



MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所

特命教授 小島 健司

第 12 回 M&A プロセス・マネジメント (M&A Process Management)

企業成長戦略にもとづいて M&A をどのような考え方のもとに遂行すべきでしょうか。ここでは、まず M&A プロセス・マネジメントの基本的考え方を説明し、M&A プロセスの進め方について、M&A プロセス主要内容、M&A 対象単位候補選定基準、M&A 対象単位の価値評価を取り上げます。次に、裁定型 M&A、市場公開買い付け、MBO の説明を行います。

1 M&A プロセス・マネジメント・モデル¹

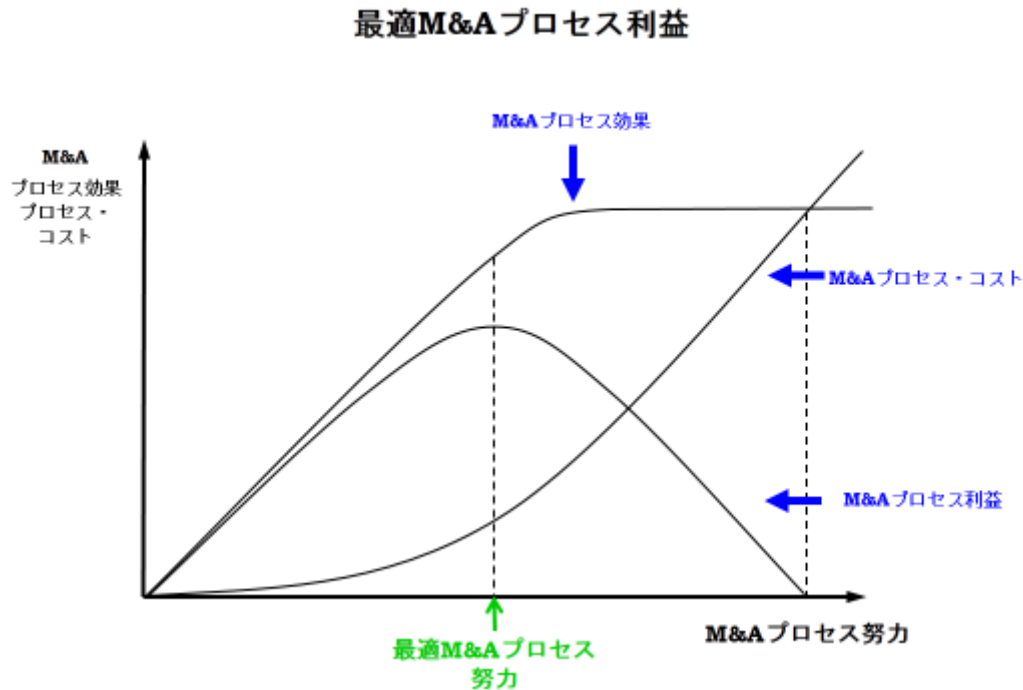
M&A の目的は、M&A による「期待事業価値増加分あるいは期待企業価値増加分の最大化 (Maximization of Expected Business Value Addition or Expected Corporate Value Addition)」です。M&A の対象としては、事業機能単位、事業単位、企業単位が相当し、「M&A 対象単位(Unit of M&A)」と呼びます。

「M&A プロセス(M&A Process)」は、M&A 目的を達成するために逐次的に取る行為あるいは努力の過程を指しています。そのプロセスは、大きく 2 つの段階に分けられます。前半の段階は、「M&A 計画段階(M&A Planning Phase)」で企業成長戦略にもとづいた M&A 対象単位候補の探索とその候補集合(リスト)の作成、特定対象単位の選定を行うことを指しています。後半の段階は、「M&A 交渉段階(M&A Negotiation Phase)」で M&A 特定対象単位との接触・第一次交渉、デュー・ディリジェンス(Due Diligence) (資産査定)、第二次交渉、契約締結・撤回の逐次的行為段階を指しています。

「M&A プロセス・マネジメント(M&A Process Management)」は、M&A 目的を達成するために逐次的に取る努力の内容と水準の効率的配分のあり方を指しています。それには、事業単位での事業能力あるいは企業単位での企業能力としての、「M&A プロセス・マネジメント力 (Capability in M&A Process Management)」が必要と考えられます。

M&A プロセスの目的は、「M&A プロセス努力 (Efforts of M&A Process)」を投入することによって M&A 期待事業価値増加分あるいは期待企業価値増加分、すなわち「M&A プロセス利益(Return on Efforts in M&A Process)」を最大にすることです。M&A プロセス努力に

は、資源投入を伴うことから、「M&A プロセス・コスト(Cost of M&A Process)」が発生します。M&A プロセス努力に対する「M&A プロセス効果(Effect of Efforts in M&A Process)」から M&A プロセス・コストを差し引いた、M&A プロセス利益が、努力に要する資源の制約、「努力資源制約(Resource Constraint of Efforts)」のもとで最大になる「最適 M&A プロセス努力(Optimal Efforts in M&A Processes)」を基準に M&A プロセス努力を設定します。



この考え方では、M&A プロセス効果は M&A プロセス努力に応じて増加しますが、その増加分は逓減する関係にあると仮定しています。一方、M&A プロセス・コストは努力に応じて増加し、その増加分は逓増する関係を仮定しています。この関係では、努力資源制約のもと M&A プロセス利益を最大にする最適 M&A プロセス努力水準があることになります。M&A プロセス効果増加分の逓減度合いは、M&A 事業単位あるいは企業単位の M&A プロセス・マネジメント力に依存していると考えられます。すなわち、その力の水準が高くなるほど、逓減の度合いは小さくなることを意味します。一方、M&A プロセス・コスト増加分の逓増度合いは、M&A プロセス・マネジメント力に依存し、その水準が高くなるほど、小さくなると考えられます。このことは、M&A プロセス・マネジメント力の水準が高くなるほど、より高い最適 M&A プロセス努力を行うことができ、より高い最適 M&A プロセス利益を得ることを意味します。

M&A 対象が事業単位の場合は、事業機能単位の組み合わせ持ち、それに応じた事業・機能環境要因があり、M&A プロセス効果の逓減および M&A プロセス・コストの逓増はそれらの影響を受け、最適 M&A プロセス努力水準が変化します。さらに事業・機能環境要因の変化度も同様に影響を与えます。すなわち、変化度が大きいほど、プロセス効果の逓減度およびプロセ

ス・コストの通増度が増加し、最適プロセス努力水準の低下によって、最適 M&A プロセス利益は減少すると考えられます。

M&A 対象が企業単位の場合、事業ポートフォリオ全体でのプロセス効果およびプロセス努力は、事業・機能環境要因の内容および変化度の異質性に応じて、影響を受けると考えられます。事業・機能環境要因異質性が高くなるほど、プロセス効果の通減度およびプロセス・コストの通増度が増加し、最適努力水準の低下によって、最適プロセス利益は減少すると考えられます。ただし、M&A プロセス・マネジメント力の水準が高くなるほど、より高い最適 M&A プロセス努力を行うことができることから、最適 M&A プロセス利益の減少分は通減すると考えられます。

M&A プロセス・マネジメントの基本的考え方を、説明しました。これを理解していただければ、次からの具体的内容はより深く理解していただけるかと思います。

2 M&A プロセス 2

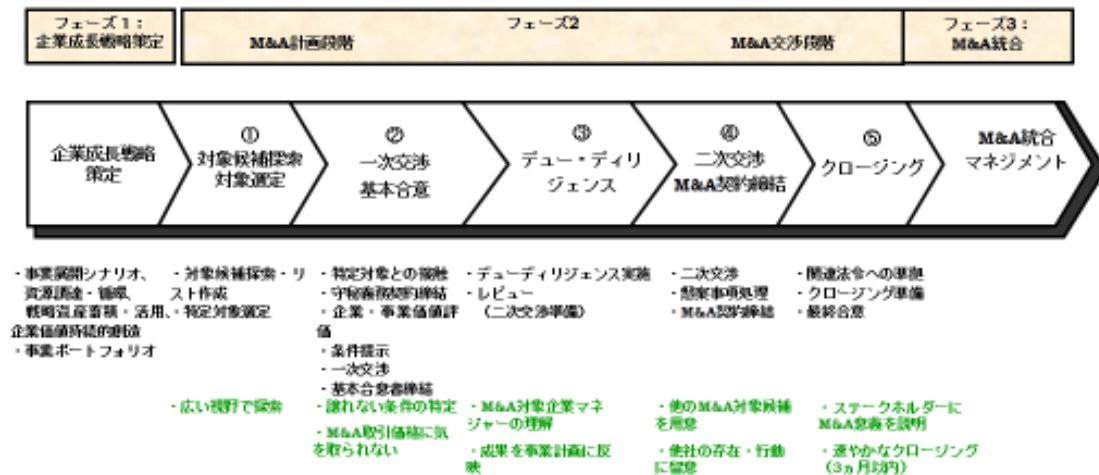
ここでは、M&A プロセスの進め方について、主要な M&A プロセス内容、M&A 対象単位候補選定基準、M&A 対象単位価値評価を順番に説明します。

2.1 M&A プロセス

M&A プロセス(M&A Process)は、M&A 目的を達成するために逐次的に取る行為あるいは努力の過程を指しています。そのプロセスは、大きく 2 つの段階に分けられます。前半の段階は、「M&A 計画段階(M&A Planning Phase)」で企業成長戦略にもとづいた M&A 対象単位候補の探索、特定対象単位の選定を行うことを指しています。後半の段階は、「M&A 交渉段階(M&A Negotiation Phase)」で M&A 特定対象単位との接触・第一次交渉、「デュー・ディリジェンス(Due Diligence) (資産査定)」、第二次交渉、契約締結・撤回の逐次的行為段階を指しています。

M&A プロセスの効率性は、M&A 事業単位あるいは M&A 企業単位が持つ M&A プロセス・マネジメント力に依存すると考えられます。すなわち、M&A プロセス・マネジメント力が高いほど、プロセス効果の通減度およびプロセス・コストの通増度が減少し、最適プロセス努力水準の上昇によって、最適 M&A プロセス利益は増加すると考えられます。

M&A プロセス



M&A プロセスの前半段階は、M&A 計画段階で企業成長戦略、すなわち事業展開シナリオ、資源調達・循環、戦略資産蓄積・活用、企業価値持続的創造にもとづいて、M&A 対象単位候補の探索と候補集合の作成、特定対象単位の選定に必要な情報を特定し、その収集・分析を行うことです。³

次に、M&A 対象単位候補の探索と候補リスト作成、特定対象単位の選定を行うことです。対象単位候補については自ら探索・発掘し、能動的 M&A を行うべきと考えられます。この段階までに M&A 対象単位候補を絞り込む条件を明確にし、特定対象単位を適切に選定できるようにします。

後半段階は、M&A 交渉段階で M&A 特定対象単位との接触・第一次交渉、デュー・ディリジェンス、第二次交渉、契約締結・撤回の逐次的行為段階を指しています。

M&A 対象単位との交渉が開始すると、まず守秘義務契約を締結し、M&A 対象単位の価値評価 (Valuation) を行い、それに基づき基本条件の提示を行います。ただしここでは譲れない条件の特定を行うことにとどめ、M&A 取引価格などに多くの関心を払う必要はありません。その後のデュー・ディリジェンスなどによって、M&A 対象単位価値評価が変わる可能性があるためです。このようにして基本条件が合意されれば、基本合意書 (LOI, Letter of Intent) が締結されます。LOI が締結されれば、デュー・ディリジェンスを実施することになります。

デュー・ディリジェンスとは、M&A 交渉を行うに際して必要な情報を収集することを指しています。⁴M&A 対象単位の事業実態を把握し、問題点を把握するために行う調査で、次のように大きく 3 つに分けることができます。(1)ビジネス・デューディリジェンス：企業・事業・機能単位組織、マーケティング・開発・生産・販売などの事業活動および財務管理などの調査、(2)フィナンシャル・デューディリジェンス：直近から過去にさかのぼった財務諸表の分析、資金繰り実態の調査、簿外資産・負債の把握など、(3)リーガル・デューディリジェンス：定款・登記事項などの法的基本事項、重要契約の内容、係争事件などの法的事項の調査などが挙げられます。

デュー・ディリジェンスにより発見された重要な検討事項は契約上の条件ないしは M&A 取引価格交渉の要因となり、M&A 目的達成の障害となり得る要因を把握することにより、その障害要因を除去ないしは軽減するための対策を考えることができます。M&A 交渉に必要な情報をこの段階で適切に収集するために、デュー・ディリジェンスは必要不可欠な手続といえます。

デュー・ディリジェンスによって交渉条件が修正されると、M&A 締結に向けて二次交渉を行うことになります。この段階でも他の M&A 対象候補を用意し、当該 M&A に関心を持つ他社の存在と行動には十分に留意しておくべきでしょう。二次交渉で条件が合意に至れば M&A 契約が締結されます。契約締結からクロージングまでは速やかに行われる必要があり、通常 3 ヶ月以内が目処とされます。速やかなクロージングのためにはステークホルダーに対し、M&A の意義を十分に説明し、理解を得ておく必要があります。

このように M&A プロセスに沿って十分に留意して努力を行っても、M&A がその目的を果たさず失敗に終わる場合がよく見られます。失敗の場合の一つとして、M&A プロセスで M&A 目的を達成するために必要な情報収集と判断にプロセス努力を十分な水準で投入できていないため、M&A プロセス利益が十分に得られないことが上げられます。これは、M&A 事業・企業単位のもつ M&A プロセス・マネジメント力に依存していると考えられます。すなわち、M&A プロセス・マネジメント力の水準が低いほど、最適プロセス努力水準の低下によって、最適 M&A プロセス利益は減少すると考えられるからです。

日本では主力取引銀行の仲介による救済型 M&A が見受けられます。つまり「あの会社の財務安全性が好ましくないので、何とか資金を注入してやれば生き残る。そのために第 3 者割当と言う形で、その会社が発行する株式を引き受けさせ、事実上その会社を買収させる」などの理由によって、取引銀行が買収先を探して M&A を要請します。これは要請された企業にとっては受動的 M&A で、M&A 企業側に適切でかつ十分な M&A プロセス・マネジメント力を必要としません。M&A 目的が企業成長戦略にもとづくわけではなく不透明となり、十分な M&A プロセス利益を得ることができない場合が見受けられます。

適切な M&A プロセス・マネジメント力があると言える能動的 M&A では、M&A 計画段階は次のように進められます。企業成長戦略によって M&A を位置づけ、それにもとづいて、M&A 対象候補を探索し、M&A ターゲット（特定対象単位）を常にリストアップしておく。そのリ

ストから絞り込んだ M&A 対象候補を分析し、それから優先度に応じた数社に絞り込んだリストをもとに特定対象候補にアプローチする手順です。ここまでは M&A プロセスの前半段階で、CEO が企業成長戦略にもとづいて日常的に行うべきことといえます。そのように行うことによって、M&A プロセス・マネジメント力は向上すると考えられます。

後ほど詳しく説明します GE キャピタルは、高い M&A プロセス・マネジメント力を備えた企業といえます。企業成長戦略の事業展開シナリオにもとづいて、企業買収・売却を重ねて、企業成長を図ります。すなわち、事業を自社で生んで育てるのではなく、他社の生んだ事業を買い取り、その後大きく育てていこうと言う成長戦略です。M&A を積極的に行って大きく企業成長していく企業の場合は、1 週間に 1 件程度の M&A 案件が全世界であるそうです。相当高頻度で企業・事業単位を買収・売却していくことによって、日常的に M&A プロセス・マネジメント力を高め M&A プロセス利益を相対的に大きくしています。

