

国境を越える企業買収戦略

財団法人国際東アジア研究センター主任研究員 横田一彦

Working Paper Series Vol. 2005-27
2005年12月

この Working Paper の内容は著者によるものであり、必ずしも当センターの見解を反映したものではない。なお、一部といえども無断で引用、再録されてはならない。

財団法人 **国際東アジア研究センター**
ペンシルベニア大学協同研究施設

国境を越える企業買収戦略

横田一彦*

要旨

国際的な輸送手段の進歩や情報通信技術の進歩、そして貿易障壁の低下によって、企業は新規直接投資や M&A 戦略を増大させている。本論は M&A のメリットとデメリットを明らかにし、国境を越えた M&A がなぜ起こるのかを考察する。また、投資企業から投資受入国の企業への技術の流出という観点から、新規投資と M&A の問題を設定し、簡単なモデルを用いて分析する。モデルから導かれる結論は①投資、特にハイテク産業の投資の誘致には知的所有権の確立が必要である②M&A 投資は独占禁止法との兼ね合いを考える必要がある③技術流出の程度は M&A か新規投資かの企業的意思決定に重要な影響を与える、などである。

* (財) 国際東アジア研究センター 主任研究員
〒803-0814 福岡県北九州市小倉北区大手町 11-7
電話：093-583-6202, ファクス：093-583-4602
E-メール：yokota@icsead.or.jp

1. はじめに

海外に進出する企業の戦略が変化してきている。さまざまな海外進出の形態の中でも近年とりわけ重要度を増しているのは国境を越えた企業買収である。本稿ではこの既存企業の合併・買収（M&A）^{注1}を産業の特性と技術流出という観点から論じようと思う。

2. 世界経済と企業戦略の変化

世界貿易と直接投資の推移と海外進出企業の変化をいくつかの具体例で確認しておこう。

<図1>

図1は世界の貿易額と直接投資（ストック）の総額を世界、先進国、発展途上国別にあらわしたものである。世界、先進国、途上国いずれで見ても、貿易額と直接投資（ストック）額が急激に増大している。先進国は直接投資の流出が流入を上回って増大している。一方、途上国では流入が流出を上回って急増している。このことから、1990年と2002年を比べると、先進国から途上国への直接投資が急激に増大していることがわかる。

次に企業戦略の変化の具体例をみてみよう。トヨタ自動車は東、東南アジア各地に多くの生産工場を持ち、複雑な生産システムを作り上げてきた。しかし、1992年に合意されたASEAN自由貿易協定（AFTA：ASEAN Free Trade Area）が実質的に軌道に乗ってくると、トヨタはその変化を見逃さなかった。それまでインドネシアで作りインドネシアで売っていたカムリやカローラ、フィリピンで作りフィリピンで売っていたヴィオスの生産をすべてタイの工場生産するようにし、大幅な関税の低下を利用してタイからこれらの国に完成車を輸出するようになったのである。タイに生産の拠点を集めた理由は、一箇所に集めて生産したほうが効率がよいこと（規模の経済）、タイにはすでに日本からデンソーを含む多くの関連企業が進出していること、日本の本社からの連絡が1度ですむことなど、利点が数多くあるためである。

このような例はトヨタのような大企業に限らず、国境を越えて経済活動を行っている中小企業にも見られる。シンガポール国境に近いマレーシアで操業している日系半導体部品の製造企業は現地統括本部をシンガポールに置き、シンガポールの安い法人税（20%）とマレーシアの安い人件費や光熱費を活用することによって利益を上げている。

3. さまざまな海外進出戦略

企業の海外戦略が輸出のみであった時代には、為替レートや輸送費、関税といった条件が主に輸出価格や数量の決定に重要であった。しかし今日、企業の海外展開の主要な手段は輸出のみでなく海外投資、委託生産、ジョイントベンチャー^{注2}等さまざまな手段に取って代わられて

いる。企業の海外進出が増大した最大の要因は 1980 年代半ば以降の円高である。円高は日本の製造業の海外進出を強力に後押しした。海外への資本投下が一段落する 1990 年代後半になると今度はジョイントベンチャー、委託生産、既存企業の M&A 等さまざまな形での海外進出が出現するようになった。

