

# グローバル化の手段としての和製 M&A

— その〈巧拙〉の評価について —

杉 岡 直 人

## 要 旨

日本企業がグローバル市場の高い成長を自らの業績に取り込もうとする戦略的な動きのひとつとして、近年、和製 M&A、つまり日本企業による海外企業の買収が件数・金額ともに増加しているが、社会的には厳しい評価が一般的である。ここでは、和製 M&A の巧拙について分析した論考を整理しつつ、近年行った有力日本企業の和製 M&A に関する事例研究の成果をもとに新たな考察を進めた。その結果、①和製 M&A の成績は巷間言われているほど悪くなく、将来的には日本企業の強みを活かした優良な M&A 実現の可能性が高いこと、②ネガティブ評価の原因となった M&A 評価方法については、〈事業家視点〉による価値評価手法が望ましいこと、の2点の結論が導き出された。この結論に基づいて、〈事業家視点〉の評価方法のノウハウの確立や、一方で〈投資家視点〉の疑問にも答えられるエクイティ・ストーリーの具体的な構築法が、今後の課題としてあげられた<sup>①</sup>。

キーワード：和製 M&A、日本発グローバル企業、長期志向・共栄志向、〈事業家視点〉の M&A 評価方法、エクイティ・ストーリー

## 1. はじめに

近年、日本企業による海外企業の大型買収案件が新聞紙上を賑わせるようになって久しい。1990 年前後から進んだ企業関連の法制度の整備に伴い大幅に手続きが簡素化された M&A（企業の合併・買収）が、経営戦略を実現する上での一つの重要な手段として活用されるようになった。そして、同じ時期に並行する形で日本企業の事業のグローバリゼーションが急速に進んだことと相まって、日本企業がグローバル市場での成長を実現するために行う海外企業を対象とした

M & A, 即ち和製 M & A が加速度的に存在感を増してきているのである（和製 M & A の用語の初出は、「企業買収 — 和製 M & A 失敗の研究」『週刊東洋経済』, 2014年6月7日である。学術論文では、国境を跨いだという意味のクロスボーダーを使った〈日本企業によるクロスボーダー M & A〉という用語が一般的である。また、実業界では〈日本企業によるイン-アウトの M & A〉という言い方がよく使われる。本稿においては、日本企業が能動的な意図を持って行ったという意味を強調するために、〈和製 M & A〉を使用する）。

一方、この和製 M & A の企業業績への貢献については、社会的に必ずしも高い評価が与えられているとは言えない。一般的な論調として、「日本企業は海外企業の M & A が下手である」と広く言われているのが実情である。なぜこのような状況になっているのか。学術的にも実務的にも大変に興味深い問題であり、今の時点で世の中に出回っている種々の論説や学説を整理しつつ、和製 M & A の実態についての分析・考察を深めてこの疑問を解消することは、今日的に重要な課題であると思われる。

#### (1) これまでの和製 M & A の歩み

和製 M & A について過去の案件数・金額の推移を俯瞰すると、何回かに分けて盛り上がりを見せた時期があることが分かる。和製 M & A が盛んに行われるきっかけとなったのは、1985年9月のプラザ合意以降に起きた円高の急進である。その後の35年にわたる歴史の中で、3つの時期においてブームがあったのを見つけることができる<sup>(2)</sup>。

第一のブームは1988年から1990年にかけての時期で、その時代の日本企業全体の1年ごとの和製 M & A 成約高総額のピークの金額は1990年の3兆円弱である<sup>(3)</sup>。代表的な案件としては、和製 M & A の嚆矢となった1988年のブリヂストン社による米国ファイアストーン社の買収がまずはあげられる（買収金額は約3,300億円）。当時は、日本企業による世界市場征服の野望実現への一歩として大変に脚光を浴びた出来事であったが、その後ソニーによる米国映画会社コロムビア・ピクチャーズ買収、三菱地所の米不動産大手ロックフェラーグループ買収（共に1989年）、さらには松下電器産業（現パナソニック）による米映画会社 MCA 買収（1990年）といった大型案件が相次ぐなど、バブル経済を謳歌する日本企業の勢いがそのまま経営戦略に反映された時代であった。筆者自身も、当時従事していた経営コンサルティングの仕事の一環として、とある和製 M & A の米国現地における組織統合の支援をした経験があるが、日本本社のグローバル成長戦略にかけるとても強い意志を日々感じつつ、それに比して実行計画の細部の準備が足りていない印象を持ったことを覚えている。

第二の時期は、約10年後の1999年から2001年にかけてである。当時は、IT産業がインターネットの成長を背景に活況を呈していた時代であり、ピーク金額は第一期とほぼ同じで2000年

の3兆円弱である。代表的な案件としては、NTT コミュニケーションズによる米インターネット大手ベリオの買収、NTT ドコモの米国携帯電話大手 AT&T ワイヤレスへの出資（各2000年、2001年）等の ICT 関連がやはり目立つ。一方、伝統的に内需型のビジネスを展開してきた日本たばこ産業（JT）は、国内での健康意識の高まり等によって事業成長の限界が予測される中で海外展開に生き残りをかけていた時期であり、当時としては史上最大の買収案件となった米 RJR ナビスコ社の米国以外の地域でのたばこ事業に対する M & A を実現させている（買収金額約9,400億円）。この時代は、日本国内ではバブル崩壊に端を発する経済の低迷からの脱却を目指す動きがようやく本格化した頃で、後にメガバンク誕生に繋がっていく大手金融機関同士の合併がまずは先鞭をつけ、続いて産業再生機構のような公的再生ファンドや私的ファンド、金融機関、総合商社等による日本企業の事業再生を目指した買収・資本参加の動きが急速に増加した。また、同じ目的を持つ動きとして、仏国ルノー社の日産自動車への資本参加（当事者は対等な〈アライアンス〉を強調していた）や買収ファンドの米リップルウッドによる日本長期信用銀行の買収等、外資系企業による日本企業買収・資本参加も増加した。その為、この第二期においては、国内 M & A（所謂イン・イン M & A）と対内 M & A（アウト・イン M & A）の件数・金額が大きくなっており（両者の合計のピーク金額は1999年の約15兆円）、和製 M & A の金額を大きく凌駕していた。

和製 M & A の第三のピークは、2006年以降の時期で現在（2020年）までずっと継続して高水準の成約高が維持されている。ピーク金額は、統計が分かる範囲では2018年の約19兆円であるが<sup>4)</sup>、他にも2015、2016年あたりは10兆円を超過成約高であり、この期間を通じて最低でも5兆円から10兆円前後の水準で昇降を繰り返している。第二期と違って、この時期は全体的に、日本からの海外企業買収が、明らかに国内企業同士や外資系企業による M & A よりも優勢となっている。背景としては、少子高齢化の進む日本社会における経済成長の限界を見切った有力日本企業が、新たな成長の原動力として海外市場での事業にける姿勢を強めたことがある。また、韓国、台湾、中国等の高成長を遂げつつある国々の企業との間で競争が激化する中で、グローバルレベルでのビジネス遂行体制をいち早く作り上げる必要に日本企業が迫られていた実態もある。このグローバル競争の激化は、今や自動車、電機等の一部産業に留まらず、伝統的に内需型産業に分類されてきた食品や小売・サービスといった業界にも及んできている。和製 M & A が一部の先進的な企業のみならず、広い範囲の業界・企業でも着手されるようになった時期という言い方ができるのである。

代表的な案件としては、2006年の日本板硝子による英国ガラス大手ピルキントンの買収、東芝の米ウエスチングハウスの買収を皮切りに、JTの再度の大型和製 M & A である英たばこ大手ガラハー買収（2007年）、第一三共によるインドのジェネリック医薬品大手ランバクシー買収

(2008年)、キリンのブラジルのビール大手スキンカリオール買収(2011年)、ダイキン工業による米国エアコンメーカーのグッドマン買収(2012年)、サントリーの米国バーボン製造のビーム買収(2014年)、日本郵便による豪物流会社のトール買収(2015年)、ソフトバンクによる米国携帯電話大手スプリント買収(2012年)および英国の半導体設計のアーム買収(2016年)等々、極めて多岐にわたる業界・地域において、和製M&Aが精力的に実行されている。長らく第二期のJT-RJRナビスコの1兆円弱が最高であった案件1件ごとの金額は、この第三期になるとJT-ガラハー(約2.2兆円)、サントリー-ビーム(約1.6兆円)、ソフトバンク-スプリント(約1.8兆円)、ソフトバンク-アーム(約3.3兆円)と1兆円超えも目立つようになり、2019年1月に成約された武田薬品-シャイアー(アイルランド)の案件に至っては約6.2兆円という、以前の時期の日本企業全体の2年分の成約高にあたるような超大型ディールも生まれている。グローバル競争にける各社の背に腹は代えられぬ覚悟を、ここからも窺い知ることができる。

