

新興国市場における海外直接投資の参入形態 —リアル・オプション理論の視点から見た 参入形態の活用—

高橋意智郎

実践女子大学人間社会学部非常勤講師
日本大学商学部

1. はじめに

近年、日本を始めとする先進国の企業は、経済成長率の高い新興国を生産拠点としてだけでなく販売拠点としても重視してきた。その反面、新興国は、企業にとって需要面や制度面での不確実性が高いというリスクがある。需要や制度の面の不確実性がよい方向に向かえば、企業に多大な利益を与えるが、それらの不確実性が悪い方向に向かえば、企業に多大な損失を与える。

新興国の需要面での不確実性については、新興国の経済成長率の高さによって国民の所得水準が向上して、富裕層と中間層のマーケットが充実することを想定して、新興国に進出するが、想定した通りに製品の売上高が達成できず投資のコストが回収できない場合もある。

新興国の制度面での不確実性については、法制度や規制、およびその運用に至るまで先進国とは異なる論理で運用されている面がある。新興国の経済成長に伴い多少の需要が見込めたとしてもこうした制度面での不確実性に直面して苦しい運営を余儀なくされる企業も少なくないだろう。

このような需要面と制度面の不確実性の高い新興国市場において、不確実性が悪い方向に向かったために撤退したり、あるいは不確実性がよい方向に向かうのを期待して採算がとれてないにも関わらず現地に踏みとどまる企業もある。いずれにしても企業にとっていいこととは言えない。リアル・オプション理論は、企業が不確実性の高い市場に直面したときに、その示唆に基づいて行動するとリスク・ヘッジと機会追求を同時にできる有効的な理論であると考えられている。

一方で、ダニング (Dunning) が提唱した OLI パラダイムは多国籍企業の海外直接投資の決定理論として国際ビジネス研究において重要な位置を占めてきた。企業の所有優位 (ownership advantage)・立地優位 (location advantage)、内部化優位 (internalisation advantage) の3つの優位があるときに企業は海外直接投資を選択するという理論である。

OLI パラダイムとリアル・オプション理論の連結を試みた Rivoli and Salorio (1996) は、所有優位が高いと投資の延期可能性 (delayability) が高まり、内部化優位が高いと投資の不可逆性 (irreversibility) が高まるので、その結果、所有優位が高く、内部化優位が高いときに海外直接投資が起りにくいと主張する¹。これは OLI パラダイムの主張とは逆説的な主張であると言える。

このように OLI パラダイムとリアル・オプション理論に基づく示唆が対立する状況において、所有優位が高く、内部化優位が高いときでも、リアル・オプション理論に基づく研究が示唆する参入形態として、我々は部分所有グリーンフィールド (partially-owned greenfields) と部分所有買収 (partial acquisitions) が活用できることに注目し、本稿ではそれらの新興国での活用について議論したいと考えている。実際に、近年、新興国での海外直接投資に力を入れている日本製鉄の事例を取り上げて、それを分析して部分所有グリーンフィールドと部分所有買収の活用の要点を提示したいと考える。

2. OLI パラダイムとリアル・オプション理論

ダニングが提唱した OLI パラダイムは、海外直接投資の決定要因の理論の代表であり、国際ビジネス研究において多大な影響を与えてきた²。企業の海外市場へのアクセス方法として海外直接投資と対になる国際貿易については、ヘクシャー＝オリーンを中心にして新古典派経済学に基づいた理論構築を試みてきたが、ダニングは、海外直接投資について新古典派経済学のアプローチとは別のアプローチを追求して、産業組織論、取引コスト経済学、立地論で説明するアプローチに到達した。

OLI とは、特定の企業が排他的に所有する資産の活用から生じる所有優位 (企業特長的優位 (firm-specific advantage) とも言う)、特定の国が他国よりも有利な条件で生産要素を保持し、輸送コストや心理的距離が低く、多国籍企業に対する政府介入の程度が低いことなどから生じる立地優位 (立地特長的優位 (location-specific advantage) とも言う)、これらの所有優位と立地特長的優位を取引コストなどの市場の不完全性を回避する形で活用する内部化優位という 3 つの優位のことを指し、これらの 3 つの優位が伴うと海外直接投資が選択されることになる。

Rivoli and Salorio (1996) は、OLI パラダイムの所有優位と内部化優位をリアル・オプション理論と結びつけた先駆的な論文である。リアル・オプション理論とは、ファイナンスにおけるオプション取引の考え方をビジネスに応用したものである。先物取引の買いや売りは期限が来たときに現物を決済して利益あるいは損失を確定させなければならないため、値動きがよい方向に向かえば、大きな利益を得られるが、値動きが悪い方向に向かえば、大きな損失を被るリスクがある。それに対してオプション取引では、先物取引の買いの権利と売りの権利という「権利」のみを売買するので、値動きがよい方向に向かえば権利を購入した費用を差し引いた利益が得られ、値動きが悪い方向に向かっても買う権利を放棄するだけなので現物の取引に比べて大きな損失を被りにくい。現実の投資やプロジェクトにおいてオプションを設定して、それを活用することで、オプション取引のリスク・ヘッジや機会追求を実現しようとする。

現実の投資やプロジェクトに関するオプションの基本類型として、Trigeorgis and Reuer (2017) は、延期オプション (option to defer)、成長オプション (option to grow)、規模増減オプション (option to alter scale)、変更オプション (option to switch)、撤退オプション (option to abandonment/exit) を挙げている。

Rivoli and Salorio (1996) は、所有優位が独特であるほど、競争相手が模倣することが難しくコストもかかるので、一時的な独占力と準レントを生み出すが、その一時的な独占力と準レントは、競争相手が模倣できるようになると減少していくという。そのために、独特な所有優位を持つ企業は、海外直接投資を延期する自由が与えられるが、それと対照的に、あまり独特でない所有優位を持つ企業は、海外直接投資を延期するとその優位性が減少するので延期する自由がないと言える。

さらに、Rivoli and Salorio (1996) は、所有優位が独特であるか、さらに、それが与える延期可能性の程度は、企業が競争する市場構造と競争相手に対する競争地位に依存するという。海外直接投資は、スピードが重要で、ライフ・サイクルが短い産業で、国を跨いだ競争ポジションが相互に依存しあう場合、さらに投資が他の国で適用できる重要な情報を生み出しそうな場合に延期可能性が減少する。独占的優位性を持つ企業は海外と現地の企業に対して強みがあるので、上述の市場構造と競争地位の影響は少なくなる。それと対照的に、独占的でない優位性を持つ企業は、現地企業にのみ強みがあり、市場構造と競争地位の影響は大きくなる。独占的優位性を持つ企業の方が海外直接投資の延期可能性が高まることになる。

