

フィリピンと日本におけるクロスボーダー M&A と 買収後シナジーの検証

——エンペラドール, デルモンテ・パシフィック, カゴメの比較研究から——

澤田 貴之

キーワード：EMNCs (Emerging market multinational corporations),
AMNCs (Advanced economy multinational corporations),
CBMA (クロスボーダー M&A), 適応戦略, トマト加工食品, ハンズオン,
CAGE フレームワーク, ゲマワットのパラドックス, 現地適応化, 垂直統合型,
ドメスティックブランド

- 1 食品飲料系事業における EMNCs と後発国企業の戦略的対応をめぐる問題
- 2 EMNCs による CBMA をめぐる先行研究の流れ
- 3 エンペラドールによる CBMA と事後の検証
- 4 デルモンテ・パシフィック (フィリピン) による CBMA と事後の検証
- 5 日本デルモンテとハインツ日本の現地適応化
- 6 カゴメの CBMA と垂直統合型アグリビジネス B2B 型 M&A
- 7 結びに代えて 非標準品から標準品への試行と買収後シナジーの成否

1 食品飲料系事業における EMNCs と 後発国企業の戦略的対応をめぐる問題

食品や飲料事業部門 (アルコール類を含む) において, アジア新興国企業の多くは国内では一定のブランド (ドメスティックブランド) を構築しているものの, グローバルブランドを構築している例は極めて稀である。国外では大手小売業などのプライベートブランド (PB) として, 事実上先進国市場では OEM 生産による輸出にとどまっているケースも少なくない。

日本市場だけに目を向けても, 大手小売りによる韓国製ビール, 台湾やマレーシアなどの菓子類というように低価格を売りとする PB 商品にとどまっているケースが多い。自国市場ではドメスティックブランドとして名が通っているものの, グローバルブランドとしての認知度が低いままであることで, より高付加価値の自社

ブランド製品への移行が困難なままであるという状況に陥っている。

アジア NIEs (Newly Industrialized Economies) において先頭を切ってきた韓国メーカーの場合, 食品事業部門では, ロッテや農心など相対的に自社ブランドの国際化で成功してきた例は見られる。また香港の李錦記 (オイスターソース) やアジア NIEs 以外ではフィリピンのエンペラドール (ブランデー) も数少ない成功例として挙げることができよう。しかし, これら以外では, 国内市場におけるブランドとしての優位が築かれているものの, 海外市場では, ほぼ無名のケースは数えきれない。また成功例として挙げたアジアブランドもグローバルというよりもアジア圏を中心としたリージョナルブランドに限定されていることが多い。

アジアに目を向ければ, 中国, 台湾, 東南ア

ジアのアパレル、日用品類から外食に至るまでグローバル市場で過去にトップクラスの地位を築いた企業の例を見ることはほとんどないと言っても過言ではあるまい。アパレルや飲料・食品などでは国内でブランドが確立されていても、それらの企業は先進国企業のPBやOEMを比較的高い割合で自社事業に組み込んでいることが多い。

このように自国市場を中心にして、規模の拡大に伴い一定の多国籍化を遂げた新興国企業を、ここではEMNCs (Emerging market multinational corporations) と呼ぶことにするが、依然として国際的な自社ブランドの構築という壁の存在が、これら企業の前に立ちはだかっているのである。この問題は消費財部門全般に当てはまることで、いわゆるグローバルブランドもしくはユニバーサルブランドを構築した事例は非常に少ないのが現状である。特に食品系企業（コンフェクショナリーなども含む）については、本国のドメスティックブランドが低価格であったり、原材料、嗜好の違いなどによって、先進国市場でPB以外での自社ブランドの浸透が困難となっている。

先進国の多国籍企業AMNCs (Advanced economy multinational corporations) が後発・新興国市場に進出した場合、先進国母国と現地市場との間にはCultural (文化的), Administrative (政治的), Geographical (地理的), Economic (経済的) という4つの距離 (Distance) が存在し、Ghemawat (2007) Ghemawat, Altman (2016) が提起したこのCAGEフレームワークによれば、AMNCsは現地市場で適応戦略を採用する必要があるという。この戦略は主に製品の現地化を指しているが、製造拠点などの集約化も含んでいる。

特に食品事業においては、先進国母国と現地市場の間で消費者の嗜好の差、距離の乖離が大きく、文化的な距離という要素を中心にローカ

ライズが図られることになる。ここでCAGEフレームワークが見逃している点は、現地市場でのローカル企業側の戦略である。ローカライズということならば、現地の嗜好に精通しているローカル企業側にむしろ優位性があることは否めない。そのため澤田 (2025a) (2025b) が示したように、食品飲料を中心とした製品ではローカル企業側のシェアが高いことは珍しくない。

こうした逆転現象は「ゲマワットのパラドックス」と呼んで差し支えないが、この優位性や「強み」もローカル企業が次の発展ステージに進むときには、優位性や「強み」が致命的な「弱み」に転じてしまうことになる。次の発展ステージとは、ローカル企業がEMNCsとしてグローバル市場へリーチするときに生じる。グローバル市場ではローカル企業の製品は、食品であれば変わったエスニック製品としてしか消費者に認知されない可能性が高い。(それを売りにする場合も多いが、ボリュームゾーンの獲得は困難であろう)

さらにローカル企業側が直面するのは、逆の適応戦略がより困難だということである。なぜならば、グローバル市場ではAMNCsによる標準品が浸透しており、非標準品の入り込む余地は先の理由からほとんどなく、ローカル企業はAMNCsにとって競合他社にもなり得ないからである。他方でドメスティックブランドによって、国内で寡占企業に成長発展したローカル企業は、EMNCsとしてクロスボーダーM&A (以下、CBMA) を行えるほど事業規模と範囲を拡大している。

自律的にグローバルブランドを構築できないならば、AMNCsを買収することが選択肢となるわけだが、これはCBMAであるものの、従来はAMNCs間のディールが想定され、EMNCsによるAMNCsの買収については研究関心が向けられることがほとんどなかった。そ

こでまず第2節では、EMNCsによるCBMAに研究関心が向かうまでの先行研究の流れを補足しておくことにする。AMNCsがCBMAに向かうまでの流れについては、言うまでもなく特定国・地域(中国、インド、東アジア諸国)における企業の成長発展がベースにあり、依然としてそれらのCBMAが特定国に集中しており、M&Aの事後の検証にまで及んでいないことに留意する必要がある。

第3節からは、これまでの先行研究で取り上げられてきた特定国ではないフィリピンを中心にしたCBMAの事例を考察・検証する。ただし、EMNCsによる買収全体の件数から、さらに業種別・規模別に絞り込んだ場合、過去にそうした案件が少なく、サンプル数として十分ではないという問題がある。言うまでもなくAMNCs自体の規模が大きく、EMNCsによる食品飲料系におけるAMNCsの買収件数の少なさから相関分析や計量的な分析を通じたディール後の評価について、どのような要因がシナジーに有効的に作用したかを検証することは不可能となっている。

こうした問題を克服するためのもう一つの研究方法は、定性的な検証ということになるが、この場合にはどのようにして適切なサンプル・事例を取り上げるのかということが最初の課題として浮上しよう。まず本稿ではEMNCsの母国としてフィリピンを選択することとした。EMNCsによるAMNCsの買収は、2000年代以降の新しいCBMAの流れであり、表1に見られるように、ブランド獲得を含むCBMAは、ディールの規模が大きくなる傾向があるため、全体の数は少ない。

これら全体の数からさらに食品飲料系事業に絞るならば、サンプル数は非常に限られたものになろう。代表的な事例として掲げたものが表1なのである。言うまでもなく、これらはB2Cを中心とした事業である。米国の食品飲料系事

業におけるM&A(In-In)での買収側の中心となっている主体(買い手、Acquirer)は、メーカーそのものではなく投資ファンドであることが多く、後述するが弊害も少なくない。一方EMNCs側は純粋にメーカーであることが、EMNCsによるAMNCsの買収の特徴と言える。

この特徴は、EMNCs側のブランドの獲得によるグローバル市場への参入という意図を明瞭に示しているわけだが、他方でディール後のシナジー形成については、両組織のコミュニケーション、取引実績、組織再編やAMNCsへの経営関与(ハンズオン)、製品開発などが関係してくると推察できよう。こうした観点から、第3節と第4節では、フィリピンのエンペラドール(アルコール飲料)とデルモンテ・パシフィック(加工食品)を中心に取り上げて、比較考察を試みることにする。

EMNCsによる買収とは別の観点から、第5節ではフィリピンや新興国の事例から離れて、同じトマト加工食品の事例として米国のデルモンテとハインツの日本市場における対応事例を考察することにした。その理由は、欧米発の加工食品においてはグローバルブランドの構築という点では、日本市場のローカルメーカーも後発であるからである。トマトケチャップを中心とした製品群においては、国内において寡占的な地位を占めているカゴメでさえ、世界のB2C市場では依然として十分に認知されていないのである。醤油、味の素、インスタント麺などのように日本発のオリジナル調味料・加工食品を別にすれば、欧米発祥のシーズニング(調味料)・加工食品において、日本およびその市場は先進国の中でも後発国、後発市場に位置付けられる。

食品飲料や消費財におけるB2Cの事業領域では、新興国市場だけでなく、上述のような後発国市場においては強力なローカル企業が外資であるAMNCsの前に立ち塞がることが多

表1 新興国企業による代表的なブランド獲得型買収の例

EMNEs	母国	買収先	国	買収年	概要
レノボ	中国	IBMのPC部門	米国	2004年	世界的ブランド「ThinkPad」を含むPC事業を取得し、グローバル展開を加速
JBS	ブラジル	Swift & Company	米国	2007年	食肉加工業界で世界最大級の企業へと成長
タタ・モーターズ	インド	ジャガー・ランドローバー	英国	2008年	世界的な高級車ブランドを買収し、タタ・モーターズの技術力とブランド力を強化
ハイアール	中国	三洋電機の白物家電部門	日本	2016年	洗濯機などの製品ブランドを獲得
ハイアール	中国	GEの家電部門	米国	2016年	米国市場への本格的な進出と技術・ブランドの取得
鴻海精密工業	台湾	シャープ	日本	2016年	「シャープ」ブランドと液晶パネル技術の獲得
吉利自動車	中国	ボルボ	スウェーデン	2010年	欧州高級車ブランドと安全技術などの獲得
美的集団	中国	東芝の白物家電部門	日本	2016年	東芝の製品ブランドと技術の獲得
エンペラドール	フィリピン	ホワイート・アンド・マッカイ	英国	2014年	スコッチウイスキーのブランド獲得
エンペラドール	フィリピン	フンダドールのブランデー、シェリー事業	スペイン	2016年	欧州の老舗ブランデーメーカーとブランドを獲得
グルボ・ビンボ※1	メキシコ	サラ・リーの北米製パン事業を買収	米国	2010年	米国の製パンブランドと販売ネットワークの獲得
山東如意グループ	中国	アクアスキュータム	英国	2017年	英国の高級アパレルブランドを獲得
山東如意グループ	中国	レナウン	日本	2010年	日本の老舗ブランドを獲得（その後、2020年に破綻）
復星国際有限公司	中国	ランバン	フランス	2018年	欧州のアパレル高級ブランドを獲得
ユルドゥズ・ホールディング※2	トルコ	ゴディバ	ベルギー(創業) 本社米国	2007年	欧州の高級チョコレートブランドを獲得
デルモンテ・パシフィック	フィリピン	デルモンテ・フーズ	米国	2014年	デルモンテブランドの販売ルート（2025年破産申請）の獲得

出所：各社開示情報、関連報道より作成。

注) ※1 グルボ・ビンボは2009年と2017年に米国の製パン企業を買収している。

※2 ユルドゥズ・ホールディングはトルコ国内ではウルケル(Ülker)ブランドで知られる食品企業の親会社で、2019年にはゴディバの日本法人など一部事業を韓国系投資ファンドMBKパートナーズに売却している。

く、日本においても澤田(2025a)で指摘したように、ローカル企業の方が製品開発と販売において現地適応という点で優位性を持っているからである。これは先に述べた「ゲマワットの

パラドックス」であるとともに、多国籍企業論が進出国において、その進出動機も含めて常にAMNCs側の優位性を前提にしていることを考えれば、こうしたパラドックスは旧来の多国籍

企業論に対するアンチテーゼになろう。特に日本はそうした特徴の強い市場である。(その理由は、老舗大手メーカーが多いことも関係している)

こうしたパラドックスを念頭に置きつつ、ローカル企業の優位性が維持されている現地市場で、同じ業種のグローバルブランドが進出した場合のケースとして、デルモンテとハインツの日本における事例を取り上げていくことにする。新興国に比較して日本のような後発市場では、むしろローカル企業の歴史が古く、複数の経営資源においてもグローバルブランドを持つ AMNCs に対して必ずしも劣位に立っているわけではなく、こうして形成された固有の市場ポジショニングに対して、デルモンテとハインツがどのような対応をとって自社ブランドの浸透を図ったのが第5節の中心的なテーマとなる。

次の第6節では外資系ではなく、欧米発加工食品の代表の一つでもあるトマト加工食品において、後発市場としての日本市場でローカルメーカーとしての競争優位を築き上げたカゴメに注目して、ローカルメーカー・EMNCs である同社による CBMA を取り上げる。新興国ローカル企業による母国外の進出の困難については、先に部分的に母国現地市場で優位性を示すことになった現地適応力が、母国外では優位性や「強み」として機能しないことを指摘した。

その理由として、当該企業の国外市場へのアプローチ経験値(輸出、リージョナル市場への接近、現地市場での取引経験など)も関係していると思われる。しかしながら日本のメーカーの場合、欧米発の加工食品においても長い歴史を持つ老舗メーカーが多く、カゴメもそうしたメーカーの一つである。その意味で後発市場側であるが、同時に先進国側で AMNCs という立ち位置にもある。そうしたメーカーが米国企業を買収するケースは、AMNCs による

AMNCs の買収になるが、ここではカゴメのビジネスモデルがディール後にシナジーを形成できるような条件を備えていたことを明らかにしていきたい。

最後にフィリピンの買収事例と日本市場における外資ブランドの浸透の経緯、およびカゴメの後発型買収の一連の検証と整理を経て、EMNCs のディール後のシナジー成否に関する規定的な要素を提示することにした。

2 EMNCs による CBMA をめぐる先行研究の流れ

第2次大戦後、Hymer (1976) や Dunning (1979) らが示してきたように、伝統的な多国籍企業論は基本的には進出動機に加えて、進出先における多国籍企業の複数の優位性を論じて発展してきた。そもそも国外へ進出するような企業は規模が大きく、資本・経営資源において進出先のローカル資本が対抗できないことを前提としていた。それゆえローカル資本側は多国籍企業側に対抗できず、技術吸収などを目的として合弁という形態をとるか、そうでなければ多国籍企業側による完全子会社での進出が主流となる。この場合の多国籍企業とは、欧米系の大企業とほぼ同義で直接投資の流れは所得の高い国から同じように高い国に向かうのが通例で、米国から欧州(あるいは欧州間)というような投資の流れが前提とされていた。

欧米系企業を除けば日本企業も1960年代以降、徐々に海外投資に目を向けるようになったが、それも先進国企業の投資動向の延長にあり、日本は後発組に過ぎなかった。1970年代後半以降 NICs、アジア NIEs (以下、ANIEs) のように、経済成長率が高く、コンパクトな新興国・地域が現れることになるが、これらの国や地域からの直接投資が活発になるのには一定の時間を必要とした。また市場規模の大きい

BRICsが脚光を浴びるようになったのは2000年代に入ってからのことである。この時期あたりが世界の直接投資の流れに新しい動きが出てきた潮目にもなっていた。

ANIEsの大手企業がグローバル化を進め、さらに中国やインドなどもこうした流れに加わるようになった。そして、これらEMNCsによるCBMAの増加をめぐって関連研究も徐々に蓄積が進むようになった。