## (2) グローバル化のひとつの手段としての和製M&A

前節においては、1985年のプラザ合意以降の35年間における和製M&Aの歩みを見てきたが、ここではもう少し大きな視点から、日本企業が海外企業の買収を行う動機について考えていくことにしたい。それは、第二次世界大戦後の日本経済の復興、高度成長を支え、日本の国家社会を世界の中の先進国に押し上げる第一の要因となった日本企業のグローバル化戦略からの視点である。つまり、日本市場からグローバル市場へと事業範囲の拡大を図る企業にとって、自社の事業を成長させることこそが第一の目的であり、和製M&Aはあくまでその為の戦略手段として、ひとつの選択肢に過ぎないという見方である。ここでいうグローバル化戦略の類型については、以下の図1にまとめてある。

戦後の焼け野原からスタートした日本経済の復興は、1950年代の朝鮮戦争特需への製品供給によりきっかけが与えられ、1964年の東京オリンピックや1970年の大阪万国博覧会といった国際的なイベントを象徴としつつ1970年代まで続いた、経済の高度成長によって実現したというのが定説である。そして、その間に日本企業が売上・収益規模および事業ノウハウの面で飛躍的な成長を遂げるのを支えたのが、海外市場への製品の売り込み、つまり製品輸出であった。現在では、それが一部で海外現地生産に姿を変えてきている。

図1に示されているように、経営学の国際経営論の分野においては、企業のグローバル化戦略の類型を大きく、1)内から外へ(グローバル市場への進出戦略)と、2)外から内へ(グローバル市場からの取り込み戦略)に二分した上で、各々の分野で段階的な戦略の発展があるとしている<sup>(5)</sup>。

戦後の日本企業の戦略の特徴としては、上述のような輸出による売り先の拡大、貿易利益の蓄

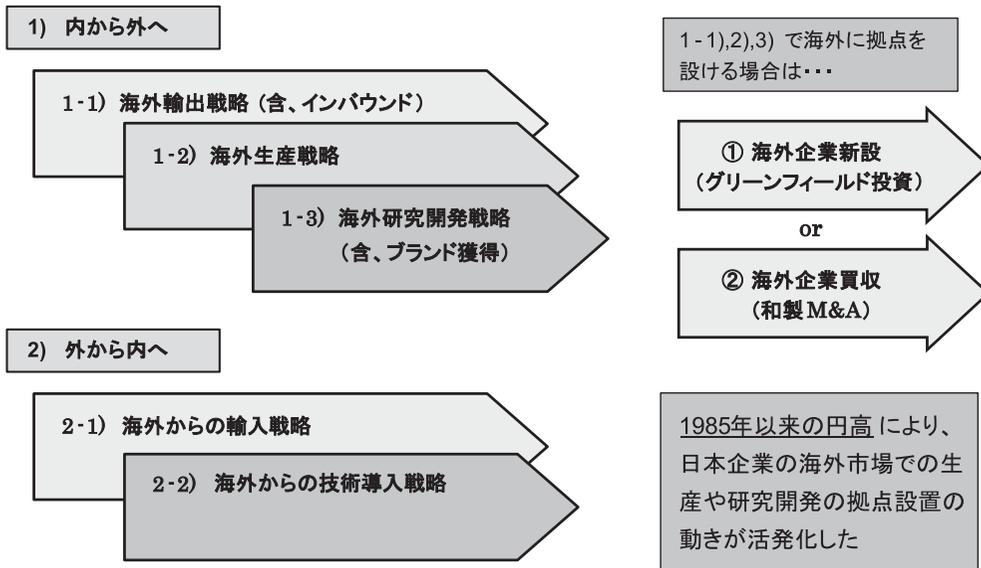


図1 日本企業のグローバル化戦略の類型

出所：吉原（2015）pp.36-46 に基づいて筆者作成。

積による成長を、当初は原材料の1次製品の輸入と先進国の外国企業からの製品・生産技術の導入によって推進したことが指摘できる。高度成長期の比較的長い期間にわたって、このような〈加工貿易型〉の付加価値の創出・蓄積を継続できたことが、その後の国内発の技術・製品開発の隆盛に繋がり、今日まで続く技術立国型の経済発展を可能ならしめたと言えよう。ところが、1970年代の半ばあたりになると、この日本企業の急速な成長に冷や水を浴びせるような動きが出てくる。日本の輸出品による自国市場への浸食、雇用の海外移転を政治的な力で押し止めようとする、〈日米貿易摩擦〉に代表される欧米を中心とした先進国の貿易政策による制約である。1970年代に摩擦打開に向けた政府間交渉が行われた繊維、鉄鋼、カラーテレビ等の業界から、1980年代には自動車、半導体に交渉の主戦場が移っていく中で、従来の輸出方式に限界を感じた有力な日本企業は、上記の段階的發展モデルの階段を上がって、現地生産方式への転換に向け舵を切っていった。その際に、海外生産戦略の選択肢としては、図1に示されるように、①グリーンフィールド投資（海外に子会社を設立し、まずは更地買収から始めて工場を建設し、現地で従業員を雇用することにより操業を開始する）と、②和製 M & A（海外の既存企業を買収し、買収先が現地で所有する工場や従業員をそのまま引き取って操業する）の2つがある。生産戦略の先にある、海外現地における研究開発戦略においても、同じく2つの戦略手段の選択肢が存在する。

1980年代当時、日本企業（特に、自動車、電機両業界のメーカー）は、当初は①のグリーン

フィールド型の戦略を選択した。これは、両業界が、特に日本国内の工場内で培ってきた製造工程・生産技術を、競争上の差別化要因として海外の市場でも活用することに強い拘りを持っていたことが理由として挙げられている<sup>(6)</sup>。これに対して、タイヤの製造業者であるブリヂストン社は、前節で紹介したように大型の和製 M & A の第一号として、1988年にファイアストーン社を買収した。元々は、同社の国内の主要顧客である自動車メーカー各社が、米国で現地生産を始めたことに引っ張られる形での海外展開の決断であった。しかし、汎用普及品の生産にあたってはそれほど技術的な差別化要因が存在しないタイヤ業界において、日本の工場からの製品や製造工程の技術の移転を重視するよりも、M & A によっていち早く世界市場でのシェアを拡大してトップ・グループに留まることによって、規模の経済の効果によるコスト優位性の保持（例えば、原材料の調達・購買上のメリット）を優先したと言われている<sup>(7)</sup>。つまり、同様の時代背景の下においても、企業が属する業界や置かれた競争環境（例、完成品業界と部品業界）によって、選択される戦略や M & A の必要性に違いがあることがはっきりと示されている事例となっている。

なお、ブリヂストンによるこの買収は、和製 M & A の歴史の中では第一期の黎明期に属していた。その後、時代を経て最近時の第三期（2006年以降）においては、和製 M & A が多くの業界を舞台に行われるようになっており、その原因が日本市場における産業の成長の頭打ちや、グローバル・スケールでの競争の激化であることは、前述した通りである。特に、グローバル市場におけるプレゼンスをいち早く確保するために、M & A の持つ〈時間を買う〉機能が、グリーンフィールド投資に要する相対的に長い時間と比較してより重視されるようになっていると思われる<sup>(8)</sup>。ただし、この最近時においても全ての企業が M & A を優先している訳ではなく、例えば自動車メーカー各社の北米での新工場建設等のグリーンフィールド投資が選択されるケースも存在している。

ここで強調しておきたいのは、和製 M & A もひとつのオプションとして含まれる経営戦略の実行手段全体の中での選択においては、業界やさらには個社の置かれた環境や事情に応じて千差万別の正解があり得ることである。上記の実例のような事業上の要請から生まれてくる〈事業家視点〉は、それ自体で独自の論理を持っており、本稿で今後見ていく M & A 評価において主流となっている財務的視点、即ち〈投資家視点〉とは、導き出す正解が異なる場合があり得ることを、ここでは押さえておきたい。

