

M & A について

福 光 寛

目 次

はじめに——経営者の自己保身説の衝撃と限界——

1. 通説：統合効果 synergy effect
2. 異なる視点：経営戦略の転換
3. IT 革命と水平的統合への傾向
4. 合併の論理としての経費節約 cost savings
5. 買収側の論理(1)——戦略展開の迅速性 agility
6. 買収側の論理(2)——critical mass の実現

おわりに——コンピテンスの獲得維持の困難性——

参考文献

はじめに——経営者の自己保身説の衝撃と限界——

M&A（企業買収）を経営者の行動を株主の立場から監視する企業統治（corporate governance）の観点から評価する声があることとその限界，さらに企業統治システム自体の変貌（内部統治への重点移行）は，福光（1999）で詳しく述べたところである。

ところですでに10年前になるが，Shleifer & Vishny（1988, 1989）は，企業の投資行動を経営者の保身行動 management entrenchment として体系的に説明した。彼らの議論は今でも新鮮で衝撃的 fresh and shocking である。

Shleifer & Vishny は経営者は（会社での立場から得られる報酬や待遇を維持拡大することを動機とする）保身のため，つまり自分の身分の安全化のため，自分のもとで高い価値を持つような投資 manager-specific investments

M & A について

(自らの履歴や経験に関係した投資)をしているとした。逆にいえばほかの経営者の方がうまく経営できる部門、あるいは自らの保身には役立たなくなった部門は分離売却されるわけだ。これは現実の企業買収の動機について、新鮮な解釈だった。なお経営者は、敵対的企業買収の脅威のもとでは自己保身的な企業買収とは異なる行動を迫られることになるともしている。

この説明はなぜ現実の企業買収に失敗するケースが多いかについても一つの説明を提供した。経営者は自分の保身のために投資を行い、その結果、経営者は株主から見て割高な投資を行うことになるというのがそのポイントである。たとえば規模の拡大(→経営者の威信の増加、経営者報酬の増加)、投資分野の多様化(→経営者の地位の安定化)が買収の目的となり、そのことが支払いの対価に反映する。それは結果として株主の側から見ると過大な支払いとなり、企業買収が失敗する要因ともなるというものである。

しかし本当に経営者はそんなに自己本位なのだろうか。あるいはこのような想定はそもそも正しいのだろうか。この疑問は経営者が株主の意向よりは自分の利益の追求のために行動するという議論が続くなかで、Shleifer & Vishny の議論のずっと前から出されてきたところである。企業買収の系統的研究の第一人者である Jensen (1984) は経営者が株主を害している証拠は揃っていない (no systematic evidence) としている。その後も Jensen (1988) は、これも経営者が株主利益を害する点である＝経営者が短期的視野に囚われている myopia かどうかは証拠には乏しい (little systematic evidence) とした上で、自社株を余り持たず、その報酬が企業価値より会計上の利益に関連付けられているとき、経営者は時々判断を間違えているとした。

では自社株の保有が低い経営者は自己本位なのか。経営陣の所有比率と企業の資産価値を比較した Morck et al. (1988) は、所有比率と Tobin's Q (企業の物理的資産の更新費用に対する企業の株式や負債の各市場価値合計の比率)を比較した。1980年12月の Fortune 500社について分析、所有比率0-5%

M & A について

では正の、5-25%では負の、さらに25%超では再び正の相関を見出した。この相関は次のように解釈できる。0-5%では所有比率が保身活動をするには十分でないことが示されたが、5-25%では保身活動が企業価値を損なう方向に作用していることが示され、25%超では経営者と株主の利益の一体化 convergence から経営者が株主利益に沿った行動をしていることが示されていると。ただしつぎのような点を Morck et. al が正当にも注目している点は彼らの研究の周到さを伺わせる。一つは株式絡みの報酬 (ex. stock bonus or options) が多い場合は、所有比率が低くても経営者の行動は株主寄りになるという点。今一つは創業者一族 (founder family) による保有が、この問題の性格を非常に複雑にしているという点である。

では経営者の保有比率は高いほどいいのか。Han & Suk (1998) はこの問題につきのように接近した。1988年から1992年までの NYSE/AMEX の企業データから選んだ5500社について、内部者 (役員、管理職、大株主など) の所有比率 (insider ownership) と株式収益率との相関を調べてみるという方法である。所有比率の平均値の自然対数ではプラスの相関。ところが自然対数の平方値ではマイナスの相関になる。ここから Han & Suk は内部者の過剰な所有比率は、経営者の保身行動にチェックがかからないことにつながるため企業の成果を傷つける結果になっていると解釈している。

ところがこうした所有比率 (所有構造) と企業資産価値 (企業業績) との相関の測定については、基本的な疑問も出されている。つまり所有比率が外部的に決定される (be exogenously determined) という仮定がそもそも正しいのか——所有比率が企業資産価値によってむしろ決定されるのではないのか (be endogenously determined) という疑問である (cf. Cho1998)。

このような実証研究の議論を考慮すると、所有比率が低い経営者が株主価値を損なう自己保身的な投資活動を行うという、経営者行動のロジックは、Jensen (1984) も述べていたように未だ十分な証拠固めが済んでいないと言えよう。

それに福光(1999)がすでに論じたように企業の業績は企業を取り巻く環境により多く影響されるのに、これらの議論が経営者の動機付けさえ正しければ企業の業績が必ず改善できるという前提で統計的計測に向かっているのは、そもそも経営戦略の意義を過大に解釈している。しかし反面では企業の競争力が企業経営者の調整・学習能力に多分に依存しているという認識は、人の集合体としての企業の本質を多分に言い当てている面がある。つまり経営者の行動のロジックには未解明な点が多い——とくに経営者の自己保身という点はなお証明が困難であるが、経営者の行動が企業の競争力に多大な影響を持っていることは否定できない。

企業統治論からも経営者の自己保身論からも切り離した場合、企業買収そのものは経営者の行動としてどのように説明されるべきだろうか。これが小稿の課題である

1. 通説：統合効果 synergy effect

今日のところ経営者の行動について多数説は、経営者は企業の所有者である株主の意向に沿った行動をしており(あるいはしようとする場合には)、その判断基準としては、企業の株主価値を増やすかどうかという基準を用いている(あるいは用いるべきである)とするものである(以下の説明は村沢1997, 荒木・伊藤1999, 北地・烏野1999などを再構成したものである)。

