

第3章 今後の我が国の M&A の余地

これまで見たように、欧米の主要各国の対内直接投資（FDI）においては、クロスボーダー M&A のウェイトが極めて高くなっている。今後我が国において FDI を増加させるためには、海外からの M&A をいかにして増加させるかが重要なポイントとなる。

本章では、我が国における OUT-IN の M&A が今後増加する可能性について検討する。

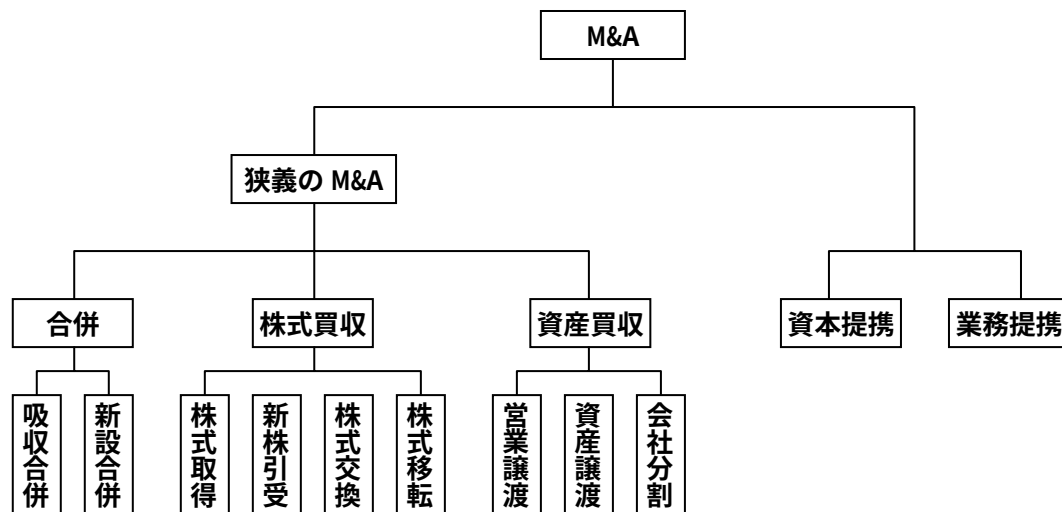
1. M&A の分類

(1) 一般的な分類

OUT-IN の M&A 増加の可能性を検討するにあたって、まずはじめに M&A の分類について整理を行う。

M&A の分類は様々な観点から行われているが、商法に基づいて、株式取得、株式交換、株式移転、営業譲渡、会社分割などと形態別に分類されるのが一般的である。また、買収及び合併を狭義の M&A とし、これに資本提携、業務提携を加えて広義の M&A として分類を行う場合も多い。

図表 3-1 M&A の形態



（出所）みずほ総合研究所作成

上記は M&A の法的から分類を行ったものであるが、企業側から見た場合には、どのような M&A の形態をとるかという点はいくまでも手段の問題であり、今後の M&A の増加可能性を検討するという観点からは、企業戦略に沿った形で分類することが望ましいと

考えられる。

(2)企業戦略の観点からの分類

企業戦略の観点から M&A の分類を行ったものとしては、日本銀行調査月報に掲載された論文（高橋良子・大山剛「近年の対内直接投資増加の背景」（日本銀行調査月報 2000 年 8 月号））における分類がある。この論文では、近年の対内直接投資を次の 5 パターンに分類している。

- ①救済型 M&A
- ②事業再構築型 M&A
- ③規制緩和型 M&A
- ④業界再編・事業統合型 M&A
- ⑤IT 主導型 Green Field Investment

このうち、①～④までが近年の我が国における OUT-IN の M&A を、企業戦略の観点から分類・整理したものである。これら 4 つの M&A のタイプは、次の通り説明されている。

図表 3-2 企業戦略の観点から分類した M&A のタイプ

タイプ	形態	主な業種	事例
①救済型 M&A	経営破綻企業への資本参加	金融、卸・小売	東京信用組合、エスティティ開発など
②事業再構築型 M&A	日本企業が手放した低収益部門や非戦略部門を買収	電気機械、一般機械、化学	ダイエー銀座ビル、宇部興産など多数
③規制緩和型 M&A	各業界における規制緩和をきっかけとした日本進出	金融、小売、通信、公益産業	サテライトニュース
④業界再編・事業統合型 M&A	世界的に再編が活発化している業界における M&A	自動車、通信、電機	西友、ユニコム証券など多数

（資料）高橋良子・大山剛「近年の対内直接投資増加の背景」（日本銀行調査月報 2000 年 8 月号）にみずほ総合研究所が一部加筆

このように、企業戦略の観点から M&A を分類することで、今後の我が国における M&A 増加の可能性を体系的に整理することが可能となる。

2. 今後拡大が予想される M&A のタイプ

(1) 最近の我が国における OUT-IN の M&A の事例の整理

本項では、最近の我が国における OUT-IN の M&A の事例について、前述の企業戦略の観点による M&A の分類により整理を行う。

我が国における OUT-IN の M&A データとして一般的に使用されているレコフの「マール」によると、2002 年 1 月～12 月の M&A は 129 件であった。これらの事例について、業種別、タイプ別に集計すると次の通り。

図表 3-3 2002 年 1 月～12 月の業種別 OUT-IN の M&A 件数

業種（買い手）	①	②	③	④	その他	総計
総計	9	52	1	45	22	129
その他金融	6	8		3	3	20
電機		8		4	6	18
化学		9		4	2	15
輸送用機器		2		6	1	9
サービス		2		5	1	8
ソフト・情報		3		4		7
機械		2		4	1	7
銀行	1			2	2	5
食品		4			1	5
不動産・ホテル	1	1			2	4
アミューズメント				2	1	3
証券		3				3
精密				2	1	3
繊維		1		2		3
鉄鋼		1		2		3
その他販売・卸	1	1				2
生保・損保		1		1		2
非鉄・金属製品		1			1	2
ゴム		1				1
スーパー・コンビニ				1		1
その他小売		1				1
医薬品				1		1
運輸・倉庫				1		1
建設				1		1
鉱業		1				1
通信・放送			1			1
農林水産		1				1
窯業		1				1

(注) ①～④は、図表 3-2 の M&A のタイプにそれぞれ対応。

なお、④については、世界的な業界再編だけでなく、業界再編全般として集計した。

「その他金融」は、投資ファンドが主である。

(資料) レコフ「マール」2003 年 1 月号よりみずほ総合研究所作成

①の「救済型 M&A」については、9 件の事例のうち 6 件が「その他金融」すなわち投資ファンドによるものであった。金融に限らず、建設、電機、アミューズメントなど幅広い業種が買収・資本参加等の対象となっている。

②の「事業再構築型 M&A」は、2002 年に行われた我が国における OUT-IN の M&A のうち最も件数の多い 52 件となっており、40.3%を占めている。我が国経済の長期低迷、国際的な競争の激化などの要因により、企業にとっては自社の得意な事業分野に経営資源を集中的に投入する「選択と集中」が企業の明暗を分ける時代となっており、このような背景からこのタイプの M&A が多くなっていると考えられる。

③の「規制緩和型 M&A」はサテライトニュースの買収 1 件のみであった。この事例は、従来は電機通信役務利用放送法により外資の出資規制があったが、この法律の改正により外資規制が撤廃されたのを機に、英国の BBC が出資比率の引き上げを図ったものである。

④の「業界再編・事業統合型 M&A」は、②に次ぐ 42 件（32.6%）となっている。ウォルマートによる西友への資本参加などの世界的な業界再編の流れのなかで行われた事例もあるが、そこまで規模の大きくない再編・統合の事例が多数を占めている。目立つケースとしては、これまで外資と日本企業が合併で行っていた事業について、外資側が事業拡大を企図して出資を拡大する事例などがある。

「その他」のタイプの M&A は、①～④のタイプとは性格を異にする M&A である。新製品開発、先進的な技術の確保、ベンチャー企業への投資などの事例がこのタイプに分類される。

(2) 今後の想定される M&A のパターン

(1)で見たように、最近の M&A の事例を整理分析すると、新製品開発、図表 3-2に記載した M&A の分類にはないタイプの M&A も、今後の拡大の余地があると考えることができる。

図表 3-2の分類、最近の M&A の事例を合わせて考えると、今後対日 M&A で想定されるパターンとしては、次のものが考えられる。

図表 3-4 対日 M&A で想定されるパターンと業種

パターン	業界・企業動向	想定業種（日本側）
Ⅰ.企業救済	・景気の長期低迷に伴う構造不況業種	流通、金融、建設
	・競争激化による同一業種内での2極分化例）→不振だが魅力を残す老舗企業等の再建	各業界
Ⅱ.業界再編	・日米欧ビジネスの一体化→スケールメリット	自動車、医薬品、流通
	・成長期待分野での企業乱立→体力消耗	通信、IT
	・成熟市場での過当競争→体力消耗	食品、素材、電機
Ⅲ.事業再編	・不採算、非中核事業からの撤退	各業界
	・生産拠点の再編	電機（EMS）等の製造業
Ⅳ.規制緩和	・規制業種での自由化の進行	通信、金融 水道等民営化が期待される分野
Ⅴ.成長分野	・売り手：VBの活発化→研究開発資金の確保 ・買い手：成長分野の新技术の確保	ベンチャー企業、 バイオ、ナノテク

（資料）みずほ総合研究所作成

以下、パターンⅠ～Ⅴについて概説する。

①パターンⅠ～企業救済型 M&A

図表 3-2におけるパターン①「救済型 M&A」に相当する。「救済型 M&A」は経営破綻企業への資本参加の形態とされていたが、パターンⅠの企業救済型 M&A では、経営破綻だけでなく、業績の悪化した企業の救済というより広い概念で捉えるべきと考える。

これらの M&A の要因として考えられるのは、景気の長期低迷に伴う構造不況業種一例えば卸や小売等の流通、金融、建設一において、これらの企業を救済する形で外資による M&A が行われる場合である。これに加え、近年は他の業界においても競争が激化しており、同一業種内でも勝ち組みと負け組みに二極分化する傾向が顕著になっている。負け組み企業においては、例えば、業績は不振であっても優れた技術や強い顧客基盤、ブランド力などを持つ企業であれば、外資による M&A のポテンシャルは高いと考えられる。

このパターンの M&A の対象として想定される業種としては、次のものが挙げられる。

想定業種の切り口	具体的な業種（日本側）
構造不況業種	流通、銀行、建設
技術、顧客基盤、ブランド力のある業種	各業種に共通であるが、特に老舗企業や同族企業が多い食品などの業種

