

多国籍企業の新興国投資とリアルオプション

－多国籍企業の戦略と組織の特性とリアルオプション活用の関係－

高橋 意智郎

実践女子大学人間社会学部

1. はじめに

1990年代後半以降、ブラジル、ロシア、インド、中国のいわゆる BRICs を始めとした経済成長が著しい国は新興国として、市場が成熟した先進国の多国籍企業の注目を集めてきた。こうした新興国では、経済成長を通じて所得水準が上昇し、富裕層のみならず中間層が多国籍企業の有力な顧客として登場してきた。また、労働市場の面でも新興国では、先進国に比べて安価な労働力を調達することができる。新興国は技術水準が向上し、労働者の能力も高まっているので、多国籍企業の生産拠点としても有力である。

しかしながら、近年、新興国の中には経済成長が高い状態を維持している国と経済成長が鈍化した国、労働者の人件費が高騰している国とそれほど高くない国が発生してきている。

多国籍企業は、経済成長が高い状態を維持している国に進出したり、すでに拠点がある場合は、生産量を増加したりするなどその国の市場成長を自社の利益に取り込むことができる。それと対照的に、多国籍企業は、経済成長が鈍化した国に拠点がある場合、生産量を減少したり、拠点そのものを撤退することでその国の市場縮小に対応することができる。

また、多国籍企業は、人件費などのコストが増加した国の拠点の生産量を減らして、比較的成本が低い国に生産を移転したり、コストが増加した国の拠点を撤退して、比較的成本が低い国に進出することで、世界規模での効率性を実現できる。

多国籍企業は、上述の経済的要因だけでなくそれ以外のカントリー・リスク要因も考慮に入れて、複数の拠点を活用した柔軟性を発揮することでライバル企業に対する競争優位を獲得できると考えられる。

Buckley and Casson (1998) は、Caves (1996) などの伝統的な多国籍企業モデルを多国籍企業の経営課題を市場参入に限定して、かつスタティックな見方として批判した。伝統的な多国籍企業モデルに替わるものとして、Buckley and Casson (1998) は、西欧諸国の経済成長が高かった「黄金時代」(golden age) が終わった以降の世界における多国籍企業のダイナミックな課題として、不確実性と市場の変動性、柔軟性とリアルオプションの価値などに対応した多国籍企業の柔軟性モデルを提唱した¹⁾。

Buckley and Casson (1998) の多国籍企業の柔軟性モデルと調和する形で行われてきた研究分野が多国籍企業のリアルオプション分析の研究である。2005年までの成果については、ラグマンとリーが編集した論文集 *Real Options and International Investment* があり (Rugman and Li, 2005)、近年でも主要ジャーナルにおいて論文が掲載されている。これらの研究成果を検討すると多国籍企業は柔軟性を発揮できている面とそうでない面があり、多国籍企業が柔軟性を発揮するのは容易でないことが理解できる。

本稿では、今日、複数の新興国に進出し事業展開を進めてきた多国籍企業が、新興国の事業環境の変化に対して、その事業の調整を進めたい状況下で複数の拠点を活用して柔軟性を発揮することが容易でないという点について研究成果の知見を活用して議論したい。第2節では、事業拠点としての新興国の状況について日本企業を対象として検討する。第3節では、多国籍企業とリアルオプションに関する研究を検討してその知見を整理する。第4節では、多国籍企業の戦略と組織の特性からオプション価値の活用を制約する要因を3つ指摘する。第5節では、その3つの制約要因が新興国の「制度的欠陥」(Institutional Voids) によりさらにオプション価値の活用が制約されることを議論する。

2. 事業拠点としての新興国の状況

本節では、日本企業の事業拠点としての新興国の状況について検討してみる。BRICsの4カ国とそれ以外のアジアの新興国としてASEANのマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム、カンボジア、ミャンマーを取り上げる²。さらに、これらの国の状況を検討するために、経済規模の変数としての名目GDPとその成長率、生産コストの変数として賃金、これら経済的要因以外のカントリー・リスク要因を取り上げる。

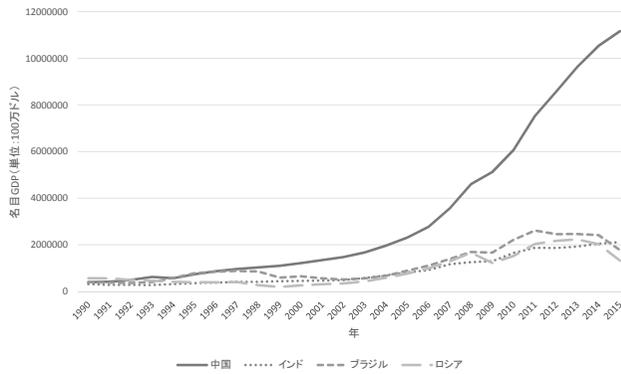
名目GDPとその成長率の点から新興国の代表であるBRICsの4カ国を見てみる。現在の名目GDPの大きさでは、世界第二位の経済大国の中国がBRICsの4カ国の中で圧倒的に大きい(表2-1)。名目GDPの成長率では、近年、成長率が高い状態を維持しているインド、成長率が低下傾向に変化した中国、成長率が大幅に下落傾向にあるブラジルとロシアに分かれた(表2-2)。

最近のビジネスジャーナリズムの報道を見ると、ユニチャームのように需要面から中国とインドへの投資を開始・拡大する企業がある一方で、キリン、東洋紡などブラジル経済の低迷を理由にブラジルから撤退を表明する企業も出現してきた³。多国籍企業は、需要面から見て有望な新興国へのプレゼンスを強化し、有望でない新興国へのプレゼンスを低下させていることがわかる。

ASEANのマレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム、カンボジア、ミャンマーの名目GDPの推移を見ると、インドネシアが1998年のアジア通貨危機の打撃を受けたものの2000年代以降、高い人口を背景にして他の6カ国を引き離してきたことが分かる(表2-3)。ASEANの5カ国のGDPの成長率では、1990年代後半からのミャンマーの成長率は非常に高いが他の6カ国も概ね5%前後の成長をしてきたことが分かる(表2-4)。

