



海外M&Aによる相乗効果創出の機構

松本, 茂
三品, 和広

(Citation)

國民經濟雜誌, 217(2):23-38

(Issue Date)

2018-02-10

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/E0041391>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/E0041391>



海外 M & A による相乗効果創出の機構

松 本 茂
三 品 和 広

国民経済雑誌 第 217 卷 第 2 号 抜刷

平成 30 年 2 月

海外 M & A による相乗効果創出の機構

松 本 茂
三 品 和 広

M & A は買収後の相乗効果がその成否を分けることになる。経営の現場では、買収時に計画した相乗効果が実現せず、のれんの減損処理に迫られ頭を悩ます企業経営者も多い。本稿では、増加を続ける海外 M & A による相乗効果創出の機構を探る。まず、既存研究から買収の戦略的方向性と相乗効果の関係について整理した後、欧州企業の買収で相乗効果を実現した日本企業 3 社の現場を訪問し事例として吟味した。その結果、海外 M & A の成功企業は規模を追わず、事業領域を拡げて経営資源を有効活用する範囲の経済性を用い、買収を持続的な成長に繋げていることが分かった。

キーワード M & A, 相乗効果, 水平統合, 規模の経済性, 範囲の経済性

1 はじめに

2016 年は、日本企業による海外での買収件数が 635 件に達し、3 年連続で過去最高を記録、金額も 2 年連続で 10 兆円を超えた。国内市場の成熟から海外に成長のフロンティアを求める企業経営者が増え、400 兆円を超える企業の内部留保（財務省「法人企業統計」2017 年 9 月 1 日）と歴史的な金融緩和政策が相俟って、海外での積極的な買収攻勢が続いている。

一方で、買収後の経営に行き詰まり、損失を計上する企業も後を絶たない。最近でも、日本郵政、東芝、そしてキリンなど有力企業が海外 M & A に関連して減損損失を計上している。買収時に目論んだ相乗効果や利益計画が見直しを迫られた結果である。（表 1 参照）

買収は、買い手が対象会社のスタンドアローン（単独事業）価値にプレミアムを乗せた価格をオファーすることで交渉が始まる。売り手、すなわち対象会社の株主は、このプレミアムの金額に満足しなければ売却に応じず、買収は成立しない。買い手にとって、このプレミアムは支配権の対価で、自ら買収後に創造する価値の一部前払いでもある（松本、三品、2016）。自社が現在の株主に代わって経営すれば、より大きな価値を生み出すことを確信して支払うもので、買い手は、この相乗効果を織り込んでプレミアムを正当化する。よって、買収後の減損は、企業価値評価の視点からも、相乗効果に関する見通しの甘さを認めたこと

に他ならない。(図 1 参照)

海外 M&A を如何に持続的な利益成長に結び付けることができるか、本格的に M&A に乗り出した日本企業にとって大きな経営課題でもある。本稿では、買収目的と相乗効果の関係を類型化した上で、日本企業 3 社の経営現場を訪ねて相乗効果創出ルートを追跡し、事例として吟味する。そして最後に、相乗効果の源泉と、その源泉から効果を引き出す買収後の経営とは何かを示す。

表 1 海外 M&A に関連した主な減損計上 (2015~2016年度)

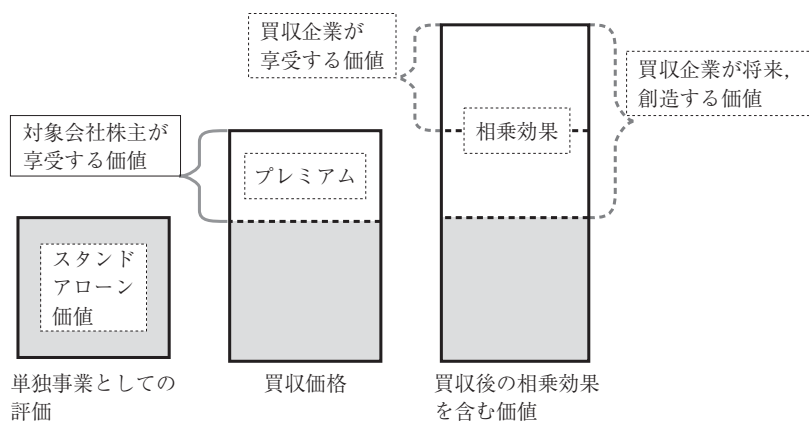
買収企業	買収時期	対象会社	減損損失額
日本郵政	2015年	トール (豪州)	4003億円
*東芝	2012年	S & W (米国, WH を通じて買収)	2000億円
*キリン	2011年	スキンカリオール (ブラジル)	1100億円
東芝テック	2012年	IBM POS 事業 (米国)	846億円
LIXIL	2013年	グローエ (欧州, 中国子会社)	660億円
楽天	2013年	Viki (米国)	214億円

各社、有価証券報告書、プレスリリースから筆者作成。

東芝の減損額は監査前、会社発表数値。その後、2017年に米国破産法第11条申請。キリンは2017年にキリンブラジル (旧スキンカリオール) をハイネケンに売却。

図 1 買収プレミアムと相乗効果の関係

プレミアムは支配権の対価であると同時に、買収後に企図する相乗効果の前払い。



2 買収目的の種類

海外 M & A で如何に相乗効果を創出するのか、その解を探るのが本稿の目的である。買収は個々の案件で狙いが異なるが、ここではその戦略的方向性と相乗効果創出の手法について類型化しておきたい。