その理由として第 1 に輸送手段が昔に比べ格段に進歩し、早く安く確実に最終製品や中間製品を相手国まで運ぶことができるようになったことが考えられる。第 2 に情報通信技術が進歩した。物理的に遠く離れた地域でも電話、ファクス、Eメール、イントラネット等で瞬時に大量の情報を送ることができる。電報やテレックスに頼っていた時代からはその安全性、確実性、情報量や速さは比べるのが不可能くらい進歩している。第 3 に世界各国の貿易障壁が軽減された。関税や投資規制などの障壁は GATT-WTO 体制の下で、また近年は多くの国の間に締結されつつある自由貿易協定の実施によって急速に低下している。企業活動にとって各国間の障壁は驚くべき速さで消滅している。

このような状況下にあつて、企業はもはや国内生産、国内販売という選択肢だけでなく現地での生産・販売、技術開発、さらには本社機能の移転といった戦略を、その選択肢に加えることができる。海外生産・販売する際には、さらに現地企業や他の海外企業とのジョイントベンチャーや M&A といった戦略を考慮することができるようになった。

4. M&A のいろいろ

近年 M&A は企業の成長戦略の 1 つの選択肢として考えられるようになり、その件数も買収額も世界で増大している。

<図 2>

図 2 は世界の M&A 総額（売却）の推移を追ったものである。2001～03 年の年平均 M&A 総額が前期に比べ減少しているが、これは先進国、特にアメリカでの 1990 年代後半の大型 M&A ブームが影響しているためである。しかし、全体としてみれば M&A 総額は確実に増大傾向にある。また、図には示していないが、サービス産業の M&A が伸びていることは近年の特徴である。

広義の企業提携には買収や合併による M&A と技術提携、OEM 生産^{注 3}、販売提携による業務提携がある。本稿が対象とする M&A にはさらに株式取得や営業譲渡による買収、吸収合併、新設合併などに分けることができる。株式取得の方法は株式譲渡、新株引受、株式の交換などが考えられる。

M&A 戦略は業種や製品の違いによる分け方も可能である^{注 4}。水平型 M&A、垂直型 M&A、コングロマリット型 M&A がその例である。水平型 M&A とは、ある企業が同じ業種内の企業、ないし同じような製品を生産する企業を買収することをさし、垂直型 M&A とは、中間製品を生産する川上企業とその中間製品を使って最終製品を生産する川下企業が合併することをさす。

コングロマリット型 M&A はさらに3つに細分される。製品拡張型、市場拡張型、そしてその他のコングロマリット型の3つである。製品拡張型 M&A とは生産する製品にあまり関連がない場合でも、生産技術や流通経路に関連がある場合に生じる M&A のことである。市場拡張型 M&A とは同じ製品を別の市場で売っていた企業同士が合併することを指す。最後のその他コングロマリット型 M&A とは、以上のどれにも当てはまらない形態、つまり、製品に関連性がなく、技術や流通経路にも大きな関連がない企業同士が吸収合併する場合である。

さらに、ライブドア対フジテレビのニッポン放送株をめぐる駆け引きでクローズアップされたように「友好的 M&A」と「敵対的 M&A」という分類も可能である。前者は買収される企業の合意のもとで買収合併が行われるのに対し、後者は買収される企業の意思に反し、資本の力で買収が行われる。

では次に M&A はなぜ起こるのか、誰がそれによって得（損）をするのかをみておこう。

5. M&A はなぜ起こるのか

M&A を仕掛ける企業からすると、M&A の最大のメリットは生産費用を削減する効果があることである^{注5}。研究開発部門や流通部門を統括することによる費用削減効果が期待できる。とくに研究開発費の巨額な医薬品メーカーの場合などは M&A による費用削減効果は大きい。

また規模の効果を発揮できる場合のメリットは無視できない。通信産業における M&A（たとえばベライゾンやボーダフォンといった携帯電話事業）の場合、買収は通信設備を含むから、経済活動の規模が格段に広がる。金融業界での M&A が活発な理由のひとつにやはり規模が拡大することによる経済的メリット（規模の経済）の享受がある。M&A によって資産総額が増えることは銀行の信用が増えることを意味するから、預金者を募りやすくなり、貸出資金が増える。これもまた規模の経済の効果である。自動車メーカー同士の合併は先の研究開発費の削減に加え、販路の拡大、多様な車種の生産といったやはり規模の経済を享受することができる。

M&A はさらに企業のノウハウを持った雇用者を引き続き雇用できるという利点がある。この場合、雇用者をゼロから教育する必要がなく、新規に一から始める場合よりも少ない投資、少ないリスクで事業を継続することができる。