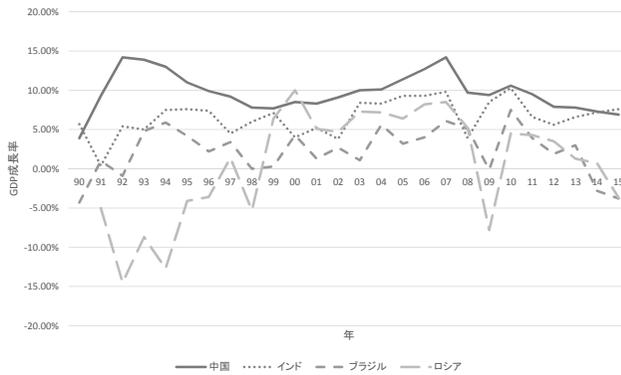
最近のビジネスジャーナリズムの報道から、需要面で見た日本企業のASEANの投資先として

表2-1. BRICs諸国の名目GDPの推移



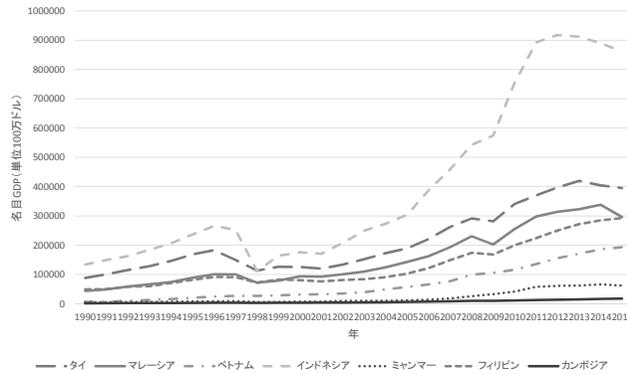
出所：National Accounts Main Aggregates Databaseの名目GDP(現在価格ベース)データに基づいて著者作成

表2-2. BRICs諸国のGDP成長率の推移



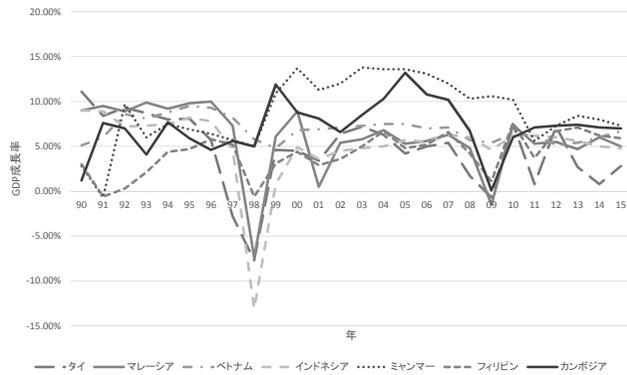
出所：National Accounts Main Aggregates Databaseの年間GDP成長率データに基づいて著者作成

表2-3. ASEAN諸国の名目GDPの推移



出所: National Accounts Main Aggregates Databaseの名目GDP(現在価格ベース)データに基づいて著者作成

表2-4. ASEAN諸国のGDP成長率の推移



出所: National Accounts Main Aggregates Databaseの年間GDP成長率データに基づいて著者作成

注目される国の1つがインドネシアである。花王がインドネシアのシャンプーやボディソープなどの販売増を見込んで同国に新工場を建設したり、マンダムが男性向け整髪料の需要を見込んで日本国内の生産ラインをインドネシアに移管した⁴。このように日本の多国籍企業は、アジアの新興国の需要を取り込むために拠点を拡大する傾向が見られる。

その一方で生産コスト面に注目してみる。JETRO 海外調査部が長期間にわたって継続的に調査を実施してきた『アジア主要都市・地域の投資関連コスト比較』（第1回～第20回:1995年～2010年）、『アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較』（第21回～第25回:2011年～2015年）によれば、1995年の調査では、中国の北京、上海、深圳、大連のワーカー（一般工職）の賃金は、バンコク、クアラルンプール、マニラをだいたい下回る水準であるが、近年の調査では、中国の北京、上海、広州、深圳、大連、瀋陽、青島、武漢のワーカー（一般工職）の月額基本給は、バンコク、クアラルンプール、マニラと同水準かそれを上回る場合もある。これは中国の生産コストの優位性が低下していることを示すといえる。さらに近年の人民元高の傾向は、中国からの製品輸出を考慮した場合、中国の生産コスト面での優位性の低下を促進する。

中国の「ものづくり」も高付加価値の製品の生産は維持できるという見解がある一方で、近年、中国の生産コストの増大を受けて、生産コストに特に敏感な企業が撤退あるいは生産移転を始めている。衣料プレス機を製造するイツミは生産コストの高さを理由に中国からの撤退を決めた⁵。さらにアパレルのファーストリテイリング、三陽商会、良品計画、商社の丸紅、住金物産、電子部品のメイコー、SMK、山一電機が中国への生産依存から他拠点への生産移転を図ろうとしていた⁶。

生産移転などの拠点分散の必要性は、上述の経済要因だけでなくカントリー・リスク要因からも起こる。2012年9月の中国の反日デモや2011年のタイの洪水災害による一時的な操業停止などは、多国籍企業が拠点を一極集中することのカントリー・リスクを高めることが示された出来事であった。

パイオニアは、中国とタイでカーオーディオの9割を生産していたが、タイの洪水災害に直面したことも踏まえて、カーナビゲーションシステムなどカー用品の世界レベルの生産を見直し、タイ以外の新興国での生産を検討していた⁷。

このように日本企業は、新興国の製品需要の減少、生産コストの上昇、それ以外のカントリー・リスクといった側面から新興国での事業を調整することが要求されていると言える。

3. 多国籍企業のリアルオプション分析

本節では、多国籍企業のリアルオプション分析に関する研究を検討してその知見を整理する⁸。まず始めに、多国籍企業が複数拠点を持つことで柔軟性を発揮できることを数理モデルに基づいて示した Kogut and Kulantilaka (1994)、大規模データを使用した統計分析で示した Miller and Reuer (1998) と Rangan (1998) を取り上げる。

Kogut and Kulantilaka (1994) では、多国籍企業が各国に拠点を持つ柔軟性を確認するためにオプション価値を測定するモデルを構築し、多国籍企業が各国に拠点を持つことがオプション価値

を向上させる要因を分析した。Kogut and Kulantilaka (1994) は、1国と2国のどちらで生産するかは、両国の生産コストと相手国への生産移転コストによって決まるが、各国間の為替レート変動の大きさが各国に拠点を持つことで生産の移転を柔軟に行うオプション価値を向上させることが示された。