### (3) 和製 M & A は“失敗”が多いのか？

今日までに、その件数・金額において、そして戦略手段として活用される業界の数において、急速な成長を見せてきた和製 M & A に対して、社会全体からすると厳しい見方が一般的である。日本企業は、特にクロスボーダーの買収・統合になった時に、上手くやり遂げるだけのスキルを

持ち合わせていないのではないか、という論調が目立つ。

報道・出版の事例で目立つものを列挙すると以下の通りである。

- (和製 M & A の) 勝率は 2 割 6 分。日本企業は、過去の失敗に学んでやり方を変えなくてはならない。(日経ヴェリタス, 2010 年<sup>(9)</sup>)
- (和製 M & A の) 成功例は 1 割。海外大型 M & A は、死屍累々。(週刊東洋経済, 2014 年<sup>(10)</sup>)
- (2015 年は) 成約高の過去最高額更新は確実だが、犠牲者はすぐにまた出る。(有森, 2015 年<sup>(11)</sup>)
- 世界的に M & A の成功率は 5 割と言われるが、日本企業による海外企業買収に限ると 1~2 割程度。(早稲田大学の服部暢達客員教授, 日本経済新聞, 2017 年<sup>(12)</sup>)
- (和製 M & A の) 成功率は 37%。海外 M & A を成功させる道は簡単ではない。(日経ビジネス, 2018 年<sup>(13)</sup>)

時系列を追って並べたこれらの報道・出版の要旨だけを眺めると、最近になって成功率が改善しているような印象を受けるが (2018 年, 37%), この結果はデロイト トーマツ社のアンケート結果に依拠にしたもので<sup>(14)</sup>、同アンケートは日本企業自身の主観による回答であることに注意する必要があるだろう (企業自らが設定した M & A の目標を 8 割達成したら成功, 5 割以下の達成は失敗という基準。経団連企業の中で M & A を実施した 145 社が対象。そのうち 37% が成功, 21% が失敗と回答)。

まとめると、和製 M & A について他者から客観的に評価しようとする、これまでの実績からは、勝率が大体 2 割以下の冴えない成績が導き出されるようである。一方で、経団連企業 145 社とサンプルにやや偏りがあるものの、企業の主観的な評価はもう少しマシなようである。筆者には、「成功と思う企業が 4 割弱もいる」という点よりも、「失敗と見切った企業が 2 割しかいない」という点がより重要だと思われる。同アンケート結果では、残り 42% は「どちらともいえない」という選択肢を選んでいるが、これは 4 割の会社が「未だ判断するには早い」ということを訴えているように読めると思うのである。

本稿では、はたして和製 M & A は本当に失敗が多いのか、そしてその原因は日本企業による M & A、特にクロスボーダー M & A の拙さからきているのか、といった疑問に対する答えを明らかにすることを目的に、以下で考察を進めていきたい。そして、そもそも〈巧拙〉を論じる際に用いられる評価方法について、企業経営の実態に即した妥当な視点に基づいたものに修正していく方向性を探ることも合わせて検討する。

そのために、まず次章では、内外の先行研究・文献において和製 M & A の成功・失敗の要因について言及しているものを整理・分析し、定説として語られる評価結果と評価方法の是非について検討する。そして、後続の章では、筆者が数年前に和製 M & A について行った事例調査の結果を再構成・レビューすることによって上記検討についてさらに深く考察を行い、本稿末尾の提言に繋げたい。

## 2. 和製 M & A の評価

### (1) 和製 M & A に対するネガティブな評価

まず最初に、現時点で明確に失敗案件の烙印を押すことが出来そうな和製 M & A を列挙してみよう。次ページの表 1 にそれら案件がまとめてある。

これらの失敗案件とは、1) 買収後に事業が上手く行かないことが明らかになり、案件からの撤退を決断して損失を計上した場合、2) 未だ株式は保有しているが現在までに大きな額の減損・費用が発生し巨額の特別損失等を余儀なくされた場合、の 2 パターンがある。

例えば、ほぼ同じ時期に日本の電機メーカーが米国ハリウッドの映画会社を買収した 2 つのケースがある。

先行したソニーは、後述するように、買収したコロンビア・ピクチャーズの現地における経営体制が上手く作れず、買収 5 年後に 3,000 億円超という巨額の費用を計上している。但し、未だに映画会社の支配権は持ち続けており、上記パターンでいうところの 2) に該当している。被った損失は確かに巨額で、その時点では失敗案件だったことに異論はないと思われる。しかし、その後ソニー・ピクチャーズと社名を変えたこの映画会社が、1990 年代から徐々にヒットを飛ばし始めて、今日では「スパイダーマン」や「メン・イン・ブラック」といった大ヒット・シリーズを抱えるまでの活躍を見せ、ソニー・グループの業績に大きな貢献をしている<sup>(15)</sup>。

一方で、松下電産（現パナソニック）の MCA 買収は、この案件に対する方針を巡って日本の本社において経営陣の足並みの乱れが顕在化したことにより、買収後わずか 6 年で経営権をカナダのシーグラムに売却、完全撤退を決めた。典型的なパターン 1) の案件であり、明らかな失敗 M & A である。上記のソニーの案件と比較して、社内には何も残らず、また経営陣も責任を取ることなく終わったという。同社の歴史上の汚点である<sup>(16)</sup>。

表 1 では、ソニーと松下の事例にあるように、失敗案件のパターン 1) と 2) が共に掲載されている。前章の和製 M & A の歩みのパートで紹介されたような、その時代を代表する大型案件のいくつかは、全く不本意な結果に終わった様子が示されている。それらは、買収元の日本企業の業績に大きな穴をあけたケースがほとんどである。まさに、死屍累々の感に堪えないような気も

表1 和声 M &amp; A の代表的失敗案件

案 件	損失等の規模 (計上時期)
● ソニー⇒コロンビア・ピクチャーズ	● 減損・法務費用 3,150 億円 (1994 年)
● 松下電産⇒MCA	● 撤退特別損失 1,640 億円 (1996 年)
● 三菱地所⇒ロックフェラー・センター	● 撤退特別損失 1,500 億円 (1996 年)
● 第一三共⇒ランバクシー	● 撤退売却損失 2,800 億円 (2014 年)
● 日本板硝子⇒ピルキントン	● 買収後 7 年で 5 回赤字 (2014 年)
● LIXIL⇒グローエ (中国ジョウユウ)	● 減損等 660 億円 (2015 年)
● キリン⇒スキンカリオール	● 撤退売却損失 2,200 億円 (2017 年)
● 日本郵便⇒トール・ホールディングス	● 減損 4,000 億円 (2017 年)
● 東芝⇒ウエスチングハウス	● 撤退売却損失等 9,600 億円 (2017 年)

出所：有森 (2015), 日経ビジネス (2018 年 11 月 5 日) を基に筆者作成。

するが<sup>(17)</sup>、一方でやはり規模の大きなクロスボーダーの買収は色々と難易度が高い点があり、結果として失敗するとどうしても目立ってしまうのかという気もする。この点については、より対象を広くとったデータ分析を、後程見てみることにしたい。

様々な文献に登場する日本企業の海外 M & A に対するネガティブな評価は、その注目する要因として、①経験不足で技術が未熟な点をあげるもの、および、②日本の企業文化として海外企業との統合が苦手である点を指摘するもの、の 2 つに大別できる<sup>(18)</sup>。

### ① 経験不足・技術の未熟さ

第一に、買収後の事業戦略の詰めが甘い為に打ち手の選択を誤り、シナジー実現どころか事業価値を棄損する結果に終わるといふものがある。例として、日本板硝子のピルキンソンの買収が挙げられる。買収 2 年後に日本板硝子社長に就任したチェンバース社長の下で打ち出した戦略において、液晶パネル用ガラス事業を売却し、プラズマテレビ用ガラス事業を残すという判断ミスを行なったが、変化の激しいテレビ事業に対応できるような統合組織の体制が出来ていなかったと言われている。

第二に、日本企業側に交渉のプロがいない為、相手の〈熟練者〉に高プレミアムを飲まされるケースがある。相手に熟練者がいて術中にはまった例としては、日本板硝子-ピルキンソンのラッド氏や、武田-シャイアーにおけるキルスビー氏といった例がある。

第三に、デューデリジェンス (事前調査、以下デューデリ) の不備がある。事前の事実確認が甘いためにサプライズで計画が狂う例がある。その代表例は、第一三共のランバクシー買収案件であろう。ランバクシーは買収以前に米国 FDA から複数回にわたって工場の管理について警告