その M&A プロセス・マネジメント力を知ることに役立つ、『会社再建』と言う図書があります。⁵これは旧日本長期信用銀行が事実上破綻した際にその子会社の日本オートリースの再建を管財人として関与した弁護士の方が書いた本です。日本オートリースは GE キャピタルが事実上買収しました。この会社は M&A 対象候補リストに入っている会社であって、丁度その会社が破産し、買い頃の値段に買収価格が下がるのを待っていたと言う感じです。GE キャピタルがタイミングをうまく捉えて交渉に入っていく様子が描かれています。そこに書かれている一次交渉段階から基本合意書を締結した後、デュー・ディリジェンスを GE キャピタルが日本リース買収に際してどのように行ったかを管財人の立場で書いています。実際のプロセスでは、短期間の内に非常に集中的に行っています。GE キャピタルから、確か 50 人くらいの弁護士や公認会計士などの専門家が東京のホテルに泊り込み、集中的に帳簿等を調べ、資産内容を非常に詳しく見て、最終的な買収価格を決めたと言う話が載っています。結局、GE キャピタルが欲しかったものは日本リースが持っている顧客ベースで、これが一番の狙いだったようです。それを手に入れるために調べ上げ、隠れている負債や簿外債務が出て来る可能性がある、狙いとする事業価値を適切に買い取ったことにはならないため、相当精力的に査定しています。このようにして買収した後、被買収企業をどのように GE キャピタルに統合していくかが次の M&A 統合マネジメントの課題となります。これについては、後ほど GE キャピタルの M&A を詳しく見ていきたいと思います。

2.2 M&A 対象単位候補選定基準

M&A プロセスの前段階、M&A 計画段階では企業成長戦略にもとづいた M&A 対象単位候補の探索および特定対象単位の選定を行います。M&A 対象単位候補の選定に当たっては次のような基準が考えられます。⁶

企業成長戦略における事業展開シナリオおよび資源調達・循環にもとづいて、次のような基準を設定することができます。第 1 の基準は、自社が所有しない機能単位あるいは事業単位を自社開発でなく他社から M&A によって取得することによって、あるいは自社の所有する機能単

位あるいは事業単位を補完するそれらを他社から **M&A** によって取得することによって、より短期間で新規事業開発を進めることを狙いとするものです。いわゆる「時間を買う」と呼ばれるケースです。製薬業界でよく行われる、創薬初期段階での開発に成功した企業を買収し、それ以降の開発を自社が行うことにより、研究開発に伴うリスク削減と合わせて上市までの時間を大幅に短縮することを狙いとする場合です。日本企業の代表例として、電機製品や自動車に使われるモーターを幅広く製品ラインとして持つようになり、大きな成長を遂げた日本電産の初期の **M&A** が挙げられます。

第2の基準は、**M&A** を行うことにより、資金・人材・設備などを調達し、事業遂行に伴うリスク軽減を狙いとするものです。これは合併・買収・提携を行うケースすべてに該当します。事業環境要因に応じて、調達・循環する資源が一定以上の規模に達すると、事業リスクのヘッジをし易くなります。金融、生命保険や損害保険、総合商社などの事業には、貸し付けや固定資産・天然資源投資に伴って必ずリスク(**Downside Risk**)が発生します。それらのリスクを回避するために、必要な資源を一定規模まで確保し、リスク・ヘッジを行うことによってリスク軽減を図る必要があります。大手都市銀行間の合併の狙いの一つとして、貸し倒れリスク・ヘッジによるリスク軽減が挙げられます。

第3の基準は、**M&A** を行うことにより、資金・人材・設備などを調達し、機能単位あるいは事業単位の「規模の経済性(**Economy of Scale**)」獲得を狙いとするものです。これは特定の機能単位あるいは事業単位を **M&A** 統合によって規模拡大し、それによって **M&A** 対象単位活動のコストを大幅に下げることが期待できる場合です。この **M&A** を「水平統合(**Horizontal Integration**)」とも呼びますが、同一事業で規模拡大をして事業活動コストを大幅に下げることが狙いとするものです。自動車業界なら、グローバル市場での地域市場で主力市場が異なる場合、**M&A** によって2つの主力地域市場を足し合わせて、開発・設計、材料・部品・装置を共用することによってそれらのコストを下げることです。ダイムラー・クライスラーの **M&A** のケースでは、全世界でハイ・エンドの車を製造・販売しているダイムラーと、米国市場で大衆車を製造・販売しているクライスラーを組み合わせ、それによって開発・設計・調達・生産における規模の経済性を得ることが狙いの一つと考えられます。材料・部品・装置やプラットフォームの共有によるコスト削減です。材料や部品の購買を集中すれば、規模の経済性が得られ部材コストが削減できるという考え方があります。⁷

第4の基準は、**M&A** によって、競争企業や競争基盤に影響を与え、競争のやり方を自社に有利に変えることを狙いとするものです。これは上の3つの狙いのいずれかに加えて、競争を意識して **M&A** を行う場合です。これはグローバル市場で競争しているような企業のケースに該当します。自動車業界はそれの典型例ではないかと考えられますし、製薬業界もそうです。グローバル競争のやり方を、**M&A** によって変えていくことが狙いです。特定業界に属する企業間で、個々に独立している場合より、統合によって規模を拡大し、競争優位が確立できるようにする競争戦略での共通の仮定ができると、他の競合企業を触発し、**M&A** による合従連衡が一層展開することがあります。例えば、世界の自動車業界は限定された数の企業間の合従連衡ができあがっています。これは北米・欧州・東アジアの3地域のどれかを主力市場とする企業

間での M&A や提携が進められ、グローバル競争のあり方が 6 大グループを中心に展開する形に変わっていくことです。製薬業界の場合でも、大手企業間の統合によるメガ・マージャーと呼ばれるものが進んでいます。利益が高い薬品の開発をより有利に進めるために、1 つは研究開発リスクを軽減する狙いと、他社の持っている収益性の高い薬品を自社の製品ラインに取り込んで中・長期収益を確保し研究開発投資の資源を確保することです。競争相手になる企業や競争基盤自体を変えて、自社に有利に競争を展開させることが狙いです。製薬業界のグローバル競争の中で、日本の製薬会社も競争を自社に有利に展開するためにどのように M&A を活用するかが課題です。

M & A 対象候補選定基準

1 事業展開シナリオ

2 資源調達・循環

(1) 新規事業開発投資の節約（時間を買う）

(2) M&Aによる事業リスクの軽減

(3) M&Aによる規模の経済性の獲得

(4) 競争企業や競争基盤に影響を与えることにより、競争優位の確立

3 戦略資産蓄積・活用

(5) 製品ライン、機能・事業単位の統合によるバリュー・シナジー効果（顧客価値相乗効果）

(6) M&Aによるコスト・シナジー効果（範囲の経済性）

(7) M&Aによる戦略資産獲得

次のように、企業成長戦略における戦略資産蓄積・活用にもとづいて基準を設定することができます。第 5 の基準は、独立した他社の製品ライン、機能単位および事業単位を M&A 統合することによって、それらに存在する戦略資産を自社に取り込み、統合前以上の顧客価値を創造するバリュー・シナジー効果、顧客価値相乗効果が実現することを狙いとするものです。アップル、マイクロソフト、オラクル、グーグル、フェイスブックなどの米国 IT 関連企業の M&A の狙いの多くがこれに属すると考えて良いと思います。

第 6 の基準は、コスト・シナジー効果、範囲の経済性を実現することを狙いとするものです。機能単位、事業単位あるいは企業単位を M&A 統合によって、固定費として経費を発生させる人材・資産・設備などを共有することによって、固定費を削減しコストを下げることを狙いとするものです。固定費となる研究開発、製品開発・設計に関わるコストが、次のようにして下げられる場合です。統合によって他の製品ラインや他の事業単位で用いる技術や開発・設計・評価など活動にもちいる資産・資源を共有することです。自社の川上や川下に位置する機能単

位・事業単位・企業単位を対象に「垂直統合(Vertical Integration)」を行う場合や、自社が所有しない機能単位あるいは事業単位を M&A によってそれらを自社の機能活動あるいは事業活動に転用や共用することによりコストを大幅に下げることができる場合です。

第7の基準は、戦略資産と成りうるものを獲得し、移転・活用・強化することを狙いとすることです。外部から M&A によって自社に取り込み、それを既存の戦略資産と組み合わせて融合、組み替えを行うことです。先端技術の研究開発を行うベンチャーを買収して、自社の中核技術と組み合わせて技術・製品開発をおこなう場合もこれに属します。この場合は、M&A 対象先での戦略資産型人材の確保が重要事項と考えられます。⁸

製薬業界のグローバル競争の中で、藤沢薬品や田辺製薬などは、競争を自社に有利に展開するためにどのように M&A を活用しているかが大変興味深いのですが、製薬業界の方で何かコメントはありませんか。

(N 氏のコメント) — 外資系は殆ど合併を進めています。上手くいっているところもあれば、そうでないところもある。国内では、合併によるお互いのメリットはあまりないのではないかとされています。提携と言う形で、どんどん複雑に自分の強みの方を出来るだけ発揮するために進んでいるのではないのでしょうか。自動車業界のように、海外の製薬メーカーではお互いの強い面を発揮するために提携していったらどうかと言う動きもあります。

(SA 氏のコメント) — この病院にはこのような特徴の遺伝子を持った患者がいっぱいいる、そこにはマーケットがこれだけあるから、すごく有効なものを生む無形の資産として A 会社も B 会社もその遺伝子のマーケットが欲しい。思うに外国のメーカーは M&A をやることによって、それを乗っ取ろうと言うことなのです。多分その研究施設や工場は要らなくて、無形の特許や遺伝子資産が欲しいがために M&A をしている気がします。逆に日本の製薬企業は医療機関を買えませんが、極端に考えると、日本の製薬メーカーは外国の医療機関を買収することが可能であれば、そういったマーケットを作り出すような M&A もあって良いような気がします。

(SO 氏のコメント) — 私は以前このような仕事をやっていました。製薬会社はどちらかと言うと会社ごとの合併よりも、製品の提携を結んでいるケースが多いです。イギリス、スイス、ドイツの親会社とお付き合いをさせてもらっていたのですが、やはり文化が全然違う中で、田辺製薬の良いところを相手に理解してもらい、かつその相手の良いところを理解することが非常に難しかったです。プロダクト・ベースと言う話になったのですが、結局それぞれの会社ごとに得意とする領域や特性があって、田辺製薬の場合は営業力が強く、特に循環器系、心臓の薬が非常に強い。例えばそのような製品を、もし田辺製薬が強化したいと言うことであれば、それを持ってくる代わりに田辺製薬は何か相手の会社に出せるものがあるかを求められているケースが多い。お互いが合意するために、自分の会社の研究開発部門も高めていかないと生き残っていけないのではないかと思います。

(Y 氏のコメント) — 藤沢薬品です。話が重複している部分もありますが、2 つあると思います。1 つは医薬品の開発と言うものは多大な資金がかかります。それを開発して売ると言う時に日本国内だけでは回収しきれない。やはり海外でも売って、回収して利益を上げていく。そ

の時に海外での拠点を確保する為に、海外の企業買収をする。アメリカならアメリカの企業を買収して、アメリカでの事業展開をする。もう1つは、先程お話にありましたように、新しい技術です。今までは製薬企業同士の提携や買収の話だったのですが、今では全く新しい技術を持った全く違う分野に資本参加、あるいは提携をしていくこともあります。

製薬業界での M&A がおこなわれる狙いについて、4 名の方が話しされましたが、基本的に上に挙げた 7 つの選定基準に相当するものが挙げられたのではないかと思います。

(N 氏の質問) — 製薬業界では、よく大きいもの同士が M&A をやりあったりするのですが、大が小を食べる場合と、小が大を食べる場合、色々あると思いますが、業界ごとの特徴のようなものが M&A にあるのでしょうか。

(小島の回答) — 世界的に見たら製薬業界は M&A が非常に多いですね。M&A の手段が多様です。機能重視したバーチャルな開発を提携によって行うなど、一番バラエティに富んでいるのは製薬業界ではないでしょうか。鉄、紙・パルプや化学の素材関連業界はどちらかと言うと、規模の経済性を求めてコスト競争力アップを目的とする M&A です。例えば、3 位の会社と 5 位の会社と一緒にするケースがあります。パルプ業界でもありましたし、素材関連では規模の経済性を求める M&A が多くみられます。

2.3 M&A 対象単位価値評価

M&A プロセスの後半段階、M&A 交渉段階で M&A 特定対象単位との接触後交渉が開始すると、対象単位価値評価(Valuation)を行い、それに基づき基本条件の提示を行います。M&A 対象単位の価値評価に際して、対象単位価値を正確に把握するには、次のような価値評価内容を理解しておく必要があります。⁹

- (1) 固有価値(Intrinsic Value)：対象単位の将来にわたる予測フリー・キャッシュフローの割引現在価値で M&A とは独立の対象単位固有価値
- (2) 市場価値(Market Value)：M&A の可能性にもとづいて、それにより生まれる価値増加分を見込んだ株式市場の価値評価
- (3) 取引締結価値(Purchase Value)：双方が取引締結に合意した際の価値評価
- (4) M&A 価値創造価値(Synergy Value)：M&A によって実現する価値増加分を算入した価値
- (5) 価値差額(Value Gap)：固有価値と取引締結価値の差額。

M&A の多くは、M&A 企業の企業価値向上に十分寄与していない場合がよく見られます。M&A 対象単位に対し過大評価し、価値差額を大きくする傾向があります。M&A によって事業価値増加分あるいは企業価値増加分を最大化するには、M&A プロセス・マネジメントを適切に行うことによって、M&A 対象単位に対する経営者の様々な思い入れを抑制し、的確な分析にもとづく価値評価によって、適正取引価格を設定できる仕組みを備えることが必要です。企業買収合戦においては、競合企業に打ち勝って落札しようとした結果、M&A 価値創造価値を上回る高い買収価格(取引締結価値)となるがよく見られます。適正取引価格というのは M&A

企業によって異なりますが、M&Aによって企業価値創造を実現するにはM&A企業が提示できる取引価格をM&A価値創造価値として正確に把握し、上限価格となる留保取引価格を適切に設定する仕組みを確立することが重要です。M&Aによる事業価値増加分あるいは企業価値増加分の最大化を検討した結果、取引価格が割高であると判明したにもかかわらず、戦略的な視点から撤回が不可であるという理由で過大評価した価格が提示されることが往々にしてあります。その際は、経営者の思い入れや競合に勝たなくてはといった情緒的部分を取り除き、企業価値創造という視点から逸脱しない確固たる取り組みが必要です。これらもM&Aプロセス・マネジメント力とその向上に相当します。

M&Aプロセスで用いられる価値評価の代表的な方法として、(1)純資産法、(2)フリー・キャッシュフロー(FCF)価値法、(3)類似企業比較法があります。これらはM&A取引価格設定に際して用いる評価法を示しています。株式交換をする場合は、交換比率をどれぐらいに設定すべきかを計算する際に用います。貸借対照表をもとに資産と負債の価値評価をするのが、純資産法です。FCF価値法は、企業価値・事業価値計算の方法と同じです。類似企業比較法は、被買収企業が非上場の場合、業種などで類似性の高い企業を純資産法やFCF価値法を用いて企業価値・事業価値を評価し、それを充用する方法です。

FCF評価法は企業のフリー・キャッシュフローを将来にわたって予測してそれをもとにして割引現在価値を計算しそれを企業価値・事業価値として評価する方法です。この評価法はM&Aプロセスで行いますので、M&A対象単位の戦略資産型人材を継続して活用することを前提にしています。このような価値評価の基礎となるのは、M&A後将来の売上高を予測する際に現在の人材の働きが継続すると言う仮定です。このような価値評価の数字に表れるようにM&A後の企業が、想定したように事業価値・企業価値増加分を創造するかどうかは、人材をどれだけ適切に活用するかどうかにかかっているといえます。

価値評価計算はMBAを持つファイナンスを勉強した人であれば出来るわけです。価値評価する際に、将来のM&A価値創造について事業単位が有効に価値創造する仕組みをM&A統合マネジメントで的確に実現できるかどうかの見極めが要ります。M&A企業がM&A統合を適切に出来るマネジメントの仕組みを持っていることが成否の鍵です。M&A統合マネジメントによって戦略資産をどの程度有効に取り込むことができるか。それができて、どれだけのM&A価値創造価値としての数字が算出できるかを十分に考慮すべきだと思います。つまりM&A価値評価は戦略資産型人材を考慮しなければそれほど難しいとは思えませんが、人材の統合によるM&A価値創造を明示的に把握することは容易ではありません。

(L氏の質問) — 先程、無形資産の取り扱いが色々難しいのではないかと言う話をされました。今はどのような仕掛けでやるのかと言う話をして、リスクとコントロールの話が出てきたのですが、失敗しないようにするには、まずリスクの少ない提携などからやっていって色々調べていき、段々合併・買収をする方が良いような気がするのです。もちろんそれはスピードとの関係になるのですが。成功例を見ていくと、プロセスとして特徴は出てくるのでしょ