この議論はキャッシュフロー経営の議論を経由して最終的にはシナジー効果の高いものを買収するという議論の組み立てになっている。

企業において所有者としての株主の支配を貫徹させるために、経営者は株主の富の最大化を経営の目標とするべきだという議論は、経営者と株主との人格的分離が表面化して以来、何度となく繰り返されてきた。株主の富の最大化の指標としては、現実の市場での株価という指標がある。またこれはより厳密には、株主価値という理論的な価値指標に置き換えることができる(表1)。

表1 企業価値と株主価値

企業価値＝事業資産価値＋事業外資産価値
事業資産価値評価：継続価値ベース 事業外資産価値評価：清算価値ベース
株主価値＝企業価値－有利子負債価値
事業資産価値＝将来のフリーキャッシュフローの現在価値合計
営業キャッシュフロー＝税引き後利払い前利益＋減価償却費－運転資金増減
フリーキャッシュフロー＝営業キャッシュフロー－維持的設備投資

ところで株主価値の最大化を図る上で、企業はキャッシュフロー (CF) に着目する必要があるとして CF 経営が議論されている。

そもそも企業価値のうちの大部分を占める事業資産価値は、DCF 法 (discounted cash flow method) による価値評価では、将来の CF を割引率で現在価値に割り引いたものの合計と置ける。これまで我が国では将来の CF を多年度に渡って推定することのむつかしさや数式の意味の理解が普及しなかったこともあり、DCF 法は実務には長く定着しなかった。しかしバブル経済の崩壊後、現実に DCF 法を基準にした外人による企業投資が増加してきたことから DCF 法が急速に普及しつつある。

ところでこの企業価値から有利子負債価値を差し引いたものが株主価値である。株主価値を大きくするためには、有利子負債価値を減らすか事業資産価値を増やすかである。この事業資産価値の評価に CF がかかわってくるのである。

事業資産価値の改善には CF の改善が必要である。その具体的な手法は維持的投資は減額がむつかしい (制度的に決まる) とすると、営業 CF を改善する (利益率を上げる、運転資金を減らす) ことがポイントになる。営業 CF 改善のためには投資選択の問題があり、投資選択の基本には①資本コストを上回るような収益率が可能な投資に振り向けるということ、②一定部分を将来有望な事業や技術開発投資など将来のための投資に振り向けることが挙げられる。

①の選別法では、資本コストを上回る収益率を実現する事業部門を残し

M & A について

あるいは合併買収し、不採算部門を分離売却するというの基本である。

しかし事業統合が有するシナジー（統合）効果の大きさは企業ごとに違いがある。このシナジーは CF 水準に反映するので、この面からはシナジー効果の高い部に投資するのが投資判断の基準となる。

シナジーについてはあとでも述べるが、その効果は商品の性質に近いほど生じやすい。たとえばシナジーの具体的な中身として、共通費用を節約したり、提供商品の補完性を高めたりといった側面がある。このような効果は、商品の性格に近いほど生じやすい。

この議論で注意すべき点は買収企業が何か本業を持っているということが想定されている点である。そしてシナジーを強調するということは、買収先企業としてはこの本業と関わりのある企業が好ましいという価値観が持ち込まれている点である。

ただし単純に CF だけに着目した経営を行うことは、将来のための先行投資（当面の CF が低い投資）を低く評価することにつながり、経営の視点を短期化させ、有害だということも知られており、事業ポートフォリオ（事業の組み合わせ）はすべて CF の高い事業で固めるよりは、現在は低くても将来伸びる事業も抱えることが望ましいとされる。これが②の選別法で出てくる論点だが、その場合にも投資する事業先としては本業とのシナジーが共通して強調されることになる。

このように事業ポートフォリオを投資ポートフォリオと同様に様々な投資収益やリスクのもので組み合わせ、最適な組み合わせを追求する考え方を事業ポートフォリオ論と呼ぶことがある。これは事業や商品には盛衰のサイクルがあるとする考え方（プロダクツライフサイクル product life cycle）をベースにしている。

事業や商品はその盛衰に応じて、将来性はあっても金がかかり、CF から見ると問題児 problem child (question mark) とされるお金のかかる段階から、将来性もあり収益性もある花形役者 star の段階を経て新規事業の

M & A について

立ち上げ資金を供給する育て牛 cash cow の段階へと推移すると考えられる。ここから企業の存続を考える経営者としては（社会全体としては事業の生命が終わった企業が衰退し、新たな新興企業が勃興するというだけでもいいが）絶えず将来を考えて将来の花形役者を作るための先行投資が必要だとする考え方が出てくる。しかしこうした先行投資は短期的には CF の減少につながる。そこでキャッシュ・カウが中心になっている企業は「その事業がお金を稼いでいる間に、どのように有望分野への参入を図るかが戦略課題となる」（村沢1997）。

つまり企業が長い時間に渡って生き残るためには、事業ポートフォリオを再編してゆくことが必要だということである。たとえば旭化成が繊維→石油化学→住宅へと、またキャノンがカメラ→電卓→コピー→プリンタへと、それぞれ事業の中核を移動することで、企業として生き残ってきたことはしばしば指摘される。

事業への参入・撤退の判断において、CF 重視や株主価値を事業部門の再編に役立てている企業はすでに日本でも多い。日立製作所、東芝、ミネベア、コナミ、住友商事などが思い浮かぶが、ここでは東芝について説明する（cf. N98/12/28, N99/4/3, N99/9/15, 岩田1999, 北地・鳥野1999など）。

東芝は、1999年4月に社内カンパニー制（社内カンパニー制度は従来の事業部制に社内資本金制度を採用して、事業単位の貸借対照表を作成し損益計算に加え資産効率を計測するように独立採算制を進めたもの。しかし分社制度に比べると、なお本社からの独立は人事・マネジメントともに不十分である）を導入した。そして社内カンパニー制導入前後から事業の再編を積極的に行ってきたため、東芝のケースは事業部門ごとの収益管理を行いながら事業部門再編を進めた典型としてしばしば引用される。

1998年からの2年間に東芝が他社に移管・売却したのは、昇降機、モーター、ATM、空調機、といった事業。他方、参入・新規出資したのは、モバイル放送、映画・テレビ番組の制作・供給、インターネット検索、