さらに中国の企業が近年積極的に仕掛けている M&A のように、買収する企業のブランドを手に入れる手段として使われる場合がある。市場に食い込むためにまずブランド、というわけである。コンピュータ会社のレノボが IBM のパソコン部門を買収し、「ThinkPad」のブランドを得たり、自動車の上海汽車が英国のローバーを買収したりした例がそれに当たる。

一方、M&A を受け入れる企業からすると、それまでの雇用者を路頭に迷わすようなことをしなくて済む。創業企業であれば、企業譲渡によって創業者利益を受け取ることができる^{注6}。

では M&A は万能薬でどの企業にいつでも有効かというところではない。企業独特の特殊な製造技術や職業訓練システム、独特の企業文化を持っている場合、M&A が新規投資よりもむしろ高くついてしまう場合もある。

6. 技術レベルと海外進出戦略—新規投資か M&A か—

台湾国立政治大学副教授の陳坤銘（チェン・クンミン：Chen, Kun-Ming）博士と私は、技術レベルとその流出の程度が企業の国境を越えた買収戦略にどのような影響を与えるかについての共同研究を行っている。陳博士との研究は今のところ理論研究の成果がでたところだが、これまでのこの分野の研究では省みられることの少なかった企業ないし産業の技術レベルと企業投資戦略という重要な問題にいくつかの回答を与えていると考えられるので、それをここで紹介しようと思う⁷。

(1) なぜこの問題設定が重要なのか

この共同研究の目的は、ある企業が海外投資する際に新規投資か M&A のどちらを、どのような状況下で選ぶかを理論的・実証的に明らかにすることである。ここでいう状況とはその企業の技術レベルの水準（研究開発投資の多寡で測られる）と技術の他企業への流出の程度を指す。現段階では実証的成果にまでいたっていないので、本稿では理論的な側面を紹介したい。このような理論が果たす役割を強調するために、なぜこの問題設定が重要なのかを記しておこう。1 つは単純なモデルを考えることによって、より複雑な現実の経済へのヒントが得られる。M&A に関していえば、投資受入国の政策立案に役立つ。また、独占禁止法や他の競争政策に対する議論に資することができる。

まず単純に考えると新規投資による参入は市場にひとつ企業が増えることを意味し、M&A はひとつの企業がひとつの企業を買収する場合、その市場の企業数に変化はない。単純なモデルでは、M&A よりも新規投資のほうがより競争的な市場を作り出すことになる。

(2) 現実の世界の市場は寡占的である

この企業の数を明示的に考えるためには、市場が無数の同質的な企業で構成されている完全競争市場を仮定することは適当ではない。むしろ少数の企業がお互いの行動を考慮しながら経済活動を行っている寡占的な市場を考える必要がある。

一般に実際の製品の市場はかなり寡占的であることが次の例からもわかる。日本のビール市場は 1994 年の規制緩和以降、地ビールが参入したが、それでもアサヒ、麒麟、サッポロ、サントリーの寡占状態にある。日本での自動車の売り上げはトヨタ、ホンダ、日産、マツダの 4 社で 80% を超える。現在コンピュータのメインメモリの主流である DRAM（ダイナミック・ランダム・アクセス・メモリ）は韓国のサムスンやハイニクス、アメリカのマイクロンで世界市場のほぼ 6 割を占める。コンピュータの頭脳である CPU（中央演算処理装置）はアメリカのインテルと ADM の寡占状態にある。大型旅客機生産ではヨーロッパのエアバス社とアメリカのボーイング社（1997 年にマクダネル・ダグラス社を買収）で世界市場をほぼ独占している。

(3) 単純な世界を想定してみる

そこで寡占市場の単純なケースとして、ある国の市場には2つの地場企業 A と B しかなく、1つの多国籍企業がその市場に参入するかしないか迷っていると仮定しよう。多国籍企業がこの国の市場に参入する手段は3つある。第1は新規投資であり、第2は地場企業の1社を買収・合併する方法である。多国籍企業はもう1つ第3の選択肢を持っている。市場にそもそも参入しないという選択である。問題をさらに簡単にするために、多国籍企業が M&A のオファーをできるのは地場企業 A であり、地場企業 B は常に市場に留まるという仮定をおく。地場企業 A は多国籍企業のオファーに応じて M&A を受け入れてもよいし、拒否してもよい。受け入れた場合、地場企業 A は企業を譲渡する代わりに多国籍企業からあるまとまった現金をもらう。拒否した場合にはその市場で多国籍企業と地場企業 B と3つ巴戦を戦わなくてはならない。図3はこのストーリーを1つにまとめたものである。

