

取引コスト，リスク分担と M&A

繁 本 知 宏

1. はじめに

日本企業が関係する海外大型 M&A において、買収実行後短期間のうちに多額の損失を計上する事例が相次いでいる。日本郵政は 2015 年に約 6,300 億円で買収した豪州のトール社に関し、2016 年度決算で約 4,000 億円の減損損失を計上した。また、キリンホールディングスは 2011 年に約 3,000 億円で買収したブラジルのスキンカリオール社に関し、2015 年度決算で約 1,100 億円の減損損失を計上した。本稿で採り上げる東芝の子会社ウェスチングハウス（以下 WEC と略称する）による建設会社の買収（以下、本事例）も、そうした事例の 1 つである。

一般に、M&A の失敗原因としては、買収時の需要見通しの甘さや買収後の市況下落、これらに起因する高値買い、あるいは買収先に対するコントロール不全などが挙げられることが多い。この点に関し Bruner [2005] は、複雑性、余裕の欠如、経験に基づく偏見、経営者の誤った判断、異常な状況、現場の不十分な対応の 6 つを、M&A の失敗をもたらす要因として指摘している。本事例の場合、買収先が手掛ける建設プロジェクトの将来コストの見通しが甘かったという経営者の誤った判断もさることながら、買収の主な動機が買収当事者間の紛争解決にあり、さらには当該買収が親会社東芝の経営危機回避の切り札となっていたという、異常な状況と余裕の欠如が組み合わさった特異性が一際

(1) 脚注 7 で説明するように、WEC は 2016 年度決算以降、東芝の子会社ではなくなった。しかし、本稿では建設会社買収時の状態に視点を固定し、WEC を東芝の子会社として論述している。

目を引く。そこで本稿ではこの特異性に着目し、本事例が実行された背景を整理するとともに、失敗原因を理論的に説明することを試みる。

本稿の構成は次の通りである。まず2節では考察の前提として、M&Aの一般的な動機を整理した後、その動機についてダイナミック・ケイパビリティ理論と取引コスト理論の観点から説明する。3節では、考察対象である本事例の概要を整理する。次いで4節では本稿のリサーチ・クエスチョンを提示する。これを受け、5節では買収は紛争解決の手段となり得るのか、続く6節では当事者間のリスク分担が不適切だったのではないかと、との問いについて考察し、7節においてこれらを総括する。そして最後の8節では、本稿の限界と残された課題を述べ、本稿を締め括る。

2. M&Aの一般的な動機と理論的説明

本節ではまず、M&Aの一般的な動機を整理する。その後、M&Aの動機を理論的観点から説明し、次節以降における議論の視角を定める。

(1) M&Aの一般的な動機

M&Aは様々な切り口から分類できる。最も多くみられるのは合併や株式交換、営業譲受といった買収方法による分類であろう。このほか、友好的M&A／敵対的M&A、水平統合／垂直統合／多角化といった分類も多用される。さらに、M&Aの動機に着目した分類も考えられる。以下では、幾つかの有力な文献に依拠しつつ、M&Aの一般的動機の類型化を試みる。

まず、Palepu *et al.* [2000] は、M&Aの動機として、規模の経済の追求、買収先の経営改善、補完的資源の獲得、税務メリットの獲得、買収先の財務制約の緩和、価格支配力の強化、余剰資金の活用、多角化の8つを挙げる。

他方、Damodaran [2002] は、買収先の過小評価、多角化、相乗効果、買収先の経営内容変更による価値創造、経営者による自己利益の追求の5つを挙げる。このうち相乗効果については操業面と財務面に分け、前者には規模の経済の追求、価格支配力の強化、補完的資源の獲得があり、後者には余剰資金の活

用と税務メリットの獲得があるとする。

また、Brealey *et al.* [2011] は、M&A の動機には賢明な動機と疑わしい動機があるとする。その上で、前者として規模の経済の追求、垂直統合の経済の追求、補完的資源の獲得、余剰資金の活用、買収先の非効率性の排除、産業内での統合の6つを挙げている。そして後者については多角化、ブートストラップ・ゲーム（1株当たり利益の底上げ）、資金調達コストの低減の3つを挙げている。

さらに、Mckinsey & Company *et al.* [2015] は、買収先の経営改善、産業の余剰供給能力の排除、市場開拓の加速、経営スキルや技術の迅速かつ安価な取得、規模の経済の追求、成功見込みの高い企業の早期囲い込みの6つを、価値を創造する M&A として挙げている。

このように M&A の一般的動機のとめ方は文献によって様々であるが、財務的な視点を中心にやや大胆に再整理すると（図表1）、コスト低減、収益力

図表1 M&A の一般的動機

		Palepu <i>et al.</i> [2000]	Damodaran [2002]	Brealey <i>et al.</i> [2011]	Mckinsey & Company <i>et al.</i> [2015]
コスト 低減	取引コスト	—	—	垂直統合の経済の 追求	—
	生産コスト	規模の経済の追求	規模の経済の追求	規模の経済の追求	規模の経済の追求
	財務コスト・ 税金コスト	税務メリットの獲得	税務メリットの獲得	資金調達コストの 低減	—
収益力向上		補完的資源の獲得	補完的資源の獲得	補完的資源の獲得	市場開拓の加速 経営スキルや技術の 迅速かつ安価な取得
投資利益の獲得		買収先の経営改善	買収先の過小評価 買収先の経営内容変 更による価値創造	買収先の非効率性 の排除	買収先の経営改善 成功見込みの高い企 業の早期囲い込み
財務効率の向上		余剰資金の活用 買収先の財務制約 の緩和	余剰資金の活用	余剰資金の活用	—
事業リスクの低減		多角化 価格支配力の強化	多角化 価格支配力の強化	多角化 産業内での統合	産業の余剰供給能 力の排除
経営者の利己的動機		—	経営者による自己 利益の追求	ブートストラップ・ ゲーム	—

向上、投資利益の獲得、財務効率の向上、事業リスクの低減、経営者の利己的動機の6つに類型化できよう。このうちコスト低減については、取引コストの低減（垂直統合）、生産コストの低減（規模の経済）、財務コストや税金コストの低減に細分できる。

(2) M&Aの動機の理論的説明

M&Aは、経営戦略実行のために企業境界を変更する企業行動と捉えることができる。このように理解すれば、M&Aは企業境界に関する理論、典型的にはダイナミック・ケイパビリティ理論と取引コスト理論に依拠した説明が可能である。

