

巨大単一市場誕生への企業戦略と 資金調達の変化（フランス）

パリ・センター

99年1月1日のユーロ導入は、これまでのところ欧州の一般世帯と企業による支払手段にはそれほど大きな影響を与えていない。2000年1月初旬のル・モンド紙によれば、ユーロを決済手段として用いたことのあるフランス国民は1%にすぎず、また99年にユーロで納税した者は全体の8%にとどまった。

このようにユーロは、現段階ではバーチャル・マネーにすぎないように見受けられるが、一方でフランスおよび欧州企業の資金調達の基軸通貨となり、産業界に大きな影響を与えた。また、ユーロ導入を契機として、欧州の大企業はM&Aなどの戦略を定めるようになり、これによって、米国から既に98年に欧州に波及してきていた企業再編（規模の拡大化）の傾向が加速している。欧州、特にフランスの大企業は、M&Aによる業界の再編、事業拠点分散化の積極的推進、サプライチェーン・マネジメントの導入による取引業者および顧客を含めた生産工程の合理化、欧州市場での資金調達（ユーロの使用、特にユーロ建て起債が増加）といった戦略を推し進めている。

1. M&Aによる業界再編

経済通貨統合の実現により、EU加盟15カ国のうち11カ国は各国の国内市場の並列状態から、11カ国を統合した巨大単一市場となった。欧州企業は、通貨統合を目前に控えた98年からすでに単一市場におけるポジション強化に力を注ぎ、結果としてM&Aによる大きな業界再編のうねりを作り出した。

こうした動きの背景には国際金融システムの変化（資産運用のグローバル化、金利の低下、企業の負債圧縮、ユーロの誕生など）がある。この変化は世界の資金の流れを株式市場へと

向かわせた。そして株式市場への大量の資金流入は、折からの好景気とあいまって、企業の株価上昇に貢献した。フランス企業の株式時価総額も著しく増大し、株式交換によるキャッシュレスでのM&Aを可能にしている。

また、フランス型資本主義の株式持ち合い、政府による大企業の資本保有、機関投資家の存在の大きさといった特徴がなくなりつつあることも背景にある。企業の経営者は自社株の相場の動向を逐一気につけ、株主の利益を優先するようになっている。パリ証券取引所の主要株式指標CAC40を構成するフランスのブルーチップ企業の資本に、アングロ・サ

クソン系年金基金が参加するケースが増えて
いることも、その圧力を一層強めている。こ
のような状況下において、フランス企業が収
益性を改善し市場の期待に応えるためにも、
M&Aは重要になってきた。

具体的には、国際市場におけるポジション
強化、シナジー効果（経営の相乗効果）の創
出、戦略的な資産（企業・事業部門）の獲得、
欧州における事業部門の規模拡大がその主た
る目的になっている。そして、企業の事業拡
大、急速な技術革新、サービスコストの低下
があいまって、企業の統合化現象と規模の経
済をもたらした。企業にとって国際舞台での
ポジション強化のためには、企業規模の拡大
が不可欠である。一方、成長に限界が見えて
いる業界でも、合併により規模の経済が実現
し、余剰人員の削減、生産拠点の絞り込み、
仕入れコスト削減が可能となる。また市場の
国際化に伴う競争激化の中で、大企業グル
ープが、事業展開規模や市場シェアに関する現
実離れした野心を捨て、本業への事業集約と
いう路線を打ち出し、副次的事業部門を譲渡
することも多い。

98年に行われたフランス国際投資代表部
（Delegation aux Investissements Inter
nationaux）の調査によると、国外進出の主
な動機を強い順に並べると以下の通りである。

より大きな市場へのアクセス

国際舞台での企業のポジション強化

戦略的な資産（企業・事業部門）の獲得

世界規模での企業組織再編

生産コストの削減

生産国からの輸出

同様に、国外進出先を決定するにあたって
の基準を、重要なものから順に並べると以下
のようになる。

活発で規模が大きく、収益が望める市場へ
のアクセス

政治・経済・社会的情勢、すなわち直接投
資の保護、政治・社会的リスク、経済環境、

受け入れ国の直接投資への開放的姿勢、法
制、税制、インフラ。

官僚主義の不在、他の市場にも近いこと、
質の高い労働力、産業環境、戦略的資産
（企業・事業部門）の存在。

また、国外進出の手段に関して、95年から
97年の期間について重要なものから順に並べ
ると以下の通りである。

企業の合併・買収

100%管理化におく生産拠点の創設あるい
は拡張

ジョイント・ベンチャー

戦略的提携

尚、93年および94年は の手段が最も重要
視されていた。

上記調査結果からも企業のM&Aに対する
積極的な姿勢が窺われる。

以下はフランス企業による買収事例である。

PPR（ピノー・プランタン・ルドゥート、
流通）

PPRは2つの主要子会社（レクセルと
レッドカット）を通して、レクセルは特に
オーストラリアで、レッドカットはユーロ圏
において買収を行った。これは、所有ブラン
ド数を増やし、国際舞台における自社のポジ
ションを強化することが狙いである。特にイ
ヴ・サンローランなどのブランドを傘下にも
つグッチの買収は、高級品部門での新たな事
業展開を目指したものである。