を受けており、同社製品の米国での禁輸措置のリスクを抱えていた。しかし、第一三共は事前にそのことを発見できないまま買収契約を締結している。このリスクは、買収発表後わずか3か月で顕在化している。もう1件、キリンのスキンカリオール買収も同様の要因で失敗した。ブラジル第二位のビールメーカーであるスキン社は、元々創業一族の内紛を抱えていたが、キリンは事前調査でこれを見つけることができずに、一族のうちの買収に反対する一派から訴訟を受ける羽目に陥った。

第四に、契約（補償条項）が不備な為、損害を相手側の責に帰せられない場合がある。こちらが情報を開示されていない、あるいは、不可抗力で知りえなかった情報による損害を相手側の責に帰せられるようにしておくことが、契約上でできていなかったケースである。これも、第一三共のランバクシーの買収の事例が当てはまる。服部暢達早稲田大学大学院客員教授は、同条項を入れなかった買収契約上のミスだ、と指摘している。FDA との間のトラブルを正しく申告していなかったにも関わらず、契約上責任を問われることが無かったランバクシー社の元オーナー一族は、現在このディールで得た資金を活用してインド最大の病院チェーンの経営に精を出していると言われる。

以上4点が、日本企業がM&Aに関して技術的に未熟な点として指摘されるものである。自社の経験不足という要因と共に、M&Aの様々な局面で買い手を支援してくれることが期待できるはずの、外部の専門家の使い方にも問題があったとの指摘が多い。

## ② 企業文化の違い

これは、どちらかという心構えの問題についてであり、日本企業の育ってきた国内の社会環境において、そもそも会社を売買するということがどういうことかについての理解が不足している、という要因についての議論である。

第一に、M&A取引の現場では相手は将来性のない会社を平気で高値で売り付けてくる、ということの理解が足りない点あげられる。第一三共のランバクシーがその例である。創業家のシン兄弟は、おそらく内実は価値が低下している企業〈=腐ったレモン〉を意図的に高く売りつけてきたのであろう。

第二に、相手方経営者が身内になった途端、急に彼らを信頼しすぎて経営を丸投げしてしまう例がある。ソニーのコロンビアピクチャーズの案件は、元の経営者が去った後に、業界の専門家が良いだらうという方針の下、新たに採用したプロデューサー2人に任せきりにしたところが、放漫経営に陥った為に結局は解任することとなった失敗例である。買収後のガバナンスの効かせ方という課題が残った。

第三に、組織内のコンセンサスとして、M&Aが日常業務になっていないことがある。M&

A 巧者として名高い GE などでは社内に専任チームを常時置いているのに対して、日本企業は臨時プロジェクトチームで M & A に対応している場合が未だに多い。日本企業で M & A に熟達している例は、JT、ソフトバンクや日本電産など数少ない。

以上 3 点が、企業文化として M & A にフィット出来ていない日本企業の問題点である。

①、②で述べた和製 M & A に関するネガティブ評価の要因に関する議論の中では、特に②の文化的なフィットについて、日本企業のなかの一定数においては、ある程度の時間をかけて組織的に努力しないと、欧米の M & A 先進企業の域に達することは難しいと言われている。「グローバル市場で戦う覚悟を常に持つ」といった価値観に向けて組織文化を転換するためには長期的な取り組みが求められることもあるだろうが、やりようによっては何とかなる問題である。一方、①の技術面での習熟については、単にやる気の問題と言っても過言ではない。実際、前述の第三期のブームで量的な増加を見せている和製 M & A の現場では、日々実戦で経験を積んだ法律、財務、事業戦略等の M & A 専門家が育っており、企業毎の M & A 実行手順についての標準化や知見の蓄積も急速に進んでいる<sup>(19)</sup>。質的にも、和製 M & A の進化が段々と進んでいると言えそうである。

## ② 和製 M & A に対する中立的・ポジティブな評価

日本企業の海外 M & A に対して、中立的もしくはポジティブな評価もいくつか存在する。こういった議論は、特に日本企業による和製 M & A が残した業績への効果を、外国企業が行ったクロスボーダー M & A のそれと比較する角度からのものが多い。論点としては以下の 3 つに集約できる。

### ① 外国企業にも共通の難しさ

クロスボーダー M & A はそもそも実行上の技術的難易度が高いのだから、日本企業の 1~3 割の勝率というのは特に悪くない数字だという議論である。

第一に、LIXIL の藤森氏は、米国ゼネラル・エレクトリック (GE) 上級副社長だった当手を振り返って、デューデリだけでも社内に 50~100 人の専門チームがいたが、それでも成功率は 3 割といったところで完璧な M & A などなかった、と述べている<sup>(20)</sup>。

第二に、海外でのクロスボーダー M & A としては最大規模であり、20 世紀の Deal of the Century と呼ばれたダイムラー・クライスラー合併 (1998 年) も、ドイツとアメリカの国の間の経営文化のギャップを解消できないことが原因で上手く行かなかった、と言われている。結局は、2007 年に 340 億ドルの売却損を残して合併は解消された<sup>(21)</sup>。

第三に、海外の実証研究例でも、米国企業の海外企業買収では、同じく米国企業による国内企業買収に比較して1%低い株価リターンしか得られていないという、クロスボーダー M & A の難しさを示唆する結果が出ている<sup>(22)</sup>。

## ② コントロール・プレミアムの存在

大型のクロスボーダー M & A は基本的に海外の公開企業を対象とする為に、市場から株を集める関係で、通常 30~50%の上乗せ価格、即ちコントロール・プレミアムが求められる。一対一の交渉によって価格を決めるスタイルのディールに比べて、買収競争の潜在的な相手がいつ実際に姿を現すか予測出来ない市場取引という環境の下での買収価格の決定は、どうしても高値が付く傾向になってしまう。

従って、もともと高すぎる買い物をしていることになるので、財務的に成功と言われるためには、払ったプレミアム以上のシナジーを創出する必要に迫られる。一橋大学の伊藤友則教授は、これはかなり高いハードルだと指摘する<sup>(23)</sup>。

## ③ 一般化した（サンプル数が多数の）分析では見劣りせず

和製 M & A について、本格的な定量分析手法に基づいて行われた実証研究について見てみよう。東京工業大学の井上光太郎教授らが、一橋ビジネスレビュー（2013年春版）において実証研究を発表している<sup>(24)</sup>。これは、8年間（2003年4月~2010年12月）の日本企業の M & A 案件（国内 667 件、クロスボーダー 81 件）について、株価リターンおよび財務上の業績指標を分析したものである。株価パフォーマンスについては買収前後 3 日間と買収後 3 年の期間について、財務パフォーマンス（総資本営業キャッシュフロー比率）については買収前後 3 年間の期間のデータを分析した。サンプルの抽出基準は、買収・出資の額が 10 億円以上というものである。

同論文の、クロスボーダー M & A（すなわち、和製 M & A）に関する結果は、買収発表直前後の株価超過リターンが有意にポジティブだった以外は目立ったものはないというものであった<sup>(25)</sup>。つまり、株価は和製 M & A の噂や発表をポジティブに受け止めて反応したが、その後の株価の動きはニュートラルということである

また、株価リターンおよび財務上業績指標の両者ともに、日本企業による国内 M & A と海外 M & A の差が統計解析の結果有意ではなかった<sup>(26)</sup>。このことは、日本企業による国内企業を対象にした買収からの株価および財務のリターンと、日本企業による海外企業の買収（和製 M & A）からのそれらとでは、一般的には差がつかないことを示している。また、前述の米国企業対象の実証研究では、株価リターンにおいて、対国内 M & A よりも対海外 M & A の方が 1%有意に低い結果が出ていた。

これらは、多数の M & A サンプルにおいて、和製 M & A における日本企業のやり方が、日本企業による日本国内での M & A の実行方法、および米国企業のクロスボーダー M & A の実施手順と比較して、少なくとも特に拙い訳ではないことを示すものと考えられる。

ここまでの、和製 M & A に関する中立的またはポジティブな評価の論考からは、前述のネガティブな評価の論考に見られた和製 M & A の足を引っ張る数々の要因にも拘わらず、海外企業に対する M & A の現場において、平均的には健闘している日本企業の姿が見てとれる。比較的アカデミック寄りの論者から見ると、ジャーナリスティックに失敗の連続、死屍累々と騒ぎ立てるのは行き過ぎだ、ということであろう。