① ダイナミック・ケイパビリティ理論

まず、ケイパビリティ（capability）⁽²⁾とは、企業の競争優位の源泉を説明する概念である。その定義は必ずしも定まっていないのが実情だが、「環境の抵抗に逆らって、ある業務や活動を遂行するために資源を利用する能力」（Teece [2014] p. 14）のように説明される。やや噛み砕いて述べるならば、「マーケティング、生産、原材料調達、およびファイナンスにかんする超過能力に加えて、経営・企業家的な知識、スキル、および経験」（Langlois and Robertson [1995] 訳本 29 ページ）といったバリュー・チェーンを構成する個々の資源を組織的に活用する能力がケイパビリティである⁽³⁾。そして、Teece *et al.* [1997] p. 516 が言うところの、急速な環境変化に対処するために企業内外のケイパビリティを

(2) capability を「戦略行動能力」と邦訳した文献もあるが（Stalk *et al.* [1992] の訳本 [1992]）、近年ではケイパビリティと片仮名で表記することが主流であるため、本稿でも片仮名表記とする。

(3) ケイパビリティとしばしば対比される概念としてコア・コンピタンス（core competence）がある。コア・コンピタンスとは「顧客に対して、他社にはまねのできない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な力」（Hamel and Prahalad [1994] 訳本 11 ページ）を意味する。コア・コンピタンスがバリュー・チェーンを構成する特定のスキルや技術であるのに対し、ケイパビリティはバリュー・チェーン全体に及ぶ組織的な資源活用能力である点において、両者は相違する。

統合・構築・再配置する組織・経営者のケイパビリティという、ダイナミック・ケイパビリティの創出と遂行⁽⁴⁾があってこそ、持続的に競争優位を保てる⁽⁴⁾と考える。これがダイナミック・ケイパビリティ理論のエッセンスである。

ダイナミック・ケイパビリティ理論によれば、企業が成長・発展していくためには、企業内部におけるケイパビリティの育成だけでなく、新たなケイパビリティを求めて企業境界を拡張すること、すなわち M&A を重要な戦術として位置付けることができる。特に、既存のケイパビリティから遠く離れた資源を獲得したり、革新的変化に着手したりする機会を得るために、M&A は有力な手段となる (Helfat *et al.* [2007] 訳本 137-138 ページ)。このように、ダイナミック・ケイパビリティ理論は、成長を企図した前向きな M&A の説明にとつて有益である。ただ、救済合併のような後向きな M&A を説明するためには、建前上のメリットを強調せざるを得ず、真の目的に焦点を当ててしまうと説明が苦しくなるきらいがある。

② 取引コスト理論

Coase [1937, 1988] や Williamson [1975] が提唱した取引コスト理論は、ごく簡単に言えば、市場取引よりも内部取引の方が取引コストが小さければ取引を内部化して企業が生まれる、というものである。これを M&A に当てはめて言い換えれば、独立企業間で取引するよりも、M&A を行って取引を内部化した方が安上がりであれば、M&A が行われるということになる。

この点について Williamson [1975] は、取引コスト理論の視点から垂直統合のメカニズムを説明した。すなわち、契約の条項を作り込むことと、その契約の遵守に関する監視が取引コストを高める要因となることを指摘した上で、垂直統合は利害対立をなくし、取引コストを低減すると述べている。さらに、取

(4) ダイナミック・ケイパビリティの意味も論者によって捉え方に差異がみられる。例えば Helfat *et al.* [2007] 訳本 6 ページは「組織が意図的に資源ベースを創造、拡大、修正する能力」と述べる。そして「資源ベース」には企業が所有しコントロールできる資源だけでなく、提携などを通じて優先的にアクセスできる資源も含むものとして、Tecece *et al.* [1997] による定義を拡張している。

引の複雑性や不確実性が高いほど取引コストは上昇するので、垂直統合の可能性が高まると考えられる（伊藤 [2010a] 23 ページ）。

ところで、取引コスト理論は、人間の限定合理性を前提としている。⁽⁵⁾ 限定合理性とは「人間の行動が、合理的であろうと意図されているが、その合理性が制約されている」（Simon [1997] 訳本 137 ページ）ことを意味する。こうした制約の下で取引相手を見つけ、適切な価格水準を設定し、取引に関連する事象を予測した上で取引相手と交渉して契約を作成するためにはコストが生じる。この取引コストの存在によって、現実の契約は不完備（incomplete）なものとなる（伊藤 [2010a] 21-22 ページ）。ここで不完備な契約とは「本来、状態（state）に依存した契約を書いて効率性を確保すべき状況において、その必要な契約が十分に書けていない状況あるいは契約」（柳川 [2000] 177 ページ）を意味する。

さらに、Klein [1988] は取引コストの概念を再検討し、重要なのは契約作成に関連する「インクのコスト」（つまり会計的なコスト）ではなく、ホールドアップ問題に係るコストであると指摘した。ホールドアップ問題は事前と事後の2種類に分けられる。事前のホールドアップ問題とは、取引から生じる価値を大きくするための投資をしても、事後の再交渉の過程でその成果を相手に奪われる可能性があれば、事前の投資を控える問題を意味する。他方、事後のホールドアップ問題とは、契約が不完備であるために生じる契約締結後の再交渉が難航し、合意が遅れたり交渉が決裂したりして非効率な結果をもたらす可能性をいう（伊藤 [2010b] 140 ページ）。前述の Williamson [1975] の主張は、契約締結後に生じる対立を回避する手段として垂直統合を位置付けており、事後のホールドアップ問題が念頭に置かれている。これに対し、Klein [1988] は、GM による車体メーカーの Fisher Body の買収（垂直統合）を事例として取り上げ、事前のホールドアップ問題の視点から垂直統合のメカニズムを分析

(5) ダイナミック・ケイパビリティ理論も限定合理性を前提としているが、忠誠心や文化など、より豊かな人間行動の概念まで理論の基礎に据えている（Teecce [2009] 訳本 105 ページ）。

している。さらに Hart [1995] は、資産の残余コントロール権の所在が企業組織に影響を与えるという「所有権アプローチ」に立脚して、GM による Fisher Body 買収の理論的意義を論じている。

多くの先行研究は、こうした理論に依拠して、M&A を含む企業境界の変更の理論的意義を説明してきた。⁽⁶⁾しかし、企業境界変更の成功事例ではなく失敗事例を取り上げて、失敗の原因を理論的に考察した研究はほとんど見当たらない。そこで次節以降では、最近の M&A の失敗事例を取り上げ、失敗の原因を理論的に説明することを試みる。