Mathews (2002)は、EMNCsとAMNCsの進出動機をめぐるとの違いに注目し、EMNCsが従来の所有優位や競争優位のような資源ベースでの強みを前提としてグローバル市場に進出しているわけではないとしている。パートナーとの連携などを通じて、むしろ経営資源・資産を獲得していく戦略的提携やM&Aを通じて所有優位を獲得しているとして、こうした企業を「ドラゴン・マルチナショナル」と呼んだ。ここでは急速にグローバル化したケースとして、中華系（台湾のエーサー、シンガポールのホンリョングループなど）だけでなく、インドのイスパット・インターナショナル（鉄鋼）やメキシコのセメックスなど、より幅広い国籍の企業が事例として取り上げられている。

中国企業を研究対象とした苑 (2014)は、東南アジアやインドへの進出事例から、先進国企業と異なる競争優位を持たぬまま進出した中国企業の特異性に注目している。このためEMNCsの進出動機・目的が注目されることとなり、Zámborskýa and Yan (2022)は、FDI(直接投資)規制が強い国に進出する場合、能力活用の動機が強くなると指摘しているものの、Meyer(2015)とBuckley and others(2016)は資産獲得とその増強も主要な目的の一つとして取り上げてきた。具体的な調査研究としては、中国上場企業のサンプリング調査を行ったRamasamy et al. (2012)も、民間企業の場合と同じく資源獲得、より具体的には商業ベース

に乗りやすい技術を獲得することを目的としていたという結論を提示している。

300社以上の台湾系企業をサンプリング調査したMakino et al. (2002)も、進出する新興国企業は自社のケイパビリティに限界を持っているため、逆に資源獲得と探索という目的で先進国市場への進出動機と目的が形成されるとしている。

特定の国・業種・企業を対象とした定性的な研究も増えつつある。例えば、ファッション小売り産業における国際化戦略の事例としては、Bai and others (2021)が山東如意集団を取り上げ、グローバルな高級ブランドへの進出において、CBMAによる高コスト型の国際化が好まれることを明らかにした。しかし、In-OutのM&Aでは高いリスクを伴い、同集団によるレナウン買収は、日本国内での再建や中国国内でのブランド展開に失敗したことが記憶に新しいところである。

アリババグループを代表的な事例として取り上げた石 (2023)は、先進国市場と新興国市場の「二重の国際化」において、EMNCsの戦略が異なっていることを指摘している。先進国市場においては、資源探索型・適応戦略が採用される傾向があるのに対して、母国と類似性の高い新興国市場においては、資源活用型・標準化戦略が採用されやすいとしている。

進出・買収の動機としては、特許取得志向が強く、立地制約的な商標権と取得の動機は弱いというSutherland et al. (2019)による指摘もあるが、こうした動機も検討対象とする産業・業種によって異なっており、一般論としては外れてはいないものの、本稿で取り上げる食品・飲料という業種の場合には、地域的な商標権の獲得も買収後のシナジーに関連してくると思われる。

EMNCsに関する研究文献レビューを通じて、Li et al. (2021)はEMNCsそのものの研

究が不足しており、最適な参入決定形態については、国ごと、産業ごとの外部環境要因が重要であることを論じている。例えば新興国から新興国・途上国への進出は参入規制に阻まれて、中国やインドのように特定産業では合弁形態を選択せざるを得ない。ただし先進国市場での参入はより自由度が高くなるため、EMNCs の買収はその動機と目的に沿って完全子会社化を目指しやすくなる。

こうした進出動機・目的・参入形態などとともに、買収側である EMNCs の国籍の偏りも指摘されてきた。Williamson et al. (2013) は、グローバル市場における EMNCs の直接投資・M&A の比率が高まっていることに対応して、その中でも比率の高い BRICs の動向を概説している。他方で、こうした動向から BRICs 以外にも EMNCs 研究の対象企業の国籍も広がりつつある。

2010 年代以降は ASEAN 企業の多国籍化に注目した研究も現れている。タイの CP グループを事例として取り上げた柳田 (2011) は、90 年代までの積極的な事業展開が政府との密接な関係や個人的な人間関係を重視するネットワーク能力の優位性によって進められたとしている。こうしたネットワーク能力に依存した多国籍企業はタイ以外にもフィリピン、インドネシアなどにも多いとしている。そして通貨危機 (1997 年) の事業再編において、ネットワーク能力では成長に限界が見られるとして技術力の保有が課題となったとしている。

CP グループの場合、養鶏事業を中心とした中国での事業展開と拡大が華人系企業特有のネットワークの優位性に支えられていた部分は大きく、ただこうしたネットワークの優位性だけでは冷凍ブロイラーの輸出は可能となっても先進国市場への直接投資には限界があり、技術の保有・獲得のための戦略的な手段については論じられていない。

同じく、タイをはじめ ASEAN 諸国の先発組 EMNCs を取り上げた牛山 (2021) (2024) は、個別企業の地理的な進出範囲・程度からグローバル型とリージョナル型に分類しており、EMNCs そのものの類型化を試みている。このように定性的な研究という視点からも、確実に事例研究が増えつつあるのも確かである。いずれにせよ、Degbey et al. (2021) が指摘するように、EMNCs 研究の対象はさらにアフリカ諸国にまで及んでいくかもしれない。

このように EMNCs そのものの研究としては、進出目的、国籍、投資地域などの拡大に応じた進展があるものの、投資対象国と企業、特に先進諸国に絞り込んだ CBMA については、まだ買収後の検証自体が進んでいないのが現状である。業種にもよるが、EMNCs がグローバル市場への進出に際して、逆に経営資源において優位性を発揮できるかという疑問符が付くこととなる。

そうした限界面については、手島 (2008) も自社の研究開発能力とブランドの確立が必要であることを強調しているが、これは容易ではないとしている。EMNCs の初期の進出段階においては、コスト競争が中心となっているためである。しかし、そうした段階を経て実際に CBMA が行われた場合の事後の対応が問題となってこよう。

実際、買収後の統合に関する評価をする場合、戦略と行動パターンにおいて、EMNCs と AMNCs の間には大きな隔りがあることを Zhang, Enang and Sminia (2019) は強調しており、ここでは多国籍企業の出身国要因 (先進国発か新興国発か) が入らざるを得ない。従って研究の関心は、EMNCs による買収後の統合の程度と共通した特徴の抽出に向かうことになる。

実際のところ、CBMA における戦略的統合という視点からの研究は増えており、例えば、Khan et al. (2021) は、分散型リーダーシップ

とターゲット企業の経営の自立性がCBMAの成功を左右する潜在的な要因であると指摘している。新興国企業がCBMAを活用して、組織と事業を多岐にわたって変革し、次の成長段階に進むことを目的としたメタモルフォース戦略の採用の有効性と組織学習効果を検証したYan et al. (2024) (ただし考察対象は中国企業に限られている)も、そうした研究の一つに数えられる。

しかし、EMNCsがCBMAにおいて、実際にメタモルフォース戦略を実行することは容易ではない。それはターゲット企業が特に大規模で経営資源(資産・人材・技術・ブランド販売ルートなど)が買収側より豊富であるならば、なおさらであろう。Peng et al. (2024)らが指摘するように、新興国企業は先進国のターゲット企業を高いプレミアムで買収し、買収後ターゲット企業に経営の裁量権を付与するケースが多いとしている。

実際、CBMAの戦略的統合については議論途上にあるのが現状である。例えばKhan et al. (2021)は、分散型リーダーシップとターゲット企業の経営の自立性がCBMAの成功を左右する潜在的な要因であると指摘している。同じくTang and Zhao (2023)も買収後のターゲット企業の経営陣を維持する傾向があり、こうした傾向をライトタッチの統合と呼んでいる。

以上のごとく関連先行研究では、EMNCsによるCBMAの全体的な特徴や傾向が抽出されてはいるものの、買収後のEMNCsのシナジーやグローバルブランドを獲得した後の戦略的な組織再編の検証にまでは踏み込んでいないことがわかる。とくにこの点に関しては、買収後にEMNCsがターゲット企業に対して大きな経営関与(ハンズオン)を行わない傾向があるとしているのは、逆にAMNCs側の組織優位性をEMNCsが前提としている可能性がある。

しかしながら、戦略的な組織再編についてはEMNC側にグローバル市場における垂直統合の構築にまで踏み込めるような戦略的な実行能力が必要とされる。垂直統合を行うメリットとして、古典的にはWilliamson (1975)のように取引コストの削減やBuckley & Casson (1976)のように取引の内部化が多国籍企業の発展に関係していること、およびPorter (1980) (1985)のようにバリューチェーンにおける競争力強化と差別化につながることを挙げることができよう。

言うまでもなく、グローバル市場における垂直統合やバリューチェーンの構築については、暗黙の裡にAMNCsを主体として前提してきた経緯がある。EMNCがグローバルブランドを持つ被買収企業をハンズオンして垂直統合を新たに、もしくは再構築することは困難であるからこそ、そして先に述べたように買収資金面を除けば、被買収側の組織と経営資源・資産の優位性からハンズオフになる傾向が強いと考えられる。

こうした傾向が強いながらも、ハンズオンのケースも散見されるようになっており、被買収企業の経営パフォーマンスが不安定であるならば、買収側にハンズオンや一定の再建能力も必要となってこよう。その場合、グローバル市場でのプレイヤーとしてケイパビリティをどこまで形成して発揮することができるのかということが大きく関わってくることになる⁽¹⁾。こうした点を特に踏まえながら、次節以降で具体的なフィリピン企業の事例から検証を試みることにしよう。

3 エンペラドールによるCBMAと事後の検証

前掲表1のエンペラドール(Emperador Inc.)は、1979年にフィリピンでアンドリュー・タン

(Andrew Tan) が創業したブランデーを中心とした蒸留酒メーカーである。同社のブランデーはフィリピン国内では低価格品として知られている。親会社はアライアンス・グローバルグループで、不動産開発、外食、ゲーム、観光などの多角的事業を行うコングロマリットである。外食ではフランチャイズ契約でマクドナルドをフィリピンで運営している。親会社・エンペラドールの会長はアンドリュー・タンである。(2025 年下半期現在)

エンペラドールのブランデーは、販売量においては 2006 年以降世界一となっている。創業から比較的歴史が新しいことと、ブランデー自体が欧州イメージの強い蒸留酒であることから、当初は世界的には無名のブランドであった。他方で国内では、その強みは当初から低価格にあった。現在でもフィリピン現地では低価格帯 (日本円換算で 300 円前後) のブランデーとして販売されている。

このような低価格がなぜ成立しているのかというと、その秘密はこの蒸留酒の原料にある。通常ブランデーは葡萄が原料であるが、フィリピンでは気候の関係もあって葡萄はほとんど栽培されていない。実はエンペラドールの原料はサトウキビなのである。国内ではサトウキビプランテーションが多く、このため川上の原料調達・コストの面で低価格を成立させることが可能となった。蒸留所はルソン島南部の経済特区に位置している。

欧州ではブランデーの原料として葡萄などの果実が用いられるが、欧州内では異なる果実を原料とすることもあり、フィリピンではブランデーと呼称することで実際にブランデーとして流通し輸出されている。これは原酒の比率を下げ、サトウキビ由来の糖蜜を加えたインドの国内向け低価格ウイスキーのケースに似ており、後述するようにインドのウイスキー消費量は世界有数である。高級な輸入品とローカル製品の二重構造的な市場が存在していることは、新興

国市場では特に珍しいことではない。

いわゆるドメスティックブランドとして、フィリピンではブランデー以外にジン、ラムなどの蒸留酒が低価格で量産されている。その結果として世界的にも高い販売シェアを誇っている。熟成期間も短く、原料に安価な糖蜜などを使用しているという点でブランデーと共通している。例えば、ジンではヒネブラ・サンミゲル (Ginebra San Miguel)、ラムではタンドゥアイ (Tanduay) が国内で広く浸透している。前者はビールで有名なサン・ミゲル、後者は財閥のルシオ・タンが率いる LT グループ傘下のブランドである。ただし、こちらの 2 社については、エンペラドールのような国外の蒸留酒メーカーに対する CBMA は現在までのところ行われていない。

エンペラドールの現地での強みは低価格帯であることと、零細小売店 (サリサリストア) も含む幅広い流通・販売ネットワークを持っているために、結果的に BOP (Base of Pyramid) ビジネスとして国内市場シェアを伸ばし、輸出も増えていった。いわば Christensen (1997) のローエンド型破壊的イノベーションと Prahalad (2004) の BOP ビジネスの特徴を備えた新興国発ビジネスと言えるかもしれない。他方、エンペラドールはスペインに自社保有する広大な葡萄園を有しており、2016 年に買収したスペインの老舗ブランデーメーカーへの原料供給を含めてスペイン国内においてバリューチェーンを形成しており、CBMA を通じて 2010 年代には名実ともにフィリピン発の多国籍企業となっている。現在ではエンペラドールの製品は、100 カ国以上で販売されるようになっている。

ブランデーだけでなく、蒸留酒のブランドとラインナップも拡張しており、メキシコのテキーラメーカーも買収しているが、先進国企業の買収例としては 2014 年にスコッチのホワイト・アンド・マッカイを買収した後、続いて翌

年に同じブランデーメーカーでスペインの老舗最大手フンダドール (Fundador) の買収がグローバルブランド獲得の契機となっている。この2つのM&Aは共に2次的なM&Aということで共通している。2次的なM&Aと表現したのは、この2社には先には買収企業があり、その買収企業との間でディールが成立したことを意味するものである。

ホワイト・アンド・マッカイを先に買収したのは、同じEMNCsでインド大手ビールメーカーのUBグループであった。2007年に5億9,500万ポンド(約1,420億円)で買収した後、2014年にUBグループは4億3,000万ポンドでエンペラドールに売却している⁽²⁾。

先にグローバルブランドを獲得したUBグループは、インドのウイスキー市場が大きく、スコッチブランドがグローバルな売上に貢献するものとして買収を行ったが、8年を経ず売却しており、その売却価格はUBの買収価格を下回るものであった。

UBグループにとって、ホワイト・アンド・マッカイの買収は期待したシナジーを下回るものではなかったが、当時売却せざるを得ない事情があった。それはUBグループ自体の経営危機であった。ビールを中心とした本業のアルコール飲料は好調であったが、異業種として参入した航空会社(キングフィッシャー航空、名称は同社のブランドビール名)の運行がLCCとの競争による経営不振から2012年に運航停止に追いやられ、巨額の債務を背負うことになったからである。この後、UBグループは、50%以上の株式を保有する世界一の規模を誇る蒸留酒メーカーであるディアジオ(英国)の傘下に入ることになった⁽³⁾。

先行研究のレビューで触れたように、先進国企業の買収は新興国企業にとってプレミアム価格となりがちであり、結果的に買収後のパフォーマンスが期待値に届かないことも少なく

ない。図1に示されるように、2014年時点でホワイト・アンド・マッカイは年間売上高が2億ポンド以上あったわけであるから、売却するほどの状況ではなかった。問題はUBグループ側の経営状況にあった。

一般的に買収についての評価の算出については、 $EV/EBITDA$ {企業価値÷(税引前利益+特別損益+支払利息+減価償却費)} と $EV/Sales$ (企業価値÷売上高) が用いられるが、これらの評価算出はあくまでも買収時点のものである。買収後におけるターゲット企業のパフォーマンスの変化については考慮されていない。単純にEVを買収価額とするならば、 $EV/Sales$ だけでなら1.86倍で、業種に関係なく一般的には上場クラスの規模であるならば、2~5倍が通常の水準とされることが多い。この時点ではやや割安と判断できるが、その後のホワイト・アンド・マッカイのパフォーマンス(売上高、営業利益など)の上昇を考慮すれば、23年時点では1.16倍、20~23年の営業利益率は平均18.3%となっており、買収後のシナジーは有効に働いたと見なせる。

