

スタートアップの買収に係る論点

1. キラー買収に関するイノベーションへの影響メカニズム

(1) 先行的研究 (Cunningham et al “Killer Acquisitions” (2018))

【キラー買収の定義】

- 既存企業が、将来の競争を未然防止するため、革新的なターゲット企業を買収し、ターゲット企業のイノベーションの進展を終了させること

【理論研究】

- 内因的な買収意思決定、イノベーションの選択肢、製品市場競争を組み合わせた儉約的な理論モデル（既存企業が革新的な潜在的参入者の革新的な挑戦を単にシャットダウンするために買収するという一見非常識な事象を公式化）
- 当該モデルは以下の点を示唆
 - ① 買収を行う既存企業においては、新規の開発プロジェクトが自社の既存製品（医薬品）と重複（すなわち潜在的に代替）している場合は、当該プロジェクトの開発を継続するインセンティブは起業家に比べて弱い（Arrow（1962）が指摘する「既存独占的利益による独占者のディスインセンティブ」）。当該ディスインセンティブの強さ故に、既存企業は革新的な起業家を単にそのプロジェクトをシャットダウンするために買収し、新たな発明の「創造的破壊の疾風」（Schumpeter（1942））を取り去る可能性がある
 - ② 他方、既存及び将来の製品市場競争はともに、買収企業と独立した起業家の間でのプロジェクト開発の意思決定の差異を低減し、キラー買収のインセンティブを軽減する
 - ③ キラー買収の動機が存在するためには、買収企業とターゲット企業の製品間での積極的重複が必要

【実証研究】

- 医薬品開発分野を対象として、上記理論を支持する実証分析を実施
 - * 同分野は実証上不可欠な次の特性を具備：プロジェクトレベルで究開発活動の観察、企業間で移転するプロジェクトの追跡、買収企業の製品とターゲット企業のプロジェクトの重複性の正確な測定、関連製品市場での競争の定量化
- 実証分析結果は以下の点を示唆
 - ① 重複する医薬品を有する既存企業に買収されたプロジェクトは、買収されなかったものに比べて、開発が継続される可能性が 28.6%低い（各種経済的要因を調整する上でも頑強性あり）

- ② 買収された同一ターゲット企業の中でも、買収企業と重複するプロジェクトはそうでないプロジェクトに比べて停止する可能性がより高い
- ③ 買収された重複プロジェクトの開発可能性が低下するのは、競争の程度が低い市場に集中
- ④ 開発率が低下するのは、買収企業の重複する医薬品の特許の残存期間が相対的に長い場合に集中（←理論モデル上は、共食いによる損失が大きく、停止するインセンティブがより強い）
- また、臨床試験段階を通じたプロジェクトの進捗（第1相を開始したプロジェクトが第2相を開始する可能性）を検証したところ、競合医薬品を有する企業に第1相期に買収されたプロジェクトは、第2相に移行する可能性が46.6%低く、かつ、こうした状況は競争の程度が低い市場に集中
- 以上の結果から、以下の点に照らし、キラー買収は戦略的かつ意図的に行われていることが示唆
 - ① （理論モデルが示すとおり）買収企業の製品がターゲット企業のプロジェクトと重複している場合は、買収が起こる可能性が4倍近く高い
 - ② キラー買収は米国連邦取引委員会（FTC）の合併届出基準を充足しない案件となる可能性が非常に高い。重複するターゲット企業の買収案件のボリュームゾーンはFTC届出基準の直下となっており（重複しない買収にはそのような傾向はない）、そうした買収案件ではプロジェクトの停止率は非常に高く、上市率も非常に低い

【追加的テスト】

- 重複する医薬品における低い開発率を説明し得る他の要因（下記）も検証したところ、いずれも今回の実証結果を説明するものではなかった
 - ① 戦略的に最適なプロジェクト選択の結果
 - ② 意図的に開発を延期又は開発スピードを弱めた結果
 - ③ ターゲット企業の中核的資源（例：技術、人材）をより収益的な用途に再配置した結果