3. 考察の対象とする事例

本稿が考察の対象とする事例は、東芝の子会社である WEC⁽⁷⁾ が 2008 年に受注した 2 つの原子力発電所建設プロジェクトの下請建設会社であった、CB&I ストーン・アンド・ウェブスター（以下 S&W と略称する）を買収した案件である。本事例を選択した理由は 2 つある。1 つ目は、東芝の経営危機を深刻化せしめた案件であるという、社会的関心に基づく理由である。2 つ目はより本質的な理由である。本事例の表向きの動機は、川上企業の WEC が川下企業の S & W を買収してプロジェクト遂行の効率性を高めるという垂直統合の経済の追求であったが、⁽⁸⁾ 真の動機は、後述するように当事者間の紛争の解消、さらには親会社東芝における減損損失計上の回避にあった。こうした動機に基づく M&A は過去に目立った事例がなく、当然ながらそうした事例を考察対象とした先

(6) 例えば Klein *et al.* [1978], Stalk *et al.* [1992], Langlois and Robertson [1995], Teece [2010] などが挙げられる。

(7) 正式名称は Westinghouse Electric Company LLC。米国ペンシルベニア州に本社を置く世界的な原子力関連メーカー。東芝は 2006 年に WEC を買収して子会社化した。WEC は米国を中心とする地域で事業を行い、その他の地域の事業は WEC グループの Westinghouse Electric UK Holdings Limited (WECUK) が手掛ける。WEC、WECUK とも 2017 年 3 月 29 日に米国連邦破産法第 11 章に基づく再生手続を申し立て、経営破綻した。なお、再生手続の申立に伴い、WEC に対する実質的な支配を失ったとして、東芝は 2016 年度決算より WEC を連結対象子会社から除外した。更なる詳細は東芝の 2017 年 3 月 29 日付プレスリリース (https://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20170329_1.pdf) (2018 年 5 月 28 日最終閲覧) を参照。

行研究も見当たらない。こうした状況の下、一般性と特殊性を併せ持つ本事例は、理論の適合事例として適切であるだけでなく、基本パターンからの逸脱事例として理論の適用範囲の拡張にも貢献し得る好例だと考えられる。

さて、以下では本事例をやや詳しく説明するが、登場人物については図表2を、一連の主な出来事については図表3を参照されたい。WECは2008年に、米国内で30年以上ぶりの原発建設となる米国ジョージア州ボーグル発電所3・4号機（サザン電力が発注）⁽⁹⁾、ならびに米国サウスカロライナ州VCサマー発電所2・3号機（スキヤナ電力が発注）⁽¹⁰⁾の建設に関するEPC契約⁽¹¹⁾を受注した。しかし、長年の受注断絶による技術不足や、2011年の福島第一原発事

図表2 本事例の登場人物

社名		説明
ウェスティングハウス (WEC)		・東芝の子会社。世界的な原子力関連メーカー ・VCサマー発電所2・3号機とボーグル発電所3・4号機の建設プロジェクトの元請
CB&I ストーン・アンド・ウェブスター (S&W)		・WECが元請である2つの原発建設プロジェクトにおける下請建設会社 ・WECが2015年12月に米エンジニアリング大手CB&Iから買収し完全子会社化
会社 発注 元 電力	スキヤナ電力	・米国サウスカロライナ州のVCサマー発電所2・3号機の建設をWECに発注
	サザン電力	・米国ジョージア州・ボーグル発電所3・4号機の建設をWECに発注
東芝		・WECの親会社。WECを2006年に買収 ・2015年に発覚した不正会計問題で経営危機に陥った
フルアー		・WECによるS&W買収後に、S&Wに代わって2つの原発建設プロジェクトの下請建設会社となった

(8) WECとS&Wはコンソーシアム・パートナーの関係にあったことから、本事例は垂直統合ではないとの見方もあり得る。しかし、本稿では、WECが原子炉やタービン等の設計・製造・調達を手掛け、S&Wはそれらを部材として発電所を建設するという作業の流れに注目し、WECが川上企業、S&Wが川下企業として垂直分業の関係にあったと考え、その統合は垂直統合であると位置付けた。

(9) サザン電力は米国ジョージア州に本社を置く電力持株会社。ボーグル発電所は同社傘下のジョージア電力が運営。

図表 3 本事例を巡る出来事

年 月	出 来 事
2006年10月	東芝がウェスチングハウス（WEC）を54億ドルで買収
2008年4月、5月	WECがサザン電力からボーグル発電所3・4号機、スキヤナ電力からVCサマー発電所2・3号機を受注（米国では1979年3月のスリーマイル島事故以来の新規原発建設案件）。稼動開始は2016～2019年の予定
2011年～	発注下電力会社とWEC、下請建設会社との間でコスト負担を巡る訴訟が発生
2012年、2013年	WECが多額の損失を計上
2015年4月	東芝の不正会計問題が発覚
2015年11月	東芝が15年間で64基の原発受注を目指す計画を発表
2015年12月	WECがCB&Iストーン・アンド・ウェブスター（S&W）を買収。同時に、発注元電力会社との間で、完工期日延期と契約金額の増額と引き換えに、「固定価格オプション」を設定
2016年5月	スキヤナ電力がVCサマー発電所2・3号機の建設に関し「固定価格オプション」の発動を発表
2016年12月	東芝は、S&W買収に関連して数千億円の損失を計上する可能性を発表
2017年3月	WECが米国連邦破産法第11章に基づく再生手続を申し立て、経営破綻
2017年6月	東芝の親会社保証上限額を3,680百万ドルとすることで、サザン電力と合意
2017年7月	東芝の親会社保証上限額を2,168百万ドルとすることで、スキヤナ電力と合意
2017年7月	スキヤナ電力がVCサマー発電所2・3号機の建設中止を発表

（出所）東芝プレスリリース、日経ビジネス2016年5月30日号、同2017年2月6日号、日本経済新聞2017年3月5日朝刊、同2017年8月1日夕刊、同2017年8月2日夕刊

- (10) スキヤナ電力は米国サウスカロライナ州に本社を置く電力持株会社。VCサマー発電所は同社傘下のサウスカロライナ電力&ガスが運営。後述するように、スキヤナ電力は2017年7月にVCサマー発電所2・3号機の建設を中止した。この影響により経営が悪化していたところ、2018年1月3日、米国電力大手ドミニオン・エナジーが79億ドル（債務承継を含めると146億ドル）でスキヤナ電力を買収すると発表した。（<http://dominionenergy.mediaroom.com/2018-01-03-Dominion-Energy-SCANA-Announce-All-Stock-Merger-With-1-000-Immediate-Cash-Payment-To-Average-South-Carolina-Electric-Gas-Residential-Electric-Customer-After-Closing>）（2018年5月28日最終閲覧）