買収が価値を生み出すのは、1 プラス 1 が 2 を上回る相乗効果だとする考え方で Ansoff (1965) によって紹介された。Sirower (1997) は、買収企業と対象会社がそれぞれ単独で生み出す利益の和と比べ、買収後の統合会社がそれを超える利益を創出することと定義した。企業価値評価の視点では、Shaver (2006) が、対象会社が買収後の統合を通じて生み出す将来利益の現在価値とスタンドアローンで生み出す将来利益の現在価値の差を相乗効果と定義している。

2.1 買収の戦略的方向性と相乗効果創出手法

この相乗効果を創出する手法は、買収の戦略的方向性、すなわち、多角化型、垂直統合型、そして水平統合型によって異なる。この買収目的と相乗効果の関係を理解することが、効果創出のルートを追跡する出発点となる。

多角化を目的とする買収は、関連のない事業を新たに自社ポートフォリオに加える試みで、新規事業参入の手段として用いられることが多い。この多角化型では、買収企業の資金調達能力が対象会社に勝る場合、買収後に事業の資本コストを節減する効果はあるが、事業関連性がないためオペレーション上の相乗効果を追求する機会はない (Chatterjee, 1986)。日本企業の例では、1980年代後半のソニーによる米国コロンビアピクチャ買収や松下電器産業 (現パナソニック) による MCA 買収は、エンタテインメント事業を新たに加えた多角化型であった。ソニーや松下電器は、買収時にハードとソフトの融合という事業上の相乗効果を期待したが、買収後、その機会が限られていたことから、松下電器は MCA を売却、ソニーは現在も保有するが、エンタテインメント事業は金融事業と並び経営の独立性が高い。昨年、米国のアクティビストファンドが、ソニー経営陣にコングロマリットディスカウント解消のため、エンタテインメント事業のスピンオフと上場を求めたのは、エレクトロニクス事業との間に相乗効果がないことが背景にある。米国大手企業33社が実行した多角化型買収の多くが失敗に終わった実態を検証した Porter (1987) も、多角化型では、知識や技術を移植する機会が限られ相乗効果が実現しなかったことを指摘している。

垂直統合型の買収には、自社サプライチェーンにおける上流領域の事業を内製化する後方垂直統合と、販売など顧客に近い領域の事業を自社内に取り込む前方垂直統合がある。石油元売り企業が油田開発事業に投資するのは後方垂直統合の代表例である。また、台湾の鴻海

精密工業によるシャープ買収は、アップル社のPCやスマートフォンなどの組み立て受託を主事業とする鴻海が、その主要構成部品であるLCD（液晶ディスプレイ）を開発、生産するシャープの事業を垂直に統合する試みでもある。後方垂直統合の利点は、素材や基幹部品の供給を安定して確保し、市況による購買費変動のリスクを抑えるところにある。

総合商社の三菱商事によるコンビニエンスストアのローソン買収や、伊藤忠商事によるファミリーマート買収は前方垂直統合の例である。国内外から素材を調達し、食品卸や加工を手掛けてきた商社が、小売り、すなわちサプライチェーンの下流領域の事業を組み入れた。後方と前方、どちらの垂直統合も顧客を起点としたサプライチェーン全体への関与を拡げることと相乗効果創出を企図する（Chatterjee, 1986）。

水平統合型の買収は、同一製品やサービスを提供する事業を一体化し、規模を拡大することで市場での影響力を高めることを目的とする。2016年に日本郵船、商船三井、そして川崎汽船が発表した定期コンテナ船事業統合はこの水平統合の例である。この海運3社は、事業統合の後、世界のコンテナ船市場で第6位、7%のシェアを占め、合理化などで年間1100億円の相乗効果を見込むと発表した（日本郵船プレスリリース2016年10月31日）。

これは重複事業を統合し固定費削減を通じて相乗効果を狙う水平統合の典型的なモデルである。規模の経済性を活用するため、重複が多いほど固定費削減の余地が大きく、相乗効果を短期間に実現できる。このように、買収による相乗効果の創出手法は、買収目的と被買収事業との関係によって大きく異なる。（表2参照）

表2 買収の類型

類型	買収側と被買収側の関係	買収目的	本稿中の例
多角化	事業関連性限定的	新規事業参入	電機メーカーの映画事業買収
後方垂直統合	購買者と供給者	サプライチェーン内製化（上流）	石油元売りの油田開発事業買収
前方垂直統合	供給者と購買者	サプライチェーン内製化（下流）	商社のコンビニ事業買収
水平統合	類似事業	規模拡大	海運3社のコンテナ事業統合

2.2 買収後の経営

日本企業による海外M&Aの類型について、松本（2014）が1985年から2001年までの買収金額100億円以上の全116件を調査したところ、7割近くが類似企業の買収による水平統合型であった。世界市場占有率の獲得や、現地での生産、販売拠点網の構築を狙った買収である。一方で、この116件のうちすでに撤退、売却を余儀なくされた失敗51案件でも、この水

平統合型が半数以上を占めていた。海外での水平統合で相乗効果を実現できていないのが現状である。ここでは、買収類型の中で、海外 M & A で多数を占める水平統合型に焦点を当て、買収後の経営に関するこれまでの検証や仮説に触れておきたい。

買収した会社の経営陣を前にして、自主性を尊重すべきか、それとも自社への吸収を優先すべきか、買収後の統合について経営者は思案することになる。米国の研究では、被買収事業の類似性が高いと吸収による統合の程度が高くなり (Larsson & Finkelstein, 1999)、対象会社に与える自主性の程度は低くなる (Datta & Grant, 1990)。重複を相乗効果の源泉とする買収では、迅速なリストラクチャリングが欠かせず、そのため、買収後の経営では統合の程度が高くなるものと考えられる。