②パターンII～業界再編

図表 3-2におけるパターン④「業界再編・事業統合型 M&A」に相当する。

業界再編は、前述のように、スケールメリットを確保するために世界的に再編が活発化している自動車、医薬品、流通などの大型 M&A だけでなく、これまで外資と日本企業が合併で行っていた事業について、外資側が事業拡大を企図して出資を拡大する事例など、規模の大きくない再編・統合は今後も行われると考えられる。また、成長期待分野における企業の乱立や、成熟市場における過当競争などにより、体力が消耗している企業が多いと考えられる業種では今後も淘汰・再編・統合が活発に行われることが予想され、そうした中で外資による M&A が拡大する可能性も高いと考えられる。

このパターンの M&A の対象として想定される業種としては、次のものが挙げられる。

想定業種の切り口	具体的な業種（日本側）
スケールメリット確保	自動車、医薬品、流通
成長期待分野における再編、統合	通信、IT
成熟市場分野における再編、統合	食品、素材

③パターンIII～事業再編型 M&A

図表 3-2におけるパターン②「事業再構築型 M&A」に相当する。また、業界再編がらみの M&A もこのパターンに含まれるものもあると考えられる。

事業再編型 M&A に該当するものとしては、日本企業がそれまで抱え込んでいた不採算事業から撤退するケース、リストラクチャリングにより非中核事業から撤退して主力分野に経営資源を集中する場合、過剰設備を整理するために生産拠点の再編を行って不要な拠点を売却するケースなどが挙げられる。経済環境が厳しさを増す中で日本企業における集中と選択が進んでおり、日本企業にとっての不採算事業、非中核事業、不要な生産拠点などを、外資系企業が買収するケースは今後一層増加すると考えられる。このケースにおいては、外資系企業の業容拡大ニーズにつながることも多いと考えられる。特に、日本には世界第 2 位の GDP を誇る巨大なマーケットが存在するため、日本市場に魅力を感じて進出を検討している外国企業は多く、日本企業が不要とする事業や拠点の買収を日本進出や日本での事業拡大の足がかりとするケースは今後増加が予想される。

このパターンの M&A の対象として想定される業種としては、次のものが挙げられる。

想定業種の切り口	具体的な業種（日本側）
不採算、非中核事業からの撤退	過剰設備を抱える製造業やバブル期に過剰投資した不動産、リゾート、アミューズメント系の業種を中心とした各業界
生産拠点の再編	過剰設備を抱える製造業（特に電機など）

④パターンⅣ～規制緩和

図表 3-2におけるパターン③「規制緩和型 M&A」に相当する。

現在外資参入あるいは民間企業の参入が認められていないあるいは制限されている分野で今後規制緩和が進むことで、外資進出が進展する可能性が考えられる。ただし、参入規制が緩和された場合でも、企業にとってビジネスチャンスの拡大につながらないものであれば、外資を含めた民間企業が進出する可能性はないと考えられる。

このパターンの M&A の対象として想定される業種としては、次のものが挙げられる。

想定業種の切り口	具体的な業種（日本側）
参入規制の緩和（規制業種での自由化の進行）	通信、金融 水道等民営化が期待される分野

参入規制以外にも、進出後の許認可の問題、各種手続などの規制もあるが、これらについては外資の進出を直接的に阻害する要因とは考えられない。

⑤パターンⅤ～成長分野

これは、図表 3-2のどのパターンにも属さない M&A である。

2002 年の M&A（図表 3-3）において、「その他」のタイプの M&A では、新製品開発、先進的な技術の確保、ベンチャー企業への投資などの事例が多く見られた。M&A の売り手側の立場から考えた場合は、膨大な研究開発資金の確保のためにファンドによる資金調達を行う場合などが挙げられる。また、買い手側から考えた場合は、ファンドがベンチャービジネスへの投資を行ってキャピタルゲインを期待する場合のほか、バイオやナノテクなど今後著しく成長が見込まれる分野において、新技術確保のために投資を行う場合もあると考えられる。

このパターンの M&A の対象として想定される業種としては、次のものが挙げられる。

想定業種の切り口	具体的な業種（日本側）
研究開発資金の確保	ベンチャー企業など
成長が見込まれる分野	バイオ、ナノテクなど

3. 主要業種における OUT-IN の M&A 余地の検討

2. の検討により、今後拡大が予想される M&A のタイプ及び M&A が期待される個別業種を抽出したが、本項では、これらのうち代表的な業種について M&A の可能性、問題点、課題について検討を行う。検討にあたって、投資ファンド、M&A 仲介企業、業界アナリスト、コンサルタント等へのヒアリングを行った。

以下、近年 M&A が進んでいる分野、及び今後期待される分野における主要な業種ごとに検討を行う。

(1)製薬

①これまでの外資 M&A の進行状況

これまで製薬業界では、OUT-IN の M&A が活発に行われてきた。近年の、我が国製薬業界における OUT-IN の M&A の状況は次の通りである。

図表 3-5 近年の製薬業界の外資 M&A の状況

年	外国側	日本側	形態	内容
1997	メルク（独）	アストラジャパン	営業譲渡	後発事業部門の買収による事業拡大
	ヘキスト・ルセル・ベッ（独）	三鷹製薬	資本参加	将来合併会社を設立するための布石
	ベーリンガーインゲルハイム（独）	エスエス製薬	出資拡大	出資比率拡大による管理強化及び販路拡大
	サイアナミッド（米）	郡山ケミカル	営業譲渡	工場買収による生産拠点確保
1998	アメリカン・ホーム・プロダクツ（米）	日本レダリー	買収	日本での事業強化
	ジョンソン・アンド・ジョンソン（米）	ケアネット	資本参加	医療機関向けネットワークサービス部門への進出
1999	オルガノン（蘭）	カネボウ	営業譲渡	繊維業企業からの医薬品部門の取得
	シェーリング（独）	三井製薬工業	買収	日本での基盤強化
2000	UCB（ベルギー）	富士レビオ	営業譲渡	検査薬企業から医薬品部門を取得
	ベーリンガーインゲルハイム（独）	エスエス製薬	出資拡大	出資比率拡大による管理強化及び販路拡大
	シェリング・プラウ（米）	武田薬品工業	営業譲渡	武田の動物薬事業の譲渡と販路拡大
	Pbi アグロケミカルズ（独）	住友商事	営業譲渡	住友商事の英国法人の事業部門売却
	ソルベイ（ベルギー）	日産自動車	営業譲渡	燃料タンク生産ラインの確保

年	外国側	日本側	形態	内容
2001	クノールファーマシューティカルカンパニー（米）	北陸製薬	買収	技術、販売面の連携強化
	セレーラ・ジェノミクス（米）	ヒュービットジェノミクス	資本参加	遺伝子解析分野での連携強化
	シェリング・プラウ（米）	藤沢薬品工業	営業譲渡	動物薬事業の譲渡とシェア拡大
	キアデン（蘭）	サワディ・テクノロジー	買収	日本での事業基盤強化
	アベンティススクロップサイエンス（仏）	塩野義製薬	営業譲渡	塩野義の事業再構築の一環
	メルク（独）	ナガセ医薬品	営業譲渡	日本市場での事業拡大
	イーライ・イリー（米）	中外リリークリニカルリサーチ	営業譲渡	合弁の解消
	F ホフマン・ラ・ロシュ（スイス）	中外製薬	買収	世界戦略の一環としての再編
2002	ランバクシーラボラトリーズ（インド）	日本薬品工業	資本参加	医薬品の品揃え拡充

（注）ケアネットは、医療機関向け衛星デジタル放送サービス事業者。

買い手（外資側）が製薬業界の案件を記載。

（資料）レコフ「日本企業の M&A データブック」よりみずほ総合研究所作成

図表 3-5を見ると、規模の小さな日本の医薬品企業や、日本の大手企業・別業種の企業からの医薬品事業部門を外資系企業が買収するケースが多くなっている。外資系企業側の目的は販路拡大など日本における事業拡大が目立っている。日本側の事業再構築の動きと世界的な業界再編の流れがマッチングし、近年の医薬品分野での OUT-IN の M&A の拡大につながったと考えることができる。

しかしながら、諸外国においては、医薬品分野は日本よりも企業の合従連衡が進んでおり、それに比べると、日本の医薬品業界における外資 M&A はあまり進んでいないと捉えることもできる¹。

②促進要因

(a)日本における営業網の確保

欧米諸国と異なり、日本では、医薬品メーカーが多数の医薬情報担当者（MR）を雇用して手厚い営業体制を敷いている。また、医薬品卸はメーカー系列の多数の業者に分かれており、さらに売掛販売などの独特の取引慣行が存在する。日本に参入するには、営

¹ 医薬品部門の売上高 100 億ドル超の医薬品メーカーが世界で 12 社あるうち、日本企業は 1 社もない。日本企業で最大のメーカーは武田薬品工業で、売上高 66 億ドルで 14 位となっている（PJP Publications Ltd. “Scorp’s 2001 PharmaCeutical Company League Tables”）。

業体制の構築やこれら多数の卸業者との取引などの日本独自の商慣行が大きな問題となる。このような慣行は、進出する企業にとっては多大な初期投資コストが必要となるため、進出する場合には単独進出ではなく M&A の形態を選択する要因となるとされる。

実際、日本国内に営業網を持たない外資系製薬企業では、シェーリングによる三井製薬工業買収のケースなど、日本の製薬会社の販売力を目当てに進出するケースが多く見受けられる。

(b)膨大な研究開発資金の確保

しばしば指摘されることであるが、医薬品の研究開発には莫大な資金が必要とされるため²、医薬品メーカーは資金捻出のために M&A により規模の拡大を図る必要がある。製品化の部分においては、治験により統計データを収集するのに莫大なコストがかかるため、活発な新薬開発競争が行われているうちは M&A が拡大する可能性は高いと考えられる。一方で、製薬の世界では製品ごとに提携・協力関係を結ぶという行為も多く、このような場合には M&A にならないケースも多い。

(c)世界的な業界再編

数年前までは海外を中心に医薬品業界では M&A による業界再編が大々的に行われていた。その後一段落したという見方もされているが、世界最大の製薬会社ファイザーでも世界シェアの 1 割程度にとどまっている上に依然中小医薬品企業も数多く存在しており、日本にはその傾向が強い。したがって、これから業界再編の動きが再び活発化することも予想される。

(d)規制緩和

医薬品業界では、規制緩和や国際的な制度の統一化が進んでいる。承認審査制度の国際的ハーモナイゼーションの進展により、医薬品承認申請フォームの日米欧での統一化が図られており、外資系医薬品企業にとって、日本での事業展開をスムーズに行うための環境が一つ整備されたこととなっている。

また、2002 年 7 月の薬事法改正により、これまで国内で医薬品発売の承認を受ける際には、製造承認³が必要であったのが、欧米と同様の販売承認の形に変更となった。これにより、製造設備の保有義務がなくなったため、委託生産や製造部門の分社化が可能となった。このことから、外資系企業が日本進出後に過剰な設備投資を行う必要がなくなると期待できる。