故を受けた米国内での安全規制強化などがあって、当初 2016～2019 年とされていた完成時期は後ずれし、建設コストも増加した。このコスト負担を巡って発注元電力会社、WEC、S&W の三者間で紛争が発生していた。これを解決するため、WEC は 2015 年に、発注元電力会社との間で請負金額増額と工期延長という契約条件の変更を行うと同時に、S&W をその親会社であるエンジニアリング大手の Chicago Bridge & Iron (CB&I) ⁽¹²⁾ から買収し、完全子会社とした。つまり、WEC は、原発建設プロジェクト遂行の過程で発生した紛争を、当事者の 1 つである S&W の買収によって一気に解決しようという大技を繰り出したのである。

ここで、本事例の本質を理解するためには、WEC の親会社である東芝を巡る当時の状況も認識しておく必要がある。本事例が実行された 2015 年は、東芝の不正会計問題が発覚した年であり、東芝は多額の損失計上を余儀なくされ、財務体力が急速に低下していた。さらに、不正会計が起こった背景として東芝の内部管理体制の不備が指摘され、その不備は原発事業も例外ではなかった。そうした中、これまで明らかにされてこなかった WEC の経営実態に市場の目が向けられるようになり、東芝が 2006 年の WEC 買収時に計上した 3,000 億円超ののれん ⁽¹³⁾ の減損リスクにも注目が集まるようになっていた。この巨額の減損損失が計上されると、ただでさえ財務体力が落ちている東芝にとっては、経営危機が一段と切迫したものとなりかねない。このため、WEC が原発建設

(11) 設計 (engineering)、調達 (procurement)、建設 (construction) を一括契約する建設工事請負契約。ターンキー契約あるいはフルターンキー契約とも呼ばれ、発注者が鍵を回せば稼働できる状態で工事を仕上げる必要があるため、受注者にとって EPC 契約のリスクは高い (鈴木・繁本・正清 [2003])。

(12) CB&I は 2018 年 5 月 10 日にエンジニアリング大手の McDermott International と合併した。存続会社は McDermott International。

(13) 2006 年の WEC 買収当時からかなりの高値買いと言われており、買収プレミアムが巨額ののれんとして東芝の貸借対照表に残存する格好となっていた (東芝は米国会計基準を適用しているため、のれんの規則的償却は行っていない)。高値買いの理由としては、海外市場への足掛かり獲得や原発建設を巡る政治力の強化のほか、東芝が得意とする BWR (沸騰水型軽水炉) に加えて WEC が手掛ける PWR (加圧水型軽水炉) をラインナップに加えることによって世界の原発市場をリードする思惑があったとされる (日経ビジネス 2006 年 6 月 19 日号)。

プロジェクトで問題を抱えていることは何としても表面化を避けなければならず、WECによるS&W買収は東芝の経営危機回避の切り札でもあった。

このように、コスト負担を巡る紛争の早期解決を図りたいWECと、減損損失の計上を回避するためにWECの問題を表面化させたくない東芝の意向が重なる中で、S&W買収は実行された。

以上から、本事例の特異性として、買収当事者間の紛争解決を動機としている点、ならびに親会社東芝や発注元電力会社という第三者の存在が買収に大きな影響を与えている点が浮かび上がってくる。

このように混沌とした状況の中で実行された本買収は、結果として大失敗に終わった。想定以上に追加コストが膨らむことが買収後に判明し、その損失負担に耐えられなくなったWECは2017年3月に米国連邦破産法第11章に基づく再生手続を申し立て、経営破綻したのである。東芝も2016年度連結決算においてWECに関連する損失1兆2,428億円を計上し、債務超過に転落した。さらに、WECの経営破綻に伴い、発注元電力会社は原発建設プロジェクト続行の是非を検討せざるを得なくなった。この結果、サザン電力は続行を決定したものの、スキャナ電力はプロジェクトを中止した。さらには中止に伴う経営悪化が引き金となって、スキャナ電力は米国電力大手のドミニオン・エナジーに買収されることとなったのである。

4. リサーチ・クエスションの提示

3節において、本事例の顛末と特異性を説明した。では、なぜ本事例は所期の目的を果たせず失敗に終わったのか。その原因は理論的にどう説明できるのか。これが本稿の大きなリサーチ・クエスションである。そしてこれを解決するため、次の2つの問いを設定し、それぞれ考察していく。

1つ目の問いは「買収は紛争解決の手段となり得るのか？」である。紛争解決のために紛争相手を買収することは、一見すると突飛な行動である。そもそも買収が紛争解決の手段となり得ないのであれば、本事例が失敗に終わったことは当然の結末である。しかし、買収によって何らかのメリットが生じること

を理論的に説明できれば、紛争解決手段としての買収には合理性があるといえるであろう。

もっとも、ここで一定のメリットがあるとの結論に至ったとしても、それ以上のデメリットあるいはコストが別途発生するならば、買収は不適切な戦術となる。本事例では、もともと WEC, S&W, 発注元電力会社の間でプロジェクトのコスト増加の負担を巡って紛争が生じていたことに加え、買収実行後に想定以上のコスト増加が明らかとなっている。現実世界の請負契約や買収契約は不完備契約である。しかし、請負や買収といった事案の性格上、プロジェクト途上におけるコスト増加や買収クロージング後の瑕疵発覚といった、蓋然性がそれなりに高いリスクに関しては、契約の中で事後的なリスク分担のルールが合理的に定められていて然るべきである。それにもかかわらず、事後的に紛争が発生した事実は、このルールが不適切であった可能性を示唆している。そこで2つ目の問いは「当事者間のリスク分担が不適切だったのではないか？」である。次節以降では、これら2つの問いを検討していく。

5. 買収は紛争解決の手段となり得るのか？

本事例は、原子炉等の主要設備の設計や製造、調達といった川上部分を手掛ける WEC が、川下部分である土木や建設を担当する S&W を買収したものであり、垂直統合の一例として位置付けることができる。2節でみたように、買収によって取引コストを低減できるならば、垂直統合が正当化される。以下では、M&A が紛争解決の手段となり得るか否かを、取引コスト理論のレンズを通して検討する。なお、ここでは議論を単純化するため、あくまで取引コストの観点からのみ M&A の選択可能性を検討する。また、本事例は、表向きは垂直統合の経済を追求しているものの、真の動機として紛争解決や親会社の損失計上回避といったケイパビリティ拡張とは異なる意図が強く作用していることから、2節でみたダイナミック・ケイパビリティ理論のレンズを通じた考察は行わないこととする。

