

韓国企業による欧米企業買収に際しての交渉過程*

慶應義塾大学 鈴木貞彦

目 次

- I. 交渉様式の分析枠組み
 - A. 企業買収の目的
 - B. 交渉様式
 - C. 企業買収の交渉成果
 - D. 企業買収交渉の枠組み
- II. 調査方法
- III. 調査結果と仮説検討
 - A. 企業買収の目的
 - B. 交渉様式
 - 1. 交渉準備
 - a. 価値評価
 - b. 資本コスト
 - c. 戦略価値
 - d. 資金調達
 - 2. 交渉ポジションの設定
 - a. 競争入札
 - b. 買収形態の設計
 - 3. 対面交渉
 - a. 企業買収交渉チームの意思決定
 - 1) リーダーシップ
 - 2) 権限委譲
 - 3) 意思決定の速さ
 - 4) 柔軟性
 - C. 交渉成果
 - D. 被買収企業の経営再構築
- IV. ま と め
 - 主な参考文献

1990年代に入って、韓国企業による欧米企業の買収が増加している。とりわけ、1995年以降は、韓国のチェーボル（財閥）に所属する企業に

* この研究は、平成7年度大学重点特別経費（研究科共同経費）の補助を受けた研究プロジェクトの成果の一部である。この論文は、1996年3月～4月にかけて行った面接調査の結果を基に、1997年4月現在で作成したものである。

よる欧米企業の買収が増加している。この論文の目的は、韓国企業が欧米企業を買収するにあたってどのような交渉過程をとっているのかを検討することである。

I. 交渉過程の分析枠組み

韓国企業が外国企業を買収するにあたって、どのような交渉過程をとってきたのかについての統合的な研究はこれまで見当たらない。そこで、近似的な枠組みとして、日本企業が欧米企業を買収するに際して取ってきたアプローチを主に参考にし、韓国企業が欧米企業を買収するにあたって取られると思われる交渉過程の枠組みを構築し、それに基づいて面接および文献研究を行った。

A. 企業買収の目的

企業買収の交渉過程は、企業買収の目的のもとで、交渉様式と対面交渉との繰り返しによって交渉成果へと導く一連の過程として規定することが出来るであろう。

その過程のなかで、最初に企業買収の目的を明確化しておくことは、交渉様式や交渉成果を効果的なものとするために重要と思われる。企業買収が、買収側企業において必要としている経営資源を獲得するために行うものである限り、被買収企業が有している経営資源を獲得することの重要性は、その企業買収目的の強度を示すことになる。さらに、その目的の強度は被買収企業の価値評価に密接に関係することになる。また、その価値評価にあたっては、買収企業が有している経営資源、とりわけ、買収資金の調達可能金額や資本コストも重要な変数となる。さらに、取得を希望する経営資源の重要性は、交渉過程での執着度合いにも大きな影響を及ぼすことになると思われる。

例えば、鈴木が1989年から1990年にかけて日本企業による欧米企業の買収について行った調

査において、日本企業は企業買収の目的として、ブランド・販売網の獲得、生産拠点の確保などを最も強く意識している場合が多く、これに続いて、市場防衛や技術（開発拠点）の獲得などを挙げている¹。しかし、韓国企業による欧米企業の買収の目的について、個別事例についての断片的な情報は得られるものの、それらを統合的・包括的に調査研究した結果は明らかではない。

B. 交渉様式

企業買収の目的を達成するためには、効果的な交渉様式をとることが必要となる。そして、その交渉様式は二つの部分、すなわち交渉準備と対面交渉、に分解出来ることができる。

まず、交渉準備は、対面交渉に入る前までの準備である。交渉の目的を前提にして、それには情報の収集と分析、対面交渉時の相対的な交渉力を変化させるための事前行動、交渉ポジションの決定、対面交渉のシナリオ作成、などが含まれる。とりわけ、中嶋は、「交渉を有利に進めるため、交渉者間のパワーバランスを変化させるような対策を打つこと」をポジショニングと呼んでおり、相対的な交渉力を変化させる事前行動を重視している²。

企業買収の場合、そのポジショニングは、買収希望企業の数や複数にする入札形態にするのか、単一企業に制限する二社間の相対取引形態にするのかにも依存している。一般的に、入札形態をとる場合には、買収価格が上昇する可能性が大きく、買収価格が交渉の最重要事項である場合には、売却側は売却価格を競り上げるために入札交渉を期待するであろう。これに対して、買収側は、価格競争を回避して二社だけに限定する相対取引を希望するであろう。例えば、買収交渉に入る前の段階で業務提携などの形で、売却企業の社員と強い関係を築いておくことによって売却企業が買収企業を選択する余地を狭めておくことは、二社だけの相対交渉に持ち込む一つの方法である。ま

た買収希望企業が売却企業にマイノリティの資本参加をして段階的に持ち株比率を高めることによって、売却企業の選択の余地を狭めることも可能であろう。したがって、このような行動をも交渉準備の一形態とみなすのであれば、交渉準備は相対的に長期的な期間にわたることになると思われる。

さらに、買収交渉の当事者の利害関係を買収価格交渉だけによって解決する方法をとるかわいなかも、交渉のポジショニングを規定していくものと思われる。すなわち、交渉には分配的 (distributive) 交渉と統合的 (integrative) 交渉の2種類の交渉形態が可能である。すなわち、分配的交渉においては、交渉当事者の一方が獲得する取り分を、もう一方が失う形をとる交渉形態であり、対立的交渉あるいは競争的交渉とも言われている。多くの場合、分配交渉は、交渉の終着点が見られる。例えば、買収企業が被買収企業の株式の全てを所有しようとする「買い切り」の交渉の場合には、利害関係は、交渉の締結時点で全て調整される必要がある。これに対して、統合的交渉においては、交渉当事者の双方が取り分を多く出来るように努める交渉形態であり、協力的交渉とも言われている。この統合的交渉においては、交渉結果に交渉当事者の利害が同方向で関係し、交渉の終着点が必要しも明確にならない。例えば、買収企業が被買収企業の株式の一部を買収する場合や合併事業を組成する場合の交渉は、両者の利害関係は、交渉の締結時点で終了するだけでなく、将来にわたって継続する可能性が高い。このため、交渉当事者の一方だけが極端に有利になるような交渉は行い難いであろう。このため、交渉様式も協調的側面を多く持つものと推察される。

このような交渉準備の枠組みを規定した後で、実際に交渉の相手方と直接に対峙して行う対面交渉が行われることになる。それには交渉開始および終了のタイミングの選定、条件の提示の仕方、コミュニケーション能力の向上、駆け引きなどが含まれる。また、対面交渉は1回で終了するとは限らない。このため、交渉準備と対面交渉のセットが、最終的な交渉結果に到達するまで繰り返さ

¹ 鈴木貞彦, 『日本企業による欧米企業の買収』(東京: 慶應通信, 1993), 第4章

² 中嶋洋介, 「交渉のプロセスとメカニズム」『技術と経営』(1996年8月), p. 43

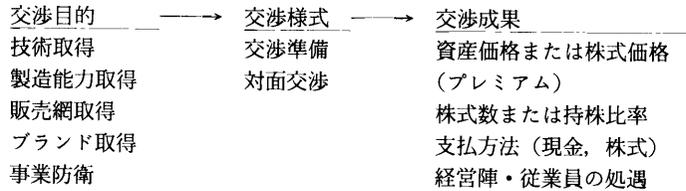


図1 企業買収交渉の過程

れることになる。その過程は動的で直線的に進む場合もあれば、前後に繰り返しながら進む場合もある。交渉当事者としては、交渉の戦術として、意識的に交渉の流れをコントロールする場合もある。さらに交渉の終結の仕方やタイミングの決定も、交渉成果に大きな影響を及ぼすことになる。

ところで、佐久間は、「交渉にあたっては、交渉戦略というグランド・デザインがあって交渉戦術が意味を持つものであり、その逆ではないと思われる」としているが¹、その意味では、交渉準備に交渉戦略を、対面交渉に交渉戦術を対応させることが出来るものと思われる。また、藤田は、戦術の様々の形態として、時間戦術、威嚇戦術、競合戦術、陣取り戦術などを示している²。さらに、則定は、複数争点間譲歩戦術、原則立脚型交渉、非トレードオフ型などの戦術に加えて、総花的一括主義と争点逐次解決主義という交渉様式の多様性を示唆している³。

また、企業買収の交渉準備や対面交渉は、交渉当事者の意思決定システムの形態に依存している。対面交渉にあたる当事者と買収企業において実質的な意思決定の権限を有している者との関係は、交渉様式、とりわけ、対面交渉の様式に大きな影響を及ぼすことになる。例えば、企業内組織の関係は、企業買収の意思決定のスピードや柔軟性などに大きな影響を及ぼすものと推察される。

C. 企業買収の交渉成果

交渉成果は、交渉を開始するにあたって持って

いた買収企業の目的との相対的な関係において評価される。そして、その交渉成果は、買収価格、持株比率、支払い方法、などの様々な具体的な形で示される。そのなかでも、分配的な交渉をとる場合には、特に有利な価格で買収することが、交渉時点において最重要視されるであろう。そして、一般的には、被買収企業が上場企業である場合には、その被買収企業を買収するという情報が株式市場で評価される前の株価に対する買収価格の上乗せ価格、すなわち、プレミアムで評価されることになる。そして、他の条件に差異がないとすれば、プレミアムが少ないほど、買収企業側にとって交渉成果は高いと言えるであろう。

D. 企業買収交渉過程の枠組み

以上の交渉過程は、図1のようにまとめることが出来るであろう。

そして、企業買収交渉の最終段階である交渉成果は、交渉目的および交渉様式によって左右されると思われる。すなわち、

$$\text{交渉成果} = f(\text{交渉目的}, \text{交渉様式})$$

前述のように、交渉目的および交渉様式は様々な形をとっており、具体的な関係に集約するためには、単純化が必要になると思われる。そのような単純化の一つの形態として、交渉目的をその重要性で、交渉様式をその柔軟性で、交渉成果を買収価格のプレミアムで、それぞれ代理させて表現すると、次のような買収企業にとっての仮説を構築することが可能であろう。

1. 交渉目的の重要性が高いほど、プレミアムは高くなる。
2. 交渉様式の柔軟性が高いほど、プレミア

¹ 佐久間賢, 国際ビジネスと交渉力 (東京: 日本放送協会, 1994), 254p.