次に、経営者は対象会社の経営資源を利用して相乗効果を創出するか、それとも対象会社に自社の経営資源を活用させるのか、という選択に迫られる。相乗効果は双方が良いものを持ち寄ってウィン・ウィンの関係を築く印象があるが、実際は、自社または、対象会社が他方の経営資源を利用、あるいは消去することで創出される。たとえば、1981年から2000年までの米国製造業を対象に、12,893の工場を含む1,483の買収案件について調査した Maksimovic, Phillips & Probhala (2011) は、買収後、3年以内に27%の工場が売却、19%の工場が閉鎖され、5年間では30%が売却、27%が閉鎖したことを報告している。この米国での調査では、買収後5年で、継続保有している工場は半数にも満たない。

水平統合後の経営資源の活用手法と業績について、欧米の253案件を長期評価した Capron (1999) は、買収企業自身の経営資源を利用する方が、相乗効果を実現する可能性が高いとしている。その理由として、買収時に情報の非対称性が存在することから被買収事業の経営資源を理解するまで時間を要すること、そして、その活用に対象会社マネジメントが抵抗することを挙げている。一方、自社の経営資源は細部まで管理していることから、自ら相乗効果創出の環境を提供する方が容易なのである。事業の重複を解消する場合も、自社側の資産を消去した方が相乗効果も大きい、実際には対象会社の資産を売却、閉鎖するケースがその3倍から5倍に上ることを指摘している。競争力に劣る類似事業を買収して閉鎖しても、また、自社よりも競争力のある事業を買収し自社事業を残しても、大きな相乗効果は望めない。売却や閉鎖のリストラクチャリングは自社事業を対象とする方が混乱は少なく、相乗効果の確度を高める。これらの検証は、買収企業側に被買収事業が活用できる経営資源が豊富に存在することが効果創出に欠かせないことを指摘するものである。

この水平統合型買収と持続的な成長との関係については、Harrison, Hitt, Hoskinsson & Ireland (2001) が1990年代の米国企業が実行した類似性の高い国内の買収を検証している。そして、事業の重複を源泉とする水平統合では、規模の経済性を活用した相乗効果を短期間で実現できる反面、市場の独占に近い状況に届かないと、持続的な利益成長は期待できない

ことを指摘している。たとえば、石油業界のExonによるMobil買収では、短期間に製油所やサービスステーションの統廃合で相乗効果を実現した。しかし、この買収には経営の合理化や市場占有率といった規模の経済性を超える付加価値創造の源泉は存在せず、長期の利益成長を支える効果は得られなかった。

また、水平統合における製品や技術の補完性に注目して86の買収案件を考察したZaheer, Castaner & Souder (2013)は、買収企業が補完性を相乗効果の源泉として見出したとき、高いレベルの自主性を対象会社に与えつつ、緩やかな統合を進めていることを報告している。買収による補完とは類似性が低いことではなく、独立した事業を結合することで高い価値を創造すること(Ansoff 1965; Lewellen, 1971; Penrose, 1959)と定義されている。実際の買収では、対象会社に類似性と補完性が共存し、経営の自主性尊重と事業の吸収の両方を買収後の経営で実践することもある。前出のファミリーマートがユニーグループを合併したときに、ユニーのコンビニエンスストア事業(サークルK・サンクス)は重複するのでファミリーマートに吸収し、総合スーパー(GMS)事業は別会社として経営を継続しているのが、その例である。

水平統合型の相乗効果創出は、主に国内業界再編で見られる重複の解消を源泉とし規模の経済性を追求する手法と、製品や拠点の補完を源泉に既存の経営資源を有効に活用する、範囲の経済性を追求する手法とがある。買収後の統合で、前者の手法が事業の吸収を優先するのに対し、後者は対象会社の自主性を尊重することになる。どちらの手法も買収企業側に豊富な経営資源が備わっていることが効果創出の前提となる。

次節では、日本企業が実現した相乗効果のルートを事例として追跡することで、海外M&Aによる効果創出の機構を考察する。

3 相乗効果創出ルートに関する事例分析

海外M&Aで如何に相乗効果を創出するのか、前述のように類似企業の買収であっても失敗が多いのが現状である。これまでM&Aの研究は50年に及ぶが、欧米でも買収が失敗に終わる確率は改善していない(Cartwright & Schoenberg, 2006)。日本企業の海外M&Aは、本格化して30年と歴史が浅く、成功例も少ないことから、買収後の経営や相乗効果に関する研究の蓄積も十分ではない。よって本稿では、途上の研究領域で新たな視点を提供することに適する、事例研究による理論構築の手法(Eisenhardt & Graebner, 2007)を用いた。類似事業の買収で相乗効果を実現した経営の現場に赴き、そこで発見したことと既存研究の論点とを照らし合わせつつ、相乗効果の創出ルートを追跡した。

事例研究は、積極的な買収で事業を世界一に育てた関西の上場製造事業者3社の協力を得て行った。船舶電子機器で世界一の古野電気株式会社(兵庫県西宮市)、自動車排ガス測定

装置で世界一の株式会社堀場製作所（京都市），そして自動車・二輪用ブレーキホースで世界一のニチリン株式会社（兵庫県姫路市）の各本社，そして買収した欧州子会社の現場に赴き事業責任者とのインタビューを行った。各事例を，具体的な相乗効果，その源泉，そして，買収後の経営の3点から整理し，それぞれ効果創出のルートを図で要約した。

