

**クロスボーダーM&A を成功に導く  
集中的協調実践企業に投資せよ  
～日本を戦略的投資立国へ導く企業群～**

コード	企業名	事業内容	投資金額
T2914	日本たばこ産業		¥312,500
T4091	大陽日酸		¥312,500
T4502	武田薬品工業		¥312,500
T4543	テルモ		¥312,500
T4613	関西ペイント		¥312,500
T5196	鬼怒川ゴム工業		¥312,500
T6305	日立建機		¥312,500
T6486	イーグル工業		¥312,500
T6498	キッツ		¥312,500
T6503	三菱電機		¥312,500
T6594	日本電産		¥312,500
T6849	日本光電		¥312,500
T6869	シスメックス		¥312,500
T6965	浜松ホトニクス		¥312,500
T8028	ファミリーマート		¥312,500
T8113	ユニ・チャーム		¥312,500

ID:SL120702(大学)  
 所属:一橋大学3年  
 チーム名:ポジティ部  
 ☆長谷川裕樹  
 ○鍵和田真人  
 ○川崎裕太  
 ○都築大地  
 ○山谷浩史  
 指導教官:加賀谷哲之准教授

1. 問題意識 ～不況和音を払拭せよ！～
  - 1-a.日本を取り巻く閉塞感・停滞感
  - 1-b.グローバル化の必要性
  - 1-c.国際的な事業再編の渦中で日本がすべきこと
2. 投資コンセプト ～No Risk, No Return.～
  - 2-a.リスクを恐れすぎるな！
  - 2-b.「手段」としてのクロスボーダー型 M&A の提示
  - 2-c.クロスボーダー型 M&A を梃子に世界に果敢に挑む企業
  - 2-d.投資意義
3. スクリーニング –時をかける、時に賭ける、企業たち–
  - 3-a 定量スクリーニング
  - 3-b.定性スクリーニング
  - 3-c.投資比率の決定
4. クロスボーダー型 M&A を成功へと導く力–認識力と集中的協調力–
  - 4-a.企業が辿った足跡・因果律の解明
  - 4-b.我々が発見したモノとは？
5. ケーススタディ
  - 5-a.既存事業強化型 M&A：大陽日酸
  - 5-b.成長機会獲得型 M&A：武田薬品工業
  - 5-c.その他銘柄のクラスタリング
6. ストックリーグを通じて
  - 6-a.まとめ
  - 6-b.結びに

## —要旨—

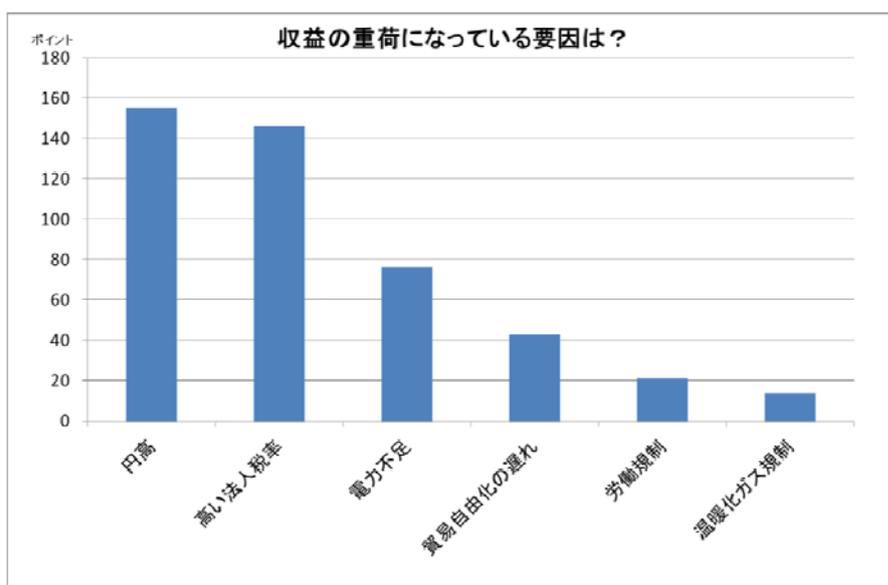
円高をはじめとする六重苦の存在及び国内市場の縮小により、日本企業のグローバル展開の重要性はますます高まっている。しかしながら海外市場は欧米企業と勢いをつけた新興国企業がしのぎを削る場であり、必ずしもそれまでの自前主義的な現地化指向型のグローバル展開が通用する場ではない。そうした中で円高や法制度の整備を背景に、クロスボーダーM&Aには好機が訪れている。

日本企業のクロスボーダーM&Aはこれまでうまく実行されてきたとは言い難いが、その中にもこうした好機をとらえ、クロスボーダーM&Aを上手く実行している企業群が存在する。その企業群の共通項は、自社の強み・弱みに対する「認識」と、被買収企業に対する「集中的協調」を戦略的に実践できている企業だということである。

## 1. 問題意識 –不況和音を払拭せよ！–

### 1-a. 日本を取り巻く閉塞感・停滞感

震災が起きてから企業を取り巻く状況は急速に変化した。国内では日本企業を取り巻く「六重苦」という言葉が飛び交い、イギリスの **Financial Times** 誌で「新興衰退国」と名指しで揶揄されるほどに、今の日本は企業も、ひいては国としても苦境に立たされていることが窺える。日本企業が直面している六重苦とは、円高、高い法人税率、厳しい労働規制、温暖化ガス排出規制、TPP・FTA 参加の遅れ、電力不足、の 6 つを指している。日本経済新聞社の社長 100 人アンケートによると、この 6 つの中でも経営者が特に懸念材料と捉えているのは、円高と高い法人税率である。日本企業として、これらをどう克服すべきか、さらには苦境に立たされた日本企業がこれらをどう巧く活用していくべきか、という問いが我々のレポートの出発点となっている。