² 藤田忠編著, 交渉力 (プレジデント社, 1980年), p. 208

³ 則定隆男, 国際取引における交渉の戦略と英語 (東京: 東京布井出版, 1995年), pp. 38-39, 64 and 92

表1 韓国企業による主要な欧米企業の買収

	買収企業	被買収企業	買収金額(000)	持株比率
1986年	浦項総合製鉄	UPI (アメリカ)	\$ 143,983	50%
1989年	三美特殊鋼	アトラス・スチール (カナダ)	\$ 210,000	100
1989年	大韓航空	ヒルトン・ホテル LA (アメリカ)	\$ 169,000	100
1990年	ソトン	アメリカン・テープ 他 (アメリカ)	\$ 63,900	100
1991年	双龍洋灰	リバーサイド・セメント (アメリカ)	\$ 35,000	51
1993年	現代電子	マックスター・コープ (アメリカ)	\$ 150,000	37
1993年	三星コーニング	FSTG (東ドイツ)	\$ 30,000	100
1994年	大宇自動車	クライオバ自動車 (ルーマニア)	\$ 156,000	51
1994年	現代電子	AT & T GIS の非メモリー半導体部門	\$ 300,000	100
1995年	三星電子	AST リサーチ (アメリカ)	\$ 378,000	40 ⁺
1995年	三星電子他	ローライ (ドイツ)	DM 57,000	100
1995年	LG 電子	ゼニス (アメリカ)	\$ 367,000	58
1995年	現代電子	マックスター・コープ (アメリカ)	\$ 223,000	100
1995年	現代電子	US エアウエーブ (アメリカ)	\$ 50,000	
1995年	大宇自動車	FSO (ポーランド)	\$ 140,000	70
1995年	東洋化学	ローヌ・ブーラン・ワイオミング (アメリカ)	\$ 150,000	51
1996年	高麗亜鉛	ビッグリバー (アメリカ)	\$ 52,000	
1996年	大宇	2 マイ シップヤード (ルーマニア)	\$ 53,000	51
1997年	三星電子	AST リサーチ (アメリカ)	\$ 162,000	100

ムが少なくなる。

このような枠組みのなかで、韓国企業が欧米企業を買収するにあたって、日本企業の交渉様式とどのように類似し、または、どのように異なっているのかを検討することによって、その特徴を明らかにする。

II. 調査方法

韓国企業が1986年から1996年までの10年間で行った欧米企業を買収のうち、大型の案件は表1のようになっている。

このように、50百万ドル以上の買収金額になる欧米企業を買収は、大部分が韓国の4大チェーボール(三星、現代、LG、大宇)のグループに属する企業によるものである。したがって、韓国企業が欧米企業を買収する際の交渉過程の研究も、これら大手チェーボールを中心にした交渉過程に関するものとなる。

そこで、このような韓国企業が欧米企業を買収するに際して、どのような企業買収の目的と交渉様式を取っていたのかを面接調査することにした。このような調査にあたっては、個別の買収事例を比較分析し、そこから何らかの特徴を読み取

ることが必要になる。とりわけ、対面交渉についての分析には、そのようなアプローチが有効であると思われる。しかし、第三者が、対面交渉の場に直接参加して観察することは不可能である。また、ある一つの事例において直接交渉に当たった関係者から交渉様式を聞き取ることは、その事例については有効な情報を得ることができるであろう。しかし、その場合でも、他の事例との比較を行うには限界があろう。そのような限界を解決するためには、韓国企業が行った欧米企業を買収についての複数の交渉の場にも参加して、比較分析の出来る立場にある企業買収仲介者の意見を聞き取るのは一つの有効な方法であると思われる。

そこで、今回の面接調査においては、以下の方々にインタビューした。

韓国内の韓国証券会社での	
M & A 担当者 (韓国人)	2名
韓国内のアメリカ系銀行での	
M & A 担当者 (韓国人)	1名
韓国企業の M & A 担当役員 (韓国人)	1名
韓国証券会社のアメリカ法人のマネジャー	
(元 M & A 担当者) (韓国人)	1名
アメリカ国内の投資銀行家	
(M & A 専門家) (アメリカ人)	1名
実務家合計	6名

韓国の弁護士：(企業買収関連の専門家)	
(韓国人)	1名
韓国の大学教授 (M & A 研究の専門家)	
(韓国人)	1名
合計	8名

これらの方々とのインタビューは、1996年3月と4月に行った。インタビューにあたっては、回答者に質問状を見てもらいながら答えてもらい、その内容を面接者が記録する形をとった。しかし、面接時間の制約などから、必ずしも全員から全問についての回答を得ることは出来なかった。このほか、アメリカ証券会社のM & A担当者(日本人)1名および日本の銀行でのM & A担当者(日本人)1名にも、補足的なインタビューを行った。

このように面接調査の数が少ないこともあって、面接の結果得られた内容は、統計的な処理に耐えうる形とはならなかった。このため、仮説の検討にあたっては、統計的な検証ではなく、傾向を示唆する程度にとどまっている。また、標本数の少ないことを補う意味において、公表された情報も研究対象資料として採用した。

III. 調査結果と仮説検討

A. 企業買収の目的

今回の面接調査では、欧米企業を買収した韓国企業の当事者に対する面接調査が少ないことから、当事者によってその企業買収の目的が語られている若干の文献も参考にして、韓国企業が欧米企業を買収する場合の目的を推察することにした。

最近5年間の韓国企業のなかで欧米企業を買収した企業の大部分は、三星、現代、大宇およびLGの4大チェーボールに属する企業である。これらチェーボールの企業が欧米企業を買収するにあたって、特に重視した目的としては、エレクトロニクス分野では技術・ブランドの取得があげられている。また、自動車分野では、生産拠点や販売網の取得が重視されている。

第一の技術を主目的とする企業買収は、韓国企

業が欧米での競争力を強化するために行われている。例えば、現代電子は1993年にマックスター・コープの37%を取得したが、当時、現代電子は、ハード・ディスク・ドライブを生産していなかった。このため、現代電子の上級副社長のC. S. Park氏は、「マックスターに対する投資は、我々のグローバル技術能力を開発するにあたっての大きな戦略的ステップになると信じている」と述べている¹。また、現代電子がAT & T・GIS(旧NCR) -MPDを買収した時には、現代電子アメリカのCEOであるY. H. Kim氏は「NCRのマイクロエレクトロニクスを持っている技術のいくつかは我々にとって非常に価値のあるものである」と述べている²。それまで、現代電子はメモリーに集中していたが、Y. H. Kim氏は、「この買収は、現代電子が世界の半導体市場において数量志向のメモリー事業から付加価値志向のIC事業へのプレゼンスを高めるための戦略的動きである」³と述べて、技術の取得が目的であったことを示唆している。

また、ゴールドスター(後のLG電子)は1991年にゼニスの株式の5%を取得したが、競争力を高めるために低コスト・メーカーから脱皮して新技術を求め始めた動きであると見られている⁴。さらに、1995年にLG電子はゼニスの株式の58%まで買い増しをしたが、LG電子の具社長は、ゼニスの株式のマジョリティを取得した目的として、ゼニスのもっている高品位テレビ技術と生産拠点の獲得をあげている⁵。さらに、具社長は、ゼニスの抱えている人材とブランドの獲得も重要な動機であり、これをLGが独自に取得しよ

¹ Stephen Kreider Yoder, "Maxtor Allied with Hyundai: Stock Surges," *The Wall Street Journal* (August 20, 1993), p. B10

² Jonathan Friedland, "Korean Concern Agrees to Buy AT & T Division," *The Wall Street Journal* (November 11, 1994), p. B4

³ Louise Kehoe, "Hyundai buys NCR chip operations from AT & T," *Financial Times* (November 11, 1994), p. 19

⁴ Eben Shapiro, "5% Zenith Electronics Stake Sold to Korea's Goldstar Co.," *The New York Times* (February 26, 1991), p. D9

⁵ "LG Electronics Pulls Off Industry Coup," *Korean Business Review* (September 1995), p. 41

うとすれば何10億ドルも必要であったであろうと推察している。

さらに、三星電子の姜会長は、「(海外企業買収の基準は)いろいろある。まずは特許をもっていることだ。事業に進出して支払わなければならない特許料を考えれば、買収の方が得な場合がある。技術をもっている企業もいい。我々が研究開発をすると時間がかかりすぎるケースで買収する。もう一つは市場を持っていることだ。市場開発に時間がかかる場合には買収する」と述べている¹。そして、具体的には、アメリカの通信交換機用の部品メーカーおよび同機器用半導体開発のベンチャー企業のIGTの買収(買収金額9百万ドル)は技術狙いであると述べている。しかし、姜会長はアメリカのパーソナル・コンピューター大手のASTリサーチへの資本参加は市場ねらいであるとしている。しかし、別の視点からは、ASTリサーチは、三星電子のコンピューター部門の売上高を高めることに貢献すると同時に、「この買収の最も重要な点は、三星電子がASTから新しいパーソナル・コンピューター技術を取得することにある。マルチメディア・システムにとってパーソナル・コンピューターが主要な消費財となることから、この買収は、三星電子のテレコミュニケーション事業を支援することになる」と指摘されており²、技術の獲得目的の可能性も強い。

この他、大宇グループでは、大宇自動車は1994年にイギリスの自動車設計開発会社を買収している。また、大宇電子が1996年10月にフランスのトムソン・マルチメディアを買収しようと試みたが、その買収目的の第一に音響・映像などの先端技術の取得をあげている³。

これに対して、第二の生産・販売拠点の獲得を主目的とする企業買収は、韓国企業が技術優位性

に立っている市場での事業展開のために行われている。特に、大宇グループは、東欧で「面」の拠点を確保するための企業買収を進めている⁴。例えば、大宇自動車は、1994年11月にルーマニアの国営のクライオバ自動車の51%、1995年7月にポーランドのライトバン・メーカーのFSCの61%、同年8月にチェコの重量トラック・メーカーのアヴィアの50.2%、1995年11月にポーランドの自動車生産公団FSOの70%と、たて続けに買収している。さらに、大宇グループは、1996年6月にルーマニアの「5月2日造船所」の51%、同じ6月にハンガリー最大手で商用車用の車軸やギアボックス用のベアリングを生産している国営メーカーのMGMの85.6%、同年9月にはポーランドのディーゼル・エンジン・メーカーのアンドリアの40%を買収している。大宇グループは、技術面で欧米日の自動車メーカーに対して優位性をもっているわけではないものの、それら先進国の競争メーカーが比較的強くない東欧市場に絞って、販売・生産拠点の獲得を主目的とした企業買収を展開している。それは「発展途上国市場では、技術の洗練度より耐久性や低価格が重要になる」ためであると見られている⁵。その意味では、大宇グループは、他のチェーボールによるアメリカでのエレクトロニクス関連企業の買収の目的とは異なった事業展開を、東欧で推進していると思われる。しかし、このような生産・販売拠点の獲得という目的を重視しながらも、大宇グループは東欧でエンジン技術の向上や軽量トラックを生産するための新しい技術など、技術獲得の取得も計算に入れているとされている⁶。

これら企業買収目的を統合的に見た場合、韓国企業による欧米での大型企業買収の多くは、技術獲得を最優先している企業買収が多いと言える。これは、韓国企業の場合には、グローバルな技術競争力を強化する必要にせまられているな

¹ なお、姜会長は、「日本のユニオン光学、ラックスも技術が魅力だった」と述べている。「姜普求・三星電子会長に聞く」日経産業新聞 (1995年4月26日), p. 32

² John Burton, "Samsung Electronics feeds growing appetite," *Financial Times* (March 2, 1995), p. 19

³ 「大宇電子、仏政府と買収交渉」日本経済新聞 (1996年6月15日), p. 7

⁴ Jane Perlez, "European Beachhead For Korean Ambition," *The New York Times* (July 24, 1996), pp. D1 and D19.