事例1 古野電気によるフィンランド，ナビントラ社買収

（1）相乗効果

古野電気は，電子海図情報表示システム（Electric Chart Display and Information System, 以下 ECDIS）を開発するナビントラ社（現フルノフィンランド）を2002年に買収した。ECDIS は，画面上で電子海図，船舶の自動識別，レーダー等の情報，そして航位，方位，船速などの航海情報を表示し，操船者の航海計画と航行監視業務を支援するシステムで，その設計と性能は，国際電気標準会議（IEC）による試験規格と，国際海事機関（IMO），国際水路機関（IHO）の性能基準への合致が要求されている。

この ECDIS は，古野電気の大型商船向け統合ブリッジシステム（Integrated Bridge System, 以下 IBS），「Voyager」の心臓部にあたる。古野電気は当初，ECDIS を自社開発する方針であったが，それを変更し買収によって内製化した。

ECDIS を獲得後，2000年代に古野電気は大型商船向け電子機器事業の業績を大きく伸ばした。実際に IBS 受注には，システムの顔である ECDIS の性能が大きな決め手となる。古野電気は自社が開発した船舶自動識別装置や航海情報記録装置に，買収で得た ECDIS を製品群に加え，商船会社，海上自衛隊，海上警備隊などの主要顧客と長期的な関係を構築していった。ECDIS の新型式「FMD」の販売を始めた2012年から5年で船用電子機器事業の売上高が549億円から734億円に増え，現在，船用電子機器事業セグメントは全体売上高の9割を占める。従来の魚群探知機など魚船向け事業に加え，買収を活用し，大型商船向け電子機器事業を中核事業に育てた。

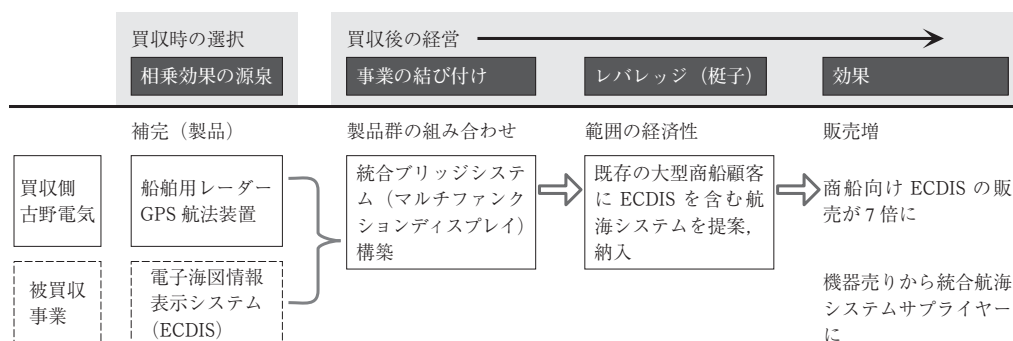
（2）相乗効果の源泉

相乗効果の源泉は事業の重複ではなく補完である。古野電気の船舶自動識別装置や航海情報記録装置をナビントラの ECDIS 製品開発技術が補完し，マルチファンクションディスプレイを実現した。買収で獲得した ECDIS 事業を自社製品群と結合し，統合ブリッジシステムとして，大手商船顧客に提案，納入することで相乗効果を創出した。（図2参照）

（3）買収後の経営

古野電気は，買収後に名称を FURUNO Finland OY に変更したが，フィンランドの ECDIS 製品開発と研究開発施設を維持し，古野電気本社から開発業務を社内委託する形で連携を始めた。またナビントラは ECDIS の製造を外部に委託していたが，買収後は，古野電気が日

図2 古野電気の効果創出ルート



本で製造することにした。買収当時の型式「FEA」は旧ナビントラが開発した製品であるが、2012年製品化した現在の型式「FMD」は古野電気本社開発部門とフィンランドの開発部門が共同で開発した製品で、現在も製品のアップグレードや保守サービス業務で、日本とフィンランドでは常時、連携が行われている。

古野電気本社と旧ナビントラの技術者の間では、日本と欧州で顧客への営業や保守サービス提供に関して考え方やスピード感が異なり、当初は戸惑いがあったという。たとえば欧州の顧客は、機器に不具合がある場合、サプライヤーが調査途中であってもまず報告を求めるが、日本の場合は、不具合の原因を正確に特定してから顧客に報告を行う。新型式「FMD」の開発を始めたとき、フィンランドの開発部門はECDIS開発業務が日本の本社に移行し、自分たちの仕事がなくなるのを心配したが、古野電気は日本に業務を移管せず、ECDISの製品開発や保守業務もフィンランドを中心とした。現地の経営もフィンランド人に任せ、本社船用機器事業部役員が直接管掌している。旧ナビントラの技術者のひとは現在、国際電気標準会議（IEC）の委員を務めるなど、ECDISの国際的な性能基準の動向にも詳しく、古野電気の製品戦略にも貢献している。フィンランドの現地トップによると、「ナビントラのECDISは、古野電気の統合ブリッジシステム Voyager の中核製品で、自分たちはその製品開発部隊の役割を果たしてきた」という。買収後、自主性を尊重しながら緩やかに事業を結合して相乗効果を実現した。