【検討】

- 保守的に推計すると、今回のサンプル案件の約6%（年間の医薬品買収の約45%）がキラー買収。キラー買収の悪影響を除去すれば、医薬品業界全体での医薬品開発率は約4%上昇する。ただし、キラー買収における事後的非効率性や消費者余剰への悪影響にもかかわらず、こうした買収が新薬計画に係る事前的なインセンティブも増加させる可能性もあり、社会的余剰への全体的影響は曖昧
- 全体として本論文の貢献は以下の3点
 - ① 企業イノベーションに対する基本的な障害（特に、既存企業自身のイノベーションの減退につながる既存利益を守る動機が、どのようにして有力な既存企業が他の企業のイノベーションを抑制する動機としても作用するか）の強調
 - ② 消費者・社会的便益に不可欠なイノベーション重視の産業である医薬品産業における当該イノベーション上の障害の重要性の実証
 - ③ 市場集中化の傾向と帰結に係る新たなエビデンスの提示（集中度の高い市場の既存企業は、将来の製品市場での競争者を買収し、更なる競争減殺を

行う)

➤ 企業買収の動機に係るこれまでの論文では、当局との摩擦、シナジー、既存の市場力の増加に焦点が当たっていたが、本論文はこれに以下の2点を追加するもの

- ① 買収はシナジーや現在の市場力の強化の目的でなく、萌芽的(nascent)イノベーションを排除するために行われ得る(このメカニズムは、置換効果と効率性効果という伝統的な2つの効果を組み合わせたもの)
- ② 買収がイノベーションに影響を与える新たな経路に係る理論的・実証的分析を提示

(2) 影響メカニズムに関するその他の指摘

番号	枝番	影響メカニズム	参照元
1		有力な既存企業が、現在の又は将来の競争相手を買収した場合(キラー買収)、当該競争相手が研究開発を行って新製品を導入した場合に既存利益を失うおそれがあるため、当該競争相手が既に行っていた研究開発を中止したり、自社の既存商品を共食いするような研究開発を行わせなかったりすることで、合併がなければ当該競争相手が行っていたであろう研究開発から生まれる可能性があったイノベーションを喪失させる。	—
	①	有力な既存企業が潜在的な競争相手を買収した場合(キラー買収)、買収によって既存企業に対する脅威が排除され、市場における既存のレントを守ることができる。これは、対象企業が提供する革新的な製品の直接的な損失と、既存企業に対する競争圧力の低下の両方によって、顧客に害を及ぼすことが予想される。	齊藤(2022)「戦略的買収とイノベーション」 Federico, Shapiro(2019)
	②	合併当事者間の製品(研究開発による将来の製品を含む)の代替性及び重複度が高い場合に、製品開発が成功した際に既存利益を損なうおそれがあるため、買収しておくことが最適な戦略となる。この場合、新製品の開発計画が中止される可能性が高い。	齊藤(2020)「戦略的買収とイノベーション」 Facebook/Instagram
	③	革新的分野で支配的な企業は、将来の競争上脅威となる能力を持つ企業と合併した場合に、合併先企業の研究開発能力を代替品ではなく補完品の研究開発に向けるインセンティブを持つ。	Baker(2019) 齊藤(2020)「戦略的買収とイノベーション」
	④	買収先のイノベーションを新たに自己のプラットフォームに導入することで、コア市場における支配的地位の確立や市場力の強化に繋がり、場合によってはイノベーションを阻害することもある。	齊藤(2022)「戦略的買収とイノベーション」
2		大規模な既存事業者が、戦略的に潜在的競争から自らを守るためにイノベーションを吸収し、場合によってはイノベーションを排除又は歪曲するために買収することで、自らの周りに「成功したイノベーションが容易に模倣されたり、買	齊藤(2022)「戦略的買収とイノベーション」