⁵ "Daewoo: Mr. Kim's big picture," *The Economist* (September 16, 1995), p. 77

⁶ "Daewoo: Mr. Kim's big picture," *The Economist* (September 16, 1995), p. 77

か、技術のライセンスを受けることが次第に難しくなっていることを反映しているものと思われる。これに対して、日本企業の多くは、とりわけ1980年代後半以降、貿易摩擦の打開策や円高への対応策として、販売拠点や生産拠点を短時間のうちに獲得することを重視し、欧米企業の買収において、販売網・ブランドの獲得を最重要視するとともに、製造拠点の確保を重視しており、韓国企業の主要目的とは若干異なっている。

このような技術獲得を最優先とする企業買収の場合には、交渉様式も影響を受けるものと推察される。すなわち、生産・販売拠点の獲得を主目的とする場合には、企業買収のほかに、グリーンフィールド案も可能であり、選択肢も多いと思われる。これに対して、技術獲得を主目的とする場合には、選択肢にはグリーンフィールド案は含まれず、獲得したい技術を有する企業の買収に限定される。技術が最先端なものであれば、その選択肢はさらに限定される。このため、意思決定の絞り込みが明確で、迅速に行われる。また、買収側企業のグローバルな事業展開にとって技術獲得が最重要である場合には、買収企業側は、技術獲得の探索を能動的に行うことになる。事実、面接調査した大手チェーボールでは、社内に企業買収の専門のスタッフを有し、被買収企業の探索を能動的に行っている。特に、韓国国内におけるチェーボールの寡占度が高く、お互いが他社に対して、技術優位性を築くためにも外国の技術の重要性を意識している。

一方、1994年以降の韓国企業による欧米企業のうち的大型案件の多くにおいては、当初、マイノリティの出資をして、その後に経営権の取得にまで進んでいる。第一段階での出資比率が低く抑えられたのは、被買収企業側が韓国企業を単なる資金援助者と見做して経営への介入を抑えようとしたのか、あるいは、韓国企業側が技術獲得だけの目的であって、経営のリスクまで負担することを躊躇したのか、いずれの事情なのかは明らかではない。しかし、第二段階において、韓国企業が被買収企業の支配権を取得するに至った理由は、韓国企業が、被買収企業の技術獲得についての権利を守る面が強かったこともであると推察される。

例えば、LG電子がゼニスを買収したことについて、リー氏（LG電子の会長兼CEO）は、LG電子は、部分的には、ゼニスの経営をコントロールしようとする他社の試みを挫くために行った、と述べている。すなわち、LG電子はゼニスの株式の3.8%の株式をすでに所有しており、もし他社がゼニスの経営をコントロールした場合には、それがLG電子とゼニスとの関係を傷つけることになることを懸念した。その意味で、この買収は、技術防衛的色彩も強かったとも言える¹。また、逆の視点から見ると、技術取得目的が強いために、韓国企業が被買収企業にロック・インされた可能性も否定できない。

B. 交渉様式

1. 交渉準備

a. 価値評価

買収交渉に入る前に、買収企業は、被買収企業の価値を明確に評価しておくことが重要である。買収企業が、能動的に十分な準備をもって被買収企業の価値を評価している場合には、対面交渉の場においても、明確な交渉ポジションをとることが出来るようになると思われる。

それでは、韓国企業が欧米企業、とりわけ、アメリカ企業を買収する場合には、どのような手法で被買収企業の価値を評価しているのでしょうか。この質問に対しては5名の実務家のいずれもが、DCF法を何らかの形で使用していると回答している。例えば、大手チェーボールのM & A担当役員は、「業界の類似方法、DCF、利益・キャッシュ・フロー・売上高の倍率を用いている。このほか、リスクを考慮したり、潜在的なライアビリティを検討して、買収価格を引き下げようように交渉する」と述べている。一方、アメリカ系銀行のM & A担当者は、「DCFとキャッシュ・フロー倍率との混合である。時には市場価値を用いる場合もある」と述べている。同様に、大手証券会社のアメリカ法人のマネジャーは、「DCFと資産の市場価値を用いている」と述べている。さらに、韓

¹ Andrew Pollack, "Another Company Had Its Eye On Zenith, Korean Concern Says," *The New York Times* (July 20, 1995), p. D3

国企業の買収案件の多くに関係していたアメリカの投資銀行家は、「予測が必要になる場合には、DCF法を用いている。このほかには、倍率法、置き換え価格を見る場合、例えば、重厚長大の産業の場合には、資産の市場価値法を用いる。非上場企業の評価には、類似の上場企業と比較する方法を用いる」と述べている。

このような回答結果は、日本企業が欧米企業を買収するにあたって、日本企業の担当役員の多くがDCF法についての理解が曖昧であったことと若干異なっているようにも思われる。しかし、大手チェーボールによる企業買収に詳しい韓国の大学教授は、「韓国企業のトップ経営者が、買収価格の計算方法として、DCF法を理解しているとは思わない。多くの場合、買収価格の計算は株価収益率や市場価格に対するプレミアムなどを考慮して決定している」と指摘しており、DCF法に基づく計算値が欧米企業を買収する際意思決定において、どの程度の有効性をもっているのかについては、さらに詳しい調査をする必要がある。

b. 資本コスト

また、上述の投資評価法と関連して、韓国企業は、資本コストを欧米企業を買収するにあたって、どのように意思決定に取り込んでいるのだろうか。

アメリカ系銀行のM&A担当者は、「韓国の企業は資本コストとしてIRRを用いている。負債のコストとしては国内の負債のコストを用いている。留保資金については、ゼロとは考えていない。内部ではIRRを用いており、機会費用の発想をもっている」と推定している。しかし、韓国の大学教授は、「私は、□社（トップクラスのチェーボール）の研修プログラムで教えているが、□社の幹部は、資本コストの発想を理解できていないと思う。□社が買収したアメリカの○社の場合も、純利益がマイナスなのに、どうやってDCFを使うのかと言っていた」ほどであり、「株式のコストをフリー・コストと見ている」と述べている。事実、そのように指摘された大手チェーボールの役員は、「借入コストは、税引き前では15%位であるが、税引き後で考えている。このため、株主資本コス

トのほうが安いと考えている。配当性向は低く、配当利回りも低いからである。しかし、加重平均の資本コストという発想はないし、資本コストという発想も弱い」と認めている。したがって、韓国企業において資本コストについての理解は、日本企業のトップ経営者がもっている資金調達コストの認識とあまり差異がないように推察される。

さらに、他の証券会社のM&A担当者3人との面接調査での回答から推察すると、韓国企業は、欧米企業を買収するにあたって、負債の調達コストを重視している。しかし、韓国企業の負債コストが高かったために、結果的には、韓国企業は、買収資金のコストを、日本企業ほどには、低く見ていなかったと思われる¹。

c. 戦略価値

面接調査によると、韓国企業が、欧米企業を買収するにあたって、明示的に計算できる現在価値に加えて、なんらかの戦略価値を付加していることがうかがえる。

例えば、アメリカ系銀行のM&A担当は、「韓国企業が欧米企業を買収した場合には、戦略価値を意識している。市場の拡大や技術の取得などがその源泉である。スタンド・アローンの評価よりも高い価値を見ている。経営をコントロールできることに対しての価値、シナジーやインタンジブルな価値を認めている」と述べている²。韓国の大手証券会社のM&A担当者も、「戦略価値としては、既存営業部門とのシナジー効果を評価しており、その価値の源泉は、営業力、技術力、ロケーションにある」と述べている。また、大手証券会

¹ 鈴木貞彦、日本企業による欧米企業の買収（東京：慶應通信，1993），pp. 91-96；山田チエオ、M & Aにおける日本企業の資本コストの相違について（慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程学位論文，1990年）

² 日本企業も被買収企業の株式のマジョリティを獲得して、それをコントロール出来ることに対して、高いプレミアムを支払っている。

Jun-Koo Kang, "The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms," *Journal of Financial Economics* (December 1993), p. 369

社のアメリカ法人のマネジャーは、「戦略価値を考慮している。最も高いプレミアムをつけたのは、技術が欲しかった場合である。戦略価値の第二の要因は特許、第三の要因はブランドである」と述べている。このほか、大手チェボルの M & A 担当役員は「一般的には、戦略価値を計算している。戦略的な価値の源泉としては、事業機会や技術の価値などを考慮している」と述べている。このように、韓国企業は、戦略価値、とりわけ技術に対して追加的な価値を認識していると思われる。

d. 資金調達

韓国企業の資金調達において負債比率が高いということと相まって、韓国企業が欧米企業を買収するにあたって、その資金調達面で、韓国政府による監督・規制を受けることも多い。このため、韓国企業は、必ずしも有利な資金調達を弾力的に行える状況にはない。

韓国においては、10 百万ドルから 50 百万ドルまでの外国投資は、韓国銀行 (BOK) に申請しなければならないことになっている¹。一方、韓国企業が 10 百万ドルを上回る外貨取引を行う場合には、韓国銀行は関連省庁にコメントを求めている。三星電子による AST リサーチの買収の場合には、韓国銀行は、財政経済院、貿易・産業・エネルギー省、外務省に意見を求めている。ところが、1995 年 2 月 28 日に両社の首席役員がソウルで買収契約に調印したものの韓国政府による承認が出されたのは 8 月であった。この遅れについて、7 月に、三星電子の財務チームの黄常務は、この遅延は財政経済院がこの取引の資金調達方法に反対していることが原因であったと述べている。「彼らは、我が社のソウルでの借入は韓国の銀行に対して外貨負担をかけると思っているようだ。彼らは、資金調達の構造に若干の修正をすることを示唆している」と述べている²。黄常務は三星の長期的戦略は、外国での企業買収の

必要資金の大部分をそれ自身の海外事業によって調達することであると語っている。それは韓国内で資金を調達しようとする大変面倒なことが多いためであり、「一般論として、より多くの海外子会社をもっと積極的に関係してくることを期待している」³と述べている。