Miller and Reuer (1998) では、企業の戦略に影響を及ぼす要因としての為替レートの変動のエクスポージャーに注目して、米国の製造業を対象にして為替レートの変動のエクスポージャーと企業の戦略との関係を分析した。Miller and Reuer (1998) の分析結果は、為替レートの変動のエクスポージャーは、輸出集約度、差別化の代理変数のR&D集約度、産業の海外販売集約度と関係はなく、FDIの大きさとマイナスの関係があることを示した。つまりFDIの大きい多国籍企業は、為替レート変動のエクスポージャーの影響を減少させると言える。

Rangan (1998) では、多国籍企業が柔軟に運営されているかという問題意識に基づき、情報と埋没費用の優位性を前提にした柔軟性の楽観主義、慣性と国際的機会主義を前提にした柔軟性の悲観主義、現時点での多国籍企業の柔軟性は前の時点で計画かつ意図されていることを前提にした柔軟性の現実主義という3つの理論的パースペクティブを提示し、そこから導いた仮説を検証した。Rangan (1998) の分析結果は、柔軟性の悲観主義を否定し、柔軟性の楽観主義と柔軟性の現実主義とは、柔軟性の現実主義の方を強く支持した。

上記の3つの論文と対照的に、多国籍企業がオプション価値を活用して柔軟性を発揮することに懐疑的な論文として、Campa (1994) と Reuer and Leiblein (2000) を取り上げる。

Campa (1994) では、化学プロセス産業を対象にして、特定国への拡張可能性に対する(為替レートと投入価格を通じた)価格の不確実性と需要の不確実性の効果を評価し、さらに個別企業レベルでも生産拠点多国籍かそうでないかによって企業行動に違いがあるかどうかを分析した。Campa (1994) の分析結果は、産業レベルでは、為替レートの変動が参入の可能性に対して効果がなく、需要の変動性が高いと参入の可能性が減少するが、個別企業レベルでは、多国籍企業の参入に対する為替レート変動など不確実性の効果を示さなかった⁹。

Reuer and Leiblein (2000) では、企業が柔軟性を高めて業績悪化リスクを減少させるのかを確認するために、企業の多国籍の度合い(multinationality)と国際ジョイントベンチャーの独立変数と(ROA、ROE、 β で測定した)業績悪化リスクの従属変数の関係を分析した¹⁰。Reuer and Leiblein (2000) の分析結果は、企業の多国籍の度合いと(ROA、ROE、 β で測定した)業績悪化リスクの間に統計的に有意な関係を示せず、国際ジョイントベンチャーと(ROAとROEで測定した)業績悪化リスクとの間に仮説と反対の関係が示された。

Kogut and Kulantilaka (1994)、Miller and Reuer (1998)、Rangan (1998)、Campa (1994)、Reuer and Leiblein (2000) の論文を整理するとこう言えるだろう。

多国籍企業は、複数拠点を活用して、為替レートの変動を回避することができて(Kogut and Kulantilaka, 1994)、為替レートのエクスポージャーを回避し(Miller and Reuer, 1998)、楽観的とは言えないが適度な柔軟性を発揮した(Rangan, 1998)。その一方で、多国籍企業は、為替レートの変動を回避するために海外進出というオプションを創出することはなく(Campa, 1994)、業

績悪化リスクについて多国籍企業は柔軟性を発揮できなかった (Reuer and Leiblein, 2000)。上述で検討した複数の研究から、多国籍企業がオプション価値を活用して柔軟性を発揮できるかどうかについて統一的な見解を示すことができないと言える。次に、これらの研究を踏まえて、多国籍企業がオプション価値を活用して柔軟性を発揮できるかどうかを多国籍の度合いの特性と組織の問題にまで広げて分析した研究として、Tong and Reuer (2007)、Belderbos and Zou (2009)、Belderbos, Tong and Wu (2014) を取り上げる。

Tong and Reuer (2007) では、企業の多国籍の度合い、本国と受入国の文化の格差、本社による海外子会社の所有権の程度と業績悪化リスクとの関係を分析した。Tong and Reuer (2007) の分析結果は、企業の多国籍の度合いと業績悪化リスクの間にU字形の関係があり、本国と受入国の文化の格差と業績悪化リスクとの間には統計的に有意なプラスの関係があった。これは、本社の海外子会社に対する調整コストの影響が高いと考えられる。それに対して、本社による海外子会社の所有権の程度と業績悪化リスクとの間には統計的に有意な関係は見られなかった。

Belderbos and Zou (2009) は、リアルオプションに劣加法性 (subadditivity) の考え方を適用し、マクロ経済環境の不確実性、受入国に複数の海外子会社があるかどうか、受入国のマクロ経済環境の変化が似ているかどうかと海外子会社の撤退との関係を分析した¹¹。Belderbos and Zou (2009) の分析結果は、労働コストの上昇は海外子会社の撤退にプラスの影響を与え、為替レートの変動がその影響を低減する。さらに受入国に複数の海外子会社があるほど、そして受入国間のマクロ経済環境の変化が似ているほど海外子会社の撤退にプラスの影響を与えることが分かった¹²。

Belderbos, Tong and Wu (2014) では、Belderbos and Zou (2009) と同様にリアルオプションに劣加法性の考え方を適用し、労働コストの相関が高い国のオプションの価値が低減することを前提にして、多国籍の度合いと業績悪化リスクとの関係、業績悪化リスクに対する多国籍の度合いの低減効果に対する海外子会社株式の所有の程度の媒介効果、業績悪化リスクに対する多国籍の度合いの低減効果に対する海外派遣社員の派遣の程度の媒介効果を分析した。Belderbos, Tong and Wu (2014) の分析結果は、多国籍の度合いと業績悪化リスクとの関係は統計的に有意なマイナスの関係があり、労働コストの相関が低いサンプルでは同様の関係が示されたが、労働コストの相関が高いサンプルでは関係が示されなかった。業績悪化リスクに対する多国籍の度合いの低減効果に対する海外子会社株式の所有の程度の媒介効果は、統計的に有意なマイナスの関係があり、労働コストの相関が低いサンプルでは同様の関係が示されたが、労働コストの相関が高いサンプルでは関係が示されなかった。業績悪化リスクに対する多国籍の度合いの低減効果に対する海外派遣社員の派遣の程度の媒介効果は、統計的に有意なマイナスの関係があり、労働コストの相関が低いサンプルと高いサンプルで同様の関係が示されたが高いサンプルの方が低減効果が大きかった。