² 基礎研究から製造承認を経て一つの医薬品が誕生するまで 10～18 年程度必要であり、途中で開発を断念した医薬品の開発費用まで含めると、1 品目当たりの研究開発費用は 150～200 億円に達する（日本製薬工業協会資料）。

³ 製造工程のうち最低一つの工程について製造設備を保有し、自ら実際の製造を手掛けることが義務付けられており、医薬品の承認は「製造を承認する」という形で行われていた。

③阻害要因

日本の医薬品業界における外資 M&A が諸外国に比べて進んでいない背景には、次の点が挙げられる。

(a)医薬品市場の価格規制

日本の医薬品市場では、医療用医薬品が 9 割程度のシェアを占めている⁴。医療用医薬品市場には許認可等の規制がある。外資系企業が進出する上で最も大きな阻害要因と考えられるのが医薬品市場の価格規制の問題とされる。

日本では、医薬品の銘柄ごとに保険償還価格（薬価）が定められている。医療機関が保険償還価格より安く購入すれば政府が設定した価格に対する差益すなわち「薬価差益」が生じ、それが医療機関の収益となる仕組みになっている。一方で、医療機関には購入価格の規制はないため、医療機関にとっては、医薬品の価格そのものではなく、「薬価差益」がどれだけあるか（値引率が同じであれば薬価が高い薬ほど購入のインセンティブが働くことになる）、さらには価格以外のサービスがどの程度充実しているかが購入のポイントになってくる。

一方、米国では医療保険制度そのものが日本と異なっており、民間医療保険が中心である。加入者が保険会社を選定し、さらに保険会社が医療機関と定額請負方式で年間契約を行っている。このため、医療機関におけるコストパフォーマンスの意識が高くなっており、安価な薬を購入することもあれば、入院期間短縮のために高価な薬も購入するケースも出てくる。医薬品の価格規制はない。

欧州では、医療機関ごとに医療費や薬剤費の総枠が設定されており、かつ、多くの国で「薬価差益」が得られない仕組みになっている。したがって、購入する医薬品を選定するときには、価格そのものも重要なポイントとなっている。

このように、日本の医療用医薬品市場においては、欧米諸国とは異なり、市場メカニズムに応じた価格設定が行われておらず、価格以外のサービスが重要となっている。このような日本市場への参入は、不慣れな外資にとってハードルが高いとされる。

(b)規模のメリットが働かないマーケット

先に見たように、日本の医療用医薬品市場は価格規制があるために市場メカニズムに応じた価格設定が行われていない。各医療機関への営業は、価格以外のサービス（情報提供など）の充実度が重視される。すなわち、各医療機関との密接度が重視されるため、営業人員を増やすことが即シェア拡大には結びつかない。したがって、医療機関に対する営業人員を増やしてシェアを拡大するのではなく、一つの医療機関により深く食い込

⁴ 厚生労働省「薬事工業生産動態統計（平成 13 年版）」では、医薬品の生産・輸入額合計に占める医療用医薬品の比率は 89.0%となっている。

むような事業展開となる。

一方で、欧米のような市場においては、各製薬会社は、営業人員を増やすことによってより大きなシェアを狙う事業展開となる。

したがって、外資系企業が日本に進出してある程度のシェアが取れる営業網を築いてしまうと、営業人員を増加させるための投資ではなく、既存の営業人員の営業力の強化が当面の課題となってくる。このため、他国への進出であれば追加的な投資を行い着々と事業を拡大する動きになるところが、日本では追加的な投資が行われにくいとされる。

(c)低い治験へのインセンティブ

新薬の承認申請には治験が不可欠である。日本では、以前は治験者の了解を得た証明を書面で残す必要がなかったが、国際的な承認審査制度統一化の動きのなかで、治験者のサインが必要となった。しかし、日本では治験に対する認知が低く、サインをしてまで治験を受けることに対して強い抵抗感が存在していると言われる。

治験者にとっては、治験を受けることで医薬品の費用負担がなくなるが、医薬品代の個人負担が大きい米国においては医薬品費用負担がなくなることは治験へのインセンティブとなるものの、医療保険制度により医薬品代の個人負担が少ない日本では、治験を受けるメリットが少なく、このことが新薬開発への障害となっている。

(d)低い市場の成長率

日本の医療用医薬品市場は米国に次いで世界第 2 位の規模を誇る巨大なマーケットである。しかし、市場の成長率（2000～2001 年）は、米国が年間 17%、欧州諸国は 10% 程度であるのに対し、日本は 4%程度と低い水準になっている⁵。

日本では 2 年 1 回程度の見直しにより薬価が常に引き下げられており⁶、これに伴って医薬品メーカーも仕切り価格を低下させる傾向がある。これが日本市場の成長率を押し下げる要因となっている。すなわち、日本の医薬品の価格決定メカニズムが市場原理に基づかないことが、日本の医療用医薬品市場が低成長率となっている大きな要因として挙げられる。

市場規模も大きく成長率も著しく高い米国の医薬品企業が日本と市場の成長率を比較した場合、成長率の低い日本に投資する意欲が湧きにくいと考えられる。外資系企業は、短期的な収益性、成長性が大きな目標となっており、年率 2 桁の利益成長率を維持できない日本市場には進出する魅力が少ないとする企業も多いと考えられる。

(e)日本企業の非効率性

日本企業の持つ製品や営業網が優れているなど、総合的に見て優れた企業は、外資にとっては M&A 対象企業として魅力的である一方、日本企業は、製品説明などのための頻

⁵ IMS Health “World Drug Purchases - Retail Pharmacies”

繁なセミナー実施⁷などを行っていることが非効率とされたり、人件費が高いことに対する抵抗感があるとされる。

(f)外資 M&A への抵抗感

日本の医薬品業界では、外資から研究開発には欠かせない優秀な人材が引き抜かれるという強い警戒感を持っているとされている。このため、外資による M&A の受入に対する抵抗感が根強いことも考えられる。

④阻害要因の解決策

医薬品業界における外資 M&A を阻害する要因のうち、「日本企業の非効率性」「外資 M&A への抵抗感」については、医薬品業界に限らず広く日本企業全般に共通する問題と考えられる。

残りの阻害要因については、医薬品市場の価格規制を含めた医療保険制度に端を発するものである。具体的には、医薬品市場の価格規制がなくなったとすると、市場メカニズムに基づく企業行動がより行われるようになり、規模のメリットを追求するために投資が増加すると考えられる。また、医薬品の価格規制及び医療保険制度による医薬品代負担の軽減がなくなると、治験へのインセンティブが高くなり、さらに、効果の高い高価格品の使用も増加することなどが期待され、市場の成長率も高くなると考えられる。

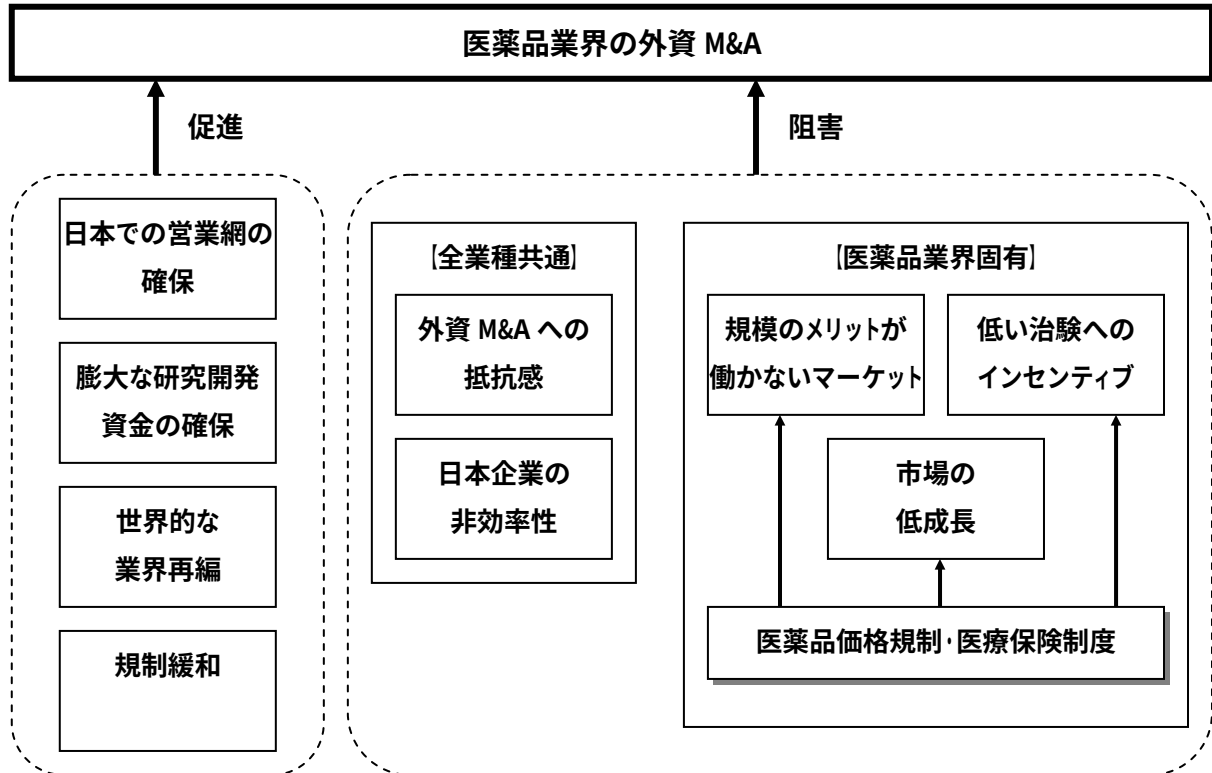
しかしながら、医療保険制度の問題は、国として国民にどのような医療サービスを提供していくかという問題であり、一朝一夕に大幅な制度変更がなされるものではない。

一方で、日本の大きな市場規模を含め前述の外資 M&A 促進要因は大きく、今後とも医薬品業界における外資 M&A は堅調に進むと考えられる。

⁶ 最近では、2000 年には平均 7.0%、2002 年には平均 6.3%引き下げられた。

⁷ 製品の特徴を医師に説明するため、地方ごとに医師向けのセミナーを実施し、食事代や車代を負担するといった慣行があり、交際費を多く使っているとの指摘がある（日本経済新聞 2000.8.17）。

図表 3-6 医薬品業界における外資 M&A 促進・阻害要因



(2)食品

①これまでの外資 M&A の進行状況

食品分野は成熟産業と言えるが、激しい競争から体力が消耗している企業も多いとされる。一方で、日本の消費者に深く浸透している強力なブランド力を有する企業が多く、外資にとって魅力的な業界であると考えられる。有力な食品外資としてはネスレ、ユニリーバなど巨大企業があり、ネスレによるシェフ・アメリカの買収、ユニリーバによるベン・アンド・ジェリーズ・アイスクリームの買収など国際的な連携が進んでいるものの、日本国内では外資の進出が進んでいない分野とされる。