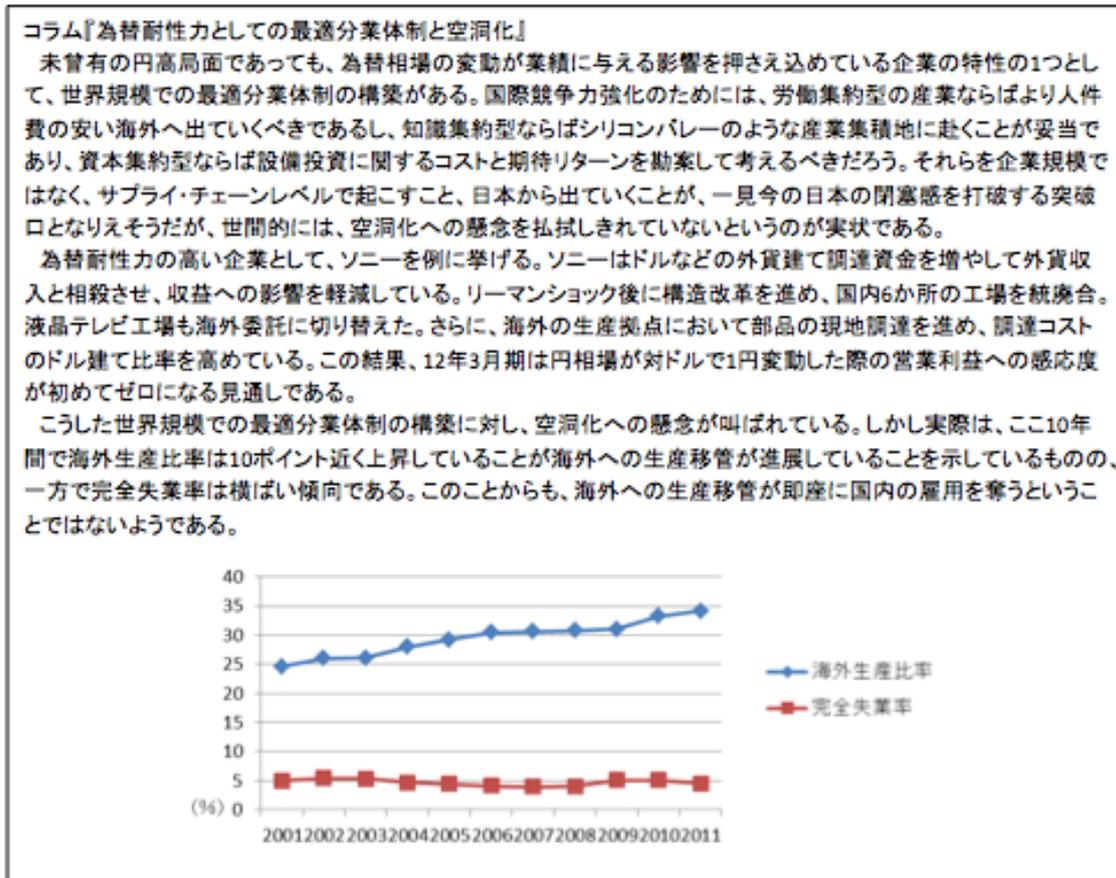
(日本経済新聞 2011年8月23日付)

### 1-b. グローバル化の必要性

円は、対ドル相場で 2011年10月31日に 1ドル=75円32銭となり、戦後最高値を更新した。対ユーロ市場においても円高が進行しており、2012年1月9日に 1ユーロ=97円28銭をつけ、約11年ぶりに最高値を更新した。

円高は、従来の日本企業固有、言うなれば“日本企業の本風景”である「海外から原材料を輸入し、それに卓越した技術を施して付加価値を付け国外へ輸出する」という既存のモデルで未だに経営していた企業には成長への大きな足枷となったであろう。GDP が中国に抜かれた今なお、リーマンショックや東日本大震災、欧州債務危機を経て、依然として“円”は資本避暑地の如く選ばれている。しかし、それに相反するように日本の株式市場は低迷を続けている。円高によって日本企業が損失を被ったのは事実としてあるが、円高という出来事は今に端を発したものではないし、現時点ですでに円高対応策を敷き、それ

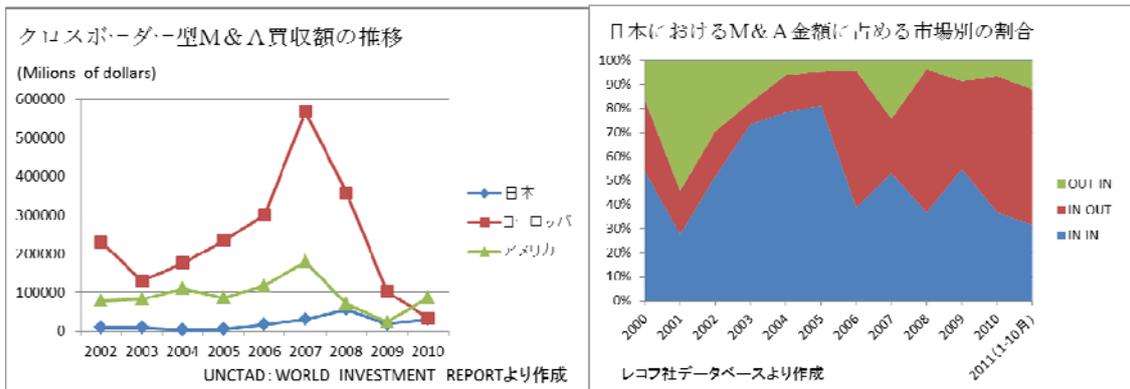
が功を奏した企業も見られる。



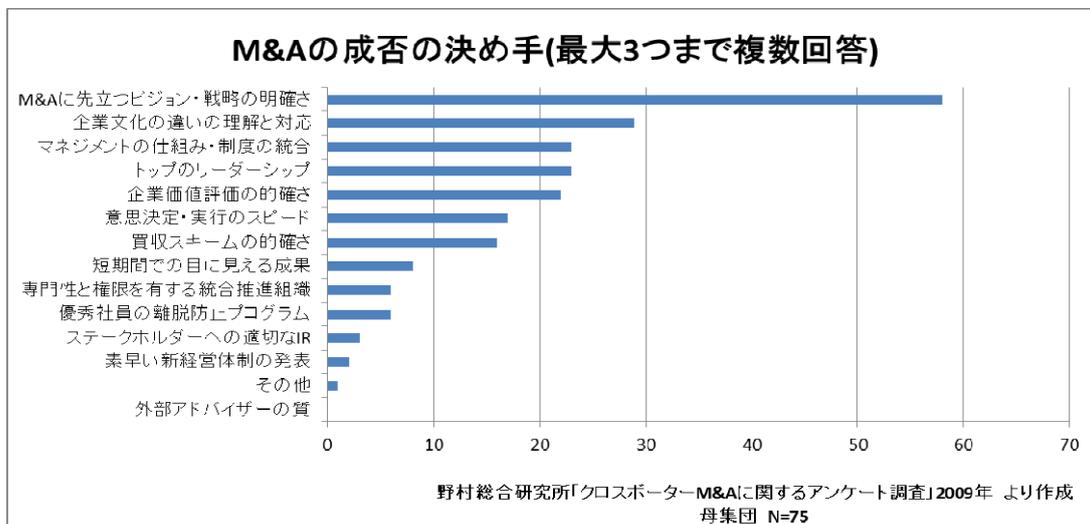
日本企業は外部環境の変化に応じてそのグローバル展開の手法を転換させてきた。それは上に述べたように、かつての輸出指向型から自前での現地化指向型への転換である。しかしながら、再編を繰り返し巨大化した欧米企業や力をつけて台頭してきた新興国の地場企業との競争の激化を受けて、例えば日本企業の現地法人1社当たりの売上高は縮小している。今後さらに重要性を増す海外市場での競争力を維持・強化する上で、日本企業のグローバル展開の手法は転換点を迎えている。

#### 1-c. 国際的な事業再編の渦中で日本がすべきこと

近年、新興国市場が次々に勃興してくる中で、先にふれた国際最適分業体制構築へ向けた動きもあり、世界レベルでの企業間の統廃合が進んでいる。ここに日本と世界におけるM&Aのギャップを示す。