うか。何となく提携の比率が上がっていくとか、業界の中で仲良くしていたのが上手くいくとか言ったことはあるのでしょうか。

(小島の回答) — 提携を上手くやるのは非常に難しい点があります。提携関係を統治する当事者が明確に決めていない提携があったとしますと、船頭が複数いるために、協力して1つの事業をやる場合、どの方向にいくべきかを決める際に決定権限が定まらないために、その事業の内部調整に非常に時間とコストを要する場合があります。例えば、NECと日立の半導体DRAMのジョイント・ベンチャー事業(エルピーダメモリー)がありますが、社内調整が非常に難しい。ジョイント・ベンチャーをやっている当事者とその背後にいる親会社の3者でやるわけです。通常1つの会社で物事を決裁していく形にはない複雑な関係が出て参ります。そのような場合、3者によって調整し、お互いにリスクをパートナーとして分担しあっていたら時間がかかりすぎると考えれば、どちらかが過半数を超える株式を取得して、100%コントロール出来るようにして、明確な意志のもとに経営を行うことが必要です。

(M氏の質問) — お話を聞いていますと、M&Aと言うものは基本的にコーポレートの話なのかと思うのですが、事業部がそのようなものを考えて決めるということはあると思いますか。

(小島の回答) — もちろんあり得ます。M&Aは、事業部やカンパニーで事業を直接統括している責任者自身がどのような資源がその事業の成長に必要なかという判断に基づいています。それを全社視点では、自社事業部・カンパニーに対して他社のある事業単位を統合すれば、企業価値創造の向上につながるかという判断が必要になります。2つの視点での判断が必要です。

(Y氏の質問) — M&Aの分類では、企業合併に比べて株式取得の方が統治の度合いが弱い、企業合併の方が強いと言うことですが。株式取得と言う例えば市場買い集めや公開買付をすると、一夜にして筆頭株主になる可能性があると思うのです。逆に対等合併の場合は買収先の株主がそのまま存在するわけで、株式取得の方が統治の強さが何かあるような気がするのですが・・・それはやはり合併が、たとえ対等合併であっても統治が強いと言うことですか。

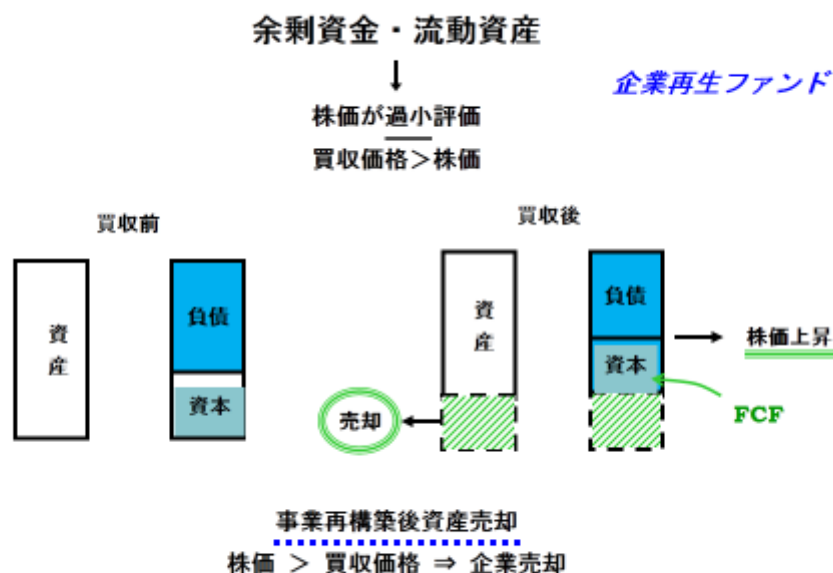
(小島の回答) — 合併を行って引き継いでやる場合に、提携をやる場合と同じような統治権限の所在について問題が起こる可能性があります。都市銀行の大型合併のケースでもそうだと思いますが、どちらが実質的に統治権限を持っているのかに関して不明瞭な場合があります。対等合併がそれに該当します。吸収合併と言う形で、特に日本で行われるような救済型吸収合併ですと、明らかに吸収された企業が統治されることになります。

3 裁定型 M&A

3.1 利ざや取り目的 M&A¹⁰

実際に行われている多くの M&A には、これまで議論した企業価値創造を目的とした M&A とは独立に企業を買収して非上場化し、その後企業再生によって企業価値を高めて他企業に売却あるいは、再上場によって株式売却し利ざやを稼ぐ裁定型 M&A(Arbitraged M&A)もあります。これは「再生ファンド(Private Equity Funds)と呼ばれる企業が利ざや取りによる利益獲得を M&A の目的とするやり方です。また、LBO(Leveraged Buy-Out)の専門会社があります。買収資金を借入れによって調達し、買収後企業の事業再構築によって資金返済に充て、その後企

業価値を高めて売却し利益を得ること(Exit)が目的です。いずれも企業再生を手段として、買収前後で利ざやを取ることを目的とした裁定型 M&A です。



例えば、余剰な現金等を持っていて、それを十分に使い切れてないような企業があったとします。それを買収し事業ポートフォリオ組み換えを行って企業価値を高めて、資本市場へ出して企業株式を売却するわけです。「企業支配権市場(Market for Corporate Control)」としての資本市場のメカニズムを用いて、企業価値を高めることができるという見通しの下に買収するわけです。企業価値創造の視点から我々が議論している企業成長戦略とは、明確に異なる目的で M&A を行うことがあります。資本市場での資本の効率的活用を、買収対象先の経営者では出来ないと言う判断のもとに行うわけです。我々が議論している企業価値創造経営の視点での M&A では、企業支配権市場で支配権を取引して、そこから利ざやを取ることによって富を稼ぐと言うことは考えていないわけです。企業支配権市場の活用を考える場合、流動・固定資産を有効に再生・活用することは考えられますが、そのような考え方は、我々の企業戦略では例外事項として扱っています。

3.2 裁定型 M&A 対象企業

企業価値創造の経営努力が不十分と評価された企業は、株式市場公開で相当規模の株式を買い付けられる可能性があります。買い付け対象企業選定基準の一つに、M&A 投資回収比率と言うものがあります。M&A を行おうとする場合の目安として、対象企業を買収した場合、それに要した実質投資額を何年で回収できるかを示す指標です。シナジー効果などを考慮せず、対象企業の経営を現状のまま継続すると仮定し、企業価値はその前の状態と変わらないという前提で計算するわけです。そうするとフリー・キャッシュフローが継続的に確保出来ることになります。買収価格は大体時価総額の過半数を抑えれば良いわけで、買収後その企業の持ってい

る現・預金および有価証券を借り入れによる買収資金の返済に充当することを考えています。手元流動性に相当する現・預金や有価証券およびその後の所有株式に対する配当を差し引くと、残った金額が正味買収投資額です。それを何年間分のフリー・キャッシュフローで元が取れるようにできるかという1つの目安です。

M&A投資回収比率

$$\text{M\&A投資回収比率（年）} = \frac{\text{正味買収投資額}}{\text{年間フリー・キャッシュフロー}}$$

（買収に要した投資を何年で回収できるか）

$$\begin{aligned} & \text{買収価格} & \text{返済充当} & \text{借り入れ買収} \\ & \text{買収価格} & \text{返済充当} & \text{Leveraged} \\ & \text{買収価格} & \text{返済充当} & \text{(投資ファンド)} \\ \cdot \text{正味買収投資額} & = \text{時価総額} \times 0.5 - \text{手元流動性} \\ \cdot \text{時価総額} & = \text{発行済株式数} \times \text{株価} & \text{現金} \rightarrow \text{配当} \rightarrow \text{買収資金の返済} \\ \cdot \text{手元流動性} & = \text{現金} + \text{有価証券} \\ \cdot \text{フリーキャッシュフロー} & = \text{営業キャッシュフロー} - \text{既存事業維持投資} \\ & \text{キャッシュフロー} \end{aligned}$$

日本経済新聞の2000年2月3日の記事では、東京スタイルをトップに、長府製作所、丸一鋼管、日新製薬、日本石油、西松建設、ユアテック、住友林業などが挙げられています。それら企業をM&A対象にすると、M&A投資回収比率はマイナスになっています。すなわち、正味買収投資額を基準にM&Aを行っても、容易に元が取れることになります。それくらい余剰といえる現・預金および有価証券を持つ企業と言うことになります。東京スタイルの場合は、マイナス16年ですから非常に厚い現・預金等を持っていることになります。買収すれば、フリー・キャッシュフロー16年分が一気に手に入るわけです。¹¹

裁定型M&Aを行う買収ファンドが狙うのはこのような企業です。このような企業が持っている手元流動性、現・預金および有価証券を狙って株式を買い付けて、利ざやを取って売却する。(1)低い時価総額、(2)低株価、(3)豊富な手元流動性、(4)浮動株比率が3分の1程度の特徴を持つ上場企業が裁定型M&A対象になる可能性が高いと言えます。このような企業はフリー・キャッシュフローを企業価値創造に有効に活用していないことを意味します。企業価値成長期待の指標となる株価は株主にとっては報われないくらい低い水準に留まっている。要するにフリー・キャッシュフローを、企業価値を高めるように有効に活用すれば、株価は上昇するはずで、さらにこのように使えばフリー・キャッシュフローによって増減する現預金残高も財務安全性を確保できる水準まで低下するはずで

株式持ち合い制は企業経営者自体を守る防御壁にも成る可能性があります。フリー・キャッシュフローが企業価値を高めるような使い方にならずに、現預金残高は増えても株価は低水準のまま放置される。このような企業は余剰資金としての手元流動性の活用が不十分なために、株式市場では過小評価されているわけです。このような企業を買収する際に、ある程度のプレミアムを払ったとしても、現預金が十分ありますし、事業再構築を行い、株式を売却すると十分な利ざやを稼ぐことができることになります。

東京スタイルのような買収ファンドにとっておいしい企業は、16年分のフリー・キャッシュフローを全部持っているわけですから、企業支配権を獲得して既存事業を撤退しても良いわけです。新たに成長事業の方に、フリー・キャッシュフローを回すと言うような使い方しても良いわけです。資本市場から見ると、この企業自体が企業価値を有効かつ効率的に生み出しているのか、極めて疑問です。東京スタイルは百貨店等で販売されている婦人礼服などが確か強いと思うのですが。それ以外の商品あるいは事業で今以上の企業価値を生み出す方法が見つからないため、現金だけが貯まっていくことになっています。

リストに上がったトップ10の会社経営者は、アメリカのコーポレート・ガバナンスや機関投資家の観点から見ると全員失格で、株主の期待を裏切った経営者といえます。日本企業間の持ち合い制では株の買い占めは難しいでしょうが、これらの会社でも、いつTOBをかけられて、現在の経営者がばたばたと慌てる事が起こる可能性がないとはいえません。

このリストの下の部分に星さんの会社の三菱重工が挙がっています。この会社も今の計算でM&A投資回収比率は3.2くらいですので、時価と手元流動性を考えれば3年間分くらいのフリー・キャッシュフローで買収の正味額の元が取れる。住友電工も33番目に挙がっていますが、これは4年で元が取れる。TOBで企業乗っ取りをして経営者が交代した方が、平田さんや栗津さんの仕事が、企業価値をもっと高めるのに役に立つかもしれません。何万人かの人が働いている会社の支配権を、大体4年で元を取る計算で買い取ることになります。

ここに挙がっている企業、特に東芝、富士写真フイルム、三共製薬、凸版印刷など大企業があるわけですが、いずれにしても各社何らかの形で金融機関やグループ企業で株式持ち合いをして買収防衛をしています。ただその防壁自体がだんだんと潰れつつありますので、全体的に3割まで浮動株があるわけですが、5割を超えてしまうとTOB、あるいは敵対的買収が起こりやすくなります。そのような場合には、1年くらいで元を取れるのであれば、銀行から資金を借り入れるか買収ファンドを設立して出資を募れば十分に実行できるわけです。買収後非上場にして事業ポートフォリオ組み換えを行って、フリー・キャッシュフローをある程度確保できる状態にしてから売却する目的で行う。資本市場の規律を常に意識して、その期待を満たすように企業経営を行わないと、株主・投資家の期待を裏切り続けるとそれに対する反逆が起こり易くなります。

(L氏の質問) — なぜこれほど高い手元流動性が必要なのでしょう。

(小島の回答) — なぜこれほど持っているのかと言うことですよね。これはよく考えていないといけません。少なくとも、将来の事業の成長投資に使うために持っていることが資本市場で判断されておれば、株価は上がるはずなのです。ところが持っているけれども使い道が必ずしも明確でない、あるいは株主や投資家にとって妥当な使い方でないと言うことであれば株価が下がるわけです。株価が下がりますと、買収価格は下がっていく。余剰な手元流動性を持っている東京スタイルのケースでも、社長自身が「1,280 億円の使い道は特に考えていない」と言う発言をしたら、投資家からすれば社長は何をしているのかと言うわけです。銀行へ預けても 1 年間に 0.03%しか利子が付かない。税金を払ったら、低い利回りでしか運用出来ないわけです。それに比べてこの会社の資本コストはもっと高いはずですので、それ以上の運用をしなければならない。そのような時に何をしたら良いかよく考えなさいということです。現預金に十分余裕があると言うことは安全性を考える際には良いわけですが、このような会社を経営分析しても、必要以上に当座比率が高いはずです。一定以上の現金を持つ必要はないのです。

ここに挙げられた企業の経営者は、何時 TOB が起こるか真剣に考えた方が良いと思います。例えばサーベイランスやリップルウッドと呼ばれるようなアメリカの投資ファンドもチャンスがあれば、おいしい会社として狙っているかも知れません。ある程度安い価格で買って、非上場後再生して、再上場あるいは他企業への譲渡を通して売却益を得るといった裁定型 M&A の対象になっているわけです。また日本企業自体もそのような投資ファンドに出資していることは十分認識されているのではないかと思います。

企業経営者は企業価値創造を明確に定めて、それを企業成長戦略で具体的に裏付けることが必要です。「隙があると、隙を突かれる」。投資ファンドや投資銀行の仕事のキモは、実はそのような買収・再生によって利ざやが得られる隙—「裁定機会(Arbitrage Opportunity)」—を機敏に見つけ出すことです。早く隙を見つけて、TOB や敵対的買収を行って、利ざやを稼ぐことです。大体 10 年に 1 回くらいビッグディールをやれば、十分食っていけるそうです。相当額のコミッションを取るそうですので、10 年間おいしいフィールドを探して、それだけでやっていけるそうです。だから有能な人ですと、1 人でやれる。後は弁護士と公認会計士を自分の人脈に持ち、個人的に動かしてやる。固定的な設備投資もいりませんので、まさにヒューマンキャピタルだけでお金を稼げることになります。最近の日本の投資銀行や野村証券と言ったような証券会社は、株式・債券売買取引手数料から投資銀行業務での手数料収入を強化しています。そのようなビジネスチャンスが十分にあると感じます。

(I 氏の質問) — 33%と 50%とはどう違うのですか。

(小島の回答) — 株主総会の際に、特別決議は大株主が過半数を持っているとすることができます。例えば取締役選任と言った場合です。3 分の 1 を持っていますと、拒否権を発動してそれを認めないことが出来るのです。それが 1 つのキャスティング・ボードになっていて、例えば銀行から送られてきた人を取締役に選任したいと言う場合でも「否決」と言って、銀行の支配を回避することが出来るわけです。それが 3 分の 1 です。だから実質的に完全に支配しよ

うと思えば 51%以上です。ここが違います。その基準として 33%と言ったわけです。支配権を取る第 1 ステップと言うことです。

(M 氏のコメント) — 今は持ち合いの話だったので、ウチの会社の状況だけ報告しておきます。日本生命でもやはり株の持ち合いを下げようと言う動きで、特に会社の方の格付け等を社内でさせていただいて、大分株式は圧縮しているのです。筆頭株主の会社さんにはあまり手を付けずに、むしろ少し保有が少ないところに対して、もう少し売却しようという方向性は打ち出しています。ただそこに 1 つだけ問題がありまして、営業との兼ね合いです。その株を持つ会社自体が保険の営業でお客さんだった場合、営業からかなりストップがかかってくるので、そのへんの調整を今、しています。