財政経済院が三星による AST リサーチの買収を承認したのとほぼ同じ時期に、財政経済院の次官は、韓国企業による大規模な海外投資プロジェクトをファイナンスするにあたって、負債に過大に依存することを抑制するような措置を導入することを明らかにした⁴。すなわち、1995 年秋、韓国政府は、韓国企業が外国投資の少なくとも 20% を韓国内での資金源泉や内部資金でまかなうように規制するようにした⁵。韓国政府は、この規制によって、チェボルが過大な外国負債を負うことを防止しようとした。例えば、海外プロジェクトが 100 百万ドルを下回る場合には、総投資資金の最低 10% を自己資本でまかなうこと、100 百万ドルを上回る場合には、少なくとも 20% を韓国内で自己資金、株式市場、あるいは政府金融機関から調達しなければならないという規制を設けている⁶。しかし、韓国国内の利子率は、その時点で 12% 前後となっており、調達コスト面でも不利となっている。例えば、三星の幹部は「我々としては、当然のことながら、資金を国際市場で調達したい。それは国際市場で調達する資金のコストは、国内で調達するコストの半分になるからである」と述べている⁷。この海外投資についての自己資本調達についての規制は、1992 年にいったん解除されていたが、1995 年 10 月に再度導入されたものである。さらに、海外子会社に対

³ Michael Newman, "Jitter Bugs," *Far Eastern Economic Review* (July 6, 1995), p. 63

⁴ "Small Firms Rules on Big Overseas Investments," *The Asian Wall Street Journal* (August 2, 1995), p. 4

⁵ "Daewoo: Mr. Kim's one-man empire," *The Economist* (January 27, 1996), p. 61

⁶ Laxmi Nakarmi, "Seoul Yanks the Chaebol's Leash," *Business Week* (October 30, 1995), pp. 20-21

⁷ Ahn Mi-young, "South Korea: On the acquisition trail," *Asian Business* (October 1995), p. 19

¹ "Overseas Investments, Outgoing to Meet New Flooding Challenges," *Business Korea* (March 1996), p. 20

² Michael Newman, "Jitter Bugs," *Far Eastern Economic Review* (July 6, 1995), p. 63

する国内企業による保証は、総海外投資の最高50%に制限されている。総資本調達額の50%を上回る保証は、自己資本での調達を必要とする投資と見做されることになっている¹。

韓国証券会社のアメリカ法人のマネジャーも次のように述べている。「投資金額が10百万ドルを超える案件は政府の承認を受けることが必要になる。このため、外国企業を買収する場合には、韓国政府の承認が必要になるという前提で、買収交渉を進める。しかし、韓国企業が政府に対して、企業買収の件を伝えるのは、交渉の最終段階である。交渉の可能性が90%程度になってから伝える。政府としては、韓国企業が被買収企業を買収後も管理できるかどうかに関心をもっている。大手企業の場合には、政府としては、その意思決定を委譲するとともに、その意思決定を承認しているが、そのような会社は国内の事業でも財務的なトラブルがないことが条件となっている」と述べている。また、「200百万ドル程度の買収金額になる場合、200百万ドルを海外市場で調達するほうが、コスト面では安い。しかし、韓国企業の外国への負債が増加することについては、政府は心配している。外国企業を買収したいと考えている韓国企業は、その必要資金の30-40%を自己資金で調達するようになっている。この場合、自己資金とは、利益留保金のことを意味しており、国内の銀行借入は含まない」と述べている。さらに、「買収金額が多くなると、外部資金の割合が増える。そのなかでも、借入金の割合が減って、株式と転換社債のエクイティが増えるが、全体の30%程度である」と述べている。しかし、このマネジャーは、「韓国企業にとって、海外で転換社債を発行するのは容易ではない。財政経済院がその年度について、海外で発行する証券についての枠を設定して、それを各企業に割り当てることになる。政府の産業政策がその割当に影響することはないと思うが、製造業が優先されており、サービ

ス産業は海外で転換社債を発行することは許されていない」と述べている。

また、大手チェーボルのM & A担当役員は、「企業買収の際の銀行借入金は、シンジケーションの形で借り入れている。資金調達は政府の規制に依存している。海外事業は国際的なローンでまかないたいが、政府の枠がある。例えば、□社の資本投資は☆億ドルであるが、政府が韓国企業全部に対して設定している枠を□社だけでもすでにオーバーしている」と述べている。

このように、韓国企業が欧米企業を買収するにあたっては、個別案件毎に自己資金や割合や韓国国内資金の割合などの制約が課され、弾力的で有利な資金調達が制約されていると思われる。また、海外資金調達の枠が設定されることによって買収金額についても抑止力が作用しているようにも思われる。このようなことから、韓国企業が欧米企業を買収するにあたって、国家の産業政策に整合的な企業買収の目的がとりわけ重要視されているように思われる。

2. 交渉ポジションの設定

a. 競争入札

企業買収にあたっては、自社が買収交渉の唯一の相手方となる相対交渉の形態と多数の買収希望企業との競争による入札の形態とがある。

韓国証券会社のアメリカ法人のマネジャーは、「過去においては、ほとんどが競争入札の状態であった。競争入札は適切な方法ではない。入札の場合には、時間の制約があり、相手方を十分に評価する時間がない」と述べている。このため、大手証券会社のM & A担当者は、交渉にあたって十分な検討ができるように、「半分位の案件については、排他的条件を求めた」と述べているが、現実には、排他状況での企業買収の検討は難しかったようである。また、アメリカ系銀行のM & A担当者は、そのような条件を付けられるかどうかは、「売り手のアドバイザーの出方にもよる。売り手と買い手のパワーダイナミックスである。実際には、1件だけ排他的条件をつけて買収することで交渉に入ったが、結局買収出来なかった」と述べている。

¹ 但し、10百万ドルを下回る投資、中小企業および非製造企業には適用されないことになっている。“Overseas Investments, Outgoing to Meet New Flooding Challenges,” *Business Korea* (March 1996), p. 20

事実、競争入札状態は、韓国企業と欧米や日本の大手企業との間で見られるだけでなく、韓国企業の間でも見られる。例えば、現代電子が1993年にマックスターの株式を最初に取得した際には、三星電子が最初にマックスターから80百万ドルでの売却の打診を受けていたとされているが、現代電子がそのほぼ倍額の価格を支払うことによってマックスターを買収している¹。また、1994年に現代電子は、AT & Tの非メモリー半導体部門であるNCR-MPD (Microelectronics Product Division)を買収したが、その際、アメリカや日本の大手メーカーのほか²、三星電子とも再び競争入札を行っている³。

また、1995年11月には、大宇自動車は、ポーランドの国営自動車メーカーで以前GMとの合併会社であったFSOの株式のマジョリティを、経営再構築のための投資額を含めた提案において、競合相手のGMによる提案よりもFSO側にとって有利な条件を示すことによって取得している⁴。

さらに、競争入札状態になった場合には、買収価格が上がり上がるとともに、非価格戦術も必要となっている。例えば、現代電子は、AT & Tの子会社NCR-MPDを買収するにあたって、三星電子などとの入札競争に競り勝ったが⁵、最終的な入札価格は非常に接近していたとされている。それにもかかわらず、現代電子が買収できたのは、買収条件として、現金で支払うこと、現経営陣を維持すること、独立の自律的子会社として経営すること等を約束したことが指摘されている⁶。こ

のような条件もあってか、AT & TがNCR-MPDの役員達にどの会社を買収会社として好むかと意見を求め際に、NCR-MPDのジーン・バターソン副社長が「面接の際に、現代電子は我々を尊敬の念でもって接したが、ほかの会社のなかには、彼らが支配者であるかのような態度で我々に接したとして、現代電子を第一番にリストしている」と回答しており、この点が最終決定にあたって考慮されたことが示唆されている⁷。

b. 買収形態の設計

このため、韓国企業が欧米企業を買収するにあたっては、買収側企業の選択肢を広げる一方で、売却側企業の選択の余地を狭めて自社だけに売却せざるを得なくなるように仕組むことが出来れば、競争入札を回避した買収交渉に持ち込むことが可能になるとと思われる。

例えば、LG電子がゼニスを買収するにあたっては、LG電子よりも先にアジアの家電メーカーがゼニスに対して接触をしていたが、その会社は十分に高い価格を提示しなかったために交渉は中断していたことが伝えられている⁸。事実、LG電子の具社長は、「5月にゼニスを訪問した際に、ゼニスの社長と、業界のことについて長時間にわたって話し合いをもった。1週間後に、彼は私に対して、アジアの会社がゼニスの支配権を握りたいと考えていると伝えてきた。さらに、彼は、私に対して、LGがゼニスのバイアウトに興味があるかどうかを打診してきた」と述べている⁹。そして、潜在的な競合企業との競争入札を回避するために、LG電子の幹部役員としては、「迅速に決断

¹ 池東旭、「試練にさらされる韓国企業の海外投資」*世界週報* (1997年2月11日), p. 26

² Jonathan Friedland, "Korean Concern Agrees to Buy AT & T Division," *The Wall Street Journal* (November 11, 1994), p. B4

³ Steve Glain, "Hyundai Electronics Takes Quiet Path to Global Clout," *The Wall Street Journal* (December 23, 1994), p. B3

⁴ "Daewoo: Mr. Kim's one-man empire," *The Economist* (January 27, 1996), p. 61

⁵ Michael Zielenziger, "Appetite for Chips," *Far Eastern Economic Review* (March 30, 1995), p. 60

⁶ Jonathan Friedland, "Korean Concern Agrees to Buy AT & T Division," *The Wall Street Journal* (November 11, 1994), p. B4

⁷ Steve Glain, "Hyundai Electronics Takes Quiet Path to Global Clout," *The Wall Street Journal* (December 23, 1994), p. B3

⁸ 韓国からの情報では、その会社は松下電器産業であるとされている。当時松下電器産業は、MCAの売却によって豊富なドル資金をもっていた。

Laxmi Nakarmi and Richard A. Melcher, "Will Lucky Goldstar Reach Its Peak with Zenith?," *Business Week* (August 7, 1995), p. 22

⁹ "LG Electronics Pulls Off Industry Coup," *Korean Business Review* (September 1995), p. 41

をもった行動をする必要があった」と述べている¹。

また、LG 電子は、ゼニスとは、1970 年代中頃から部品交換で提携を開始し、1991 年に、前述のように、ゼニスの株式の 3.8% を取得していた。さらに、その後、LG 電子がゼニスからブラウン管などを購入し、ゼニスは LG 電子から VTR などを購入して、提携関係を強化していた²。このようなことから、ゼニスの社長兼 CEO のモシュナー氏は、取締役会としては株主達のためにあらゆる選択肢を検討する義務があったものの「LG が論理的な選択であった」と述べていた³。