<図3>

(4) 企業の最適戦略を探る

多国籍企業の戦略は先述のとおり3つあり【新規投資, M&A, 参入しない】、地場企業 A の戦略は【M&A を受け入れる, 受け入れない】の2つある。ちなみに図には書き入れていないが、地場企業 B は【常に参入する】という1つの戦略しか持っていない。図3のギリシャ文字 π (パイ) はペイオフと呼ばれ、それぞれの場合の企業の仮想的な利潤である。括弧の中の前の π が多国籍企業の、そして後にある π が地場企業 A のペイオフをあらわしている。「仮想的な利潤」といったのは、たとえば、多国籍企業が新規投資を選択し、同時に地場企業 A が M&A を受け入れるという事態はありえないからである。よって図3は(現実にはありえなくても)2つの企業の考えられるすべての戦略の組み合わせを示している。

2つの企業が同時に意思決定すると考えることはある意味で現実的ではないかもしれない。なぜなら地場企業1は多国籍企業からの M&A のオファーがあってから、受け入れるか拒否するか考えればよいから、実際には意思決定に時差があることになる。同様にもし M&A のオファーが拒否された場合、多国籍企業は次の一手をそれから考えればよいわけだから、この段階でも意思決定に時差がある。そこで、次のような3段階のゲームを考えよう(図4参照)。

<図4>

まず、多国籍企業は自らの技術レベルをあらかじめ選択することができるでしょう。あるいは技術レベルは競争を始める前から企業に備わっていると考えることもできる。この技術レベルを所与として(あらかじめ決めて) M&A のオファーを出す。これを第1段階とする。第2段階では地場企業 A がそのオファーを受け入れるか拒否するかを決定する。オファーを受け入れた場合、おのこの企業がペイオフを受け取り、ゲームは終了する。もし、地場企業 A が M&A

のオファーを拒否した場合、多国籍企業はその市場に新規投資して参入するか、あるいは参入しないことを決定する。これが第3（そして最終）段階である。

(5) 技術が流出する可能性を考える

陳博士との共同研究では、この3段階のゲームにさらに2つの重要な要素を付け加えている。1つは多国籍企業の技術が地場企業にタダで伝播するという仮定であり、もう1つはM&Aと新規投資の費用の比率である。ここでギリシャ文字の β （ベータ）を技術が多国籍企業から地場企業に伝播する程度を示すことにし、同じくギリシャ文字の γ （ガンマ）をM&Aと新規投資の費用の比率を示すことにする。 β も γ も比率なので0から1の間の数値を取る。 β が大きくなると技術が多国籍企業から地場企業に伝播する程度が高く（技術流出が大きく）なり、 γ が大きくなる（1に近くなる）とM&Aの費用が新規投資なみに高くなることを意味する。

(6) 企業の最適戦略とゲームの解を求める

このゲームの解を求めると^{注8}、いくつかの面白いことがわかる。そしてそれらは現実の政策立案に何がしかの含意を持っている。それらをいくつかまとめてみよう。

命題1：地場企業への技術流出が大きい産業ほど、研究開発投資につき込む費用が小さい。

これは巨額の研究開発投資を必要とする企業（産業）ほど現地企業への技術の流出に気を使っていることの裏返しである。

命題1の重要な政策的含意、特に発展途上国政府に対する含意は、ハイテク産業の投資を海外から呼びこもうとするなら、知的所有権の確立が重要であるということである。技術がドジョウすくい網のように漏れやすく、違法にコピーされてしまうようでは投資を呼び込むことはできないことを意味している。

(7) 新規投資かM&Aか

次にこの3段階ゲームのすべての解を求めると命題2と3が導かれる（図5参照）。

命題2：技術の流出程度が高い（ β が大きい）場合、多国籍企業は市場に参入しないという選択をする傾向にある。一方、新規投資の費用がM&Aの費用に比べ安くなる（ γ が1に近くなる）とM&Aあるいは新規投資といういずれかの方法で市場に参入する傾向が強くなる。