またPPRは、レッドカットを介して米通
販ブライレーン社にTOB（株式公開買付）
を仕掛け、100%子会社とするなど戦略的な
資産（企業・事業部門）の獲得にも力を入れ
ている。

BNP - パリバ（金融）

BNP（パリ国立銀行）とパリバの合併も
また世界でのポジション強化という目的に即
したものであり、BNP - パリバは合併によ

り仏銀行業界で1位、またユーロ圏においても5大銀行の一つとなった。BNPはパリバ買収にあたり、パリバの個人向けサービス業務（セテレム、ダイレクトバンク、その他の子会社で展開）での画期性にも目をつけた。またパリバは投資銀行部門でノウハウを持ち、一方でBNPは強力な店舗網を有している。

BNP頭取でありBNP - パリバの代表取締役となったペプロー氏は「BNP - パリバは欧州銀行業界の強大化に積極的に貢献してゆきたい。同行の意志決定機関はフランスにあるが、目標は欧州銀行業界のリーダー的ポジションにつくことである」としている。また合併により、「新たな協力分野についても検討の余地が出てきた」という。合併によるシナジー効果は2002年には8億5,000万ユーロに上ると予想され、投資・融資銀行部門がこのうち48%を占めるとみられる。

トータルフィナ・エルフ（石油）

エルフとトータルフィナの合併は、石油業界での世界第4位の企業誕生のみならず、化学産業でも世界第5位のメジャー誕生につながった。この合併のシナジー効果の算定額は両社でそれぞれ異なり、エルフによれば年間25億ユーロ（税引前）である。また、トータルフィナは「開発・生産部門におけるシナジー効果は10億5,000万ユーロに達する見込みであり、精製・流通部門ではこれが9億5,000万ユーロ、化学部門では3億ユーロとなる。さらに本拠地でのコスト削減規模は2億ユーロが見込まれている」という。これらの削減をどう実現するかについては詳細が明らかにされていないが、エルフ側は 組織の改良、

焦点を絞った事業開発、 企業運営プロセスの効率化といったポイントを挙げている。

ラファルジュ（セメント・建設資材）

ラファルジュも展開地域の多様化、製造部門の強化、世界市場でのシェア拡大を目標に、

99年には月ほぼ1件のペースでユーロ圏およびアジアで買収を進めた。同社は「世界における事業展開体制の強化」を目標としている。

2. 流通部門の変革

ユーロ導入は欧州規模で展開している流通業者に対し、欧州規模での一括仕入れ（大手スーパーのカルフルやオーシャンは98年から実施している）を容易にした。これにより大規模流通業者は規模の経済を実現し、購買条件を自らに有利に設定することができるようになっていく。そしてこの傾向はますます強くなっている。

流通業界の再編は98年と99年に顕著にみられた。代表例は以下のようなものである。

カジノとコラの合併

ルクレールとシステムUの提携（99年1月）

カルフルの、TOBによるコントワール・モデルヌ買収（99年8月）

カルフルとプロモデスの株式交換による合併（99年8月）

99年にはあらゆる流通部門の企業が、企業規模の拡大に加え、外国企業との競争に対処するため国際化へと進んだ。肉専門のルイ・ドレフュス、建築資材のトゥ・フェール、電子部品のテケレック（同社は独プトロニック社と提携した）がその例である。国際的な企業集中は98年に多くなり、その傾向は99年も持続した。以下に例を挙げる。