CATV、次世代ディスプレイ、米半導体事業など。大型モーター事業については1999年10月に三菱電機と統合を行い折半出資会社を設立している。

2. 異なる視点：経営戦略の転換

企業買収を行う理由としては、通説が本業とのシナジー（統合）効果 synergy effect を強調していることは前項で論じた。こうした議論は、自ら事業を行っている企業が買収を行うという前提で議論を組んでいる。実はそこに議論の落とし穴がある。

よく知られていることだが企業買収において異業種への進出の扱いがここ20年ほどで大きく変化した。もともと1960年代には異業種への進出は、経営の安定化（事業多角化によりリスク分散、事業の補完性を高める）の有力な手法と議論され、そうして出来上がる複合企業 (conglomerates) は理想視された。

しかし投資家である株主自身は、資本市場が効率的であれば資本市場を通じた分散投資により効率的にかつ安上がりによりリスク分散を図れることが指摘されるようになり (Porter1987や村沢1997の議論ではこの主張が強い)、また異業種間でシナジー効果を得ることの困難もあって、企業は本業の競争力のある得意分野 (core competencies) での企業買収に力を注ぐべきだとの議論が目立つようになった。関連性のない異業種への進出が市場から評価されない (conglomerate or diversification discount) ことについての実証研究も、このような主張を後押しした。コングロマリットの強さは、「資本市場の不効率性、政治的影響力の重要性、経営能力の不足」の反映だという極端な議論もある (Karnani1999)。

こうした議論もあって一時期、異業種への進出はシナジー効果の実現を前提にしたものに限られるべきだとか、なんらかの経営資源の共有により経済性を高めるものに限られるべきだと解説された (Porter1987や堀ほか1995を見よ)。つぎのような解説もこのタイプの議論だ。

M & A について

「1990年ごろ [の我が国の M&A で] ……本業の戦略で動いた企業はバブル崩壊を経たいまでも持ちこたえている。その一方で本業とはまったく関係がない、たとえばメーカーや流通業がホテルを買ったようなケースのほとんどが、その後破綻している」(吉田1999)

しかしさらに最近になると、このようなシナジー強調の議論からは否定されるはずの全くの異業種への進出が肯定されるようになってきた。

実は企業買収の担い手としては、自身は特定の事業を行わないで純粹にビジネスとして企業買収を行う企業やファンドの存在が無視できない。このような担い手は、買収した企業をいつまでも保有し続けることを予定するものではない。投資資金の回収を予定しており、買収した企業を転売することも想定している。従って保有企業間のシナジーを実は強く求めないこともある。つまり企業買収においてシナジーを強調する議論は、このような *non-synergic type* の企業買収を最初から考察の対象から外して、事業会社間の買収に視野を限定しているのである。

これに対して *LBO firm* という *financial firm* による企業買収を検討した *Anslinger & Copeland 1996* はシナジー効果に欠けた *nonsynergic* 企業の買収でも経営戦略の転換を実現することで成功することを見いだしている。自らは事業を有しないが企業買収の仕掛け人となる *financial buyer* は普通10年間位のタームで投下資金の回収を考えているから、買収した企業を保有し続けるわけではもともとない (cf. 佐山1999)。当然、投資先企業間のシナジーは買収先決定において絶対に不可欠な要素ではない。こうした *financial buyer* による企業買収が相当数ある以上、その意義も説明されるべきだ。

このようなシナジー効果を目的としない企業買収が成功するのは、たとえば顧客サービス・従業員教育・品揃え・投資などで経営の方針が従来とは変わってくることで収益率が改善することに理由がある。つまりここに経営戦略の転換こそ、企業買収の本質であるという新たな視角が登場する

M & A について

のである。

この論点に関連して、グループ経営をめぐる考え方が、近年、参加企業の自立性を強調する方向にあることも注意される。そこからはシナジーという言葉自体が「もたれ合い経営」の象徴として否定的に使われている。たとえば

「もはや重電のモーター技術を家電に応用できるというような総合経営のシナジーに頼ろうとしてはいけない。自立できない事業はやめてもらっている。」(香山普・東芝常務, 東洋経済00/4/15)

これに対しては自立性を高めればうまくゆくというのは根拠がないという批判もありうる。だが多角化による事業内容の複雑化は、親会社との間での調整に要するコストを高めるとすれば (Porter1987), 現場にいる経営者が親会社の方針を理解し目標を達成している限り, 現場の経営陣にできるだけ判断権を与えるというのはこの調整コストを減らす合理的解決に見える。

そもそも伊藤 (1999) も指摘するようにグループ経営の実態は、グループ企業間の連携＝シナジーを強調するもの、役割分化を強調するものなどモデルは多様である。しかし、流れは参加企業が自立的である方がグループ全体の利益はより高まるとする方向にある。伊藤・須藤 (1999) などはグループ経営というものは、親会社の関係会社支配という段階から、親会社と関係会社がそれぞれの役割を自覚して自立してグループ価値の向上を目指す段階へと進化するのだと進化論的な議論を展開している。

この方向で考えるならば、financial buyer だけでなく一般的に事業会社が企業買収を考える場合も、シナジー効果を得にくくても経営戦略の転換でその企業自身の企業価値を高められるようなケースでは、買収して企業価値を引き上げる戦略は、投資としては合理性があることになる。

ただこのことをあくまでシナジー効果にこだわって、被買収企業から買収企業に経営資源が移転する通常のケースとは逆に、この場合は買収企業

M & A について

が被買収企業に新たな経営戦略という形で経営ノウハウという資源の移転（あるいは情報の共有化）を行ったのだ——そうした経営資源の移転により、両者でシナジー効果が生じたのだと解釈することはもちろん可能である。

3. IT 革命と水平的統合への傾向

買収・合併の上位概念である統合をここでは表2のように区分しておく。

表2 統合の分類

水平的統合	horizontal integration
垂直的統合	vertical integration
川下（前方）統合	forward integration
川上（後方）統合	backward integration
異業種統合	differential integration