Rivoli and Salorio (1996) は、所有優位の性質と、国での初期参入者の優位性の重要性の2つの軸で海外直接投資の決定を議論する（図表2-1）。初期参入者の優位性の重要性が低く、所有優位が独占的である場合、延期可能性を行使しやすく、情報を得るまで待った方がよい（第1象限）。初期参入者の優位性が高く、所有優位が独占的でない場合、延期可能性を行使できないので、すぐに投資をするべきである（第4象限）。初期参入者の優位性の重要性が低く、所有優位が独占的でない場合、寡占市場において競争相手が投資をするまで待って、競争相手が投資をした後で模倣するということができる（第3象限）。初期参入者の優位性が高く、所有優位が独占的な場合、不確実性が低いなら、すぐに海外直接投資ができるが、不確実性が高いなら、投資の出資額を減少したり、出資してくれるパートナーを探したり、あるいは投資ではなくライセンスに切り替える手もある（第2象限）。

図表 2-1 不確実性下の延期

所有優位の性質	独占的	第1象限 延期は容易である：情報が到着するまで待つ	第2象限 新しいことを始めるか、代替的なモードを調査する
	非独占的	第3象限 競争相手の動きを待って、競争相手が投資したらそれに従う	第4象限 延期できない：すぐに投資する
		低い	高い

国の初期参入者優位の重要性

出所：Rivoli & Salorio (2014) pp.287

Rivoli and Salorio (1996) は、投資の可逆性 (reversibility) も今、投資を行うか、それとも投資を待つかの判断に影響を与えるという。Rivoli and Salorio (1996) によると、投資の可逆性がないことは退出障壁になり、可逆性のない投資を行う見通しが参入障壁になる。Rivoli and Salorio (1996) は、投資に対する可逆性が完全に行われるなら、NPV (net present value : 正味現在価値) を満たす投資を延期する経済的合理性はないという。

Rivoli and Salorio (1996) は、投資の可逆性が満たされるためには、土地や生産施設などの物理的資産 (physical assets) と特許、商標、専有技術などの無形資産 (intangible assets) の両方を完全に回復 (recover) する必要があるという³。Rivoli and Salorio (1996) は、投資した物理的資産を回復するためには、効率的で流動性のある市場、他の人や企業が利用できる機会が多いこと、レモン問題 (lemon problem) が適用されないことが必要であるという⁴。それゆえに、物理的資産でも土地やオフィス・ビルは可逆性が高いが、生産設備などは可逆性が低くなるだろう。

無形資産については、Rivoli and Salorio (1996) は、投資をして自社でそれを利用するという内部化優位は、無形資産が暗黙知であり、無形資産が親会社と海外子会社の間で双方独占状態で利用されて、無形資産が補完的資産であり、企業が無形資産の所有優位の喪失を恐れる状況で高くなるという。無形資産の売却は、価値の問題を含み、所有優位のディスクロージャーを必要とする。さらに、親会社と海外子会社の双方独占と特定の補完的資産は共依存関係 (co-dependence) にある。ゆえに親会社と海外子会社の双方独占と特定の補完的資産は、物理的資産を潜在的な買い手企業に対して魅力をないものにし、海外投資企業が保有する共依存関係の資産の価値を減少させることになる (Rivoli and Salorio, 1996)。

内部化優位が大きいほど、海外直接投資の可逆性を低くする。したがって、内部化優位が大きいと不確実性の高い環境で投資を延期するオプションの価値が高まる。

3. リアル・オプションとしての合併会社と買収

Rivoli and Salorio (1996) では、所有優位があると海外直接投資の延期可能性が高まり、かつ内部化優位があると投資の不可逆性が高まり、その結果、不確実性の高い市場において所有優位が高く内部化優位が高いほど、海外直接投資が起りにくくなるという。所有優位が高く内部化優位が高い企業は、他の企業が所有できない独占的な知識を持っている優れた企業であろう。Rivoli and Salorio (1996) の議論に基づく、不確実性の高い市場において優れた企業ほど海外直接投資を抑制するというシナリオになる⁵。

それでは、リアル・オプション理論に基づく優れた企業は海外直接投資を抑制する他ないのだろうか。Tong and Li (2008) の議論は、Rivoli and Salorio (1996) の議論を発展させて、リアル・オプション理論に基づいて優れた企業が海外直接投資を促進するシナリオを提示している。

Tong and Li (2008) は、国際戦略におけるリアル・オプションの類型を提示して、アジア太平洋地域における多国籍企業の戦略を議論するが、そこで成長オプション (growth option) としての合併会社 (joint venture) や部分所有買収 (partial acquisition)、撤退オプション (abandonment)

opiton) としての合弁会社に言及している。合弁会社や部分的買収で海外市場に参入する企業は、最初の投資を制限するが、将来に拡大するオプションを持つ。さらに、合弁会社などのコミットメントの低い形態で市場に参入するとき、企業は、不確実性が望ましくない方に変わったときコミットメントを減らしたり、市場から撤退するオプションを持つ⁶。つまり、Tong and Li (2008) の議論に基づくと、海外直接投資をする場合に、所有形態の点で完全所有ではなく合弁会社、投資のタイプの点でグリーンフィールドではなく買収を選択することで、所有優位と内部化優位の高い優れた企業も海外直接投資を促進できるということになる。

これまで、リアル・オプション理論に基づく海外直接投資の計量分析のいくつかは、不確実性の高い市場において所有形態と投資のタイプが海外直接投資に及ぼす影響を分析してきた。不確実性の高い市場において所有形態が海外直接投資に及ぼす影響についての研究として、Brouthers et al. (2008)、Cuypers and Martin (2010)、Li and Li (2010)、Song (2014) がある。

Brouthers et al. (2008) は、ギリシャとオランダ企業の中央・東欧 (CEE) での投資を対象にして海外投資参入の際にリアル・オプションの洞察を加えることを試みた。Brouthers et al. (2008) の分析結果では、需要の不確実性が高い海外市場に参入する企業は、完全所有か独立した輸出よりも合弁企業を選好するが、戦略的柔軟性が高い企業は、合弁企業よりも完全所有か独立した輸出を選好する傾向にある。

Cuypers and Martin (2010) は、中国での合弁会社の海外パートナーを対象にしてリアル・オプションの論理が適用できる条件を探る。Cuypers and Martin (2010) の分析結果では、現地経済、現地制度、為替レートの面での外生的不確実性が高いほど企業は合弁会社の出資比率を低くすることが示された。さらに、Li and Li (2010) は、中国における製造業の新規投資において所有戦略をフレキシブルなものにするかコミットしたものにするのかを確認しようとする。Li and Li (2010) の分析結果では、受入国の市場の不確実性が高まる時、多国籍企業が新規投資において完全所有よりも多数所有合弁会社、多数所有合弁会社よりも少数所有合弁会社を選択することが示された。

