average Abnormal Return）および累積超過収益率（CAR: Cumulative Abnormal Return）を算出し、M&A の発表時に買い手企業の株価がどのように動いたのかを検証した。

分析の対象となる M&A サンプルを抽出するにあたり、ビューロー・ヴァン・ダイク社の Zephyr データベースにより、2003 年～2014

年に日本企業による買収の発表が行われ、かつ実際に買収が完了した案件を特定した。さらに、買収企業（買い手企業）にとって重要性の高いM&A サンプルを抽出するため、以下の基準に従ってサンプルの絞込みを行った結果、分析対象サンプルは226件（うち国内企業同士のサンプル177件、クロスボーダーM&Aのサンプル49件）となった。

- (1) 買収金額（Deal Value）が5億円以上であること。
- (2) 買収企業および被買収企業が上場企業であること。
- (3) 買収企業に関して、市場モデルのパラメータが算出可能であること³。
- (4) 買収企業及び被買収企業の所在地情報及び業種情報が入手可能であること。
- (5) 買収企業および被買収企業が金融・証券業以外であること。
- (6) 買収前の持ち株比率が50%以下で、買収後の持ち株比率が50%超であること。

また、分析に必要な財務データ及び株価デー

タについても、ビューロー・ヴァン・ダイク社のデータベースから取得した。また、市場モデルに基づくCARを算出する際に必要となるTOPIXのデータについては、トムソン・ロイターのData Streamより取得した。

4.3 実証研究結果の概略

4.2で述べた基準に従って抽出したサンプルの概要を図表3に示す。まず、パネルAから見ていくと、買収企業（Acquiror）および被買収企業（Target）の数が多き業種として、食品、化学、産業用機器及びコンピューター、電気機器、耐久財卸売業、サービス業などが挙げられる。また、ターゲット企業の所在地としては日本が177社であり、国内企業同士のM&Aサンプルが全サンプルの約78%を占めている。一方、クロスボーダーM&Aのサンプルに目を転じると、米国が最も多く（20社）、次いでシンガポールが6社、オーストラリアが4社と続いている。また、年次別に見ると2009～2012年においてM&A件数が年間30件前後で推移しており、本研究のサンプルのボリュームゾーンを構成している。

図表3 サンプルの概要

パネルA 業種構成

2-digits SIC Code	Description	Acquiror	Target
10	Metal Mining		1
15	Construction - General Contractors & Operative Builders		1
16	Heavy Construction, Except Building Construction, Contractor	1	
17	Construction - Special Trade Contractors	3	2
20	Food and Kindred Products	11	12
21	Tobacco Products	1	
22	Textile Mill Products	6	2
23	Apparel, Finished Products from Fabrics & Similar Materials	1	2
25	Furniture and Fixtures		1
26	Paper and Allied Products	2	1
27	Printing, Publishing and Allied Industries	2	2
28	Chemicals and Allied Products	15	14
29	Petroleum Refining and Related Industries	1	
30	Rubber and Miscellaneous Plastic Products		3
32	Stone, Clay, Glass, and Concrete Products	2	1
33	Primary Metal Industries	9	7
34	Fabricated Metal Products	6	6

35	Industrial and Commercial Machinery and Computer Equipment	19	21
36	Electronic & Other Electrical Equipment & Components	20	16
37	Transportation Equipment	6	4
38	Measuring, Photographic, Medical, & Optical Goods, & Clocks	7	7
39	Miscellaneous Manufacturing Industries		4
40	Railroad Transportation	3	
42	Motor Freight Transportation	3	5
44	Water Transportation		1
47	Transportation Services		1
48	Communications	11	6
49	Electric, Gas and Sanitary Services	2	1
50	Wholesale Trade - Durable Goods	18	13
51	Wholesale Trade - Nondurable Goods	7	5
53	General Merchandise Stores	5	4
54	Food Stores	11	7
56	Apparel and Accessory Stores	1	6
57	Home Furniture, Furnishings and Equipment Stores	2	2
58	Eating and Drinking Places	4	5
59	Miscellaneous Retail	5	2
60	Depository Institutions	1	2
61	Nondepository Credit Institutions	2	
62	Security & Commodity Brokers, Dealers, Exchanges & Services		1
63	Insurance Carriers		1
65	Real Estate	2	5
67	Holding and Other Investment Offices	11	11
73	Business Services	18	30
75	Automotive Repair, Services and Parking		2
78	Motion Pictures	4	2
79	Amusement and Recreation Services		2
80	Health Services	2	1
82	Educational Services	1	2
83	Social Services		1
87	Engineering, Accounting, Research, and Management Services	1	1
<hr/> Total		226	226

パネル B 被買収企業の所在地構成

Country	Target
Australia	4
Belgium	1
Switzerland	2
Germany	1
Finland	1
France	1
United Kingdom	3
Italy	1
Japan	177
Kenya	1
Cayman Islands	1
Malaysia	1
Netherlands	1
Norway	1
New Zealand	1
Sweden	1
Singapore	6
Thailand	1
United States of America	20
South Africa	1
Total	226