Tong and Reuer (2007)、Belderbos and Zou (2009)、Belderbos, Tong and Wu (2014) の論文の結果を整理するとこう言えるだろう。

多国籍の度合いが適度な方が業績悪化リスクに対する対応として適切であり、多国籍性が高すぎても業績悪化リスクを回避できず、その要因として複数拠点を調整するコストを挙げて、調整コストは、本国と受け入れ国の文化格差が大きくなるほど大きい (Tong and Reuer, 2007)。これは、

近年、新興国への海外進出を促進してきた日本企業が、文化格差の大きい新興国の拠点を保有して柔軟性を発揮できていない可能性を示唆する。

さらに、マクロ経済環境の変化が似ていて、労働コストの相関が高い (1) 本国：先進国と受入国：先進国のペアとマクロ経済環境の変化が似ていない、そして労働コストの相関が低い (2) 本国：先進国と受入国：新興国のペアを想定すると、多国籍企業が海外拠点を持つ場合、後者の (2)の方が業績悪化リスクに対するオプション価値が高く、海外子会社が撤退しない (Belderbos and Zou, 2009; Belderbos, Tong and Wu, 2014)。そして受入国に複数の海外子会社があるほど、個々の海外子会社は撤退しやすい (Belderbos and Zou, 2009)。

また、労働コストの相関が低い国において多国籍の度合いが業績悪化リスクを低下させる際の低減効果が見られるのは、本社の海外子会社株式の所有の程度と海外派遣社員の派遣の程度である (Belderbos, Tong and Wu, 2014)。この本社の海外子会社株式の所有の程度と海外派遣社員の派遣については、本稿の次節以降の議論で再び取り上げたい。

4. 多国籍企業の戦略と組織の特性と柔軟性活用の制約要因

前節では、多国籍企業のリアルオプション分析に関する研究を検討したが、その知見の一つとして、多国籍企業が柔軟性を活用できないのは組織の問題があることが示された。Tong and Reuer (2007) は、調整コストを取り上げて、Belderbos, Tong and Wu (2014) は、調整コストに加えて子会社の所有権や海外派遣社員を取り上げた。我々はこの組織の問題の議論をさらに深く踏み込んで、多国籍企業の戦略と組織の特性がオプション価値を活用できず柔軟性を発揮することの制約になるジレンマがあると考えている。本節では、多国籍企業研究の知見から多国籍企業の戦略と組織の特性を提示し、多国籍企業が複数の拠点を持つオプション価値を活用して柔軟性を発揮する上での制約要因を指摘する。

多国籍企業の戦略を議論した代表的論文として Porter (1986) と Bartlett and Ghoshal (1989) がある。Porter (1986) は、配置と調整という概念を使って多国籍企業の戦略を分類した。その中で、研究開発、生産、販売などの付加価値活動を各国の比較優位を活用するべく海外に分散・配置し、そして海外に分散・配置した付加価値活動の知識を全社的に共有し、付加価値活動の規模の経済性を確保するために十分な調整を行う高度な戦略が提示された。Bartlett and Ghoshal (1989) は、トランスナショナルという概念を使って多国籍企業の戦略を表現した。トランスナショナルとは、世界規模での効率、現地適応、イノベーションの3つの戦略目標を達成するために経営資源と組織能力を海外に分散し、本社と海外子会社の階層関係ではなく、本社と海外子会社、海外子会社間の相互依存関係に基づいて調整される戦略である。

多国籍企業の組織を議論した代表的論文として Ghoshal and Nohria (1997) がある。Ghoshal and Nohria (1997) は、多国籍企業の組織を差別化されたネットワークと表現した。Bartlett and Ghoshal (1989) は、現地市場の重要性和経営資源と組織能力の水準で海外子会社の役割を戦略リーダー、貢献者、ブラックホール、実行者の4つに分類したが、差別化されたネットワークとは、こ

うした差別化された役割を持つ複数の海外子会社が本社あるいは他の海外子会社と相互依存関係に基づいた形態を指す。

多国籍企業の戦略と組織を支える要となるのが、たとえば、戦略リーダーの海外子会社のような COEs (Centers of Excellence) である¹³。経営資源と組織能力の水準の高い COEs は、本社と対等の立場で多国籍企業全体の戦略の立案にも関わる。COEs は、本社からその役割を与えられるケースだけでなく、海外子会社が自らイニシアティブを発揮して COEs になるという子会社進化のケースもある。COEs が複数存在する多国籍企業は、他のライバル企業に対して競争優位性を持つといえるだろう。

以上、多国籍企業の戦略と組織の特性を整理したが、こうした特性があるゆえに、多国籍企業がオプション価値を活用して柔軟性を発揮することを難しくしている面がある。その制約要因を3点指摘したい。

まず第一に、海外子会社の現地市場に対するコミットメントである。コミットメントは、長期にわたって戦略を継続する場合に有効な戦略であり、それを実現するプロセスにおいて、ロックイン (Lock-In)、ロックアウト (Lock-Out)、遅延 (Lags)、組織慣性 (Inertia) が伴う¹⁴。戦略のロックインは、粘着性の高い要素に投資することによって発生し、それと対照的に、ロックアウトは、撤退によって粘着性の高い要素を再び獲得できないのである種の戦略が採用できない状態に陥ることである¹⁵。さらに遅延は、粘着性の高い要素を要求水準に適応するときに生じることであり、組織慣性は、組織が戦略の現状維持を図ろうとする傾向のことである。

海外子会社が現地市場への適合を図るために現地市場専用製品を開発することがあるが、これは現地の顧客に対するコミットメントである。このコミットメントには研究所や工場など実物資産の投入も含まれる。また海外子会社は、現地の顧客以外のステークホルダーとしてのライバル企業、支援産業・関連産業の企業、従業員、政府にもコミットしていくことになる。現地で投資された実物資産や現地で築いた人的ネットワークは、粘着性の高い要素であり、海外子会社の現地での事業戦略はロックインされる。さらに実物資産は時間をかけてステークホルダーに適応していき、組織慣性が事業戦略の維持を図ることでコミットメントが強化される。こうしたコミットメントは、事業調整のための撤退や生産移転などを行う上でマイナスの影響を及ぼすといえる。