この場合のUB側の状況から、同じ新興国企業間によるディールでの再売却ということを考慮すれば、プレミアム買収ではなく、事後的には少なくとも買収側にとっては高いディール価格ではなかったことがわかる。図1と図2から買収後のホワイト・アンド・マッカイの売上高と営業利益の推移を見れば、それは一目瞭然であり、2社の買収後のエンペラドールの売上規模は2020年以降2倍を超えている。このような買収後の連結パフォーマンスを見る限り、2022年にシンガポール証券取引所に上場したことで、エンペラドールはグローバル規模での事業拡大に成功したと見なすことができよう。

ホワイト・アンド・マッカイは非公開企業であるが、財務データを開示しており、フンダドールは財務データを一切公開していないが、

200年近くの歴史があり、フンダドールブランドは1874年の発売以来、その独特な熟成方法もあって、スペイン国内だけでなく世界的にも知られたブランドとなっている。買収時点でのEV/Salesは約1.6と推計され、ホワイト・アンド・マッカイの数値と大差なかった。20世紀に入るまでスペインがフィリピンの宗主国だったこともあって、特にフィリピンでは人気の高いブランデーとして、20世紀以降現地に定着してきた。エンペラドールが買収した理由は、まさにこうした事情があったからである。

フンダドールの買収により、フィリピン国内で販売されていた複数のフンダドールブランドのブランデーがエンペラドールのブランドポートフォリオに追加され、内外におけるブランデー販売を押し上げるようになったことは間違いない。しかし、何とんでも売上増に大きく貢献したのはホワイト・アンド・マッカイの買収であった。ダルモアなどのプレミアムウイスキーブランド、シングルモルトからブレンデッドウイスキーまでの幅広いラインナップがブランドポートフォリオに追加されたことで、買収後のホワイト・アンド・マッカイの販売増加分が、エンペラドール全体の売上において大きな比率を占めるようになった。

エンペラドールの2024年時点でのIR資料によれば、全体の売上高に占めるブランデーの比率は60%近いが、41%はウイスキーとなっている。同社はブランデーとウイスキーの比率を半々にすることを目指しており、販売市場は英国、EU、アジア、米国へと広がっているとしている。こうしたことから、証券市場においても買収効果は高く評価されている。当初の期待値を超えるパフォーマンスとなったのは上述の諸要因が大きかったが、内的要因としてはエンペラドールがブランデー市場を熟知しており、買収後のオペレーションを遂行できるだけのケイパビリティを有していたためと考えられる。

実は前オーナー企業のUBグループを含めて、ホワイト・アンド・マッカイは複数のオーナーチェンジを経てきた。経営陣の国籍に大きな変化が生じたのは、UBグループによる買収以降である。2014年の買収時にはUBグループの会長であるビジェイ・マリヤ以下、主要な経営陣はインド系で固められていた。エンペラドールによる買収後、経営陣はアンドリュース・タン会長を筆頭に、フィリピン出身のウィンストン・シー（財務・戦略担当）を中心としてスペイン系ディレクター2名、および前CEOである英国人ディレクターへと交代した。（2025年現在）⁽⁴⁾

トップマネジメントのメンバーにフィリピン以外ではスペインから2名が指名されており、少なくとも、ここからフィリピンとスペイン市場を重視した経営姿勢を読み取ることができよう。例えば、スペイン人のマネージングディレクターであるジョージ・ドメック（Jorge Domecq）は豊富なコンサルタントキャリアを経て、2013年以降はエンペラドール本社、エンペラドールのスペイン事業グループにおいて、M&Aにおける統合と戦略において重要な役割を果たしてきたキーパーソンである。スペイン、欧州市場とフィリピン市場を統合した戦略策定に貢献してきた人物といえる。

図3は、エンペラドールのIR資料の記載に基づき、フィリピン市場におけるエンペラドールの価格帯に応じて保有ブランドをピラミッド階層化したものである。重要な点は上から下まですべての購買層にリーチできる製品ポートフォリオを構築できていることと、フィリピン市場でのポートフォリオ戦略が、同時にスペイン市場においても適用が可能となっていることである。ポートフォリオ戦略が重なっていることは、既に述べたように、フィリピンとスペインのブランデーを通じた嗜好の共通性があるために、こうした戦略の有効性を導いているもの

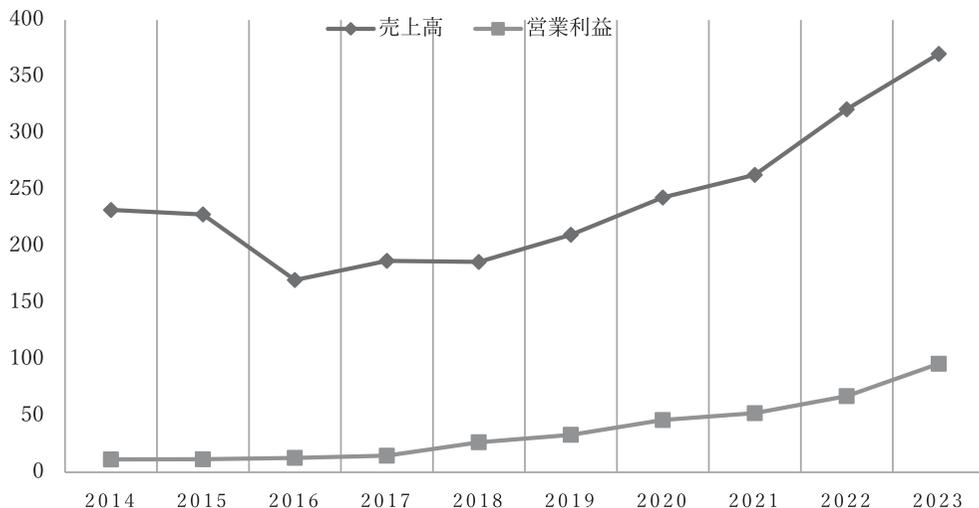


図1 被買収企業ホワイト・アンド・マッカイの経営パフォーマンス (1000ポンド)

出所：Whyte and Macay Limited. Director’s report and financial statement 各年版 (英国政府企業情報サイト <https://find-and-update.company-information.service.gov.uk/company/SC>), <https://www.scottishfinancialnews.com/> より作成。

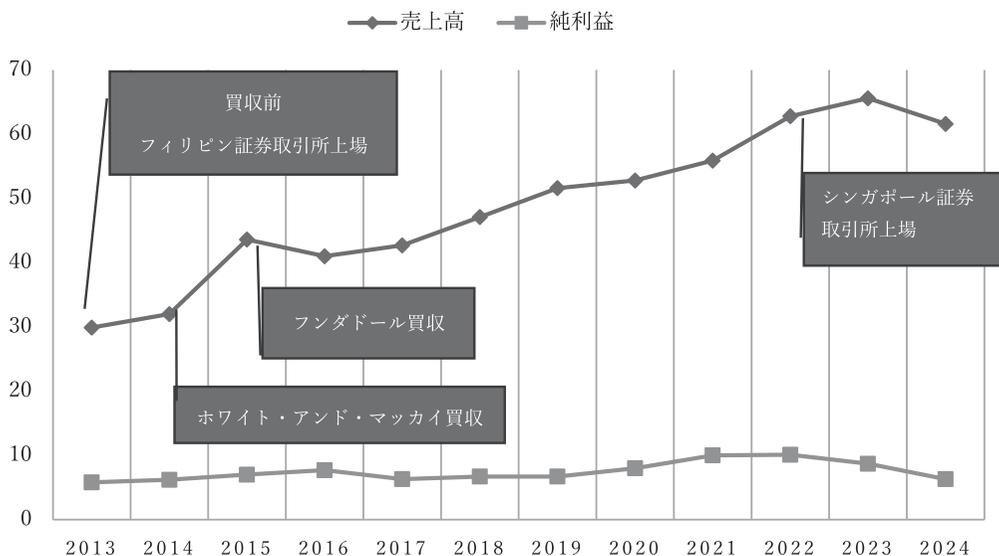


図2 エンペラドールの売上高と純利益の推移 (10億ペソ, 連結)

出所：Emperor. Annual Report. 各年版より作成。

と思われる。

市場の共通性・類似性は欧州，アジア，米国などへと拡大していくことで薄まっていくと思われるが，グローバルブランドを冠したウイス

キーとブランドのプロダクトミックス，もしくはポートフォリオ戦略がグローバル市場に適合していたからこそ，エンペラドールはCBMA以降，蒸留酒業界の中で稀有なグロー

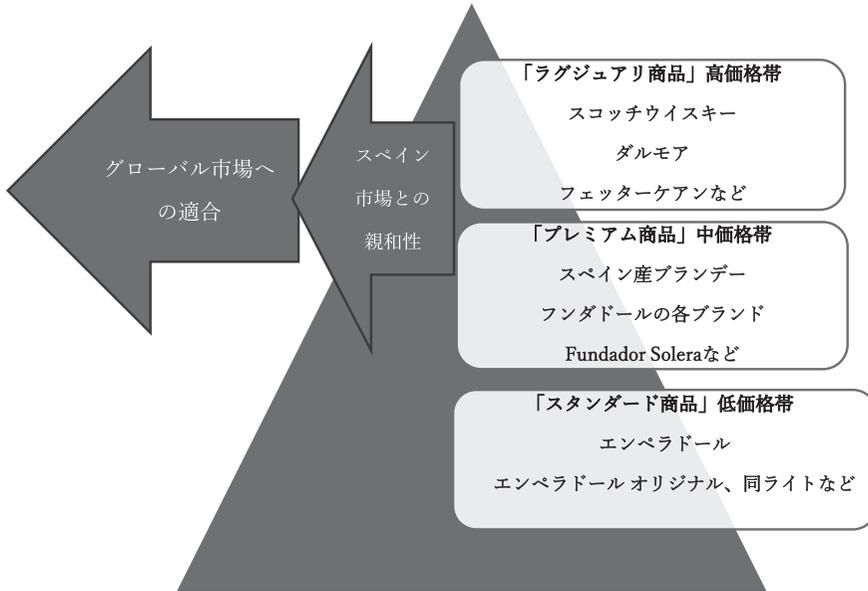


図3 エンペラドールのフィリピン市場における製品セグメント

出所：エンペラドール IR 資料より作成。

注) IR 資料では5分類でより多くの製品が当てはめられている。本図ではより簡略化した。エンペラドールの主要製品はエンペラドールオリジナル、ライト、シェリーカスクで、本文中で紹介したようにフィリピンでは非常に低価格であるが、国外、特に先進国市場では蒸留酒の価格帯では多くが中価格帯に属しているようである。

バルブランドになり得た。

ここまでの成功譚において、先行研究で指摘されてきたように EMNCs はターゲット企業の経営陣を入れ替えない傾向（ハンズオフ）があるとされていたが、ホワイト・アンド・マツカイの前オーナー企業の UB グループも、エンペラドールも大きく経営陣を入れ替えている。入れ替えにおける両社の最大の差は、後者による複数市場に適応した外部からの人材登用であった。

以上のフンダドールに関する CBMA の成功要因について整理するならば、フンダドール買収以前からエンペラドールが本国フィリピンではなく、スペインで原料（葡萄）からブランデー製造までの垂直統合の事業を行っていたことで、買収目的が被買収側にもわかりやすかったこと（ディールの円滑な遂行）、そして、これ

に加えてアルコール飲料消費におけるスペイン市場との歴史的・文化的な親和性があったこと、この市場の親和性をベースに、エンペラドールが被買収企業側に戦略的なトップマネジメントの変更、いわゆるハンズオンを積極的に実施したことを強調しておく必要がある。さらにブランド・製品ポートフォリオの構築面では、ブランデー単品だけでなく、ウイスキーの販売比率を高めたことによって、エンペラドールのグローバル市場におけるパフォーマンスを高めていく要因になったと判断できよう。

4 デルモンテ・パシフィック（フィリピン）による CBMA と事後の検証

食品メーカーとは業種が異なる外食産業であるが、フィリピン市場でマクドナルドを抑えて

トップのハンバーガーチェーンとなったジョリビーの例は、注目に値する。その海外展開も含めた考察を行った Garcia et al. (2016), およびハンバーガーチェーンとしてのジョリビーの海外展開の限界を指摘したズオン, 崔 (2018), さらに逆適応戦略が困難なことが澤田 (2025a) らの研究に示されているように、国内で知名度とブランドを確立しても海外市場、特に先進国市場では限界に直面することが多い。ジョリビーの場合は、中国レストランチェーンの CBMA などを通じて外食の多角化を行い、辛うじて中国市場などに進出している。ただし、先進国市場では CBMA は行われず、グローバル市場ではなくリージョナル市場への進出に限定されている。

EMNCs がドメスティックブランドをグローバルブランドにするには、過去の事例から見ても非常に困難であることは容易に察することができよう。特に飲料や加工食品の場合、グローバルブランドは欧米勢、特に米国の多国籍企業によって占められており、グローバルブランドを保有する企業を EMNCs が買収することには、多大な困難が伴うと予想される。EMNCs に買収機会が存在する場合、先に述べたエンペラドールによるホワイト・アンド・マッカイのケースがあるが、グローバルブランドを有しながらもターゲット企業の売上・資本規模がそれほど大きくない場合でも、買収価格が高額になる場合もある。

前掲表1でも例示したように、高級チョコレートブランドとして知られるベルギーのゴディバは、2007年にトルコのユルドゥズ・ホールディングに買収されている。ユルドゥズはトルコ国内ではウルケル (Ülker) ブランドで知られる大手食品企業の親会社であり、欧州チョコレート市場への本格的な参入とグローバル市場進出へのステップとして、米国のキャンベルスープ (キャンベルは1972年に買収、買収金

額は非公開) から8.5億ドル (約1,000億円) でゴディバを買収した。ゴディバ自体は非公開企業であるため、売上などの基本的なデータを得ることができないが、購買層が限定される高級チョコレートであるために世界的な売上規模は決して大きくはなかった。推計では EV/Sales は10倍以上になった可能性がある。この時ユルドゥズ側は経営陣に変更は加えなかった。

ユルドゥズは、2019年にはゴディバの日本法人など一部事業をこの時の買収額に近い価格 (約1,100億円) で韓国系投資ファンド MBK パートナーズに売却している。ディール自体は結果的に高い買い物であったわけではなかった。ウルケルとゴディバに先行して2016年に買収したマクビティブランドで知られるユナイテッド・ビスケットを含み、4つの企業を新会社プラデイス (英国本社) の傘下に置いており、グローバル戦略の強化を図っている。

ボリュームゾーンとしてのウルケルブランドのチョコレートは世界に輸出されており、ゴディバの製品については、ベルギーの工場とは別にトルコの工場に相対的に低価格な量産品が製造されており、世界のスーパーマーケットなどに供給されており、それまでとは異なる販路を拡大している⁽⁵⁾。ゴディバ単体の財務データは公開されていないが、ユルドゥズのグローバル戦略の製品ブランドポートフォリオに組み入れられた一つのブランドとして貢献していることは間違いないようである。

むしろ、食品飲料業界での EMNCs による先進国企業の買収額は、ここまで事例として取り上げてきた成功例だけではない。買収後のパフォーマンスを含め、そもそも EMNCs によるグローバルブランドの買収事例は多くない。ここからは、同じ加工食品業界において、フィリピンの EMNCs による米国企業の買収事例と、日本企業 (AMNCs) による米国企業の買収事例を取り上げることにしよう。

前者の例は、フィリピンの中堅財閥で加工食品を中核事業とするカンボスグループによるデルモンテ・フーズの買収である。後者の例は、第6節で詳細に取り上げることになる日本のカゴメによるトマト加工大手インゴマーの買収である。同じトマト加工食品業ということで、EMNCs と後発的 AMNCs の比較サンプルとして非常に興味深い事例であると思われる。そして、EMNCs と AMNCs との間のリソース、買収前の国際事業の経験値、ハンズオンの有無と買収後の国際事業組織と戦略、結果としてのシナジーの有無などに差異が存在していると想定されるからである。