クロスボーダー型のM&Aが総額に占める割合は近年上昇しているが、欧米企業と比べるとその金額は低迷したままであり、依然としてグローバル展開においてはリスクであると考えられており、有力な手段として取り組まれているとは言い難い。なぜこのようなギャップが生まれるのであろうか。その問いに対する一つの考察として、日本企業の風土の特異さが挙げられるであろう。以下のアンケートが示すように、多くの企業が成否を分ける要因として「M&Aに先立つビジョン・戦略の明確さ」と「企業文化の違い」を挙げている。同様の調査でも日本企業と海外企業との企業文化の相違が障害として横たわっていると多くの日本企業は答えている。これが欧米流のM&Aは日本企業には馴染まないと言われている由縁であろう。



我々が抱いた問題意識は、日本企業はビジョンの不明確さ、その文化の違いにより十分にクロスボーダーM&Aを成功に導くことができていない。しかし裏を返せば、それらを積極的に実践できている企業は成功に導くことができる可能性が高いということである。

## 2. 投資コンセプト –No Risk, No Return.–

### 2-a. リスクを恐れすぎるな！

ここでピーター・ドラッカーの言葉を引用する。

“We don’t grow unless we take risks.”（リスクをとらない限り、成長はない）

我々はこの言葉を、危機感・閉塞感に見舞われ、“今を全力で足踏みしている日本企業”に贈りたい。企業が営利団体であるからにはリスクは付き物であることを再認識しなくてはならない。リスクは利益の源泉であり、成長の源泉である。日本経済を、日本という小国をここまで発展させたことに対しても、企業努力がどれほど貢献したのかは測り知れない。類を見ない規模の震災が起きたからといって、リスクという言葉に過敏に反応し耳を塞ぐことも、毛嫌いすることもない。リスクは企業の得意分野なのだから。

### 2-b. 「手段」としてのクロスボーダー型 M&A の提示

円高とは裏を返せば、海外の資産を安く買えるということでもある。円高に対しては、輸出産業への打撃を通じた日本経済の衰退などといった悲観的な見解をよく耳にするが、海外進出のコストの低減という点で円高は有利に作用する。

2009 年には海外子会社益金不算入制度が導入され、海外子会社からの配当金に対する法人税率が改変された。日本の高い法人税率は一般的に企業誘致におけるボトルネックと言われているが、この制度の導入により、海外子会社を持つことでこの法人税分の損失を相殺することができるようになった。経常収支に占める所得収支の割合が 100%を超えている現状において、海外子会社益金不算入制度は非常に魅力的な制度である。会計制度もまた近年国際的なコンバージェンスが起きており、海外企業への見方も統一されていくことが予見される。

このように、円高という絶好の機会、そして日本企業の海外展開を後押しするよう整備された環境を活用し、世界に果敢に挑む国や企業を育成するトリガーとなるのが、クロスボーダーM&Aではないか。

### 2-c. クロスボーダー型 M&A を梃子に世界に果敢に挑む企業

<投資コンセプトのまとめ>

○企業が生み出した付加価値である利益を海外であげ、それを国内へ還流することのできるモデルを築きあげることが出来ている企業

○閉塞感を打破する積極性を有し、今の日本や我々日本人にポジティブな示唆を与えることができる企業

○クロスボーダー型 M&A という一見リスクな手段を梃子に成長を遂げている企業

### 2-d. 投資意義

今回投資した企業はクロスボーダー型 M&A を活用してグローバル展開を成功に導いた企業である。これまで上手くクロスボーダーM&A を実行できたとは言い難い日本企業に対して M&A の成功モデルを示すことは、これから M&A の活用を考える企業にとっての示唆があると考えられる。

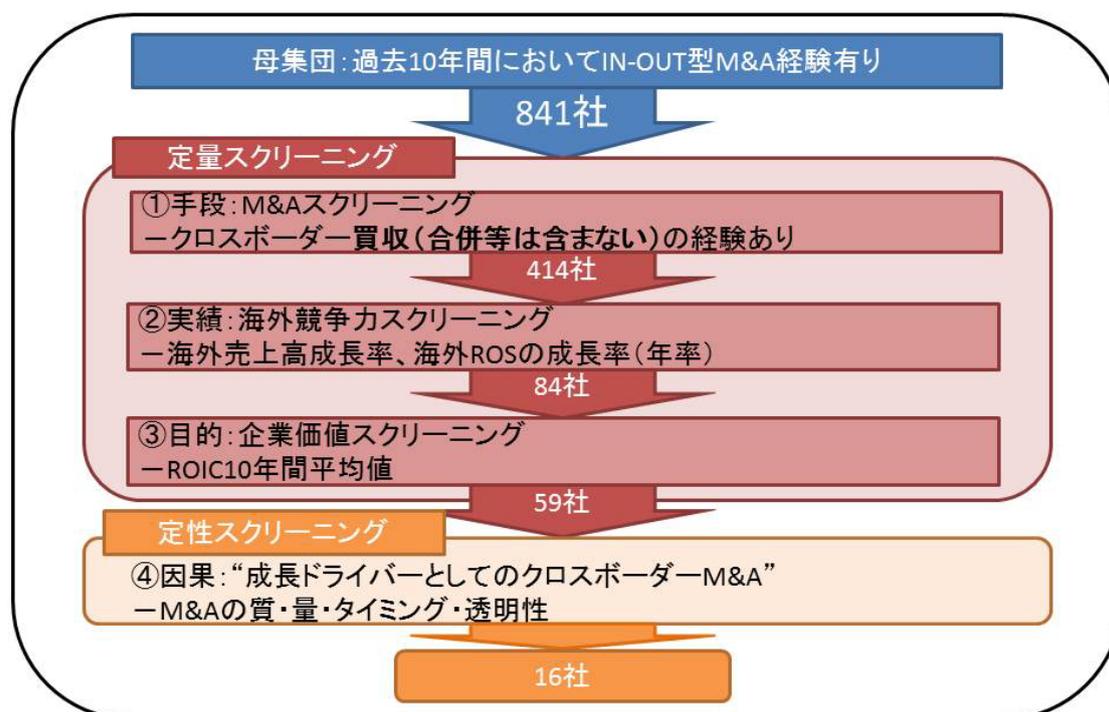
### 3. スクリーニング –時を駆ける、時に賭ける、企業たち–

#### 3-a. 定量スクリーニング

##### 【サンプル期間】

M&Aの成否を測定するには長い期間を要する。また失われた10年と言われた90年代を経て、日本企業は何を学び、その後どう行動したのか、という観点からもサンプル集団はレコフデータを用い、過去10年間においてIN-OUT(クロスボーダー)型M&Aを行った企業群を母集団とし、各指標に関してもサンプル期間は過去10年とした。各財務指標に関しては日経NEEDS-Financial Questを用い算出した。

○定量スクリーニングに用いた指標は以下の通りである。



##### ①第一スクリーニング

M&Aを逐語訳すれば合併・買収であるが、広義には合併・買収だけでなく、資本参加や出資拡大、さらには事業譲渡や営業譲渡などのコーポレート・リストラクチャリングの要素も含まれる。近年になってその件数は加速し、その手法も多様化したため未だ定義が明確ではないのである。母集団では広義のM&Aとしている。