第二に、多国籍企業の海外子会社の自律性の高さである。特に COEs のような多国籍企業にとって重要性の高い海外子会社ほど自律性が高い傾向がある。海外子会社の自律性が高いことは、現地市場への適応やイノベーションの創出にプラスの影響を与えられるので現地経営に有利であり、COEs でない海外子会社が自身の経営資源と組織能力の水準を向上させて COEs になる子会社進化を考える上でも自律性の高さは重要である。それと対照的に海外子会社の自律性が低いことは、同様の論理を使えば現地経営に不利となり、子会社進化も起きにくい。自律性が高いということは、現地市場に対するコミットメントを可能にする。

多国籍企業の本社が特定の海外子会社の撤退あるいは生産移転などが合理的であると判断したとしても、海外子会社の自律性が高いこと、つまり本社の海外子会社に対するコントロールが低いことによって、撤退や生産移転などがスムーズに進められることはないと考えられる。こうした状況

で撤退や生産移転を進める場合、本社は海外子会社との交渉を行い、その合意を得る必要があるだろう。交渉は時間と労力のコストを使うので、仮に撤退や生産移転に対する海外子会社の経営陣の合意が得られたとしても撤退や生産移転の適切な時期を逸している可能性も考えられる。

第三に、多国籍企業の本社と海外子会社との認知ギャップが生じていることである。研究所や事業部が他の研究所や事業部の創出したイノベーションを認めたがらないという NIH 症候群 (Not Invented Here Syndrome) といわれる現象があるが、これと同様の現象が本社と海外子会社の間で起きている¹⁶。海外子会社の現地経営を巡って本社と海外子会社の認知が異なっている。その結果、海外子会社で現地市場専用製品が必要だと考えても本社はそれを必要としないといったことが起きる。本社と海外子会社の認知ギャップは、お互いの不信感につながるだろう。

すでに海外子会社の自律性が高いゆえに本社が海外子会社の撤退や生産移転をする場合に本社と海外子会社の間で交渉が必要になり、時間と労力のコストを要すると指摘したが、本社と海外子会社の認知ギャップは、交渉に伴う時間と労力のコストを増大させるだろう。

5. 議論

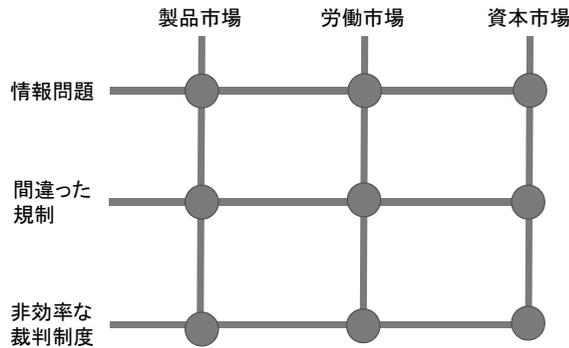
多国籍企業は、新興国での事業展開を積極的に進めているが、新興国での事業が順調であることが保証される訳ではなく、時間ともに新興国の事業環境の変化から新興国事業の調整が必要になる可能性もある。このような状況で多国籍企業が複数国に拠点があることのオプション価値を活用して柔軟性を発揮することは重要であるが、本節では、前節で取り上げた多国籍企業の戦略と組織の特性ゆえに生ずる3つの制約要因が新興国での事業の調整を先進国の事業の調整以上に難しくすることを議論したい。ここでの議論で重要な概念は、制度的欠陥 (institutional void) である¹⁷。

制度的欠陥についての代表的な論文として、Khanna and Palepu (1997) と Khanna and Palepu (1999) を取り上げる。Khanna and Palepu (1997) は、制度的欠陥として、新興国の情報問題 (Information Problems)、間違った規制 (Misguided Regulations)、非効率的な裁判制度 (Inefficient Judicial Systems) を挙げて、これらが製品市場、資本市場、労働市場で生じる市場の失敗の源泉であると言う¹⁸ (図5-1)。Khanna and Palepu (1997) と Khanna and Palepu (1999) は、こうした制度的欠陥を回避する上で新興国の現地コングロマリットの有用性を指摘した¹⁹。

多国籍企業は、現地企業に比べて現地市場ニーズや現地政府の規制への対応の点で外国籍であることの不利 (liability of foreignness) を有するので、現地市場に進出して事業を行うために現地企業に対する製品開発能力、生産能力、マーケティング能力などの優位性を必要とする。外国籍であることの不利は先進国に本国がある多国籍企業が他の先進国市場に進出したときにも発生するが、上述した新興国の制度的欠陥は、この不利を増加し、多国籍企業が現地のコングロマリットと比較して新興国で事業をするのを難しくする。

新興国に立地する海外子会社は、本社から高い利益を期待される。特に日米欧などの先進国に本社がある多国籍企業ほど、自国の市場の飽和と低成長率から新興国の海外子会社に対する期待は大きい。新興国の海外子会社は、現地市場で高い利益を上げるために現地市場専用製品を開発し、現

図5-1. 新興国の制度的欠陥



出所：Khanna and Palepu (1997)より著者作成

地の商慣行にあったマーケティングを展開するなど現地市場へのコミットメントを深めていく。その際に、現地の顧客や消費者に対して信頼感を醸成したり、現地でのロビー活動を展開するが、これは制度的欠陥ある新興国では、先進国以上に力を入れる必要がある²⁰。

M&Aによって海外子会社を設立する場合、買収企業の選別には、現地のネットワークから収集した一次情報と企業の公開情報などの二次情報の収集と分析が必要である。ブラジルでは、非上場企業が多く、財務情報の公開義務がない有限会社が多いので、企業情報を把握することが難しい²¹。M&Aによってブラジルに海外子会社を設立する場合、買収企業を選別するための情報収集は、現地のネットワークに頼らざるを得ず、多国籍企業は現地のネットワークとのコミットメントを深めていくことになる。

特定の分野において国の規制が強すぎるために市場の魅力はあるが、その魅力を十分に活用できない場合がある。近年、先進国のみならず新興国においてもたばこに関する規制強化の動きがある。カンボジアでは、政府がたばこの広告を禁止する法律（2011年）、パッケージに警告を大きく表示することなどを定めた法律（2015年）を制定し、2014年にWHOと共同で禁煙を奨励するメッセージを発表した²²。JTは、新興国でも政府や規制当局へのロビー活動を強化しているという²³。