というのも、この二つの興味深い買収例は、カンボス側の失敗とカゴメ側の成功という（短期的な事後経過という条件付きではあるが）対照的な結果を示しているからである。買収後の経過期間の差など同じ前提条件でないこともあるが、ここでは伝統的な多国籍企業理論に従うならば、AMNCs 側に複数の優位要素があると考えられ、EMNCs の総合的な劣位を予想することは簡単である。しかしながら、日本の場合も先進諸国間での大型 CBMA としては、過去、国際事業において経験値を有さない日本郵政によるオーストラリア物流大手トール・ホールディングスの買収や情報の非対称性（買収後の事業コスト増）に端を発した東芝によるウェスチングハウスの原発事業買収などの失敗例も多い。

EMNCs と AMNCs との間の優位性の有無や格差という二元論的なことではなく、むしろターゲット企業側が保有する Hamel & Prahalad (1994) らが定義した他社が模倣できない（さらに顧客にとっての価値あることと複数の商品に転用できる）コア・コンピタンスやブランドの事業範囲（地理的空間）に示される範囲と規模こそが鍵になると考えられる。もし事業範囲と規模および垂直統合度を示すバリューチェーン

の範囲が限定的であるなら、最終的に創出されるシナジーは当初の想定や期待値を下回る可能性がある。その意味でフィリピンのカンボスグループによる米国のデルモンテ・フーズの買収事例は、多大な検討価値を有していると思われる。順次その顛末も含めて考察を加えていくことにしたい。

2025年7月に、日本でも広く知られている米国のデルモンテ・フーズが連邦破産法第11条の適用を申請したというニュースは、世界の食品業界に少なからぬ衝撃を与えることとなった。デルモンテ破綻の主な理由として、パンデミック後の需要減退や安価な PB との競争、オーガニック製品などに対する消費者嗜好のシフトなどが報道では指摘されてきたが、こうした外部環境の変化については、同じくトマト加工食品を中核事業としているクラフト・ハインツなど、競合他社の場合も同様であったため、なぜデルモンテだけがという疑問が生じよう。実際には破綻の直接の原因は、10億ドル以上の負債とそれに伴う利払いが原因であった。この経緯については後述することにして、そこで明らかになったのは、デルモンテ・フーズの親会社はデルモンテ・パシフィック・リミテッド (DMPL) というフィリピンの会社だったということであろう。

DMPL を経営するのはフィリピンの財閥・コングロマリットであるカンボスファミリーであり、中核事業は製薬・ヘルスケア事業でユニテッド・ラボラトリーズ (Unilab) というフィリピン最大の製薬会社を運営している。食品・飲料事業では調味料・加工食品メーカーのニュートリアシア (NutriAsia) の運営、および不動産開発などが事業の柱となっている。当初、フィリピン国内で買収側として中核的な役割を果たしたのがニュートリアシアだった。

コングロマリットを率いるホセリート・D・カンボス・ジュニア (Joselito D. Campos Jr)

が1991年に設立したのが、フィリピンを代表する食品会社ニュートリアジアであり、ダトゥ・プティ、マング・トーマス、UFCなどのケチャップ、ソースなどのシーズニング類は、ドメスティックブランドとして広くフィリピンの消費者に親しまれてきた。

まずカンボスグループによるデルモンテ・フーズ買収に至るまでの、同グループの国内におけるM&A (In-In) について触れておかねばなるまい。表2は、90年代以降のカンボスグループによる一連のM&Aを時系列的にまとめたものである。ニュートリアジア設立以降、ホセリート・カンボスの主導で複数のM&Aが実行され、特にバナナケチャップで知られる国内大手食品のユニバーサル・フーズ・コーポレーション (Universal Foods Corporation) を買収することによって、ニュートリアジアは短期間に規模を拡大している。フィリピン人の多くが海外就労していることで、ニュートリアジアのケチャップ、ソースなどは海外販路も一定程度獲得していくことになった。

他方でニュートリアジアの国内ブランド製品には、海外で販路を拡大していく上で致命的な弱みもあった。ソース、ケチャップ、調味料などのシーズニング類は東南アジアにおいては、

食文化と密接につながった消費者の嗜好があり、例えば日本の醤油を現地で販売しようとしても、ナンプラー (魚醤) などの現地製品が立ち塞がることとなる。澤田 (2025a) で強調したように、こうした現地消費者の嗜好を考えると、先進国側の食品加工業は劣位に立たざるを得ない。ローカル企業の脅威は排除できないのである。こうした場合、食品会社に限らず、現地に進出する先進国企業側の対応として、Ghemawat (2007), Ghemawat, Altman (2016) によって指摘されてきた一連の適応戦略が必要になる。

ただし、現地市場で優位に立った新興国企業側の製品自体は、国内あるいはそれを超えるとしても周辺リージョナル市場への進出までに留まってしまう。そのため、さらに広範なグローバル市場へリーチする手段として、標準品としてのグローバルブランドを持つAMNCsの買収が不可欠となる。国内では合弁自体は比較的容易だが、CBMAとしてEMNCsが狙うターゲット企業はグローバルブランドを有しているため、中小企業ではなく規模の大きいAMNCsにならざるを得ない。そのため、言うまでもなくこうしたCBMAには買収側に大きな困難と潜在的なリスクが伴ってくる。

ディール時における困難とリスクは、その

表2 カンボスグループによるM&A (国内外) の推移 (時系列)

1991年	カンボスグループがニュートリアジアを設立、調味料・食品加工事業を展開
1996年	ニュートリアジアがバナナケチャップで知られるUFC (Universal Foods Corporation) を買収。
1999年	カンボスグループがデルモンテ・パシフィック (DMPL) を持株会社として設立。シンガポール証券取引所 (SGX) に上場。
2003年	DMPLがフィリピン証券取引所 (PSE) に上場。
2005年	DMPLがインド市場に参入。インドでの事業は、パーティ・エンタープライゼス (Bharti Enterprises) との合弁会社FieldFresh Foods Pvt Ltdを通じて展開。合弁パートナーのパーティは通信事業 (Airtel) で知られるインドの大手コングロマリット。
2014年	DMPLがデルモンテ・フーズを買収。
2025年	DMPLはデルモンテ・フーズを連結から除外 (デコンソリデーション)、デルモンテ・フーズの経営権は債権者団へ。

出所：各社開示資料と関連報道などから作成。

ディールが適切な買収価格か否か、ということである。EMNCs 側は常に高い買い物を迫られる可能性が高い。特に、グローバルブランドを持つ米国の大手食品加工会社であるデルモンテ・フーズならば、なおさらであろう。そして買収後の最も大きなリスクは、想定していたシナジーが形成されないことである。最初の困難とリスクは、事前にターゲット企業に出資し取引実績を重ね、両社の間でコミュニケーションや情報共有が行われていたかに関わってくる。そして買収後については、EMNCs 側が被買収企業と自らの組織本体を戦略的に再構築できるかということに関わってくる。そしてそれを遂行するには EMNCs のケイパビリティ、とりわけ戦略的な組織能力が必要になってくる。

デルモンテ・フーズ買収に至る経緯については、2014年2月に DMPL がデルモンテ・フーズの食品事業を 16 億 7500 万ドルで買収したことでディールを完了している。しかしながら、このディールにたどり着くまでの背景は複雑であった。そもそもデルモンテとフィリピンとの関係は古く、1886 年創業の老舗メーカーであるデルモンテは、1926 年にフィリピン現地に缶詰工場を建設している。以後、現地法人のデルモンテ・フィリピンはフィリピン国内において古参の外資系企業として知られるようになった。

後述するように、1970 年代末からデルモンテは米国内で M&A と事業売却を繰り返しており、実はこうした背景が 2014 年のデルモンテ・フーズ買収とその後の失敗に深く関係していた。この買収の前段階として、1991 年にデルモンテ・フーズは、デルモンテ・フィリピンの株式をキックマンとデルモンテ・インターナショナルに売却した。その後、1996 年にキックマンが株式を売却し、デルモンテ・インターナショナルとマコンドレー社が共同所有者となった。そして、2001 年にニュートリアジアがデルモンテ・フィリピンの買収を完了させ

ている。

デルモンテ・フィリピンを買収した後から 2014 年に至るまでの前段階が形成されたが、ここで取引実績や経験値、情報が重ねられたかは疑問である。バリューチェーンの観点からすれば、そのビジネスモデルはあくまでも従来のものと変わらなかったからである。ニュートリアジアもデルモンテ・フーズやハインツと同じく、原料調達（主としてトマト）から原料加工をはさんで最終的な加工製品に至るまでの流れの中で価値を創出する点では同じであったが、CAGE フレームワークが示すように、現地市場とグローバル市場との乖離（Distance）を反映して主力製品そのものが異なっていたのである。

他方で、デルモンテ・フーズ側の米国内における M&A の軌跡についても言及しておかねばなるまい。そこには、主に被買収側に身を置き続けたデルモンテ・フーズ側の守勢的な経営姿勢が垣間見えるからである。デルモンテ・フーズは、エクイティファンドとして有名なコールバーグ・クラビス・ロバーツ・アンド・カンパニー（KKR）が率いるグループに 40 億ドル（負債を除く）で買収されることに合意し、2011 年に KKR による買収が完了した。この買収にはベスター・キャピタル・パートナーズら他 2 つのファンドが加わり、デルモンテ・フーズの負債約 13 億ドルを引き受けており、負債分も含めると買収総額は 53 億ドルに上った。

この買収に際して、KKR は LBO（レバレッジド・バイ・アウト）を活用しており、買収対象企業の資産を担保として買収資金を金融機関から借り入れていた。買収後すぐに KKR はデルモンテ・フーズの事業再編を名目として、当時、加工食品事業以上に成長性の高かったペットフード部門を分離・売却し、投資回収を行っている。LBO は買収側の自己資本を抑えつつ、高いリターンを狙うために高レバレッジ融資のリスクを常に伴っており、成長性と安定した

キャッシュフローの源泉となるペットフード部門を失ったデルモンテ・フーズは、その後積み重なった負債の利払い負担に苦しみ、利息返済が困難になっていく⁽⁶⁾。

このようにプライベートエクイティファンド(PE)のLBOを用いて実施した過去の買収では、ターゲット企業の財務状況を悪化させ、利払い負担に耐えられず倒産を招くことは珍しいことではない。記憶に新しいところでは、2017年トイザラスの破綻(連邦破産法11条)を挙げることができよう。同社の破綻はアマゾンとの競争を原因とする競争環境の変化もあったが、直接的にはPEによるLBO後の利払い負担に耐えられなくなったからである。

以上は結果論であり、事実上デルモンテブランドを吸収しグローバル市場へのリーチを図るために設立されていたDMPLにとっては、ディール時のマイナス要素を考慮しても、既存の製品ラインナップの限界(デルモンテ・フィリピンの製品も含む)から、買収が至上命題になっていた。そもそもフィリピンではトマトはほとんど栽培されておらず、ニュートリアジア

の販売するケチャップの多くはバナナを原料とするものであり、多くの製品において米国とは原料が異なっており、味も現地嗜好に改変されていたという事情がある。

表3に示したように、デルモンテ・フィリピン、ニュートリアジア双方とも製品が現地化されたドメスティックブランドであり、国内市場での適応戦略としては正解であっても、明らかに米国市場への進出に適応したものではなかった。原料トマトからトマトを中心とした加工食品に至るまでのバリューチェーンと、米国人の嗜好に合わせた製品ブランドと商標権の獲得こそがDMPLにとって重要課題となっていた。その唯一の手段こそデルモンテ・フーズの買収だったのである。

この買収についてのDMPL側の戦略的な意図と期待は、デルモンテブランドを通じた米国、およびアジア・南米市場へのリーチであった。そのことはロランド・ガブド(Rolando C Gapud) DMPL会長のフィリピン現地紙のインタビューに対する下記の回答に集約されていた。

表3 フィリピン市場におけるDMPLとデルモンテ・フィリピンの製品棲み分け例

DMPLのシーズニング製品ラインナップ
ニュートリアジア ローカルプロダクト、一部輸出も。 ブランド名 Datu Puti……醤油(Soy Sauce)、酢(Vinegar)、魚醤(Patis) Silver Swan……醤油、ウスターソース(Old English Worcestershire Sauce) Mang Tomas……レチョンソース(豚レバー入りグレイビー) UFC バナナケチャップ、チリソース Jufran バナナケチャップ、ホットソース
デルモンテ・フィリピンのラインナップ
現地オリジナル製品 フィリピンの家庭料理の嗜好に合わせて甘みが強く、米国の製品と比較して原材料も異なっていることを特徴としている。 トマトソース トマトペースト パイナップルジュース マンゴージュース フィエスタフルーツカクテル 青果(パイナップル、バナナ)、缶詰など。

出所：各社ウェブサイトを参考にして作成。

「米国の缶詰果物市場で26%の市場シェアを持つデルモンテ・フーズは、DMPLに強固な成長プラットフォームを提供し、拡大するアジア市場における当社の成果を補完するでしょう。また、南米の新興市場でも長期的な機会を得るでしょう。DMPLの売上高を5億ドルから20億ドル以上に4倍に増やし、世界的なブランドの食品・飲料会社になるというDMPLのビジョンを強化するこの歴史的な取引に、非常に興奮しています。これはDMPLにとって大きな変革であり、将来の成長計画を確実に実行できるよう、デルモンテ・フーズに全面的なサポートを提供します。またデルモンテ・フーズは世界最大級のパイナップル農園を運営しており、規模の経済、付加価値の拡大、長期にわたる事業の最適化からDMPLに潜在的な利益をもたらすことが期待できます⁽⁷⁾」。(現地紙フィリピン・デイリー・インクワイアの要約より、引用者訳)

同地元紙では、デルモンテ・フーズは世界最

大級のパイナップル農園を運営しており、規模の経済、付加価値の拡大、長期にわたる事業の最適化からDMPLに潜在的な利益をもたらすという、買収時の楽観的な期待が伝えられていた。図4は買収後のデルモンテ・フーズの売上高と営業利益の推移を追ったものであるが、いずれにおいても低迷しており、営業利益については赤字を複数年記録していた。こうした状況下での債務の利払いはデルモンテ・フーズの経営を圧迫していくことになる。

DMPLが買収したデルモンテ・フーズの事業は、アジア・オセアニア、欧州事業を除き、米国本国市場と南米など一部の地域市場に限定されており、換言すれば、ほぼ米国市場に限定されていた。フィリピンでの知名度の高さは既に確認した通りで、日本でもデルモンテの知名度は高いが、これは後述するように日本国内で早い段階からキッコーマンが販売権を握っていたためである。こうした状況を考慮した上で米国でのトマト関連加工食品メーカー間の構図を表した図5を見るならば、米国市場ではクラフ

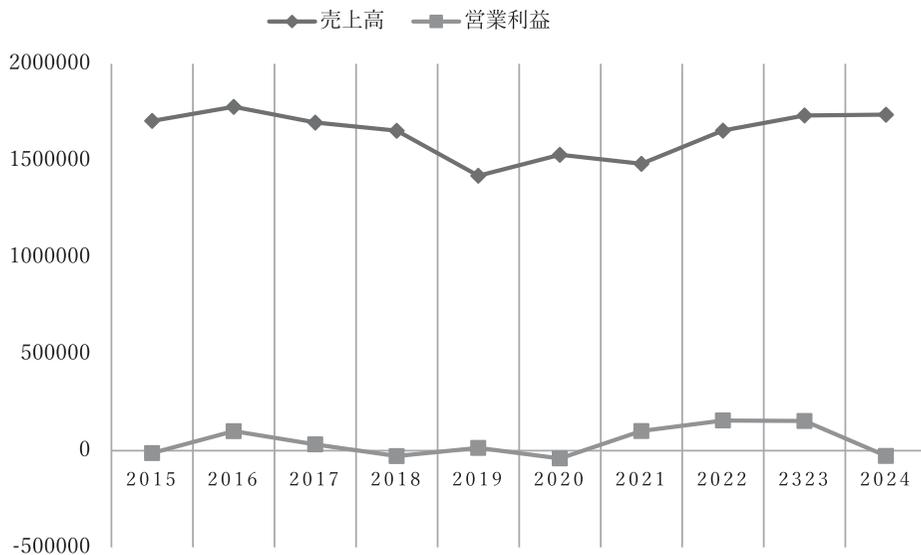


図4 デルモンテ・フーズの売上高と営業利益の推移（千ドル）

出所：Del Monte Foods Financial Statements 各年版より作成。

ト・ハインツが圧倒的なシェアを持っており、売上規模でも250億ドル前後でデルモンテ・フーズの約15倍となっている。

トマト加工食品において米国市場が広大であるにしても、デルモンテ・フーズは10%前後の市場シェアを持っているにすぎず、米国以外の地域については、既に述べたように事業が分割されていた。米国市場においてデルモンテ・フーズが抱えていたこうした不利な競争構図が存在していた上に、DMPLによる買収後のトマト加工食品業界をめぐる米国市場でのPB製品の台頭に示される価格競争も厳しくなっていた。さらに消費者の健康志向への嗜好変化（缶詰製品などの販売不振）などの競争環境と市場の変化もデルモンテ・フーズの経営を圧迫して