資料：堀ほか1995

企業買収には異業種のほか、同業種の買収（水平的統合と呼ぶ）、最終消費者に近い方向（川下）か原材料に近い方向（川上）への買収（垂直的統合と呼ぶ）の区別がある。程度の差はあってもシナジーはいずれの買収でも発生するが、水平的統合の場合が一番大きいと考えられる。また異なる会社を統合した時に生ずる統合によるコスト（摩擦や調整コスト）も、業種の差が小さければ小さいと考えられる。シナジーとか統合コストの面から水平的統合は好ましいことになる。

水平的統合には、「同一業種の競合他社」の吸収・合併（堀ほか1995）あるいは「同一の市場で技術的関連のある企業同士の M&A」（北地・鳥野1999）といった定義がある。水平の概念はかなり曖昧であるが、同一業種あるいは同一市場内を問題にしている。厳密には同一産業の同一商品についてというべきかもしれないが、たとえば飲料メーカー同士の統合は水平的だと理解される。つまり厳密に同一でなくても競合性がある商品を販売している企業同士は水平的なのだ。この統合は、同一産業で過剰生産の調整の必要がある場合にも、同一産業の生産量・供給量・シェアの増加が競

争上求められる場合にも生ずる。

垂直的統合については、つぎのような不確実性の排除というメリットが考えられる。そもそも垂直的統合は、互いに買手・売手になっている企業間での買収・合併である（北地・烏野1999）。こうした商取引で、企業が独立している場合は、競争が存在することで効率的な価格形成が行われやすいというメリットがあるが、そこには企業間で契約の交渉をするコストがあり、各企業が将来の不確定な状況のもとで契約を履行するかどうかのリスクがつきまとう。技術やデザインをめぐる打合せや対立・調整は、統合に進んだ場合の社内での調整に比べてより複雑にならざるを得ないし、コストもかかる。また企業が異なっている場合、技術者間で情報を共有することには限界がある（Hubbard1999）。統合はこうした不確実性や限界の排除——コスト論的にはそこで必要なコストの引下げが動機になっていると考えられる。

川下への垂直的統合は、生産業者と販売（あるいは流通）業者の間で抗争（依存）関係があるときや、消費者への接近が競争上決定的であるときに生ずる。こうした統合によって、生産・物流の効率化が可能となるかもしれない。あるいは消費者への販売価格の統制がより容易になるかもしれない。また原材料の支配を競争上必要とする場合や原材料メーカーとの交渉にコストがかかり過ぎるときは川上への統合が促されよう。いずれにせよこのような統合によって同業他社に比べて有利な競争上の立場を構築すること（有利性の確保）が、競争の側面から見て統合の目的になるのである。

しかしここにきて情報通信革命が、水平的統合に進む力を強めていると議論されるようになった。この議論の最初は Butler et al. 1997 だと考えられる。Butler et al. はインターネットに代表される情報通信技術の革命（IT 革命）が垂直的統合への力を弱め、水平的統合への力を強めていると論じたが、この問題は企業買収だけでなく企業社会の今後を考える上でも

M & A について

重要な論点だと言える。

彼らによれば、この革命は、相互調整費用 *interaction costs* の劇的な低下をもたらすが（たとえば銀行の預金処理のコストは窓口での処理に比べインターネット取引では10分の1程度に下がると言われている）、それは企業と企業との間、企業と顧客との間で、探索や交渉のために必要だった相互調整費用の劇的な低下を意味している。その結果、企業内に垂直的統合を維持しているメリットが急速に低下するというのがポイントである。そのため企業は垂直的統合を解体して、外部市場の利用やアウトソーシングの活用に向かうことになる。また顧客とのダイレクトな受注販売に進むことになる。確かにネットを使った部品や原材料取引が企業間で進んでいることや代理店などを外して企業が顧客とネットを通じて直接受注販売を始めていることは、この指摘を裏付けている。他方でこの革命が意味している多様な商品の販売・物流におけるコストの低下は、豊富な品揃えを実現する水平的統合の価値を高めている（なおこうしたコストの低下に大きく貢献するものとして商品規格の標準化 *standardization* があり、標準化の進展も水平的統合を進める要素となる）。この結果、垂直的統合が解体される一方、水平的統合が促されるといった現象が生じているというのである（cf. Butler et al. 1997）。

この水平的統合への傾向の議論をメディア産業に応用した議論に、コンテンツ産業の複合化・水平的統合を指摘するものがある（表3）。また垂

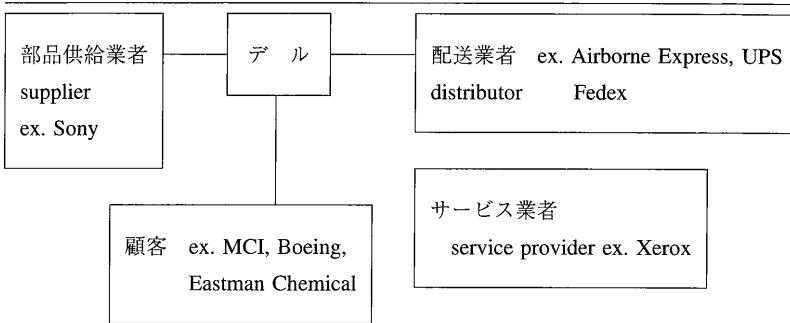
表3 メディア産業における水平分業型移行

過去	コンテンツ（映画・音楽・ゲーム・新聞・出版・テレビ）産業が個別のルート（VTR・CD・紙・電波）でコンテンツの提供も行う
	↓
現状	ネットを通じたコンテンツを融合した情報提供が爆発的に拡大
	↓
将来	コンテンツ産業はメディア産業として複合企業に変貌・総合化 情報インフラ産業は巨大化し規模の経済を追求（低コスト・高速化が課題）

資料：『東洋経済』99/11/20

M & A について

表4 デルのビジネスモデル (virtual integration)