	収されたりするかもしれないという不安から、スタートアップ企業が投資を躊躇する」領域（キルゾーン）を確立することがある。これにより、ベンチャーキャピタルがその領域への投資を警戒し、参入者への投資意欲が減退するため、潜在的なイノベーションが減少・遅延するおそれがある。ただし、キルゾーンが本当に存在するのかは吟味が必要である。	Cremer Report (2019) Farman Report (2019) Stigler Center Report (2019)
--	--	---

2. キラー買収の競争評価に係る論点整理（OECD “Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control”（2020））

【キラー買収のセオリーオブハーム】

- Cunningham ら（2018）が説明するように、キラー買収のセオリーオブハームは、既存企業が、自社の製品に対する潜在的リスクを有する製品の開発・生産を殺さないし休止するとともに、その代わりに、買収した製品への潜在的リスクを除去するため競合製品を開発しようとする自らの内部的努力を消滅させること
- キラー買収を通じ萌芽的（nascent）企業の製品を買収し取り潰すことは、以下の状況よりも買収企業の利益になる場合がある
 - ① 萌芽的企業の製品が上市することによって自社の収益が減少する
 - ② 自社の売上を共食いするリスクがあっても買収した製品の開発・生産を継続する
- なお、萌芽的企業の買収については、キラー買収に加え、（これに密接に関連する）萌芽的な潜在的競争者の買収（競合する可能性がある製品を買収し支配する（殺さない）ことでその競争上の脅威を取り除くもの）、垂直型・混合型企業結合のセオリーオブハームがあり得る

【水平型企業結合としての性質】

- キラー買収のセオリーオブハームの特性として、その懸念は本質的に水平的なものであり、一見して補完的・無関係な製品に見えても懸念は水平的問題である可能性
 - ⇒例えば、両面市場では一方市場では代替性があっても、他方市場ではそうではない可能性（例：フードデリバリーと小包デリバリーには代替性はないが、配達ドライバーの点では代替性）。一方市場のみに着目（＝需要者側からの代替性）すると、垂直型企業結合又は潜在的補完関係のある製品とみなされてしまい、それらが競合する多面市場の特性を踏まえた水平性を見失うおそれ
 - ⇒同様に、補完製品や隣接市場での製品の生産者は、その地位を用いて既存企業との直接的競争に参入する可能性もあるところ、これは潜在的な水平的競争の問題（混合型の問題と混同すべきでない）
- 萌芽的企業の競争上の重要性は不確実であり、例えば、①既存市場でわずかな競合があり今後この競合が拡大する場合、②現状は競合しないが既存市場での潜在的な競合がある場合、③現状では競合しないが将来市場での潜在的な競合がある場合が考えられる

【競争評価枠組み】

- 萌芽的企業の買収における単独効果の評価枠組みは、結合企業における価格引上げや品質・イノベーション減少に対するインセンティブ・能力への影響に着目する点では、他の水平型企業結合と大きく異なるものではない
- 評価上注目すべき点は、既存製品における現在又は将来の代替性や、将来製品における代替性の問題
- （萌芽的な潜在的競争者の買収と比した）キラー買収のセオリーオブハームは、将来の競争圧力を取り除く（→供給の劣化につながる）だけでなく、製

品自体を市場から取り除く（→選択肢や多様性の減少も起こる）ことであるため、潜在的競争の喪失にとどまらずキラー買収が選択されるのは、以下の条件を有する場合

- ① 2つの製品の重複供給の解消による大きな効率性獲得、又は2つの製品の間の効率性上の大きな差異がある
- ② 2つの製品が非常に密接した競合品である（見込みがある）（⇔一方製品への顧客ロイヤリティが大きければ共食いは起こらず、併存することが合理的）