事例2 堀場製作所によるドイツ、カール・シェンク社自動車性能試験機器事業買収

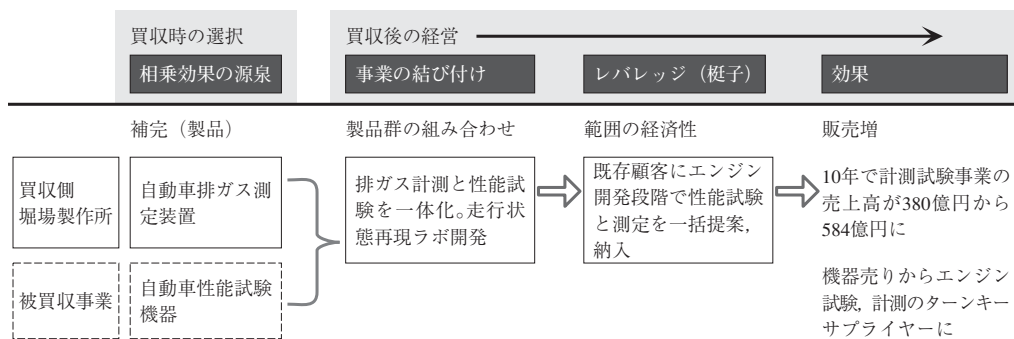
(1) 相乗効果

堀場製作所は2005年にドイツ、カール・シェンク社から自動車性能試験機器事業を買収した。カール・シェンクの事業には、自動車の燃費や耐久性評価等の台上（ベンチ）試験装置のシャシダイナモメータ（車両で実施）とエンジンダイナモメータ（エンジン単体で実施）、エンジンの性能をシミュレートするバーチャルバッテリー（ソフトウェア制御とACダイナモーター）、試験時にリアルタイムで走行状態を再現するラボラトリーオートメーション

システム（STARS）の元となるソフトウェア，ディスプレイシステム，そしてブレーキ，駆動機器の性能試験装置が含まれていた。2000年代初めから自動車メーカーの需要増で，堀場製作所も性能試験機器の開発を進めたが，自社開発の方針を転換し，買収に踏み切った。

買収で事業領域を拡げた堀場製作所は，走行状態再現のラボラトリオートメーションシステムを含む自動車計測システムのターンキーサプライヤーとなった。相乗効果は，既存の排ガス計測システムの売上高が10年で260億円から387億円の，買収した自動車試験システムの売上高も120億円から197億円まで伸びるなど販売増という形で現れた。（図3 参照）

図3 堀場製作所の効果創出ルート



（2）相乗効果の源泉

堀場製作所の排ガス測定装置とカール・シェンク社の自動車性能試験機器との間に重複はなく，製品群補完の関係にあった。排ガス測定は新車開発時に義務付けられ，堀場製作所の測定装置は世界市場で80%のシェアを占めている。一方，自動車性能試験は規制に基づかないが，自動車メーカーの開発業務における重要なプロセスのひとつである。買収後，堀場製作所の営業は，従来の機器販売スタイルから，車両，エンジン性能試験という自動車メーカーの根幹業務に大きく関与することになった。

（3）買収後の経営

堀場製作所はびわこ工場に，買収したカール・シェンク社の自動車性能試験機器と自社の排ガス測定装置を組み合わせた E-LAB を設置した。そこでは，自動車を実験室内のローラー上で走行させて実路と同じような環境に置き，自動車の開発試験，最新の認証試験における高精度計測によるエンジン排ガス測定が，ひとつの試験室で行われている。自動車の性能試験は，通常，メーカーの研究開発棟内で行われ，堀場製作所の製品は一般の目に触れる機会は少ない。しかし，E-LAB の様子は圧巻で，買収した事業の結合と組み合わせを一目で見ることができる。

堀場製作所の経営企画責任者は，買収後の変化について「自動車メーカーから初期段階で

声が掛かるようになったこと、そして、これまでの分析機器売りではなくシステムとして納入する営業スタイルになったこと」を効果として挙げていた。

自動車メーカーが、試験機器購入業務の効率化を図るため、試験、計測機器購入の一括化を進めたことも追い風になった。堀場製作所本社自動車機器事業部が自動車性能試験、排ガス測定をターンキーとした提案、販売する役割を担い、旧カール・シェンクが試験機器の開発と製造を現在も欧州で行っている。新たな製品とサービスの組み合わせを示すことで相乗効果を実現した。

事例3 ニチリンによるフランス、ハッチンソン社ブレーキホース事業買収

(1) 相乗効果

ニチリンは、2014年にフランスのハッチンソン社ブレーキホース事業に出資、合弁化し、2016年に出資比率を70%に引き上げ経営権を取得した。ハッチンソンは、仏エネルギー大手のトタルグループに属し、自動車部品の他、航空機、自転車タイヤを製造する企業で100年の歴史がある。ブレーキホース事業は、仏PSA、ルノー、米国GM、フォードを主な顧客としていた。ニチリンは二輪車用ブレーキホースで世界一、自動車用ホースでも最大手のひとつだが、買収前は欧米大手自動車メーカーとの取引は限られていた。

買収交渉の時期が、欧州金融危機と重なって決断まで時間がかかったが、相乗効果創出の機会は、買収後すぐにやってきた。ハッチンソンの顧客、GMからグローバル戦略車「シボレー」の米国、欧州、アジア組立工場向けにブレーキホースの一括供給の打診があった。ニチリンは買収したスペイン工場と、自社ベトナム、中国、米国拠点を活用するグローバル供給をGMに提案し、年産80万台という大型契約を獲得した。

昨今、大手自動車メーカーは、自社戦略車の部品を世界的に一括して発注する機会が増えている。一方で、それを単独で実現できるサプライヤーはまだ少ない。ブレーキホースでこれを実現できるのは現在ニチリンだけで、他社からも世界規模での部品供給の引き合いが続いているという。ニチリンの売上高は2013年の445億円から2016年には509億円に、営業利益は35億円から66億円に増えた。(図4参照)