- ・ 1984年の創業時から受注生産方式 (BTO=build to order, direct system)。1996年からはネットによる販売に急速に移行。ネットを通じた1日当り売上97年3月100万\$, 97年5月200万\$, 1999年5月1800万\$ (全売上の30%)。2000年中に全売上の50%はネット経由と想定。
- ・ アウトソーシング (垂直的統合の否定), 技術の性質に応じた少数のサプライヤーとの長短のパートナー関係で在庫回転速度 inventory velocity の加速化。在庫の存在によるコストとリスクの圧縮, 平均在庫日数8日, 受注から出荷まで5日。
 サプライヤーは在庫水準と補給の必要の情報を時間単位で共有。
- ・ 直接販売により介在チャネルを排除することで需要情報を正確に把握。
- ・ 利益率 (付加価値率) の高い大口顧客 large customers にサービスを集中。
 例 支援要員の常駐派遣・大口顧客を集めた定期的会合での情報交換 (顧客の不満の吸い上げ・不満への対応の報告)。
 ソフトの顧客別事前インストール, 顧客ロゴシールの事前貼付。
 ネットサイトからの大量の技術情報提供, 商品情報提供・注文受付。
- ・ 顧客のニーズに合った技術の選別の支援が企業の目標。

資料: *Harvard Business Review*, June-July 1998, *Fortune*, Mar. 1, 1999.
 富士通総合研究所 (<http://www.fujitsu.co.jp>)

直的統合の解体の例として顧客への直接販売を展開しているデル (Dell Computer Corp.) がある。デルのビジネスモデルは日本でも最近繰り返し報道され, すでに詳しく検討されている (表4)。デルは PC 企業としては後発の利点を生かして, 垂直的統合を意識的に拒否してアウトソーシングで効率性を追求してきたが, 近年の IT 革命はこうしたデルの経営を時代

に適合したものに押し上げる役割を担ったと考えられるのである。

4. 合併の論理としての経費節約 cost savings

ところで企業買収の要因の説明は近年大きく変化してきている。そこでここでは伝統的にはどのように説明してきたかをまず確認したい。伝統的説明は、どちらかという与企业合併などに追い込まれた企業の立場での説明になっている。

そこで一番よく使われる理由は経費節約 cost savings である。

すなわち企業統合は研究開発、管理、物流、販売など多く部門での重複を削減する可能性を生み出すというものである。共通する固定費（固定設備や管理経費）を削減する可能性である。生産量の拡大が生み出す規模の経済の効果 (economies of scale) とも重なっている。これは企業統合におけるシナジー効果の代表的なものであり狭義にシナジー効果といえばこうした側面が注目されてもいる。こうしたシナジー効果は同一国で同一産業での買収合併において生じやすい。また素材の使用量や調達資金量が大きくなることで、交渉力が増し、素材調達コストや資金調達コストを引き下げることができるといった議論もある。このほかシナジー効果に含め得るものに、技術、商品や市場の補完性が高まり企業の競争力が全体として強化される側面がある。

たとえば2000年3月に発表された日本製紙（業界2位）と大昭和製紙（業界4位）の統合（2001年3月に持ち株会社設立 98年実績の洋紙のシェアは合計32.2%で王子製紙を抜きトップになる）では、つぎのような経営改善施策が挙げられている (N00/3/25-00/3/28)。

まず生産統合（生産拠点の統合・ユーザー対応の結果膨張した品種を両社で調整統合で収益改善・設備廃棄を含めた集約）・原料の共同調達、製品の共同運送、販売部門統合、人員削減、設備投資圧縮、リサイクル法に対応した軽量化のための新製品開発での協力（開発費抑制）、植林事業など環境対策投

資でも協力，人員削減（早期退職優遇，定年退職者不補充），有利子負債削減などである。

なお過剰な生産能力・供給能力を廃棄する必要が挙げられることもある。ただ設備廃棄を含めた集約は経営を統合して少し時間を経過してから行うのが普通のようなのだ。

たとえば1998年10月に日本のセメント業界では秩父小野田セメント（業界1位）と日本セメント（同3位）が合併して太平洋セメントが発足した（シェア4割）。背景には不況下の価格競争の中で各社がコスト引下げを目指して生産規模を拡大，過剰設備が深刻化したことがあった。しかし同社が設備投資能力の削減に踏み込んだのは1年6ヶ月後の2000年3月である。そこで太平洋セメントは香美工場（旧日本セメント系）と秩父工場（旧秩父セメント系）を分社化の上，生産能力を半分以上にし，事業の中心を産業廃棄物や下水汚泥の処理など環境事業にシフトさせる方針を明らかにしている（N00/3/28）。

経費節減・過剰供給能力の廃棄といった伝統的説明に対して，最近，① agility ②critical mass ③competence の3つの要素が新たな説明として頻繁に使用されるようになった。これらの新たな説明は，企業買収の肯定的側面を前面に出したものであり，企業買収を仕掛ける側の論理として語られることが多い。つまり伝統的説明から「新たな説明」への移行は，企業買収が日本の企業の経営戦略として積極的に使われるようになった近年の状況——企業買収を仕掛ける側の論理が優先し始めている社会状況を反映しているのである。

なお説明法のなかに，合併に追い込まれた企業の論理と，買収を仕掛ける側の論理があり区別されるべきだという問題のほかに，景気の循環局面や，その企業や市場の成熟度の問題が重なっている点は注意が必要である。

たとえば不況期や成熟産業の場合，シェアとか販売高とかを大きく伸ばすことは困難だが，そうした場合には，シェアとか販売高などを増やす策

として、M&A 戦略が取られることがある。また株式交換方式による企業買収の場合は、株価の高騰は交換株数の減少という形で買収コストを下げ買収を容易にする。そこで株式交換方式が認められている場合には、株価が高騰する局面では積極的な企業買収が促されることがある。

以下、最近の新たな説明の要点を順に解説する。

5. 買収側の論理(1)——戦略展開の迅速性 agility

企業買収の基本問題として、買収して事業を立ち上げるのは、事業計画を作り投資をして人や組織を作り上げるといった全くの新規参入との比較・選択の結果だということは明らかである。買収が選択されるのは企業戦略展開の迅速性 agility が優先される場合である。既存企業を買収することで、事業スタート時の様々なリスクを回避し、時間を買うことになる。新規にスタートする場合に比べ参入が失敗するリスクを下げるとともに、経営展開の迅速性 agility = スピードを確保できる (岩田1999)。

この問題は将来のコアになりそうな有力な事業への参入の問題としても理解することができる。参入の障壁が高く、したがって参入のコストとリスクが高いにも関わらず、事業の成功にとって参入の時間が早い方が決定的に好ましい場合には、既存企業を買収することでの参入が有力な選択肢となる。そもそも障壁が低い場合は投資利益率が一般に低い上に、市場は代替品に溢れ過当競争に陥っている可能性もある。この参入障壁の内容で近年の議論で強調される特徴を3点に分けて述べる (参入障壁に関する以下の議論は Chevallier1999・Porter1979・Porter1987・相業1999ほかを再構成したものである)。