➤ ただし、上記条件を充足したとしても、実際に製品がシャットダウンされるかは不確実（当局の調査を恐れて維持する可能性）

【効率性の評価】

- 萌芽的企業の買収（キラー買収ではない）では、被買収製品が既存企業の製品にとって重要な投入物や価値のある補完財となる場合には効率性の向上が生じ得る。他方、潜在的な競合品・代替品であれば、効率性向上の観点は限定される
- 効率性向上の論点は次の2点
 - ① 革新的な製品の上市の可能性やスピードを高めるか？
 - ② 買収される見込みが（究極的に消費者に資し得る）投資へのインセンティブとなるか？
- ①研究開発上の効率性（買収企業のインキュベーション機能）：
 - ・迅速かつ効果的に製品開発する能力の向上（←大企業はイノベーションパイプラインの後半段階での経験・知見を有している可能性）
 - ・資金調達能力の向上（←資金調達市場は常に競争的とは限らず、大企業に利点がある可能性）
 - ・ただし、買収固有のシナジーである必要（買収企業の製品との相互互換性や、広告展開や買収企業の製品とのセット供給による売上拡大は当てはまらない）
 - ・当該萌芽的企業がどのような能力を望んでいるかが重要であり、（他の買収候補企業と比べた）組織的な能力や、製品と知識・スキルセットとの適合性も評価する必要
- ②ダイナミックな効率性（イノベーターに魅力的なイグジット経路を提供しイグジット上の障壁を解消）：
 - ・当該効率性は他の将来のイノベーターへのイノベーションインセンティブとして現れ、他の新たな製品の他の消費者への供給に資するものであるため、特定の買収に係る効率性かは判然としない
 - ・このため、当該買収が直ちに停止しかねない製品や、品質劣化・価格上昇しかねない製品の効果的なイグジットを促進するものである必要
 - * failing company の抗弁に通じるが、有望なスタートアップの文脈では無関係

3. コングロマリット型・エコシステム型企业によるスタートアップ買収のセオリーオブハームに関する考察 (Cr mer et al “Competition policy for the digital era” (2019))

【コングロマリット型・エコシステム型企业によるスタートアップ買収のセオリーオブハーム】

- デジタルプラットフォーム（コングロマリット型・エコシステム型企业）によるスタートアップ買収について、以下の既存セオリーオブハームを指摘
 - ① 特定のデータ源を有するターゲット企业を買収することで、買収企业が価値ある複製できないデータ源の支配の集中とよりよいデータへのアクセスを獲得し、異なるデータ間の価値ある結合を通じ、買収企業の支配的地位の強化、市場支配力のレバレッジ行使、排除の問題
 - * より充実したデータセットへのアクセスによって新たなサービスの提供を可能とし得るとの競争促進効果も
 - ② キラー買収の問題
- その上で、理論的にも実務的にも十分に対応されていない懸念として、急速に顧客層を拡大する、支配的なデジタルプラットフォームにとって顕著な潜在的競争者となり得るスタートアップの買収について、新たにコングロマリット型セオリーオブハームを提言

【コングロマリット型セオリーオブハーム】

- 本買収の競争評価に係る課題：
 - ① 買収企業が支配する中核的市場とスタートアップが存在する別個（であるが典型的に関連している）市場は、買収時点では実質的な水平的重複を生じていないため、潜在的競争の排除が競争上の懸念を生じるに十分であっても、潜在的競争の存在を十分な確度で立証することは困難
 - ② 当該買収が垂直型又は混合型と捉えられる場合、補完的な製品・事業活動の結合は一見して競争促進的効率性（既存企业与スタートアップの機能・資源上のシナジーや効率性、パイアウト効果）が想定される一方、確立したセオリーオブハームは閉鎖効果又は協調効果に限定される
- しかし、中核的かつ拡大するデジタルエコシステムの中心となる市場において高度に固定的な支配的地位を有する限られた大企業によって特徴付けられる市場環境においては、コングロマリット型セオリーオブハームの検討が必要
 - ⇒強力な正のネットワーク効果とデータ駆動型のフィードバックループがもたらす高度な集中と参入障壁が存在する市場では、（現実での市場重複がなくても）スタートアップの買収は、①補完関係を通じたサービス価値向上を顧客に提供し、②部分的代替性のあるサービスの顧客をエコシステム内に引き留めることにより、中核的市場への参入障壁を引き上げ買収企業が支配する強固なエコシステムを更に拡大・安定化させるとともに、独立・分散的なイノベーションの見込みを減退させる可能性