(小島の回答) — 私から言いますと、生保の運用が悪くなっているのは適切かつ厳格な運用が出来ていないからです。どちらかと言うと営業本位で、三菱重工の社員は、生命保険は全部明治生命に加入していただく、終身団体積み立て保険も全部いただくと言う営業戦略で、その変わりに株式を持たせていただく、と言うことで実質的に双方の会社自体が企業価値をいかに高めるかを共に二の次にしている。日本生命が株を放出しだすと、他の法人の株の放出も出て参ります。今後、日本の株式市場の平均株価は 1 万円を割ると私は考えていますので、さらに株価を下げる方向になります。いかに持合株が多いかを調べて見たるといささか驚きます。日本生命は今持っている株を放出したら、物凄い株の供給が起こるわけです。株式放出を少しずつやっている限り目に付きませんが、PKO(Price Keeping Operation)と呼ばれているようなことを今は何も言わなくなりましたが、浮動株が増えていくと株主価値と言う視点で株価が評価されていくので、そのテストに耐えられないと経営者に対する敵対的買収や TOB が起こると考えてよいと思います。それ自体は株主価値からいくと、別に何も損失は起こらないわけです。今の経営者が株主にたいする利益を十分に増大させなかったと言う正当な理由で、失墜させられることが起こりえます。

4 市場公開買い付け(TOB: Tender Offer Bid)

4.1 ベーリンガー社のエスエス製薬への TOB

これは 2000 年 1 月頃に日本で起こったわけですが、エスエス製薬の大株主であったドイツのベーリンガー社が TOB(Tender Offer Bid)、すなわち株式公開買い付けを行ったケースです。¹²これは事実上、実質的支配が出来る 3 割以上の株が取得できたわけですが、エスエス製薬にしますと全く寝耳に水で、根回しもなく、いきなり週末に連絡があつて月曜日に報道発表されるというケースが起こりました。要するに TOB される側が全くそのつもりがなかったのに、実はしようとする側は周到に準備していたわけです。ベーリンガー社にとってはエスエス製薬が持っている販売網を統合することによって活用し、大衆薬分野での事業を日本市場でさらに伸ばしていくために行ったわけです。TOB を行うと言うことは、現在の時価が 500 円とすると、その 6 割程度の 300 円くらいのプレミアムを上乗せして 800 円で、株式市場で買い付けることです。市場で TOB 対象会社の株主に対してこの値段で買いたいと公募して、その既存株主がこの値段でオファーを出すところへ株式を売ると言う形になります。

ベーリンガー社のように既存大株主であっても、株式保有目的が事業目的に沿わなければ、非友好的な形で株式の買増や逆に売却がされることがあります。エスエス製薬は、ベーリンガーを非常に友好的な大株主だと思い込んで、まさかこんな事は起こりえないと経営者も思っていたわけです。ベーリンガーの親会社自体は、日本市場の拡大あるいはエスエス製薬が持っている販売網を実質的に支配したいと言う意図があったわけです。過半数まで得られなかったわけですが。法人の持ち株比率が高く、ある程度安定株主化していましたので、それらの所有株が十分に放出されなかった結果です。¹³

金融機関の持合株の放出が進み、浮動株が増えてきますと、TOB を仕掛けると過半数を占める大株主となることが容易になります。敵対的買収も 1 つのケースで起こったわけですが、市場自体がそれを受け入れる土壌が出来ていないわけですから、既存株主が株を放出することはなかなか起こらないのです。TOB の場合だと、公開で買い付けして、なおかつ買い付け価格を現状の株価の 5 割・6 割アップで出した場合、その会社の今後の株価上昇を考慮すれば、既存の株主自身が事実上放出すると言うことが起こり得るわけです。特に最近のケースですと、外国の機関投資家が筆頭株主になっている会社が非常に増えて参りました。そう言うところに対しては、持ち合いでもって安定株主工作をすると言う事が出来ないわけですので、TOB の対象になりやすい。

だからそれを防止するにはどうしたら良いか。その為は何をしなければならないかは、要するに TOB を起こすチャンスを与えないように企業価値を上げなくてはいけないと言うことです。その点を履き違えられて、某大手会社の財務担当常務の談話ですと、さらに安定株主工作をしたりして、従来と違う形で取引先に対して持ち合い強化を求めていると言った記事が載っていました。それでは企業価値創造という点からは意味がないわけです。現状の株価プラス買収プレミアムを払って、その会社を買収した後にそれ以上に高い企業価値を生み出せるようにすることが、そもそもの TOB の目的となっているわけです。その期待株主価値の上昇をさせないと言うことであれば、当然現状の市場で株価自体が非常に高く評価されていることになります。それは今の会社の経営の在り方や経営戦略自体が市場で高く評価されていることに起因するわけです。そのような状態にするには、今の会社の経営はどうあるべきかと言うところに戻って考えなくてははいけません。

(N 氏の質問) — 先程のエスエス製薬で、TOB をかけられて、例えば安定株主が放出しなかったから結局 35% を割ったと言うことですよ。そういったケースでこれだけ報道がされて、安定株主として銀行等が持っている。その銀行の株主が何故、何十億といった利益が出せる機会を逃したりするのか。今株式市場がこういった状況ですから、東京スタイル自体の株も下がっていると思います。株価が下がっているのに、この手元流動性を使って自社株を消却して株価を上げないことに関して、株主が株主代表訴訟を起こすと言ったようなことはまだまだ進んでいかないのでしょうか。可能性としては十分にあると思ったのですが。

(小島の回答) — そうです。エスエス製薬に対する TOB は 2000 年の 1 月頃でしたので、これが例えば 1 年ずれたとすれば、金融機関の放出はもっと増えたと思います。現在は金融機関自体の株式所有を制限するように変わってきて、それから持ち合いの受け皿を作るようになって

ています。金融機関自体がこのような事業会社自体の株を持つと言う意味がなくなってきましたから、チャンスであれば一挙に出したと思います。これが今の時点であれば必要な株が取得出来たかも知れません。だからある程度エスエス製薬と金融機関との関係、それから他の事業会社との関係で、今のベーリンガーの経営に乗っ取られることを危惧して、おそらく経営者の方が走り回ったのだと思います。それ自体がどちらの会社にとっても合理的な理由にならないければ、株主が訴訟を起こして経営者の行為が株主利益に反していると言う形で、訴訟可能です。そうなっていくとは思いますが。

(N氏の質問) — 同族企業であればTOBをされにくいと言ったことはないのでしょうか。

(小島の回答) — 公開している同族会社が対象でしょうか。どの程度まで持っているか、要するに浮動株主次第です。同族の方が株式過半数を抑えていて経営陣として頑張っていれば、TOBは起こりえないでしょう。ただ、同族の保有比率が3分の1くらいで、後の3分の2は法人や個人が持っているということであれば起こり得ます。株式の所有比率次第だと思います。何か思い当たる会社があるのですか。

(N氏の質問) — エスエス製薬さんは同族でしょうが、ランキングの35社が少なかったものだから、そのようなものがあるのかと思ったのですが。

(小島の回答) — 同族企業と言う場合、株式所有比率が同族で過半数を占めていて、これが固定化している会社だと良いのですが。ここに挙がっている会社はそのような会社ではないのです。一部は創業者自身の所有比率が高いようなところもありますが。例えば青山商事の青山五郎さんは今も健在ですし、長府製作所も確か創業経営者がいらっしゃる会社です。マキタもそうです。幾つかありますが、このような会社すら3分の1は浮動株になっているわけです。例えば金融機関が持っているとか、生保が持っているとか、機関投資家が持っていたりすると、今の持ち合い制度が崩れている傾向の中では、それが浮動株に変わってしまうということですから、例えば、持ち合い株を手放すことによって、33%から20%くらい増えてしまうと、実質的に50%を超えるわけです。そうすると創業者の人が2割3割持っていたとしても、会社の支配権が変わってしまう可能性があります。そのような場合でも、経営者は100%自分が支配しているような錯覚をしてしまうのですが、実はその隙を突かれると言うことがあります。

4.2 敵対的買収 (Hostile Takeover)

既存経営者に変わり、より有効かつ効率的に企業価値を高めることを目的とすると、企業支配権を移し変えることを資本市場に公開で提案する方法が考えられます。これが「企業乗っ取り (Corporate Takeover)」あるいは「敵対的買収 (Hostile Takeover or Hostile Tender Offer)」と呼ばれるものです。

対象企業経営陣の同意と意思に反して買収企業が市場で経営支配権を得るに足る株式を買い集めれば、買収企業は事実上、現経営陣を排除することが可能になります。1980年代にアメリカで横行した「企業乗っ取り (Corporate Rader)」はこの手法により行われました。一般に、市場における株式価格が純資産価格を下回る場合には敵対的買収対象になりやすくなります。買収後資産を売却することによって株式買収に使用した資金を回収し、なお手元に資金が残る

ことになるからです。これにより、1980年代のアメリカでは「LBO(leveraged Buy-out)」と呼ばれる手法で、対象企業の資産を担保に買収資金を調達し、経営権の取得後に資産を売却して借入を返済すると同時に利ざやを稼ぐという事例が多く見られました。このような買収をする企業は「コーポレート・リクイデーター (Corporate Liquidator)」と呼ばれ、株式市場がマネーゲームの場と化した時代のことです。

現在では M&A は企業価値向上を主たる動機として行われるようになり、かつてのようなマネーゲームのための M&A はあまり見られなくなっています。しかしながら、多数の少数株主の利益向上の観点からは、企業価値成長期待が乏しく株価が低迷する企業の株式を保有する理由は希薄であり、公開株式買い付けに応じない理由は排除できません。

敵対的買収を防御する方法としては、市場における株価向上のための企業価値創造に加え、企業として適正な株主構成を考え、「投資家関係(IR, Investors Relation)」を戦略的に構築・維持することが必要です。また、2001年6月商法改正における金庫株解禁にもとづき、株式持合解消に伴い市場に放出された自社株式を自ら取得することで、敵対的買収を防衛するという方法も考えられます。

4.3 ソトーの TOB 合戦 (2003)

2003年12月19日、米系投資ファンドのスティール・パートナーズ(スティール)は毛織物染色大手のソトーに対し敵対的な株式公開買い付け(Hostile TOB)を表明しました。スティールの買い付け価格は前日のソトーの終値 890 円を大きく上回る 1,150 円でした。突然の TOB にソトーの馬淵社長は困惑の色を隠せず、「まったく寝耳に水。大変なことになった。」とのコメントを発表しました。経営者はこの事態は、本当に予測できなかったのでしょうか。ソトーの1株当たり純資産推移と株価推移を比較しますと、ソトーの株価は2000年3月期から2003年3月期まで、株価が解散価値に相当する1株当たり純資産を下回る状態が続いており、TOBを受ける可能性は十分予測できたものと思われます。上記の馬淵社長のコメントは、図らずも危機意識の欠如を露呈していると思われます。

2004年1月15日、ソトーは同ファンドへの対抗措置として、大和証券系のベンチャー・キャピタルであるエヌ・アイ・エフベンチャーズ(NIF)の TOB に応じると発表しました。NIFの買い付け価格は1,250 円で、スティールの1,150 を上回る。ソトーの高岡取締役は、「現在の株価より高く、買い付けに応じてもらえるだろう。スティールが買い付け価格を引き上げに動く可能性も低い。」とのコメントを発表しました。しかしながら、この読みは甘かった。

2004年1月26日、スティールは買い付け価格を1株1,150 円から1,400 円に250 円引き上げました。2004年2月5日、NIFはソトー株の買い付け価格を1,470 円に引き上げると発表しました。2004年2月12日、スティールは買い付け価格をさらに1,550 円に引き上げた。ソトーでは、NIFがこれ以上価格を引き上げた場合、「NIFの投資収益を確保するために当社の中核事業である染色加工用の土地などの売却を余儀なくされる」と判断した。その結果、

2004年2月16日、ソトーは2004年3月期の年間配当を前期の13円から200円に増やすと発表しました。スティー爾側は、ソトーの増配策を評価するとのコメントを発表し、合わせてTOB終了を発表しました。

TOBに応戦した当初、馬淵社長は次のような発言をしていました。「増配ではスティー爾が大株主として存在し続けることになる。問題の根本的な解決にならない」。しかしながらも、スティー爾側がソトーの考えていたよりも厳しいTOBを展開したため、「ユシロ化学のように増配するということも選択肢としてあるのかなあ」、「スティー爾に対しては今後、大株主として誠意ある対応をしていきたい」と態度を変化させた。ソトーの経営陣は、「堅実な経営心がけてきたのに、成熟イメージの強い繊維業界で収益力や健全財務が評価されにくかった」と言うが、明確な企業価値創造の成長シナリオを示すなど株式市場に訴求するIR努力が必ずしも十分でなかったといえます。また、ソトーの既存株主は高配当を求めるなど経営者に要求していなかったことから、買収合戦のなかで漁夫の利(Free Ride)を得たといえます。企業価値創造に関心の薄い日本の株主に対して、所有企業との関係についての問題を提起したといえます。

5 MBO (Management Buy-out)

既存経営者が大株主になり、既存株主と入れ替わって企業の所有と経営を一致させる企業支配権の組み換えを「マネジメント・バイアウト(MBO)」と呼んでいます。経営者の役職は現在の経営者が続投し、その経営者に企業経営をよりし易くして企業価値をより高めることが目的です。この場合は経営者が株主になります。このような経営者にとっては、企業の子会社になっていては、実質的には自分のマネジメント力を十分に発揮出来でなくなる場合です。例えば、親会社が支配する子会社の経営者としてみると、資源調達の自己裁量権が限定されていて、必要な開発投資をする場合、親会社の許可を得ないと思うようにできないという場合があります。そのような場合は機動性をより高めるために、経営者が親会社の持っている株式を取得し、大株主兼経営者になって自己裁量権を拡大し経営を行う方法です。これがマネジメント・バイアウトと呼ばれています。

最近でも野村證券がある化学製品の大手会社のマネジメント・バイアウトを支援したケースがあります。これは親会社の持っている株式を野村證券が買い取って、その買い取った株を経営者に譲渡する。経営者は譲渡される際に、銀行等から買い取り資金を借りるわけです。これをLMBO(Leveraged Management Buy-out)と呼んでいます。良い技術者を確保していて、この人が経営者としてマネジメント力をはっきすれば、技術力がさらに向上できるだろうと貸付先が判断したら、その人達のスキル等を担保にして個人に資金を貸すことになります。その資金を得て企業を実質支配することによって経営者自身がより機動的に経営しやすくし、企業価値を向上させる方法です。

事業ポートフォリオ組み換えによって特定事業部門を分離するケースでも、マネジメント・バイアウトが使えます。特定事業部門を自分の思うように経営させて欲しいと言う事業部門責任

者が出てきて、ベンチャーに近い形で自分が思うように経営したい場合、ベンチャー・キャピタルに出資を仰ぐケースも考えられます。自分の技術力を買ってくれる銀行からお金を借り受けるケースもあります。そのような形で事業分離が出来るわけで、企業価値向上に有効と考えられます。

6 ダイムラー・クライスラーの M&A

M&A プロセス・マネジメントの事例として、ダイムラー・クライスラーの M&A を興味深く書かれた図書をもとにお話します。¹⁴そもそもダイムラーとクライスラーは対等合併することを目的にして、交渉を始めました。合併後の主導権はダイムラーが握るようになりました。クライスラー側は、製品開発や製造のキーパーソンの大半が辞めてフォードや GM に移り、アメリカのクライスラーの事業責任者もダイムラーの No. 2 が実質的に社長になっている。ワールド・ワイドなダイムラーの事業と北米を中心としたクライスラーの事業が、ダイムラーの支配権下におかれるようになった。国境を越えたクロス・ボーダー・マージャーをグローバル競争下でいかにして成功させるかが課題です。国際的合従連衡は自動車産業の典型的な競争戦略の一手ですが、ダイムラー・クライスラーの場合は、失敗事例です。ダイムラーのユルゲン・シュレンプ社長は非常に支配欲の強い人で、図書にはその実態がリアリティたつぷりに描かれています。¹⁵クライスラーを傘下におさめて世界市場を支配することが、個人的には当初から目的ではなかったかと思わせます。事前には、お互いに対等合併をする方が双方には魅力的なオファーだったようですが、事後には実質的に支配し・支配される関係に変わる。