仏アンテルマルシェが独シュパールの経営権を掌握

仏プロモデスによるベルギーのGB社の経営権掌握

仏オーシャンが伊企業買収を加速

蘭アホール드가スペイン市場に進出

英キングフィッシャーが仏カストラマと合併し、世界最大の日曜大工用品流通業者が誕生

独メトロが同国のアルカウフとクリークバ

ウムを買収

仏カジノがブラジルに進出し、CBDを買収

仏カジノがタイのBIGを買収。BIGはタイでハイパー20店舗を展開。

仏カルフルが幕張に店舗面積1万2,000平方メートルのハイパーを開店予定

仏カルフルがブラジルのミネイロ（スーパー33店舗）を買収

3．事業拠点の分散化

一部の産業部門では事業拠点を分散化する動きも見られた。特に繊維部門においては90年代初めから（本格化したのは98年から）自社製品のみを生産する企業が、高コストを理由に、商品のデザインから店舗での販売に至るすべての工程への直接関与を控える傾向がある。フランスのファッション・ブランドは、自社での製造をやめて、デザイン、マーケティング、流通部門の強化に傾注し始めている。マルセル・グリフォン、ヴェイユ、キャシャレルなどがこの例である。

ヴェイユの場合、生産は国外の下請け業者あるいはハンガリーやチュニジアの自社工場へと移転した。子供服メーカーのアルベールは、製造部門と大衆向け自社ブランドを完全に手放し、付加価値の高いライセンスの展開に力を入れている。

一方、仕立て業者のジェテックスは、人件費の低い国に下請けに出すのではなく、チュニジアのモナスティールに自社アトリエを設立した。

4．サプライチェーン・マネジメント（SCM）による合理化

欧州企業ではユーロ導入による競争激化に対応するため、コスト削減に取り組んでいる。ここではその一例として、SCMによる取引業者、および顧客を含めた生産工程、製品供給プロセスの合理化例について紹介する。

大手スーパー、カルフルの国内ロジスティクス部長であるジャン＝マリー・ピカール氏によると、「SCMとは、製品の生産現場から最終消費者までを結ぶ、供給プロセス全体のマネージメントをさす。つまり消費者、生産者、流通業者のみならずロジスティクスと情報処理サービス業者も含むグローバルな体系」である。

フランスではトムソン・マルチメディア（TMM、電子）とルノー（自動車）という2つの大企業でSCMが導入され成果をあげている。TMMはテレビの生産においてSCMを採用し、これは同社の業績立て直しに少なからず貢献した。また、ルノーは、自動車のオンライン販売への対応と関係して、SCMを導入した。両社の試みは、企業トップがSCM導入に対して「全面的かつ目に見える」支援をしているという共通点がある。TMMのチューブ・部品部門の欧州市場担当責任者であるディディエ・トリュット氏は、「（同社のトップである）ティエリー・ブルトンがSCM導入プロジェクトに最初の段階から自ら立ちあった」と回想している。またルノーの「新流通」プロジェクトを率いるアンドレ・ボディ氏は、「我々にSCMを導入するよう指示したのは、（同社の会長）ルイ・シュバイツァーであった。この導入は会社の組織に与えるインパクトがあまりに大きいので、成功を保証するために会長の支援が必要だ」と述べている。

トムソン・マルチメディア（TMM）

TMMではコスト削減のために積極的な戦略を打ち出しているが、その一環として同社のロジスティクス部門は99年7月に一括してジェオディス・ロジスティクス社に年額6億フラン（9,000万ユーロ）で委託された。同社のロジスティクス部門はこれまでも外部委託されていたが、数多くの契約を結び多数の業者に分散していた。ジェオディス・ロジ

スティクス社はTMMとの契約の数ヵ月前に、IBMとも同種の契約を年額10億フランで結んでいる。

TMMは今後、SCMを同社の製造部門すべてに導入する意向である。目標は製品の95%を48時間以内に消費者に届けることである。この案は、直販と即時生産で圧倒的な強さを誇っている米国のデルを参考にしたものである。デルは、製品生産にかかる時間の短縮を図るため、取引業者の数を大幅に減らす改革を実施した。デル・ヨーロッパの南欧マーケティング部長ジョン・パーキンス氏は、「成功のカギは情報伝達の速さにある」と述べている。

ルノー

ルノーは99年4月に「新流通」プロジェクトを設置した。これはオンライン販売を視野に入れ今後2001年までに、自動車の納期を従来の約7週間から2週間へと短縮することを目標としている。これが実現すると、在庫台数は半減し、年間で約10億フランの流通コストが削減できる。

自動車メーカーは常に大量の在庫を抱えているものであるが、全体の70%近くが受注方式でなく、販売代理店網による需要予測に応じて生産されたものである。しかし代理店の経験や勘をもってしても顧客ニーズを予想することは難しく、また、「リスクの少ない」車を優先しがちで、あらゆる顧客のニーズには応えにくい。

ルノーの新プロジェクトの現場では、新しいコンピュータ類の導入に加え、2万8,000人を対象に16ヵ国語で研修を行うという壮大なプランが立てられている。SCMの導入は、今後取引相手にとっても避けて通れないものである。