まず、あるプロジェクトで元請・下請として協働している A 社（本事例の

WECに相当)とB社(同S&Wに相当)を想定する。プロジェクト遂行中に、両社間の契約では想定していないコスト p が発生し、その負担割合を巡ってA社とB社の間で紛争が発生した。また、紛争継続中は、 p の負担割合に関する交渉コスト q が発生する。紛争が終結すればその後の q の追加発生はなくなる。これらの条件の下、コスト負担の観点からA社の行動を考える。

ここで、 p についてA社の負担額を p_A 、B社の負担額を p_B とすると、 $p = p_A + p_B$ である。また、 q について、発生済みのコストを q_s 、今後紛争終結までの間に発生するコストを q_f とすると、 $q = q_s + q_f$ となる。この時、A社の交渉コストは $q_A = q_{sA} + q_{fA}$ 、B社の交渉コストは $q_B = q_{sB} + q_{fB}$ である。これらを用いて、A社がB社を買収しない場合のA社とB社それぞれのコスト、ならびにA社がB社を買収した後のAB社のコスト⁽¹⁴⁾を考える。A社がB社を買収すればその時点で両社間の紛争は終結し、将来の発生コストである q_{fA} と q_{fB} はゼロとなる。

A社がB社を買収しない場合：

$$\text{A社のコスト} : p_A + q_{sA} + q_{fA} \quad \cdots \textcircled{1}$$

$$\text{B社のコスト} : p_B + q_{sB} + q_{fB}$$

A社がB社を買収した場合：

$$\text{AB社のコスト} : p_A + p_B + q_{sA} + q_{sB} \quad \cdots \textcircled{2}$$

A社は、 $\textcircled{1} > \textcircled{2}$ であれば買収を選択する。つまり、 $q_{fA} > p_B + q_{sB}$ ($\cdots \textcircled{3}$) となるか否かが鍵となる。⁽¹⁶⁾ こうなる条件を網羅的に示すことは難しいが、例とし

(14) 正確にいえばAB社はA社がB社を完全子会社とする企業集団である。完全子会社化であっても、A社とB社の間にエージェンシー問題等があれば合併と同一視することはできないが、単純化のため、AB社はA社とB社が合併した場合と同一とみなして議論を進める。

(15) このほか、AB社には買収に付随するコスト(例えば各種の手数料や業務統合コストなど)の発生も考えられるが、これも議論の単純化のために本稿では無視している。

(16) 実際にM&Aの意思決定を行うためには、買収によるコスト低減額と買収額のバランスが極めて重要な判断要素となる。しかし本稿においては、コストに議論を絞って議論を単純化するため、考慮の外に置いている。

どのような状況が考えられるだろうか。

まず③式の右辺を考えると、 p_B が十分に小さい状況としては、 p の発生原因について B 社の責に帰する割合が小さい場合や、 p の負担割合を交渉によって決める場合に B 社の交渉力が相対的に強い場合などが考えられる。次に q_{sB} が十分に小さい状況としては、B 社は自責割合が低いと考えていて交渉コストをかける必要性が小さいと考えている場合や、もともと交渉力が強く追加的な交渉コストを必要としない場合などが考えられる。つまり、想定外のコスト p の発生原因に関し B 社の責に帰する割合が低く、B 社の交渉力が相対的に強ければ、 $p_B + q_{sB}$ は小さくなる可能性が高い。

次に左辺の q_{fA} が十分に大きい状況としては、 p の発生原因について A 社の責に帰する割合が高い場合や、A 社の交渉力が相対的に弱く交渉を有利に行うためには追加コストをかける必要がある場合のほか、交渉が長引く場合が考えられる。すなわち、責任の所在や交渉力において A 社が不利な状況にあって、交渉コストをかけざるを得ない状況では、 q_{fA} が大きくなりがちである。

これらについて、本事例に当てはめて考えてみると、S&W は工事の実施主体であるから、工事中の自社の不手際によるコスト増加は S&W が責任を負うべきである。しかし、資材費や労務費の高騰、規制変更に伴う追加コストなど S&W 自身が制御できないコストの増加は、WEC がプロジェクトマネジメントに失敗したことに伴うコストとともに WEC が負うべきである。これは 6 節で述べるリスク分担原則に沿った考え方である。本事例では、プロジェクト遂行上 WEC と S&W のいずれの不手際が大きかったかは詳細が公表されていないため断言できないものの、資材費や労務費の高騰、規制変更に伴う追加コスト⁽¹⁷⁾があったことは、東芝の説明資料に示されている。

さらに、交渉力という点においても、WEC は不利な状況にあった。すなわち、WEC の親会社東芝は原子力事業を経営再建の柱と位置付けており、その中核を担う WEC が問題を抱えていては、東芝自身の経営再建の実現可能性に

(17) 2017年3月30日開催の東芝臨時株主総会の説明資料参照。(http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/stock/pdf/tsm2017_assign.pdf) (2018年5月28日最終閲覧)

疑問符を付けられてしまう。しかも、2つの原発建設プロジェクトで赤字が膨らみ、連結ベースで減損損失を計上するような状況に陥ると、経営破綻が現実のものとなりかねない。東芝としては、こうした事態は絶対に回避せねばならず、WECが抱える2つの原発建設プロジェクトに関する紛争を早期に解決する必要に迫られていた。こうした中であっては、紛争解決手段としてのS&W買収を何としても実現しなければならない。このように追い詰められた状況では、S&W（あるいはその親会社CB&I）に対するWECの交渉力は弱くならざるを得ない。

以上から、本事例においては、前述の③式が成立する条件が揃っていたと考えられる。WECによるS&W買収は、事後のホールドアップ問題の回避行動と捉えれば合理的な行動といえ、買収は紛争解決の手段となり得るとの結論に⁽¹⁸⁾辿り着く。

6. 当事者間のリスク分担が不適切だったのではないか？

5節では、買収は紛争解決の手段となり得ることを示した。そうであるならば、本事例が失敗に終わった原因は買収という行為そのものではなく、WECにとって買収を巡る契約条件が不適切であった可能性が浮上してくる。

買収の条件として第一に考えるべきは、買収金額の妥当性であろう。S&Wの売り手であるCB&Iが米国証券取引委員会に提出した書類（FORM 8-K）をみると、買収金額（CB&Iからみれば売却金額）は種々の細かな調整はあるものの、基本的には、0ドルをベースとした上で、基準運転資本額（11.7億ドル）と特定時点のS&Wの運転資本額（流動資産と流動負債の差額）との差額