企業文化が非常に異なる企業が合併した後、それぞれの企業がどのように変容していくのかを示してくれています。この M&A に関わった人達の考え方や行動の違いが、描かれた舞台裏の動きを通じて知ることができます。企業文化が国際的に著しく異なると、一方を捨て他方を残す形で M&A 統合するしか方法がないように思えます。M&A 交渉段階では、両社の得意とする市場を維持し相互補完すること、規模の経済性や範囲の経済性を追求することなどが M&A 企画書には上手く書かれていたのです。そのような経済的理由は、M&A 自体をやりたいと言う経営者の個人的な欲望を合理的に正当化するために使われたのではないかと言う気がします。

モルガン・スタンレーであるとか、ゴールドマン・サックスとか、様々な投資銀行の人達が M&A プロセスで活躍して、多額の資金が投じられるわけです。当事者である経営者の本心は、「要するに支配したい。これ以外何もない」のかも知れません。後はそのために正当な理屈付けをするために、多額の資金と人員が投じられて、企画書ができあがる。M&A と言うのはこんなに人を興奮させるのかという気がします。M&A 統合の後、新会社のチェアマンになったクライスラー前 CEO のジョン・ボブ・イートンと言う人がいるのですが、1 年後に 36 億円相当の手切れ金、一アメリカでは「ゴールデン・パラシュート(Golden Parachute)」と言われていいます。巨額の退職ボーナスをもらって、この会社を上手く去りました。M&A に関わる一方の当事者が事実上交渉段階から、M&A 後しばらくしたら辞めるつもりで交渉をやっているわけです。株主からすると、それは背信行為に等しいことになると思いますが・・・。

クライスラー側よりダイムラーの方が有利な条件で相手方の株式を引き取ったわけですが、合併後の双方の株が大幅に下がっているわけです。その合併契約を結んだダイムラーの経営者であるユルゲン・シュレンプは、自信を増し揺るぎ無き支配欲で益々やる気を出していて、この交渉中に日産自動車の買収に動いたりしている。事実上、三菱自動車の支配権を取っている形になっています。そのような形でヨーロッパ・アメリカ・日本の自動車市場での支配権を拡大していく。ダイムラー帝国の限りなき野望と言った感じがします。

このように M&A プロセスは当事者の気持ちを強く動かすものですから、ここで議論しているような M&A プロセス・マネジメントがともすれば、実質的なものでなくなってきた、独立企業を支配すること自体が経営者を動かしていく。あるいは支配される企業側も経営者の個人的な欲得だけで M&A プロセス努力としての交渉を行うことになります。米国では買収企業が被買収先の経営者に対して巨額のボーナスを払うことがよくあります。要するに買収をやり易くしてくれれば、その見返りに 30 億とか 50 億円とか言う多額の現金およびストック・オプションを退職に必要なボーナスとして別途払いで与える、一種の経営者間結託が起こり得るわけです。

7 ボーダフォンおよびリップルウッドの日本テレコム買収・売却¹⁶

7.1 日本テレコムと AT&T、BT との提携

日本テレコムは、1985 年の電気通信事業法の施工を受け、JR グループと日本の有力企業 302 社により設立された。1987 年には一般家庭向けの市外電話サービスに参入し、携帯電話ネットワークとしては東京、東海、関西デジタルフォンや、デジタルツーカー九州、四国、東北などを設立、1.5GHz の携帯電話全国ネットワークを完成した。国際電話事業に関しては日本国際通信 (ITJ) と 1997 年秋に合併した。1999 年に英 BT、米 AT&T からの出資を受け入れ、資本提携を結んでいる。しかし、JR 東日本が筆頭株主(15.1%)を守ることこだわっていた日本テレコム側に BT、AT&T 側(それぞれ 15%)が歩みよった形の資本提携であった。2000 年 7 月には市内電話事業に参入し、2001 年 5 月には大都市部でサービスを開始し、料金は当時最も安い 3 分 8 円台として、電話会社事前登録制 (マイライン) での契約数増を目指した。ボーダフォンの出資以前の特徴としては、日本テレコムが市外電話サービスに始まり、国際電話や携帯電話、市内など一貫サービス事業を展開してきた背景には、国内最大手の NTT グループへの対抗企業としての意識がある。ただし、M&A としては、あくまで日本企業としての自主性を守ることを条件としており、他事業買収や設立による事業間シナジー効果を狙いとして、国外通信事業企業との資本提携による国際業務拡大を目的としていた。

提携の狙いは、日本テレコムが競争激化する通信市場での競争力強化を狙い、親会社である JR を含めて日米欧の巨大資本を活用しながら、NTT に対抗する新電電連合を作り上げる構想であった。この提携で評価できる点は、行政の管理監督が厳しい通信事業において、外資の出資を取り入れた柔軟性と出資比率を BT、AT&T 各 15%と抑えることで、日本テレコムが経営の裁量権を確保したことである。しかしこの提携での誤算は、AT&T と BT が揃って業績不振にな

り日本テレコム株を保有し続けられなくなったことと、古巣の JR 各社も長期債務削減のために日本テレコム株を手放さざるを得なかったことである。

7.2 ボーダフォンの日本テレコム M&A

ボーダフォンは、1982 年、英電機メーカーのレーカル・エレクトロニクスから独立し、1985 年に携帯電話サービスに参入した。1997 年に社長に就任したジェント氏の指揮下、1999 年に米エアタッチ・コミュニケーションズ、2000 年には独マンスネンなど同業他社を相次ぎ買収しており、M&A によって各国の有力携帯電話事業を買収することで、世界的な携帯電話会社として成長を遂げた。日本では、2001 年 4 月に、JR グループが保有する日本テレコム株 (15%)、米 AT&T が保有する全株式 (10%) を取得し、計 25% を保有する筆頭株主となった。さらに 2001 年 6 月には英 BT の保有する全株式 (20%)、9 月には TOB (株式公開買付) を実施し、10 月には全株式の 66.7% の株式を取得、営業譲渡など決定権を単独で行えるようになった。

日本テレコムとしては、競争力を強化するために米 AT&T や英 BT との資本提携を行ったのだが、世界的な IT 不況や AT&T と NTT との資本提携などを契機に、海外の提携先が関係見直しを行ったことから、ボーダフォンに株式売却し、結果的に経営権を譲渡した。ボーダフォンの狙いは、日本テレコム配下で、デジタルツーカーとデジタルフォンが合併してできた J-フォン・グループの携帯電話事業を完全に掌握することであった。ボーダフォン出資前では日本テレコム下に J-フォン持株会社があり、その傘下に J-フォン 3 社がおかれる形であったが、ボーダフォンは、日本テレコムホールディングス傘下に日本テレコムと J-フォンを配するという組み換えを行った。J-フォンに対する直接的支配権の獲得を目指すとともに、次の段階で日本テレコムを売却することを企図した。

統合プロセスとして、既に 2001 年 9 月段階で新生 J-フォンにボーダフォンから数名の役員を送り込み、ボーダフォンの世界戦略の一端を担わせる一方、ボーダフォン日本総代表のモロー氏自らが日本テレコム社長となって、固定電話事業部門としての日本テレコムの企業価値を押し上げるべく、非主力事業の売却や人員削減を行った。しかし、短期業績を改善する名目で日本テレコムの設備投資は凍結しており、2002 年 5 月には、日本テレコムの売却に関する交渉を東京電力との間で開始したことが露見するなど、ボーダフォン傘下で日本テレコムを主力事業として育てるつもりはなく、あくまで売却価格としての事業価値を上げるための施策であったと言える。

ボーダフォンの日本テレコム M&A の狙いは、次のように考えられる。第 1 に、日本テレコムとその傘下にある携帯電話会社 J-フォン・グループの経営に積極的に関与していくことで、いずれ日本で次世代携帯電話事業を展開していくこと。第 2 に、ボーダフォンの世界戦略でアジアエリアは重点地域であり有望な日本市場に参入すること。第 3 に、日本テレコムの携帯電話によるネット接続、部品やソフトウェアなどのノウハウ・技術などを吸収することである。ボーダフォンの日本テレコム M&A の最終的な目標は、携帯電話事業の経営権を握って、日本で

次世代携帯電話事業を展開していくことである。ボーダフォンの企業成長戦略で言えば、既存事業（携帯電話事業）での新市場開拓（日本市場）戦略、つまり市場拡大型である。

この M&A の特徴は、第 1 に M&A ターゲットとして、いまだ行政の規制が絡む NTT ドコモではなく、比較的経営自由度が大きい民間企業の日本テレコムをターゲットにしたこと、第 2 に当初から経営権取得のための TOB ではなく段階的な出資からはじめたこと、第 3 に日本テレコムの経営権を取得した後、その傘下にある J フォン・グループの経営権取得は段階的に進めていったこと、第 4 に固定電話事業をすぐに切り捨てずに、固定電話と携帯電話の一体営業を更に強化していったこと、第 5 に日本テレコム買収により規模の経済性をはかり、次世代携帯電話事業投資リスク軽減が挙げられる。

その結果、ボーダフォンの日本テレコム M&A プロセスを評価すると、次のようになる。第 1 に、当初から TOB ではなく段階的な出資で時間をかけて経営権を取得していくことで、株主・顧客・業界・行政の反発を最小限に食い止めることができたこと。第 2 に、AT&T、BT、JR 各社の日本テレコム株保有のメリット・デメリットを見抜き、むしろそれらの企業を助ける形で日本テレコム株式を取得していったこと。第 3 に、固定電話事業をすぐに切り捨てずに、固定電話事業の育成・強化を打ち出したことが挙げられる。しかし、段階的に経営権を取得していくことによるリスク・ヘッジは評価できるが、ボーダフォンにとって固定電話事業は不要であった。固定電話事業において、法人向け通信事業の主力事業分野としての絞込、ADSL 設備・通信工事子会社など非主力事業分野の売却、人員削減などを積極的に実行することで、収益力を改善させたことは評価できる。あくまでも固定電話事業を売りやすくするための短期的取り組みであり、日本テレコムの固定電話事業を中長期的に育成しようとする視点はなかったと考える。

7.3 リップルウッドの日本テレコム M&A

ボーダフォンは、2003 年 5 月にリップルウッドとの間で日本テレコム売却を合意したことを発表した。リップルウッドは 1999 年に新生銀行（旧日本長期信用銀行）を買収し、2004 年 2 月に上場させ、株式売却益により 2,000 億円を回収したと言われるが、売却や株式公開での利ざや取りを目的とし M&A を展開する投資ファンドである。ボーダフォンとリップルウッドとの間で行われた日本テレコム売却を巡る交渉経緯は以下ようになる。

2003 年 2 月	ボーダフォンが 3,000 億円でリップルウッドに売却と報道
同年 3 月	回線使用料値上げなど日本テレコムにとり減額材料が発生
同年 4 月	リップルウッドが 2,600 億円で減額修正し提示
同年 5 月	2,600 億円で売却合意

ボーダフォンとしては、先に示した東京電力との日本テレコム売却交渉が、東京電力側が提示した価格面(1,500 億円)での条件が折り合わず 2002 年 7 月に決裂したことから、新たな売却先を検討していた。リップルウッドもコリンズ CEO の意向から日本市場を重視する姿勢を示

していた。このような経緯では、粘り腰のリップルウッドに買い叩かれた形のボーダフォンではあるが、世界的 M&A 展開のため負債が増大し、日本テレコムを切り離し J-フォンをボーダフォンに早期に統合したいのだが、買収先が見つからないといった事情から、一旦は蹴った 2,600 億円の条件を最終的に呑まざるを得なかった。

リップルウッドの M&A の進め方は、一次交渉を行い、デュー・ディリジェンスをしっかりと行った後、二次交渉、クロージング、その後発表という一般的な M&A プロセスとは大きく異なる手法である。一つには、まず買収の基本合意を取り付け公表することで他の交渉ライバル（この場合、東京電力）を排除する目的があると考えられるが、売却先の出方をじっくり観察しながらデュー・ディリジェンスをより厳密に行いつつ減額条件を探し出し、自社に有利な金額で最終的に合意するという戦術の一つと考えられる。買収発表により売却先の株価が上昇することも戦術の一つであり、東京電力との交渉決裂によって株価が 30%程度下落していた日本テレコムの株価は、2003 年 2 月、5 月の買収発表によって現に持ち直している。これにより買収が失敗したとしても、リップルウッドが保有する売却先の株主価値は増大し、出資者としての株式価値最大化という本来の目的は達成できると考えられる。

リップルウッドは、日本テレコムのモロー社長の一時続投を要請しつつ、元 IBM 副社長などの経営陣を送り込み、経営陣のてこ入れを始めたが、2003 年秋には業界 2 位の KDDI に日本テレコムとの統合を提案するなど、最終的な目的は買収事業の売却や株式公開であって、固定電話事業を再建するための成長戦略を持っていた訳ではない。ボーダフォン支配時に営業費用などが削減されていたために、日本テレコムの顧客が年 20%の割合で減少を続けるなど、交渉を長引かせた作戦が裏目に出ていると言え、リップルウッドの作戦が、通信業界のように設備投資額が巨大で、かつ、展開の速い業界には必ずしも有効ではないといえる。

キャッシュフローを生み出す能力が減じているのであれば早く売却しなければならない。リップルウッドは、3,400 億円で日本テレコムをソフトバンクに売却することで 2004 年 5 月に合意した。2,600 億円で買収しているので単純には 800 億円の差益であるが、リップルウッドがボーダフォンから買収した際の負債は帳簿上日本テレコムに付されており、売却・買収のたびに日本テレコムの財務状況は悪化、競争力も低下し、企業価値がどんどん低下している。2004 年 8 月 11 日の日経産業新聞の記事ではあるが、報酬体系を抜本的に変えるなどして、現場の士気高揚、優秀な人材の流入などを行い現場のやる気を如何に引き出すかが課題であると言える。

ボーダフォンは日本テレコムの固定電話事業を米国投資会社リップルウッドに売却した。ボーダフォンの売却の狙いは、当初からの狙いであった携帯電話事業だけを傘下に残すことで、投資も含めた経営資源を携帯電話事業に集中することである。逆に、リップルウッドの買収の狙いは、企業向けデータ通信サービスなど日本テレコムの主力事業分野を強化すれば、将来の株式公開などで投資回収が可能になる、次に他の通信会社を買収して、日本テレコムに統合させることで企業価値を高めることであった。リップルウッドの M&A の目的は、投資ファンドとして被買収企業の事業ポートフォリオを組み換えることによって企業価値を高めて、株式公開

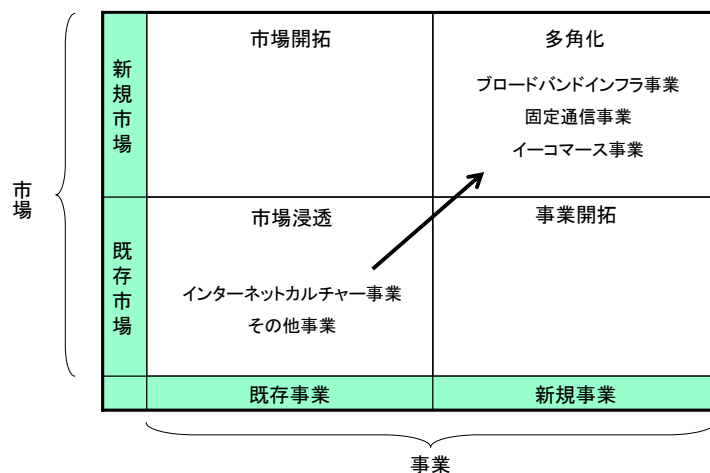
や売却により投資回収としてのキャッシュを得ることである。その点では固定電話事業は切り捨て、携帯電話事業の育成・強化を図るボーダフォンとは、被買収事業の事業ポートフォリオでの位置付けが大きく異なる。リップルウッドが投資ファンドとして、買収はあくまでも買収代金と売却代金との利ざや稼ぎの投資ポートフォリオでの収益獲得が目的であるのに対して、ボーダフォンは事業ポートフォリオでの成長事業育成による収益獲得を目的にしている。通常、事業会社の M&A 目的は、企業成長戦略にもとづく、資源の獲得や戦略資産の獲得であるが、リップルウッドのそれはいずれでもなく、企業価値を高めて売却することである。リップルウッドは被買収企業の短期的企業価値の増大を目的としているため、長期的視点での事業の成長・育成投資は十分とは言えず、売却後の被買収企業の企業価値持続的創造は考慮されているとは言い難い。