だが、今回我々は、レコフデータベースを用い、クロスボーダー型の買収案件のある企業、すなわち海外企業の支配権の獲得に成功した企業をまず抽出した。国内(IN-IN型)においても支配権の獲得に至るプロセスでは、多くの障壁が付き物である。それが国境を超えとなればなおさら厳しさを増す。企業による越境固有の問題と、M&Aの難しさが複雑に絡み合うためである。国境だけではなく、それらの障壁を乗り越えた企業が、第一スクリーニングで通過した。

### ＜ダイキン工業のM&Aにおけるガバナンスの失敗例＞

空調業界で世界3位だったダイキン工業は2006年11月、米空調大手マッケイ・インターナショナルなどを傘下に持つOYLインダストリーズ(マレーシア)を買収した。ダイキンのOYL買収の狙いは、ダイキンが強みとする高機能の中小型の業務用空調機器に加え、OYLが強みとする販売額が大きく、設計、メンテナンスでも高収益が期待できる大規模施設や工場などで使われる「アプライド」と呼ばれる大型空調システムにまで事業を拡大することで、製品ラインナップの拡充や、性能面の向上、経費削減などの相乗効果を得ることであった。さらには、ダイキン工業が今まで苦戦を強いられていた北米市場やアジア市場で強いOYLを買収することで、北米でのシェア拡大、アジアでの新興需要の取り込みなどを期待していた。しかし、2006年の買収以降、アメリカでの売上高は大幅に伸びたものの、2007年度に営業利益は赤字に転落した。この要因としては、今回の買収がダイキンにとって初めての大型買収であり、企業を統合することの難しさがダイキンにとっての誤算であった。OYLとダイキンでは品質に対する考え方が全く異なるため、それを統合し、新しい市場や商品、販売手法などを活かすためには、ダイキンの精鋭の人材を大量に割かなければならず、彼らが現場を離れることになった。ダイキン工業の井上会長は、「もし、また同じ規模の買収を行った場合、今度こそ人材が払底してしまうだろう」と日経BPのインタビューで語っている。また、ダイキン工業＝OYLインダストリーズ、OYLインダストリーズ＝マッケイ・インターナショナル、という組織の二重構造が一貫した経営の意思決定を妨げていることが、期待した相乗効果を生み出せていない要因になっていると考えられる。

このように、統合するにあたって、『有能な人材の不足、組織のガバナンス』がボトルネックとなることもある。

#### ②第二スクリーニング

次に、海外において利益創出基盤である収益を上げ、利益を国内へ還流するとともに、海外での競争力を高めることが出来ている企業こそが、長期的に日本経済へ貢献し得るという視点から、海外売上高成長率・海外ROS伸長率の2つの指標を用いて、国内へ利益を還流するモデルを築き上げている企業群を抽出した。海外売上高成長率は平均値以上、海外ROSの伸びは業界中央値以上を採用した。

#### ③第三スクリーニング

第二スクリーニングでは海外での利益創出・競争力の構築という視点しかなく全社的な競争力という視点が欠如している点を考慮した上で、投資家目線で見した場合の企業価値向上の重要性を加味するため、収益性指標の1つであり、また企業価値算出に用いられる指標であるROIC(投下資本収益率)を用いた。

ROICの10年間平均値が業界平均値以上である企業をここでは通した。なお、業界の分類に関しては日経中分類を用いた。

### ●企業価値について

ここではさらに企業価値について言及したい。

$$EVA = \text{投下資本} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

という算出式がある。この式をみて、たとえROICが高くとも、まず資本を投じなければ企業価値は増大しない、という捉え方もできる。そういった点も踏まえ我々が第一・第二スクリーニングで通した企業は、IN-OUT型M&Aという一見リスクな手段に資本を投じた企業であり、海外で競争力を構築することに成功した企業である点を留意したい。

### 3-b. 定性スクリーニング

クロスボーダー型M&Aはそう容易な手段ではないが故に、その手段を用いた企業にはある種の積極性が備わっていることが推察される。しかし、世界規模の業界再編の波にのまれ、受動的な、もしくは場当たりの対応策としてM&Aを用いた企業も存在する。それらを一概に否定するわけではないが、我々は外圧的なグローバル展開ではなく、内発的なグローバル展開を推し進める企業こそ、閉塞感が漂う今の日本に必要な存在であると考えた。同時に、次章に後述するが、グローバル展開、海外での競争力強化に成功したという結果に対してM&Aという手段が本当に貢献したのかという因果関係や、M&Aのタイミングの妥当性、買収案件の規模・件数・透明性なども加味した。

ここでは、積極的にリスクをとって、かつM&Aをテコにして成長している企業を選出することを目標にした結果、日本経済新聞や雑誌記事、IR情報等の定性情報により、以下の16社を抽出するに至った。

### 3-c. 投資比率

投資比率に関して、これらの銘柄に優劣をつけることはしない。選定した企業はいずれも、リスクをとって利益を得ようとする気骨精神を有し、クロスボーダー型M&Aによって海外で競争力を高め、海外から国内への利益還流モデルを構築することの出来る企業と判断したためである。投資資金は各銘柄に均等に配分した。提出したポートフォリオは以下のようになった。

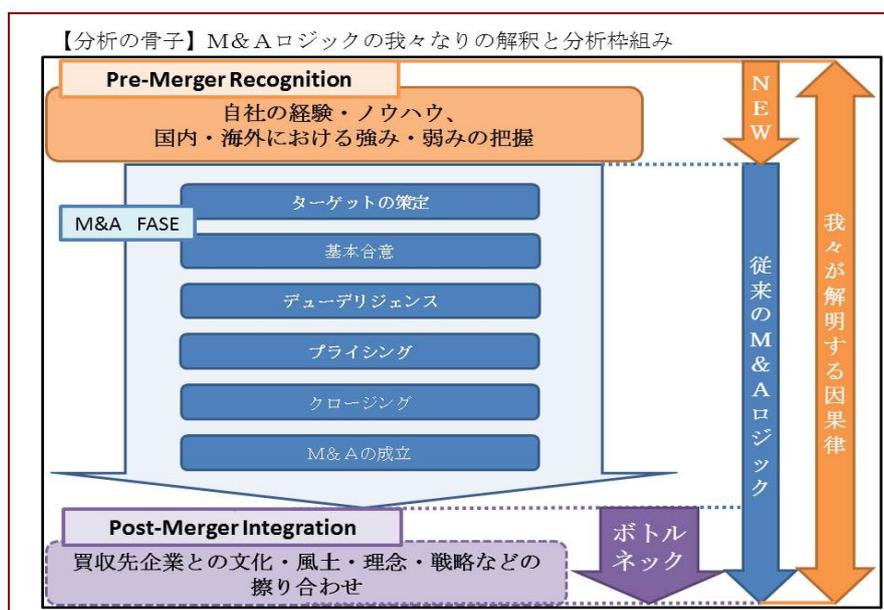
コード	企業名	事業内容
T2914	日本たばこ産業	たばこ、食品、医薬
T4091	大陽日酸	工業ガス
T4502	武田薬品工業	医療用医薬品
T4543	テルモ	医療器具
T4613	関西ペイント	自動車用塗料
T5196	鬼怒川ゴム工業	自動車ゴム部品、OA機器
T6305	日立建機	総合建機メーカー
T6486	イーグル工業	金属シール、メカニカルシール
T6498	キッツ	バルブ専門メーカー
T6503	三菱電機	総合電機メーカー
T6594	日本電産	精密モーター
T6849	日本光電	医用電子機器
T6869	シスメックス	検体検査機器販売
T6965	浜松ホトニクス	光素子、増倍管、レーザー
T8028	ファミリーマート	コンビニエンスストア
T8113	ユニ・チャーム	衛生用品