(18) もっとも、現実的には、買収を紛争解決手段として利用できるケースは限られる。すなわち、買収を選択するためには紛争相手を買収できるだけの力が必要である。ただ、それだけの力があれば、買収という大技を使わなくても他の手段によって紛争を解決することも可能であろう。こう考えると、買収は理論的には紛争解決の手段となり得るものの、現実には積極的な選択肢として位置付けることは難しいと考えることが妥当であろう。

を加減して計算するとされている⁽¹⁹⁾。換言すれば、CB&IがS&Wに11.7億ドルの運転資本を付与することを前提として、買収金額を0ドルとしたのである。これが意味するところは、CB&IとしてはS&Wが手掛けた工事の損失は▲11.7億ドルと見込んでおり、その穴埋めとして同額の資金をS&Wに付与して同社をWECに売却したものと解釈できる。WECもこの条件に合意していることから、WECの損失想定もほぼ同じ、あるいはそれ以下であったと推察できる。

ところが、買収実行後にS&Wに代わって下請けとなったフルアーが今後の工事コストを試算したところ、発注元電力会社が認めた請負金額増額分等を相殺しても、当初想定と比べて▲52億ドルも増加する見込みであることが判明した。WECとしては、買収時にCB&Iによって補填済みの▲11.7億ドルに止まると思っていた損失が、全くの見込み違いであることが明らかになったのである。この結果、S&W買収に伴ってWECが計上すべきのれんは、当初の暫定的な見積額0.9億ドルから大幅に増加し、53.7億ドルに膨れ上がった⁽²⁰⁾。無論、これはS&Wの超過収益力ではなく、将来コストの見積り誤りがもたらした高値買いに起因する計算上の金額に過ぎないため、資産性はない。東芝は2016年度連結決算において全額を減損損失として計上し、それが大きなダメージとなって巨額の赤字と債務超過に陥った。

この点に関し、買収契約の中には、買収後にWECがS&Wの運転資本額を調査し、買収時に想定していた運転資本額と差異があった場合は、買収金額を調整できるという条項が盛り込まれていた。WECはこれに基づきCB&Iに調整を要求したものの、CB&Iは、WECの要求は契約条項に定める調整とは趣旨が異なると主張して訴訟を提起したところ⁽²¹⁾、2017年6月27日にデラウェア

(19) <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1027884/000119312515355075/d31186dex21.htm>
(2018年5月28日最終閲覧)

(20) 東芝の2016年1月5日付プレスリリース参照。http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20160105_1.pdf (2018年5月28日最終閲覧)

(21) 2017年3月30日開催の東芝臨時株主総会の説明資料参照。<http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/pr/pdf/tpr20170214.pdf> (2018年5月28日最終閲覧)

州最高裁判所は CB&I の勝訴を言い渡した⁽²³⁾。裁判の詳細は不明であるものの、WEC の立場から結果をみれば、本事例の契約条件には、買収後に判明するリスクについての売り手と買い手の間のリスク分担に関し不備があった可能性が窺われる。

以上は売り手 (CB&I) と買い手 (WEC) の間の話であるが、3 節でみたように、本事例では、S&W 買収と並行して WEC と発注元電力会社との間の請負契約の再交渉が行われた点にも注目しなければならない。そしてその再交渉の結果、リスク分担が不適切な契約が締結されたのではないか、すなわち本来であれば発注元電力会社が負担すべきリスクを WEC が背負い込んだのではないか、という疑問が浮かんでくる。

この疑問に答えるためには、まず、リスク分担のクライテリアを明らかにしておく必要がある。この点について、大本・小林・若公 [2001] は、リスク事象発生が予見できていた場合に契約当事者がどのようにその費用を分担するかという観点から契約法におけるリスク分担のあり方を明らかにした Posner and Rosenfield [1977] の所説を基礎として、次の2つの原則に従うべきことを指摘している。1つ目は、リスクの大きさと確率をより正確に評価し、それを制御できる主体がリスクを負担すべきである、とする原則である (第1原則)。2つ目は、いずれの当事者もリスクを評価、制御できない場合は、そのリスクをより容易に引き受けることができる、あるいは市場保険を得ることができる主体が負担すべきである、とする原則である (第2原則)。

この原則に従い、本事例について、追加コストを発生させたリスク事象と、その結果発生した追加コストを本来負担すべき者を整理すると図表4のようになる。

では、実際のリスク分担 (コスト負担) はどのようになっていたのか。この点を正確に把握するためには契約内容を知る必要がある。しかし、残念なが

(22) 東芝の2016年8月12日付プレスリリース参照。(http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20160812_2.pdf) (2018年5月28日最終閲覧)

(23) http://s22.q4cdn.com/787409078/files/doc_news/archive/cbi/Court-Vindicates-CBIs-Position-in-Westinghouse-Lawsuit.pdf (2018年5月28日最終閲覧)

図表 4 リスク事象と本来コスト負担すべき者

リスク事象	従うべきリスク分担原則	本来リスクを負担すべき者
規制変更		
工事量変動	第 2 原則	発注元電力会社
追加変更	第 2 原則	発注元電力会社
資材高騰	第 2 原則	発注元電力会社
マネジメント		
工事量変動	第 1 原則	工事請負者 (WEC)
追加変更	第 1 原則	工事請負者 (WEC)

ら、外部者がそれにアクセスすることはできない。ただ、表面化した事象や東芝や発注元電力会社の公表資料から、ごく限られた範囲ではあるが契約内容の一端を推測することは可能である。そこで以下では、知り得る限りの情報をもとに、リスク分担の状況を推測しつつ考察を進める。

まず、プロジェクト開始時に締結された当初契約におけるリスク分担はどうだったか。当初契約には WEC と発注元電力会社との間の請負契約と、WEC と S&W の間の下請契約の 2 つが存在する。いずれも内容は開示されていないため、リスク事象別のリスク分担割合や、不可抗力 (force majeure) 条項の内容などは不明である。しかし、安全規制強化とそれに伴う工事遅延といった一般に想定しうるリスク事象を原因とするコスト負担を巡って WEC と発注元電力会社、ならびに WEC と S&W の間で紛争が生じたことに鑑みると、通常であれば契約で予め明確化しておくべき事項に不備があり、紛争の余地が残されていたと推測できる。