いた。

以上の市場環境の変化はデルモンテ・フーズだけでなく、トマト加工食品業界1位のクラフト・ハインツにもあてはまることで、伝統的な缶詰製品や既存のトマトケチャップ、ソース類から、より付加価値の高い製品へのシフトが速やかに進まなかったことも業界の市場拡大を抑えていた。

KKRによる買収以前に、過去デルモンテは米国の大手食品メーカーと投資ファンドなどによって、M&Aと事業売却を繰り返してきた。1979年のRJRナビスコの前身企業による買収を皮切りに、生鮮食品事業、ペットフード事業や地域事業における商標権の売却（アジア・オセアニア、メキシコ、中米など）、ヨーロッパ

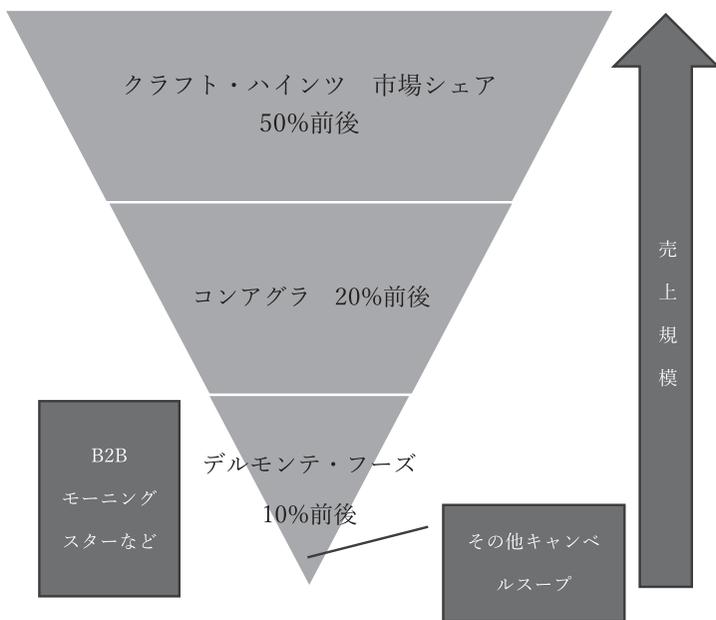


図5 米国におけるトマト加工食品メーカーの規模（イメージ）

出所：各社開示データより作成。市場シェアは推計，売上は2020年代前半の年平均をベースにした。

注）B2Bも含むが、基本的にB2Cメーカーである。B2Bを専門とするトマト加工メーカーはモーニングスターが世界最大手で、次にパシフィックコーストで、いずれも米国企業である。トマト加工関連製品のシェアであるが、ケチャップに限定すれば、北米市場でのクラフト・ハインツの市場シェアは70%を超えている。

子会社の MBO などによって、2000 年代に入るまでに米国市場以外のグローバル事業の主要な地域を喪失していた。さらに後述するように青果事業のフレッシュ・デルモンテが 1989 年に分離独立しており、垂直統合のメリットも喪失していた。むろん、この時期までは（特に 90 年代後半）、こうした事業売却以外にデルモンテ・フーズも M&A を行っており、2002 年には競合他社のハインツから複数のブランドを買収していた。

1997 年には投資ファンドのテキサス・パシフィック・グループがデルモンテ・フーズを買収しており、こうした売却と買収の結果、デルモンテ・フーズは結果的に規模を拡大し再び公開企業となった。こうしたデルモンテ・フーズの選択と集中が進む過程で、1990 年にキッコーマンがデルモンテ・フーズからアジア・オセアニア（フィリピン、インドなど一部地域を除く）での商標権を 210 億円で買収したことは、注目すべき出来事であった。キッコーマンとデルモンテ・フーズとの関係は古く、1961 年に日本国内に日本デルモンテ・フーズが設立されているが、これは合弁会社ではなく、キッコーマンによる 100% 出資の子会社であった。

デルモンテとキッコーマンの関係は、技術提携などを経て、最終的にアジアの大半での商標権と販売権をキッコーマンが獲得するに至ったが、この事業買収とその後の経過については DMPL と対照的であるため、ここで補足的に説明しておくことにする。キッコーマンは醤油を中心に、米国市場をはじめとして、グローバル市場で早い段階において成功した日本の代表的な食品メーカーであるが、同時に和風とは異なる調味料やソースによる製品販売の拡大を模索してきた。商標権の獲得は、トマトケチャップやソースに加えて、キッコーマンがオリジナルのデルモンテ製品を製造・販売できることを意味しており、以後、実際に国内市場、アジア

市場でキッコーマンはオリジナル商品を含むデルモンテ製品の製造販売を伸ばしていくことになった。

キッコーマンによる海外デルモンテ事業は、1992 年からキッコーマン・トレーディング・シンガポール社（現在の DEL MONTE ASIA PTE LTD）が、デルモンテ製品の販売を開始したところから始まっており、当初の主要商品はフィリピン産パイナップルの缶詰などであった。その後タイに設立したサイアム・デルモンテ社（SIAM DEL MONT COMPANY LIMITED）、さらに中国の福建省アモイ市のデルモンテ・フード・シャーマン社（帝門食品（廈門）有限公司）でのトマトケチャップの製造販売も加わった。

このようにアジア・オセアニア事業において、DMPL は自国市場を除いて、キッコーマンの事業展開によって進出が不可能となっていた。ただし、キッコーマンのデルモンテ海外事業は、2022 年時点でも同社の海外事業の売上高全体で大きな割合を占めているわけではなく、全体の 5.6% にすぎない。他方で国内事業についてはデルモンテ製品の製造販売は全体の国内売上高に大きく貢献してきた。キッコーマンはデルモンテ製品のみ内訳を公表していないが、祖業製品の醤油部門が全体の約 30% なのに対して、デルモンテ製品も含まれる食品・飲料部門は約 63% を占めており、その中でもデルモンテ製品は、国内向けオリジナル製品の販売もあって中核的な位置付けにある⁽⁸⁾。

ディール成立から 10 年以上を経て、総合的に見て DMPL によるデルモンテ・フーズの買収について一旦は失敗だった捉えることができるが、米国事業に限定した再建過程にあることを考慮するならば、今後中長期的にアジアではフィリピンやインドの国内事業が、南米ではブラジルなどが地域的な成長の原動力となる可能性もあり、DMPL の戦略的な再編能力が再び試されている状況にあると言ってよからう。

デルモンテ・フィリピン買収以降、製品ラインナップの拡大によって、フィリピン市場ではニュートリアジアの製品とデルモンテ・フィリピンの製品は棲み分けつつ、共にシーズニング類では国内トップクラスのメーカーとなっている。前掲表3は、両社の製品ラインナップを示したものであるが、特にデルモンテ・フィリピンを傘下に置いてから、米国とは異なるフィリピン特有の嗜好に合わせたオリジナル製品を柔軟に投入できるようになったことは大きかったと言える。共に非標準品ということなるが、一部は輸出されている。

少なくともフィリピン国内市場においては、デルモンテ・フィリピンの買収がブランド獲得の面でDMPL全体の売上に寄与してきたことは否定できない。デルモンテ・フーズとの長期にわたる連携から、DMPL側からすれば、非標準品から標準品（グローバルブランド）への飛び越えによって米国・南米市場へリーチする道筋が、デルモンテ・フーズの買収によって可能になると見なされていた。

「ゲマワットのパラドックス」と呼べるようなAMNCsに対する現地市場におけるローカル企業の優位性も、ローカル企業がEMNCsとしてグローバル市場へリーチする場合は、非標準品であるエスニック色の強い製品ゆえに先進国市場では周辺的なポジショニングに立たざるをえない。それを打開する手段は、AMNCsの本体、ここでは米国のデルモンテ・フーズの買収であった。

買収時のデルモンテ・フーズがすでに多額の負債を抱えていたことが、その後のチャプター11申請につながったことは間違いないが、デルモンテ・フーズの事業範囲の狭隘化も経営パフォーマンスの低迷に関係していたことを付け加えておく必要がある。遡ればKKRによるデルモンテ買収後に規模の大きい青果事業が他社に売却され、1989年に加工食品部門のデル

モンテ・フーズと青果事業部門のフレッシュ・デルモンテ・プロデュースとに分離している。これがデルモンテの事業範囲を縮小させる最初の大きな契機となった。

デルモンテ・フーズと資本関係のないフレッシュ・デルモンテ（NY市場上場企業で、1996年以降モハメド・アブ＝ガザレーが会長兼CEOとして同社を運営）の近年の売上規模は、45億ドル前後であり、デルモンテ・フーズの3倍近い規模となっている。現在においてもこの2社の間での連携は確認できておらず、デルモンテ・フーズ側にとっては米国事業における最も川上の原料調達のバリューチェーンを欠損させた形となり、調達の再編成が必要になった。DMPL年次報告書（2024年）によれば、トマトは米国や海外の契約農家から調達しており、自社栽培は行っていない。

その後も収益事業であるペットフードや地域事業を分離し、日本、アジア・オセアニアの大部分を失っていたことから、DMPL買収時のデルモンテ・フーズは往時の垂直統合型企業でも真のグローバル企業でもなく、切り売りされ、米国でのオペレーションを中心とする加工食品メーカーにすぎなかったのである。このような経緯は、デルモンテブランドの分散構造とグローバル市場におけるリージョナル化をもたらしてきた。図6はDMPLを中心とした出資関係とグループ企業を示したものである。

こうした状況が意味するところは、「Del Monte」ブランドは世界中で複数の企業が地域ごとに商標権を持っており、国・地域ごとにブランドを冠したオリジナル製品が存在していることである。その結果としてDMPLは、フィリピン国内では「Del Monte」ブランドの商標を所有し、その他の限定された地域ではライセンス契約や供給契約を通じてブランドを展開しているにすぎない。これが買収後の一つの検証結果と言っても過言ではなからう。

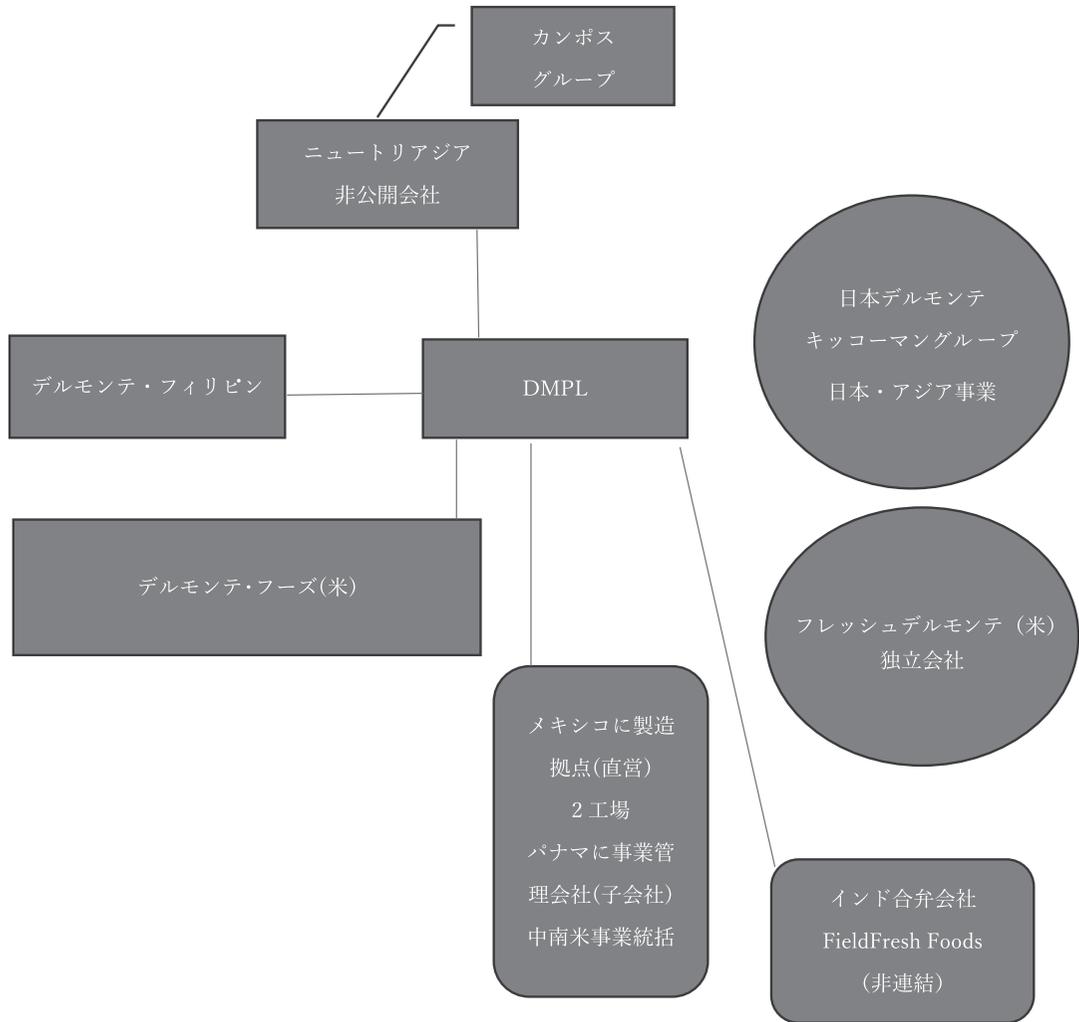


図6 DMPL を中心としたグループ企業の構成図

出所) 各社開示情報より作成。

注) ーは出資関係を示す。

5 日本デルモンテとハインツ日本の現地適応化

キッコーマンとデルモンテの事例は、後発 AMNCs が AMNCs のブランドを取り込んだ成功例として非常に興味深く、その最大の成功要因は、キッコーマン側による日本とアジア・オセアニア地域におけるデルモンテ事業の完全子会社化と国内における経営資源（製造拠点、

販売チャネル、研究開発、サプライチェーンなど）を前提とした国内市場に適応した製品・新製品の開発販売であった。

食品関係で類似のケースとしては、表5に記載したように、メーカーではないが伊藤忠による2013年のドールのアジア青果事業とグローバル加工食品事業のCBMAを挙げることができよう。その買収額は16.85億ドル(1,569億円)に上り、当時の伊藤忠にとっては最大級の案件

であった。

買収後、伊藤忠はフィリピンでのパイナップルの現地生産と運営にハンズオンし、生産量と収益を伸ばすことに成功した。またグローバル食品事業では、ドールブランドを活用した新製品開発で食品事業部門全体の売上を伸ばしている。ただし、このCBMAのシナジー創出については、1960年代以降の伊藤忠とドールとの間での日本へのフィリピンバナナやパイナップル（缶詰を含む）輸入事業をめぐる長年にわたる提携関係があったことも強調しておかねばなるまい⁽⁹⁾。

このように食品のグローバルブランドの浸透について、（日本という後発市場において）外資であるグローバルブランドとの提携関係が長期間持続していたことは、その後の買収の成否とシナジー創出に大いに関係していたと考えられる。なぜならば、そのことによる両社の情報の非対称性が減殺され、その後の買収やハンズオンを円滑にしたと思われるからである。