## 4. クロスボーダー型 M&A を成功へと導く力-認識力と集中的協調力-

### 4-a. 企業が辿った足跡・因果律の解明

何度も繰り返すがM&Aはあくまでも手段であり、目的ではない。ましてや成長への万能薬ではない。だからこそ、選定銘柄がグローバル展開・成長を1つの目的とした上で、クロスボーダーM&A という手段をとるに至ったインセンティブ、そしてその企業を成功へと導いた要因を我々なりに分析する必要がある。

注力したのは既存の M&A のプロセスに、さらに前後のコンテキストを明確に設定し、その因果律を解き明かす作業である。以下に我々の分析の骨子を示す。



まず我々は、1-c で挙げたアンケートデータより、企業が戦略として M&A という手段をとるに至る以前に、自社が長けているもの・自社に欠けているものを把握する力が重要であると考え、“Pre-Merger Recognition” という概念を定義し、従来の M&A ロジックの根幹に付け加えた（以下 PMR とする）。実際、自社が生かせるもの・自社に欠如するものが何かを明確に把握できなければ、その時点における M&A という手段の合理性に関して説明がつかず、また M&A を用いても、適切なターゲティングやプライシングが出来ない。

各企業の各事例において、我々が定義した PMR から、近年その重要性が叫ばれるが中身が未だ不明瞭な PMI（M&A 後の統合マネジメント）、それまでの一連の企業行動とその裏に潜む行動心理を綿密に精査することで、選定銘柄が M&A 成功企業足るプロセスを分析する。

### 4-b. 我々が発見したモノとは？

我々の選出した企業は、どのようにしてクロスボーダー型 M&A を成功に導いたのであるうか。それぞれの企業がクロスボーダー型 M&A に至った過程やその後の行動を注意深く精査した結果、我々は以下のことを発見した。各企業は海外展開を進めていく過程において、海外展開する上での課題や弱みを認識し、その認識した課題や弱みを補うために必要な資

産を、M&A によつて的確に買収し獲得していた。

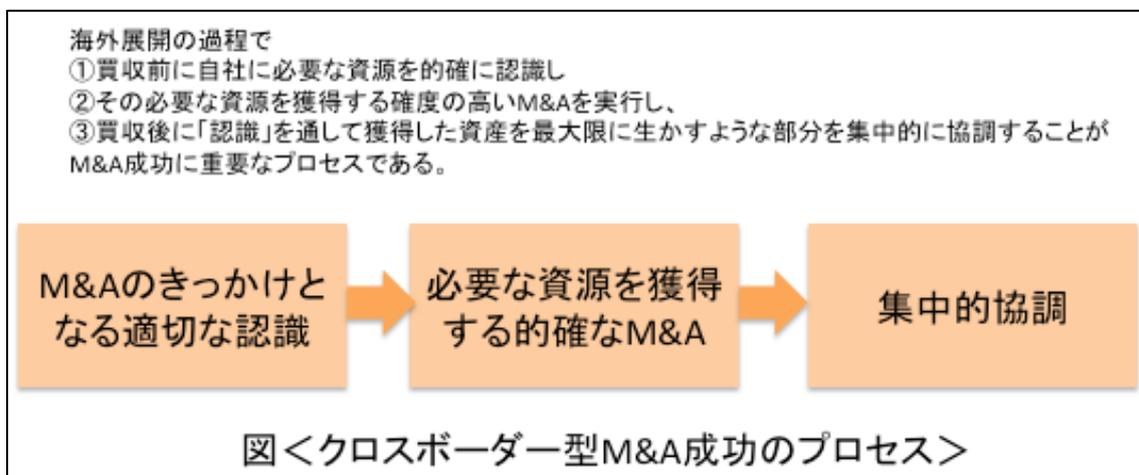
我々は選定企業が共通して持つ性質を「海外展開において自社に必要な資産を認識する”認識力”」と定義し、この力がクロスボーダー型 M&A に必要な能力だと考えた。この観点から分析をさらに進めていった結果、選出された企業群はその”認識力”を行使するプロセスに違いがあることが判明した。それが「既存事業強化型」と「成長機会獲得型」である。

認識力	
海外展開における経験から、自社に必要な資源を「認識」する力	
既存事業強化型	成長機会獲得型
海外展開を進めるにおいて、元々自社が持っていた主力事業の弱みまたは新たな可能性を「認識」し、クロスボーダー型M&Aによってその事業を強化する企業	海外展開を進めるにおいて、元々自社が持っていなかった新事業の成長可能性を「認識」し、クロスボーダー型M&Aによってその新事業を獲得する企業

また、選出された企業群はどれも”認識力”を有していたものの、さらにもう一つの性質を有していることが判明した。それは買収先に「認識」した自社に必要な資源を最大限活かすために、被買収企業と密接に関わるべき部分で集中的に協調する力を有している点である。クロスボーダー型 M&A によってその資源を獲得した後、買収先の企業と協調すべき部分を集中的に協調する力は非常に重要である。なぜなら、闇雲に自社の理念・文化を押し付け、言語も商習慣も違う買収先の反感を買い統合が解消されたという事例が数多く存在するからである。技術獲得目的の M&A なら買収先との技術員同士の交流に注力する、また販売網確保目的の M&A なら買収先営業員の研修を重視するなど、我々が選出した企業群は上記の”認識力”に加え、「買収先の性質を把握し、買収先と最大限の効用を生み出せるよう協調すべき部分を集中的に協調する力」をも有しており、我々はこの力を”集中的協調力”と定義した。