命題3：多国籍企業から地場企業への技術流出程度が低い（ β が小さい）場合はM&Aが、技術流出程度が高い（ β が大きい）場合は新規投資が選択される傾向にある。

<図5>

命題 2 の含意は直接的である。新規投資、M&A を問わず、市場に参入するかしないかは相対費用 (γ) と技術の流出程度 (β) に依存するが、M&A か新規投資かの判断は実は 2 つのタイプの投資の相対費用ではなく、技術の流出程度に依存するというものである。これは多少現実離れた結論のように聞こえるかもしれないが、ここでの重要なメッセージは、技術流出は M&A ないし新規の投資家にとって極めて重要な判断材料だということである。

命題 3 は、技術流出の多い国（市場）では企業の技術を比較的守ることのできる新規投資が好まれるということを述べている。命題 3 から導かれる政策的含意は 2 つある。

まず投資の誘致は独占禁止法との兼ね合いが重要だということである。技術流出の比較的少ない国（市場）では M&A が選択されやすい。M&A は新規投資に比べ、市場をより競争的にすることはないということを思い出してほしい。あるいはもっと直接的に M&A は市場をより寡占化する。寡占化の弊害は高価格、低生産量、ゆえに消費者の低い満足度といった状況を生み出す。

第 2 に技術流出が多い国（市場）では新規投資が選択されやすいが、命題 1 より、流出の程度が大きくなればなるほど、ローテク企業が多くなる。海外企業から地場企業や現地経済に対する技術移転は量的には多くなるが、それらの多くはハイテク技術ではなくローテク技術である。産業発展に必要なハイテク技術の現地経済への移転を考えるならば、市場の寡占化という事態と知的所有権を強化することによる技術移転の効果を天秤にかけなければならない。

7. 要約－結論に変えて－

最後にこれまでの議論を要約して、本稿の結論に代えたいと思う。

- I. 企業は国境を超えてさまざまな戦略をとることが可能になった。それを可能にしたのは次の 3 つの経済状況の変化である。①輸送手段の進歩②情報通信技術の進歩③貿易障壁の低下。
- II. その結果、海外事業を展開する上で、企業はより多くの戦略を用いることができるようになった。海外投資はその最たるもので、大きく分けて 2 つの方法がある。1 つは新規直接投資で、もう 1 つは M&A である。
- III. M&A のメリットは①生産費用の削減②規模の経済③少ない投資、少ないリスク④有名ブランドの取得による市場の拡大等である。
- IV. 一方、①企業独特の文化②企業独自の熟練工養成システム③移転の難しい企業独自の技術等がある場合は M&A よりも新規投資が好まれる。
- V. 投資企業から投資受入国の企業への技術の流出という観点から、新規投資と M&A の問題を設定し、モデルを立てて分析すると、次のような命題が導かれる。①研究開発投資の大きい企業ほど技術流出を嫌う②M&A と新規投資の決定を左右するのは相対費用ではなく、むしろ技術の流出程度である③技術流出が小さい市場では M&A が、それが大きい市場では新規投資が多くなる。

VI. これらの命題の意味する（政策的）含意は次のようになる。①投資，特にハイテク産業の投資の誘致には知的所有権の確立が必要である②M&A 投資は独占禁止法との兼ね合いを考慮する必要がある③技術流出の程度は M&A か新規投資かの企業の意思決定に重要な影響を与える。

最後に、ここで使用した Yokota and Chen (2005) のモデルは単純化のためにいくつかの強い（つまり現実離れした）仮定を置いている。それでもある重要だと思われる要素（ここでは技術レベルと技術の流出という概念）をモデルに組み入れることによって、それまでは関係が明らかでなかった変数間の意味が明らかになった。これは複雑な現実の経済を単純化したことによる効用の 1 つであって、現実をモデル化する際の目的の 1 つでもある。次のステップでは、本稿で論じた命題や政策的含意が実際のデータで確認（あるいは反証）されなければならない。経済学もこのように他の科学同様、仮説と検定を繰り返し、真実に迫っていく科学の 1 分野であるということを記して本稿を終わりにしたいと思う。

注

(注 1) M&A とは mergers and acquisitions の略であり、直訳すると「合併と買収」となるが、合併と買収に明確な区別があるわけではなく、通常は M&A で「買収、合併、提携」を広く指す。

(注 2) 複数の企業が出資して新たな企業やプロジェクトを立ち上げることをいう。

(注 3) Original Equipment Manufacturer の略で顧客（企業）のブランド名で売られる製品の製造を請け負う企業、ないしはその製品のことをいう。生産ラインを組み替えることによってさまざまな企業ブランドの製品を生産する一方、OEM 企業の名前が表に出ることはない。