しかしながら、最近では、食品業界においても OUT-IN の M&A が目立つようになってきている。近年の、我が国食品業界における OUT-IN の M&A の状況は次の通りである。

図表 3-7 近年の食品業界の外資 M&A の状況

年	外国側	日本側	形態	内容
1997	なし			
1998	なし			
1999	コカコーラ（米）	コカコーラウェストジャパン	資本参加	国内ボトラーへの資本参加
	チェイルジェダン（韓）	ユニ・チャーム	資本参加	ユニ・チャーム韓国法人への資本参加
	トライデント・シーフーズ（米）	ニチレイ	営業譲渡	工場取得によるカニカマ業界への参入
	ベリジャー（米）	サッポロビール	営業譲渡	サッポロビールの米国工場の取得
2000	ブリティッシュ・アメリカン・タバコ（英）	エス・シー・エー・タバコ	買収	営業力の強化
	ネスレ SA（スイス）	ユーシーシー上島珈琲	営業譲渡	自販機子会社取得による営業規模拡大
	ルイ・ジャド（仏）	日本リカー	資本参加	販売強化
2001	ユニリーバ（蘭）	大三工業	買収	藤沢薬品の子会社売却による経営資源の集中
2002	マコーミック（米）	ライオンマコーミック	買収	赤字会社売却（合併の解消に伴う買収）
	タスマン・グループ・ホールディングス（豪）	住金物産	買収	債務超過企業の買収による業務拡大
	上海市農業産業化発展（中）、Wisekeest Profits Limited（英）	住金物産	資本参加	資本受入による不採算事業の整理
	コカコーラ（米）	ポッカコーポレーション	買収	ポッカの事業構造改革の一環

（注）公表後に解消された M&A を除く。

買い手（外資側）が食品業界の案件を記載。

（資料）レコフ「日本企業の M&A データブック」よりみずほ総合研究所作成

図表 3-7を見ると、日本側の事業再構築ニーズと外資側の業界再編の流れがマッチした場合に行われる外資 M&A が多くなっている。なかでも、住金物産の例など日本企業の海外現地法人を外国企業が取得するケースが目立っている（この場合には、財務省の届出統計で把握することはできない）。このほかには、ネスレ SA の例など営業力・販売力の強化の案件も散見される。

②促進要因

(a)市場規模の大きさ

日本は、先進諸国のなかでは米国に次ぐ人口規模であり、また世界第 2 位の GDP 規模を誇る市場を持っている。さらに、最近では低下傾向にあるものの、エンゲル係数も先進諸国のなかでは比較的高い傾向にある⁸。このように大きなマーケットが国土の狭い日本にあるということは、自社商品を効率的に販売できる環境が存在するということであり、外資にとっては魅力的であると言える。

(b)既存企業のブランド力

食は消費者にとって最も身近なものであり、我が国食品メーカーは業歴の長い企業が多く、特に菓子メーカーなどにおいて消費者に深く根ざした強力なブランド力を有する企業が多いと言える。このような強力なブランドを活用して、外資系企業が自社商品を販売するといった戦略も有効と考えられる。

(c)成熟市場における過当競争

食品分野は成熟市場であり、特定の商品がブームになることはあっても、市場全体の急激な成長や急激な縮小は考えにくい。しかしながら、消費財という性格から、特に菓子メーカーなどに見られるように新製品開発競争は激化しており、常に過当競争状況になっているとされる。

このような状況下では、体力を消耗した企業が事業再構築のために個別の事業部の売却を検討する、あるいは、後発で一定のシェアを確保できない企業が事業の売却を検討するといったケースがあると考えられる。

(d)外資小売業の対日進出

近年、カルフルー、ウォルマートなど大手外資系小売業が日本に進出しており、今後でもテスコなどの進出が見込まれている。これら大手外資系小売業では、メーカーとの直

⁸ OECD “National Accounts Vol.2 2001”によれば、家計最終消費支出に占める食料・飲料・たばこの比率は、日本が 18.4%で先進諸国のなかで最も高くなっている（他国は、米国 9.3%、英国 17.5%、ドイツ 15.7%、フランス 17.1%等となっている）。

接取引を主体に仕入れ価格を下げて消費者に安価に商品を提供することを基本的な戦略とすることが多い。これらの外資系小売業者と海外で取引のある外資系食品メーカーは、海外におけるのと同様の形態で、日本に進出した外資系小売業者と取引することが可能である。したがって、外資系小売業の対日進出が拡大することは、外資系食品メーカーにとっては、日本での事業運営を効率的に行う余地が広がることとなる。また、日本の小売業とは取引がない海外食品メーカーが、外資小売業の日本参入に伴い日本に進出するケースも考えられる。

③阻害要因

(a)食文化の違い

食品業界における外資 M&A を阻害する最も大きな要因は、日本と欧米諸国の食文化の違いとされる。味覚だけでなく、使用する素材の違い、日本人消費者の生鮮へのこだわりなど、欧米諸国と日本では異なる点が数多い。実際に、外資系食品メーカーの商品や、外資小売業の PB 商品などは特定の分野などでは浸透しているものの、全体として日本市場ではナショナルブランドの食品が強いと言える。また、逆に、日本の食品メーカーが製造している商品を海外で売るために、外資系企業が日本企業を買収したり提携したりするといった動きはない。このことから分かるように、欧米諸国と日本との食文化の違いは大きい。

(b)食の安全性への懸念

日本の消費者は、食の安全性への意識が高い。セゾン総合研究所「食の安心安全に関する消費者意識と行動の変化」アンケート調査（2002 年 7 月実施）では、海外生産者を「もともと信頼していない」とする消費者が 43.9%にのぼっているなど、海外生産者に対して国内消費者は根強い不信感を持っている。

(c)各種規制

食品分野は国民の安全及び衛生といった観点から、多くの規制が存在する。これら多くの規制があることは、外資進出の阻害要因となる。

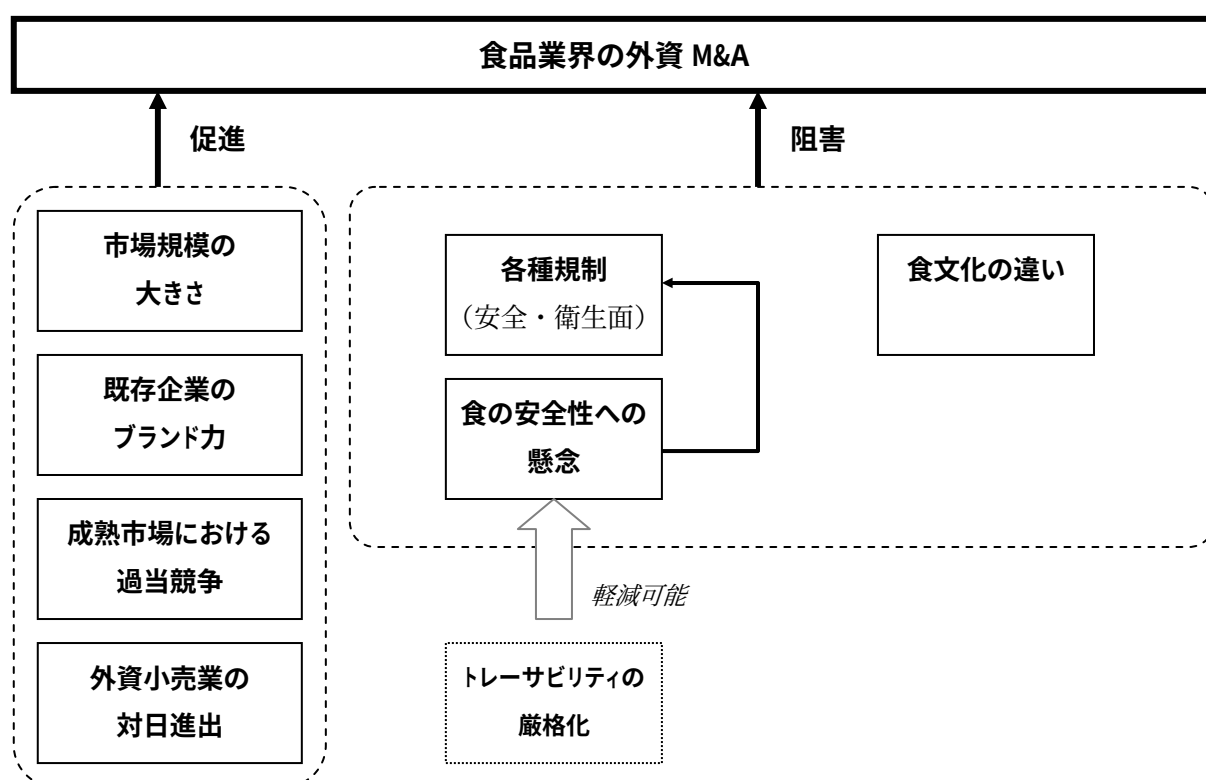
④阻害要因の解決策

ここに挙げた阻害要因のうち、「食文化の違い」については文化的なものであり、急激な変化は見込めない。また、「各種規制」のうち安全・衛生に係わるものについても、規制を緩和する場合は十分な検討が必要となる。

一方、「食の安全性への懸念」については、内容を検討・適正は情報を消費者に伝えることで、阻害要因としての水準を低めることが可能と考えられる。近年の企業の不祥事

など、食の安全・衛生面の問題は食品供給主体が国内か国外かには関係なく発生しており、外資が入ることと食の安全・衛生面を守ることは切り離して考えるべきである。安全・衛生面については、食品のトレーサビリティについて厳格に対応することで、消費者が根拠なく食の安全性への懸念を抱くことは減少すると考えられる。また、国内における食料確保の観点からは、逆に一国に頼り過ぎずにグローバルな観点で安定的な食料確保を検討する方がリスクが少ないことは、近年の米不足などの事例などで広く認知されていることである。

図表 3-8 食品業界における外資 M&A 促進・阻害要因



(3)小売

①これまでの外資 M&A の進行状況

小売分野については、これまでも多くの企業が進出している一方で、撤退している企業、事業が軌道に乗っていない企業もある。また、話題になったカルフルなど大手流通企業の進出では、M&A の形態をとらずに単独進出するケースも見られる。