集中的協調力
買収前に「認識」した自社に必要な資源を最大限生かすために、被買収企業と協調すべき部分を集中的に協調する力。

以上の観点からクロスボーダー型 M&A には「認識力」と「集中的協調力」の2種類が不可欠だと考え、次にそれぞれの企業の分析を進める。



## 5. ケーススタディ

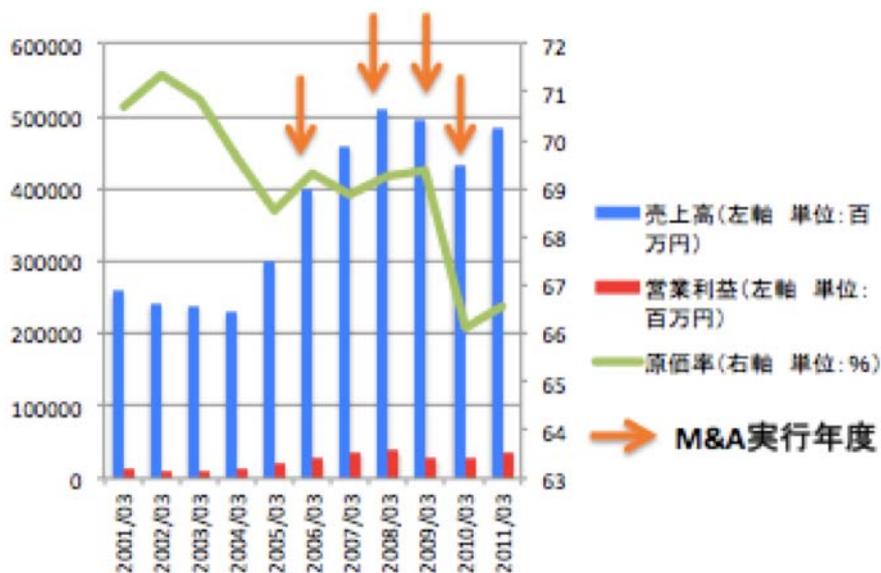
### 5-a. 既存事業強化型 M&A：大陽日酸

大陽日酸は産業ガスの国内最大手で世界シェア第5位であるが、欧米のメジャー（世界シェア上位4社）と比較すると売上高が1/2以下である。また最も代表的な産業ガスであるセパレートガス（酸素、窒素、アルゴン）は、空気を深冷分離することによって製造され、製造技術が確立されているため、製品面での差別化が図りにくいという特徴がある。大量生産される汎用品であり、また生産設備のイノベーションが起こりにくいことから、規模の経済性が働きやすく、欧米メジャーとの規模の格差こそが、大陽日酸が事業をグローバルに展開する上でのボトルネックになっていた。さらには、欧米メジャーは業界再編により規模が拡大しており、大陽日酸も世界で生き残るためには早急に規模を拡大する必要に迫られていたと考えられる。このような状況で、大陽日酸は『欧米メジャーとの規模の格差』という弱みを認識しており、世界の産業ガス市場であるアメリカにおいてプレゼンスを高めることが規模拡大につながると考えたと思われる。さらに、アメリカに進出する上では、現地でガバナンスをする優秀な人材、販売網などが必要であったと考えられる。そこで大陽日酸は、83年に買収した特殊ガスの Matheson 社と、92年に買収した Tri-Gas 社を99年に統合し、Matheson Tri-Gas 社としてアメリカでの事業展開の核として、M&A を活用しながら規模拡大を進めてきた。

実際に下の表がアメリカでの M&A 案件の被買収企業と目的を新聞や雑誌の情報から整理したものである。

公表日	被買収企業	目的	被買収企業国籍
2006.7.31	リソウエル*	成長を維持するため需要が伸びている米国で一般工業ガスを手掛ける企業を買収することでアメリカでの販売網を強化する。	アメリカ
2008.3.19	ファイブスターガス・アント・キア	産業ガスや医療用ガスを手がけるファイブを買収することで、ファイブのアメリカでの販売網を使い、販売網を強化する。	アメリカ
2009.3.30	ハレー・ナショナル・ガス(VNG)	アメリカ中西部から北東部にかけて強い事業基盤を持つVNGを買収することで、工業ガス事業の全米展開を図る。また、特殊ガス事業やヘリウム事業の拡大にも取り組む。	アメリカ
2010.5.7	ウェスタン・インターナショナル・ガシス・シリンダース(WIGCI)	工業ガスの世界最大市場である米国で販売網と品目を拡充し、需要が低迷する日本からの事業シフトを急ぐ。	アメリカ

この M&A の効果により、2009 年以降はリーマンショックの影響から売上高、営業利益が落ちているものの、2008 年まで営業利益を順調に伸ばしており、2011 年には回復の兆しも見られ、また原価率は継続的に低下している。



これらの案件においては、生産設備、販売網までのサプライチェーンを一括して買収しており、全てのフェーズにおいて親会社である大陽日酸との統合が必要になってくる。そこで、大陽日酸は買収した企業の優秀な人材を活用し、大陽日酸の経営の基本方針を買収先全体に浸透させ育成することを重視している。具体的には、現在、Matheson Tri-Gas 社のボードには、3人の大陽日酸の代表取締役が名を連ねており（2011年1月時点）、投資案件のほか、いろいろな戦略について密に連絡を取り合う関係であり、さらに同社のアメリカ人 CEO は、大陽日酸の取締役を兼務し、取締役会にも参加させているなど、買収先の経営幹部を育成している。こうして育成した買収先の人材を、今現在アメリカに 250 以上ある拠点を 6つの地域に分けた長に登用している。

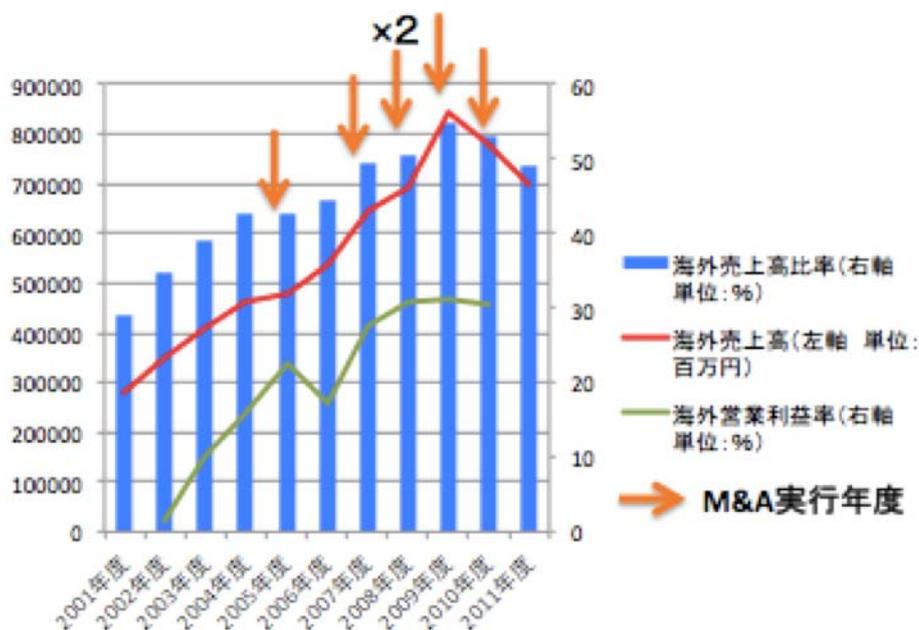
アメリカにおける買収はアメリカ人の経営陣が中心になって進めており、2009年の Valley National Gases 社の買収の際には、アメリカにおける子会社のトップマネジメントやマーケティング部隊が、買収先企業の経営者と良好な人間関係を築くことで、買収までこぎつけることができたという、子会社のアメリカ人の能力・人脈がフルに活用できた例もある。

このように、買収先の経営幹部と共に経営戦略を練ることで、大陽日酸の基本方針を買収先のマネジメントを担う経営幹部に浸透させ、新たに展開する市場でマネジメントできる人材を育成し、規模拡大に貢献していると考えられる。

#### 5-b. 成長機会獲得型 M&A：武田薬品工業

武田薬品工業は国内首位の製薬メーカーである。2005年の買収によって武田サンディエゴを設立したことを契機に、グローバル展開を本格化させてきた。以下に示すように、海外売上高比率は近年 60%に迫る勢いであり、日本市場への依存から急速に脱却したと言え