この章でポジティブ（中立的）・ネガティブ両サイドの議論をレビューした上でのまとめとして、以下の二点をあげておきたい。

まず、巨額の資金を投じた大型和製 M & A において失敗が目立つのは仕方ないことだが、これら一部案件が世間的なネガティブ評価に大きく影響を及ぼしているのは、間違いのないところである。視野をより広く取って、日本企業の国内 M & A や海外企業の M & A との比較から再評価してみると、和製 M & A のパフォーマンスはまずまずというところかも知れない。一方、ネガティブ評価の要因分析で見たように、少なくとも技術的な未熟さによる失敗は時間との競争で、遅かれ早かれそのうちに解消していくと思われる。最後に残るのは、日本企業の文化が M & A とフィットするかどうかという問題、換言すれば、日本的な経営と M & A の相性という問題である。これについては、次章で別の角度から取り上げる。

次に、M & A の評価方法である。ここまでに見てきた殆どの先行研究・文献において、和製 M & A について成功か失敗か、または巧か拙か、の判断基準となっているのは、その M & A の企業業績に与える財務的な効果である。より具体的に言えば、「株価がどの程度上がったか／下がったか」、「利益水準がどの位増加したか／減少したか」をある決まった期間の中で計測する形式を取る〈投資家視点〉での評価である。これは、あくまで企業の外から見る評価方法であり、前述 1. (2)で説明した〈事業家視点〉、即ち企業の内から見た M & A の価値を計る見方とは異なるものである。

果たして正しい和製 M & A の評価とはどのようなものなのか。この点をより深く追究するべく、次章では具体的な事例調査の結果から考えていくことにしたい。

### 3. 和製 M & A の事例分析からの示唆

筆者は、2012年10月から2014年12月の約2年間にわたって、一般社団法人企業研究会が主

催した「日本発のグローバル企業創造」と銘打った研究プロジェクトに参加した。研究主査として、日本企業13社からマネジャー層の実務者を集めて行われた共同研究調査を主導した<sup>(27)</sup>。最終成果物としての研究報告書の編著者になるとともに、数回にわたる会員企業や一般聴衆向けの報告会を行った<sup>(28)</sup>。

以下では、まず当該研究の構成を表す3つのグローバル戦略タイプについて簡単に説明した上で、その中のひとつのタイプとして和製M&Aを分析した際に取り上げた日本企業3社についての事例ケースの分析結果を本稿の目的に合わせて再構成・レビューし、正しい和製M&Aの評価についての提言を導き出す考察の一助としたい。

### (1) 日本発グローバル企業の3つの戦略タイプ

様々な業界において日本を代表する13社の研究参加企業における社内調査やインタビューと、関連する業界や他の企業についての事例ケース調査を合わせた当該研究の成果として、日本企業のグローバル戦略は3つの類型にまとめられた。その内容を示したのが、以下の図2である。

グローバル市場に関しては、特定の業界の発展段階や製品の持つグローバルな競争力によって、日本企業に優位性のある市場、海外企業に優位性のある市場、新たに勃興・変化しつつある市場の3つに分類している。勃興する市場は、将来的には日本企業・海外企業のいずれかの優位な市場に変わっていくものと想定している。

まず1つ目が、戦略タイプAである。このタイプのグローバル事業展開を行う企業は、日本企業が元来強い市場における事業展開で成功していた。日本企業の提供する製品・サービスがそれほどカスタマイズの必要もなく受け容れられ、高付加価値をほぼそのまま価格として通すことができる事業である。具体例として抽出されたのは、高性能の電子部品製造業、東南アジア市場における自動車製造業、欧米市場での醤油の販売等であった（該当する企業は、富士フィルム、旭硝子、日系自動車各社、キッコーマン、テルモ等）。

2つ目の戦略タイプBは、日本国内での製品・サービスがそのままでは通用せず、カスタマイズが必要な市場における事業展開であった。この類型は、実行段階で日本企業が非常に苦勞するケースが多く、後述のタイプC類型との併用により現地パートナーとアライアンスを組んだりM&Aを活用する場合も多く見られるが、一方でカスタマイズの途上において日本企業の製品・サービスとしての特徴を上手く残すのが成功の秘訣とされた。具体例として、コンビニ・スーパー等の小売業、宅配便や旅行業等サービス業があげられた（該当する企業は、7&i、イオン、ヤマト運輸等）。ヤマト運輸の中国語圏各地域での事業展開はこのタイプに該当するが、当時は、未だ成功への途上にあるという評価とした。

そして、3つめの戦略タイプCは、日本企業が慣れておらず苦手とする市場において、アライ

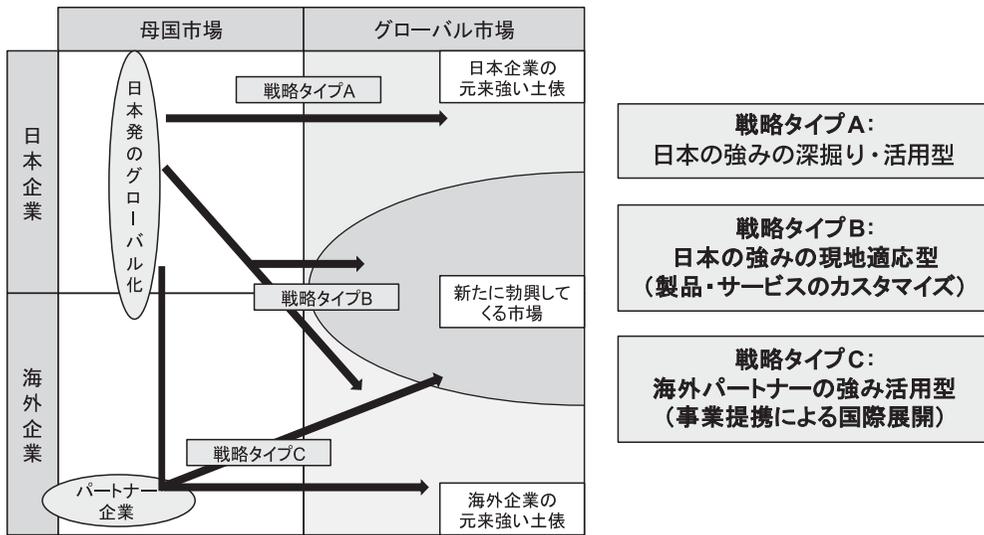


図2 日本発グローバル企業の戦略タイプ

出所：杉岡（2014），p. 49 の図表 3-1。

アンスや M & A などによりパートナーの力を借りつつ事業展開を行う形の事業であった。まさに、和製 M & A はこの類型に当てはまる。具体例を抽出すると、タイヤ製造、自動車、電機、ガラス製造、たばこ等、多岐におよぶ事業分野があげられた（該当する企業は、ブリヂストン、日産自動車、東芝、旭硝子、JT 等）。前述 1. (2) のグローバル化戦略（海外生産、海外研究開発）において、2つの選択肢であるグリーンフィールド投資、海外企業買収のうちの後者を選んだ企業は、この戦略タイプ C を推進していることになる。

当該研究プロジェクトにおいてインタビュー等の深掘り調査を行った戦略タイプ C に該当する企業には、フランスのルノーとのアライアンス経営という形態を取る日産自動車のような、パートナー同士がお互いの強みを利用し合うことを模索してきたケースも含まれていた<sup>(29)</sup>。但し、このケースは本稿の研究対象の和製 M & A（日本企業が主体的に遂行した海外企業買収）とは異質のものであるため、以下の分析には含めていない。

以下では、上記プロジェクト研究の中での戦略タイプ C の事例調査の中で、本稿の趣旨に合致する 3 社について行った分析の結果を見ていきたい<sup>(30)</sup>。

## (2) 和製 M & A の成功例

### ① 旭硝子（AGC）

旭硝子は、M & A を通じて世界一の板ガラスメーカーとなった。板ガラス事業領域のグローバル市場においては、度々訪れる供給過剰状態や環境規制の強化等の外部圧力に押される形で国

際的な企業連携が進み、これまでに当社、サンゴバン・セントラル硝子連合、日本板硝子・ピルキントン連合、ガーディアンによる世界四社体制が形成された。近年は、中国系メーカーも存在感を増してきている。