ルノーとTMMを除いては、SCMを導入している企業は少ない。調査会社ピエール・オドゥワン・コンセイユの最近のアンケート

によると、フランス市場は現在、SCMの導入において米国に2年から3年の遅れをとっている。98年のフランスのSCM市場は約1億7,000万フランであったと推定されるが、今後は年間80%以上の成長が期待されている。SCM導入に向けた動きは現在広がりつつあり、欧州の大企業の60%が導入プロジェクトを立てている。前出のTMMのパーキンス氏は、「製品の旧式化が早く、細心の在庫管理が必要な場合、SCMの機能は一層重要となる」としている。いずれにせよ、SCMの導入にあたり大きな障害の1つとなるのが、SCMが企業の構造に対してときに「革命的な」インパクトを与えるという点である。調査会社ベンチマーキング・パートナーズは、「SCMが、情報伝達と情報へのアクセスという、企業内で最も重要な権力の象徴の1つを奪うことになる」と指摘している。

5. フランスおよび欧州の企業の資金調達

(1) パリ金融市場の動き

99年のパリ金融市場において、取引額の増大、国際化、金融商品の多様化、といったような動向がみられた。この背景には以下の2つの要因がある。

- ・ユーロの導入によるユーロ圏金融市場の統合の加速。
- ・欧州、特にフランスにおける景気の回復。後者は金融市場活性化の根本的な要因である。

取引額の増大

99年のインターバンク市場での取引額（1日当たり）は、前年比で20%程度の伸びを示した。

オープン市場ではCD（譲渡性預金）市場が非常に活発で、99年の発行残高は、98年末と比較して36%増加した。これは、起債の短期化や99年初めのスライド制導入などで便宜が図られたことに起因する。CP（コマー

シャル・ペーパー)市場の伸びはさらに大きく、規制の自由化、新起債技術の活用、さらに単一通貨の導入により、前年比50%の伸びを示した。

ユーロ導入で欧州債券市場は急激に活況を呈し、ユーロ建て起債総額(ネット)は99年に米ドル建て起債総額を超えた。フランスでも民間企業の起債が増え、国内の機関および個人投資家による投資が特に拡大した。フランスの国内投資家が購入したユーロ建て債券の総額は99年に1,086億ユーロに上り、98年の860億ユーロと比較して26%増加した。国内投資家に対する発行総額のうち、償還分を除いた純発行額も大幅に増加し、98年の249億ユーロから99年には541億ユーロに達した。

株式市場でも、取引総額が増加し、歴史的な高レベルに達した。この動きは他の欧州の株式市場でもみられた。

起債者と資金の国際化

これらの国際化は取引総額の増大と並行している。インターバンク市場における取引の増加は主に国境を越えた資金の動きによるものである。またCP発行残高の増加は、この市場に対する外国起債者の関心の高さを示している。債券市場では1回の起債額の増加がみられたが、これは定期的に起債を行う企業の、今やユーロ圏にまで広がった市場での知名度と存在感をアップさせたいといった意図が込められている。また株式市場の活況は、欧州および世界の産業界で進む大規模な企業再編を、フランス大手企業も積極的に進めていることが評価されたものである。

金融商品の多様化

国債に関してみると、フランスはユーロ圏においてインフレ率に連動した国債(30年物OATI、10年物OATI)を投資家に提供している唯一の国であり、このような国債の発行額は99年1月以来、国債発行額の12%以上を

占めている。

金融部門以外の企業による起債は99年上半期の起債額の56%以上を占め、総額162億ユーロに達している(前年同期比の3倍に相当)。中でも転換社債が著しい伸びをみせた。99年には金融部門以外の企業の転換社債発行総額は100億ユーロとなった。

CP市場では、資産の流動化商品である短期債券(TCAA)の発行が成功を収め、投資家の需要の多様化と商品構成の高度化(複雑化)が明らかになった。

(2)資金調達方法の変化

99年4月~10月の間に金融部門以外の企業に対する貸付は約4.4%増加した。これと並行して、10月には国内市場を介しての資金調達は、前年同月比で10.8%増を記録した。その前3カ月間は前年同月比で8.6%増に落ち着いていた。

98年までは増資が直接金融の80%を占めていたが、99年の第1四半期から第3四半期までの期間にこの比率は半減して41.4%にまで下がった。99年の1月~10月の株式発行総額は247億ユーロにとどまった(前年同期は437億ユーロ)。この株式発行による資金調達の減少は他の先進国でも見られており、特に米国では97年以来、株式純発行額はマイナスとなっている。これに対して、98年末から99年8月までの間に、社債およびCPによる資金調達が、それぞれ3.69倍と2.29倍と急増した。