る。



しかしグローバル展開を進める上で、武田薬品工業は日本市場の特異さを乗り越える必要があった。その特異さとは、日本市場は特許が失効してもさほど売上が落ちないということである。海外市場では多くのジェネリックメーカーがひしめいており、例えば米国では特許失効の3-4ヶ月後には元の製薬メーカーの売上が1割程度まで激減してしまうか、あるいは完全になくなってしまいかという激しい入れ替わりが起きる。つまり、武田薬品工業のグローバル展開のボトルネックは以下のようなになる。

加えてトレンドの移行期にあるということのを的確に認識することが出来たのは、グローバル展開、特に世界の製薬トレンドを司るFDAのあるアメリカに本格的に進出したことである。

**新薬を継続的に上市する必要があるが、  
その新薬自体のトレンドの移行期にあり創薬が難しいという二重の困難さ**

こうしたボトルネックを乗り越える上で、なぜM&Aが合理的であったのか？それは、創薬トレンドが移行期にあるという状況下では、一つの製品を上市するのにより長い期間とより高いコストがかかるためである。厚生労働省によれば、ここ10年間で製品を上市するのにかかる研究費用は1.4倍の484億円である。多くの被験者が必要とされる欧米で事業を展開するにはより多くの研究費用がかかる。また、現在高分子医薬の上市の認可を受けるには、低分子医薬よりも多くのデータの採取が必要であるので、かつてより長い期間が必要とされる。上市までの期間が長いということは、特許残存期間が短くなるため、投下した資本を回収することができる期間が短くなる。こういった現状から、武田薬品工業は2000年以降以下のM&Aを行った。これらのM&Aを機に、武田薬品工業は海外市場において

主力製品である「カピデックス」と「ユーロリック」が上市された。

公表日	被買収企業	目的	被買収企業国籍
2005/2/8	シリックス	米国で初の本格的な研究開発拠点の獲得	アメリカ
2007/3/13	パラダイムセラピューテック	ヒトゲノム由来のバイオ医薬(高分子医薬)における研究開発プロセスの加速 2005年より共同研究を通じて親交を深める	イギリス
2008/2/4	アムジェン	重点領域である癌、骨・関節疾患領域などにおけるバイオ医薬(高分子医薬)の研究開発パイプラインの強化	アメリカ
2008/3/21	TAP	アメリカでの販売力強化	アメリカ
2008/4/11	ミレニアムファーマシューティカルズ	腫瘍・炎症分野のパイプラインの拡充 タンパク質(高分子)のホメオスタシスにおける研究ノウハウの獲得	アメリカ
2009/5/19	IDMファーマ	20年間で唯一承認された骨肉腫治療剤「MEPACT」の獲得	アメリカ
2011/5/20	ナイコメッド	新興国市場及び欧州における販路拡大 苦手としてきた呼吸器系新薬の獲得	スイス

海外の優秀な研究者の市場価値は高いので、流動性は高く M&A によって買収をして獲得したとしても定着する可能性は低い。そのため、武田薬品工業は国内最大規模の先端的な研究を行うことの出来る魅力的な研究所を設立した。そこで国内外の研究者間のコミュニケーションがとられることで、彼らの持つ高分子医薬の開発ノウハウの吸収を図った。また、海外の人材との積極的な交流を象徴するのが昨年10月に行われた人事であろう。武田薬品工業は研究部門の統括者として米国出身のポールチャップマン氏を登用した。この人事によって日本の研究手法と海外の研究手法との差異に対して寛容であるという姿勢を示すことになる。

武田薬品工業は、国内の研究部門の国際化を進める。武田は国内の研究者の1割を外国人にするほか、。バイオ技術など取り組みが遅れている分野で強みを持つ海外のベンチャーやグループ企業などとの人事交流を拡大。新薬の開発技術の進化に取り残されないよう、国内の研究スタッフの国際化により、開発力を底上げする。

武田は2011年2月に神奈川県藤沢市に開所予定の研究所の研究者の約1割を外国人にする。国内の研究所を集約した藤沢の拠点は1200人規模となる予定。海外での採用や海外研究所からの社員派遣などで外国人研究者を増やす。

(11月8日日本経済新聞より一部抜粋)

武田薬品工業は海外ジェネリックメーカーの脅威や、製薬業界の創薬トレンドの変化に対する危機感から M&A を行い、海外の研究者との人事交流を通じて積極的に今後の創薬の方向性についてコミュニケーションをとることで、被買収企業を取り込むことに成功した。※今回武田薬品工業の高分子医薬事業の獲得を新規事業の獲得としたのには、それまで主力としていた低分子医薬との特異性を鑑みてのことである。詳細は以下のコラムに示す。

コラム 製薬業界における創薬技術のトレンドの移行-低分子医薬から高分子医薬へ-

製薬業界の創薬技術のトレンドが大きく移行し始めている。2006年時点で市場に出回っていた医薬品の約9割が低分子医薬であった。しかしながら抗体医薬をはじめとした高分子医薬が目覚ましい成長を見せており、2025年には低分子医薬の比率が6割程度にまで低下し、抗体医薬は2割程度まで上昇すると見られている。

こうしたトレンドの変化が製薬メーカーの新薬の創出を困難にしている。なぜならば、それまでの低分子医薬の創薬プロセスと高分子医薬のそれとは異なる部分が多いからである。高分子医薬、特に抗体医薬はタンパク質が主成分であり、培養細胞で合成するので、化学的に合成することが難しいからである。加えて、高分子特有の複雑性も創薬を難しくしている要因である。

5-c. その他銘柄のクラスタリング

我々が選定した企業群が海外展開における経験から、認識した各企業の課題や弱みと、それを克服するためにM&Aによって獲得した資産を、既存事業強化型と成長機会獲得型に分け、以下の表にまとめる。

既存事業強化型		
	認識の要素	獲得した資産
シスメックス	自社の強みである検査機器・検査薬・ITソリューションを最大限生かすための欧州・アジアでの直販の重要性認識	欧州・アジアにおける地方の中小病院及び動物病院への販売網及び顧客へのより最適な医療システムソリューションの営業力
大陽日酸	欧米メジャーとの生産規模格差認識	現地の有能な人材及び販売・生産拠点
ファミリーマート	海外の店舗における商習慣の違いによる効率性の低下及び対策の必要性認識	商品の受発注や、会計情報、店頭的情報を一括して管理するソフトウェアシステム
イーグル工業	欧州・アジアにおける現地生産と輸送の重要性認識	アメリカ向け製品のヨーロッパでの生産拠点及びインドでの生産拠点の設立
日本たばこ産業	新興国市場におけるたばこの潜在需要及び海外における自社のブランド力不足認識	海外の顧客に対する販売網及びガラハ社・RJR社の世界的ブランド
ユニチャーム	ベトナム・中東における自社の販売網及びブランド力の不足認識	ベトナム・中東の詳細な顧客情報及び販売網、ブランド力
三菱電機	メガソーラー市場の需要増加認識	次世代モーターの高度な制御技術
キッツ	顧客ニーズの急速な変化への危機感認識	製品ポートフォリオの拡充
鬼怒川ゴム工業	国内需要の頭打ちによる危機感	タイにおける安価な生産力及び、需要の見込まれるタイ市場での販売網
日本電産	電機自動車用モーター市場の成長可能性	次世代モーターの高度な制御技術
日立健機	インド市場での潜在需要及びアフリカ市場の成長性の把握	インドにおける製造販売の効率化及び新興国展開における生産拠点