日本デルモンテの設立は1961年であったが、興味深い事実として同じ年にハインツも日本に合弁会社として日魯ハインツ（日魯漁業は現マルハニチロ）を設立している。高度経済成長期に入り、日本でもトマトケチャップなどの需要が拡大することが期待されての進出であった。70年以上の月日が経過して、周知のごとく、主力商品であるケチャップはカゴメによる寡占的な状況が形成されているものの、デルモンテとハインツのシェアはカゴメに次ぐものとなっている。しかしながら1960年代から外資ブランドの浸透という点については、デルモンテが先行していた。デルモンテと世界トップシェアのハインツの日本市場におけるこの対照性は、何に起因したものだったのだろうか。

長期間のレンジで見た場合、過去に、日本に進出したAMNCsの食品メーカーで定着し成功した事例は、ネスレなど数えるほどしかない。

デルモンテも希少な事例の一つであるが、同業他社では、よりグローバルブランドとして君臨しているクラフト・ハインツが苦戦した事実注目して、竹内（2023）は、日本での合弁会社設立から1981年のハインツ側全額出資によるハインツ日本への再編とその後を考察している。

同研究に沿って、ハインツ日本の外資系企業としての日本市場での存続・定着状況について言及するならば、合弁企業としてハインツの海外子会社という形態であったために、当初日本市場に適応した製品を投入できず、結果的に定着するのに長期間を要したということである。日本デルモンテ同様、食の洋風化が追い風になるかと思われたが、ハインツ製品は期待に反して伸びず、日魯ハインツの時に業務用デミグラスソースを製造販売して、主に外食向けのB2B事業にシフトし業務用市場を開拓していくことになった。ハインツ日本以降は、生産拠点の海外化、煮込みハンバーグなどの加工食品の販売、本家のトマトケチャップでは逆さボトルの製品による差別化でB2Cにおいても日本市場に定着するようになったが、それまでの道のりは日本子会社の努力と試行錯誤の連続であった。

それでは、ハインツが日本市場に参入した1960年代のトマト加工食品の市場はどのような状況であったのだろうか。ハインツやデルモンテが参入した時期には、既にトマトケチャップ市場ではカゴメが現在に近い市場シェアを獲得しており、それは特に1960年代後半以降顕著になっていった。カゴメは1966年には世界初のプラスチックチューブ入りケチャップを発売しており、こうした革新的な製品と日本市場に適応した製品群によって今日の（日本市場における）地位を築き上げていくことになるが、他方でデルモンテ製品も一定程度浸透していたことがハインツの苦戦につながった。

日本市場におけるハインツとデルモンテの事例は、現地においてグローバルブランドを浸透

させていく上で製品の現地適応化が必要であるだけでなく、いくつかの事業展開面での有益な示唆を提供していることに注目したい。その成否を決める大きな要因の一つとして、現地市場への参入における対内直接投資の出資形態を指摘することができる。B2C ビジネスの場合、AMNCs による 100% 出資の海外子会社、もしくは合弁会社の場合、本社と子会社との関係にもよるが、現地でのオリジナル製品の投入は、特に米国系食品企業の場合、困難であったと考えられる⁽¹⁰⁾。

そうした障害を乗り越えるには、単に流通網の確保だけでなく、現地合弁パートナー側との共同の製品開発が必要になり、その一つの答えがハインツ日本による業務用のデミグラスソースの製造販売だった。他方で B2C 製品においては苦戦し、定着までに長い時間を要することになった。これは既に述べたように、進出時に既に現地市場において、カゴメのような強力なローカル企業が存在した点である。これは澤田（2025a）が指摘しているように、B2C 事業がローカル企業にとって現地適応という点で有利に働くからである。（この場合の現地市場は先進国・新興国市場を問わない）

表 4 は日本メーカーが国内市場において、外資のグローバルブランドをどのように活用し浸透させていったのかをまとめたものである。ここでは代表的な事例を 3 つに分類してみた。A 型は既に述べた事例として、デルモンテ、ゴディバのように日本側企業が CBMA を通じて、地域的な事業権を得てブランド製品の展開を行っている型として挙げておいた。その特徴はデルモンテとハインツの比較でもわかるように、現地適応型ブランド製品の開発と販売において俊敏な対応ができることと、日本の親会社（キッコーマン）の規模が大きいことで流通販売でも優位性を持っているということである。

トマト加工以外のケースで、その典型的な事

例として挙げることができるのは味の素によるクノールの事業権取得である。味の素は 1960 年代から現地適応したクノールスープ製品を次々と国内市場に投入し、今日ではインスタントスープの市場シェアで 40% 以上を占めるまでになっている⁽¹¹⁾。

味の素の場合、キッコーマン同様、国内に強力な販売チャネルを持っていることで共通しており、海外の販売ネットワーク構築についても日本の食品メーカーの中では先駆的な存在であることが知られている。そうした意味で A 型のグローバルブランド買収は、地域限定的でありながらも潜在的な成長力を備えており、祖業のコア製品以外の製品ポートフォリオを強化する役割を果たしてきた。

B 型における日本市場での外資 100% のケースは、ネスレなどを除くと成功例が少ないわけだが、ネスレについては製品の現地適応力が優れており、その経営体制は「連邦経営」として知られているように、本社と子会社との密接な連携から現地特有の製品群を生み出してきた⁽¹²⁾。

以上のように、日本市場における B2C における食品グローバルブランドの定着過程を概観してきた。同じ先進国市場であっても、洋風シーズニング類については欧米市場とは段階差があり、アジアに位置する日本では消費者の嗜好や食生活が異なっていた。高度経済成長期に入った 1960 年代時点においては現地適応が現在以上に必要であり、さらに欧米との所得格差もあって価格の再設定と現地生産も必要であった。トマト加工食品に焦点を絞るならば、この段階で進出側の外資主導による事業運営はハインツ日本のように大きな困難に直面することになり、一方、地域商標・販売権を得たキッコーマンは国内市場に迅速かつ柔軟に適応した製品をいち早く投入することができた。

トマト加工製品は、国内のトマト契約農家を

表4 グローバルブランドを持つ外資系食品関連メーカーと日本企業側の対応

A型 合併→日本企業の子会社 外資より地域事業買収	ブランド名 クノール 日本側 味の素 1963年、味の素の子会社日本コンソメとクノール（独）の親会社※CPC（コーン・プロダクツ・インターナショナル）（米）の合併により、日本食品工業設立。1965年、クノール食品に社名変更。 1987年、味の素はクノール食品を100%子会社化し、東南アジア6カ国のCPC子会社7社を50%出資の合併会社とした。2021年、味の素株式会社・味の素パッケージング・クノール食品株式会社の3社が統合し、味の素食品株式会社が設立された。
	ブランド名 フリトレー（米）（親会社ベプシコ）日本側カルビー 1977年、ベプシコと不二家との合併で不二家フリトレー株式会社設立。その後合併は解消され、ベプシコ100%出資になった。2009年、ベプシコとカルビーの業務・資本提携によりフリトレージャパンとしてカルビーの完全子会社になった。フリトレーブランドによる販売は日本市場限定。
	ブランド名 デルモンテ 日本側 キッコーマン 日本デルモンテ 本文参照
	ブランド名 ゴディバ ゴディバジャパン 親会社オーキッド株式会社（日本）（前VM2 Holdings） 日本、韓国、オーストラリア、ニュージーランドにおけるゴディバブランドの事業運営権とベルギーの製造工場を取得。 本文参照
B型 合併→外資系100%	ハイツ日本 日本側 当初は日魯漁業（現マルハニチロ） 本文参照
C型 合併→分離独立	ブランド名 ナビスコ 日本側 山崎製パン ヤマザキナビスコ 1970年設立（山崎製パン、日綿實業、ナビスコの合併形態） 2016年、ナビスコとのライセンス契約終了に伴い分離。山崎製パン側はYBCを設立してルヴァン生地を用いた新たな製品を販売、ナビスコ側（親会社モンデリーズ）は引き続きグローバルブランド製品を日本市場で販売。

出所：各社開示資料より作成。

注）※ CPCはベストフーズに社名変更後、2000年にユニリーバに買収され、ユニリーバ・ベストフーズに社名変更。日綿實業は現双日。

川上としてトマト加工、製品製造、流通までの川下に至るまでのバリューチェーン構築においても、垂直統合型のアグリビジネスモデルとして大豆から醤油を製造する大手醸造業のキッコーマン側に優位であった。日本進出以来国内市場でデルモンテの後塵を拝していたハイツ日本だが、2010年代には100%ハイツの子会社としてトマト、製品の海外製造拠点を活かし、グローバルサプライチェーンを通じた低コスト（添加物原料の違いで差が生じる）、低価格戦略でB2B製品だけでなく、B2Cのオリジナル製品でも売上を伸ばしている。確認できる限りでは2010年前後にデルモンテの売上を上回るようになったようである⁽¹³⁾。

この事業分野は、垂直統合型アグリビジネス

によって（国内の）規模の経済を実現することが可能である。キッコーマンと並んで加工食品メーカーによる垂直型アグリビジネスへ拡大発展した事例としては、国内トマト加工食品メーカー首位のカゴメが想起される。次にこの垂直統合型ビジネスという視点から、カゴメによる近年のCBMAの事例を取り上げていくことにしたい。

6 カゴメのCBMAと垂直統合型アグリビジネス B2B型M&A

デルモンテ・フーズの食品事業に近い多国籍企業として、アジアではカゴメの名を挙げることができるとは、日本発であるためEMNCsで

はなく、AMNCs 側に属す。このため一見すると EMNCs による買収と以後の比較としては適切ではないと思われるかもしれないが、実は両社については CBMA 以後のパフォーマンスに関わる重要な示唆が含まれている。日本の食品・飲料メーカーの多国籍化は、80 年代以降、味の素、キッコーマン、大手ビールメーカーなど現在も進行中であるが、一部を除けばグローバルブランドを築き上げている例は決して多くなく、アジア市場を中心としたリージョナル型ブランドであることが多い。

ここで取り上げるカゴメの米国企業買収は、直接的には、いわゆるグローバルブランド獲得を目的としたものではない。米国内におけるバリューチェーン、とりわけ川上の原料(トマト)から、1 次加工 (トマトからピューレー、ペースト、ジュースなどにする加工工程)、2 次加工 (1 次加工品からケチャップ、ソースなどに加工) における業務用製品の製造プロセスの強化を特徴としている。業務用を最終製品としており、欧米発のトマトケチャップやカゴメの日本国内での売れ筋である自社ブランドのトマト、野菜ジュースが米国市場では消費者に浸透していないことも理由として挙げられる。

カゴメ自体は、言うまでもなく日本の老舗大手企業 (創業 1899 年) であり、国内ではトマトケチャップ、ウスターソースをはじめとしてトマト・野菜ジュースでは 60% を超える市場シェアを持つものの、未だグローバルブランドにはなり得ていない。それでもカゴメの米国における一連の M&A は、EMNCs 側に対して戦略面の示唆と事業の成否を分けた要因を強く示唆していると思われる。カゴメの本格的な海外進出は、1988 年の米国法人 KAGOME USA の設立から始まっており、この米国法人がトマトの一大産地でもあるカリフォルニアを拠点とした Kogame Inc に再編され、現在に至っている。

最初に断っておかなければならない点とし

て、米国での事業内容については、最終的な加工品であるトマト・野菜ジュースなどの B2C 事業がほとんど含まれていないことである。つまり原料のトマトを 1 次・2 次加工したトマトペーストやケチャップなどを事業会社・外食などへ販売する B2B で成り立っていることである。基本的にカゴメの海外事業展開においては、一部のアジア諸国を除いて最終製品はグローバルブランドになっていない。

一見すると、米国では日本市場での事業再現がうまくいっていないように見えるが、これはカゴメのビジネスモデルを見れば、カゴメが単なる加工食品会社でないことに起因していることがわかる。そのビジネスモデルは、大規模なトマト栽培契約 (自社農園も含む) から原料加工、加工製品、販売に至るまでの垂直的統合方式であり、カゴメ自体が大規模なアグリビジネス企業なのである。既にこうしたビジネスモデルによる一貫した現地生産と B2B が、カゴメの海外売上高に大きく寄与してきた。

米国企業買収の先駆けとなったのが、2015 年のプリファード・ブランズ・インターナショナル (PBI, コネティカット州) 買収である。同買収も含めて、この時点での買収 (海外で 5 件目) はそれほど規模の大きいものではなかった。そして、この時点での買収額 (70% 取得による子会社化) は、日本円換算で約 96 億円であった。PBI は一般消費者向けにエスニック料理の加工食品などを販売しており、カゴメは PBI の販路を通じて、野菜飲料などの販売を計画していた。カゴメの場合、現在に至るまでアジアの一部を除けば、トマトソースなど業務用食材の販売が中心となっている。この時点では PBI の買収額が最も大きかった⁽¹⁴⁾。

PBI の買収後、2024 年 1 月に米国のトマト加工大手のインゴマーパッキングを買収しており、これが米国、および海外での最も大きな買収額となった。出資比率を 20% (2016 年出資)

から70%に引き上げて連結子会社化したもので、買収額は2億4300万ドル（約360億円）だった。インゴマーはトマトのカットやペーストなどの加工能力が高い世界的な大手（米国では2位、世界でも4位）で、この時点でカゴメ側は、インゴマーの売上予想を年間500億～600億円、純利益で90億円程度と見込んでいた¹⁵⁾。

2025年には海外売上高比率が50%に達するのは確実で、Kogame Inc（506億円）とインゴマー（577億円）の米国2社だけで1000億円超になっており、2024年の売上高の三分の一を占めていた¹⁶⁾。このことからB2B中心でありながらも、海外事業において米国市場の占める大きさと重要性がわかっていく。そして、特筆できることとして、買収したインゴマーによる米国事業におけるシナジー効果が短期的に生み出されていることを指摘できる。

先の買収の最も簡便な評価指標EV/Sales（企業価値÷売上）を用いれば、2024年のインゴマー買収時の買収額は2億4,300万ドル（約360億円）だった。2023年（6月期）の売上高が3億1000万ドルであったことから、この買収額は格安であったことがわかる。

なぜならばEV/Sales=0.77と1を切っているからである。買収時点でカゴメ側は、既述したように年間売上高を円換算で500～600億円と見込んでいた。業種によって違いがあるものの、一般的にEV/Salesは2～5倍が適切とされているので、その格安ぶりが窺われよう。

特に注目されることは、ディール後のインゴマー側の経営メンバーの変更とトップマネジメントに関わる組織変更である。PMI（Post Merger Integration）の全容を簡略的に描いたのが図7である。まずトップマネジメント組織は取締役会と経営会議に大別されており、新取締役会はカゴメ側3名、インゴマー側2名となっている。代表者兼CEOについては、イン

ゴマーのグレッグ・プルエット（Greg Pruett）が留任している。そして取締役会と並んで新組織として、カゴメ現地駐在員で構成された経営会議がPMIにおいて鍵となる組織となっている。

取締役会も経営会議もグループ間連携、オペレーションなどのPMIにおける重点課題に対応するよう組織設計されている。一般的にM&Aの評価はディール後の時間経過として中期的（5年前後）に見ておく必要があるが、実は2024年の買収以前にカゴメとインゴマーは密接な業務提携と出資を通じて、米国でのオペレーションにシナジーを見出していたのである。

2008年からカゴメはインゴマーからトマトの1次加工品調達を開始しており、米国でのサプライチェーンを形成した後、既述のごとく2016年にKagome Inc.を通じてインゴマーに20%出資し持ち分法適用会社としている。2024年の出資は50%で計70%として子会社としているが、こうした長期にわたる出資と協業関係があったこと、さらにカゴメの持つ国際的な事業ネットワークに参加することで販路が広がるという期待がインゴマー側にもあったと思われる。こうしたバリューチェーンの強化に対するウィン-ウィンの関係が前提とされていたために、両社間において買収額が単年度売上高を下回る価格になったと考えられる。