(注 4) この分類は Shy (1995) を参考にしている。

(注 5) M&A のメリットに関しては藤田(2005) を参考にしている。

(注 6) 廃業の場合にかかるさまざまな税率に比べ、株式譲渡による税率が低いためである。

(注 7) 共同研究の成果の一部は Yokota and Chen (2005) としてまとめられている。

(注 8) 明示的で経済学的に意味ある解を得るために、「需要関数は右下がりの直線である」，「研究開発投資の費用は 2 次曲線で近似される」，「企業間の競争は生産量をめぐってなされる」等のさまざまな単純化のための仮定がおかれている。

参考文献

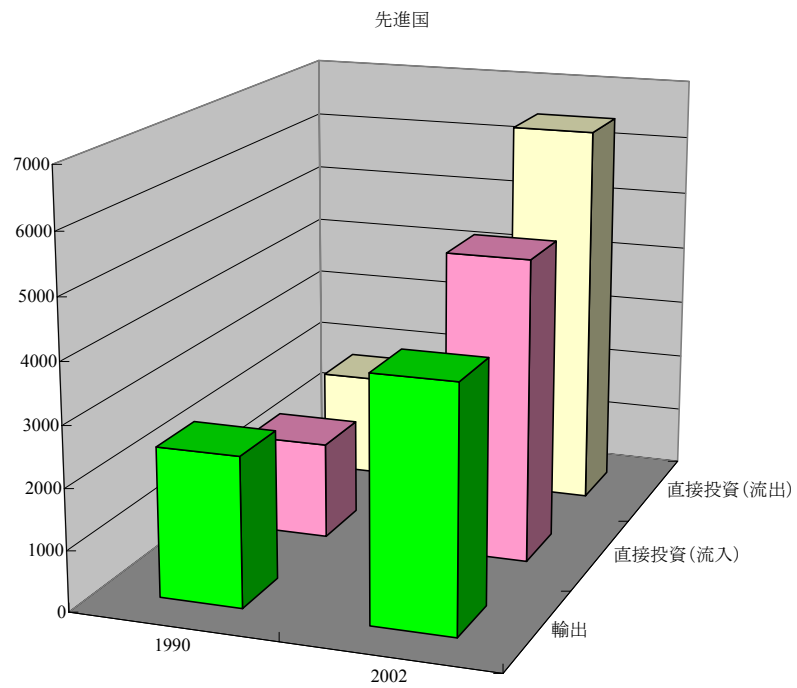
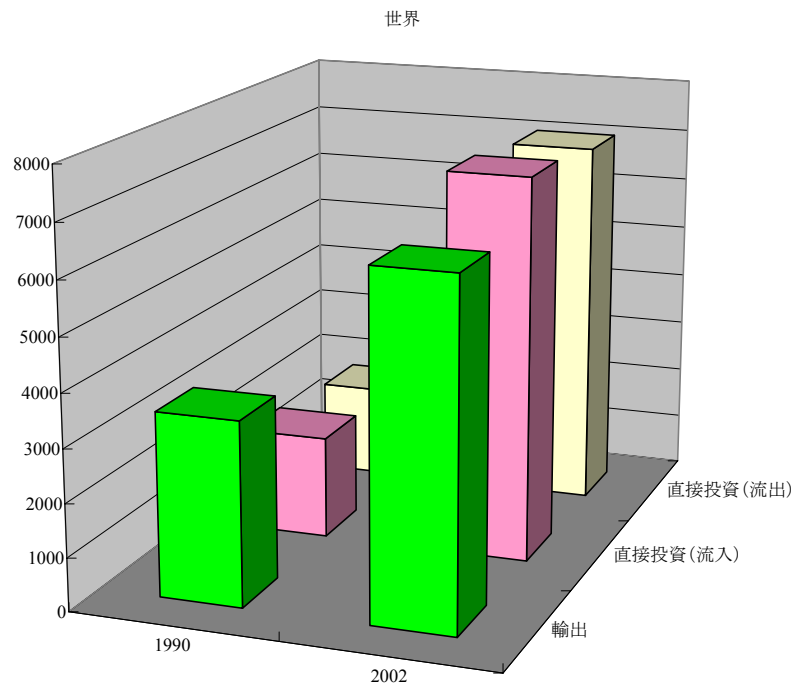
藤田勉（2005）「日本企業は自らの復活のために M&A を使いこなせ」 『エコノミスト』臨時増刊 4 月 11 日号, pp. 46～49, 毎日新聞社