非効率的な裁判制度を有する国では、裁判の成果とコストを天秤にかけてコストが上回る可能性が高く、こうした国では、多国籍企業は、裁判に頼らず独自で対応していくことを選択する。インドでは、カメラに課せられる輸入関税を逃れるための平行輸入品の非正規品が市場に多く出ていたが、ニコンは、デリーやムンバイなど5つの拠点にサービスセンターを設置して修理や補修を行い、中間層のユーザーを正規品の購入に誘導した²⁴。

このように新興国に過度にコミットしていくことが新興国での事業をうまく行うために必要であると考えられる。それと同時に過度にコミットしたことによって、現地国専用の設備などの有形の資産および現地での人的ネットワークなどの無形の資産を新興国に築くこととなり、こうした資産への拘りが新興国の事業の調整を難しくする²⁵。

本社からのコントロールが強い海外子会社の場合は、海外子会社の裁量権の制限がそうでない海外子会社に比べて大きいためにコミットメントの程度に限界がある。それに対して自律性の高い海外子会社は、裁量権に対する制限が小さいために過度なコミットメントが可能になる。その多国籍企業にとって重要性の高い新興国市場の海外子会社ほど、能力が高く自律性が高い傾向にある。自律性の高さは、制度的欠陥のある新興国での事業推進に必要な過度なコミットメントを可能にするための必要な要素の一つといえるだろう。

日本企業にとって高い利益を期待されてきた新興国の海外子会社（例えば、中国子会社）は、本社に対して影響力のある重要人物を経営者にする場合が多い。そしてこの海外子会社がこれまで多国籍企業に対して大きな利益貢献をしてきた場合、新興国の事業環境の変化により自社の事業に対して本社が介入して、生産移転や撤退に導こうとするのを快く思わないだろう。こうしたなか、海外子会社の事業調整に関する交渉は困難になると考えられる。

Belderbos, Tong and Wu (2014) は、多国籍企業がオプション価値を活用して柔軟性を発揮することに対して、本社による海外子会社株式の所有の程度の高さは、プラスの影響を及ぼすことを示した。確かに、現地パートナーよりも本社による海外子会社のコントロールが高まれば、海外子会社の事業調整はし易くなるだろう。ただし、多国籍企業にとって重要性の高い海外子会社ほど本社の重要人物が経営者として派遣されて、そうでない海外子会社よりも高い自律性を獲得する傾向にある。重要性の高い海外子会社ほど事業調整が難しくなると考えられる。

すでに述べたように、本社と海外子会社との間で海外子会社の現地市場を巡る認知ギャップが発生する。認知ギャップは、先進国の現地市場を巡っても発生するが、制度的欠陥を持つ新興国の現地市場を巡る場合、先進国以上にギャップが拡大すると考えられる。新興国の制度的欠陥は、多少の問題こそあれ、ビジネスに関する制度が基本的にうまくいっている先進国の人々の認知スキームを超えることが多く、先進国の人々が理解することが難しい。

こうした先進国の本社と新興国の海外子会社の間認知ギャップがあるなかで、撤退や生産移転を含む海外子会社の事業調整に関する本社と海外子会社の交渉はさらに困難になるだろう。仮に本社側が海外子会社に対する所有権を楯に取り、海外子会社の理解が得られないままで、海外子会社の撤退や生産移転を決めた場合、本社と海外子会社の間不協和が発生する。本社と海外子会社が協力しあうことで強みを発揮する多国籍企業にとってこういう選択肢は採用しづらい。

Belderbos, Tong and Wu (2014) は、多国籍企業がオプション価値を活用して柔軟性を発揮することに対して、海外派遣社員の派遣の程度がプラスの影響を及ぼすことを示した。海外派遣社員が多く本社と海外子会社の人員が交流する機会が多い多国籍企業では、認知ギャップを完全に埋めることはできないにしても緩和することができるメカニズムが働くのかもしれない。このメカニズムについては今後の課題である。

6. 結論

今日、多国籍企業が新興国の拠点も含めた事業調整を要求される状況であるが、本稿では、多国籍企業が複数の拠点を持つことによる高いオプション価値を活用して、柔軟性を発揮できるのかについて、様々な先行研究の知見を活用して概念的な議論を試みた。多国籍企業のリアルオプション分析に関する先行研究は、多国籍企業が複数の拠点を持つことによる高いオプション価値を活用して柔軟性を発揮できるかどうかについて肯定的なものや懐疑的なものまで様々であった。さらに我々は、先行研究の知見に基づく多国籍企業の戦略と組織の特性から柔軟性の発揮の制約要因となる海外子会社の現地経営に対するコミットメント、海外子会社の自律性、海外子会社の事業環境を巡る本社と海外子会社の認知ギャップの3点を提示して、それが新興国の制度的欠陥により柔軟性の発揮がさらに困難になることを議論した。

本稿は、概念的な議論であるが、今後、この方向の研究を進めていく場合の研究課題は以下の通りである。

多国籍企業のリアルオプション分析に関して演繹的なモデル分析を行った研究として、本稿ではKogut and Kulantlilaka (1994) を挙げたが、この種の研究が豊富にあるとはいえない。リアルオプションは、ファイナンスのオプション理論から派生した議論であり、演繹的なモデル分析の土壌も豊かである。例えば、リアルオプションにゲーム理論を組み合わせることで合理的な主体者の行為を加味した理論構築が可能になるかもしれない²⁶。

次に、多国籍企業のリアルオプション分析に関する帰納的な計量分析の成果は豊富であり、今日でも主要ジャーナルに論文が掲載されている。日本人の国際ビジネスの研究者がそれほど多く取り組んでいないこともあるが、日本企業を対象にして、日本企業が進出するBRICs諸国とASEAN諸国の受入国をカバーした計量分析が今後、期待される。

最後に、多国籍企業のリアルオプション分析の解釈的な事例研究については、Belderbos, Tong and Wu (2014) が提示した柔軟性の発揮に対する海外派遣社員の役割のメカニズムに関する課題があるだろう。海外派遣社員の経験者に取材を積み重ねることのできる記述の厚い事例研究からこのメカニズムの解明が期待される。