カゴメによるインゴマー買収において特筆できることは、EMNCsにしばしば見られるターゲット企業のブランド獲得型買収ではないことである。最川下における製品ブランドの獲得については、既に見た通り、2015年のエスニック食品を製造・販売するPBIの買収があるが、この案件自体は小規模（96億円）で当時の新聞報道ではPBIの販路を通じた野菜飲料の販売開拓にあったとされている。しかしながら、日本国内のように最川下における野菜飲料、トマトジュースなどの最終加工製品の製造・販売

の再現には至っていない。ただ国内事業においても「畑は工場」というカゴメのビジネスモデルの根幹が、米国で再現されていることは注目に値しよう。

図8で描かれているように、カゴメの米国におけるバリューチェーンは基本的には、トマトの2次加工の工程・販売までである。米国事業同様に、国際事業展開全体においてはこうしたバリューチェーンが中心になっており、インゴマー買収は米国事業におけるこのバリューチェーンの強化を実現したことになる。米国、また世界でもトップクラスのトマト加工メーカーの買収は、世界全体で見てもカゴメグループのトマト加工能力（年間）を一気に世界3位に引き上げることになったのである。（子会社化前は14位）⁽¹⁷⁾

一見、短期間に行われたM&Aのように思われがちであるが、インゴマー買収以前のPBI

のケースでも、連結子会社化以前から20%の出資を行っており、既存株主としてターゲット企業のトップマネジメントと意思疎通などを図りやすい準備期間が、結果的に確保されていた。インゴマー買収以前の21年から国内事業、国際事業共にカゴメは、資本効率を重視したROIC（EBITDA÷投下資本）をパフォーマンス指標として用いている。この指標改善を目的として国際的なサプライチェーンの最適化が進められており、こうした指標の共通化は国際事業を取り込んでいく上では不可欠となっている⁽¹⁸⁾。

カゴメの米国における後発AMNCs-AMNCs型M&Aの成否に関しては、短期間にシナジーを創出でき、それは買収前のサプライチェーンにおける経験値と被買収企業との取引やコミュニケーションなどの継続が前提となっていること、そして、この前提のもとで適切な

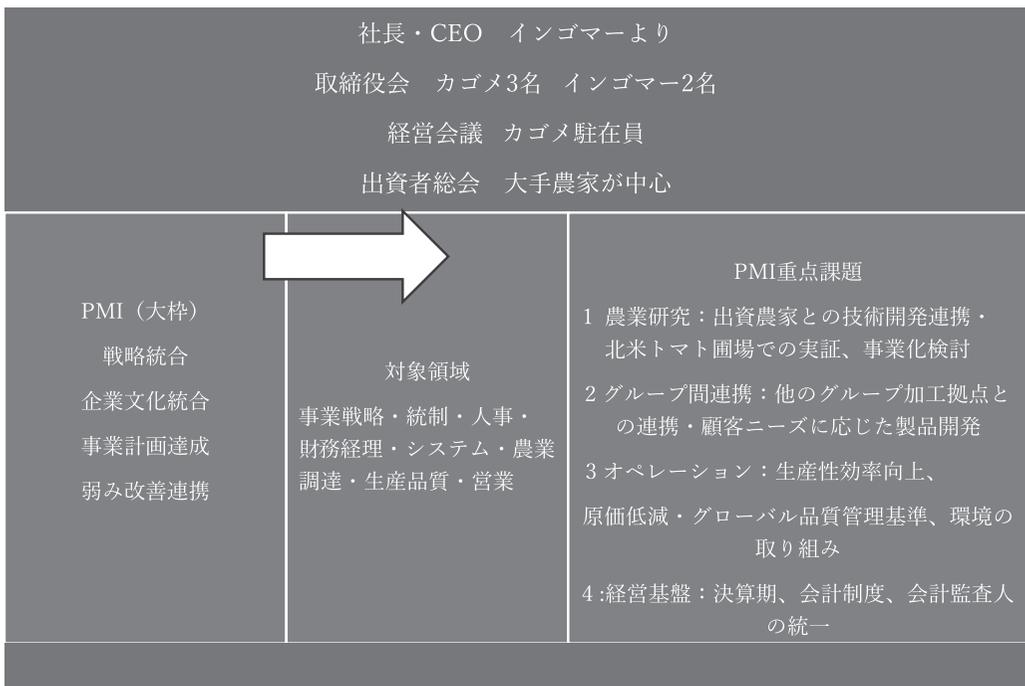


図7 インゴマーのトップマネジメント体制とPMIの課題

出所：カゴメ（2024）資料より作成。

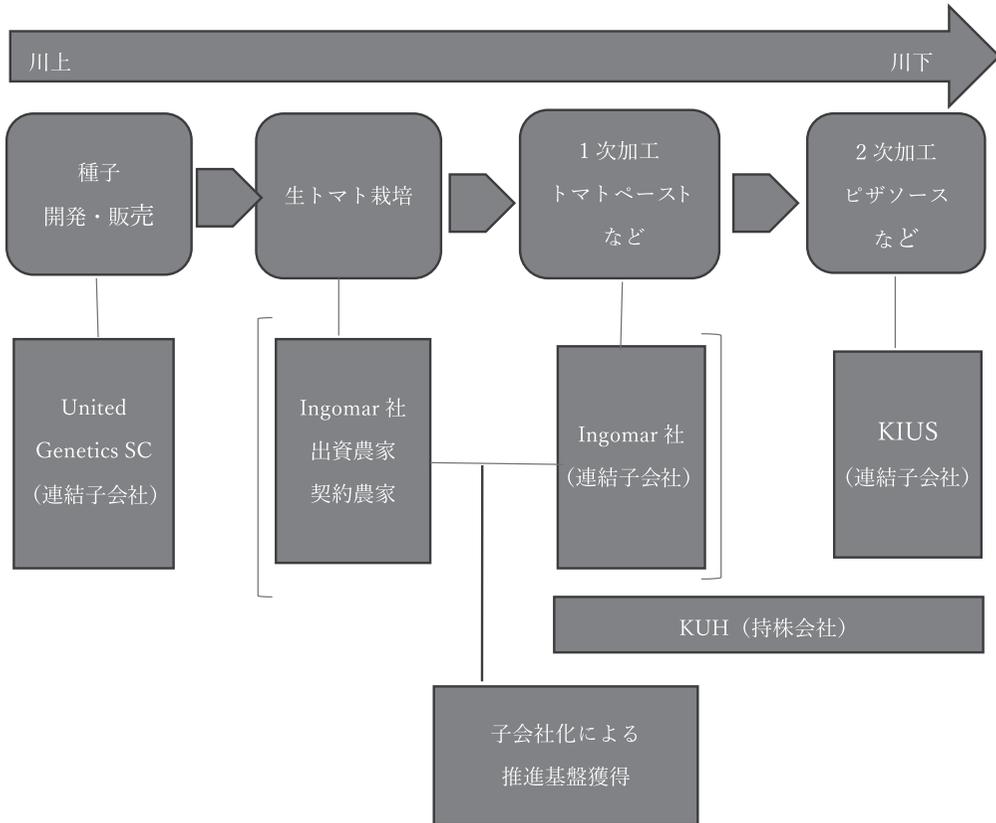


図8 米国におけるカゴメの垂直統合型事業

出所：カゴメ（2024）資料より一部アレンジを加え作成。

買収価格が決定され、買収後にはハンズオンと組織統合に向けた目標設定が進んでいるのが現状である。カゴメ側関係者への聞き取り（2025年7月8日カゴメ記念館訪問）によれば、米国では外食大手のサブウェイなどに製品を供給しており、B2Bでの事業と販路の拡大は順調なようである。ただし、現時点では中期的な検証の目安となる買収後5年を経ておらず（出資開始時期を入れれば、中期的な検証をクリアしている）、また米国の市況変化に影響されやすくなっていることから、今後の経過観察が必要であることも付け加えておかねばなるまい。

7 結びに代えて 非標準品から標準品への試行と買収後シナジーの成否

最初に取り上げたフィリピンのEMNCs2社（エンペラドールとDMPL）の買収後のシナジーは、明暗を分けるものとなった。この2社に共通していることはフィリピン市場に根差した食品・飲料メーカーであることと、欧米発祥のローカル製品（非標準品）を製造・販売していることである。主力製品がフィリピン市場に根差しているということは、既に述べたようにAMNCsが標準品をローカライズするのではなく、ローカル企業が自社製品をローカライズしていることを意味していた。

エンペラドールは(世界)標準品のブランデーではなく、サトウキビ由来の原料を用いた国内向けブランデーであり、熟成期間の短さと量産により輸出も行い世界一のシェアとなっている。他方で、輸出はしているものの、こうした国内向け製品は付加価値が低く、グローバル市場（特に先進国市場）においては製造側の成長を制約する方向にも働くことになる。市場としては実質的に国内・リージョナル市場が限界ということになる。

これは（アルコール）飲料だけでなく、同じく欧米発祥のトマトケチャップ、ソースなどのシーズニング類にもあてはまるものであった。ケチャップはバナナを原料とし、ソース類なども含めて嗜好面で世界の標準品からの乖離が大きく、DMPL がグローバル市場へ出ていくには標準品としてのデルモンテブランドと製品群が必要であった。結果的には買収後のハンズオンや世界的な組織再編にはつながらず、直接的には債務負担によって、また間接的にはDMPL 買収前の地域事業権や収益事業部門の売却、フレッシュ・デルモンテとの分離などによって、総合的な収益力の低下に陥っていたことでデルモンテ・フーズは破綻し、少なくとも現時点においてはDMPL による買収は成功という評価からは遠ざかっている。負債が破綻の直接の原因であることと、買収時のデルモンテ・フーズ側の経営状況が芳しくなかったことも確かであったが、エンペラドールとの買収後の戦略的な組織形成という点においては対照的であったことは否めない。

次に欧米発祥の加工食品において、同じ先進国でもアジアに属した後発市場であった日本におけるキッコマンによるデルモンテ地域事業の買収のケースを取り上げた。ここで注目されるべき点は、キッコマン・デルモンテ間の1960年代以降の長期的な連携であり、そのことにより両社の情報の非対称性が減殺され、市

場で既に製品認知が浸透していたために、後の買収と買収後のシナジー形成をスムーズにしたと思われることであろう。こうした前提の上で、デルモンテブランドの現地適応した製品（オリジナル製品）の開発が容易になり、キッコマン自体の海外進出先発組としての組織能力もあって、戦略的にリージョナル市場（アジア、オセアニア）への事業展開も可能にしたと言える。

フィリピンの二つの事例と日本におけるデルモンテの事例は、これまで現地市場におけるAMNCs のみの適応戦略として見られがちであった戦略論にも一石を投じるものであった。進出先のローカル企業側は、欧米発祥の標準品をローカライズした製品として製造販売することで、AMNCs に対抗し脅威となっている。これは食品飲料産業の場合、Ghemawat (2007) Ghemawat, Altman (2016) のCAGEフレームワークにおいて、とりわけ文化的乖離、経済的乖離が大きいことによるもので、いわば「ゲマワットのパラドックス」と呼べるべき現象であった。

ただし、現地市場で「ゲマワットのパラドックス」が生じ、ローカル企業側に逆説的に競争優位が形成されたとしても、そうした優位性は現地（国内）市場と限られたローカル市場でのみ機能するものである。逆にローカル企業がEMNCs としてグローバル市場に進出しようとする場合、そうした小さな優位性もAMNCs のグローバルブランドの前では劣位に転じてしまうことになろう。ここに、EMNCs による標準品ブランド獲得というCBMA の動機が形成されることになるわけだが、同時に買収後のハンズオンを通じた戦略的な組織再編の有無が、その後のシナジーにつながる重要な分岐点となっていた。そうしたことを考慮した上で、本稿で取り上げた事例に関する総合的な評価を示したものが表5である。

最後に後発市場におけるもう一つのCBMAの事例として、カゴメによる一連の米国企業の買収を取り上げた。ここで注意すべきことは欧米発祥のトマトケチャップやソースにおいて後発市場でありながらも、カゴメは長い操業の歴史を誇る老舗大手であり、B2C製品においては国内市場に加えて一部アジア地域にもリーチしていた。しかし、ケチャップなどの加工食品発祥の地米国ではカゴメブランドは無名に等し

く、カゴメはB2Cではなく川上の原料調達から1次、2次加工までのB2Bのバリューチェーンを取り込むM&A戦略を選択している。

買収後の統合過程において、カゴメ側によるハンズオンと戦略的な組織再編が進んだが、同事例では買収後の中期的な経過目安となる5年に到達しておらず、少なくとも2030年までの経過観察が必要となっている。また米国市場の需要に左右されやすいリスクも抱えたことにな

表5 フィリピンと日本の食品飲料関係企業によるCBMAの評価

EMNCsによるAMNCsの買収と事後的な評価				
買収企業	被買収企業 買収年	買収価格 EV/Sales	ハンズオン	シナジー
ユルドゥズ・ホールディング (トルコ) (参考)	ゴディバ (ベルギー) 2007年	8.5億ドル(約1,000億円) EV/Sales=10倍以上(推計)	○	△
エンペラドール(比)	ホワイト・アンド・マックイ (英) 2014年	4億3,000万ポンド(約7,500億円) EV/Sales=1.86	○	○
エンペラドール(比)	フンダドール (西) 2016年	2億7,500万ユーロ(370億円) EV/Sales=1.6	○	○
DMPL(比)	デルモンテ・フーズ (米) 2014年	16億7,500万ドル(1,770億円) EV/Sales=0.96	×	×
日本企業(後発国市場のAMNCs)によるAMNCsの買収				
キッコーマン	デルモンテ・フーズ (米) 1990年	210億円 アジア・オセアニアでの事業買収 EV/Sales(算出不可)	○	○
伊藤忠	ドール (米) 2013年	16.85億ドル(1,569億円) アジアでの青果事業とグローバル加工品事業の買収 EV/Sales=0.68	○	○
カゴメ	インゴマー (米) 2024年 2016年20%出資で持ち分法適用会社に。	2億4,300万ドル EV/Sales=0.77	○	○

出所：各社開示資料と関連報道を参考にして独自に作成。

注) ○ シナジー効果有 △留保 ×シナジー効果なし・失敗

円の買収価額は買収成立年の平均レートで換算。

比較の便宜上、トルコのユルドゥズ・ホールディングも加えた。

伊藤忠については、当時の発表資料の数字による。〔伊藤忠ドール〕が変える世界の果物流通，東洋経済オンライン 2014.2.14. <https://toyokeizai.net/articles/-/30471?display=b> 2025.9.6. 閲覧)

カゴメの事例のみB2Bのディール。

各ディールの詳細については本文該当箇所を参照のこと。

る。それでも 2016 年からカゴメはインゴマーを持ち分適用法会社になっているため、評価に必要とされる買収後期間については事実上満たされていると言ってよからう。子会社化に至るまでの被買収企業への段階的な出資と取引実績が積み重ねられていたことから、両社間における情報の非対称性が減殺されていたものと捉えることができよう。

カゴメの事例のように、後発市場の AMNCs による加工食品業の部分的な垂直統合型買収を見る限り、同じ業種であっても DMPL とデルモンテの間に見られたような買収後の経緯については、ハンズオンや戦略的な統合に関わる組織能力などの点で対照性が際立っていた。EMNCs がグローバルブランドを有する AMNCs を買収するにあたっては、買収前後の慎重なデューデリジェンスはむろんのことであるが、取引実績や段階的な出資、そして何よりも国際的な戦略統治能力が必要とされていることを強く示唆していると言えよう。