近年の小売業界における外資 M&A の状況は次の通り。

図表 3-9 近年の小売業界の外資 M&A の状況

年	外国側	日本側	形態	内容
1997	西友ウイノン・デパートメントストア（シンガポール）	ヤオハン・ジャパン	営業譲渡	ヤオハンからシンガポールの店舗を取得
	ウォー・キー・ホン・グループ（香港）	ボディソニック	資本参加	第三者割当増資実施
1998	ロイヤル・アホールド（蘭）	国際流通グループヤオハン	営業譲渡	ヤオハンから上海の店舗を取得
1999	オフィス・デポ（米）	オフィス・デポ・ジャパン	買収	デオデオとの合併解消に伴う買収
2000	フォリフォリ S.A(ギリシャ)	エターナル	資本参加	日本の輸入販売元に資本参加し小売展開を開始
2001	エル・エル・ビーン（米）	エルエルビーンジャパン	営業譲渡	西友との合併解消に伴う営業譲渡
	ケンゾー（仏）	ベネカ	買収	蝶理の採算悪化部門の売却に伴う買収
	シロキヤ・ホールディングス L.L.C（米）	東急百貨店	買収	東急百貨店のハワイの店舗運営会社の買収
2002	ウォルマート・ストアーズ（米）	西友	買収	西友の営業力強化、収益構造の改善及びウォルマートの日本進出の足がかりのための買収
	TC Machinery（タイ）	日産ディーゼル工業	買収	日産ディーゼルのタイ現法の買収

（注）買い手（外資側）が小売業界の案件を記載。

（資料）レコフ「日本企業の M&A データブック」よりみずほ総合研究所作成

小売業界における外資 M&A の状況を見ると、日本企業との提携、合併関係の解消に伴う買収、日本企業の海外現法の買収といった案件が目立っている。

スーパーや百貨店などの進出については、大店法が廃止されたことで最も大きくかつ直接的な進出阻害要因がなくなった。しかしながら、その後に進出した外資小売業においては苦戦している企業も散見される。その要因としては法制度や慣行などの規制ではなく、消費者ニーズを捉えきれていない、あるいは圧倒的な国際調達力を生かしきれていない外資側の問題が大きいと考えられる。

一方、小売の一形態であるブランドショップについては、順調に日本進出を進めているものの、この業態はブランド価値の低下懸念がある M&A 形態での進出は考えられず、

子会社の形態での進出が一般的である。

②促進要因

(a)市場規模の大きさ

日本の小売市場規模は 130 兆円⁹であり、規模の大きなマーケットであると言える。一人当たり消費額は先進諸国のなかで米国に次ぐ 2 位¹⁰であり、高水準の個人消費が期待できる。市場規模の大きさは特に小売業にとっては進出の大きなインセンティブになると言える。

(b)洗練された市場

日本の消費者の選定眼は厳しく、日本の消費市場は洗練された市場であると言われる¹¹。これまでに外資系小売業で日本進出に失敗しているものもあるが、これは他のアジア諸国と同様に日本の市場を捉え、日本人の消費特性に合わせたマーケティング活動を実践できていないためと考えられる。日本の消費者は、中途半端な商品・サービス・価格設定は厳しく淘汰するという特性を持っているため、日本市場では、欧米の一流ブランドのうちでもトップレベルのブランドのみが成功すると同時に、低価格を追求した商品も成功している。

このような市場に進出してノウハウを構築することは、企業にとっても大いに価値のあることと考えられる。

③阻害要因

(a)低い寡占率

我が国の小売業は、欧米諸国とは異なり、寡占率が低くなっているのが特徴と言われている。欧米主要国では、大手 5 社による小売市場の寡占率は 6～8 割程度であるが、日本では 1 割弱となっている¹²。組織化された小売業による販売もたかだか 4 割の寡占率であり、6 割はパパママストア的な零細企業や個人商店により占められている¹³。

M&A により小売業が他国に進出する場合は、多店舗展開をしている小売業を買収するのが最も現実的であるが、その数は欧米に比べて少ないと言えよう。

⁹ 経済産業省「商業販売統計」

¹⁰ IMF “International Financial Statistics”

¹¹ 毎日新聞による米国パソコンメーカーのイーマシーンズの副社長へのインタビュー（2003.1.22, 毎日インタラクティブウェブサイト）など

¹² Food Marketing Institute, M+M EUROdata, 日本経済新聞社「流通経済の手引 2002」

¹³ 経済産業省「商業統計」

(b)非公開企業の多さ

我が国の小売業界では、前述の零細企業や個人商店以外にも非公開企業が多いと言われている。実際に、電鉄系の百貨店やスーパーなどで公開企業は少ない¹⁴。多店舗展開を行う場合には、出店資金調達のために株式公開を行うのが常套手段であるが、電鉄系の百貨店やスーパーなどは、一部を除いて自社路線の沿線に出店地域を限定しているため、莫大な出店資金調達ニーズはなく、株式公開のメリットは少ないと考えられる。また、スーパーなどでは地域を限定して店舗展開を進めている中堅企業も多く存在しており、このような企業も株式公開のメリットは限定的であると考えられる。M&Aによって日本への進出を検討している企業にとっては、非公開企業の実態は掴みづらい部分が多い。

(c)卸を通じた取引

前述のように、日本には零細・個人商店が数多く存在するため、日本のメーカーにとっては、必然的に卸を通じた取引が効率的であり、一般的となっている。一方、トイザらス、カルフル等のビジネスモデルであるメーカーとの直接取引は、これらの進出時に注目されたが、外資大手小売業では卸機能を社内に備え、メーカーとの直接取引を行うことが通例であり、卸を通じた取引は高コストに見られる。外資大手小売業が、国際的な商品調達力を活かして海外メーカーの商品を日本で販売する、あるいは自社PB商品を販売するという展開もあり得るが、一部ブランド品等を除いて日本消費者にはこういった展開はこれまでのところ受け入れられていない。外資大手小売業が日本に圧倒的な店舗網を形成して国内で大きなシェアを確保することができれば、日本のメーカーと直接取引を行うことも容易になるが、莫大な資金力とリスクテイクが必要であり、このような展開を検討する外資小売業は皆無であると思われる。

④阻害要因の解決策

阻害要因のうち、「卸を通じた取引」「非公開企業の多さ」については、低い寡占率が原因であると考えられる。前述のように、日本のメーカーにとっては、多数存在する零細・個人商店のそれぞれと直接取引を行うことは非効率的であり、必然的に卸を通して取引を行うこととなっている。また、「非公開企業の多さ」についても、寡占率が高まり上位企業が圧倒的な競争力を持つようになると、資本力が弱い傾向にある非公開企業群の淘汰再編が進むことになり、公開化する傾向が高まると考えられる。

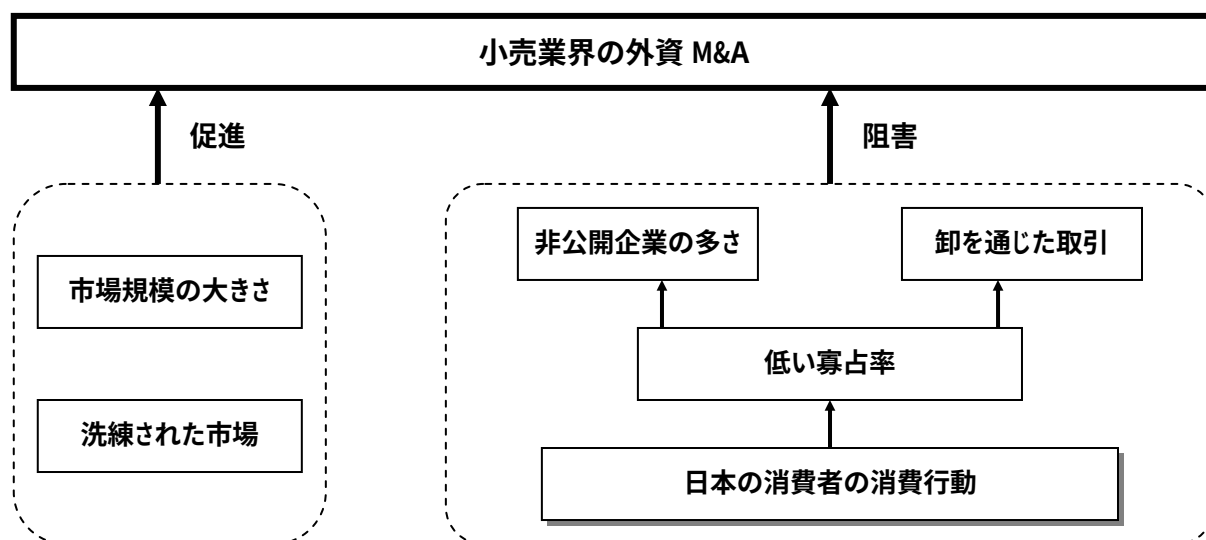
さらに進んで寡占率が低い原因を考えると、日本と欧米の消費者の消費行動の違いが根底にあると考えられる。以前から指摘されているように、日本人は、食料品への鮮度のこだわり、収納スペースの少ない住宅事情などから、日用品や食料品はまとめ買いせ

¹⁴ 公開している電鉄系百貨店・スーパーは、東急百貨店、阪急百貨店、阪神百貨店、近鉄百貨店、名鉄百貨店、東急ストア、東武ストアなど。

ずに頻繁に購入するために、自宅や会社の近隣の店舗などを利用する傾向が強いが、欧米では週末に郊外の大型店でまとめ買いをするのが通例である。日本人のこのような消費行動が完全に欧米化されない限り、寡占率は欧米水準まで高くはならないと考えられる。

ただし、消費行動の多様化が進んでいること、洗練された規模の大きな市場であることは他国にはない魅力であり、この点からも小売業界における外資進出はこれまで通り進むと考えられる。特に、外資 100%で進出して成功していないとされる外資小売業の事例があることから、ウォルマートのように M&A の形態で進出するケースは今後増加すると思われる。

図表 3-10 小売業界における外資 M&A 促進・阻害要因



⑤専門的な小売業の進出可能性

一方、郊外大型店を中心とする店舗展開が行われるドラッグストアやホームセンターといった専門的な小売業の進出は今後の増加が見込まれる。特に、ホームセンターは外資が得意とする郊外型での店舗展開になじみやすい業種であり、実際に地方でホームセンターを展開する企業が外資と業務提携を行っている事例も出てきている¹⁵。

¹⁵ 四国でホームセンターを展開するダイキは、2002年11月に英国のキングフィッシャーの子会社である中国の上海百安居（B&Q）装飾建材有限公司と業務提携を行っている。