8 ソフトバンクの M&A(2006)¹⁷

8.1 企業成長戦略

当社は、元々はソフトウェア販売、出版事業を本業として展開していたが、国内・海外を問わず、ベンチャー企業への上場前段階での出資を積極的に進めるようになり、その後、ブロードバンド事業へ大きく舵をとっていった。当社の企業成長は新事業、新市場などは特に意識をせず、目指す方向性に合致する事業であれば、とにかく着手するという考え方である。そのため失敗案件も数多い。テレビ朝日の買収騒動、ナスダックジャパンからの撤退、東京電力と組んだスピードネットからの撤退などである。確かに、目指す方向性には合致しているが、その行動が唐突で理解してもらえなかったり、提携先との文化が異なったり、事業リスクを小さく見積もりすぎたことなど、が失敗の理由として挙げられる。かといって、取り組みやすいところから取り組んだかといえそうではなく、ADSL という新しい事業を日本で一から立ち上げたり、大手通信会社を買収したりと大胆な事業展開を次々に行った。多角化事業を一から立ち上げるのは相当にリスクを伴うはずであるが、孫氏はうまく M&A を活用しながら、戦略資産を上手く取り込んでいく方策をとっている。ADSL にしても日本で最初に ADSL 事業を創業し、直ぐに資金繰りに窮して倒産した東京めたりつく社を買収しその中核人材を活用して、事業展開を図っている。これは数多くのベンチャーへの出資経験を積み重ねることによって、M&A の活用方法を上手く身につけていったことが、その成長戦略の裏づけになっていると言える。

ソフトバンク社の事業成長マトリックス



当社がブロードバンド事業を推進するにあたって、資金源となっていたのは国内外の多くの企業に出資した投資有価証券と Yahoo 社の収益である。これらを活用しながら莫大な投資を要する通信事業に参入していった。海外でも多くの上場益を得たし、日本でもナスダックジャパンを立ち上げ、新興企業が上場しやすい場を自ら作り上げ、自身の投資活動の EXIT の場を整備していった。

当社の戦略資産はなにか。インターネットをメディアとして活用した、デジタルコンテンツ流通が中核に存在する。ソフトウェアの販売、出版業を皮切りに、初期に当社が資金を多く投入してきたのはデジタルコンテンツの確保である。国内外のベンチャー企業への出資もこれを確保するために早期に「お手つき」状態にすることを目的としていた。そして、ブロードバンド事業へ軸足を置いていったのも、このデジタルコンテンツを最大限活用するためには、情報流通機能を自身でおさえることが重要と考えたためである。企業価値持続的創造に積極的に M&A を活用している。不足する資源は、既存企業で最も適したお買い得企業を探し出し、粘り強い交渉を経て新しい資源として取り入れている。同時に主力事業から外れた事業は積極的に売却し、その売却益を次の主力事業に投入する循環を築き上げている。

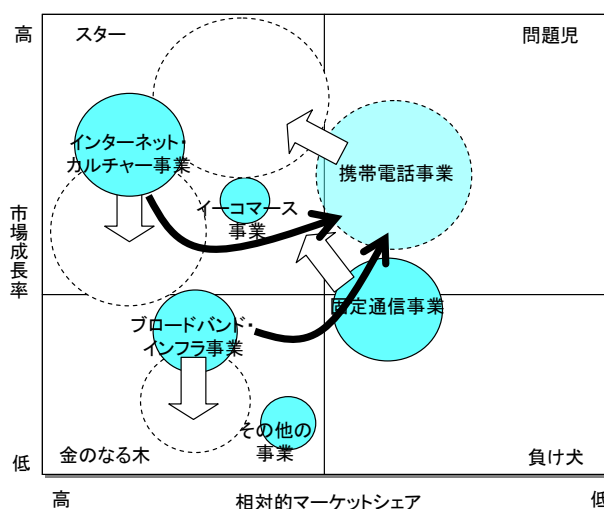
8.2 事業ポートフォリオ

ソフトバンク社は従来からキャッシュの源泉はインターネット・カルチャー事業であった。市場自体は成長を続けていることから、事業ポートフォリオのポジションはスターだが、FCF はグループで最大額創出してきた。スターのポジションでありながら、実質的には金のなる木の状態でありグループの他事業の成長の源泉となっている。ボーダフォン社の買収においても Yahoo 社自体が資金を拠出するなど、明らかに直接的なキャッシュの投入も行われている。また、長年の懸案であったブロードバンド事業の FCF が 2006 年 3 月期にプラス化し、今後グループのキャッシュの源泉になるものと想定される。ADSL 事業においてはシェア 1 位であるし、ADSL 市場自体も成長はストップしていることから金のなる木のポジションと言えるが、

急速な FTTH 事業への移行が進むと、当社は FTTH 事業の基盤を有していないため、一気にキャッシュ創出力を失ってしまうことも想定されるため、今後の舵取りには注目したい。

固定電話事業は国内第 3 位のポジションであり、成長も鈍化していることから各社ともに収益性の悪化に喘いでいるが、当社も例外ではない。今後は IBM 出身の倉重社長のもと、今後伸びが予想される法人市場への特化により事業建て直しを図って、スターのポジションに引き上げていくことになるだろう。携帯電話事業は、旧 J-フォン時代に携帯メール、写メールなどを他社に先行して導入することによって、急速にシェアを伸ばしたが、現在はボーダフォン英国本社の失策により、大手 2 社に大きく遅れを取ってしまっている。3G 設備の整備状況も競合他社に大きく遅れを取っており、孫氏もまずは設備強化による接続性の向上を図ることを第一の戦略として掲げている。そして、グループの総力を結集してなんとしても大手 2 社に迫り、追い抜きたいところである。2006 年 10 月 25 日より始まる番号ポータビリティはシェア奪回の一つの契機であるため、何らかの積極的な施策を練っていると推測される。

ソフトバンク社の事業ポートフォリオ



ソフトバンク社は新規サービスの開始や買収によって巧みにブランド資産を活用している。例えば、ADSL 事業を行う際には、当時はまだなじみの薄い「ソフトバンク」を用いるのではなく、既にインターネットの世界で圧倒的な知名度を誇っていた「Yahoo」の名称を使って

「YahooBB」という名称で事業展開した。次に法人向け通信事業が信用力で敗退することが多いとみるや、法人事業で実績のあった「日本テレコム」を買収し、そのままの名称で事業継続を行い、法人市場に対する信用力の確保を図った。その間、人気野球チームを買収し、満を持して「ソフトバンク」を掲げて、自社名称の知名度向上を図った。そして、本丸の携帯電話事業を買収した際には、どのような名称を用いるか非常に注目されたが、自社名が浸透したと判断し、「ソフトバンク」を用いることとした。このように、新規事業の立ち上げや既存事業の信用度を向上させるなどのバリュー・シナジー効果を巧みに生かしている。範囲の経済性という観点ではそれほど効果が出ているとはいえない。これまではグループ全体が成長段階で

あったためあまり気にする必要はなかったかもしれないが、グループ事業間での範囲の経済性の実現にも今後は配慮していくべきであろう。

当社はこれまで、企業ビジョンを実現させるために **M&A** を積極的に活用して、急速に事業成長を図ってきたため、特段の事業ポートフォリオ・マネジメントを行ってきたとはいえないだろう。マネジメントについてもグループ全体の方針は孫氏が中心となって定め、事業運営事態は基本的には分社化し、それぞれの会社で経営者が事業運営を任されているという状態である。ただし、グループ運営は孫氏の独断で行っているのではなく、ガバナンスも洗練されている。社内取締役は孫氏を始め前述の宮内氏、倉重氏、井上氏、およびソフトバンクの社長である笠井氏、そして 2 人の外国人取締役と 2 人の社外取締役（ファーストリテイリングの柳井氏と慶應義塾大学の村井氏）の 9 名で運営されている。恐らく 10 年前は孫氏のワンマンで進んでいた部分もあっただろうが、現在はオープンにグループ運営を進めていると推測される。

ソフトバンク社は名前のとおり、1981 年にソフトウェアの流通業から事業をスタートさせ、翌年には出版業に進出し、しばらくはその 2 本柱で事業を展開してきた。そうした中、国内外のベンチャー企業への出資事業を行い始め、特にインターネットの創世記に出会った海外のベンチャー企業に多くの出資を行った。その中でも当社に大きなインパクトを与えたのが **Yahoo** との出会いであった。**Yahoo** を始めとした海外のベンチャー事業のうち、成功したビジネスモデルを日本で展開する「タイムマシン経営」で日本のインターネット創世記を牽引した。これが概ね IT バブルが崩壊する 2002 年ごろまで続く。そこで得た資金を元手に、通信インフラ事業に進出し始め、ADSL 事業の開始、固定通信事業の買収、ついには携帯電話事業まで買収するに到った。当初はいわゆる、ソフトウェア事業を本業としていたが、より安定的な成長を図るためネットワークインフラ事業を取り込むようになった。現在では創業時の事業はその他事業として整理され、専ら通信事業およびインターネット関連事業が当社のコア事業となった。つまり、2002 年の ADSL 事業進出の時点で大胆な事業ポートフォリオ組み換えの経営判断を行ったということになる。しかし、ネットワークインフラ事業は大規模な先行投資を要する事業であり、非常に多額のキャッシュを確保する必要があったため、過去 5 か年は常にキャッシュの確保との戦いであったといえる。またさらに携帯電話事業を買収することによって、多額の借入金を抱えながら、大規模な先行投資を行っていかなければならなくなる。ここをいかに克服していくかが、当社の課題と言えるだろう。

8.3 M&A

ソフトバンク社は日本国内企業で最も多くの **M&A** を経験するとともに、日本経済史上最大の買収をしかも **LBO** を用いて成功させた企業でもあり、**M&A** のスキルは当社の戦略資産の一つと言っても過言ではないだろう。通信事業に進出する前は、将来有望なベンチャー企業の株を取得し、上場時に売りさばいて上場益を得てキャッシュを確保するような投資ファンドのような活動も行ってきたが、そのころは、海外の成功ベンチャーのビジネスモデルを日本で起こし、次々とグループ化していった。通信事業に進出後は、総合的な通信事業を提供するため、一から事業を育成するのではなく、時間を買う観点から固定通信事業と携帯電話事業の買収を

行った。今後はおそらくグループ経営のフォーメーションの整備と LBO による借入金負担の改善に当面はまい進し、派手な M&A は少し鳴りを潜めることになると思われるが、次の成長戦略としてはドメスティックにとどまらず、グローバルへの進出も視野に入れているはずである。M&A の課題としては、その超大型買収で用いた LBO による借入金負担増の解消と、統合後のシナジーの発揮であろう。

8 ソフトバンクの M&A(2007)¹⁸

8.1 企業成長戦略

8.1.1 事業展開シナリオ

(1)沿革

1981 年 3 月 (株)日本ソフトバンク設立、パーソナルコンピュータ用パッケージソフトの流通業開始

1982 年 5 月 月刊「Oh! PC」、「Oh! MZ」創刊、出版事業に進出

1990 年 7 月 「ソフトバンク(株)」に商号を変更

1994 年 3 月 米国 SOFTBANK Holdings Inc. (以下、「SBH」) 設立

1996 年 1 月 ヤフー(株)設立 4 月 SBH を通じて米国 Yahoo! Inc. の株式を追加取得、同社筆頭株主へ

1997 年 11 月 当社子会社であるヤフー(株)株式を株式店頭市場(現 JASDAQ 市場)に登録

1998 年 1 月 当社株式を東京証券取引所市場第一部へ上場 12 月 (有)エムエーシーを吸収合併

1999 年 4 月 出版事業を分社し、事業持株会社制を導入 7 月 当社子会社であるソフトバンク・テクノロジー(株)株式を株式店頭市場(現 JASDAQ 市場)に登録 10 月 ソフト・ネットワーク事業を分社し、純粋持株会社制を導入

2000 年 4 月 各事業分野における事業統括会社制を導入 8 月 当社子会社であったソフトバンク・インベストメント(株)株式を NASDAQ ジャパンに上場

2001 年 9 月 「Yahoo! BB」の商用サービスを開始

2002 年 4 月 IP 電話サービス「BB フォン」の商用サービスを開始

2003 年 1 月 子会社 4 社の合併により、ソフトバンク BB(株)誕生 3 月 ビー・ビー・ケーブル(株)が東京 23 区で、「BB ケーブル TV(現 BBTV)」の商用サービスを開始 9 月 (株)あおぞら銀行の株式を売却

2004 年 7 月 日本テレコム(株)の株式を取得、子会社化 10 月 Yahoo!BB 光の商用サービスを開始 12 月 直収型固定サービスを開始

2005 年 1 月 (株)福岡ダイエーホークス(現 福岡ソフトバンクホークス(株))の株式取得、子会社化 2 月 ケーブル・アンド・ワイヤレス IDC(株)(現 ソフトバンク IDC(株))の株式を取得、子会社化 8 月 当社と Alibaba.com Corporation と米国 Yahoo! Inc. 三社間で中国における戦略的パートナーシップ構築の基本合意 12 月 当社とヤフー(株)が共同で TV バンク(株)を設立

2006 年 3 月 ボーダフォン(株)(現 ソフトバンクモバイル(株))の買収を発表。ヤフー(株)と携帯電話事業に関する業務提携に合意 4 月 ボーダフォン(株)の株式を公開買付等により取得、子会社化 10 月 ソフトバンク携帯電話向けポータルサイト「yahoo!ケータイ」を開始

ソフトバンクの歴史は M&A の歴史であり、成長の源泉を買収に頼っている。1981 年に PC ソフトの流通会社を設立したことに始まる。95 年 11 月には、米ヤフー・インクへの出資を行い、96 年 1 月には米ヤフー・インクと合併で日本法人ヤフーを設立している。ヤフーは 97 年 11 月に株式を公開し、現在は同社の出資比率は 41%となっている。また、2005 年に再編され、中国最大のインターネット会社となったアリババに 27%の出資をしている。通信事業への進出は 2001 年 9 月に開始した ADSL 事業で、下り最大 8Mbps のスピードと月 2970 円の料金で、その後の ADSL 市場の拡大を牽引することになる。また、2004 年には、日本テレコム、2006 年にはボーダフォンを買収し、本格的に固定通信、携帯通信事業に進出することになる。

8.1.2 事業展開シナリオ(現在から将来に向けて)

売上構成比(2006 annual report)は、ブロードバンド・インフラ事業 23.5%、固定通信事業 30.9%、インターネット・カルチャー事業 13.6%、イーコマース事業 24.7%、その他事業 7.3%となっているが、ソフトバンクから提示されている成長戦略は、ブロードバンド・インフラ事業と固定通信事業に焦点を当てたものになっている。成長戦略としては、業界における圧倒的な事業基盤の構築、ブロードバンド化やモバイルのブロードバンドなどをドライビングフォースとした展開、さらには、グループの顧客基盤を拡大のためブロードバンドから固定通信へ、そして移動体通信への転換・拡大を行うとしている。

業界におけるポジションを確固たるものにするため、圧倒的な事業基盤を構築するために、**3S's Theory : Speed+ (Scale +Quality) =Strongest**により、①ブロードバンド・インフラNo.1 化、②インターネット・ポータルNo.1として圧倒的な顧客リーチ力構築、③ポータル・プラットフォーム上で、多種多様な付加価値サービス・コンテンツをスケール感、スピード感をもって提供していくとしている。具体的には、4年余りで500万回線を獲得し、業界No.1 へ(Yahoo! BB ADSL)到達した実績を、移動体通信にも展開・利用し、1顧客当たり月間平均収入 (ARPU) も倍増する。また、広告や多彩なサービス・コンテンツの提供の手段として、最大の競争優位条件である顧客リーチ力(Yahoo! JAPAN)を利用できるため、これを最大限に利用し展開していく。

成長ドライバーとして、①ブロードバンドのさらなる普及、②モバイルインターネットのブロードバンド化、③ユビキタス化へのニーズの増加、④エンターテインメント・流通・広告市場におけるインターネットの利用度合いの拡大を目指す。結果として、ブロードバンド化の進展、モバイルのブロードバンド化によるさらなる成長余地の確保やインターネット利用度合いの急拡大など益々の需要拡大を狙っていく。また、プラットフォーム/ポータル上で提供するサービス・コンテンツの幅と質を進化させ続けていく。さらに、ブロードバンドから固定通信へ、そして将来は移動体通信へグループの顧客基盤を拡大し続けていく。そして差別化されたサービス・コンテンツを提供する基盤を広げてくことによる全方位事業展開を図る。つまり、顧客基盤をソフトバンクのインフラだけでなく、他社インフラも対象として、サービス・コンテン