その中で、旭硝子は、比較的小ぶりのM&Aを着実に積み上げることによって世界の板ガラス市場における版図を広げる戦略に特徴を示している。大型の和製M&Aの代表例として本稿でも紹介した、ピルキンソンの買収で一気に世界トップクラスに躍り出た日本板硝子グループのやり方とは対照的である。1956年のインド進出以降、約50年をかけた「第一のグローバル化」の長期戦略の下で一步一步着実にグローバル化を進め、今やおおよそ30の国・地域に連結子会社全200社を保持している。同社は、海外企業との連携において、アジアでは合併で事業を展開し、欧米ではM&Aを実施するという方針を継続的に堅持してきている。同社の世界市場進出にける思いは、他の日本企業に先駆ける形で世界本社体制を本格的に構築した事実にも表れている。

和製M&Aの実績としては、ベルギーのグラバーベル社、米国のAFGインダストリーズ社、チェコのクラブユニオン社、そしてロシアのポー・グラス・ワークス社等に資本参加し、各地域市場におけるシェアを拡大してきた。それまで経験の浅かった市場への参入を、M&Aや合併会社によって新たに獲得したパートナーの力によって可能にするという戦略タイプC型の事業展開に成功していることは明白である。

このようにM&Aの相手先の力を十分に活用する体制を構築するにあたって、旭硝子が特にPMI（Post Merger Integration、買収後の統合プロセス）に工夫を施していることが、内部調査の結果分かった。買収先の企業文化を尊重しつつ、人対人で地道に時間をかけて“AGCウェイ”を浸透させるというやり方を一貫して踏襲し統合を進めてきた足跡が、社内関係者へのインタビューを通じて明らかになった。特に、ブラジル工場の立上げにあたって、過去にM&Aで獲得した各国企業のメンバーからなる多国籍チームを派遣して、統合プロセスを進めていた。すなわち、これまでの統合で苦労した外国人社員達の経験知を活かして、次の新しい統合に携わらせるという手法であり、これは非常に有効な方法論であると思われる。

現在は、50年をかけて先進国でのグローバル事業体制がほぼ完成した後を受けて、アジアや新興国への展開を「第二のグローバル化」として進めているという。

## ② ブリヂストン

ブリヂストンは、1931年の創業当初からのカタカナ社名でも分かるように海外志向の強い会社である。アジアを手始めとして海外進出を始めたが、1980年代の日系自動車会社の北米現地生産移行への対応として、1988年に米国ファイアストーン社を買収した。日本の大型M&Aの走

りといわれたが、現在では世界一のタイヤメーカーとなっている。

買収当初は非常な苦難の時代であったようだ。しかも、初期の品質・製造の問題を乗り越えてある程度持ち直してきたところで、2000年代初頭のフォード車関連のリコール騒動や取引打ち切りが起こるなど、幾多の困難に遭遇した。その度に、海崎洋一郎氏や渡邊恵夫氏といった経営者のリーダーシップによる決断で乗り切ってきたとの証言を得ることができた<sup>(31)</sup>。「20年かけて何とか成果を上げることができた」との社内の声が生々しい。

こうした長期的な戦略遂行を支えたのは、最大の需要先である自動車業界で始まったグローバル化に対する危機感の社内での共有化と、組織内の異論を説得しつつ、当時は全くの未知の領域のアクションであった和製 M & A 実行に踏み切った経営陣の手腕であろう。業績が安定的な推移を見せるようになった2010年ごろから、ようやく世界一のメーカーを自らも標榜するようになっていったようだ。

ファイアストーンとの組織統合にあたっては、日米欧で企業文化や技術の融合を進め、各地域が密に連携する現在のグローバル経営・組織体制を構築していった。その陰では、グローバル共通の企業理念の普及にもかなりの力を入れていたようである。同社の企業理念には、「Seijitsu-Kyocho (Integrity and Teamwork)」（誠実協調）、「Shinshu-Dokuso (Creative Pioneering)」（進取独創）といった、長きにわたって日本国内で社員を鼓舞してきた“心構え”が半分英語になって掲げられており、グローバルに共有されているようだ。

株式市場の評価から見てみても、ブリヂストンの株価はファイアストーンを買収した1988年の4年後の1992年以降、約20年間にわたり一貫してTOPIXのパフォーマンスを上回る動きとなっている。つまり、一定の調整時期を経て、常に市場の期待を上回るようになったということができよう。対照的に、日本板硝子や第一三共の株価は、それぞれ買収後2年と1年を経た時期から、一度もTOPICSの上昇率を上回ったことがなかった<sup>(32)</sup>。

以上、ブリヂストンによる和製 M & A は、時間はかかり、多くの苦難に遭遇したものの、ふれない長期戦略の下で成功へと導くことができた事例といえよう。

### ③ JT

JT は、日本たばこ産業株式会社法に基いて1985年4月に民営化され、1994年には株式上場も果たした。現在は、たばこ並びに医薬・食品・飲料の製造会社としての歩みを続けている。同社のグローバル展開が加速したのは、1990年前後の将来の事業構想において、人口動態や規制等の環境動向から当時の主力であった国内たばこ事業のピークアウトが予想されたことがきっかけとなった。事業多角化構想の中で、海外たばこ事業を成長の牽引役にする方針が策定され、その後の海外 M & A を梃子とした成長へ繋がっていった。

たばこのグローバル市場は、1990年代から世界ベースで大再編の時代に入ったと言われる中で、フィリップ・モリス、ブリティッシュ・アメリカン・タバコ（BAT）の2社による寡占化が進行するという見方が根強かった。その中で、JTはグローバルでのトップ・リーグへの生き残りをかけ、グローバル3位の地位を盤石にするためにM&Aを軸に据えた長期的な戦略を策定、適当な〈売り物〉が市場に登場する機会を捉えては、複数の大型の和製M&Aを次々と実現させた。

よく取り上げられる有名案件としては、RJRI買収（1999年）とガラハー買収（2007年）があるが、新貝副社長（当時）によると、それに先立つ英国マンチェスターたばこの買収案件（1992年）が、将来の大型和製M&A向けの学習効果をもたらした重要なきっかけとなったそうだ。そこでの経験に基づいて、RJRIにおいて定式化が進み、そしてガラハーで結実するというようなラーニングカーブを辿って行ったそうである。

たばこは近年、環境や健康への被害について先進国において問題視されてきており、制約が少ない中で売れるのはロシアなど特定の地域に限られてきている。そういう地域での拡販を図るためには、グローバル・フラッグシップブランド（ウィンストン、キャメル等）や既成の販路の獲得が必要と考えられており、RJRIやガラハーはまさにJTの戦略構想にマッチした買収相手であった。

但し、社内での認識を伺うと、M&Aの定式化やノウハウの蓄積はそうすんなりと進んだ訳ではなかったそうだ。RJRIの統合を行っていた1999年くらいの時期は、大型M&Aの実行プロセスに未だ不慣れな点があり、かなりの人材流出が発生したということである。というのも、PMI（Post Merger Integrationの略、買収成立後の統合プロセス）のスタート時点で、新しい組織をどのような陣容で経営していくのかを決めるのにかなりの時間を食ったのが原因で、残ってもらって活躍してもらおうと考えていた優秀な人材が相当程度逃げてしまったということである。そのため、ガラハーの買収では、「100日計画」と銘打って具体的な計画を短時間で定めた。過去の経験の反省から、買収先の情報をあらかじめ仕入れて、契約締結前に計画の下敷きを作っていたそうだ。JTの複数の和製M&Aの成功を受け、社内外でミスターM&Aと呼ばれるようになった新貝氏によると、3件の買収を経る過程において、社内で組織的にノウハウを蓄積することに特にエネルギーを注いだということである。

一方で、PMIのソフト面、即ち人間の感情に対する配慮の点では、「適切なガバナンス」の下で、しかし出来るだけ「任せる経営」を志向することを重視した。ソニーが米コロンビア買収で見せたような、信頼し切って丸投げするのではうまくいかない。ガバナンスを効かせつつ、有能な経営者・幹部が逃げないような“さじ加減”を自分たちなりに生み出していったということである。ガラハー買収以降は有能な人間が残る例が多くなり、真のグローバルカンパニーになった

ということであるが、面白いエピソードとして、ある外国人幹部に JT に買収されて良かった点を聞くと、「(JT の文化の) 謙虚さ (humbleness)」という答えが返ってきたそうである。合理的な計算に基づきながらも買収先の人材を大切に扱うという JT の方針は、同社の海外事業本社として機能する子会社であるスイス・ジュネーヴの JTI が、実にバラエティに富んだ多国籍チームで経営されているということからも理解できる<sup>(33)</sup>。