① sunk cost : こうした障壁の高さとして、必要な初期投資額の大きさや製品差別化の程度はかねて指摘されていた点だが近年指摘が目立つのはお金の性格である。投資したらもはや回収不能の埋没費用 sunk cost の大きさとしてこれを問題にするようになった。たとえば転用不可能な研究開

発投資や広告宣伝費用など創業時に必要な費用が大きいことは埋没費用が大きいとして参入を妨げるとするのである。

②switching cost：このほか既存企業が提供している商品の革新性、模倣の困難さ（製品差別性）も参入の障壁となる。ここで最近指摘が目立つのは築き上げられたブランドイメージ（イメージを築くための広告宣伝の展開）、消費者サイドの既存企業の評価や使用ブランドへの愛着（顧客のロイヤルティ）などだが、とくに顧客の乗換え費用 switching cost（試し買いの費用 trial cost など）の大きさなどが参入を妨げる要因になるとする。

③learning curve：最後に目立つもう一つは学習効果（学習曲線）についての指摘である。これは既存企業は生産の継続によって、ノウハウや技術を蓄積して生産効率を上げているというもので、この学習効果 learning or experience curve advantage による既存企業の生産効率の高さも参入を妨げる要因になるとする（このほか既存企業が事業を先行していることによる既存企業による原材料の支配、流通網の系列化も参入を困難にする）。

6. 買収側の論理(2)——critical mass の実現

前項で述べた迅速性は企業買収に一般的に指摘できる積極面だが、近年の情報技術の進展から拡大しつつある水平的統合については、critical mass の実現という議論が注目される。

もともと水平的統合は、規模を拡大することによる生産面での規模の経済 economies of scale の追求という点から理解される面（たとえば生産量の拡大による生産コストの低下、調達コストの低下など）があるが、近年強調されるのは critical mass（競争上必要な生産量・シェア）の実現である。

とくに顧客が商品を知覚するのに必要な critical mass の供給を速やかに実現することが、商品販売で優勢になる＝市場への浸透 market penetration には必要だと議論されるようになっている。

消費者には他の消費者と同じように行動する群れ bandwagon or herd

としての行動が観察されるが、critical mass を越えるところから顧客が顧客を呼ぶような連鎖効果 chain effect が働く。このことが消費者を掴んだある商品の一人勝ち winner-takes-all を生み出す。critical mass は、商品(サービス)への接近の容易さが商品価値に大きな影響を与えるような場合や主商品の供給のあと主商品を補完する商品が続けて供給されるような場合に生じやすい。消費者が購入前の商品への評価に影響されること、消費者が接近へのコストが低いものを好み、しばしばリスク回避的であることから説明される。とくに耐久財の分野では一度購入された商品は買換えが困難だということが、また試し買いの価格が高価な商品は試し買いがコストと認識されることから、リスク回避の行動を生みやすい(Cool1999)。

このような critical mass は競争の国際化によって、より上位の水準に高まっているとされる。たとえば国際競争業種では国内のシェアが従来の30%以上でなく40%以上が最大手企業の目安になりつつある。公正取引委員会が合併審査基準を1999年1月から緩和し、従来、合併後の国内シェアが25%以上の場合は重点審査の対象として規制していたものを、実質的に解除したとされるのもこうした状況の変化を反映したものと見える(N99/15, A99/6/5)。

critical mass の議論を前提にすると、シェアを競争が激化している市場や急速に成長している市場で落とすことは、競争上、その企業が不利な立場に追い込まれることを意味している。また多国籍企業では世界市場でのシェアを基準に調達先を絞り込む動きが広がっており、世界市場で一定のシェアを持たないメーカーは企業向け市場からはじきだされる傾向が強まっている(N99/7/15)。このシェアを短期間で上げる方法としてM&Aへの関心が高まっているのである。

むすび——コンピテンスの獲得維持の困難性——

最後に企業買収の本質に絡む点に買収をして買収側が得ようとしている

M & A について

ものは何で、それはどのようにして得られるのかという問題を論ずる。これは **competence** 競争力の維持・移転の問題である。

買収で得られるものとは表面的には、相手企業が現在抑えている市場であったり、補完的な商品、ブランド、技術の入手だったりする。しかし営業権とか技術やブランド自体を買うのではなく、企業そのものを買うということは、実は、そこで入手しようとしているものは、これらの表面的なものを生み出している競争力だということが問題である。

Capron (1999) の買収時の動機調査によると、253の水平的企業買収のケースでは、新しいブランドや商品の入手が52%の企業で重要な動機だった。規模の経済の追求という動機はそれより低い位置にあった。研究開発・物流・管理といった部面では規模の経済の追求が32%の企業にとって重要な動機になっていた。また買収後の意識調査では、市場カバレッジの上昇に該当企業自身の満足感が高い（地理的カバレッジ70%、品ぞろえ64%）、売上高や市場シェアの上昇にも肯定的（売上高59%、市場シェア56%）。しかしノウハウの移転では満足感は下がり（研究開発能力49%、製品品質47%）、費用削減ではさらに低くなる（生産費用46%、投入費用40%）。Capron は結論として、企業はもう少し競争力の移転を通じた企業統合の効果に注意を払い、被買収企業の資産の削減に慎重であるべきだとしている。

ところで最近競争力として注目されているのは先端的な技術である。そしてこうした技術を取り込むための企業買収 (A&D: acquisitions & development) が注目されている。

2000年3月末に創業以来わずか17年でマイクロソフトを抜いて株式時価総額で世界トップに一時躍り出たシスコシステムズ（ルーター＝デジタル信号を音声や映像に振り分けるもので中継機と訳される＝で世界最大シェアだが、今や通信インフラ企業として発展中）は最新の先端技術を取り込むため企業買収を積極的に行っている。A&D は顧客の要望を踏まえて新技術を持っている会社を買収、真先に製品化して市場シェアの独占を狙うものだが、シ