ツの展開を図っていこうとしている。ソフトバンクが掲げるロードマップでは、2007年度からのフェーズは初動期から成長期にあたる。今後は、サービス施策の充実から収益機会の拡大を念頭にいった事業を展開していくとしている。事業戦略としては、コンテンツ・サービスの拡充、ネットワークの強化、端末の開発・導入および営業・ブランディングの強化を掲げている。さらに、これらをうまく連携させ、ネットワークの効率化、営業体制の強化、顧客基盤の活用およびコンテンツの拡充を図りながら、グループシナジーをさらに追求していくとしている。

2006～2007 年度における具体的な事業戦略とその状況

(1)ブロードバンド・インフラ事業

(a)固定通信事業

Yahoo! BB ADSL は 500 万回線を超える顧客基盤、料金面、通信速度面などにおいてユーザーから支持されている。しかし、解約率が高まる傾向にある ADSL 事業の収益をいかに維持するかが課題である。さらには、新規顧客の獲得に取り組むとともに以下の取り組みを行っていくという課題がある。(1)FTTR 接続サービスの商用化に向けた試験サービス (2)高速 PLC サービスなどの研究開発を継続 (3)FTTH 市場への本格展開。個人向けの固定電話市場は縮小傾向にあるが、法人向けの市場は堅調に推移していることもあり、法人向け固定通信産業市場獲得に注力している。ソフトバンクテレコム㈱は直取型固定電話サービス「おとくライン」を法人向け音声サービスの軸に据え、同事業における直接営業に引き続き注力している。また、法人向けモバイルソリューションの開発・提供、法人向けデータサービスの提供（ソフトバンクモバイル㈱）を行い、さらには収益性の改善のため当社グループ内の経営資源の有効活用（ソフトバンクテレコム㈱）を行っている。FTTH 市場への本格展開への態勢は整えているとしているが、収益に見合った展開を基本戦略としていることもあり、積極的な戦略展開を控えている。ADSL から FTTH への急速な移行が進んでいる時期であり、傍観しているとドコモとの収益格差の拡大およびソフトバンクが掲げるコンテンツビジネスチャンスに乗り遅れる可能性がある。

(b)移動体通信事業

具体的な成長戦略として以下の 4 項目に取り組んでいる。①3G 携帯電話ネットワークの充実化による 3G への移行加速 ②3G 携帯電話ラインナップの充実化 ③携帯コンテンツの拡充による携帯ブロードバンドでのサービス提供 ④営業体制の充実。具体的には新機種ラインナップの拡充や営業体制の強化によるショップの拡充（前年 4 月比 約 25%増加）などにより、07 年度 1/4 四半期においては 3 か月連続純増シェア No1 を確保し、次の 4 つのエリアでの劇的改善がみられている。ボーダフォン買収後の事業立ち上げが順調に進んでいることが伺える。

料金戦略、ブランド戦略を積極的に推進している。新スーパーボーナスによる低初期コスト化やホワイトプラン・W プランによる低通信コスト料金プラン化など新料金戦略を打ち出している。

① コンテンツ

Y! ケータイを導入しており、トップページへのアクセスは 2006 年 6 月比で 66 倍と格段にアクセス性が向上している。

② 端末

品揃えによる機種数、かつカラー数が No1 となり他社差別化にめどが立った。すべての世代にあったラインナップ、薄い・軽いで圧倒を狙っている。全画面スタイルケータイを 7/29 発売している。

③ ネットワーク

基地局 46000 局達成し、ボーダフォン買収後で 2 倍以上に拡大した。また、消費者調査で 2006.6 月比 27%改善実感度が改善されたとしている。

以上のように成長戦略の初動期においては、ブランドイメージが大幅向上、解約率が大幅に低下、継続利用意向大幅改善などが達成されてきている。今後、新規顧客獲得が一段落したときに、動画配信や e コマースを利用した魅力あるコンテンツやサービスを提供しうかが、さらに成長しうかどうかの課題となろう。ソフトバンクモバイル(株)、ソフトバンク BB(株)およびソフトバンクテレコム(株)の当社グループ各社によるシナジー効果を積極的に計っていこうとしている。具体的には、ネットワーク統合によるコスト削減、顧客基盤・販売チャネルの拡大に取り組んでいる。動画ポータルサイト「Yahoo!動画」をはじめとする魅力的なブロードバンド・コンテンツの拡充をしつつある。

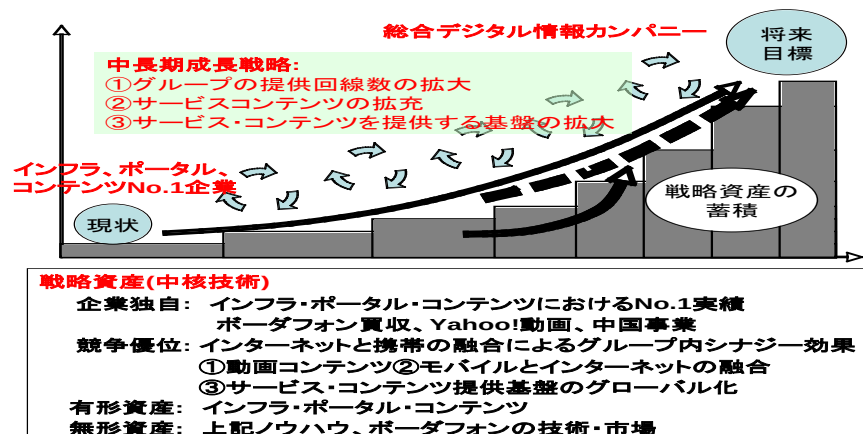
8.1.3 資源循環

キャッシュフローを円滑に循環し、企業価値向上に結び付けていくためには、次の 4 つの視点でのチェックが必要になる。①事業評価基準の有無: 資本コストを上回る成長がなければ企業価値向上はありえない。企業価値向上のためには、事業の状況を的確にモニタリングするための判断基準が明確になっていることが必須である。②事業の選択と集中の状況: ①にしたがって選択と集中を行うことがキャッシュを生み出す上での分岐点となる。この選択と集中こそがトップマネジメントの要諦であろう。③キャッシュフローの状況: ②により選択した事業について必要な策を打ち、キャッシュフローをさらに増加させることが求められる。ほどほどのキャッシュではなく、莫大なキャッシュを稼ぐ事業に育て上げることで、次の④の機会投資がさらに広がることになる。④成長投資による事業拡大の状況: ③まで実行することにより、潤沢にキャッシュフローが創出されることになる。しかし、持続的な企業価値向上を図るためには、新たな投資機会を探索し、この生み出されたキャッシュフローをさらに活用することが求められる。すなわち、事業レベルでのポートフォリオの概念が必要になってくる。

①について、ソフトバンクに関しては、経営に対する数値目標がない。業種としても情報通信分野であり、事業自体が技術革新とともに変化を遂げてきており、非常に将来予測が難しく数値目標がない理由の一つといえる。しかし、それを割り引いても、数値目標が掲げられていないのは、実際、営業 CF が 2000 年度から赤字と経営が芳しくなかったことの現れであると言え、事業の状況を的確にモニタリングするための判断基準が明確になっていないといえる。②

については、ボーダフォン買収により固定通信だけでなく、移動体通信に進出し、いよいよ目標である総合デジタル情報カンパニーへの歩みを始めたところである。固定通信を主体としたブロードバンド事業も営業活動の縮小と 500 万を超える Yahoo!BB 契約者からの売上が上がり始め、黒字に転換している。今後、移動体通信に大きく舵取りを変えていくことになるが、一方、固定通信における FTTH への転換に対しては慎重な態度をとっており、両分野への投資も困難なところから移動体通信のみの一本足打法にならざるを得ず、FTTH への以降が大勢を占めることになれば、インフラが間に合わずソフトバンクが指向しているコンテンツビジネスの実現を根底から覆す危険性をはらんでいる。③について、ソフトバンクの移動体通信事業におけるフリー・キャッシュフローは、07 年に 2 兆円を超える設備投資を行ったため、約 1 兆 8,000 億円ものマイナスを記録している。固定通信事業においても、ソフトバンクは 07 年によりやうフリー・キャッシュフローをプラス化させたところである。携帯事業の急速かつ好調な立ち上げによるキャッシュフローの増加は期待されるが利息、棚卸資産増加や割賦債権増加などによるマイナスが大きく、成長投資が困難な状況と考えられる。④については、中長期的に、さらなる成長に向けて、サービス・コンテンツ、モバイルおよび世界に向けた wave に取り組むことを標榜している。つまり、動画によるサービス・コンテンツの提供による継続的な成長、世界でもっとも進んだ IP バックボーン・ネットワークを活用できるインターネット接続環境の整備さらにはサービス・コンテンツの提供基盤の拡大をボーダフォン・グループとの提携を通じてグローバル展開を図っていくとしている。しかし、パソコンや携帯などのモバイルを活用したコンテンツの将来像は今のところ不確定要素が大きく、米を中心としたデファクトスタンダードが突如提案されるかもしれないなど事業環境を予測しにくい。

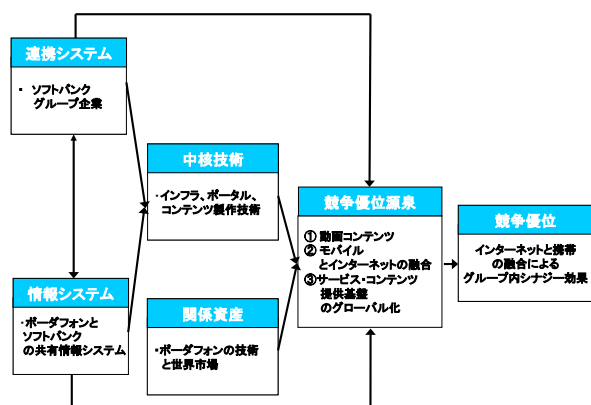
8.1.4 戦略資産蓄積と企業価値の持続的創造



図に成長経路と事業展開シナリオの帰納を示す。ソフトバンクはインフラ、ポータル、コンテンツ No.1 企業から、最終的には総合デジタル情報カンパニーへ向けて成長しようとしている。そのための戦略資産（中核技術）としては、企業独自のものとしては ADSL におけるインフラ・ポータル・コンテンツにおける No.1 実績を背景にしたコンテンツ製作技術があげられる。ADSL においてそのノウハウを戦略資産として構築してきたものであるが、将来的には、競争優位源泉となる中核技術（戦略資産）として、①動画コンテンツ技術 ②モバイルとインター

ネットの融合技術 ③ボーダフォンが有するグローバルなサービス・コンテンツ提供基盤を早急に構築・整備し、インターネットと携帯の融合による情報通信システムを供給できるグループとしての競争優位を築く必要がある。

移動体通信事業における競争優位源泉と戦略資産を図示した。これらの戦略資産を有効に利用し、キャッシュフローを生み出すための中長期成長戦略としては①グループの提供回線数の拡大、②サービス・コンテンツの拡充、③サービス・コンテンツを提供する基盤の拡大があげられる。現在、携帯電話による移動体通信ビジネスの急速な立ち上げが行われているが、これにて生み出されるであろう営業キャッシュフローをこれらの技術開発や提供基盤の整備に投入していくことが必須である。具体的には、中国事業やボーダフォン買収により利用展開しうる欧米の情報システムやノウハウ、ADSLで構築されてきたYahoo!動画作成のための製作技術を利用・展開していく。また、携帯電話による移動体通信ビジネスやADSLで得られるであろうキャッシュフローの還流が急がれる。これが順調に行かなければ、固定通信におけるFTTH事業への本格参入にともなう設備投資や、ボーダフォン買収資金の返済が経営を圧迫することは間違いないと思われる。



移動体通信事業における競争優位源泉と戦略資産

8.1.5 企業価値の持続的創造

戦略資産は、蓄積されることで自社の強みになる。しかし、今後の事業展開シナリオにいかに関与し、蓄積された戦略資産を活用するかを考えることこそが戦略資産を定義する意味であるといえる。つまり、戦略資産を新たな事業に移転・活用していくことで、新たな企業価値が生まれ、企業の永続的な成長が実現されると考える。上で述べた成長戦略を移動体通信事業と固定通信事業について以下に再び述べる。

(1)移動体通信事業

移動体通信への資源投入は、企業理念に掲げる”総合デジタル情報カンパニー”実現のための第1歩といえる。中長期成長戦略としては①グループの提供回線数の拡大、②サービス・コンテンツの拡充、③サービス・コンテンツを提供する基盤の拡大があげられる。そのための戦略資産（中核技術）としては、企業独自のものとしてはADSLにおけるインフラ・ポータル・コンテンツにおけるNo.1実績を背景にしたコンテンツ製作技術があげられる。従来はADSLにおいて、戦略資産としてノウハウを蓄積してきたものであるが、将来的には、競争優位の源泉となる中核技術としての動画コンテンツ技術、モバイルとインターネットの融合技術をボーダフォンが有するグローバルなサービス・コンテンツ提供基盤に早急に導入し、インターネットと携帯の融合による情報通信システムとしての競争優位を築いていく。一番重要なのは、現在、携帯電話による移動体通信ビジネスの急速な立ち上げが行われているが、これにて生み出される営業キャッシュフローをこれらの技術開発や提供基盤の整備に投入していくことである。具体的には、中国事業やボーダフォン買収により利用展開しうる欧米の情報システムやノウハウ、ADSLで構築されてきたYahoo!動画作成のための製作技術を利用・展開していく。しかし、パソコンや携帯などのモバイルを活用したコンテンツの将来像は今のところ不確定要素が大きく、米を中心としたデファクトスタンダードが突如提案されるかもしれないなど事業環境を予測しにくいのも事実である。携帯電話による移動体通信ビジネスやADSLで得られるであろうキャッシュフローの還流が急がれる。これが順調に行かなければ、固定通信におけるFTTH事業への本格参入にともなう設備投資や、ボーダフォン買収資金の返済が経営を圧迫することは間違いないと思われる。

(2)固定通信事業

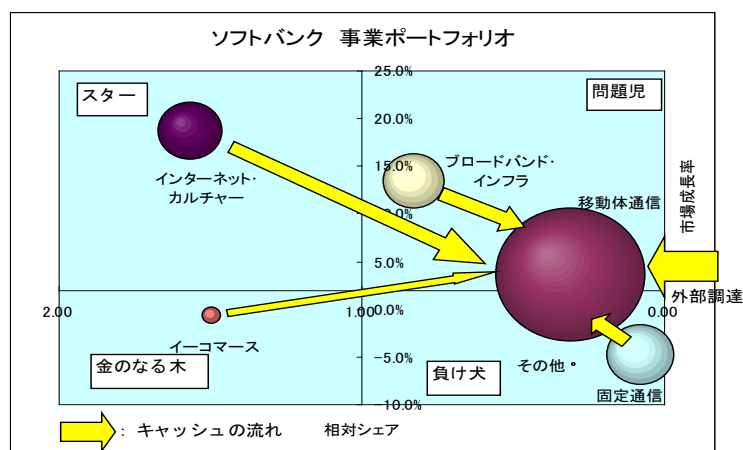
Yahoo! BB ADSLは500万回線を超える顧客基盤、料金面、通信速度面などにおいてユーザーから支持されている。しかし、解約率が高まる傾向にあるADSL事業の収益をいかに維持するかが課題である。さらには、新規顧客の獲得に取り組むとともに以下の取り組みを行っていくという課題がある。①FTTR接続サービスの商用化に向けた試験サービス ②高速PLCサービスなどの研究開発を継続 ③FTTH市場への本格展開。個人向けの固定電話市場は縮小傾向にあるが、法人向けの市場は堅調に推移していることもあり、法人向け固定通信産業市場獲得に注力していく。ソフトバンクテレコム(株)は直収型固定電話サービス「おとくライン」を法人向け音声サービスの主軸に据え、同事業における直接営業に引き続き注力していく。また、法人向けモバイルソリューションの開発・提供、法人向けデータサービスの提供を行い、さらには収益性の改善のため当社グループ内の経営資源の有効活用を行っていくとしている。FTTH市場への本格展開への態勢は整えているとしているが、収益に見合った展開を基本戦略としていることもあり、積極的な戦略展開を控えている。ADSLからFTTHへの急速な移行が進んでいる時期であり、傍観しているとドコモとの収益格差の拡大およびソフトバンクが掲げるコンテンツビジネスチャンスに乗り遅れる可能性がある。