このように最終的には競争入札状態に陥らなかったことによって、LG 電子が買収方法を適切に設計することが可能になり、買収価格を抑えることに成功したと評価されている⁴。すなわち、LG 電子はゼニスの 57.7% を所有することでゼニスの支配権を握ったが、もし LG 電子がゼニスの 100% を所有するように交渉しておれば、買収価格はさらに高くなったはずであると指摘されている。さらに、既存の株主達から株式を買い取るのではなく、発行済株式総数（約 18.6 百万株）に近い新株（16.5 百万株）をゼニスが発行して、LG 電子がその新株を引き受ける形で経営権を取得したことも、価格交渉を有利にしたものと評価されている。すなわち、LG 電子が、結果的には、分配的交渉を回避して、統合的交渉の状態に持ち込んで交渉成果を有利に導いたことが示唆されている。

その一方で、別の解釈もなされている。すなわち、当初、LG 電子は、ゼニスの社長兼 CEO のモシュナーから提携の打診があった時に、合弁案を

提案ただけであった。これに対して、モシュナーは、LG 電子に対して、日本の家電メーカーがゼニスに打診してきて、1995 年 4 月に TOB の提案を検討していることを伝えた。この圧力のもとで、LG 電子は、自社の権益を防衛するために、ゼニスの持ち株比率を高めることを決意したとされている。すなわち、LG 電子がゼニスを買収した背景には、ゼニスによる「脅し」戦略があった可能性が示唆されている⁵。

一方、現代電子は、1993 年にマックスターの株式 37% を 150 百万ドルで取得したが、その際には、既存の株主から株式を取得するのではなく、新株を取得して、マックスターへ新規の資金供給することによって、取得価格を抑えようとしたものと推察されている。さらに、現代電子は、1995 年に残りの 63% の株式を 1 株 5.15 ドルで TOB をかけている⁶。この際、マックスターの取締役会がこの最初の TOB 案を拒否したことに對しても、現代電子は速やかに 1 株 6.70 ドルに価格を高めて完全子会社化することに成功している。

この場合、対応が長引けば入札競争になる可能性があり、現代電子は、迅速に意思決定することによって競争入札を回避したものと推察されている。

また、三星電子が 1995 年に AST リサーチの株式のマイノリティを取得した際には、「AST は、その交渉中の企業名は明らかにしなかったが、三星電子以外の企業とも話し合いに入っていることを明らかにしていた。」⁷ 業界通によれば AST リサーチは、水面下で、NEC の支援を求めていたが、NEC はそれを断ったとされている⁸。結果的に、三星電子に対して、「AST は交渉相手

¹ Laxmi Nakarmi, Richard A. Melcher and Edith Updike, "Will Lucky Goldstar Reach Its Peak with Zenith?," *Business Week* (August 7, 1995), p. 22

² Susan Carey, "South Korean Company Seeks Control of Zenith, Last of the U.S. TV Makers," *The Wall Street Journal* (July 18, 1995), p. A3

³ Andrew Pollack, "Another Company Had Its Eye On Zenith, Korean Concern Says," *The New York Times* (July 20, 1995), p. D3

⁴ Barnaby J. Feber, "Last U.S. TV Maker Will Sell Control to Korean," *The New York Times* (July 18, 1995), p. D2

⁵ Louis Kraar, "Guess Who's Betting on America's High-Tech Losers," *Fortune* (October 28, 1996), p. 70

⁶ "Maxtor Corp.," *The Wall Street Journal* (October 31, 1995), p. B7 および "Maxtor Corp., Committee to Recommend Hyundai Takeover Offer," *The Wall Street Journal* (November 2, 1995), p. B4

⁷ 日経産業新聞 (1995 年 2 月 14 日), p. 3

⁸ Motohiro Matsumoto, "Korean buy weak U.S. firms," *Nikkei Weekly* (July 31, 1995), p. 23

と競り合わせることをしないことに同意している。」¹一方、三星電子は、最初にマイノリティの株式を取得した時点で、すでに将来の経営権を取得したいという希望をもっている。結果的には、三星電子は、その後のASTリサーチの業績悪化に伴って、出資比率を高め、最終的には100%を取得している。しかし、この事例の場合、最後の段階での出資比率の引き上げは、ASTリサーチが業績悪化したために、他社が競争入札をするほど魅力的な状況ではなくなり、三星電子による救済的な色彩が強まった結果であると見方も可能であろう。

ところで、上述した事例は韓国企業による技術獲得を主要な目的として行った欧米企業の買収の代表的な事例であるが、多くの被買収企業について、韓国企業は、複数の段階を経て、出資比率を徐々に高めて、最終的には経営権を取得する方法をとっている。これによって、分配的交渉を回避して統合的交渉に持ち込んだことも推察される。しかし、同時に、韓国企業が部分的な株式をすでに取得していたがために、業績が悪化した被買収企業にロック・インされた面も否定できないと思われる。

3. 対面交渉

a. 企業買収交渉チームの意思決定

1) リーダーシップ

韓国企業が欧米企業を買収する場合には、トップ経営者が全交渉過程を指揮することから、交渉チーム内でも、トップ経営者が強いリーダーシップで意思決定を行っていることが示唆されている。

アメリカ系銀行のM & A担当者は、韓国企業で企業買収を担当する交渉チームのリーダーは、「上はCEOである。下の場合でも、海外事業を担当する常務クラスである。通常、大会社では海外投資のような案件ではCEOが扱う」と述べている。また、韓国の大手証券会社のM & A担当者は、「被買収企業が大会社である場合、交渉チーム

のリーダーは、顧客の当該事業担当取締役や担当部門の責任者である」と述べている。また、韓国の証券会社のアメリカ法人のマネージャーは、「海外企業を買収するにあたっては、海外法人のトップが、海外での関係者との接触も多いことから、交渉チームを組成している。交渉のリーダーは、海外支店や海外法人の責任者である。案件によっては、トップ経営陣（時にはチェーボル・グループの社長）である。30番目位のチェーボルの場合では、会長自らが交渉の席につくこともある。したがって、交渉チームのリーダーに誰になるかは、その人の年齢、英語力にも依存している」と述べている。また、アメリカの投資銀行家は「当該事業部のゼネラル・マネージャー、事業部門の社長が、交渉代表者となる。グループの会長は、大きな意思決定に関与している。韓国企業では、鍵となる人が企業買収戦略を作成しており、意思決定が直截的で単純になっている。また、韓国企業による企業買収は、強いリーダーシップのもとで行われている」と述べている。これに対して、「日本企業の場合には、副やジュニアなどの地位の低い人々が交渉に当ることが多い。マネジング・ディレクター・クラスの人々が交渉代表者となることは少ない。また、日本企業の場合には、コンセンサス方式であり、数多くの階層を経なければ意思決定が出来ない」と述べている²。そして、このアメリカの投資銀行家は、日本企業との対比で、韓国企業のほうが、強いリーダーシップのも

² これに対して、稟議制度で対応している日本企業の場合には、担当者が、交渉の自由度を高めるために、あらかじめプレミアムを高くした価格で稟議を通すことが多くなることが示唆されている。しかし、このような形での権限委譲の幅が大きいことは、担当者が企業買収を実現しようとするあまり、プレミアムの上限に近い買収価格を提示する傾向のあることが指摘されている。山田充彦他、わが国企業のM & A型海外投資の再評価（東京：財団法人国際金融情報センター、1995年3月）、pp. 27-28；同様に、「日本企業は億単位で決めてしまいます。大手の会社などでは社内稟議を上げて、例えば2百万ドルで買う決裁がですと、担当者はそれ以上に値切ろうとしないのです。日本企業の場合は、ドンブリ勘定というか、腹芸というか、とにかく大雑把です」との指摘も見られる。日本メディアプラン編、企業M & Aの徹底研究（東京：朝日ソノラマ、1987）、p. 364

¹ Gregory Hill, "Samsung Agrees To Buy a Stake In AST of U.S.," *The Asian Wall Street Journal* (March 1, 1995), p. 5

とでの意思決定を下していることを示唆している。

一方、大手チェーボルの M & A 担当者は、「企業買収の交渉チームは、M & A 部門から専門家が一人加わる。少なくとも一人は関係する事業分野の人が加わる。交渉の代表格の人は、関係する事業部門から加わる人である。それは企業買収に伴う投資資金や損益は、その事業部門が責任を持たされるからである。M & A 部門は、交渉チームに対してアドバイザーまたはプロセス・マネジャーとしての役割を担っている。M & A 部門は、デューデリジェンスの責任を負うことになる」と述べている。

例えば、LG 電子がゼニスを買収するにあたっては、LG 電子の具滋洪社長が、買収に先立って、ゼニスを訪問してゼニスの社長と長時間の話し合いを持ち、LG がゼニスを買収することに関心を持っていることを示すとともに、LG 電子がゼニスを買収するにあたっては、具社長が買収交渉を指揮をしていたことが示唆されている¹。また、大宇グループによる東欧における自動車関連の企業買収の交渉にあたっては、創業者である金宇中会長が直接指揮している²。

このように、欧米企業を買収する韓国企業の多くは、大手チェーボルであるが、欧米企業の買収の戦略的重要性や買収金額の大きいことから、チェーボルのトップ経営陣が企業買収交渉の指揮を直接とっているものと推察される。その意味では、アメリカの投資銀行家も指摘しているように、韓国企業のほうが、日本企業よりも、トップ経営陣の交渉への参加する機会が多いものと推察される。

2) 権限委譲

権限委譲の問題は、誰が誰に権限を委譲するのかという問題である。したがって、前述のように、トップ経営陣が交渉に直接関与する場合には、権限委譲の問題は少ないものと推察される。

アメリカ系銀行の M & A 担当者は、「重要な意思決定、例えば、買収価格の決定は CEO やシニア・グループ・マネジャーが行う。このため、この面での権限委譲は少ない」と述べている。その反面、企業買収の交渉を支援する作業を、組織上の管轄下にある部門に指示することになる。その意味では、その指示が権限委譲と言えなくもないことになり、その M & A 担当者は、「デュー・デリジェンスなどについての権限は（部下に）大幅に与えられている」と述べている。また、韓国証券会社のアメリカ法人のマネジャーも、「交渉には（アメリカ子会社の社長などの）トップが関係しており、しかも、そのトップは非常に強い権限を持っている。このため、権限の委譲の範囲は広い」と述べている。