次に、WEC と発注元電力会社の間の変更契約では、リスク分担はどう定められていたか。変更後の契約内容も基本的に開示されていないが、スキヤナ電力は 2016 年 5 月に「固定価格オプション」の発動を公表した (図表 3 参照)。これにより、変更契約の中に固定価格オプションが存在することが明るみに出た。すなわち、スキヤナ電力の 2016 年 5 月 26 日付のプレスリリース⁽²⁴⁾によると、2015 年 10 月の契約変更において、VC サマー発電所 2 号機、3 号機の完

工期限をそれぞれ 2019 年 8 月、2020 年 8 月に延長した（当初期限はそれぞれ 2016 年 4 月、2019 年 1 月）。加えて、2015 年にサウスカロライナ公共サービス委員会に届け出た総プロジェクト費用 68.27 億ドルをベースとして、そこから工事金額を 5.05 億ドル増額する代わりに、それ以上に発生した費用は請負業者（WEC）が負担するという内容の固定価格オプションを契約条項に盛り込んでおり、それを行使することが表明された。

では、WEC はなぜ固定価格オプションを受け入れたのか。スカナ電力の 2015 年 10 月 27 日付のプレスリリース⁽²⁵⁾をみると、その時点でのコスト超過額は 2.86 億ドルであり、請負金額の増額分 5.05 億ドルを下回っている。また、金額は示されていないが、完工ボーナスも契約に盛り込まれていることが記されている。WEC とすれば、S&W を買収してプロジェクトを一元管理すれば、コスト増加を抑えつつ、延長後の工期内で完工可能だと考えたのであろう。このように、S&W の買収は、紛争を終結させて減損損失計上のリスクを回避できるだけでなく、あわよくば追加的な収益を得られる旨味もあったことから、WEC はリスク分担原則から外れた変更契約を受け入れたと考えられる。

この点、WEC の思惑通りに工事が進めば、固定価格オプションは WEC に有利に作用するはずであった。しかし、現実にはコスト超過幅は一段と拡大し、スカナ電力が固定価格オプションを行使した 2016 年 5 月時点のコスト超過額は 8.52 億ドルと、請負金額増額分の 5.05 億ドルを上回っていた。これに加え、それ以降工事が完成するまでにかかる費用は全額 WEC の負担となることから、固定価格オプションによって WEC が被る損失総額は底なしとなった⁽²⁶⁾。

(24) <https://www.scana.com/docs/librariesprovider15/pdfs/press-releases/05262016-sceg-elects-fixed-price-option-and-requests-update-to-construction-and-capital-cost-schedules-for-new-nuclear-units.pdf>（最終閲覧 2018 年 5 月 28 日）

(25) <https://www.scana.com/docs/librariesprovider15/pdfs/press-releases/10272015-sceg-announces-amendment-to-engineering-procurement-and-construction-agreement.pdf>（最終閲覧 2018 年 5 月 28 日）

(26) もっとも、その後 WEC は経営破綻し、東芝による親会社保証も交渉により上限額が定められた。また、前述のとおり、スカナ電力はプロジェクトを中止した。

WECが固定価格オプションを受け入れたことについては、旨味もあったことから一概に誤りと決めつけることはできない。また、リスク分担原則通りのリスク分担であったとしても、WECがコスト負担から完全に解放される訳ではない。しかし、リスク分担原則に反したリスクテイクを行ったことが、WECの傷を広げた一因となったことは指摘できるであろう。

7. 考察の総括

5節と6節では、買収は紛争解決手段となり得るか、本事例は当事者間のリスク分担が不適切だったのではないかと、という2つの問いを考察してきた。その結果は次のとおりである。まず、1つ目の問いについては、本事例は事後のホールドアップ問題の回避行動と考えることができ、買収は紛争解決手段となり得るとの結論に至った。ただし、どのような状況においても買収が紛争解決手段となることまで主張するものではない。2つ目の問いについては、WECとS&Wという買収当事者間のリスク分担と、WECと発注元電力会社の間でのリスク分担を考える必要があった。前者については、買収後に買収金額の調整を求めることができる条項が設定されていたものの、WECにとって不利な条件であった可能性を指摘した。後者については、固定価格オプションの設定がWECに過大な負担をもたらした側面があることを述べた。

では、理論的には買収は紛争解決手段となり得るにもかかわらず、本事例が失敗に終わった原因は何なのか。思うに、取引コスト理論を実際の事例に適用する際は、「取引コスト」の範囲を事例の個性に応じて捉える必要があるのではないかと。この考え方に沿い、2つ目の問いで検討した買収時点では顕在化していなかった追加コストや、固定価格オプション設定に伴うリスク分担原則から外れたコスト負担を考慮に入れて、1つ目の問いを再考してみる。買収時点では顕在化していなかった追加コストを x 、リスク分担原則から外れたコスト負担額を y とすると、5節の③式は、 $q_{IA} > p_B + q_{SB} + x + y$ (…④)と修正される。そして y は不明であるものの、 x だけで50億ドル超と巨額であることを考えれば④式が成立する可能性は限りなく小さくなる。つまり、本事例は取引コ

スト理論の観点からみて、買収が選択できる条件を満たしていなかったと判断される。本事例は理論的に失敗が必然だったと結論付けられる。

しかし、それでも本事例が実行されたのは、たしかに $x+y$ は巨額であるものの、S&W 買収によって東芝が経営危機を回避できるベネフィット（マイナスのコスト） z はそれを凌駕する大きさ（ $z > x+y$ ）であると考えれば、 $q_{IA} > p_B + q_{SB} + x+y-z$ が成立しよう。WEC と東芝がこのように計算したとしても不思議ではない。

8. おわりに

本稿では、WEC が紛争解決のために紛争相手である S&W を買収した事例を採り上げ、失敗原因を理論的に説明することを試みた。その結論は7節で述べたとおりである。もっとも、本稿には多くの限界がある。幾つかの例を挙げれば、まず、本事例における買収契約や発注元電力会社との請負契約の内容は詳細が公表されていないことから、事実の把握という点で正確性や十分性が欠けている面は否めない。また、本稿では取引コストのみに焦点を絞って考察を加えている。このため、買収後の企業価値の創出や買収に伴う WEC や東芝の財務数値の変化といった論点は考察の射程外に置いている。また、失敗原因のみを考察し、失敗回避策については触れていない。例えば、適切な契約条項やトラブル発生に備えたコンティンジェンシー・プランの事前準備、プロジェクト・ファイナンスの利用可能性など、多くの失敗回避策を検討することができよう。これらは別の機会に改めて考察したい。

*本稿の作成に当たっては、京都大学大学院経営管理研究部の河野広隆教授、小林潔司教授、戸田圭一教授、および株式会社メタルワンの村上啓二氏から多くの貴重なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、あり得べき誤りはすべて筆者の責に帰する。