### (3) 成功事例の示唆するもの

以上、紹介してきた 3 社の事例を振り返ると、個社に特有の要因が随所に存在するのも確かである。しかし、共通するものとして、①長期的にぶれない戦略施策への執着、そして、②巧みな PMI による効果的な組織統合の実現、という 2 点があげられる。

第一点について、旭硝子は長期的目標であるグローバル市場への面展開に向けて、50 年かけて一步一步、小ぶりの M & A を繰り返した。ブリヂストンは確かに 20 年の時間はかかったものの、様々な困難を乗り越えてグローバルなタイヤ市場で戦える経営・組織体制を作り上げた。JT の会社存亡への危機意識は、長期間でかつ連続した海外同業者の買収計画を同社にやり遂げさせた。

第二点について、旭硝子は「人対人」で“AGC ウェイ”を説くスタイルを継続して踏襲し、徐々にではあるが、巨大なグローバル・カンパニーを構築することに成功した。ブリヂストンは、失敗から学びながら、企業理念を梃子にした組織統合の方法論を編み出した。JT は権限委譲とコントロールのバランス、謙虚さ (humbleness) を生かした人材の引き留めといった面で、優れたノウハウを蓄積している。特に、この PMI や組織統合の点では、和製 M & A の現場において、日本企業の持つ共同体構築の“上手さ”がポジティブな効果を生んでいることを、大手日本企業の実務家が多く集まった研究会の議論において結論づけた。

研究プロジェクトでは、さらに、公開されている海外 M & A 事例における PMI 関係の情報を和製 M & A 事例の調査結果と比較して、和製 M & A において発揮されている日本企業特有の強みを何らかのコンセプトとして抽出できるのではないかと考えた。こういった考察を、他の戦略タイプ A, B の分析結果とも合わせた総合的な結論として、グローバル化展開の分野で貢献しうる日本企業の強みとして、「長期志向」、「共栄志向」の 2 つのコンセプトがあり、未だグローバル進出が上手く行かない企業はこの 2 点を重視した戦略を再構築すべきである、という結論に至った<sup>(34)</sup>。

#### 4. まとめ

和製 M & A には、その嚆矢となったブリヂストンのファイアストーン買収案件から数えて 32 年の歴史がある。日本企業は海外 M & A が下手というのが最近の定説となりがちであった。それは、特に目立つ大型案件の失敗事例が複数あることから、部分的には事実なのであろう。

しかし、冷静かつ分析的に見てみると、先に紹介した定量分析ではそれほど悪い結果とはなっておらず、米国企業と遜色ないという見方もされている。前章で見てきた 3 社に関しては、今や各々の業界のグローバル市場において、世界シェア 1 位が 2 社、3 位が 1 社と、皆がトップメーカーとして世界的に大きなプレゼンスを安定的に保持するに至っており、M & A の成功事例としてみなして良いだろう。

PMI を通じた成果への結実は、短期的に成果を残すのが必ずしも容易ではないことから、どのようなタイムスパンで考えるのかについての検討の余地があると思われる。あえて長期的な視点で見た場合にこそ日本企業の強みが発揮されていて、和製 M & A を成功に導くユニークな方法が示されていると考えられる。そして、その根底には長期志向、共栄志向という日本的経営のキーワードがあると言うことができよう。

M & A のディールや契約上の技術の未熟さについては、組織的に経験を積みながら真摯に学ぶことによる克服が期待できよう。プライシングやデューデリ、保証条項の確認プロセスなど、細部についての実務的な穴を埋めていけばよい。JT が実行した「100 日計画」のように早期に組織統合計画をまとめることで、売り手・買い手の双方の人員の安心感を確保しつつ、長期的な事業戦略に基づいて M & A を通じた成長施策の策定を行えば、日本企業が本来得意なはずの共同体構築を生かして、M & A の勝ちパターンを作ることができよう。

ただし、こういう方針の下で行われる和製 M & A の成功を評価するうえでは、少し時間軸を長めにとる必要があると考える。ブリヂストンの場合、時間がかかりすぎたとも考えるが、そもそも業界の構造を変えるような長期戦略の実現を目指すのなら、それなりのタイムスパンを射程にするべきである。株式市場の評価は、投資家の評価であり、長期的な評価とは相いれない面があるのも事実である。一方で、株主は買収の原資を出してくれる存在でもある。大事なステークホルダー（利害関係者）に納得してもらうための条件が、本稿で列挙したような〈失敗した大型和製 M & A〉では十分でなかったことも事実である。日本企業は、自らの事業戦略の実現に向けた、「長期志向」、「共栄志向」に基づいた和製 M & A の進行プロセスについて、どれくらいの時間がかかるのか、利益創出のタイミングは何時頃か、どういうリスクが存在するのか等のポイントについて、株主に納得してもらえるストーリーを用意する必要がある。

また、もう1つの重要なステークホルダーとして従業員がおり、彼らに向けてもきちんとした説明を用意し、従業員の安心感を確保し、特に売り手企業側のキーパーソンの流出防止を図る努力をする必要がある。納得感を創り出せるような、長期的にぶれない M & A 戦略を経営者が保持し続ける必要がある。

M & A の判断や評価を正しく行うためには、個社別に「グローバル化の手段」としての和製 M & A を、他の戦略手段の選択肢との間でのコスト・成果予測の対比で比較評価する方法が必要になる。M & A の産み出す価値の算定方法としては、通常の M & A やプロジェクト・ファイナンスの現場で用いられる、将来キャッシュフロー予測（DCF 法）に基づく NPV（net present value, 正味現在価値）による評価法が妥当である<sup>(35)</sup>。ただし、長期的スパンで考えられるべき和製 M & A の将来キャッシュフローについては、その手段選択の根拠となった長期事業戦略の実現過程で想定される様々な要因を盛り込みつつ、幾通りかのシナリオ（例えば、環境変動予測に関する強気・弱気等）を準備することにより、総合的に判断された予測を行う必要がある。まさに、情報量を豊かにして、M & A の価値判断に魂を込めるような行為となるであろう。

このような「正しい評価」を遂行することが最も可能なのは、マーケットの〈投資家〉や研究室の学者なんかではなく、社内の戦略手段の全体像を常に検討して、長期的な戦略選択をどうするか日々腐心している〈事業家〉としての経営者であることは言うまでもない<sup>(36)</sup>。

本稿の考察により導き出された結論は、①和製 M & A の成績は巷間言われているほど悪くなく、将来を展望するとむしろ日本企業特有の強みを活かした「優れた和製 M & A」が次々生まれてくる可能性が高い、②行き過ぎた社会的ネガティブ評価の原因となった M & A の評価方法については、情報量をより豊かに活用した〈事業家視点〉の価値評価手法への近似が望ましい、の2点に集約できる。

本稿から示唆される今後の課題としては、①必ずしも広く行われているとは思えない〈事業家視点〉での正しい M & A 評価法のノウハウ化、②そうは言っても資金のスポンサーとして評価を求める〈投資家〉に対して経営者が説明する適度な情報開示（エクイティ・ストーリー<sup>(37)</sup>）についての考察、の2点を筆者自身も引き続き検討していきたい。

#### 《註》

- (1) 本稿は、2019年3月14日に一般社団法人経営研究所（所長（当時）：藤本隆宏東京大学大学院経済学研究科教授）のグループ経営研究会で筆者が行った研究報告の講演録に基づいて、加筆・修正の上で学術論文としてまとめたものである。
- (2) 3つのブーム期の代表的な案件名については、「失敗する M & A 成功する M & A」『日経ビジネス』、2018年11月5日の内容に基づいて、筆者が加筆・構成。
- (3) 前掲「失敗する M & A 成功する M & A」『日経ビジネス』、2018年11月5日、p.36を参照。