注

¹ この柔軟性モデルでは、企業の外部環境、企業の境界、企業の内部組織の柔軟性を強調する。柔軟性モデルの多国籍企業は、企業特殊の競争優位と国の比較優位が相互に影響を与える外部環境において、事業部と事業部、本社と海外子会社の連結がロックインされた垂直統合型あるいは水平統合型ではなく、連結がゆるやかなネットワーク型で形成された企業の境界を持ち、変化に対応するための情報コストと適合コストを削減するための垂直的かつ水平的コミュニケーションが充実した内部組織を持っている。またリアルオプションとは、Copeland and Antikarov (2001) の定義によれば、あらかじめ決められた期間（行使期間）内に、あらかじめ決められたコスト（行使価格）で、何らかのアクション（延期、拡大、縮小、中止など）を行う権利（義務ではない）であると言う。

² 『通商白書 2015』では、2013年の一人当たりGNIで見た所得水準で12,746ドル以上の国を高所得とし、それ以外の上位中所得国（4,126ドル～12,745ドル）、下位中所得国（1,046ドル～4,125ドル）、低所得国（1,045ドル以下）を新興国としている。本節で挙げた中国、ブラジル、マレーシア、タイは上位中所得国、

- インド、インドネシア、ベトナム、フィリピンは下位中所得国、ミャンマーとカンボジアは低所得国である。なお、ロシアは『通商白書 2015』では高所得国に分類される。
- ³ ユニチャームの中国とインドへの進出については、日本経済新聞朝刊 2016年2月13日、キリンのブラジル撤退については、日本経済新聞朝刊 2017年1月20日、東洋紡のブラジル撤退については、日経産業新聞 2016年11月7日を参照。
 - ⁴ 花王のインドネシアへの進出については、日本経済新聞朝刊 2016年12月28日、マンダムのインドネシアへの進出については、日経産業新聞 2012年10月2日を参照。
 - ⁵ イツミの中国撤退については、日経産業新聞 2015年12月7日を参照。
 - ⁶ これら企業の中国での生産調整については、日本経済新聞朝刊 2011年2月16日を参照。またファーストリテイリングと良品計画は、中国での生産比率を下げると同時に、販売拠点を近年増加する傾向が見られる。これについては、日本経済新聞朝刊 2016年8月19日を参照。
 - ⁷ バイオニアのリスク分散については、日経産業新聞 2012年2月10日を参照。
 - ⁸ 多国籍企業のリアルオプション分析に関する論文集の Rugman and Li (2005) では、リアルオプションの応用分野として、(1) 多国籍企業の事業活動の柔軟性、(2) 海外市場参入形態、(3) 海外市場参入のタイミング、(4) 戦略経営を挙げて、それぞれの分野に関する論文を紹介した。本節では、(1) の多国籍企業の事業活動の柔軟性に関する論文を検討し、その論文の多くが Rugman and Li (2005) に収められている。最近の戦略経営のリアルオプション分析に関するレビュー論文としては、Trigeorgis and Reuer (2017) を挙げる事ができる。本節では Trigeorgis and Reuer (2017) で紹介された論文も検討している。また本節で検討した論文は全て外国人の業績であるが、日本人の国際ビジネスの研究者も多国籍企業のリアルオプション分析に関心を示してきた。その業績の例として、金崎 (2011) と洞口 (2013) があり、これらは、(2) の海外市場参入形態について扱っている。
 - ⁹ Campa (1994) は多国籍企業が複数拠点のオプションを活用できるので、不確実性に対して海外参入による新しいオプションを創出しないと解釈するが、Campa (1994) の分析結果は、不確実性に対して海外参入によるオプションの創出の限界を示しているとも言える。
 - ¹⁰ 多国籍の度合い (multinationality) とは、多国籍企業が海外子会社をどの程度、複数の国に持っているかという指標である。そして、 β の算出に使用したモデルは、平均下方部分積率 CAPM (mean lower partial moment capital asset pricing model) である。
 - ¹¹ 劣加法性については、Milgrom and Roberts (1990) が組織分析に適用している。劣加法性をリアルオプションの文脈に適用すると、オプションの数が同じ条件で、相互に関連するオプションのポートフォリオと個々の独立したオプションの合計を比較した場合、後者の方が価値が高い。
 - ¹² Belderbos and Zou (2009) は、受入国間のマクロ経済環境の変化が似ているかどうか、受入国間の為替レート変動の相関で測定している。
 - ¹³ COEs については、例えば、高橋 (2008)、高橋 (2015) を参照。
 - ¹⁴ 戦略に対するコミットメントの議論については、Ghemawat (1991) を参照。Trigeorgis and Reuer (2017) は、コミットメントを柔軟性の対になる概念として捉えている。
 - ¹⁵ Ghemawat (1991) によれば、要素の粘着性の高さは、特殊性、耐久性、取引できないことから生じる。
 - ¹⁶ NIH 症候群については、Allen (1977) を参照。
 - ¹⁷ 制度ベースドビュー (Institutional Based View) の視点から新興国市場のビジネスに関する諸研究をレビューし今後の研究展望を提示した研究として Meyer and Peng (2016) を参照。また本稿と同様に制度的欠陥の概念を使い、新興市場のビジネス立地について議論した研究として今井 (2012) を参照。
 - ¹⁸ Khanna and Palepu (1997) によれば、情報問題とは、製品・サービスや投資などに関して信頼できる情報にアクセスできないことを指し、間違った規制とは、市場の機能よりも政治的目的を優先した規制、例えば労働者への優遇措置などを指し、非効率的な裁判制度とは、企業が信頼できて予測できるやり方で契約が実行されることを保証できるほど裁判制度がしっかりしていないことを指す。
 - ¹⁹ Khanna and Palepu (1997) によれば、現地のコングロマリットとは、韓国のチェボル (Chaebols)、インドのビジネスハウス (Business House)、ラテンアメリカのグループ (Grupos) を指す。
 - ²⁰ 日本ではロビー活動という言葉にはネガティブなイメージが付き纏うが、ビジネスにおけるロビー活動とは、事業環境を整備するために企業が国・自治体に働きかけて規制に影響を及ぼす正当な活動である。ロビー活動について詳しい文献として株式会社ベクトルパブリックアフェアーズ事業部・藤井・岩本 (2016)