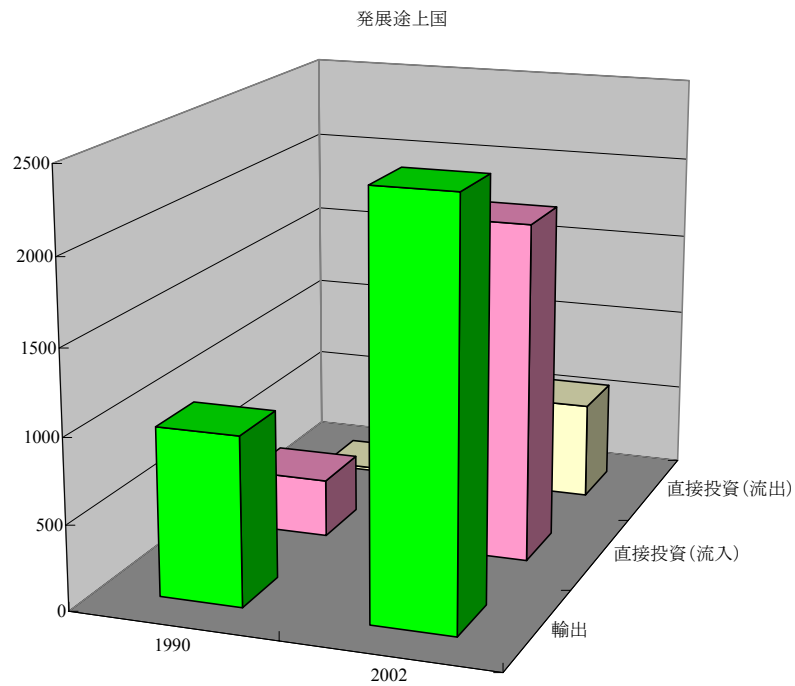
Shy, O. (1995), *Industrial Organization: Theory and Applications*, MIT Press.

United Nations Conference on Trade and Development (2004), *World Investment Report*, United Nations New York and Geneva.

Yokota, K. and K-M Chen (2005) , “R&D Spillovers and Foreign Market Entry: Acquisition vs. Greenfield Investment,” Mimeograph.

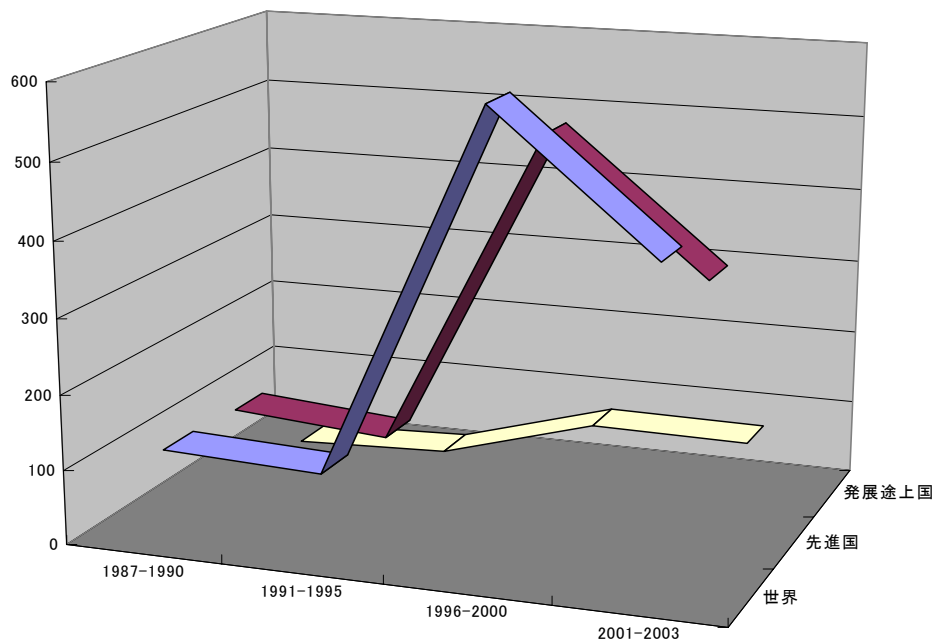
図1 世界の貿易額と直接投資残高 (単位: 10億 US ドル)





(出所) United Nations Conference on Trade and Development (2004), Annex Tables A.I.18, 19 より作成

図2 国際的 M&A の推移 (年平均) (単位: 10 億 US ドル)