M & A について

表5 事業会社による A&D のための投資の事例

出資会社	投資金額	発表等	投資分野
CVCF(NEC) 1次	6000万\$	97	米シリコンバレーの VB
PDCC (松下電器)	5000万\$	98/10	米シリコンバレーの VB
ソフトバンクほか 1次	123億円	99/7	ネット関連国内新興企業
光通信キャピタル 1次	332億円	99/9	ネット関連
WING・ニコウ・IT ファンド(富士通)	3000万\$	99/10	内外ネット関連
CVCC(NEC) 2次	1億\$	99/10	米シリコンバレーの VB
日立製作所中期経営計画	3000億円	99/11	情報システム インターネット
京セラ/ゴールドマンサックス	300億円	00/1	ネットなど情報関連 VB
東芝グループ	1000億円超	00/3	ネット関連 VB 子会社
ソフトバンクファイナンスほか 2次	1600億円超	00/4	ネット関連国内新興企業

資料：A00/1/27, N99/9/9, 99/10/8, 00/1/17, 00/2/9, 00/3/19 ほか予定を含む

スコの場合は一つの技術について15社前後を比較して買収決定するなどその買収プロセスは極めて体系的である。1999年の18社を含め1999年までの7年間に約50社を買収しているが、2000年にも約20社以上を買収予定という (N00/3/18; 00/3/29)。

日立製作所、NEC、富士通、松下電器など日本の大メーカーの間でも技術開発のスピードを速めるために内外のベンチャー企業を買収し、取り込んだ技術を製品開発に役立てる動きが見られる (表5)。このような買収はメーカーにとっては、自社開発の技術に固執せず新技術を吸い上げることで成長のチャンスを確保することになると同時に将来のユーザーを確保する狙いもあるとされる。逆にベンチャー側にとっては、メーカー側の経営資源 (販売流通ルート、人的資源、信用力、経営ノウハウなど) の提供に期待があると言われている (A00/1/27; N00/3/18)。

こうした A&D も念頭において、つまり技術を具体的な例として念頭に置きながら、企業買収の本質を考えてみよう。すると確かに現在保有している技術は目に見える要素だが、技術そのものでなく企業を買収するということは引き続き先端技術を生み出していけるような組織かどうか (企

M & A について

業組織や人材などの条件が維持されるか)ということが買収の基準にあると想定できる。

コンピテンスについてのすでに古典になった論文のなかで Prahalad & Hame は、経営者や上級幹部の調整・学習能力が企業のコンピテンスの根源にあると説明している (Pralhad & Hame1990)。この説明は買収後の経営幹部の流出がなぜ企業のコンピテンスの低下につながるかをよく説明している。またなぜ買収企業が被買収企業の経営者の多くを企業買収後もその地位に留めることが多いのか (cf. Anslinger & Copeland 1996) も、このコンピテンスと経営者とのつながりからは、よく理解できるのである。

そもそも買収の目的が技術の吸い上げに終わらないとすれば、組織の統合は直接の目標ですらない。買収した企業が引き続き、この場合であれば競争力のある技術を生み出せる企業であるかどうかがむしろ問題なのであり、統合よりは組織の自律性を守ったりや人材の流出を防ぐための適切な報酬制度の導入が、コンピテンスの維持に大きな役割を果たすことになる (cf. Coyne et. al 1997)。このようなコンピテンスの性格についての無理解が買収の失敗をしばしばもたらすのである。

以上の点に絡んで、時間が経過し環境が変化する現実の市場の中で企業買収を成功させる難しさというものも注意される必要がある。買収した企業 (事業単位) が引き続きコンピテンスを維持し、さらに新たに生み出す企業として存続を続けること (別の言い方ではコンピテンスの獲得・維持・移転が実現するか) が企業買収が成功したと評価される意味だが、そのためにはその企業は市場環境の変化にも対応しなければならないということである。

つまりその企業は自社や買収した企業のコンピテンスの中身たとえば顧客の支持が得られている理由を自覚しその再生と強化を図っていかなくてはならないが、問題はそれだけではない。それと同時に、時間の経過とともに不可避な環境の変化 (製品の差別性や価格優位性の喪失・新しい技術の

M & A について

出現・顧客の嗜好の変化など) に対応して、たとえば場合によっては技術開発重視型から費用節約重視型へとといった価値体系の変換——不連続的な discontinuous 大きな変化を含む姿態変換 metamorphosis も求められる (cf. Glucksman 1998)。こうした環境への適応をも実現した企業のみが結果として企業買収の成功者ともなるのであり、このように総合的な経営能力が問われる点に企業買収のむつかしさが潜んでいる。

参 考 文 献

References (関連文献が膨大であるので、小稿作成に実際役立つものに限定した)

Japanese material

荒木隆司・伊藤洋「事業価値評価とリストラクチャリング」『DHB』Dec.-Jan. 1999.

相葉宏二『MBA 経営戦略』ダイヤモンド社, 1999.

伊藤邦雄『企業価値を経営する』東洋経済新報社, 1999.

伊藤良二・須藤実和「グループ再編の戦略と方法」『DHB』Dec.-Jan. 1999.

岩村充「企業買収あれこれ」<http://markets.kyodo.co.jp/yomoyama10.htm> ©1998

大畑康寿「暖簾分けの伝統をプロジェクトファイナンスの手法で生かす MBO」『金融財政事情』1999/2/22.

岡田羊祐「産業組織論から見た日本の M&A」『経済セミナー』525,1998/10.

北地達明・鳥野仁『M&A 入門』日本経済新聞社, 1999.

コーブランドほか 伊藤邦雄訳『新版 企業評価と戦略経営』日本経済新聞社, 1999. Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin, *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company, 1995.

小島郁夫『企業合併で会社はこうなる』中経出版, 1999.

佐藤昌俊・海野由喜代「M&A の種類としくみ」『税務弘報』47-8, 1999.

佐山展生「拡大する日本の M&A の可能性」『資本市場』1999/8.

トーマツ編『新版 M&A 実践のノウハウ』東京経済情報出版, 1999.

長谷川俊明『持ち株会社と M&A の法務戦略』シグマベイスキャピタル, 1999.

浜谷敏「ネットワーク社会の消費者と企業」『FRI Review』1999/4.

福光寛「変貌するコーポレート・ガバナンス」『成城大学経済研究』147, 1999/12.

保科充弘「戦略的 M&A の実践」『企業診断』1999/6.