さらに、大手チェーボルの M & A 担当者は、「企業買収金額の大きい場合には、本社のトップと直接コミュニケーションしながら交渉を進めている。企業買収金額が小さい場合には、完全な権限の委譲を交渉チームに与えている。交渉にあたって、我々は完全な形で権限を譲渡されている。それはトップが完全な権限を持っていること、また、交渉チームに対しても十分な権限を与えているからである」と述べている。また、韓国の大学教授も「□社では、会長が大きな企業買収を承認している」と述べている。

同様に、アメリカの投資銀行家は、「韓国企業の場合、交渉の代表者の地位が高いことから、権限委譲の問題はあまり出てこない。それは、交渉代表者の地位が高く、自分が意思決定をしているからである」と述べている。その一方で、この投資銀行家は、日本企業の場合には、リーダーシップが曖昧であるにもかかわらず、権限の委譲も少ないことを指摘している。すなわち、「日本企業は交渉担当者に意思決定をすることを認めていない。非常に不確定である。一般的にみて、日本企業は交渉担当者に、具体的な権限の委譲を行っていない

¹ "LG Electronics Pulls Off Industry Coup," *Korea Business Review* (September, 1995), p. 41; Andrew Pollack, "Another Company Had Its Eye On Zenith, Korean Concern Says," *The New York Times* (July 20, 1995), p. D3

² Brandon Mitchener, et. al., "Kim's Vision Drives Daewoo in Europe," *The Asian Wall Street Journal* (October 11-12, 1996), p. 1

い。このため、日本企業の交渉担当者は、交渉の途中において、交渉のポジションをシフトさせることが多い。日本企業は、交渉現場には地位の低い人を派遣しながら、その交渉現場にいる人に対して、権限を委譲することを躊躇する傾向がある」と述べている。

3) 意思決定の速さ

韓国企業が欧米企業を買収する場合の意思決定の速さについては、回答者の全員が、その速さを認めている。

アメリカ系銀行の M & A 担当者は、「韓国企業が欧米企業を買収するにあたっての意思決定の速さは、投資銀行をじらすほどのことは少ない。その意味では、韓国企業が欧米企業を買収するにあたっての交渉における意思決定はスピーディであると言える」と述べている。大手証券会社の M & A 担当者は、「意思決定は速い。会社によって異なるのは、最高経営者の性格の差による。意思決定が遅いほど、交渉の成功率は低くなる。最短の場合には、最終意思決定者の直観的意思決定が鍵となっており、最長の場合には、買収の仕組みの複雑性、買収目的についての確信にぐらつきがあった」と述べている。韓国証券会社のアメリカ法人のマネジャーは、「企業買収の交渉にトップが関係している場合には、意思決定のスピードは速い。しかし、トップが関係していない場合には、意思決定のスピードは遅い。また、意思決定のスピードは、企業買収案件の金額の多寡、アメリカ事業のトップの性格などに依存している。期間が短い場合には、交渉にトップ経営者が参加している。企業買収は、トップ経営者のゲームである。トップ経営者が交渉に参加している場合には、意思決定の複数の段階を省くことが出来る。所詮、従業員はリスクをとりたくない。時間がかったケースでは、構造が複雑になっていた。企業買収に強いニーズがあるかどうかも疑問であった。彼らは、企業買収を必要としていたが、技術に対する具体的なニーズが定義されていなかった。このため、時間がかかった」と述べている。さらに、大手チェーボルの M & A 担当者は、「我々はスピーディでもあるし、これまでの交渉のスピード

には満足している。これに対して、アメリカの企業は、取締役会の了解を取り付けながら行うので、我々とは異なる」と述べている。また、韓国の大学教授も、韓国企業が欧米企業を買収する場合の「意思決定がスピーディである」ことに同意している。

具体的な事例としては、例えば、LG 電子がゼニスを買収した際には、かなり速いスピードで行われて、会長室の他の役員も驚くほどの速さで意思決定が行われたことが示唆されている¹。また、大宇グループがポーランドの FSO のマジョリティを買収した際には、ポーランドの大蔵省の関係者が「大宇は嵐のようにやってきて、その交渉は、そのような大型企業買収ディールにしては非常に短かった」と語っているほど、スピーディであったことが推察される²。

さらに、アメリカの投資銀行家は、日本企業との比較において、韓国企業の意思決定は相対的に早いことを指摘している。すなわち、「韓国企業の意思決定のスピードが速く交渉期間が短い。それは、韓国企業のほうが地位の高い人が交渉担当者になるからである。ある案件の場合でも、韓国企業の交渉の代表者はトップ経営者であった。彼は私の隣に座っていた。したがって、意思決定が必要になるときは、別室で相談して、戻ってすぐに意思決定をすることが出来た。しかし、日本企業の場合には、地位の低い人を交渉担当者として派遣してくるので、このようにはいかず、交渉過程が長引く傾向にあり、複雑となり、時間もかかる」と述べている。

4) 柔軟性

交渉の柔軟性については、企業買収の目的との関連で、多様性が見られる。

アメリカ系銀行の M & A 担当者は、「企業買収交渉において予想外の状況に対応して時間やストラクチャーを変更するという意味では、非常に柔

¹ Steve Glain, "New-Look LG Tunes In to Faster Times," *The Wall Street Journal* (August 8, 1995), p. A6

² Susan Milligan, "The ever wider world of Daewoo," *Institutional Investor* (November 1996), p. 37

軟であったケースもあったし、硬直的であったケースもあった」と述べている。また、韓国証券会社のアメリカ法人のマネジャーは、「企業買収の具体的なニーズがあり、技術獲得の目的が強い場合には、交渉チームの意思決定は非常に柔軟になる。しかし、魅力がまあまあの時には意思決定は非常に硬直的となる。また、もし企業買収をトップ経営者のイニシアティブで始めた場合は、その企業買収についてのコミットメントが高く、交渉をまとめるにあたって、最終段階でも粘り強い。これに対して、トップが係わっていない場合には、コミットメントは低く、交渉者がワーキング・レベルの場合には、買収交渉を進めないこともある」と述べている。さらに、このマネジャーは、「概して、韓国企業はビジネスや技術に比較的センシティブであるが、価格にはあまりセンシティブではない」と述べている。また、大手チェーボルのM & A担当者も、「我々のほうが柔軟に交渉に対応している。それは我々が、フィナンシャルな理由で企業買収を行っているのではなく、ビジネスの必要性から企業買収を行っているからである」と述べている。このように、企業買収の目的の重要性如何によって、交渉における柔軟度が異なっていることが示唆されている。

さらに、アメリカの投資銀行家は、「韓国企業のほうが意思決定を柔軟に行っている。韓国企業の場合には、限界値や彼が何をしたいのかを我々に伝えてくれているので、我々としても交渉において、柔軟に対応しやすくなっている。それは組織内で上位のほうが、事業を良く知っているし、良く対応できるからである」と述べている。また、この投資銀行家は、日本企業は、交渉にあたってのポジションが曖昧であり、交渉における柔軟性の面でも問題があることを示唆している。すなわち、「日本企業では、断固たるポジションを築くことが難しそうである。日本企業の態度は曖昧である。この結果、(1) 日本企業は高すぎる価格を支払っている。(2) 日本企業は、予習をやってこない。したがって、自分達のポジションを理解出来ないでいる。日本企業は、自分達のポジションや限界値を投資銀行に伝えてくれない」と述べている。

ここでも、韓国企業が企業買収交渉をまとめるにあたって、技術獲得という企業買収の目的を強く意識している度合いが強い場合、および、チェーボルのトップ経営者のリーダーシップが強い場合には、交渉対応も柔軟になっている。

C. 交渉成果

企業買収交渉の成果は、買収価格と非価格要因によって評価される。韓国企業が買収した欧米の被買収企業のうち主要な企業の多くは、上場企業であった。このため、買収価格については、それまで株式市場で成立していた株価に対するプレミアムで評価することが出来る。

大手チェーボルのM & A担当役員は「高いプレミアムをつけた例としては、それ以前の市場価値に対して30~40%も上回ったというケースもある。それをつけた理由としては、オーナー企業についてのマジョリティを取ったことに対して、旧マネジメントに対する報酬としての意味合いもある。また、マジョリティをコントロールすることに対する価値である。しかし、マイノリティの場合には、市場価格に近いところで買収する」と述べている。また、この役員は「締結した価格は、一般的に言って、上限価格に近い価格である。あまり上限価格と乖離していない。しかし、我々が買収できなかった案件では、価格が当初の提示価格の2倍にもなった。価格の入札競争になった時には、上限価格を超えたこともあった。そのケースでは、上限価格を引き上げたが、結局は買収できなかった。この場合には、最初に想定していた上限価格を50%も上回っていた。我々は交渉に先立って価格幅を計算しており、上限価格は例外的にしか変更しない」と述べている。

一方、現代電子が1993年にマックスターの株式の37%を取得した際には、1株7.73ドルであり、前日の終値に対して44%のプレミアムとなっている¹。また、1995年に残りの株式63%を取得した際には1株6.70ドルで取得している。その際には、前日の終値5.00ドルに対して

¹ Stephen Kreider Yoder, "Maxtor Allied With Hyundai; Stock Surges," *The Wall Street Journal* (August 20, 1995), p. B10

表2 韓国企業による主要欧米企業買収の際のプレミアム

被買収企業	プレミアム（株式持ち分比率）	
	第一次取得	第2次取得
マックスター・コープ	44% (37%)	34% (63%)
ゼニス	33% (5%)	13% (53%)
ASTリサーチ	49% (40%)	12% (51%)

34%のプレミアムになっている¹。

さらに、LG電子が1991年にゼニスの株式の5%を取得した場合、ゴールドスター（後のLG電子）は1株10.34ドルを支払っている。その時、前日のゼニスの株価は7.75ドルであり、プレミアムは33%であった。また、1995年に出資比率を58%に高めた場合、LG電子は、ゼニスの株式を1株10ドルで取得した。この株価は、株式市場での直前の30取引日の平均株価7.70ドル、直前の株価は8.875ドルであり、締結した価格は、7.70ドルに対して約30%、8.875ドルに対して約13%のプレミアムになっている²。このプレミアム水準について、証券アナリストは、LG電子が買収価格を抑えることに成功したと評価している。また、三星電子の役員も「LGは過大な支払いをしたかもしれないが、高品質でブランド・ロイヤルティを取得しようとするのであれば納得のいく取引きである」とコメントしている³。

三星電子が1995年3月に買収したASTリサーチの場合を見ると、三分割して、ASTリサーチの新株6.44百万株を1株19.50ドルで、また、ASTリサーチの既存の株主に対するTOBで5.82百万株を22ドルで、さらに、新株5.63百万株を22ドルで買収した。この発表直前の株価は、14.188ドルであり、19.50ドルは約37%のプレミアムであり、22ドルは約55%のプレミアムと