また、所有形態は撤退にも影響を与えている。Song (2014) は韓国の製造業の多国籍企業の海外直接投資を対象にして、海外子会社の撤退の履歴効果を分析するが、Song (2014) の分析結果では、グリーンフィールドによる参入でも買収による参入でも完全所有の方が部分所有よりも撤退しないことが示された。

次に、不確実性の高い市場において投資のタイプが海外直接投資に及ぼす影響を分析した研究として、Brouthers and Dikova (2010)、Song (2014) がある。

Brouthers and Dikova (2010) は、西欧企業による東欧新興諸国における海外直接投資を対象にして、国際的な買収の決定をするときにリアル・オプション推論を使うベネフィットを探索しようとした⁷。Brouthers and Dikova (2010) の分析結果では、需要の不確実性が高いと海外直接投資の際にグリーンフィールドより調査と交渉のコストがかかるので買収を使用しない傾向にあるが、その場合でも買収をベースにした戦略の柔軟性が高いと買収を使用する傾向にある。さらに、買収は撤退にも影響を与えている。上述の Song (2014) の分析結果では、部分所有グリーン

図表 3-1 参入形態のカテゴリー
所有のタイプ

		部分所有	完全所有
投資のタイプ	グリーン フィールド	部分所有グリーン フィールド	完全所有グリーン フィールド
	買収	部分所有買収	完全所有買収

出所：Song (2014) pp. 458

フィールドの方が完全所有買収よりも撤退しないことが示された。これは買収した企業は自社が購入した点から言ってもグリーンフィールドの子会社よりも市場で売却することが容易であるので撤退オプションとして使えることを意味する⁸。

Song (2014) は、子会社を所有形態と投資のタイプの2つの軸を使って、完全所有グリーンフィールド (wholly-owned greenfields)、部分所有グリーンフィールド、完全所有買収 (full acquisition)、部分所有買収に4つに分類した (図表 3-1)。この4つの中で、不確実性の高い市場において海外直接投資を促進するためのオプションとして最も有効なのは、部分所有買収である。部分所有買収は、成長オプションと撤退オプションの合弁会社と買収を合わせ持つからである。その次にオプションとして有効なのは、部分所有グリーンフィールドである。部分所有グリーンフィールドは、完全所有グリーンフィールドと完全所有買収と比べれば合弁会社である点で不確実性に対応するオプションとして活用できる。

それでは、現実に多国籍企業は、部分所有買収と部分所有グリーンフィールドというオプションをどのように活用しているのだろうか。次の第4節の事例では、近年、新興国への海外直接投資に積極的な日本製鉄の事例を取り上げて、第5節の議論では、同社の新興国での海外直接投資の事例を分析してインプリケーションを提示したい。

4. 事 例

本節では、日本製鉄による新興国への海外直接投資に関する事例を提示する。日本製鉄は、1970年に八幡製鉄と富士製鉄が合併して新日本製鉄 (以下新日鉄) が誕生してから2012年10月に住友金属工業と合併して新日鉄住金、さらに2019年4月に日本製鉄へと近年、たびたび名称変更をしている。取り上げた事例は、主に新日鉄の鉄鋼事業の海外直接投資であり、合併する以前に住友金属工業で行った海外直接投資については本節では扱わない⁹。日本製鉄が進出した新興国は、ブラジル、インド、タイ、ベトナム、マレーシア、インドネシア、メキシコである。

ブラジルは、粗鋼の原料である鉄鉱石を豊富に産出して、現地で生産した粗鋼や鋼材を現地市

場で販売するのみならず地理的に北米、欧州、日本、中国などへの輸出も可能なため鉄鋼メーカーにとって重要拠点になる国である¹⁰。2000年代には日本製鉄も自動車用鋼板の顧客である日米欧の自動車メーカーが拠点を持つブラジルを特に重要拠点として定めていたと考えられる。

新日鉄は、1999年5月、ブラジルで現地の大手鉄鋼メーカー、ウジミナス（Usinas）と溶融亜鉛メッキ鋼板の製造・販売の合弁会社、ウニガル（UNIGAL Ltda.）を設立した¹¹。その資本金は8100万ドル、生産能力は、年間約40万トンである。その出資比率は、日本製鉄のブラジル法人が40%、ウジミナスの日本法人、日本ウジミナスの海外法人が60%である。2005年には新日鉄本体がウニガルに対して18.6%出資し、2012年に29.2%まで高め2018年現在までに至る。

さらに、新日鉄は2006年11月に合弁会社のパートナーであるウジミナス自体に約100億円の出資をすることを決めた¹²。ウジミナスは、高炉方式の一貫製鉄所を持ち、2005年の粗鋼生産量870万トンはブラジルで最大である。ウジミナスは日本とブラジルの合弁会社であり、日本ウジミナスが出資し、新日鉄が日本ウジミナスの株式を15%以上保有する主要株主である。日本ウジミナスはウジミナスへの出資比率を19.4%から21.6%にして、新日鉄のウジミナスへの経営の関与を高めることにした。

新日鉄は、2008年にはウジミナスと合弁会社を設立してブラジルで高炉方式の一貫製鉄所を新たに建設する計画を発表した。この製鉄所の粗鋼ベースでの生産規模は、年間約500万トンで、投資額は、57億ドルとなる。さらに、新日鉄は、2009年にウジミナスの株主である資源会社のヴァーレ（Vale）から5.9%の株式を買い取り、子会社の間接出資分も含めて出資比率を3割ぐらいいにした。しかし、2010年11月、ウジミナスは、ブラジル経済の不振を理由に製鉄所の建設計画の中止を発表した。その後、ウジミナスの経営は悪化していく。

新日鉄は、北米でアルセロール・ミタル（ArcelorMittal）と提携し、共同で合弁会社を営んでいる¹³。新日鉄は、1980年代後半に米国のインディアナ州に米国の鉄鋼メーカー、インランド・スチール（Inland Steel）と自動車用鋼板生産を行う合弁会社を設立して、それを運営してきたが、1998年にミタルがインランド・スチールを買収したために新日鉄とミタルが提携することになった。さらにアルセロールとも2001年から自動車用鋼板で包括提携をしてきた。

新日鉄住金は、2013年にアルセロール・ミタルと共同でドイツの大手鉄鋼メーカー、ティッセン・クルップ（Thyssen Krupp）の北米事業の買収を提案して、JFEスチールやブラジルのナショナル製鉄（CSN）との競争入札を経て、推定1300億円でその事業を取得した¹⁴。ティッセン・クルップの北米事業とは、アラバマ州の鋼板工場で、鉄鋼中間製品のスラブから鋼板を生産したり、めっき加工の設備を持っている。めっき鋼板の生産能力は年間1800万トンでこれは新日鉄住金とアルセロール・ミタルの合弁工場の2倍に相当するという。