パネル C 年次構成

	2003	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
#	1	1	16	20	22	33	32	31	33	19	18	226

図表 4 は、買収発表時周辺の買収企業 (Acquiror) の株式超過収益率の結果をまとめたものである。これによれば、発表当日の平均超過収益率 AAR (0) 及び発表前後 3 日間の累積超過収益率 CAR (-1, +1) が正で統計的にも有意な値となっている (それぞれ 1% 水準,

5% 水準で統計的に有意)。この結果は、日本企業が行った M&A 全体に対して、株式市場はポジティブな評価をしていることを示している。

超過収益率を国内企業同士の M&A (Domestic) とクロスボーダー M&A (Cross-border)

図表 4 買収企業の超過収益率 (全サンプル)

	N	% return	t-stat
AAR (-3)	226	-0.33%	-0.709
AAR (-2)	226	0.03%	0.177
AAR (-1)	226	0.05%	0.249
AAR (0)	226	0.51%	2.662 ***
AAR (+1)	226	0.08%	0.364
AAR (+2)	226	-0.29%	-1.381
AAR (+3)	226	-0.11%	-0.679
CAR (-1,+1)	226	0.64%	1.992 **
CAR (-2,+2)	226	0.38%	0.967
CAR (-3,+3)	226	-0.05%	0.499

***, **, * indicate statistically significant at 1%, 5% and 10% level.

図表 5 買収企業の超過収益率（国内企業同士、クロスボーダー）

	Domestic			Cross-border		
	N	Mean	t-stat	N	Mean	t-stat
AAR (-3)	177	-0.46%	-0.776	49	0.13%	0.541
AAR (-2)	177	0.02%	0.079	49	0.08%	0.294
AAR (-1)	177	0.06%	0.248	49	0.01%	0.035
AAR (0)	177	0.62%	2.621 ***	49	0.12%	0.517
AAR (+1)	177	0.10%	0.369	49	0.01%	0.043
AAR (+2)	177	-0.41%	-1.649	49	0.16%	0.469
AAR (+3)	177	-0.10%	-0.530	49	-0.12%	-0.610
CAR (-1,+1)	177	0.78%	1.987 **	49	0.14%	0.322
CAR (-2,+2)	177	0.38%	0.809	49	0.38%	0.595
CAR (-3,+3)	177	-0.17%	-0.215	49	0.39%	0.499

***, **, * indicate statistically significant at 1%, 5% and 10% level.

のサブサンプルに分割した検証結果を図表 5 に示す。これによれば、国内企業同士の M&A においては AAR (0) および CAR (-1, +1) が統計的に有意な正の値となっていることが分かる一方、クロスボーダー M&A に関しては統計的に有意な値を取っていないことが示されている。この結果を見る限り、株式市場は、国内企業同士の M&A についてはポジティブな評価をしているものの、クロスボーダー M&A の成否に対しては懐疑的な見方をしているという状況が示唆される。ただし、クロスボーダー M&A のサンプルの AAR および CAR が統計

的に有意な負の値をとっているわけではないため、株式市場がクロスボーダー M&A に対してネガティブな見方をしているとまでは言えない。

最後に、国内企業同士の M&A において統計的に有意な正の値をとった AAR (0) および CAR (-1, +1) を含めた様々なパラメータについて国内企業同士の M&A とクロスボーダー M&A の間で比較を行ってみたい。パラメータの定義を図表 6 のパネル A に、比較の結果をパネル B に示す。これによると、AAR (0) および CAR (-1, +1) についてはいずれも

図表 6 国内企業同士とクロスボーダー M&A のパラメータ比較

Variable	パネル A パラメータの定義
Bid Premium	The percentage difference between the offer price and the closing share price (the last price of the day) for the day before the offer is announced.
Initial Stake	The acquiror ownership before the offer is announced.
Final Stake	The acquiror ownership after the merger is completed.
Acquired Stake	The difference of the acquiror ownership between Initial Stake and Final Stake.
Acquiror ROA	The return on assets (=EBIT / total assets) of acquiror at the end of the full-year accounting period prior to the merger announcement.
Horizontal Dummy	The dummy variable that takes the value 1 if 2-digits SIC codes of acquiror and target are the same, and 0 otherwise.
Target CAGR	The mean annual growth rate in turnover of target between the full-year accounting period prior to the merger announcement and the three years earlier than the full-year accounting period prior to the merger announcement.
Deal Value (mil. JPY)	The consideration paid for the actual stake acquired, which includes the estimated value by news source.
Deal Value / Acquiror Total Assets	The deal value divided by total assets of acquiror at the end of the full-year accounting period prior to the merger announcement.