(4)ホテル・宿泊

①これまでの外資 M&A の進行状況

ホテル分野では、すでに外資の進出が激しくなっており、ペニンシュラホテル、マンダリンオリエンタル、セントレジスなどが数年以内の開業を控えている。

近年のホテル業界における外資 M&A の状況は次の通り。

図表 3-11 近年のホテル業界の外資 M&A の状況

年	外国側	日本側	形態	内容
1997	ファー・イースト（香港）	森電機	資本参加	森電機の不動産事業の強化と経営再建
	ファー・イースト・コンソーシアム・インターナショナル（香港）	東海観光	買収	日本における共同事業展開
1998	グルーポ・ポサダス（メキシコ）	青木建設	営業譲渡	青木建設の南米のホテル事業の売却
	ロウ・エンタプライゼズ（米）	全日本空輸	営業譲渡	全日空の米国のホテル事業の売却
1999	アコール（仏）	法華倶楽部	営業譲渡	更正手続中の法華倶楽部から東京のホテルを取得
2000	フォルテ（英）	日本航空	営業譲渡	日本航空による米国のホテルニッコーの売却
	ゼネラル・プロパティ・トラスト（豪）、スターウッド（米）	ホテル・ニッコー・ダーリング・ハーバー・シドニー	営業譲渡	住友不動産と清水建設が所有する豪州のホテル日航の売却
	ザ・リッツ・カールトン・ホテル・カンパニー（米）	日商岩井	営業譲渡	海外の不動産事業からの撤退に伴うハワイのリゾートホテル売却
2001	ウエストモントホスピタリティ・グループ（米）ほか	京都ロイヤルホテル	営業譲渡	業績悪化による営業譲渡
	アコール、コロニー（仏）	JAL ホテルズ	買収	ホテル・ニッコー・ド・パリの売却
	アロンエンタープライズリミテッド（英）	ホテルサンフラワー	買収	近畿日本ツーリストによるホテルサンフラワーの売却
2002	JJW ホテルマネジメント（サウジアラビア）	全日本空輸	買収	全日空が運営するウィーンのホテルを売却

（注）買い手（外資側）がホテル業界の案件を記載。

（資料）レコフ「日本企業の M&A データブック」よりみずほ総合研究所作成

図表 3-11を見ると、ホテル業界で OUT-IN の M&A の形態をとっているケースは、多くが日本企業が海外で保有するホテルの売却であり、これは食品業界の動きと同様に、財務省の届出統計には表れないものである。

このほかの事例では、経営状態の悪化したホテルを外資系ホテル企業が買収するケースが目立っている。

また、このデータは、外資系ホテル企業による M&A の事例であり、これ以外にも外資系投資会社による日本のホテル買収の事例もある¹⁶。

②促進要因

(a)不動産価格の下落

近年の高級ホテルチェーンの対日進出の背景には地価の下落が挙げられる。ホテルの買収などは不動産投資に近いビジネスであるが、近年の不動産価格の下落により、投資コストが大幅に下がってきていることは魅力的であると言える。

(b)再開発の進展

丸の内、汐留、品川など都心部の一等地において再開発が進んでおり、オフィス稼働率が高い再開発地域に立地することにより、大きな法人需要を見込むことができる。このため、現在のような都心部における再開発の進展は、外資にとって魅力的であると言える。

(c)日本人の高級ホテル志向

日本では、既存のホテルが稼働率を上げるために値引き合戦を行っている一方で、高級ホテルに対するニーズが依然高い¹⁷。日本では根強い高級ホテル志向があり、このため外資系ホテル事業者では、利益率の高い高級ブランドホテルを日本に投入することが可能となっている。

(d)外資ホテル事業者のノウハウ

日本のサービス業は総じて生産性が低く¹⁸、このことはホテルにおいても例外とは言えない。ホテル事業においては外資系ホテル事業者の持つ運営ノウハウは日本のそれを超

¹⁶ 例えば、2002 年には、米国の投資会社であるパシフィック・キャピタル・グループが、民営再生法適用申請を行った愛知県のホリデイタワーを買収した事例などがある。

¹⁷ 首都圏と近畿圏の消費者を対象にしたシティホテルで重視する項目についてのアンケートでは、「高級感」の回答比率が 37.9%であったのに対し、「経済性」は 14.8%であった（日経新製品レビューNo.28, 2002.12.23）。

¹⁸ 1999 年のサービス業の労働生産性は、日本を 100 とすると、英国 97.5、米国 142.7、フランス 115.3、イタリア 117.0 等となっている。（(財)社会経済生産性本部「労働生産性の国際比較（各年版）」より算出）

えるものがあり¹⁹、ノウハウがなく経営状況の悪化した日本のホテルを買収して外資系ホテル事業者が立て直しを図っている事例も散見される²⁰。今後も、経営状況が悪化するチェーンに対して外資系ホテル事業者が M&A を行うというケースが多くなると考えられる。

③阻害要因

ホテル業は、営業費用のうち 25～30%程度と人件費が最も大きな割合を占めている²¹。近年は我が国における事業運営コストは低下傾向にあり、人件費についても同様であるが、それでも事業運営コストが他国比割高であるとされる。こうした場合、運営体制をそのまま日本に導入することが難しいなどの問題が生じることとなる。

④阻害要因の解決策

高コストなどの全業種に共通の要因以外には、外資 M&A の阻害要因として顕著なものはないと考えられる。このため、ホテル業界における外資 M&A については、経済情勢や消費者意識に左右されることが大きく、直接的には政策的観点からの対応の余地は少ない。

一方、2003 年 1 月の小泉首相の施政方針演説において観光振興の方針が表明された。こうした都市観光の推進、訪日外国人旅行者拡大などの施策を実施することで、ホテル需要の増大が期待される。

¹⁹ 日系ホテルは、一般に総支配人より上位の役員により管理・監督を受ける組織構造となっており、迅速な意思決定を困難にする要因となっている。一方外資系ホテルでは、マネジメント契約によりオーナーが運営力のあるオペレーターに運営を委託することで、資本・資産の管理を担当するオーナーと、事業執行を担当する総支配人との権限が分離されており、迅速な意思決定が可能となっている（「大阪学院大学流通・経営科学論集」第 28 巻第 3 号（2002.12））。

²⁰ リップルウッドが買収したシーガイア（フェニックスリゾートが運営）では、ホテル部門はスターウッド・ホテルズ&リゾーツ・ワールドワイドが運営を担当している。

²¹ (社)日本ホテル協会、(社)全日本シティホテル連盟資料。

(5) ゴルフ場

①これまでの外資 M&A の進行状況

日本ではバブル期において全国でゴルフ場の建設が進み、現在でもゴルフ人口を大きく上回るゴルフ場があると言われている。バブル以降の景気低迷によりゴルフ場経営は困難を極めており、2000 年以降ゴルフ場の倒産は急増している。しかしながら、破綻したゴルフ場の処理は預託金返還の問題もあり売却先を探すのが困難とされていた。

ここ数年、日本のゴルフ場の買収は投資ファンドであるローンスタール、投資銀行であるゴールドマンサックスの外資系 2 大プレイヤーにより大きく進展している。2003 年 3 月現在、日本で手がけたゴルフ場買収件数は、ローンスタールは 40、ゴールドマンサックスでは 60 を超えている。

②促進要因

(a)金融機関の不良債権処理の加速

2000 年以降、ゴルフ場の倒産が急増しており、2002 年の倒産は前年から倍増し、負債総額は 2 兆円を超え過去最高の水準となっている。

この背景には、金融機関が不良債権を加速化させたことが挙げられる²²。バブル期に行ったゴルフ場建設に対する多額の融資が不良債権化して塩漬けになっていたものが、ここにきて次々と処分されている。今後も金融機関に対する不良債権の早期処理要請は一層強まると考えられ、ゴルフ場の売却案件は多数発生すると考えられる。また、金融機関から整理回収機構(RCC)に債権が移っているものも 200 件近くになるとされており、最近では RCC から外資に売却されるケースも目立ってきている。

(b)外資の豊富な運営ノウハウ

ゴールドマンサックスは、米国を中心に約 300 コースを運営するアメリカン・ゴルフ・コーポレーションや、約 120 コースを運営するナショナル・ゴルフ・プロパティの買収を 2002 年 9 月に発表するなど、日本に限らずゴルフ場案件に力を入れており、ゴルフ場の買収から再生に至るノウハウの蓄積が豊富である²³。ローンスタールもゴルフ場運営を専門に行うパシフィック・ゴルフ・マネジメント社を設立しており、豊富な運営ノウハウを持っている。

²² 2002 年後半の銀行主導による案件としては、霞山カントリークラブ、鳴沢ゴルフクラブなどがある。

²³ 例えば日東興業の再建では、会員に対するプレー権の保証だけでなく、預託金大幅カットによる会員の損失を補填できるように、将来の再上場に備えて再建企業(ゴルフ場)の株式分配を行うなどの提案を行うといった、再建計画への会員の賛同が得やすいスキームを提案している。

そもそも日本はゴルフ後進国であり、日本にはあまりないパブリックゴルフ場をローコストで多数運営するなどノウハウに長けた外資にとっては、日本への参入は比較的容易であると考えられる。

(c)外資の豊富な資金力

ゴルフ場を効率的に運営するには、数十のコース運営を手がけて規模のメリットを生かすことが必要である。

不良債権化したゴルフ場の買収価格自体はピーク時の10分の1程度になっているものもあり、また債権放棄や預託金カットなどで投資金額は低く抑えることは可能である。しかし、買収後のリストラ費用や設備の改修費用などが必要となる上に、効率的な運営のために数十のコースを買収するとなると、巨額の資金が必要となってくる。巨額の資金力を有する点で、グローバルな資金調達ができることが有利であると言える。

③阻害要因

(a)外資への抵抗感

外資がゴルフ場を買収することに対しては、特に会員の間には強い抵抗感がある。個別の買収事例を見ていくと、破綻したゴルフ場を再生するために預託金の9割超のカットを求めるケースが目立っており²⁴、こういった負担を求められることに危機感を抱く会員も多い。また、マスコミ等での外資系投資ファンドに対する悪役イメージが先行しており、このことも外資への抵抗感を増大させる原因となっている。

(b)和製ファンドの登場

ゴルフ場再生マーケットはこれまでは外資の独壇場となっていたものの、日本企業も参入している。2002年11月には、UFJ銀行、野村プリンシパル・ファイナンス、ミサワリゾートの3社で、経営難のゴルフ場の再生を目的として「ゴルフ場再生ファンド」の設立が発表された。外資によるゴルフ場買収には、短期で再転売されるのではないかという警戒感を持つところも多くなっており、このゴルフ場再生ファンドの規模は50億円と小さいものの大きな期待を集めている。