参 考 文 献

- Brealey, R. A., S. C. Myers, and F. Allen, *Principles of Corporate Finance, 10th edition*, McGraw-Hill, 2011. (藤井眞理子・國枝繁樹監訳『コーポレートファイナンス 第10版 下』, 日経BP社, 2014年)
- Bruner, R. F., *Deals from Hell, M&A Lessons that Rise Above the Ashes*, John Wiley & Sons, 2005. (林大幹訳『M&Aは儲かるのか なぜ企業買収に失敗するのか』, 一灯舎, 2006年)
- Coase, R. H., "The Nature of the Firm," *Economica*, Vol. 4, No. 16, 1937, pp. 386-405.
- , *The Firm, The Market, and The Law*, The University of Chicago, 1988. (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳『企業・市場・法』, 東洋経済新報社, 1992年)
- Damodaran, A., *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd edition*, John Wiley & Sons, 2002. (山下美恵子訳『資産価値測定総論3 非公開企業, 不動産から金融派生商品まで』, パンローリング, 2008年)
- Hamel, G. and C. K. Prahalad, *Competing for the Future*, Harvard Business School Press, 1994. (一条和生訳『コア・コンピタンス経営』, 日本経済新聞社, 1995年)
- Hart, O., *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, 1995. (鳥居昭夫訳『企業 契約 金融構造』, 慶応義塾大学出版会, 2010年)
- Helfat, C. E., S. Finkelstein, W. Mitchell, M. A. Peteraf, H. Singh, D. J. Teece, and S. G. Winter, *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organization*, Blackwell Publishers, 2007. (谷口和弘・蜂巣旭・川西章弘訳『ダイナミック・ケイパビリティ 組織の戦略変化』, 勁草書房, 2010年)
- Klein, B., "Vertical Integration as Organizational Ownership: The Fisher Body-General Motors Relationship Revisited," *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 4, No. 1, 1988, pp. 199-213.
- , R. G. Crawford, and A. A. Alchian, "Vertical Integration, Appropriable Rents, and The Competitive Contracting Process," *The Journal of Law and Economics*, Vol. 21, No. 2, 1978, pp. 297-326.
- Langlois, R. N. and P. L. Robertson, *Firms, Markets and Economic Change: A Dynamic Theory of Business Institutions*, Routledge, 1995. (谷口和弘訳『企業制度の理論-ケイパビリティ・取引費用・組織境界』, NTT出版, 2004年)
- McKinsey & Company, T. Koller, M. Goedhart, and D. Wessels, *VALUATION: Measuring and Managing the Value of Companies, sixth edition*, John Wiley & Sons, 2015. (マッキンゼー・コーポレート・ファイナンス・グループ訳『企業価値評価 第6版(下)-バリュエーションの理論と実践』, ダイヤモンド社, 2016年)
- Palepu, K. G., P. M. Healy, and V. L. Bernard, *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements 2nd edition*, Southern-Western College Publishing, 2000. (斎藤静樹監訳『企業分析入門(第2版)』, 東京大学出版会, 2001年)

- Posner, R. A. and A. M. Rosenfield, "Impossibility and Related Doctrines in Contract Law: An Economic Analysis," *The Journal of Legal Studies*, Vol. 6, No. 1, 1977, pp. 83-118.
- Simon, H. A., *Administrative Behavior, fourth edition*, The Free Press, 1997. (二村敏子・桑田耕太郎・高尾義明・西脇暢子・高柳美香訳『新版 経営行動-経営組織における意思決定過程の研究』, ダイヤモンド社, 2009年)
- Stalk, G., P. Evans, and L. E. Shulman, "Competing on Capabilities: the new rules of corporate strategy," *Harvard Business Review*, Vol. 70, No. 2, 1992, pp. 54-66. (八原忠彦訳「戦略行動能力に基づく競争戦略」, 『ダイヤモンド・ハーバード・ビジネス』第17巻第4号, 1992年, 4-19ページ)
- Teece, D. J., *Dynamic Capabilities & Strategic Management: Organizing for Innovation and Growth, first edition*, Oxford University Press, 2009. (谷口和弘・蜂巢旭・川西章弘・ステラ・S・チェン訳『ダイナミック・ケイバビリティ戦略-イノベーションを創発し, 成長を加速させる力』, ダイヤモンド社, 2013年)
- , "Forward Integration and Innovation: Transaction Costs and Beyond," *Journal of Retailing*, Vol. 86, No. 3, 2010, pp. 277-283.
- , "A Dynamic Capabilities-based Entrepreneurial Theory of the Multinational Enterprise," *Journal of International Business Studies*, Vol. 45, No. 1, 2014, pp. 8-37.
- , G. Pisano, and A. Shuen, "Dynamic Capabilities and Strategic Management," *Strategic Management Journal*, Vol. 18, No. 7, 1997, pp. 509-533.
- Williamson, O. E., *Markets and Hierarchies*, The Free Press, 1975. (浅沼萬里・岩崎晃訳『市場と企業組織』, 日本評論社, 1980年)
- 伊藤秀史, 「組織の経済学」, 中林真幸・石黒真吾編『比較制度分析・入門』, 有斐閣, 2010年a, 15-36ページ。
- , 「契約の経済理論 (2)」, 中林真幸・石黒真吾編『比較制度分析・入門』, 有斐閣, 2010年b, 138-167ページ。
- 大本俊彦・小林潔司・若公崇敏, 「建設請負契約におけるリスク分担」, 『土木学会論文集』第693号/VI-53, 土木学会, 2001年, 205-217ページ。
- 鈴木俊行・繁本知宏・正清宣行, 「エンジニアリング事業 純粋なEPC事業者を想定し, 信用力の分析手法を整理: 潜在リスク量を把握したうえで吸収力を評価」, 『月刊レーティング情報』2003年12月号, 格付投資情報センター, 2003年, 11-19ページ。
- 日経ビジネス, 「再編進む原子力業界 原子力は世界4強時代へ 東芝は両形式を握る」, 『日経ビジネス』2006年6月19日号, 日経BP社, 2006年, 40-41ページ。
- , 「不正会計発覚から1年 米国でも『チャレンジ』原子力にしがみつくと東芝」, 『日経ビジネス』2016年5月30日号, 日経BP社, 2016年, 42-47ページ。
- , 「東芝“崩壊”の原点 原発事業に潜む『不発弾』」, 『日経ビジネス』2017年2月6日号, 日経BP社, 2017年, 10-11ページ。
- 柳川範之, 『契約と組織の経済学』, 東洋経済新報社, 2000年。