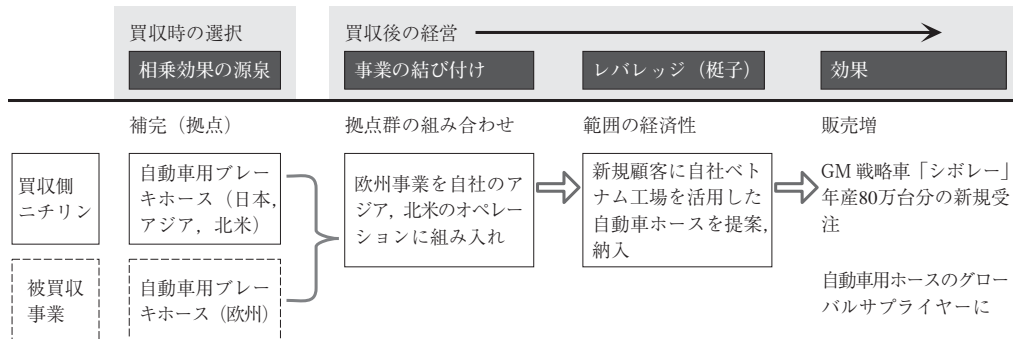
(2) 相乗効果の源泉

この買収は、類似製品の製造、販売事業を対象とした水平統合であるが、顧客基盤と生産のロケーションに重複はなく、補完であった。ホンダや日産自動車を主な納入先とするニチリンにとって、GMやPSAは新たな顧客で、また欧州大陸には製品開発、生産の拠点もなかった。ニチリンは、買収で欧米自動車メーカー営業網と、欧州の生産拠点を自社の日本、アジア、北米の拠点網に組み入れた。

(3) 買収後の経営

本件では、顧客の需要が相乗効果を引き出す様子が分かる。GMへの試作品開発段階で買

図4 ニチリンの効果創出ルート



収したスペインの製品開発部門とニチリン本社の開発部門との間には当初、品質に関する考え方に大きな開きがあった。自動車用ブレーキホースの保証期間は欧州の1年に対し日本の自動車メーカーは10年を求めることから、素材となるゴム耐久性に関して期待値が異なり、試作品はニチリン本社の厳格な試験で、何度も不合格となった。現地責任者によると、当然、旧ハッチンソンの開発技術者にとっては面白くないが、大型受注に成功することで互いの信頼関係が深まったという。

生産では、スペイン工場をニチリンの海外生産拠点と組み合わせることで、GM 戦略車シボレーのグローバルな組立拠点への納入に対応した。ニチリンの営業担当役員は、「欧米自動車メーカーの開拓はこれまで何度も試みたが上手くいかなかった。今回の買収で成長の道が拓けた」という。取引サプライヤー数を絞り込み、規模の経済性を求める自動車メーカーの購買戦略に、ニチリンは買収による地域拠点群の補完で応え、相乗効果を創出した。

4 ディスカッション

ここでは、事例による効果創出ルートの追跡結果をもとに、相乗効果の源泉と買収後に効果を引き出すレバレッジ（梃子）に注目して議論したい。

4.1 源泉

海外 M & A では何が相乗効果の源泉となるのか。3つの成功事例に共通するのは、重複を源泉とした規模の経済性を追わず、製品や拠点群の補完を源泉とした点である。買収における補完とは、類似性が低いことではなく、独立した事業の製品や技術を水平に結合していくことで価値を創造することと定義される。

類似事業の買収では、重複を源泉として相乗効果を企図するケースが多い。しかし、そもそも海外 M & A は現地で生産拠点や販売網を新たに獲得することが目的であるため、買収後に事業を統廃合する機会は限られている。固定費削減の定番である間接部門の人員削減も、

日本の本社が現地の経理や人事業務を請け負うことは現実的でない。また、類似事業であっても、日本と海外では顧客が求める製品仕様や品質基準が異なるので、素材や部品を統一するのは容易でない。よって、机上で計算した規模の経済性を活用した統廃合や購買コスト削減は、現場ですぐに実現しない。たとえば、事例にある自動車用ブレーキホースでは、日本の自動車メーカーが10年の品質保証を要求するのに対し、欧州では1年だけだという。ブレーキホースを日本の品質に合わせると欧州で価格競争力を失うことになり、欧州の顧客に合わせると日本の顧客の品質基準を満たさないことになる。それに、素材や部品を統一できたとしても、今度はそれをグローバルに供給できるサプライヤーがない。水平統合の典型的な相乗効果の源泉である重複は、実は海外 M & A の現場では限られている。にもかかわらず、世界市場占有率と規模の経済性による相乗効果を過大評価し、買収交渉でプレミアムを正当化してしまうところに、買収後ののれん減損の原因がある。

事例の3社は、重複ではなく補完を源泉として相乗効果を創出していた。堀場製作所は、買収で得たエンジンなどの性能試験機器やサービス事業を自社主力の排ガス測定装置事業に結合することで、自動車メーカーに上流工程からターンキーで性能試験を提案するアプローチに転換した。古野電気も、買収した電子海図情報表示システム事業を自社のレーダー製品や GPS 航法装置を中心とする統合ブリッジシステムに組み入れた。そして、大手商船会社向けに航海システム機器を一括納入することで、船用電子機器事業セグメントの売上高を大きく伸ばした。古野電気と堀場製作所は、製品とサービスの範囲を拡げることで相乗効果を実現した。ニチリンの買収は、製品は重複していたが規模による相乗効果を追わなかった。買収で得たスペインの開発と生産拠点を自社の拠点群に結合することで効果を創出した。欧州で開発した自動車ホースを、コスト競争力のある自社ベトナム工場で生産することで、これまで参入が果たせなかった欧米自動車メーカーからの大型受注が実現した。拠点の補完を源泉とした相乗効果の例である。