- (4) MARR Online (2019/01/18) を参照。
- (5) 吉原 (2015), pp. 36~42 を参照。
- (6) 吉原 (2015), pp. 76~83 を参照。
- (7) 杉岡 (2014), pp. 161~164 を参照。
- (8) 横山, 本田 (1998), p. 28, 35, 244 を参照。
- (9) 「過去の失敗に学べるか?」『日経ヴェリタス』2010年11月14日を参照。
- (10) 「企業買収—和製 M & A 失敗の研究」『週刊東洋経済』2014年6月7日を参照。
- (11) 有森 (2015), pp. 211~212 を参照。
- (12) 「海外 M & A の注意点 (服部暢達)」『日本経済新聞』2017年5月29日を参照。
- (13) 前掲『日経ビジネス』記事2018年11月5日を参照。
- (14) デロイト トーマツ コンサルティング (2018)『日本企業の海外 M & A は上達しているのか?—海外 M & A 実態調査にみる日本企業の課題と成功のポイント』を参照。本調査は、経済産業省の我が国企業による海外 M & A 研究会における調査の一環として、日本経済団体連合会 (経団連) および新経済連盟の協力のもと、経団連加盟企業を中心に回答を依頼したものである。ポイントは、全ての回答は参加企業の主観によるものであること。
- (15) ソニー-コロンビア・ピクチャーズの買収は、長い期間は掛かったが企業の有力な収益事業を作ることに成功した。同じく長期間を要したブリヂストン-ファイアストーン案件等と合わせて、M & A を評価する際の時間軸の設定の難しさを示唆している。
- (16) 前掲有森 (2015), pp. 60~78 を参照。
- (17) 前掲『週刊東洋経済』2014年6月7日を参照。
- (18) 以下の、和製 M & A に対するネガティブな評価の分析については、前掲の先行文献である有森 (2015), 週刊東洋経済 (2014年6月7日, 2018年6月16日), 日経新聞 (2017年5月29日), 日経ビジネス (2018年11月5日) から、同一案件に対する要因評価等を総合しながらまとめている。
- (19) JT のような和製 M & A の経験値が豊富な企業においては、M & A の事前・事後の必要アクション、標準プロセス等についての共有が進み、専門家チームも形成されているそうである (前掲の杉岡 (2014), p. 169 参照)。
- (20) 前掲『日経ビジネス』2018年11月5日を参照。
- (21) “Deal of the Century” *Wall Street Journal*, June 1, 2007 を参照。
- (22) Moeller, S. & F. Schlingemann (2004), pp. 560~561 を参照。
- (23) 伊藤 (2013), p. 37 を参照。
- (24) 井上光太郎, 奈良沙織, 山崎尚志 (2013), pp. 100~116 を参照。
- (25) 市場平均に対する株価の超過リターンについて t 検定 (両側) で評価している。
- (26) 業種調整済みの総資本営業キャッシュフロー比率について、国内 M & A と海外 M & A の差を t 検定 (両側) で評価している。
- (27) 日産自動車, ブリヂストン, 旭化成, 富士フイルム, 東芝, テルモ, 東京ガス, JTB, ヤマト運輸, 旭硝子, キッコーマン, 日本たばこ産業 (JT), 良品計画の13社から各社のグローバル事業を担当する部長クラスのメンバーがプロジェクト・メンバーとして集まった。最近の日本企業の多彩なグローバル化の実態を検討するのにちょうど適した、各種製造業, サービス・小売・インフラ産業が集まるプロジェクト・メンバー企業の構成となった。
- (28) 研究成果内容の詳細については、前掲の杉岡 (2014), pp. 1~171 を参照。
- (29) 日産-ルノーのアライアンス経営について、2018年以降のカルロス・ゴーン元会長の刑事逮捕事件をきっかけに綻びが目立ってきているのは、最近の報道に詳しい。
- (30) 以下の3社の事例研究は、前掲の杉岡 (2014), pp. 161~171 を参照。

- (31) ブリヂストーン-ファイアストーン案件の経緯については、フォード問題が発生した当時の社長であった渡邊恵夫氏や、社内の海外担当部署から聞き取り調査を行った。
- (32) 前掲の井上光太郎、奈良沙織、山崎尚志 (2013), pp. 109~115 を参照。株価推移分析の期間は、各々2012年まで。
- (33) JTの一連の和製 M & A に関する分析は、当時副社長として同社の海外における M & A を指揮していた新貝康司氏へのインタビュー (杉岡 (2014), pp. 167~171) と、新貝 (2015), pp. 1~306 を参照している。
- (34) この結論導出に至る議論の詳細は、前掲の杉岡 (2014), pp. 76~78, 82 を参照。
- (35) 純資産法, 類似会社比較法, DCF 法といった企業価値の計算方法については、例えば前掲『週刊東洋経済』2014年6月7日を参照。
- (36) 藤森義明は、前掲『日経ビジネス』2018年11月5日の中で、「経営戦略に合致していること」を M & A 成功の評価の第一のポイントとしてあげている。また、前掲の伊藤 (2013), p. 43 では、「(和製 M & A に臨む経営者にとって) 日本企業の強みであった長期的視点に基づく経営戦略で取り組めば、価値創造のチャンスは多い」と述べている。
- (37) 前掲の伊藤 (2013), p. 41 を参照。

#### 参考文献

##### 論文・書籍

- 有森隆『海外大型 M & A 大失敗の内幕』さくら舎, 2015年4月
- Andrade, G., M. Mitchell & E. Stafford, "New Evidence and Perspectives on Mergers." *Journal of Economic Perspectives* Vol. 15 Number 2, Spring 2001
- 伊藤友則「クロスボーダー M & A と経営」一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』60巻4号, 2013 Spring
- 井上光太郎, 加藤英明『M & A と株価』東洋経済新報社, 2013年5月
- 井上光太郎, 奈良沙織, 山崎尚志「検証: 日本企業はクロスボーダー M & A が本当に不得意なのか?」一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』60巻4号, 2013 Spring
- 大久保功, 佐山展生「日本のクロスボーダー M & A の現状」一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』60巻4号, 2013 Spring
- 朱殿卿「M & A 戦略における規律」一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』60巻4号, 2013 Spring
- 新貝康司『JT の M & A — 日本企業が世界企業に飛躍する教科書』日経 BP 社, 2015年6月
- 杉岡直人 (編著)『創立 65 周年記念研究プロジェクト 研究報告書〈研究報告〉日本発のグローバル企業創造』一般社団法人 企業研究会, 2014年10月
- 知野雅彦, 高嶋健一, 岡田光「クロスボーダー M & A の実務上の留意事項」一橋大学イノベーション研究センター『一橋ビジネスレビュー』60巻4号, 2013 Spring
- 服部暢達『実践 M & A マネジメント』東洋経済新報社, 2004年1月
- 服部暢達『ゴールドマン・サックス M & A 戦記』日経 BP 社, 2018年4月
- 宮島英明 (編著)『日本の M & A — 企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』東洋経済新報社, 2007年6月
- Moeller, S. & F. Schlingemann, "Global diversification and bidder gains: A comparison between cross-border and domestic acquisitions." *Journal of Banking and Finance* Vol. 29 Issue 3, March 2005

横山禎徳, 本田桂子『合従連衡戦略』東洋経済新報社, 1998年10月

吉原英樹『国際経営(第4版)』有斐閣, 2015年12月

**雑誌・新聞**

“Deal of the Century” *Wall Street Journal*, June 1, 2007

「過去の失敗に学べるか?」『日経ヴェリタス』2010年11月14日

「企業買収——和製M&A失敗の研究」『週刊東洋経済』2014年6月7日

「海外M&Aの注意点(服部暢達)」『日本経済新聞』2017年5月29日

「相次ぐ海外M&A——失敗から学ぶ教訓」『週刊東洋経済』2018年6月16日

「失敗するM&A 成功するM&A」『日経ビジネス』2018年11月5日

## Wasei-M & A as An Approach of Japanese Companies' Globalization

— Toward a Right Method of the Performance Evaluation

Naoto SUGIOKA

### Abstract

Wasei-M & A, which is a type of M & A conducted by Japanese companies for acquiring foreign companies, has been growing in terms of transaction number and amount. Japanese corporations have strategically aimed at benefiting from higher-pace growth of global markets by initiating Wasei-M & A. But, public eyes including media do not appreciate it positively based on the miserable track records marked by some large-size acquisition deals.

This paper reviews previous researches on evaluation of Wasei-M & A and re-visited case studies on major Japanese companies. The results are as follows.

Firstly, performance of Wasei-M & A is better than the public views. Furthermore, there could be a number of successful Wasei-M & A if it takes advantage of the strength of the Japanese management. Secondly, business-oriented M & A evaluation method is more suitable for valuing Wasei-M & A than investor-oriented one.

Next steps are identified as establishing the know-how of business-oriented M & A evaluation method and clarifying how to make up practical equity story for investors of companies.

**Keywords:** Wasei-M & A, Global company originated from Japanese management style, long-term and mutual prosperity orientation, business-oriented M & A evaluation method, equity story