さらに、今後、鋼材需要の成長が見込める国としてインドが挙げられる。日本製鉄のライバル、JFEスチールは2009年にインド大手のJSWスチール（JSW Steel）と提携してインド市場に事業活動をしていため、日本製鉄はインドではライバル企業に先行されていた。新日鉄住金は、2018年、アルセロール・ミタルと共同でインド4位の鉄鋼メーカー、エッサール・スチール（Essar Steel）の買収を試みた¹⁵。エッサール・スチールは、年間生産能力が約1000万トン、売上

高が約3600億円(2016年度)であり、インド国内に幅広い販路を持ち、ASEAN諸国にも輸出してきた。エッサール・スチールは、積極投資を進めたがその後の鋼材価格の下落で収益が悪化し、多額の負債を抱えていたため同社を再建可能な売却先を探していた。

2018年10月にエッサール・スチールの入札が行われ、同社の債権者委員会はアルセロール・ミタルを落札者に選んだ。新日鉄住金は、インドでアルセロール・ミタルと合弁会社を設立して、エッサール・スチールの共同買収を進めた。エッサール・スチールの買収価格は、4200億ルピー(約6400億円)で、新日鉄住金の投資額は3000億円超とみられるという。

インドでのその他の事業としては、新日鉄は、2010年6月に自動車用冷延鋼板を製造・販売する合弁会社、ジャムシェドプル・コンティニユアス・アニーリング&プロセッシング(Jamshedpur Continuous Annealing & Processing Co., Pvt. Ltd.)を設立した¹⁶。その投資規模は、300億円から350億円ぐらいになるという。合弁会社のパートナーは、タタ・グループのタタ製鉄で、出資比率は、新日鉄が49%、タタ製鉄が51%になる。ジャムシェドプル社は、年間生産量60万トンの鋼板設備を建設して、インドで事業活動をする日系自動車メーカーに冷延鋼板を供給する。タタ製鉄とは、今後、自動車用亜鉛めっき鋼板や上工程での協力についても検討していくという。

新日鉄は、中国で電炉の製鉄、ブリキ、自動車用鋼板、自動車用鋼管の事業を行っている。新日鉄は、1994年、中国の江蘇省において電炉の合弁会社、南通宝山新日鉄鋼有限公司を設立した¹⁷。その資本金は1億元(約12億円)である。合弁のパートナーは、中国側が鉄鋼メーカーの宝山鋼鉄と南通市建設投資公司、日本側が三井物産で、出資比率は、中国側が75%、日本側が25%である。南通宝山新日鉄鋼は、インゴットやビレットなどを生産する宝山製鉄グループの南通鋼廠を母体にして設立された。同社の設立の背景にあるのは、南通市を中心にビル用の建設用鋼材の需要が見込まれ、揚子江の河口にありスクラップの輸送もできて、電炉の立地に適しているという。鋼材の年間生産量は、1994年の段階で約24万トンと考えられていた。

新日鉄は1994年、中国の広東省広州市で日本の商社、現地資本とブリキの製造・販売の合弁会社、広州太平洋馬口鉄を設立した¹⁸。その投資総額は、9000万ドル(約95億円)であり、生産規模は、年間15万トン程度を見込んでいるという。合弁会社の日本のパートナーは伊藤忠商事、三井物産である。出資比率は、新日鉄が25%、日本側パートナーが40%、中国側が35%である。飲料用などスチール缶の需要を狙って進出したが、1996年ごろには、内外メーカーの新規参入の増加などによる供給過剰で厳しくなっていたという見解もある。さらに2013年ごろには、再びブリキの製造・販売の合弁会社、武鋼新日鉄(武漢)鍍錫板を湖北省武漢市に設立した¹⁹。その投資規模は、約240億円で、生産規模は、年間20万トンであるという。合弁会社のパートナーは、武漢鋼鉄で、出資比率は新日鉄が50%、武漢鋼鉄が50%である。内陸部での商品を陳列・販売するための同鋼板の需要増に対応するためという。

新日鉄は、2004年7月、自動車用鋼板の生産・販売の合弁会社、宝鋼新日鉄汽車板を設立した²⁰。合弁会社の資本金30億元(約450億円)のうち最大二百数十億円以上を新日鉄が出資するという。合弁会社のパートナーは、宝山鋼鉄、アルセロールで、出資比率は、新日鉄が38%、宝山鋼鉄が50%、アルセロールが12%である。中国最大手の宝山製鉄と提携して、現地の自動車産

業からの鋼板のニーズを満たすという。後にアルセロールがミタルと合併後も株式を保有していたが、2013年ごろアルセロール・ミタルの保有がなくなり、新日鉄住金が50%を保有する。

新日鉄は、2005年9月、広東省広州市で自動車向け鋼管（確認）の製造・販売の合弁会社、広州盛旭汽车配件公司を設立した²¹。総投資額は、6000万円（約8億2000万円）であり、生産規模は、月間400トン（2009年には800トンに増強する予定）であるという。合弁会社のパートナーは、旭鋼管工業、三井物産で、出資比率は、新日鉄20%、旭鋼管工業50%、三井物産20%、三井物産（香港）公司10%である。日系の自動車メーカーが進出する広州で高品質の部品材料を提供することで自動車生産を支援するという。

新日鉄は、1995年5月、タイで自動車用鋼管の製造・販売の合弁会社、サイアム・ニッポン・スチール・パイプ（Siam Nippon Steel Pipe Co., Ltd.）を設立した²²。その最大投資額は、20億円程度であり、生産規模は、年間2万トンであるという。合弁のパートナーは、三菱商事、岡谷鋼機、豊田通商でタイ現地法人を通じて出資している。出資比率は、新日鉄が49%、前3社のタイ現地法人が25%である。さらに、新日鉄は、同年8月、タイで冷延鋼板の製造・販売の合弁会社、サイアム・ユナイテッド・スチール（The Siam United Steel (1995), Ltd.）を設立した²³。その総投資額は、600億円になり、生産規模は、80万トンから100万トンを見込んでいた。合弁のパートナーは、タイ側がサイアム・セメント（Siam Cement）、タイ・ティンプレート（Thailand Tinsplate）、日本側が川崎製鉄、住友金属工業（新日鉄と合弁前）、三井物産、三菱商事であり、それに加えて韓国の浦項総合製鉄（POSCO）が出資している。出資比率は、新日鉄が24%、タイ側パートナーが50%、日本側パートナーが13%、浦項が3%である。