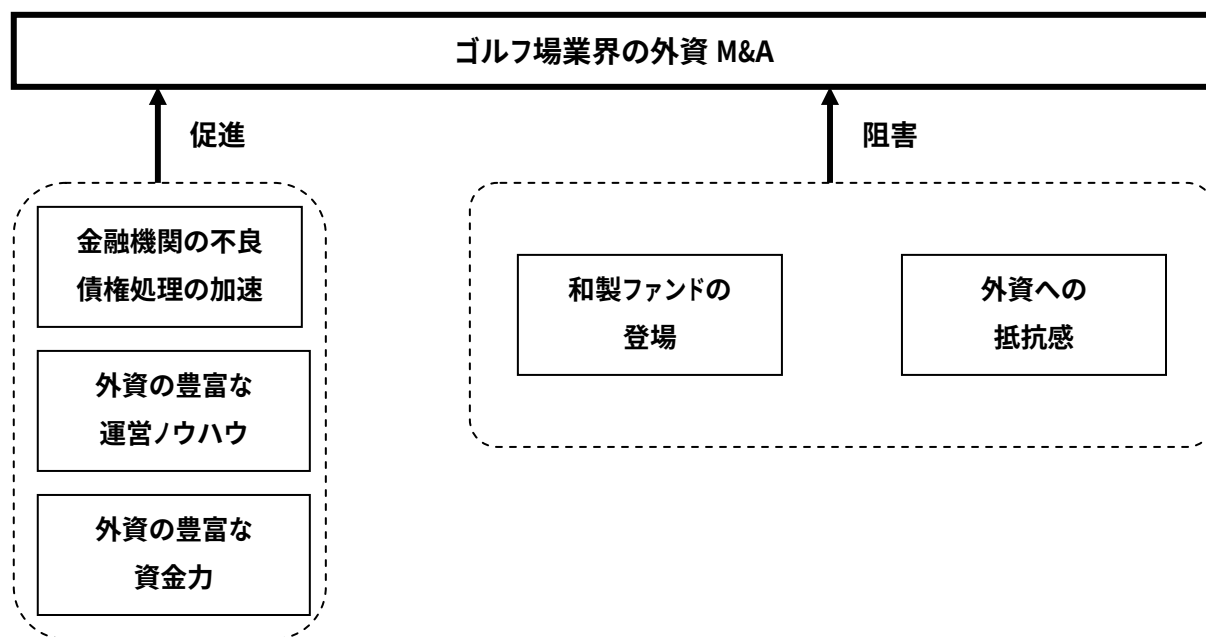
④阻害要因の解決策

阻害要因のうちの「和製ファンドの登場」については、純粋にコンペティターが増えるという事象であり、経済原則に基づいた純粋な競争が行われる限りは問題ない。

²⁴ 例えばゴールドマンサックス傘下の日東興業グループ11社29コースの再生計画案では、それぞれのコースで97.4～98%の預託金をカットするとされている。

一方、「外資への抵抗感」については、ゴルフ場に限らず対日直接投資の促進にあたっては必ず指摘される事項である。したがって、外資に対する理由なき抵抗感をなくするような啓蒙活動が今後も必要になると考えられる。また、マスコミ報道がこのような理由なき抵抗感の醸成に一定の役割を演じているとの指摘もあり、外資の役割を適切に PR していく必要があろう。

図表 3-12 ゴルフ場業界における外資 M&A 促進・阻害要因



(6)水道

①これまでの外資 M&A の進行状況

海外においては水道分野の民営化が進んでおり、英国のチームズウォーターや米国のアメリカンウォーターを傘下に収めるドイツの RWE、フランスのビベンディ、オンデオの 3 社の寡占状態²⁵となっている。

日本では、2001 年の水道法改正により、地方自治体の浄水場の運転などの業務を民間企業に委託することが可能となった。群馬県太田市、広島県芸北町などでは、外資ではないものの民間企業への業務委託も行われている²⁶。また、2003 年 3 月には、地方自治体の設備の民間企業への貸与を可能とする地方自治法の改正案が国会に提出された。法案は可決される見込みであり、これにより水道事業の全面的な民間委託が可能となる。

②促進要因

(a)優れた経営ノウハウ

フランスでは、かなり以前から水道事業経営の民営化が実施されており、ビベンディやオンデオの設立は 19 世紀半ばにまでさかのぼる。英国のチームズウォーターはサッチャー首相による改革の一環として 1989 年に民営化された企業である。これらの企業は自国だけでなく世界各国で水道事業の運営を手がけており、運営コスト削減などのノウハウ面の蓄積や実績においては他を凌駕している。一方我が国においては、設備や技術面では世界トップレベルにあるとされるものの、事業運営面は自治体がノウハウを持っており、効率的・総合的な運営という観点からは前述の大手 3 社には劣るとされる。

(b)民営化の進展

2001 年の水道法の改正により、浄水場の管理などの業務を民間企業に委託することが可能となったが、浄水場の運営管理面の民間企業への全面委託が行われている自治体は群馬県太田市、広島県芸北町、同県三次市など一部にとどまり、そのほかは検針業務といった一部の業務を民間に委託している。その他の自治体においては、現状では先進的な自治体について模様眺めを行うといった状況となっている。しかし、このような先進事例において効率化が進むことで、民営化が行われていない自治体と水道料金面で差が広がる場合には、水道利用者から自治体に対して民営化の圧力がかかることが予想される。今後、民営化は着実に進展すると考えられ、外資にとっても参入余地は広がると考

²⁵ この 3 社で世界の民営化市場の 77%のシェアを握るとされている（ジャパンウォーター資料）。

²⁶ 太田市では浄水場の維持管理業務を明電舎に、芸北町では浄水場管理などの業務をジャパンウォーターに委託している。

えられる。

③阻害要因

(a)雇用問題

水道事業の民営化にとって最大の問題とされるのは雇用とされる。これまでは効率化という観点からは事業運営が行われていなかったものが、民営化されることによりコスト削減が大きなテーマとなってくる。コストのなかでも大きなものは労働コストであるが、これまで業務に携わっていた職員にとっては自らの雇用問題につながるため、民営化には抵抗が大きい。また、水道の利用者にとっては民営化によるメリットの認識が低い状況であることから、利用者から自治体に対する民営化圧力がかかる状況にはない。

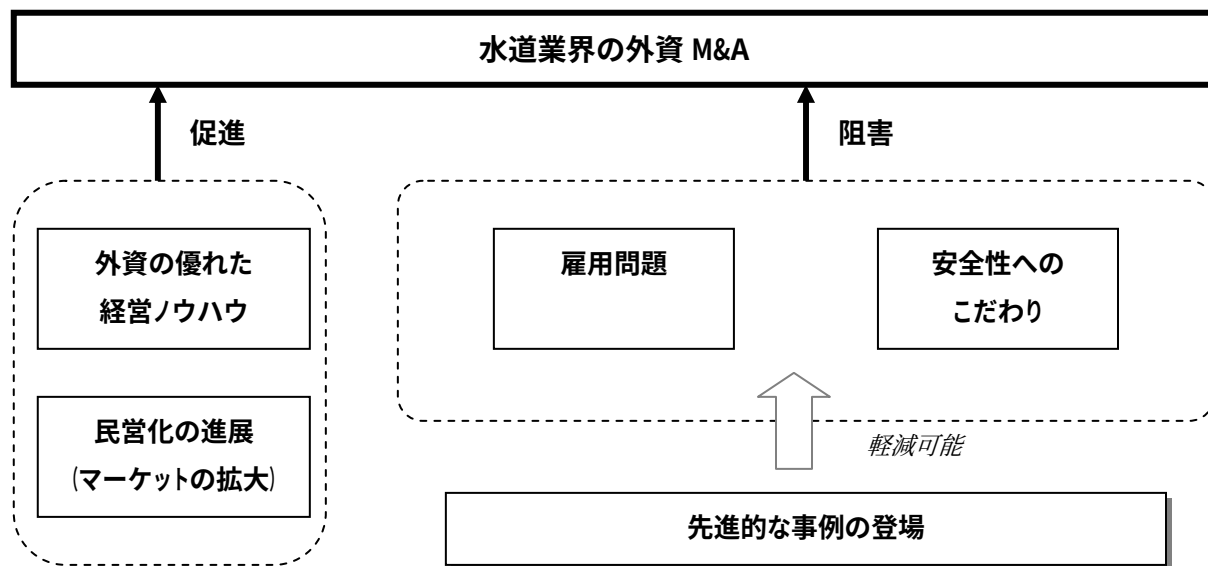
(b)安全性へのこだわり

水道事業を民営化することに対して、利用者側が安全性に対する不安を抱く懸念がある。電力やガスなど水道以外の事業で民営化されているものとは異なり、水道水は直接人体に取り込むものであるため、安全・衛生面には敏感になる傾向が強いものである。実際に安全性・水質といった観点から民営化及び外資の参入に反対する議論が行われるケースもある。

④阻害要因の解決策

阻害要因として挙げた「雇用問題」「安全性へのこだわり」についての適切な対応を図ることで、「民営化のテンポ」は速さを増すと考えられる。「雇用問題」「安全性へのこだわり」については、雇用や安全性についての問題が発生せずに十分な効率化の成果が上がるような先進的な事例が出てくることが重要であると考えられる。また、先進的な事例が出ることで、民営化のテンポも加速するものと考えられる。

図表 3-13 水道業界における外資 M&A 促進・阻害要因



4. 個別業種における M&A 促進要因・阻害要因のまとめ

前項の「3. 主要業種における OUT-IN の M&A 余地の検討」では、今後想定される M&A のパターンから導出された個別の業界における外資 M&A の促進要因・阻害要因を掘り下げて検討した。実際に進出を検討する外資企業は、自社が日本に進出して成功をおさめるための KSF（Key Success Factors, 成功要因）及び事業機会という観点からこれらの促進要因・阻害要因を分析する。この観点から、ここではこれらの促進要因・阻害要因を外資系企業の立場に立って SWOT 分析のフレームでまとめることとしたい。

SWOT 分析で強み（S, Strengths）・弱み（W, Weaknesses）に分類される事項は、外資系企業内部の問題であるために政策的な直接の関与がしにくい分野である。一方で、機会（O, Opportunities）・脅威（T, Threats）に分類される事項は、顧客、競合、規制など外部環境に関する事項であり、何らかの政策的な対策が可能である場合もあると考えられる。

(1) 促進要因

促進要因は、強み（S）及び機会（O）に分けることができる。

図表 3-14 主要業種における外資 M&A の促進要因の整理

SWOT	分類	内容
強み（S）	外資のノウハウ	外資ホテル事業者のノウハウ（ホテル）
		外資の豊富な運営ノウハウ（ゴルフ場）
		優れた経営ノウハウ（水道）
	外資の資金力	外資の豊富な資金力（ゴルフ場）
機会（O）	大規模かつ魅力的な市場	日本での営業網の確保（医薬品）
		市場規模の大きさ（食品）
		成熟市場における過当競争（食品）
		市場規模の大きさ（小売）
		洗練された市場（小売）
		再開発の進展（ホテル）
		金融機関の不良債権処理の加速（ゴルフ場）
		民営化の進展（水道）
	日本企業の魅力	既存企業のブランド力（食品）
	日本の市場特性	日本人の高級ホテル志向（ホテル）
	規制緩和	承認審査制度の変更（医薬品）
		医薬品承認申請のフォームの統一（医薬品）
	コンペティターの脅威	世界的な業界再編（医薬品など）
	取引慣行の変更見込み	外資小売業の対日進出（食品）
	コスト	不動産価格の下落（ホテル）
	再編メリット	膨大な研究開発資金の確保（医薬品）