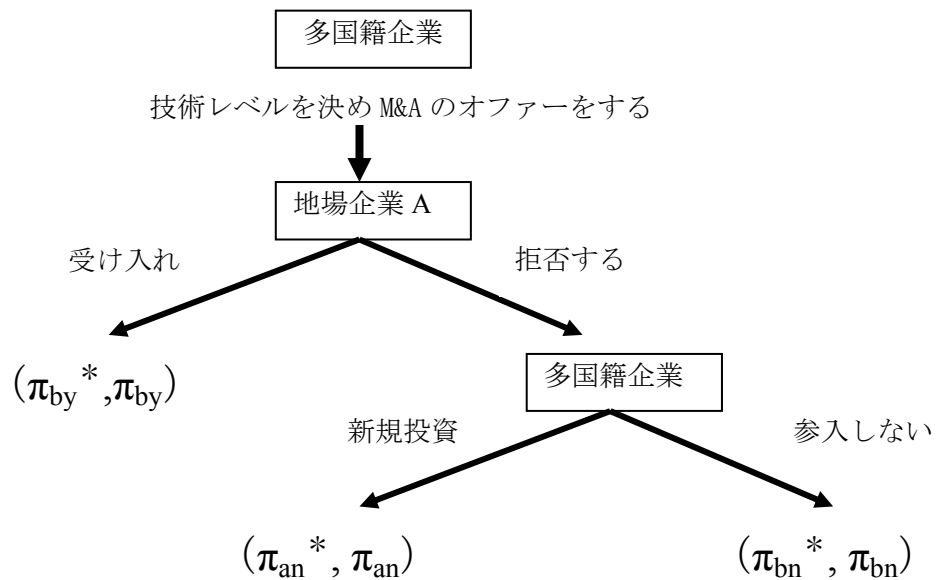
(出所) United Nations Conference on Trade and Development (2004), Annex Table A.III.13 より作成

図3 多国籍企業対地場企業

		地場企業 1 の戦略	
		受け入れる (y)	拒否する(n)
多国籍企業の戦略	新規投資を選択する(a)	(π_{ay}^*, π_{ay})	(π_{an}^*, π_{an})
	M&A を選択する(b)	(π_{by}^*, π_{by})	(π_{bn}^*, π_{bn})
	市場に参入しない(c)	(π_{cy}^*, π_{cy})	(π_{bn}^*, π_{bn})

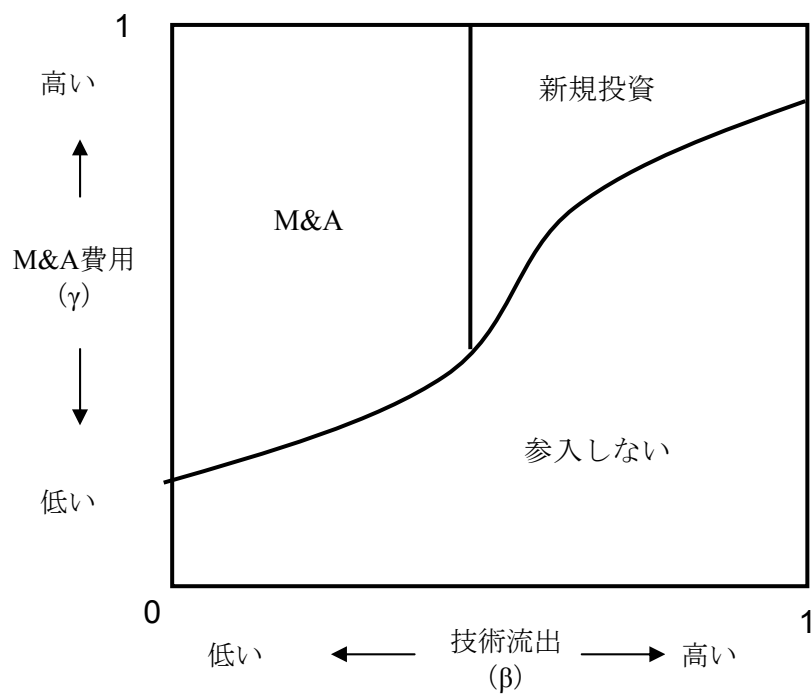
(出所) 筆者作成

図4 技術レベルと M&A 戦略



(出所) Yokota and Chen (2005)

図5 M&Aと新規投資の相対費用 (γ) と技術の流出程度 (β)



(出所) Yokota and Chen (2005)