なっており、平均して48.7%となっていた⁴。この取引について、韓国の大学教授は、「三星電子がASTリサーチを買収するのに支払った金額は高すぎる」と述べている。また、1997年1月に、三星電子は、ASTリサーチの残りの51%の株式を1株5.10ドルで公開買い付けることを発表した。その発表前の株価は、4.57ドルであり、プレミアムは約12%となっている。しかし、この最後の段階の買収は、赤字に陥っているASTリサーチの救済策であり、新規の株式取得交渉とは異なると思われる。

一方、日本企業が、同じ時期に、欧米の類似公開企業を買収した事例を見いだすことは難しい。Cheng and Chan〔1995年〕は、1987年から1990年までの4年間における日本企業による公開アメリカ企業9社について、プレミアム（最初の発表前5営業日の株価の終値に対する値）が49.1%（標準偏差38.9%）となっていることを示している⁵。したがって、平均的には、韓国企業の支払った上述のプレミアムは日本企業が支払ったプレミアムよりは、少ないように思われる。特に、二次取得段階でのプレミアムは最初の取得段階でのプレミアムよりも大幅に低くすることに成功している。しかし、これらは業種も時期も異なっており、日本企業の買収事例と対となる標本とはなっていない。しかも、日本の銀行でのM & A担当者が述べていたように、1990年代の日本企業は学習して企業買収における価格交渉も厳しくなっていると思われる。事実、上述の韓国企業が

¹ "Maxtor Corp., Committee to Recommend Hyundai Takeover Offer," *The Wall Street Journal* (November 2, 1995), p. B4

² Susan Carey, "South Korean Company Seeks Control of Zenith, Last of the U.S. TV Makers," *The Wall Street Journal* (July 18, 1995), p. A3

³ Steve Glain, "New-Look LG Tunes in to Faster Times," *The Wall Street Journal* (August 8, 1995), p. A6

⁴ Gregory Hill, "Samsung Agrees To Buy a Stake in AST of U.S.," *The Asian Wall Street Journal* (March 1, 1995), p. 5

⁵ Louis T. W. Cheng and Kam C. Chan, "A Comparative Analysis of the Characteristics of International Takeovers," *Journal of Business Finance & Accounting* (July 1995), p. 647

買収したエレクトロニクス企業3社については、日本企業との買収交渉に競り勝った結果であることが示唆されている。この意味で、韓国企業のほうが日本企業よりも高い買収価格を付けている可能性は残っている。

D. 被買収企業の経営再構築

交渉過程における韓国企業の上述の特徴は、企業買収を成立させることについては、促進的な効果を持っていると思われる。しかし、それが企業買収による株主資本価値を創造することになるかどうかは別問題である。

韓国企業が欧米で行った企業買収には、自社の技術優位性をもって企業買収を行った事例と自社の技術劣位性を改善するために行った企業買収の事例とがある。前者の場合には、大字が東欧で行っている自動車などの分野での企業買収が挙げられるであろう。このような企業買収においては、価値を高めるために、韓国企業が経営力を駆使して被買収企業の経営を再構築する度合いが強い。特に、生産段階での改善が重視されている。

これに対して、後者の場合、韓国企業が技術獲得を主目的としてアメリカで買収した主な被買収企業としては、マックスター（現代電子）、ASTリサーチ（三星電子）、ゼニス（LG電子）などがあり、いずれもエレクトロニクス分野に集中している。これらの産業においては、技術は非常に速く進歩しており、獲得の対象とされる技術は既存の技術の獲得だけでなく、将来において開発される技術の獲得が重視される。したがって、企業買収後においても、優れた研究開発者の維持・獲得が重要となる。しかし、その前提としては、被買収企業の経営状態を健全な状態に維持・向上させることが重要となる。経営が苦境に陥って従業員解雇などの措置をとらざるを得なくなるようでは、十分な研究開発費をつぎ込むことも難しくなり、研究開発者の動機付けにもマイナスになると思われる。

ところが、韓国企業が技術獲得を主目的として買収した主要な被買収企業の業績は、買収時点でも冴えない状態であり、買収後でもむしろ悪化状態が継続しており、1997年春現在においても赤

字の状態を脱していない。

例えば、現代電子は、マックスターの建て直しに苦労している¹。また、ゼニスは、LG電子が過半数の株式を取得する以前から赤字が続いていたが、買収後も赤字が継続している。1996年7月には、社長兼CEOのモシュナーが辞任している²。1996年10月期には、赤字幅は108.9百万ドル（1995年10月期には67.8百万ドル）に拡大している。さらに、利付き負債に伴う財務制限条項で、純資産を211百万ドル以上に維持でない場合には、負債の全額返済に迫られることになっているが、1996年9月28日で純資産は220.3百万ドルまでに低下している³。このため、ゼニスはテクニカル・デフォルトの危機に直面しており⁴、1996年末には合衆国の従業員の25%を削減することを発表している。

一方、ASTリサーチを買収した際、三星電子は、当初「経営権の取得までは考えていない」と表明していたが、業績が悪化するなかで、1996年6月に出资比例を40%から49.9%に引き上げている。さらに、創業者の会長が名誉会長に退き、三星電子の副会長をASTリサーチの会長に就任させている⁵。続いて、1996年8月に、三星電子の副社長をASTリサーチの社長兼CEOに就任させている。さらに、1997年2月には、162百万ドルをかけて残りの株式全株(51%)を取得して、ASTリサーチを非公開会社にした上で、経営の再構築を図ることにしている⁶。この結果、三

¹ "Korea Grows More Active in International M & A," *Korean Business Review* (January 1997), p. 36

² Bloomberg Business News, "Zenith's Chief Executive Resigns," *The New York Times* (July 25, 1996), p. D10

³ "Zenith Plans to Cut Work Force by 25 Percent," *Reuters* (December 18, 1996)

⁴ Carl Quintanilla, "Zenith to Lay Off 25% of U.S. Staff, Seeks to Ease Certain Financial Pacts," *The Wall Street Journal* (December 19, 1996), p. A4

⁵ 「三星電子の傘下に、米AST意向、支援受け再建へ」*日経産業新聞*（1995年11月6日）、p. 6

⁶ Dean Takahashi, "AST Chief Resigns After Nine Months: Samsung Is Likely to Exert More Control," *The Wall Street Journal* (August 28, 1996), p. B5

星電子はAST リサーチに合計800百万ドルを投資することになっている。

これらはいずれも技術の獲得を主目的として買収したものであるが、企業買収が株主資本を増加させたのかという視点でみると、業績の悪化で、短期的には株主資本価値を増加させているとは思われない。一方、大宇自動車株式の過半数を獲得することにしたFSOの場合には、株式取得のほかに、買収後7年間をかけて15億ドルを投資し、工場を近代化することにしている。しかし、この場合も、これらの投資によって長期的に株主資本価値を増加させるかどうかは、韓国企業が被買収企業をどのようにして再構築するかにかかっている。

IV. ま と め

今回の面接調査と文献検討によれば、韓国企業が欧米企業を買収するにあたって、日本企業との比較を念頭においた上での特徴は、次のように要約出来るであろう。

韓国企業による欧米企業を買収を目的によって類型化すると、日本企業が販売網・生産拠点の取得を重視している企業買収が多かったのに対して、韓国企業は技術獲得を最重要視している企業買収が多かったと言える。日本企業の多くが急激な貿易摩擦の高まりへの対応として、時間を節約するために企業買収を受動的に捉えていたのに対して、韓国企業の場合の多くは、技術獲得が徐々に困難になってきたことに対して、企業買収については能動的に対応するようになったと推察される。すなわち、技術獲得の優先度が高いこと、選択肢が限定されていること等のために、韓国企業が他国企業が妥当と考える買収価格を上回って買収している可能性はある。この意味で、この交渉目的の重要性の大きいことが交渉成果であるプレミアムを高めている可能性がある。

また、技術獲得は、韓国企業にとって、とりわけ、熾烈な競争を展開している他のチェーボルの企業との関係において競争優位に立つためにも、最重要課題である。このため、技術志向型の企業買収においては、韓国企業のトップ経営者が直接

関与している。その企業買収へのトップ経営陣の関与度合いは、日本企業よりも韓国企業のほうが高くなっていると推察される。また、生産拠点の獲得を主目的とする大型の企業買収においても、韓国企業のトップ経営者が直接指揮をとっている。このように、トップ経営者が被買収企業との対面交渉に直接関与する機会が多いということは、韓国企業の企業買収交渉における意思決定のスピードを相対的に速め、柔軟性を高くしている。このため、交渉の柔軟性が高いことは、仮説ではプレミアムが少なくなるものと想定していたが、現実には、プレミアムや非価格要因について譲歩度合いを高めているのではないかと推察される。さらに、トップ経営者の関与度合いが高いことが、「買収する」という行動を優先させ、買収価格を高くしている可能性がある。すなわち、企業買収の目的、すなわち、技術獲得の重要性が高いことが、交渉様式の効果を凌駕していることも考えられる。ただ、一方では、交渉様式が効果的であったために、プレミアムを現実の水準に抑制できたという可能性も否定しがたい。

そこで、韓国企業の企業買収の目的と交渉様式という二つの主要変数の差異を交渉成果としてのプレミアムの大小に関連付けるとともに、また、交渉目的を技術獲得の重要性で代理する場合には、図2のような関係に要約することができるものと思われる。

しかし、現実には、プレミアムを確認できた企業買収については、韓国企業における技術獲得の重要性が高く、トップ経営者のコミットメントが大きく、図2の左上端欄（プレミアム大）が確認できるように思われる。また、企業買収の目的の箇所でも引用したように、AST リサーチについては、左下端欄に属する可能性のあるディールとも思われるが、技術獲得の重要性が「真」に低いのかについては疑問が残る。事実、プレミアム自体は必ずしも低くない。また、大宇が行った東欧での自動車関連の企業買収は、左下端欄に該当すると思われるが、プレミアムを計算できるデータが入手出来ないためにプレミアムの値が抑えられていたかどうかは確認が出来ない。さらに、右下端欄は、仮説の域を出ないが、今回の調査では、右

		交渉様式		
		トップ・コミットメント大 リーダーシップ大 スピード大 権限委譲大 柔軟性大	...	トップ・コミットメント小 リーダーシップ小 スピード小 権限委譲小 柔軟性小
交渉目的	技術獲得の重要性	大	プレミアム大 (買収成立確率大)	?
		小	プレミアム抑制	プレミアム小 (買収成立確率小)

図2 交渉目的・交渉様式と交渉成果との関係

端側に相当する交渉様式をとった具体例のプレミアムを識別することは出来なかった。ただ、これらの関係は、限られた数の面接調査と標本による推察であり、今後さらに厳密な調査によって検証する必要がある。