このような資金調達方法の変化は、フランス銀行(中銀)によれば、以下の5つのファクターに起因する。

社債発行が有利となる副次的現象

95年以来の長期金利引き下げにより、増資と借入のコストを比較した場合、借入の方が有利となった。社債発行はまた増資と違って一株当たり利益の希薄効果がないという利点を持つ。またユーロ導入により民間社債市場

の流動性が増したことも、社債発行による資金調達の魅力を増した。

一方、CPの利用が増加した理由は、平常の運転資金以外に企業買収などの短期的なつなぎ手段として用いられたりしたことによる。

増資の減少

99年以前は、大手上場企業の増資（例えば98年のローヌ・プーラン、ヴァレオ）や、現在国有となっている企業への資金注入（例えば98年のトムソン・マルチメディア）、外国多国籍企業によるフランス子会社の自己資本増強（例えば98年の紙・パルプ部門）など数々のタイプの増資が盛んだった。

転換社債人気の高まり

パリでの転換社債発行残高は99年初めから75%増加した。転換社債の利回りは一般に社債より低いが、投資家は現在、転換社債を資金運用の多様化と株式相場下落に対する防衛手段と考えている。発行者にとっては発行コストが低いことのほかに、転換社債が株主層の拡大の可能性をもたらすなどの利点がある。

99年の株式交換（OPE）の人気再燃

株式公開買付（TOB）と異なり、株式交換では企業買収のための資金が必要なく、それでいて一挙に株主の層を広げ、場合によっては資本に参加する機関投資家を増やすことを可能とする。80年代にはTOBがよく利用されていた。

自社株買いの増加

企業による自社株買いは、株式「純」発行額に影響を及ぼす。多くの場合、買い戻しが計画されるのは、企業が投資の新たな好機を見い出せず余剰部分を株主に再分配することを選択するか、あるいは相場を安定させるような持ち株構成を望むためである。これらは、資本収益率の低下や、投機的な動きなどによ

る株価の急変動を防ぐという意図に基づくものである。ただしフランスでは、一般に自社株買いは資本の10%が上限とされている。

こうした資金調達手段の選択における変化は、まず起債市場に影響を及ぼすが、流通市場、特に株式市場にもインパクトを与える。実際、借入の増加は、たとえ成長予測に基づき安全な水準で行われたとしても、景気の変わり目には企業の財政基盤を脆弱化させ、間接的に企業の株価に大きな変動を招きかねないことがある。

（3）フランス企業の姿勢

ピノー・プランタン・ルドゥート（PPR）は社債発行（全資金調達の20～40%）のすべてを98年まではフランス・フラン建てで、99年からユーロ建てで行っている。同社の銀行からの融資も同様の推移をたどっており、資金調達に占める銀行融資の20～40%という割合もほとんど変わっていない。しかし、98年と99年にかけてのフラン建てからユーロ建てへの移行で、株式発行による資金調達は非常に少なかった。

カルフルは99年3月に、期間10年の10億ユーロの社債発行（45%のクーポン付き）を行った。

ラファルジュではここ2年間、資金調達の半分を社債で行っており、98年から80%をユーロ建て、20%を米ドル建てで発行している。銀行融資は資金調達全体の20～40%を占め、主にユーロ圏とアジア地域で融資を受けている。また、株式発行は98年には資金調達の10%を占めていたが、99年には行っていない。トムソン・マルチメディアは資金調達の半分を株式発行で、また残りの半分を銀行融資で行っており、債券市場での資金調達はしていない。

アヴェンティス（仏ローヌ・プーランと独ヘキストの合併により誕生、化学）でもユー

口導入で資金調達に変化が起こった。98年にすでに資金調達全体の20%以下となっていた株式発行は99年には行われなかった。一方で社債発行（資金調達全体の20%以下）と銀行融資（同20～40%）は98年と99年に行われた。

このように、いくつかの企業はユーロ導入に備えて、すでに98年からユーロ建てで資金調達を行っていた。PPRは銀行融資と社債発行を98年にはフランス・フランで、99年にはユーロで行い、ラファルジュはユーロと他

の通貨（米ドルとアジア通貨）で資金調達を行っている。

一方、他の企業は資金調達に際してユーロを優先していないが、これは、資金調達が国外のさまざまな地域でのM&Aに絡むものであったり（トムソン・マルチメディア）あるいはこれまではユーロを使わなかったがまもなく使用する（アヴェンティス）などの事情による。