新日鉄は、2006年12月、タイで冷間圧造用鋼線の製造・販売の合弁会社、ニッポン・スチール・バー&CHワイヤ（タイランド）（Nippon Steel Bar & CH Wire (Thailand) Co., Ltd.）を設立した²⁴。合弁会社のパートナーは、日本の鉄鋼メーカーや鉄鋼商社が中心で、出資比率は、新日鉄28%、松菱金属14%、宮崎製鋼14%、サンユウ14%、豊田通商12%、メタルワン10%、鈴豊製鋼8%である。同合弁会社は新日鉄のタイ合弁会社からボルト・ナット類向け鋼線事業を移管して新設設備を加えて、日系自動車メーカーに対応するという。

自動車用鋼管と冷延鋼板は当時の新日鉄にとって主力製品である。当時、日本の円高と鉄鋼不況から日本の鉄鋼メーカーの海外移転が検討されていたという。JFEスチールの前身のNKKといった日本のライバル企業もこの時期、タイに進出している。

新日鉄は、2010年代初頭、ベトナムに鋼管杭、鋼管矢板などの建設用鋼板の製造・販売の合弁会社、ニッポン・スチール・アンド・スミキン・パイプ・ベトナム（Nippon Steel & Sumikin Pipe Vietnam Co., Ltd.）を設立した²⁵。その総事業費は、3100万ドル（約27億円）であり、生産規模は、月間で5000トンであるという。合弁のパートナーは、ベトナム側がベトナム・スチール（Vietnam Steel）、日本側が住友商事、伊藤忠丸紅鉄鋼、阪和興業、日鉄商事、メタルワン（Metal One Corporation）であり、出資比率は、新日鉄が51%、ベトナム側パートナーが30%、日本側パートナーが19%である。同社設立の背景には、当時、ベトナムでは、製油所、発電所、道路の建設などインフラ整備の需要が増えるという判断があったという。

新日鉄は、マレーシアでは、2009年12月、阪和興業と共に鋼板メーカー、イーガルブ・スチール (E-Galv Steel) に出資して、企業名称をニッポン・イーガルブ・スチール (Nippon E-Galv Steel) に変更した²⁶。出資比率は、新日鉄が10%、阪和興業が15%である。新日鉄が冷延鋼板をニッポン・イーガルブ・スチールへ供給して、ニッポン・イーガルブ・スチールが電気亜鉛めっき鋼板に加工し、その際に、新日鉄がニッポン・イーガルブ・スチールに対して亜鉛めっき関連の技術支援を行うという。日系の家電大手がマレーシアで生産を集約する動きがあり需要が見込めるといのがこの出資の背景にあると考えられる。

さらに、新日鉄と阪和興業は、2011年6月にニッポン・イーガルブ・スチールへの出資比率を高めて子会社化した²⁷。それぞれの出資比率は、新日鉄が50.1%、阪和興業が22.78%になる。日本の家電メーカーに鋼板を売り込むためには日本企業である新日鉄が主導するのが重要だと判断し、同様の事業を手がける韓国の浦項総合製鉄に対抗するためといのが資本増加の背景にあると考えられる。

新日鉄は、インドネシアで、2007年1月に主に自動車や二輪車の骨組みに使う機械構造用鋼管の製造・販売のPT インドネシア・ニッポン・スチール・パイプ (P. T. Indonesia Nippon Steel Pipe) を操業した²⁸。その総投資額は、約22億円であり、生産規模は、月間約1200トンであるという。新日鉄は、タイの子会社、サイアム・ニッポン・スチール・パイプを通じて同社に出資して、その出資比率は95%である (5%はトシダ工業)。同社の工場には電気溶接設備や熱処理炉を設置して、日本からホットコイルを輸出して同社で電気溶接して鋼管に加工する。これまでサイアム社で東南アジア向け鋼管を供給してきたが、需要が大きくなったインドネシア向けの鋼管生産を担うという。

新日鉄は、インドネシアで、2009年12月にブリキの製造・販売のPT ラティヌサ (P. T. Pelet Timah Nusantra Tbk.) を三井物産、日鉄商事、鉄鋼商社のメタルワンなどと共同買収を試みた²⁹。その総買収額は、6000万ドル (約54億円) であり、生産規模は、12万トンであるという。日本側は、PT ラティヌサの親会社から55%の株式を買い取り、それぞれの出資比率は、新日鉄35%、三井物産10%、日鉄商事5%、メタルワン5%である。新日鉄からは経営者も同社に派遣する。飲料や食品のブリキ板の需要がインドネシアの経済成長により安定して拡大するという判断からである。その後、同社は生産規模が16万トンに増強されている³⁰。

新日鉄住金は、2012年12月、インドネシアで自動車用鋼管の製造・販売の合弁会社、PT クラカタウ・ニッポン・スチール・スミキン (P. T. Krakatau Nippon Steel Sumikin) を設立した³¹。その投資額は3億ドル (約300億円) であり、生産規模は、年間48万トンであるという。合弁会社のパートナーは、現地国営のクラカタウ・スチール (Krakatau Steel) で、出資比率は、新日鉄住金51%、クラカタウ49%である。インドネシアの自動車需要の高まりを背景に現地進出した日系自動車メーカー向けに鋼管の販売を行うという。

新日鉄住金は、メキシコで2013年5月に住友鋼管と共同で機械構造用鋼管の製造・販売の合弁会社、ニッポン・スチール・パイプ・メキシコ (Nippon Steel Pipe Mexico, S. A. de C. V.) を操業した³²。その投資額は、31億円であり、生産規模は、年間2万4000トンであるという。合弁会

社のパートナーは、住友鋼管とメタルワンで、新日鉄住金の出資比率は55%である。同社は、排気管や給油管になる鋼材を自動車部品メーカーに供給する。当時のメキシコで日系自動車メーカーの大型投資による鋼材の安定供給ができるし、さらに日系自動車メーカー以外のGM、フォード、フォルクスワーゲンへと供給を拡大する。

新日鉄住金は、メキシコで2013年8月に自動車用溶融亜鉛メッキ鋼板の製造・販売のテニガル(Tenigal, S. de R. L. de C. V.)を操業した³³。その総投資額は、約3億ドル(約250億ドル)であり、生産規模は、年間40万トンであるという。合弁会社のパートナーは、中南米が基盤の鉄鋼会社、テルニウムで、出資比率は新日鉄住金が49%、テルニウムが51%である。新日鉄住金とテルニウムが熱延鋼板を供給して、テルニウムがメキシコの設備で圧延してから、テニガルがめっき加工する。圧延とめっき技術は新日鉄住金が供給する。

5. 議 論

第4節で日本製鉄の新興国への海外直接投資の事例を提示した。本節ではその事例を分析して、リアル・オプション理論の視点から見た部分所有買収と部分所有グリーンフィールドの活用の要点を3つ提示する。