成長機会獲得型		
	認識の要素	獲得した資産
関西ペイント	主力事業である自動車用塗料の需要減退の可能性認識及びインドでの建築塗料の潜在的需要の可能性認識	今まで参入していなかった建築用塗料の技術及び、インドにおける販売網
日本光電	睡眠時無呼吸症候群患者の増加及び自社のモニタ技術との親和性認識	今まで持っていなかった睡眠時無呼吸症候群検査用の解析ソフト技術
浜松ホトニクス	医薬品開発での薬効解析における自社のカメラ技術の需要可能性認識	今まで持っていなかった最先端のバイオ研究用画像解析システム
テルモ	アメリカ市場の高齢化による潜在需要及び再生医療技術成長性認識	今まで持っていなかった再生医療技術
武田薬品工業	ジェネリック製薬企業の脅威及び新薬の継続的上市の必要性認識	今まで持っていなかった低分子化合物分野のパイプライン及び海外の優秀な経営層

次に、我々が選定した企業群に共通している“集中的協調”の要素を以下の表にまとめる。

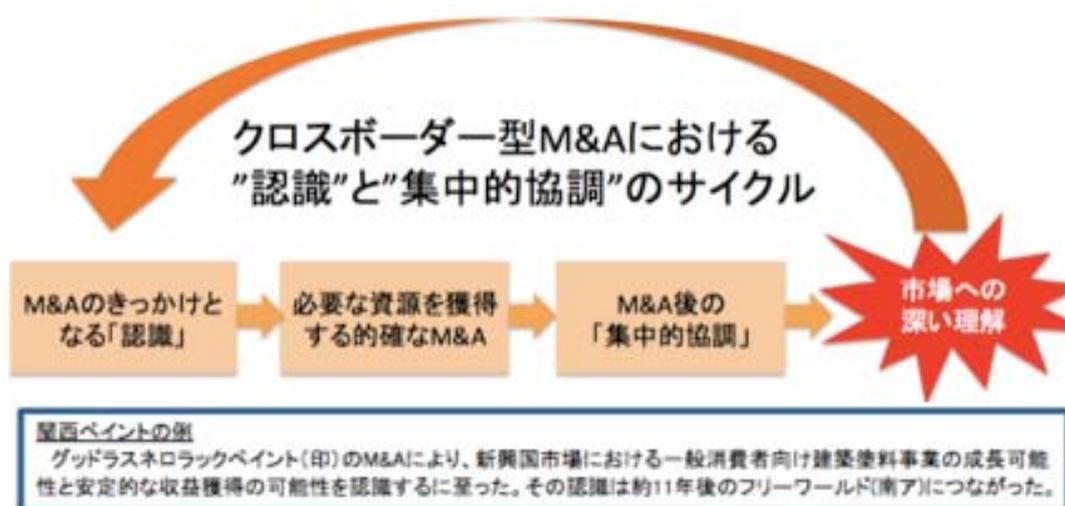
	集中的協調の要素
日本たばこ産業	買収先のそれぞれ異なる国籍を持った11人の役員をJT internationalに配属し、現地の情報を積極的に汲み取る
大陽日酸	自社及び買収先の経営幹部を数名互いの取締役会に送り込み合い、情報の共有や意思決定プロセスを効率化
武田薬品工業	研究ノウハウの共有のための、研究者同士の積極的な交流促進及び取締役会に買収先の役員を受け入れ会議を重ねることによる「タケダイズム」の浸透・意思疎通
テルモ	被買収企業との研修・経営合宿を通じた研究員及び営業員の積極的交流促進及び営業ノウハウ・理念を示したテキスト「テルモのこころ」の被買収企業への配布
関西ペイント	本社の技術者を買収先の生産現場に送り込み、生産現場の共同改善及び営業員派遣による営業ノウハウの伝授
鬼怒川ゴム工業	マザー工場の標準化された生産工程・技術ノウハウの細部での積極的な共有
日立建機	「匠」と呼ばれるベテラン技術員を買収先に派遣し、技術ノウハウの伝承
イーグル工業	現地のスタッフと常時オンラインで互いに連絡を取りトラブルの復旧や市場ニーズを積極的に入手
キッツ	自社員によるキッツの強みである「一貫生産体制」の海外工場における技術的サポート及びグループ間の人材交流
三菱電機	研修の一環として現地へ本社スタッフを派遣し、情報を共有。また現地に「地域コンプライアンスマネジャー」を設置し、現地企業のコンプライアンス推進のサポートを進める。
日本電産	日本電産精神の一つである「3Q6S活動」の生産現場への浸透、及び被買収企業の前経営者を引き継ぎ情報共有
日本光電	本社の人材と毎朝のミーティング・Webミーティングを通じた情報共有及び現地スタッフに対する充実した研修制度の整備
シスメックス	営業ノウハウ・製品知識共有のための、営業員・研究員を中心とした本社と買収先の積極的な人材交換
浜松ホトニクス	米国子会社を通じた買収先のマネジメント
ファミリーマート	商品の受発注や店舗間のネットワーク、会計、店頭情報端末システムの導入推進
ユニ・チャーム	ユニ・チャームSAPS経営の浸透のため、買収先の現地法人から参加者を募りSAPSトレーナーズキャンプを開く

## 6. ストックリーグを通して

### 6-a. まとめ

コンセプト企業の認識と集中的協調の持つ働きがクロスボーダー型 M&A に成功をもたらすメカニズムを分析してきた。私たちが選出した 16 社は M&A 固有の統合作業の難しさを、自社の強み・弱みを明確に認識することで被買収企業との集中的協調を行い克服していることを学んだ。

また更なる発見として、私たちが選出した 16 社には、1 回の成功をさらなる「認識」へとつなげるサイクルを有していることが分析を通じて分かった。M&A を通じて得た海外市場に対する知見は、自社の既存事業や海外市場の成長機会に対する「認識」をより先鋭にする。それを利用して更なるクロスボーダー型 M&A の成功へとつなげるサイクルである。



我々は今回の分析を通じて、優れた技術力など海外市場で通用する強みを持つ日本企業には、クロスボーダー型 M&A を梃子に海外で成長する素質があるのではないかと感じた。その素質を開花させるために、海外での経験をもとにその強みや弱みの認識をより先鋭にすることが日本企業には求められている。裏を返せば、それが出来ればたとえリスクな手段と言われるクロスボーダー型 M&A であっても、日本企業は国内の閉塞感・停滞感を追い風に変えて海外市場で成長することが出来るのではないだろうか。

### 6-b. 結びに

最後に、厳しくも親身に我々を導いてくださった加賀谷先生、先輩方、そして共に切磋琢磨したゼミの仲間から感謝致します。また、このような学習の機会を提供してくださった日経ストックリーグ事務局・協賛企業の皆様に心から感謝致します。ありがとうございました。