M & A について

- 堀義人ほか『MBA マネジメント・ブック』ダイヤモンド社, 1995.
村沢義久『グローバル・スタンダード革命』ダイヤモンド社, 1997.
吉田允昭「企業細胞の活性化に遺伝子工学の役割を果たす」『金融財政事情』
1999/2/22.

English material

- Anslinger, Patricia L., and Thomas E. Copeland, “Growth through acquisitions: a fresh look” in *Harvard Business Review*, Jan.-Feb. 1996.
—————, “Growth through acquisitions: a fresh look” in *The McKinsey Quarterly* 1996 Num. 2.
Butler, Patrick, et al., “A revolution in interaction” in *The McKinsey Quarterly* 1997 Num. 1.
Capron, Laurence, “Horizontal acquisitions: the benefits and risk to long-term performance” in *Financial Times Mastering Strategy (FTMS)*, Nov. 8 1999.
Chevalier, Judith A., “The pros and cons of entering a market” in *FTMS*, Nov. 1 1999.
Cho, Myeong-Hyeon, “Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis” in *Journal of Financial Economics* 47, 1998.
Cool, Karel, “Critical mass and the winner-takes-the-all-battle” in *FTMS*, Dec 13, 1999.
Coyne, Kevin P., Stephen J. D. Hall, and Patricia Gorman Clifford, “Is your core competence a mirage?” in *The McKinsey Quarterly* 1997 Num. 1.
Denis, David J., and Atulya Sarin, “Ownership and board structures in publicly traded corporations” in *Journal of Financial Economics* 52-2, 1999.
Eccles, Robert G., Kersten L. Lanes, and Thomas C. Wilson, “Are you paying too much for that acquisitions?” in *Harvard Business Review*, July-Aug. 1999.
Fluck, Zsuzanna, and Anthony W. Lynch, “Why do firms merge and then divest? A theory of financial synergy” in *Journal of Business* 72-3, 1999.
Franks, Julian, and Colin Mayer, “Hostile takeovers and the correction of managerial failure” in *Journal of Financial Economics* 40, 1996.
Gertner, Robert, and Marc J. Knez, “Vertical integration: make or buy decisions” in *FTMS*, Nov. 29 1999.
Gillan, Stuart L., and John W. Kesinger, John D. Martin, “Value creation and corporate diversification the case of Sears, Roebuck & Co.” in *Journal of*

- Financial Economics* 55-1, 2000.
- Glucksman, Maurice, and John Morecroft, "Managing metamorphosis" in *The McKinsey Quarterly* 1998 Num. 2.
- Gorton, Gary, and Matthias Kahl, "Blockholder identity, equity ownership structures, and hostile takeovers" in *NBER Working Paper* No. 7123, May 1999.
- Grubb, Thomas M., and Robert B.Lamb, "Exploiting opportunities when your rivals merge" in *Across The Board* Jan. 1999.
- Hagel III, John, and Marc Singer, "Unbundling the corporation" in *Harvard Business Review* Mar.-April 1999.
- Han, Ki C., and David Y. Suk, "The effect of ownership structure on firm performance: additional evidence" in *Review of Financial Economics* 7-1, 1998.
- Hubbard, Thomas N., "Integration strategies and scope of company" in *FTMS*, Dec. 6 1999.
- Jensen, Michael, "Takeovers:folklore and science" in *Harvard Business Review* Nov.-Dec. 1984.
- , "Takeovers: their causes and consequences" in *Journal of Economic Perspectives* 2, 1988.
- Karmani, Aneel G., "Five ways to grow the market and create value" in *FTMS*, Oct. 18 1999.
- Kester, W. Carl, and Timothy A.Luerman, "Rehabilitating the leveraged buyout" *Harvard Business Review*, May-June 1995.
- LaPorta, Refarel, Florencio Lopez-De-Silanes, and Andrei Shleifer, "Corporate ownership around the world" in *The Journal of Finance* 54-2, 1999.
- Loughran, Tim and Anand M. VIJH, "Do Long-Term shareholders benefit from corporate acquisitions" in *The Journal of Finance* 52-5, 1997.
- Margretta, Joan, "The Power of Virtual Integration: An Interview with Dell Computer's Michael Dell" in *Harvard Business Review*, Mar.-Apr. 1998. 森尚子訳「バーチャル・インテグレーションが生む競争優位」『DHB』 June-July 1998.
- Mitchell, Mark L., "The value of corporate takeovers" in *Financial Analysts Journal*, Jan.-Feb. 1991.
- Mikkelson, Wayne H., and M.Megan Partch, "The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover" in *Journal of Financial Economics* 44,

1997.

Morck, Randall, Andrei Shleifer and Robert Vishny, “Management ownership and market valuation” in *Journal of Financial Economics* 20, 1988.

Porter, Michael, “How competitive forces shape strategy” in *Harvard Business Review*, Mar.-Apr. 1979. 関根次郎訳「5つの環境要因を競争戦略にどうとりこむか」『DHB』Feb.-Mar. 1997. 竹内弘高訳「競争要因が戦略を決める」『競争戦略論Ⅰ』ダイヤモンド社, 1999.

—————, “From competitive advantage to corporate strategy” in *Harvard Business Review*, May-June 1987. 訳者不明「競争優位戦略から総合戦略へ」『DHB』Aug.-Sept. 1987. 竹内弘高訳「競争優位から企業戦略へ」『競争戦略論Ⅰ』ダイヤモンド社, 1999.

Prahalad, C. K., and Gary Hamel, “The core competence of the corporation” in *Harvard Business Review*, May-June 1990. 坂本義実訳「コア競争力の発見と開発」『DHB』Aug.-Sep. 1990.

Rappaport, Alfred, and Mark L. Sirower, “Stock or cash?” in *Harvard Business Review*, Nov.-Dec.1999.

Schwert, G. William, “Hostility in takeovers in the eyes of the beholder?” in *NBER Working Paper* No. 7085, April 1999.

Schnitzer, Monika, “Hostile versus friendly takeovers” in *Economica* 63, 1996.

Shleifer, A., and R.Vishny, “Value maximization and the acquisition process” in *Journal of Economic Perspectives* 2-1, Winter 1988.

—————, “Management entrenchment:the case of management-specific investment” in *Journal of Financial Economics* 25, 1989.

著者連絡先 fukumitu@seiyo.ac.jp