第1に、不確実性の高い市場で投資リスクも高い場合の海外参入形態では投資の不可逆性が強く意識される。

製鉄業は装置産業であり、設備投資に多額の資金を必要とする。その中でも桁違いに多額の資金の投入が必要な設備が高炉の製鉄所である。高炉の製鉄所の建設には最低でも数千億円の多額の資金が必要と言われる³⁴。また製鉄業は、原材料価格と自動車、家電、建設などの鋼材を使用する分野の需要に企業の業績が大きな影響を受ける。

日本製鉄は、高炉の製鉄所を日本国内に4つ、ブラジルで1つ、インドで1つ所有している。日本製鉄は、ブラジルとインドで高炉の製鉄所を持つ子会社(ブラジルのウジミナスとインドのエッサール・スチール)を取得するために部分所有買収という参入形態を選択している。

日本製鉄が高炉の製鉄所を持つ海外子会社を取得するために部分所有を選択するのは、海外子会社に対するコントロールよりも合弁会社のパートナーと株式を持ち合うことによるコストの低下とリスク分散の方を重視していると言える。さらに、グリーンフィールドではなく買収を選択するのは、高炉の製鉄所を一から建設する労力を節約するという理由ももちろんあるだろう。ただ、その視点とは別にリアル・オプション理論の視点でみると、日本製鉄がグリーンフィールドで参入して、その後、撤退する場合、日本製鉄が多額の資金を投入して、日本製鉄の知識や技術を移転した企業をどの程度の損失額を差し引いた金額で売却できるかが未知数である。それに対して、日本製鉄が出資をすることでいわばM&A市場で価格付けされた企業であり株式の価値も決まるので、撤退する場合も売却が容易になるという点も考えられる。つまり買収を選択することで投資の不可逆性を低めているのである。

それに対して、日本製鉄は、製鉄所の下工程といわれる半製品を加工する分野での海外直接投

資では、部分所有グリーンフィールドと部分所有買収の両方を選択している。これらの分野の投資でも、高炉の製鉄所を持つ子会社への投資と同様に子会社に対するコントロールよりも合弁会社のパートナーと株式を持ち合うことによるコストの低下とリスク分散を重視し、投資の不可逆性への配慮は重要であるが、必ずしも部分所有買収を利用しない点で、高炉の製鉄所を持つ子会社への投資の場合よりそれへの配慮は重要性が低下すると言える。

第2に、不確実性の高い市場において需要が上向くなど不確実性がよい方向に動いたときに投資へのコミットメントを高めて利益を上げる。

日本製鉄は製鉄事業の海外直接投資においてグリーンフィールドでも買収でも完全所有を選択していない。これは、リアル・オプション理論の視点で見ると、同社が最初はコミットメントを低くして、需要を含めた市場環境が好調なときにコミットメントを高めていくのではないかと考えられる³⁵。

日本製鉄のタイでの製鉄事業は徐々にコミットメントを高めていった事例である。タイは、東南アジアで最大の自動車需要がある国の1つである。また、日本の自動車メーカーも東南アジアで需要の高いピックアップ・トラックの開発・生産をタイでしているので、近隣諸国への輸出拠点になっている。自動車用の鋼材の需要が近年、ますます高まってきている。

自動車用鋼管を生産・販売するタイ子会社、サイアム・ニッポン・スチール・パイプは、1995年5月に設立され、日本製鉄の出資比率は49%であったが、1998年には50%を超えてその後、微増減を伴い2018年現在で60.4%になっている。さらに、冷延鋼板を生産・販売するタイ子会社、サイアム・ユナイテッド・スチールは、1995年8月に設立され、日本製鉄の出資比率は24%だったが、2000年代前半に30%、2008年に40%、2013年に50%を超えて2016年現在で71%になっている。

さらにベトナムも経済成長による建材需要により、2018年の鋼材見掛け消費量が2231万トン、東南アジア最大の鋼材消費国である³⁶。ベトナムでは鉄筋コンクリートの住宅が主流で、近隣国に比べ建設用鋼材が多く使用されるという。

建設用鋼板の製造・販売をするベトナム子会社、ニッポン・スチール・アンド・スミキン・パイプ・ベトナムは、2013年に日本製鉄の出資比率が51%だったが、2014年に73.6%、2015年に76.3%になっている。

日本製鉄は、上記のタイとベトナムの海外子会社に対するコミットメントを高めていき、より利益が得られる状況を作り出している。これは、日本製鉄がタイとベトナムの需要の不確実性がよい方に向かったのを確認して、グロス・オプションを行使したといえることができる³⁷。

また、タイとベトナムでは、JFEスチールが合併前のNKKの時代から日本製鉄とJFEスチールの競争が強く意識されている。日本製鉄がタイとベトナムに進出する際に、合弁会社を選択してJFEスチールの前身のNKKより早く進出して、現地の顧客にアプローチできたのは、Rivoli and Salorio (1996)の初期参入者の優位の点で評価できることだろう。

第3に、制度の不確実性に対応する手段としても特定の参入形態は有効である。

日本製鉄の製鉄事業での進出先は、ブラジル、メキシコ、中国、ベトナム、タイ、マレーシ

ア、インドネシア、インドであり、アメリカと韓国を除いて新興国である。この傾向は同業の国内ライバル企業、JFE スチールも同様である。新興国の不確実性の高い市場である。これは需要の不確実性が高いのは当然だが、それに加えて制度の不確実性も高い。

Khanna and Palepu (1997) が提唱する新興国の「制度的欠陥」(Institutional Void) は、制度の不確実性と関連のある概念である。制度的欠陥とは、新興国の情報問題 (Information Problems)、間違っただけの規制 (Misguided Regulations)、非効率的な裁判制度 (Inefficient Judicial Systems) のことであり、Khanna and Palepu (1997) は、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³⁸。

新興国の制度的欠陥としてインドネシアの事例を挙げる³⁹。インドネシア労働法は労働者に有利で企業に不利な法律である。従業員の雇用継続が前提の企業買収の場合でも従業員は元の企業から割増退職金をもらうことができる。さらに県レベルで最低賃金の大幅な引き上げが起きる。そして、ディストリビューターの外資出資比率上限が頻繁に変更されている⁴⁰。これらは Khanna and Palepu (1997) の間違っただけの規制のカテゴリーに入るだろう。

日本製鉄は、インドネシアでグリーンフィールドにしても買収にしても部分所有を選択している。さらに、インドネシア子会社3社の中で投資額が低いPT インドネシア・ニッポン・スチール・パイプについては大多数所有の出資比率 (タイ子会社のサイアム社による 95%) なのに対して、投資額が高額のPT クラカタウ・ニッポン・スチール・スミキンについては最小限度の多数所有を確保する出資比率 (51%) にしている。これらは、リアル・オプション理論の視点で見れば、投資のコストを抑えることで制度の不確実性に伴うリスク軽減に対応する点で推奨されると言える。