（出所）みずほ総合研究所作成

外部環境における促進要因となる機会（O）の部分においては、「大規模かつ魅力的な市場」及びそれに関連する「日本企業の魅力」「日本の市場特性」といった事項が目立っている。また、「規制緩和」「取引慣行」などもある。「規制緩和」「取引慣行」といった日本進出への阻害要因とされる事項が除去されたり変化したりすることが、市場の魅力度の増加などの効果を生み出し、外資にとっては日本への進出機会を増大させると考えられる。

(2)阻害要因

阻害要因は、弱み（W）及び脅威（T）に分けることができる。

図表 3-15 主要業種における外資 M&A の阻害要因の整理

SWOT	分類	内容
弱み（W） ＋脅威（T）	文化の違い	食文化の違い（食品）
		食の安全性への懸念（食品）
		消費者の消費行動の違い（小売）
		安全性へのこだわり（水道）
	企業の意識	外資 M&A への抵抗感（医薬品）
		外資への抵抗感（ゴルフ場）
	国内コンペティターの脅威	和製ファンドの登場（ゴルフ場）
脅威（T）	外資の収益追求と合わない	日本企業の非効率性（医薬品）
	企業の意識	雇用問題（水道）
		医療保険制度（医薬品）
		低い市場の成長率（医薬品）
		規模のメリットが働かないマーケット（医薬品）
		低い治験へのインセンティブ（医薬品）
		医薬品市場の価格規制（医薬品）
	業界特性（慣行）	各種規制（安全・衛生面）（食品）
		非公開企業の多さ（小売）
		卸を通じた取引（小売）
		低い寡占率（小売）

（出所）みずほ総合研究所作成

弱み（W）と脅威（T）の切り分けは困難な部分があり、上の表ではまとめて記載している。例えば「文化の違い」は社会環境という「外部」要因の側面と、それに対応する戦略を採ることができない企業の問題という「内部」要因の側面がある。

一方、脅威（T）の部分では、「規制」「業界特性（慣行）」といったこれまでも M&A を含む対日投資の阻害要因としてたびたび指摘されてきた事項に分類される項目が目立っている。これらの脅威（T）を軽減することは、M&A を含めた対日投資の増大に大いに寄与することと考えられる。

5. M&A 全般に共通する阻害要因

ここでは、本調査におけるヒアリングで聴取した意見を中心に、個別業種に関係なく M&A 全般に共通する阻害要因について概観する。

(1) 法制度面の阻害要因

法制度における阻害要因は、近年の M&A 関連法制度の整備の進展から、阻害要因はなくなってきたという意見が大勢を占めた。基本的な法整備は進んでいるため、今後の規制緩和はより枝葉の部分でネックになっている事項が中心となると考えられる。ヒアリング等においては、次の点が問題点として指摘された。

① キャッシュアウトマージャー

近年我が国の株式市況は低迷を続けており、株式公開のメリットが薄れてきている。このような状況下では、株式の非公開化を行う形態（公開会社を完全子会社にする）で外資が M&A を行うことが考えられる。また、株式公開による資金調達を必要としない場合には、少数株主を排除した完全子会社の形にすることで、迅速な意思決定が可能となるというメリットがあることから株式公開をしないケースも多い。

現在我が国では、株式交換による完全子会社化の方法以外には、少数株主を排除することができない。これは、現金合併（キャッシュアウトマージャー）が認められていないことが原因である。キャッシュアウトマージャーは産業再生法で認められるようになったが、産業再生法を使う場合は、認定を受けるというプロセスを経る必要があること、そのために時間がかかることの 2 点の問題があり、買収ファンドがこの法律を利用することは困難が伴う。

② 営業権の損金算入

2001 年に企業組織再編税制が改正され、それにより営業権を償却して損金算入することができなくなった（それ以前は損金算入可能であった）。

例えば、SPC や休眠会社といった受け皿会社を使って M&A を行う場合には、ファンドが受け皿会社に投資を行い、投資を受けた受け皿会社が M&A 対象企業に出資し、その後受け皿会社と対象企業が合併を行うというスキームになる。税制改正以前は、このケースでは営業権の償却を損金算入することが可能であったが、改正後は損金算入ができなくなった。実態として、外資 M&A はグループ再編に関係した事例が多いが、これまでは不要であった税コストが新たに発生することとなり、このことは M&A を阻害する要因となる。

一方で、営業権の償却が M&A の阻害要因であるという意見もあった。営業権の償却に

については、米国では時価評価であり償却が不要であるが（有形固定資産と異なり時を経ても資産価値が減少しない可能性もあることから）、日本では5年で償却することが必要であり、米国企業にとっては買収後に想定外の償却負担が発生したと認識される場合があるためである。

③合併手続の時間

商法の規定事項が多すぎるため、合併手続に時間がかかるとする意見も見られた。

合併が完了するまでには、取締役会の開催、合併契約の締結、合併契約書承認の株主総会の開催、債権者保護の手続、合併報告の株主総会の開催など様々な手続が必要とされており、相当な時間を必要とする²⁷。このことは外資が M&A を行う際の阻害要因となっていると考えられる。

④許認可

許認可が必要となる業種では、免許は管轄官庁の判断の予見可能性が低く M&A がやりにくいという意見があった。

M&A は、株式譲渡ではなく営業権譲渡で行う場合も多いが、後者の場合は事業を引き継ぐ企業は新たな法人格になる。この場合、新法人が同様の事業を行うためには新たに免許を取得する必要がある（例えば酒類販売免許を持つ法人・個人が営業譲渡を行った場合、引き継いだ法人が酒類販売を行うためには新たに免許を取得する必要がある）。

さらに、新法人が入札などに参加するときには、この形態は営業上不利な点が多い。例えばゼネコンの入札案件などの場合には、過去の類似実績があることが落札者を選定する上で重要なポイントとなるが、たとえ業暦が長い会社から営業権譲渡で事業を買収した場合であっても、業務実績（トラックレコード）なしという扱いを受けることとなる。

⑤一般的ナリミテッドパートナーシップ制度の欠如

通常バイアウト投資では、有限責任組合（リミテッドパートナーシップ）の形態がとられる。例えば米国や英国では、公的年金や私的年金が投資家として大きな存在になっているが、このような投資家は資産を守るために無制限の責任を負うことはできない。したがって、リミテッドパートナーシップは重要な形態となっている。

²⁷ 合併に関する手続の多くは商法に定められているほか、上場企業の場合には証券取引所の規則にしたがう必要がある。また、独占禁止法による公正取引委員会への届け出も必要となっている。通常の合併の場合、各手続がすべて終了するまで4～5ヵ月程度の期間が必要となる。

日本におけるリミテッドパートナーシップの制度には、中小企業等投資事業有限責任組合制度がある。この制度の適用は中小企業への投資の場合に限られており（ただし通常の「中小企業」よりも定義は広がっている）、例えば上場企業に対する投資の場合にはこの手法が使えない。

民法上の匿名組合の制度を利用して、契約上で有限の旨を謳うことで解決を図る場合もあるが、一般的なりミテッドパートナーシップ制度がある欧米資本にとっては理解しにくい形態であり、一般的なりミテッドパートナーシップ制度がないことは、外資 M&A の阻害要因となっていると言える。

(2)法制度以外の阻害要因

法制度については整備が進んできているという意見が大勢を占めている一方で、法制度以外の点については以前から言われているような意識面をはじめとして複数の問題点が指摘されている。

①外資に対する抵抗

最大の問題としては、外資に対する抵抗がまだ根強いことが挙げられる。法制度よりも、まず抵抗感の強さから M&A にならないケースが多く見られる。

前述のように、外資系ファンドをマスコミがハゲタカファンドと報道することも大きな原因となっているが、日本では外資に対する抵抗感が非常に強い。外資系ファンドが日本企業に M&A を提案する場合でも、最初のアポイントを取得するまでが非常に困難という意見が出されている。また、経営者が外資に対する抵抗がない場合でも、日頃マスコミ報道以外に情報収集を行っていない従業員からは、外資系ファンドが入ることに強く抵抗する場合もある。外資に対する抵抗が M&A のネックになっていることは、かなり以前から指摘されてきた。

また、外資に対する抵抗の背景には、終身雇用の問題も指摘されている。外資が買収した企業を効率的に運営しようとする場合、年齢の高い従業員の解雇をまず検討するとされており、これを恐れて外資の買収に嫌悪感を示すケースがかなりある。逆に 20～30 代といった若い層では、外資の買収で高齢層従業員が解雇されることで自分達の活躍のフィールドが広がることを歓迎する傾向もある。

②M&A に対する認知度の低さ

特に中小企業や一般の企業において、事業運営上の問題解決のために M&A という手法を利用するということに対する認知度が低いことを問題とする意見があった。日本における M&A のプレーヤーの数はまだ十分とは言えず、中小企業の M&A 仲介にまで手が回

っていないのが現状である。中小企業などでは、商工会議所、商工指導所、中小企業総合事業団、自治体レベルの経営指導員などとの接点が多くなるが、このような接点となる担当者が中小企業に戦略としての M&A をアドヴァイスできるスキルを持たせることも重要な解決策と考えられる。

③日本の M&A プレーヤーのスキル

現在我が国で M&A の仲介をしているのは、外国証券、金融機関、専門会社の大きく 3 つに分けられるが、これらのプレーヤーのスキルも問題と言える。

外国証券は、外国企業のニーズは掴んでいるが、国内企業のニーズは分かっていない。さらに、大企業や破綻した企業にしか関心を持たないという傾向がある。

銀行など日本の金融機関も M&A の仲介を行っているが、日本の金融機関においてはスペシャリストの育成はまだはじまったばかりであり、M&A のノウハウが十分蓄積されていないと言える。

このほかに M&A 専門会社も存在するが、まだ十分なスキルを持つに至っていないと言える。

外資 M&A を進めるためには、このような仲介会社のスキルが高まることが不可欠であると考えられる。

④国内企業の情報不足

業種によっては公開情報が不足しており分析がしにくいという指摘もあった。

個別業界の検討のところでも指摘したが、特に流通業における情報が不足しているとされる。こういった業界においては、M&A の検討が進みにくいという問題がある。

政策的な観点からは、統計データの整備とウェブサイトによる積極的な公開、あるいは例えば JETRO などによる業界情報の発信などといった対応が必要と考えられる。