パネルB パラメータ比較の結果

	Domestic		Cross-border		t-stat
	N	Mean	N	Mean	
AAR (0)	177	0.62%	49	0.12%	1.517
CAR (-1,+1)	177	0.78%	49	0.14%	1.079
Bid Premium	162	38.38%	48	48.90%	-1.422
Initial Stake	177	16.29%	49	6.73%	4.264 ***
Final Stake	177	88.60%	49	98.38%	-6.228 ***
Acquired Stake	177	72.31%	49	91.65%	-6.938 ***
Acquiror ROA	171	5.01%	49	5.92%	-0.923
Horizontal Dummy	177	40.11%	49	36.73%	0.427
Target CAGR	116	2.33%	27	2.79%	-0.145
Deal Value (mil. JPY)	177	28,904	49	147,897	-1.478
Deal Value / Acquiror Total Assets	175	13.10%	49	8.61%	0.774

***, **, * indicate statistically significant at 1%, 5% and 10% level.

国内企業同士の M&A の方が高い値を取るものの、その平均値の差は統計的には有意ではない。また、買収にあたって設定される上乗せ額（買収プレミアム）についてはクロスボーダー M&A では 48.90%、国内企業同士の M&A で 38.38%となっている。その平均値の差は統計的に有意ではないが、クロスボーダー M&A の方が日本企業は高い買収プレミアムを設定している可能性がある。

統計的に有意な差が見られたのが、M&A 前の持ち株比率、M&A による持ち株比率の増分、M&A 後の持ち株比率である。クロスボーダー M&A では、国内企業同士の M&A と比較して、M&A 前の持ち株比率が低く、M&A 後の持ち株比率が高くなっており、M&A による持ち株比率の増分が大きくなっている。国内企業同士の M&A では、もともと資本関係がある企業同士の M&A が含まれるとともに、M&A 後も上場を維持するといったケースがある一方、クロスボーダー M&A の場合は従前の資本関係がなく、M&A 後は完全子会社化に近い形で上場を廃止するケースが多いことが示唆される。

その他のパラメータでは、統計的には有意ではないが、国内企業同士の M&A と比較してクロスボーダー M&A では買収金額が大きくなる傾向が出ている。この結果は、クロスボーダー M&A において、相対的に大型買収案件が多いことを示唆している。

5. おわりに

これまで述べてきたように、1年間の Edith Cowan University での在外研究を通じ、様々な経験を積むことができた。特に、若手の外国人研究者と連携しながら実証研究を行うことができたことは、今後の共同研究を進めていくにあたって大変有意義なものであった。今回の在外研究で得た知見・経験をベースとし、今後も研究活動を推進していこうと考えている。

また、本稿において直接的には触れなかったが、現地日本企業駐在や現地に永住する日本人の方々との交流も、筆者にとって大変興味深いものであった。

末筆になるが、このような在外研究の機会を与えてくれた中京大学ならびに Edith Cowan University に対する謝意を表し、本稿の締めくくりとしたい。

参考文献

- Aharony, J., Wang, J., Yuan, H., "Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China," *Journal of Accounting and Public Policy* 29, 2010, pp.1-26.
- Atanasov, V., Black, B., Ciccotello, C., Gyoshev, S.. "How does law affect finance? An examination of equity tunneling in Bulgaria," *Jour-*

- nal of Financial Economics* 96, 2010, pp.155-173.
- Bae, K., Kang, J., Kim J., “Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups,” *Journal of Finance* 57 (6), 2002, pp.2695-2740.
- Baek, J., Kang, J., Lee, I., “Business groups and tunneling: evidence from private securities offerings by Korean chaebols,” *Journal of Finance* 61, 2006, pp.2415-2449.
- Bertrand, M., Mehta, P., Mullainathan, S., “Ferretting out tunneling: An application to Indian business groups,” *Quarterly Journal of Economics* 117 (1), 2002, pp.121-148.
- Edith Cowan University, *ECU Annual Report 2015*, Edith Cowan University, 2015.
- Ellis, J., S. B., Moeller, F. P., Schlingemann and R. M., Stulz, “Globalization, governance, and the returns to cross-border acquisitions,” *NBER Working Paper* No. 16676, 2011.
- Gao, L., G., Kling, “Corporate governance and tunneling: Empirical evidence from China,” *Pacific-Basin Finance Journal* 16 (5), 2008, pp.591-605.
- Inoue, K., S., Nara and T., Yamasaki. “Are Acquisitions by Japanese Firms Efficient Investment?” *RIETI Discussion Paper* 13-E-085, 2013.
- Liu, Q., Lu, Z., “Corporate governance and earnings management in the Chinese listed companies: A tunneling perspective,” *Journal of Corporate Finance* 13, 2007, pp.881-906.
- Moeller S. B., F. P., Schlingemann, “Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions,” *Journal of Banking and Finance* 29, 2005, pp.533-564.
- Urzua, F.. “Too few dividends? Groups’ tunneling through chair and board compensation,” *Journal of Corporate Finance* 15, 2009, pp.245-256.

注

- 1 本節における Edith Cowan University に関する記載は、特に断りのない限り Edith Cowan University (2015) に基づく。
- 2 本節で述べる実証研究については、さらに研究を進めた上で Dr Abhay Singh との共著論文としてその研究成果をまとめる予定である。従って、本稿では現時点での概略についてのみまとめるものとする。
- 3 具体的には、M&A 発表 300 日前から 61 日前の 240 日間の 8 割 (192 日) を超える営業日において、株式の原収益率が計算可能であることを、市場モデルのパラメータの算出条件とした。