6. 結 論

OLI パラダイムとリアル・オプション理論をつなげた Rivoli and Salorio (1996) では、所有優位と内部化優位のある企業は、不確実性の高い市場への海外直接投資を抑制すると主張した。それに対して、本稿では、リアル・オプション理論に基づく海外直接投資の先行研究を検討して、そうした状況下でも投資を促進する手段としての海外参入形態の合弁会社と買収に注目して、日本製鉄の事例を取り上げて合弁会社と買収の活用の要点について議論した。

日本製鉄の事例から3つの点について指摘した。第1に、不確実性の高い市場で投資リスクも高い場合の海外参入形態では投資の不可逆性が強く意識されること、第2に、不確実性の高い市場において需要が上向くなど不確実性がよい方向に動いたときに投資へのコミットメントを高めて利益を上げること、第3に、制度の不確実性に対応する手段としても参入形態は有効であることである。

本稿では、日本製鉄の事例に焦点を与えて、直接のライバル企業や一部競合する企業の行動との関連で日本製鉄の新興国投資を十分に議論できなかった点に限界がある。海外のライバル企業、アルセロール・ミタルや浦項総合製鉄、国内で高炉の一貫製鉄所を持つライバル企業、JFE ス

チールや神戸製鉄所、さらには一部競合する企業として普通鋼の電炉メーカーの中山製鉄所、合同製鉄、東京製鉄などや特殊鋼の電炉メーカーの大同特殊鋼、山陽特殊鋼なども新興国が台頭する状況で興味深い行動をしていると考えられる。

今後、リアル・オプション理論の視点で海外参入形態について議論する際に、こうしたライバル企業や一部競合する企業を含めた事例研究や計量分析の可能性が残されているだろう。

注

- 1 不可逆性 (irreversibility) とは、元の状態に戻らないことをいい、反対に可逆性 (reversibility) とは、元の状態に戻ることをいう。
- 2 OLIパラダイムに関する主要文献として、Dunning (1977)、Dunning (1979)、Dunning (1980)、Dunning (1988)、Dunning (1998)、Dunning and Lundan (2008) を挙げることができる。特に Dunning and Lundan (2008) は、OLIパラダイムを多国籍企業の様々な研究領域に応用しようと試みる野心作である。OLIパラダイムについては、高橋 (2018) も参照。
- 3 ここでいう投資の回復とは、投資に伴った物理的資産と無形資産を適正な価格で売却することである。
- 4 レモン問題とは、情報の非対称性により買い手が売り手の製品について正確な情報を得ることが難しいことである。
- 5 Rivoli and Salorio (1996) は、投資の不可逆性が高く、延期可能性が高い場合の選択として、合弁会社を評価している。ただし、Rivoli and Salorio (1996) は、不確実性が解消されると合弁会社のパートナー同士が新しい契約 (arrangement) を追求するようになり、それは国際合弁会社が不安定であるという先行研究の発見と一致する見方だという。
- 6 合弁会社よりコミットメントが低い海外参入方法としては輸出とライセンスが挙げられるだろう。
- 7 Brouthers and Dikova (2010) が対象にした東欧新興諸国とは、ブルガリア、チェコ、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ルーマニア、スロバキア、スロベニアの10か国である。
- 8 Brouthers and Dikova (2010) は、戦略の柔軟性を企業の海外経験の長さで測定している。Song (2014) の議論のように海外直接投資の際に買収を積極的に活用するには、企業には Brouthers and Dikova (2010) のいう戦略の柔軟性が求められるのだろう。戦略の柔軟性がなければ、買収を活用することによって調査と交渉のコストを上回るベネフィットを得られないのかもしれない。
- 9 日本製鉄の海外直接投資でも調査やサービスに関連しているものは除外している。
- 10 ブラジルにおける製鉄業の状況については、日経ビジネス (2006)、週刊ダイヤモンド (2008) を参照。
- 11 ウニガルについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』(2000年版)、日経産業新聞

- 1999年5月21日、日本経済新聞2006年1月8日（朝刊）、を参照。また、ウジミナスは、1958年、日本とブラジルの国家プロジェクトとして設立された。
- 12 ウジミナスについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2008年版）、日本経済新聞2006年11月7日（朝刊）、日本経済新聞2008年3月25日（朝刊）、日本経済新聞2009年1月29日（夕刊）、日本経済新聞2010年11月13日（夕刊）、日経ビジネス（2006）、週刊ダイヤモンド（2008）を参照。
 - 13 日本製鉄とアルセロール・ミタルとの提携については、日経産業新聞2006年8月25日を参照。また日本製鉄とアルセロール・ミタルが提携に至る前のこれまでのいきさつについては、NHKスペシャル取材班（2007）を参照。
 - 14 ティッセン・クルップの北米事業買収については、日本経済新聞2013年1月30日（夕刊）を参照。
 - 15 エッサール・スチールの買収については、日経ビジネス（2018）、日本経済新聞2018年3月3日（朝刊）、日本経済新聞2018年4月21日（朝刊）、日本経済新聞2018年10月27日（朝刊）を参照。
 - 16 ジャムシェドプル・コンティニューアス・アニーリング&プロセッシングについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2014年版）、日本経済新聞2010年1月29日（朝刊）を参照。
 - 17 南通宝山新日鉄鋼有限公司については、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（1996年版）、日本経済新聞1993年12月10日（朝刊）、日経産業新聞1994年12月20日を参照。
 - 18 広州太平洋馬口鉄については、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（1996年版）、日本経済新聞1994年6月11日（夕刊）、日本経済新聞1994年12月4日（朝刊）、日経産業新聞1996年12月10日を参照。
 - 19 武鋼新日鉄（武漢）鍍錫板については、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2015年版）、日経産業新聞2011年4月25日を参照。
 - 20 宝鋼新日鉄汽車板については、東洋経済新報社『海外進出企業総覧』（2005年版）、日本経済新聞2003年7月23日（朝刊）、日経産業新聞2003年7月23日を参照。
 - 21 広州盛旭汽车配件公司については、東洋経済新報社『海外進出企業総覧』（2010年版）、日経産業新聞2005年9月22日、日本経済新聞地方経済面2005年9月22日を参照。
 - 22 サイアム・ニッポン・スチール・パイプについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（1996年版）、日本経済新聞1995年1月9日（朝刊）、日経産業新聞1995年3月10日を参照。
 - 23 サイアム・ユナイテッド・スチールについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（1996年版）、日本経済新聞1994年4月6日（朝刊）、日本経済新聞1998年4月15日（朝刊）を参照。
 - 24 ニッポン・スチール・バー&CHワイヤ（タイランド）については、東洋経済新報社『海外進出企業総覧』（2009年版）、新日本製鉄プレスリリース2006年11月6日、日経産業新聞2006年11月7日、日系産業新聞2012年10月3日を参照。