注

- (1) ケイパビリティとは Stalk, Evans and Shulman (1992) が定義したように、組織全体で能力を発揮できる総合的な能力のことで、製品開発や市場戦略だけでなく、事業プロセス・バリューチェーン全体において発揮される組織能力を指す。基本的にケイパビリティのケーススタディでは M&A のケースを含んでいないため、ここでは被買収企業に対して、EMNCs が戦略的な組織再編を含めて部分的なケイパビリティを発揮できるのかということが焦点になろう。またケイパビリティの不足については、ヘッドハンティングやコンサルなどの外部能力を取り入れることで部分的には対応可能となろう。
- (2) AFPBB News 2007.5.16. <https://www.afpbb.com/articles/-/2225642> 2025.8.8. 閲覧「エンベラドール、ホワイト & マックイ買収」[「日本経済新聞」(オンライン) 2014 年 5 月 13 日。
- (3) インドのウイスキーメーカーと市場の特質については、澤田 (2022) 第 9 章「ウイスキーの王国を指して—新興国市場における市場戦略—」を参照。
- (4) 以下同社 Annual Report 2024, IR プレゼン資料。Whyte & Mackay's profits soar to record £96m 15 Oct 2024. <https://www.scottishfinancialnews.com/articles/whyte-and-mackays-profits-soar-to-ps96m-2025.8.8>. 閲覧
- (5) Confectionery news, Godiva enters mainstream supermarkets in bid to become \$2bn brand. 10 Sep 2017. <https://www.confectionerynews.com/Article/2017/09/11/Godiva-enters-top-supermarkets-in-bid-to-be-2bn-brand/> 2025.8.2. 閲覧
プラディス・グローバル <https://www.pladisglobal.com/> 2025.8.2. 閲覧
ユルドゥツ・ホールディング <https://www.yildizholding.com.tr/en/> 2025.8.2. 閲覧
- (6) KKR-led group to buy Del Monte for \$4 billion, Reuters November 26, 2010. <https://www.reuters.com/article/business/kkr-led-group-to-buy-del-monte-for-4-billion-idUSTRE6AO3G5/> 2025.9.10. 閲覧
- (7) Campos group completes \$1.67B buyout of Del Monte's US business.
By: Doris C. Dumlao-@inquirerdotnet Philippine Daily Inquirer/February 19, 2014. <https://business.inquirer.net/164376/campos-group-completes-1-67b-buyout-of-del-montes-us-business> 2025.9.10. 閲覧
- (8) 以上キッコマングループコーポレートレポート 2023, IR レポート各期, 「キッコマン, タイに合弁製造工場建設 アジア市場向けにデルモンテ製品」[「日本食糧新聞」2004 年 11 月 29 日。
- (9) 伊藤忠商事 (2017) 『統合レポート 2018』p. 54。シナジーの成否については、その後の一連の同社開示資料から推察したものである。1960 ~ 70 年代の日本へのバナナ輸入をめぐるドールと伊藤忠との連携については、趙 (2025) が詳しい。
- (10) Bartlett and Ghoshal (1989) は、海外子会社の「独立度」が企業の国際化戦略を左右するとし、本社・海外子会社のアントレプレナーシップを発揮できるトランス・ナショナル型組織の優位性を論じている。
- (11) 2020 年時点でクノールのシェアは 43% で、2 位のポッカサッポロフード & ビバレッジの 9% を大

- 大きく引き離している。「即席スープ、市場に変化昼食需要が拡大 味の素社、EC 深耕へ限定品も」
「日本食糧新聞」2020年10月5日。
- (12) 「ネスレを世界一にした「連邦経営」 100年間の計略」
「日本経済新聞」2014年8月10日。なおネスレのグローバル経営体制については、高橋(2019)が詳しい。この経営体制では、AMNCsの現地子会社が現地向け製品開発に対して強い権限と能力を有していることが鍵となっている。
- (13) ハインツ日本は、スープ、煮込みハンバーグ用ソースなどの家庭用新商品を2006年から市場に投入している(「ハインツ日本、スープなど家庭用新商品6品投入」
「日本食糧新聞」2006年8月4日)。ハインツ日本については、東洋経済新報社『外資系企業総覧』では2013年から2017年までの売上のみ公表されており、以後非開示となっている。同書各年版によれば、2013年には売上が約171億円に達しており、他方で日本デルモンテは2023年の売上が166億円であった。ハインツ日本は2017年時点で約276億円の売上を計上している。なお日本で販売されているハインツのトマトケチャップの原産国は主にタイと表記されている。
- (14) 「カゴメ、米食品会社を96億円で買収と発表 野菜飲料などで一般市場開拓へ」
「日本経済新聞」2015年4月15日。
- (15) 「カゴメ、米トマト加工大手を買収 投資額360億円」
「日本経済新聞」2024年1月26日。
- (16) 以下インゴマーの買収を含めて、財務関係の数字については以下のカゴメの開示資料による。カゴメ株式会社 <https://www.kagome.co.jp/company/about/> 「カゴメの歴史」 「海外での事業展開」 カゴメ株式会社 (2025) 「統合報告書」、カゴメ株式会社 (2024) 「Ingomar Packing Company, LLC の持分追加取得 (連結子会社化等に関するお知らせ)」
- (17) カゴメ株式会社 (2024)
- (18) カゴメ株式会社 (2025)
- Bartlett, C.A. and Ghoshal, S. (1989) *Managing Across Borders: The Transnational Solution*, Harvard Business School Press. (吉原英樹監訳『地球市場時代の企業戦略』日本経済新聞社, 1990年)
- Buckley, P. J., & Casson, M. (1976) *The Future of the Multinational Enterprise*, Homes and Meier Press. (清水隆雄訳『多国籍企業の将来』文真堂, 1993年)
- Buckley, P. J., Munjal, S., Enderwick, P., & Forsans, N. (2016) “Cross-Border Acquisitions by Indian Multinationals: Asset Exploitation or Asset Augmentation?”, *International Business Review*, 25(4), 9.
- Christensen, Clayton C. (1997) *The Innovator's Dilemma: When New Technologies - 9 - Case Great Firms to Fail*, Harvard Business School Press. (玉田俊平監修・伊豆原弓訳『イノベーションのジレンマ』翔飛社, 2001年)
- Degbey, William Y. and others (2021) “Understanding cross-border mergers and acquisitions of African firms: The role of dynamic capabilities in enabling competitiveness amidst contextual constraints”, *Thunderbird International Business Review*, 63(1).
- Dunning, J.H. (1979) “Explaining Changing Patterns of International Production: in Defense of the Eclectic Theory”, *Oxford Bulletin of Econ. and Stat.*, Nov.
- Garcia, Leonardo R. Jr., Lovelock, Christopher and Jochen Wirtz (2016) “Jollibee Foods Corporation”, Wirtz, Jochen. and Lovelock, Christopher, *Services Marketing: People, Technology, Strategy*, World Scientific, 2016.
- Ghemawat, Pankaj (2007) *Redefining Global Strategy: Crossing Borders in a World Where Differences Still Matter*, Harvard Business School Publishing Corporation. (望月衛訳『コークの味は国ごとに違うべきか』文藝春秋, 2009年)
- Ghemawat, Pankaj, Altman, Steven A. (2016) “Emerging Economies: Differences and Distances”, *AIB Insights* 16(4).
- Guillén, Mauro F. and García-Canal, Esteban. (2009) “The American Model of the Multinational Firm and the “New” Multinationals from Emerging

参考文献

Bai, Huifeng, and others (2021) “Internationalization strategies of emerging market multinationals in luxury fashion retailing—Case study of Shandong Ruyi Group”, *Thunderbird International Business Review*, V. 63(3).

- Economies". *Academy of Management Perspectives*, Vol. 23(2).
- Hamel, Gary & Prahalad, C.K. (1994), *Competing for the Future*, Harvard Business School Press. (一條和生訳『コア・コンピタンス経営』日本経済新聞社, 1995年)
- Hymer, Stephen H. (1976) *The International Operations of National Firms*. MIT Press. (宮崎義一編訳『多国籍企業論』岩波書店, 1979年)
- Khan, Zaheer. and others (2021) "Cross-border mergers and acquisitions of emerging economies' multinational enterprises - The mediating role of socialization integration mechanisms for successful integration", *Human Resource Management Review*. Volume 31(3).
- Li, Yameng, Gao, Ruosu. and Wang, Jingyi (2021) "Determinants of EMNEs' Entry Mode Decision with Environmental Volatility Issues: A Review and Research Agenda", *Journal of Risk and Financial Management*. 14(10).
- Makino, Shige, Lau, Chung-Ming and Yeh, Rhy-Song (2002) "Asset-Exploitation versus Asset-Seeking: Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment from Newly Industrialized Economies", *Journal of International Business Studies*. 33(3).
- Mathews John A. (2002) *Dragon Multinational: A New Model for Global Growth*, Oxford University Press on Demand.
- Meyer, K. (2015) "What is Strategic Asset Seeking FDI?", *Multinational Business Review*, 23.
- Peng Mike W. and others (2024) "Theorizing about emerging multinationals' cross-border acquisitions", *Global Strategy Journal*, 14(4).
- Porter, M. E. (1980) *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, 1. (土岐坤他訳『競争の戦略 (新訂)』ダイヤモンド社, 2012年)
- Porter, M. E. (1985) *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, Free Press. (土岐坤他訳『競争優位の戦略: いかに高業績を持続させるか』ダイヤモンド社, 1985年)
- Prahalad C. K. (2004) *The Fortune at the Bottom of the Pyramid*, Wharton School Publishing. (スカイライトコンサルティング訳『ネクスト・マーケット「貧困層」を「顧客」に変える次世代ビジネス戦略』) 英治出版, 2005年)
- Ramasamy, Bala, Yeung, Matthew and Laforet, Sylvie. (2012) "China's outward foreign direct investment: Location choice and firm ownership", *Journal of World Business*, 47(1).
- Somaeswar A. and Ravi, R. Sureka. (2025) "A Study on Cash Management with Reference To Del Monte Foods Private Limited Company", *International Journal for Multidisciplinary Research*, 7(1).
- Stalk George, Jr., Evans, Philip, and Shulman, Lawrence E. (1992) "Competing on Capabilities: The New Rules of Corporate Strategy", *Harvard Business Review*, March-April 1992.
- Sutherland, Dylan, Anderson, John and Hu, Zheyuan (2019) "A comparative analysis of location and non-location-bounded strategic asset seeking in emerging and developed market MNEs: an application of new internalization theory", *International Business Review*, 29 (2)
- Tang, Lisa and Zhao, Minyuan (2023) "Light-touch integration: A study on cross-border acquisitions by emerging market multinationals", *Strategic Management Journal*, 44(11).
- Williamson, O. E. (1975) *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Collier-Macmillan. (浅沼万里, 岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社, 1980年)
- Williamson Peter J. and others (ed) (2013) *The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals*, Cambridge University Press.
- Yan, Yi, Rhee, Mooweon Pak, Yong Suhk (2024) "With or without metamorphosis of learning Orientation: Post-Cross-Border mergers and acquisitions performance of emerging multinational enterprises", *Journal of Business Research*, 18.
- Zámborskýa, Peter. and Zheng, Joseph Yan (2022) "Institutional Distance and the Motivations to Springboard", *American Business Review*. Vol. 25(2).

- Zhang, Y., Enang, E., and Sminia, H. (2019) "Post-acquisition integration of emerging multinational corporations: a research agenda", *Multinational Business Review*, 27(1).
- 牛山隆一 (2021) 「新興市場多国籍企業 (EMNEs) 研究の新たな視座—ASEAN 企業の国際化—」専修大学経営研究所『専修マネジメント・ジャーナル』11 (2)。
- 牛山隆一 (2024) 『ASEAN 多国籍企業の実像—後発勢力の国際化戦略と競争優位—』専修大学出版局。
- 苑 志佳 (2014) 『中国企業対外直接投資のフロンティア—「後発国型多国籍企業」の対アジア進出と展開—』創成社。
- 高橋浩夫 (2019) 『すべてはミルクから始まった世界最大の食品・飲料会社「ネスレ」の経営』同文館。
- 竹内竜介 (2021) 「外資系食品企業による日本事業の歴史—H.J. ハイネス社の事例—」横浜国立大学経営学会『横浜経営研究』42 (2)。
- 澤田貴之 (2022) 『ビジネスストーリーと市場戦略』創成社。
- 澤田貴之 (2025a) 「グローバル企業の適応戦略と脅威としてのローカル企業」名城大学経済・経営学会『名城論叢』25 (3)。
- 澤田貴之 (2025b) 『アントレプレナーズ ビジネスの創造と成長戦略』創成社。
- 趙文彬 (2025) 「フィリピンにおける多国籍企業の生産地開発と垂直統合戦略—日本市場へのバナナ輸出の適応と調整—」愛知学院大学商学会『商学研究』65 (2)。
- ズオン・ティ・トゥイ・崔相鐵 (2018) 「発展途上国企業の海外進出戦略に関する一考察：比ジョリビーの事例を中心に」『流通科学大学論集 (流通・経営編)』30 (2)。
- 石瑾 (2023) 「新興国発多国籍企業の国際戦略」国際ビジネス研究学会『国際ビジネス研究』15 (1)。
- 手島茂樹 (2008) (財)「発展途上国からの直接投資—発展途上国を基盤とした多国籍企業」国際貿易投資研究所『季刊国際貿易と投資』No. 72。
- 柳田志学 (2011) 「発展途上国の多国籍企業に関する一考察—タイ CP グループの事例に基づいて—」早稲田大学大学院社会科学部研究科『社会学研論集』17。
- 企業資料・その他
- Delmonte Foods Financial Statements 各年版。
- DMPL Annual Report 各年版。
- Fresh Del Monte Produce Annual Report 各年版。
- 『外資系企業総覧』東洋経済新報社, 各年版。
- カゴメ株式会社 (2025) 「統合報告書」
- カゴメ株式会社 (2024) 「Ingomar Packing Company, LLC の持分追加取得 (連結子会社化等) に関するお知らせ」補足説明資料。
- ※注との重複分は一部省略した。
- 企業サイト
- Alliance Global <https://www.allianceglobalinc.com/>
- Emperador <https://www.emperadorbrandy.com/>
- Del Monte Pacific <https://www.delmontepacific.com/>
- Del Monte Foods <https://www.delmonte.com/>
- Del Monte Philippine <https://www.delmontephil.com/>
- Fresh Del Monte Produce <https://investorrelations.freshdelmonte.com/overview/default.aspx>
- Fundador History <https://brandyfundador.com/en-us/historia/>
- Ingomar Packing Company <https://ingomarpacking.com/>
- NutriAsia <https://nutriasia.com/>
- 伊藤忠 食料カンパニー <https://www.itochu.co.jp/ja/business/food/index.html>
- カゴメ株式会社 「カゴメの歴史」[「海外での事業展開」] <https://www.kagome.co.jp/company/about/>
- キッコマングループ 企業情報サイト <https://www.kikkoman.com/jp/>
- ドール・ジャパン <https://www.dole.co.jp/>
- 日本デルモンテ <https://www.kikkoman.com/jp/ndm/>
- ハイネス日本 <https://www.kraftheinz.com/ja-JP>
- 訪問先
- カゴメ記念館 (愛知県東海市)

Cross-border M&A and Post-Acquisition Synergies in the Philippines and Japan:
A Comparative Study of the Emperor, Del Monte Pacific and Kagome

Takayuki Sawada

Abstract

This paper focuses on the acquisitions of advanced economy multinational corporations (AMNCs) by emerging market multinational corporations (EMNCs) and the subsequent synergies. The industries discussed here are in the food and beverage sector, and companies from the Philippines and Japan play a significant role as acquirers in the global markets.

Here, the acquisitions of Philippine brandy manufacturer Emperor, food processor DMPL and Japan's Kagome were examined from the perspective of post-acquisition synergy effects. Regarding examples of Philippine companies, the acquisitions of the Spanish brandy manufacturer Fundador and the Scotch whisky manufacturer Whyte & Mackay by Emperor and that of Del Monte Foods by DMPL were compared.

These two cases resulted in contrasting outcomes. Emperor succeeded in leveraging its global brand through post-acquisition organizational restructuring to reach the global markets. In contrast, DMPL failed to reach the U.S. market due to insufficient hands-off management. In July 2025, Del Monte Foods went bankrupt with massive debts.

After examining cases such as Kikkoman's acquisition of regional business rights from Del Monte Foods in the Japanese market and Kagome's acquisition of Ingomar in the United States, a comprehensive assessment of CBMA (Cross-border M&A) including Filipino companies was attempted from the perspective of synergy effects and the limits of adaptation strategies.