を挙げておく。

- ²¹ ブラジルにおける財務情報の公開については、中畑（2015）を参照。
- ²² カンボジアのたばこ規制については、日経ビジネス（2016）を参照。
- ²³ JT のロビー活動については、日経ビジネス（2016）を参照。日経ビジネス（2016）によれば、JT の海外戦略を担当する JT インターナショナル（スイス）は、新興国政府とも規制を巡って交渉ができるように人員や組織を整えて各国でロビー活動を強化しているという。
- ²⁴ ニコンのインド事業については、日経ビジネス（2012）を参照。
- ²⁵ JT とニコンの事例は、両社が新興国にコミットしたことを示しているに止まる。新興国へのコミットメントが新興国事業の調整を難しくするという本節の議論は JT とニコンの事例に基づいて議論している訳ではないことに注意しておきたい。本節の議論は、発見事実に基づく議論ではなく、研究成果の知見から導いた概念的な議論である。
- ²⁶ リアルオプションとゲーム理論を合わせたオプション・ゲームを扱った研究としては、Chevalier-Roignant and Trigeorgis（2011）を参照。

参考文献

- Allen, T.J. (1977) *Managing the Flow of Technology*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Bartlett, C. A. and S. Ghoshal (1989) *Managing Across Borders: The Transnational Solution*, Harvard Business School Press. (吉原英樹監訳『地球市場時代の企業戦略－トランスナショナルマネジメントの構築－』日本経済新聞社, 1990年.)
- Belderbos, R., T. W. Tong and S. Wu (2014) “Multinationality and Downside Risk: the Roles of Option Portfolio and Organization,” *Strategic Management Journal*, Vol.35, Issue No.1: pp.88-106.
- Belderbos, R. and J. Zou (2009) “Real Options and Foreign Affiliate Divestments: A Portfolio Perspective,” *Journal of International Business Studies*, Vol.40, No.4: pp.600-620.
- Buckley, P. J. and M. C. Casson (1998) “Models of the Multinational Enterprise,” *Journal of International Business Studies*, Vol.29, No.1: pp.21-44.
- Campa, J. M. (1994) “Multinational Investment Under Uncertainty in the Chemical Processing Industries,” *Journal of International Business Studies*, Vol.25, No.3: pp.557-578.
- Caves, R. E. (1996) *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Second Edition, Cambridge: Cambridge University Press.
- Chevalier-Roignant, B. and L. Trigeorgis (2011) *Competitive Strategy Options and Games*, Massachusetts Institute of Technology.
- Copeland, T. and V. Antikarov (2001) *Real Options*, TEXERE LLC, New York. (栃本克之監訳『リアル・オプション 戦略的フレキシビリティと経営意思決定』東洋経済新報社, 2002年.)
- Ghemawat, P. (1991) *Commitment: the Dynamics of Strategy*, Free Press: New York.
- Ghoshal, S and N. Nohria (1997) *The Differentiated Network: Organizing Multinational Corporations for Value Creation*, Jossey-Bass Inc.
- 洞口治夫 (2013) 「国際経営とリスク－リアルオプションと投資の意思決定」原田順子・洞口治夫編著『国際経営』第8章, 放送大学教育振興会.

- 今井雅和 (2012) 「ビジネス立地としての新興市場を考える」『多国籍企業研究』第5号.
- 株式会社ベクトルパブリックアフェアーズ事業部・藤井敏彦・岩本隆 (2016) 『ロビイングのバイブル』プレジデント社.
- 金崎賢希 (2011) 「環境の不確実性と多国籍企業の市場参入戦略ーリアルオプション理論からの検討ー」『国際ビジネス研究』第3巻第2号.
- Khanna, T. and K. Palepu (1997) " Why Focused Strategies May be Wrong for Emerging Markets, " *Harvard Business Review*, Vol.75, No.4: pp.41-51.
- Khanna, T. and K. Palepu (1999) " The Right Way to Restructure Conglomerates in Emerging Markets, " *Harvard Business Review*, Vol.77, No.4: pp.125-135.
- Kogut, B and N. Kulatilaka (1994) " Operating Flexibility, Global Manufacturing and the Option Value of a Multinational Network, " *Management Science*, Vol.40, No.1: pp.123-139.
- Meyer, K. E. and M. W. Peng (2016) " Theoretical Foundations of Emerging Economy Business Research, " *Journal of International Business Studies*, Vol.47, No.1: pp.3-22.
- Milgrom, P. and J. Roberts (1990) " The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization, " *American Economic Review*, Vol.80, No.3: pp.511-528.
- Miller, K. D. and J. J. Reuer (1998) " Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements, " *Journal of International Business Studies*, Vol.29, No.3: pp.493-513.
- 中畑貴雄 (2015) 「企業買収でブラジル市場参入」『ジェトロセンサー』2015年4月号.
- 日経ビジネス (2012) 「特集 インドで売る 世界最大市場への挑戦」『日経ビジネス』9月17日号.
- 日経ビジネス (2016) 「特集 JT かすむ未来図 M&A 巧者の苦悩」『日経ビジネス』6月13日号.
- Porter, M. E. (1986) " Competition in Global Industries: A Conceptual Framework, " in M. E. Porter (ed.) , *Competition in Global Industries*, chap.1, Boston: Harvard Business School Press. (土岐坤・中辻萬治・小野寺武夫訳『グローバル企業の競争戦略』第1章 ダイヤモンド社, 1989年.)
- Rangan, S. (1998) " Do Multinationals Operate Flexibly ? Theory and Evidence. " *Journal of International Business Studies*, Vol.29, No.2: pp.217-237.
- Reuer, J. J. and M. J. Leiblein (2000) " Downside Risk Implications of Multinationality and International Joint Ventures, " *Academy of Management Journal*, Vol.43, No.2: pp.203-214.
- Rugman, A. M. and Li, J. (ed.) (2005) *Real Options and International Investment*, Edward Elgar Publishing Limited.
- 高橋意智郎 (1998) 「多国籍企業の組織戦略」江夏健一・太田正孝・藤井健 編『国際ビジネス入門』第9章 中央経済社.
- 高橋意智郎 (2015) 「日本市場における COEs の特性と経営成果」『国際ビジネス研究』第7巻第2号.
- Tong, T. W. and J. J. Reuer (2007) " Real Options in Multinational Corporations: Organizational Challenges and Risk Implications, " *Journal of International Business*

Studies, Vol.38, No.2: pp.215-230.

Trigeorgis, L. and J. J. Reuer (2017) “ Real Options Theory in Strategic Management, ”
Strategic Management Journal, Vol.38, Issue No.1: pp.42-63.