- 25 ニッポン・スチール・アンド・スミキン・パイプ・ベトナムについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2014年版）、日経産業新聞2010年7月6日を参照。
- 26 日本製鉄と阪和興業のイーガルブ・スチールへの出資については、日経産業新聞2009年12月10日を参照。
- 27 日本製鉄と阪和興業のニッポン・イーガルブ・スチールへの増資については、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2012年版）、日経産業新聞2011年4月8日を参照。
- 28 PT インドネシア・ニッポン・スチール・パイプについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2014年版）、新日本製鉄プレスリリース2006年1月12日、日経産業新聞2006年1月13日、日経産業新聞2007年4月25日、日本経済新聞2010年5月1日（朝刊）を参照。
- 29 PT ラティヌサの共同買収については、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2011年版）、日経産業新聞2009年11月12日、日経産業新聞2009年11月26日を参照。
- 30 PT ラティヌサの生産能力の増強については、日経産業新聞2009年11月12日を参照。
- 31 PT クラカタウ・ニッポン・スチール・スミキンについては、東洋経済新報社『海外進出企業総覧』（2016年版）、日経産業新聞2012年12月27日、日本経済新聞2012年12月27日（朝刊）、日経産業新聞2013年2月15日、日本経済新聞2014年8月12日（朝刊）を参照。
- 32 ニッポン・スチール・パイプ・メキシコについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2014年版）、日本経済新聞2012年8月7日（朝刊）、日経産業新聞2012年8月7日を参照。
- 33 テニガルについては、東洋経済新報社の『海外進出企業総覧』（2014年版）、日経産業新聞2010年10月6日を参照。
- 34 川上（2019）によると、年間生産量1000万トン以上の一貫製鉄所の場合、敷地面積はおよそ1700平方メートルで、東京ドームに換算すると約360個分だという。一貫製鉄所とはそれほど大規模な敷地に設備を集積したものであることが伺える。
- 35 この議論をする際に、外資の出資規制があるために完全所有ができない可能性を検討しなければならないが、本稿で扱った新興国の投資に関して対象にした時期（1990年代の半ば以降）と業種（製鉄業）の面から見て、完全所有の選択も可能だと考えられる。
- 36 ベトナムの鋼材消費と住宅については、川上（2019）を参照。
- 37 合弁会社において出資比率の増減は、自社の希望だけでできることではない。相手のパートナーとの関係によって決まるところもある。本稿での議論はこういった点をコントロールできていない。より厳密な議論をするためには大量サンプルを使った計量分析が必要になるだろう。
- 38 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する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。
- 39 インドネシアの政策については、椎野（2017）、貿易・投資円滑化ビジネス協議会（2019）を

参照。

- 40 ディストリビューターでの出資規制が頻繁に変更されることは、製鉄業を始め製造業には直接の影響はないだろうが、このような取り組みを行うインドネシア政府の姿勢が国際企業に警戒されることになるだろう。

参考文献

- Brouthers, K. D., Brouthers, L. E. & Werner, S. 2008. Real options, international entry mode choice and performance. *Journal of Management Studies*, 45(5): 936-960.
- Brouthers, K. D., & Dikova, D. 2010. Acquisitions and real options: The greenfield alternative. *Journal of Management Studies*, 47(6): 1048-1071.
- Cuypers, I. R., & Martin, X. 2010. What makes and what does not make a real option? A study of equity shares in international joint venture. *Journal of International Business Studies*, 41(1): 47-69.
- Dunning, J. H. 1977. Trade, location of economic activity and the multinational enterprise: A search for an eclectic approach. in B. Ohlin, Hesselborn, P. O., & Wijkman, P. M. (Eds), *The international allocation of economic activity*. London: Macmillan.
- Dunning, J. H. 1979. Explaining changing patterns of international production: In defence of the eclectic theory. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 41(4): 269-295.
- Dunning, J. H. 1980. Toward an eclectic theory of international production: Some empirical tests. *Journal of International Business Studies*, 11(1): 9-31.
- Dunning, J. H. 1988. The eclectic paradigm of international production: A restatement and some possible extensions. *Journal of International Business Studies*, 19(1): 1-31.
- Dunning, J. H. 1998. Location and the multinational enterprise: A neglected factor?. *Journal of International Business Studies*, 29(1): 45-66.
- Dunning, J. H., & Lundan, S. M. 2008. *Multinational enterprises and the global economy* (second edition). Edward Elgar Publishing.
- 川上清一. 2019. 『鉄鋼業界の動向とカラクリがよ〜くわかる本』(第2版) 秀和システム.
- Khanna, T., & Palepu, K. 1997. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4): 41-51.
- Li, J., & Li, Y. 2010. Flexibility versus commitment: MNE's ownership strategy in China. *Journal of International Business Studies*, 41(9): 1550-1571.
- HNK スペシャル取材班. 2007. 『新日鉄 vs ミタル』 ダイヤモンド社.
- 日経ビジネス. 2006. 「ともに歩む未来へ—ブラジルから描く世界戦略」『日経ビジネス』12月8日号.
- 日経ビジネス. 2018. 「新日鉄住金、ミタルとインド4位買収へ—鬼門のBRICsに挑む」『日経ビ

ジネス』11月5日号.

Rivoli, P., & Salorio, E. 1996. Foreign direct investment and investment under uncertainty. *Journal of International Business Studies*, 27(2): 335-357.

椎野幸平. 2017. 「世界 - 世界経済・貿易のサービス化」『ジェトロセンサー』5月号.

Song, S. 2014. Entry mode irreversibility, host market uncertainty, and foreign subsidiary exits. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(2): 455-471.

週刊ダイヤモンド. 2008. 「新日鉄が40年ぶりの高炉 決め手はブラジルの地の利」『週刊ダイヤモンド』4月5日号.

高橋意智郎. 2018. 「多国籍企業の海外直接投資の決定要因に関する理論の検討」『実践女子大学人間社会学部紀要』第14集: 77-96.

Tong, T. W., & Li, J. 2008. Real option and MNE strategies in Asia Pacific. *Asia Pacific Journal of Management*, 25(1): 153-169.

投資・貿易円滑化ビジネス協議会. 2019. 「2019年版アンケート新規意見: 貿易・投資上の問題点と要望—アジア編—」.

Trigeorgis, L., & Reuer, J. J. 2017. Real options theory in strategic management. *Strategic Management Journal*, 38(1): 42-63.