もうひとつ、買収時における規模の優位性を相乗効果の源泉として指摘しておきたい。本事例では3社すべてに当該事業で、買収企業側に規模の優位性が存在し、自社の顧客基盤や製品開発といった経営資源を被買収事業に供して相乗効果を創出していた。海外 M & A 116 件の成否とその要因を調査した松本（2014）も、買収側に規模の優位性が存在することが成否に影響を与えることを報告している。

4.2 源泉から効果を引き出す梃子

4.2.1 事業の結合

相乗効果の源泉が存在したとして、今度は買収後にその源泉から効果を引き出す経営を実践しなければならない。事例の3社は、被買収事業を吸収して統合するのではなく、自社事

業との結合に注力していた。古野電気は、買収後も電子海図情報表示システムの開発拠点をフィンランドに残し、本社開発部隊が支援している。新形式開発もフィンランドが主導した。現在も古野電気は本社からフィンランドに技術者を派遣しておらず、現地の代表者にもフィンランド人を据え、組織運営でも自主性を尊重している。

ニチリンも、スペインにあるブレーキホースの営業、製品開発、生産を独立した形のままで保有している。対象会社の営業部門が、自動車メーカーの顧客から RFP (Request for Proposal) を得ると、本社の開発や品質管理部門が現地の試作品開発を支援する。また、顧客である自動車メーカーの組立拠点に合わせ、アジア、北米の最適な自社生産拠点網を活用している。顧客の需要に応える中で、買収した事業の結合を実現していった。

堀場製作所による結合の様子は、同社のびわこ工場 E ハーバーにある最新の実走シミュレーション実験室を訪問すると一目瞭然である。実験室には、買収で獲得したシャシダイナモメータの上を自動車が走行し、エンジンやブレーキの性能試験、そして堀場製作所の主力である排ガス計測が同時に行われている。ダイナモメータやエンジン、ブレーキ性能試験機器は、現在も欧州での生産を維持している。3社の事例では Zaheer et al. (2013) が指摘した、対象会社の自主性を尊重し、製品や拠点の補完を醸成するために緩やかな経営の統合を進める手法で相乗効果を実現していた。

4.2.2 範囲の経済性

先行研究は、買収企業側の経営資源を被買収会社が利用する方が相乗効果実現の可能性が高い (Capron, 1999) ことを指摘している。本事例でも、自社の顧客基盤や生産拠点、製品開発技術などの経営資源を提供することで被買収事業の売上高が飛躍的に伸びた。ニチリンは、対象会社が GM から大型受注を獲得する局面において、製品開発や品質管理を支援した。自動車用ブレーキホースには強靱性、耐久性そして柔軟性が求められるニチリンのコンパウンド技術が受注に貢献した。また、コスト競争力のある自社ベトナム工場を活用し、グローバルな納入を可能にした。古野電気も、本社開発部門が電子海図情報表示システムの新形式開発や、船外とのネットワーク構築を支援し、「フルノブリッジシステム」という航海統合システムに組み込むことで、機器販売と保守事業拡大を実現した。同じく、堀場製作所も排ガス測定装置の販売で築いた主要自動車メーカーの顧客基盤を活用して相乗効果を実現していた。

3つの事例は、補完性の高い事業を自社のオペレーションに結合し製品群や拠点群を拡充していた。そして、事業領域を拡げることで、既存の経営資源を有効活用する範囲の経済性を梃子に相乗効果を創出している。重複型の相乗効果が事業の統廃合など自社で完結できるのに対し、この補完型は、顧客が買収による新たな製品や拠点の組み合わせに価値を認めて

初めて機能する。実際に、古野電気と堀場製作所は補完で製品群を整えシステムサプライヤーに、ニチリンは新たな地域拠点を補完しグローバルサプライヤーに転換し、商船会社や自動車メーカーに買収による新たな組み合わせを示した。買収や売却は企業が競争優位を保つために自身の事業領域を再定義する行動（Maksimovic et al., 2011）でもある。まさにこの3社はこの再定義を実践して相乗効果を実現した。

しかし、この補完型で注意を要するのは、何でも自社で揃えれば良いわけではない点である。古野電気も堀場製作所も、もともと自社開発の途上であった戦略性の高い製品を買収で獲得する方針に切り替え製品群を補完した。逆に購買でこと足りる事業をわざわざ買収すると、固定費が高み価格競争力やサプライヤー選定の柔軟性を失ってしまう。事業を結合しても、顧客が新たな価値を見出せなければ、補完型の相乗効果は機能しない。

4.2.3 対照事例

この相乗効果創出の機構を失敗事例からも眺めておきたい。海外 M&A の失敗は、実際には重複が限られているのに、規模の経済性を掲げて短期に相乗効果を目論む場合、そして補完に源泉を求めながら、買収後に新たな組み合わせを顧客に提示できないケースとがある。

2011年の麒麟によるブラジル、スキンカリオール社の買収はその典型と言える。麒麟は、買収当初「ガバナンスを強化しシナジー創出を図る」（麒麟ホールディングスプレスリリース2011年11月4日）として名称も「キリンブラジル」に変更して経営を始めた。買収した事業は、中核のビール事業であったがブラジルは麒麟にとって未開拓の地で、現地で事業の重複は存在せず、規模の経済が機能する機会はなかった。麒麟は買収後、自社製品のブラジル現地生産による製品群補完や、自社北米拠点との結び付けを試みたが、顧客が価値を見出すような新たな組み合わせも提示できなかった。そしてキリンブラジルは孤立無援で経営を続けた結果、業績が落ち込み、2015年に1100億円に上るのれん減損損失を計上、2017年にはライバルのハイネケンに740億円で事業を売却し、買収から6年で麒麟はブラジルから撤退した。一方安値で買収した上にブラジルのビール市場トップのハイネケンには重複による相乗効果の源泉が豊富に存在する。麒麟はスキンカリオール社の経営支配に3000億円を投じたが、相乗効果の幻想は大きな損失を招き、結局ライバルを利するだけに終わった。