一方、韓国企業による欧米企業の買収とその交渉については、韓国政府の戦略が影響を及ぼしている可能性も高い。その一つは、韓国企業の競争力の強化という目標との視点である。この視点からは、韓国企業が買収する対象企業の業種面での絞り込みが強いと思われる。それは1995年以降の韓国企業による欧米企業の大型買収の多くは電子、電気、自動車に関係していることから推察される。

反面、資金面に関する韓国政府の方針は、企業買収のスピードや柔軟性を抑える側面もあることは否定できないであろう。すなわち、韓国政府は、海外投資を検討するにあたって、国内空洞化の視点も無視できないと思われる。韓国政府は1995年に20%ルールを再導入したが、その本音の目的は、大手チェボルによる外国投資によって国内産業が空洞化することを懸念した結果であると推察されている¹。もう一つの視点は、外貨の制約による買収金額の高額化の抑制という視点である。これまでの韓国企業による欧米企業の買収の金額は300百万ドル台が最高である。これは、自己資金など調達割合などの制約を課すことによって、結果的に買収金額の上限が画される可能性を示唆している。「韓国政府の官僚達は、金融システムに対するこれまでの厳しかった手綱を緩めてきてはいるが、依然として、国内・国外の資本・債

債市場を利用することの全ての道をコントロールしている」と指摘されている。このため、韓国企業が欧米企業を買収するにあたっては、最終的な合意をする前に、政府から前もって内々に許可を得る必要があることが示唆されており、そのことは、韓国企業の買収交渉における立場に影響を及ぼす可能性のあると思われる²。

この他、韓国企業による欧米企業の買収には多くの課題が残されている。すなわち、韓国企業は、先端技術を取得するために、それら被買収企業の業績が悪いことを承知で、救済的色彩の強い形で買収している場合が多い³。しかし、技術獲得を目的とする企業買収の場合には、どのような形で技術を獲得するかにもよるが、技術獲得の目的を達成した後、その被買収企業をどのように扱うかは、日本企業による欧米企業の買収の場合においても課題になっていた点である。同様に、韓国企業にとっても、これらの被買収企業をどのように再構築していくかは、大きな課題であろう。再構築の度合いが厳しいほど、被買収企業の現地経営陣の処遇や文化的差異も反映する行動様式の相違への対応が厳しいものになることが予想される。企業買収は、技術のライセンスと異なって、単なる技術獲得によって評価されるものではない。そ

¹ Laxmi Nakarmi, "Seoul Yanks the Chaebol's Leash," *Business Week* (October 30, 1995), pp. 20-21

² Ed Paisley, "Can the chaebol change?," *Institutional Investors* (March 1996), p. 61

³ Stephen Kreider Yoder, "Maxtor Allied With Hyundai; Stock Surges," *The Wall Street Journal* (August 20, 1993), p. B10

これは、最終的には企業の株主資本価値の増加によって評価されるべきものである。韓国のコーポレート・ガバナンスがチェーボールというクロズド・システム内で性格が強く、株式市場を通ずるオープン・システムでの側面が弱い下で、株主資本価値をどの程度、企業買収の評価基準にできるかは、今後の課題であるように思われる。

日韓企業にとって企業買収における交渉過程は、買収目的と整合的な形で交渉成果を最大限に引き出すものでなければならないであろう。それと同時に、その交渉過程は、被買収企業の経営による価値創造を念頭においたものでなければならないと思われる。

主な参考文献

1. Ahn Mi-young, "South Korea: On the acquisition trail," *Asian Business* (October 1995), p. 19
2. Burton, John, "Samsung Electronics feeds growing appetite," *Financial Times* (March 2, 1995), p. 19
3. Carey, Susan, "South Korean Company Seeks Control of Zenith, Last of the U.S. TV Markets," *The Wall Street Journal* (July 18, 1995), p. A3
4. Chang, Chan Sup and Nahn Joo Chang, *The Korean Management System* (Quorum Books, 1994), 204p.
5. Cheng, Louis T. W1. and Kam C. Chan, "A Comparative Analysis of the Characteristics of International Takeovers," *Journal of Business Finance & Accounting* (July 1995), pp. 637-657
6. Feder, Barnaby J., "Last U.S. TV Maker Will Sell Control to Korean," *The New York Times* (July 18, 1995), p. D2
7. Friedland, Jonathan, "Korean Concern Agrees to Buy AT & T Division," *The Wall Street Journal* (November 11, 1994), p. B4
8. 藤田忠編著, 交渉力 (プレジデント社, 1980), 219p.
9. Glain, Steve, "Hyundai Electronics Takes Quiet Path to Global Clout," *The Wall Street Journal* (December 23, 1994), p. B3
10. Glain, Steve, "New-Look LG Tunes In to Faster Times," *The Wall Street Journal* (August 8, 1995), p. A6
11. Hill, Gregory, "Samsung Agrees To Buy a Stake In AST of U.S.," *The Asian Wall Street Journal* (March 1, 1995), p. 5
12. 伊藤亜人, 「現代韓国文化の根」CREO (神鋼ヒューマン・クリエイト) (1995年第1号), pp. 42-47
13. 池東旭, 「試練にさらされる韓国企業の海外投資」世界週報 (1997年2月11日), p. 26
14. 梶原誠, 「韓国企業, 世界を買う」日経ビジネス (1996年4月1日), pp. 34-36
15. Kang, Jun-Koo, "The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U.S. firms by Japanese firms," *Journal of Financial Economics* (December 1993), p. 345-371
16. Kehoe, Louise, "Hyundai buys NCR chip operations form AT & T," *Financial Times* (November 11, 1994), p. 19
17. 金泰昌, 「文化間コミュニケーションと韓日理解への道」, 大鹿謙, 呉満, 小林路義編, 体験的異文化コミュニケーション (泰流社, 1995), pp. 114-133
18. 小島武司編, 法交渉学入門 (商事法務研究会, 1991年), 275p.
19. Kraar, Louis, "Guess Who's Betting on America's High-Tech Losers," *Fortune* (October 28, 1996), pp. 69-76
20. Laxmi Nakarmi, "Seoul Yanks the Chaebol's Leash," *Business Week* (October 30, 1995), pp. 20-21
21. Laxmi Nakarmi, Richard A. Melcher and Edith Updike, "Will Lucky Goldstar Reach Its Peak with Zenith?" *Business Week* (August 7, 1995), p. 22
22. Matsumoto, Motohiro, "Korean buy week U.S. firms," *Nikkei Weekly* (July 31, 1995), p. 23
23. Milligan, Susan, "The ever wider world of Daewoo," *Institutional Investor* (November 1996), pp. 37-41
24. Mitchener, Brandon, Daniel Michaels and Douglas Lavin, "Kim's Vision Drives Daewoo in Europe," *The Asian Wall Street Journal* (October 11/12, 1996), pp. 1 and 9.
25. モラン, ロバート・T, ウィリアム・G・ストリップ (電通異文化間コミュニケーション研究会(訳)), 国際ビジネス交渉術 (勤草書房, 1994年)
26. 中嶋洋介, 「交渉力理論講座 (1) 交渉プロセスとメカニズム」技術と経済 (1996年8月), pp. 40-45
27. Newman, Michael, "Jitter Bugs," *Far Eastern Economic Review* (July 6, 1995), p.
28. 日本メディアプラン編, 企業M&Aの徹底研究 (東京: 朝日ソノラマ, 1987), p. 364
29. 則定隆男, B. D. Syler, 国際取引における交渉の戦略と英語 (東京: 東京布井出版, 1995), pp. 38-39
30. Paik, Wanki, *Korean Administrative Culture* (Korea University Press, 1990), 221p.
31. Paisley, Ed., "Can the chaebol change?," *Institutional Investors* (March 1996), p. 61

32. Perlez, Jane, "European Beachhead For Korean Ambition," *The New York Times* (July 24, 1996), pp. D1-D19
33. Pollack, Andrew, "Another Company Had Its Eye On Zenith, Korean Concern Says," *The New York Times* (July 20, 1995), p. D3
34. Quintanilla, Carl, "Zenith to Lay Off 25% of U. S. Staff, Seeks to Ease Certain Financial Pacts," *The Wall Street Journal* (December 19, 1996), p. A4
35. Reed, Stanley Foster, *The Art of M & A* (Homewood, Illinois; Richard D. Irwin, 1989)
36. 佐久間賢, 国際ビジネスと交渉力 (東京: 日本放送協会, 1994年), 254p.
37. セイヤーナ, サニエル・B, スティヴン・E・ワイズ, 「日本, 旧小国の変化する論理」米国防務省外交研究センター, 米国の国際交渉戦略 (中央経済社, 1995年), pp. 112-113
38. Shapiro, Eben, "5% Zenith Electronics Stake Sold to Korea's Goldstar Co.," *The New York Times* (February 26, 1991), pp. D1 and D9
39. 鈴木貞彦, 日本企業による欧米企業の買収 (東京: 慶應通信, 1993), 292p.
40. 山田チエオ, M & A における日本企業の資本コストの相違について (慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程学位論文, 1990年)
41. 山田充彦他, わが国企業の M & A 型海外投資の再評価 (東京: 財団法人国際金融情報センター, 1995年3月), pp. 27-28
42. Yoder, Stephen Kreider, "Maxtor Allied with Hyundai: Stock Surges," *The Wall Street Journal* (August 20, 1993), p. B10
43. Zielenzinger, Michael, "Appetite for Chips," *Far Eastern Economic Review* (March 30, 1995), p. 60
44. 日経産業新聞 (1995年2月14日), p. 3
45. 「姜普求, 三星電子会長に聞く」日経産業新聞 (1995年4月26日), p. 32
46. "LG Electronics Pulls Off Industry Coup," *Korean Business Review* (September 1995), pp. 41-42
47. "Maxtor Corpp.," *The Wall Street Journal* (October 31, 1995), p. B7
48. "Maxtor Corp., Committee to Recommend Hyundai Takeover Offer," *The Wall Street Journal* (November 2, 1995), p. B4
49. 「三星電子の傘下に, 米 AST 意向, 支援受け再建へ」日経産業新聞 (1995年11月6日), p. 6
50. "Daewoo: Mr. Kim's big picture," *The Economist* (September 16, 1996), p. 77
51. "Daewoo: Mr. Kim's one-man empire," *The Economist* (January 27, 1996), pp. 60-61
52. "Overseas Investments, Outgoing to Meet New Flooding Challenges," *Business Korea* (March 1996), pp. 17-21
53. 「大宇電子, 仏政府と買収交渉」日本経済新聞 (1996年6月15日), p. 7
54. "Zenith Plans to Cut Work Force by 25 Percent," *Reuters* (December 18, 1996)
55. "Korea Grows More Active in International M & A," *Korean Business Review* (January 1997), pp. 36-37