相乗効果の源泉となる事業の重複や補完を過大評価し、また、自社経営資源を過信して梃子が機能しないと、買収した事業の現状維持にすら窮することになる。

5 結 論

海外での買収を持続的な利益成長に繋げるには、相乗効果が欠かせない。本稿では、事例

研究を用いて、海外 M & A による相乗効果創出の機構を探った。

買収による相乗効果は、その源泉と、源泉から効果を引き出すレバレッジ（槌子）が噛み合うことで創出される。効果の源泉には事業の重複と補完とがあるが、海外での買収は、新たな拠点や能力獲得を目的とするため、統廃合の原資となる重複は限られる。よって、補完の存在が必然的に海外 M & A 後の相乗効果を定めていくことになる。買収による補完とは、独立した類似の製品や技術、そして拠点を水平に統合していくことを指す。

そして、この源泉から効果を引き出す槌子として買収側は規模、または範囲の経済性を用いることになる。海外 M & A では重複の源泉に限られることから、規模の経済が相乗効果の槌子として機能する余地は小さい。よって、事業領域を拡げ、既存の経営資源を有効に活用して持続的な成長を狙う範囲の経済が、海外での買収で槌子の役割を果たすことになる。

古野電気、堀場製作所、そしてニチリンが実現した相乗効果創出ルートを追跡すると、製品や拠点の補完をその源泉としていた。そして、買収後に製品群を新たなシステムとして、また拠点群を世界的な製品供給ネットワークとして、商船会社や自動車メーカーに提示している。更に、買収企業側が顧客基盤や生産能力、そして、製品開発技術などの経営資源を被買収事業側に提供することで持続的な販売増を実現していた。M & A では、被買収事業に成否の原因を求めることが多いが、本稿の事例を吟味すると、相乗効果の源泉、そして槌子は主に買収側に存在していた。効果創出の機構が機能するかどうかは、実は買収側が提供する経営資源に依るところが大きいようである。

買収した事業を結合し、自社事業領域の再定義を実行するには、有能な人材と資金の長期的な投入が必要で、経営の負担は大きい。しかし、補完の源泉と槌子が噛み合い、買収による新たな事業の組み合わせに、顧客が一旦、価値を認め始めると、加速度的な成長を手にすることができる。これが海外 M & A のダイナミズムであり、ハイリスク・ハイリターンとされる所以である。

昨今、続出するのれん減損損失は、将来収益に関する会計上の評価であるが、実際には、買収後に海外で経営を始めたものの、相乗効果の源泉と槌子を用意できずに立ち往生する状況を示している。出発点と目的地を明らかにしても、到達ルートが曖昧だと引き返すことすら容易でない。筆者は、今後、本稿で示した効果創出のルート追跡を数多く、そして丹念に事例として積み上げることで、買収による相乗効果の研究に磨きをかけたい。

参 考 文 献

- Ansoff, H. I. (1965), *Corporate Strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*. New York: McGraw-Hill.
- Capron, L. (1999), "The long-term performance of horizontal acquisitions," *Strategic Management*

- Journal* 20, 987-1018.
- Cartwright, S., and R. Schoenberg (2006), "Thirty years of M&A research: Recent advance and future opportunities," *British Journal of Management* 17, S1-S5.
- Chatterjee, S. (1986), "Type of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging rival firms," *Strategic Management Journal* 7, 119-139.
- Datta, D., and J. Grant (1990), "Relationships between types of acquisitions, the autonomy given to the acquired firms, and acquisition success. An empirical analysis," *Journal of Management* 16, 29-43.
- Eisenhardt, K., and M. Graebner (2007), "Theory building from cases: Opportunities and challenges," *Academy of Management Journal* 50, 1, 25-32.
- Harrison, J., M. Hitt, R. Hoskinsson, and D. Ireland (2001), "Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances," *Journal of Management* 27, 679-690.
- Larsson, L., and S. Finkelstein (1999), "Integrating strategic organizational, and human resource perspectives on mergers & acquisitions: A case survey of synergy realization," *Organization Science* 10, 1-27.
- Lewellen, W. (1971), "A pure financial rationale for the conglomerate merger," *Journal of Finance* 26, 521-537.
- Maksimovic, V., G. Phillips, and N. Prabhala (2011), "Post-merger restructuring and boundaries of the firms," *Journal of Financial Economics* 102, 317-343.
- Penrose, E. T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: John Wiley.
- Porter, M. (1987), "From competitive advantage to corporate strategy," *Harvard Business Review* 65 (May, June), 43-59.
- Shaver, J. M. (2006), "A paradox of synergy: Contagion and capacity effects in mergers & acquisitions," *Academy of Management Review* 31, 962-976.
- Sirower, L. M. (1997), *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. New York: The Free Press.
- Zaheer, A., X. Castaner, and D. Souder (2013), "Synergy source, target autonomy and integration in acquisitions," *Journal of Management* 39, 604-632.
- 松本茂 (2014), 「海外企業買収失敗の本質 戦略的アプローチ」東洋経済新報社.
- 松本茂, 三品和広 (2016), 「企業買収の収支勘定」『国民経済雑誌』第213巻第3号, 49-60.