8.2 事業ポートフォリオ

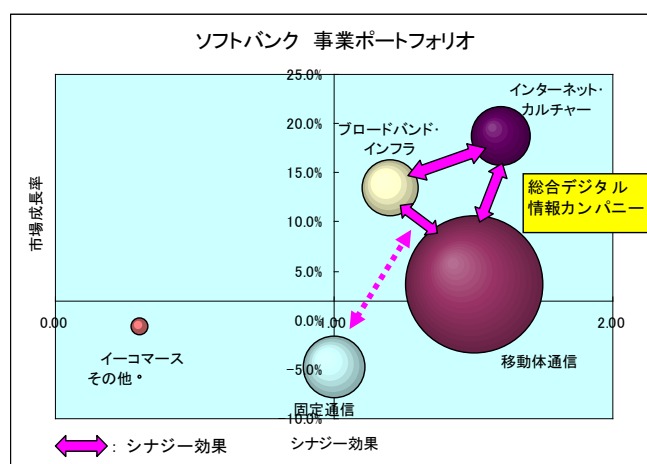
過去から現在における事業ポートフォリオを俯瞰すると、これまでは、シェアが高く、成長率も高いスターであるインターネット・カルチャー事業

(Yahoo!)によりキャッシュを稼ぎ、ブロードバンド・インフラ事業 (Yahoo!BB) や固定通信事業に資金を投入するという構造になっていた。2006年3月に移動体通信事業(ボー

ダフォン)を買収する際、既存事業のキャッシュでは到底賄えなかったため、長期借入金により1.6兆円調達した。それにより、事業ポートフォリオはこれまでとは大きく変わっており、移動体通信事業が大きな位置を占める状況になっている。今後は移動体通信事業を核に、事業ポートフォリオを構築していくものと考えられる。ブロードバンド・インフラ事業は設備投資が一巡し営業キャッシュフローを稼ぎ出すようになってきたが、NTT他によるFTTH(光ファイバー)攻勢が非常に厳しく、Yahoo!BBの契約者数は増加しているものの売上は減少している。現状の営業キャッシュフローで新たにFTTH事業に進出するだけの体力はないため、FTTHの拡販には力をいれておらず、新技術の研究開発にとどまっており、将来的には縮小していく可能性がある。固定通信事業についても、赤字幅は減っており、営業キャッシュフローを稼いでいるものの投資負担が重く、思うように法人顧客も増えていない。今後は「ソフトバンクグループが持つ、モバイルサービスや豊富なコンテンツ・サービスなどを活かしながら、ソフトバンクテレコムが強みである通信インフラをベースとしたICT(Internet Communication Technology)・ソリューションを提供していきたい」(同社HPより)とあるが、方向性が見えづらい。

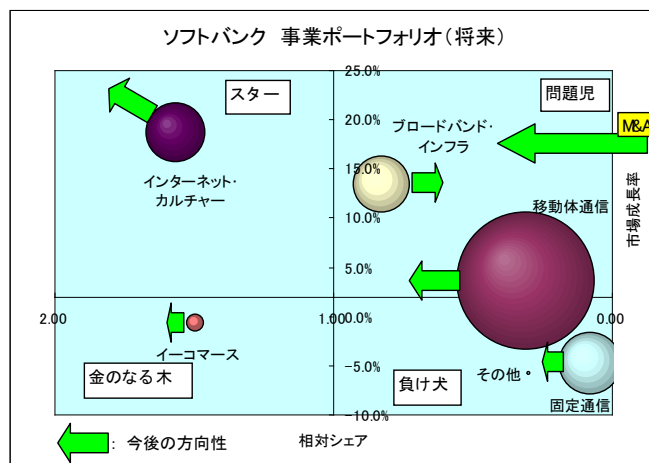


事業ポートフォリオを縦軸：市場成長率、横軸：シナジー効果により作り直すと以下の図の通りとなる。インターネット・カルチャー、ブロードバンド・インフラ、移動体通信の3事業については、移動体・ブロードバンドのインフラを活用し、動画、ポータル情報、オークション、ヤフーショッピングなどの幅広いコンテンツを流通させ、これらが複合的にシナジー効果をもたらすと考えられる。ソフトバンクが提唱する「総合デジタル情報カンパニー」のコアとなる事業であり、



今後より投資が加速すると思われる。固定通信については、ソフトバンクの法人向けモバイルソリューションやICTソリューションの提供といった戦略でシナジー効果をもたらそうとしているが、現時点ではどれだけのシナジーが出るか不透明である。**Yahoo!** ブランドにより、家庭内・移動中・仕事中どこでもソフトバンクのコンテンツを楽しむことが出来る、ユビキタスコンピューティングという将来像が実現できるかどうかは、これらのシナジー効果が十分に発揮できるかどうかにかかっている。

以上をふまえ、今後の事業ポートフォリオ戦略について、将来像を描いてみる。インターネット・カルチャー事業は今後も市場成長に伴い、拡大していくであろう。ただし、**Google** という強力なライバルがあり、楽天や**MSN**、**goo**といった既存勢力も侮れない。また、ミクシィなどの新興勢力も急成長しており、競争環境は厳しい。ソフトバンクの他事業とのシナ



ジー効果を発揮し、他の追随を許さない体制を構築する必要がある。特に、移動体通信を持っている企業体は他にないため、携帯電話とインターネットの融合による新たなサービスを次々と提供していくことが、競合企業との差別化を図るために重要である。また新しいインターネットサービスについては積極的に **M&A** を行い、**Yahoo!** の企業価値、ブランド価値を高める必要がある。ミクシィの例のように、いつの間にか業界のスタンダードを取られてしまうケースがあるため、インターネットサービスは侮れない。ソフトバンクも 2006 年 11 月に米 **MySpace** と合併会社を設立したが、参入が遅く、ミクシィに大きく差をつけられている（2007 年 3 月末のユーザー数はミクシィ 1,000 万人以上に対し、99.9 万人）ため、急速なインターネットの進歩による新しいサービスの提供を素早く行っていくための投資が必要である。例えば、リンデンラボのセカンドライフと提携するなど、一步先を見据えた事業戦略が求められる。

ブロードバンド・インフラ事業はこれまで述べたとおり、**FTTH** に市場を侵食されており、今後 **ADSL** による成長は見込みづらい。サービスの拡大、価格引き下げなどによる既存顧客の囲い込みを行う必要がある。これから設備投資を行い、**FTTH** 事業に参入するのは困難と思われるため、**Yahoo!** ブランドの補完的意味合いとして、**Yahoo!BB** を捉えるのが妥当である。**Yahoo!** ユーザーに携帯電話と連動させて動画や音楽などの様々なコンテンツを提供し、既存顧客を満足させるような事業戦略が必要である。

移動体通信に関しては、**NTT ドコモ**、**KDDI** と比較してフリー・キャッシュフローが少なく、設備投資余力が小さいため、価格戦略による顧客獲得が主となる。**Yahoo!** とのシナジー効果はすぐには出ていないが、コンテンツの流通インフラとして、将来性は大きいにあるため、早期のシナジー効果発揮が望まれる。固定通信もこれまで述べたとおり、法人にターゲットを絞り、

移動体通信・ブロードバンド・インフラとのシナジー効果を活用する方針だが、現段階ではあまり期待できない。イーコマース事業に関しては、特別大きく成長する可能性は低く、その他事業も同様である。よって、インターネット・カルチャー、ブロードバンド・インフラ、移動体通信 3 つの事業を中心に、シナジー効果を高め、Yahoo!およびソフトバンクブランドを最大限活用した事業戦略が求められる。しかしながら、移動体通信の投資負担が重いため、今後より高い成長を続けるには、資金調達をいかに戦略的に行い、成長分野に再投資できるか、という財務戦略が重要であろう。

8.3 M&A

8.3.1 M&A 実績

ソフトバンクの M&A を検討するために、近年のソフトバンクの動きからまとめる。ソフトバンクが主な事業とする、通信インフラ事業、コンテンツ・ポータル事業において、迅速に競争優位を構築するためには、M&A や各種提携は有効な手段であり、その中で、Yahoo! Inc.への出資（1995 年）や Yahoo! Inc.と共同で行ったヤフー（株）の設立（1996 年）、日本テレコム（株）の買収（2004 年）およびケーブル・アンド・ワイヤレスアイディーシー（株）の買収（2005 年）、ボーダフォン（株）の買収（2006 年）等の大型買収・出資を行っている。これらの M&A 等については総合デジタル情報カンパニーとしての基盤づくりに大きく貢献したばかりか、他社との差別化・優位性の構築に大きく貢献し、一定の成果を得ている。この M&A を評価するために、M&A 決定プロセスのフレームワークを考える。まず、事業ポートフォリオ戦略から、既存事業の強化、改善を目指すか、あるいは事業ポートフォリオの再構築によって多角化を推進する、集中度を高める、事業価値増大、などの戦略を作るところから始まる。その戦略を実現する資源を自社内で調達できる場合は自社資源の再分配で事業ポートフォリオの再構築が可能となる。しかし、自社内に、スキル、技術、販売網、生産設備、オペレーションシステム、ブランドなどの資源がない場合は自社で開発するか、外部から調達してこななくてはならなくなる。つまり、外部資源の活用方法のひとつとして M&A が存在することになる。実際に戦略の決定プロセスのフレームワークに沿ってソフトバンクを考察してみる。まずソフトバンクグループの M&A は決定プロセスでは多角化と、追加資源獲得であり、その資源は全て外部資源を活用しており M&A の目的で分類すると攻撃型であるといえるだろう。ソフトバンクグループの M&A を類型化すると以下の 3 つに分類できる。

(1) グループ顧客基盤（提供回線数）拡大

ソフトバンクグループはインターネットを基盤とする企業集団であるため、通信インフラの提供を行っている。「グループの顧客基盤（提供回線数）の拡大」として「Yahoo! BB ADSL」に最高では年額 800 億の赤字を計上して投資したり、日本テレコムの買収により回線数を 2005 年度で一挙に 505 万獲得し固定電話サービス「おとくライン」を育成し、ブロードバンドにおけるリーダーとなった。これらの買収の目的を分類すると攻撃型であると同時に戦略資産の獲得、強化に他ならず、加えて新規事業開発投資を節約する、時間を買う、の目的も同時に果たしている。

(2) サービス・コンテンツ拡充

ソフトバンクは通信インフラ（インターネット）上で提供している「サービス・コンテンツの拡充」のために、インターネット・オークション、オンライン証券やオンラインゲームなど、多種多様なサービス・コンテンツを国内最大規模で提供している。また今後のサービス拡充のために、集客力のあるポータルとその上で展開する音楽、放送、ゲーム、スポーツ（ホークスの買収が典型？）、e-コマースなど多岐にわたるサービス・コンテンツを提供するためのビジネスモデルを展開している。このためには、Yahoo! Inc.への出資（1995年）やYahoo! Inc.と共同で行ったヤフー（株）の設立（1996年）などを行い結果としては特大のホームランとなっており、YahooはGoogleを抑えて日本におけるポータルサイトのデファクトスタンダードとなっている。また、ホークス球団の買収は、スポーツコンテンツの獲得と併せて、ソフトバンクの企業イメージアップにも大きく貢献している。この二つの買収の目的を分類すると攻撃型であると同時に、製品ライン、事業活動・分野を統合しシナジー効果（顧客価値相乗効果）を得る、に分類され、目的を達成し目標以上の成果をだしているといえる。

(3) 基盤のさらなる拡大

「サービス・コンテンツを提供する基盤のさらなる拡大」による成長を目指すために、インフラフリーであるサービス・コンテンツを、ソフトバンクグループの回線利用者のみならず、すべてのブロードバンドユーザーへの提供するために、ボーダフォン（株）を買収し、膨大な数の回線数と移動体通信の事業システムを引き継いだ。ボーダフォン・グループと携帯端末の共同開発や調達、新たなモバイルポータル・基盤ソフトウェアの開発に加え、世界規模でコンテンツを調達し、それを両グループの世界中の顧客に提供していくことを目的とした戦略的提携も行った。固定ブロードバンドにおいて、ソフトバンクが培った技術、ノウハウ、サービス・コンテンツが、今後は固定からモバイルへ一挙に広がる。これはM&A目的の殆どを網羅しているといえる買収であり、この買収の実現によりソフトバンクが従来への出版、コンテンツ、固定通信の企業からまったく別の企業に生まれ変わったといえるほどのインパクトを持っている。

8.3.2 M&Aプロセス

M&Aプロセスからソフトバンクの事例を考察する。ソフトバンクは今後も、「キーコンテンツを保有している企業、またはブロードバンド事業を推進するために必要となる技術を保有する企業とのM&Aないし提携等は重要と考えており、必要に応じてM&Aを検討する」と明言している。また、「M&Aや提携を検討する際には、対象企業の財務内容等についてデュー・ディリジェンスを行うことにより、事前にリスクを回避するように努める」としている。しかし、買収後様々な原因による偶発債務の発生や、未認識の債務が発生する可能性も否定できないほか、事業環境や競合状況の変化等により当初の事業計画の遂行に支障が生じる可能性は否定できない。また、「M&Aや提携をおこなった後に、当初見込んだ通りにシナジー効果が期待できないことや、投資額を十分に回収できないことが発生するかもしれない」とリスクと課題において認識している。それらのM&Aリスクを減じるためにM&Aプロセスがある。M&Aプロセスは、大きく、対象先の決定、実行、経営に分けられる。実行フェーズをさらに分ける

と、アプローチ、基本合意、デュー・ディリジェンス、二次契約締結、クロージングとなる。ソフトバンクの M&A で対象となる企業や技術は、IT 分野での最先端の技術であり、M&A 候補のリスト化が一番のキーとなる。特に米国でのベンチャー型の開発企業をどう発掘し、評価するかが大きなファクターとなる。インフラ基盤とコンテンツを手に入れたソフトバンクにとって、残る問題は、そのコンテンツをどうやって、携帯端末まで効率的に届けることが出来るかということである。情報がどんどん、カラー化、動画化、マルチメディア化、ユビキタス化している今日（ひとつの情報の塊の量が爆発的に増えている、つまりリッチ化しているのが今の状況である）。YahooBB の ADSL サービスの 10M/bps でさえも遅いと感じている人たちに、満足度の高いサービスを提供することが求められていく、つまりリッチテキストに対応するための、データ圧縮技術、特に画像系の圧縮技術を携帯レベルで実現できる技術を持つ企業をリストし発掘して行くことが求められるであろう。

M&A を実際に行う際の実務的な手続きから、M&A を分類すると大きく 3 つに分けられる。(1)企業合併、(2)買収、(3)資本提携である。ソフトバンクの M&A においては買収のみしか行われていない。M&A の本質としてある企業が大きくなり、成長したいとして M&A を指向するわけであるから当然の結果であることも考えられるが、それ以上にソフトバンクの社風、あるいは孫社長の考え方が大きく反映していると考えられる。では、実際にソフトバンクがどのようなスキームで M&A の手続きを進めたかを、最近の大きな買収案件であるボーダフォンの買収スキームで考察してみたい。

ソフトバンクは直接ボーダフォンに出資して買収したのではなく、モバイルテックに 2,008 億円出資し、モバイルテックは BB モバイル（現ソフトバンクモバイル）に 2,000 億円出資している。（BB モバイル（現ソフトバンクモバイル）出資分はブリッジファシリティー、および、リフィナンスにより相殺処理されて、ソフトバンクの長期借入れ収入として CF に組み入れられている。）最終的には BB モバイル（現ソフトバンクモバイル）がボーダフォンの株の公開買い付けを行い、買収を成功させている。このような複雑なスキームをとる理由は、市場の変化に対応するために決裁権を委譲してスピード感のある企業運営を実現するためではなく、資金の流れを複雑にして透明性をなくし、利益をグループ内での証券取引などへの備えとしてプールし易くし、間に企業設立を行うことで関係者への手数料ビジネスの介在を促し、証券、法曹界でのソフトバンク利権ファンを形成することを目的としていると思われる。

8.3.3 ボーダフォン買収の企業価値評価

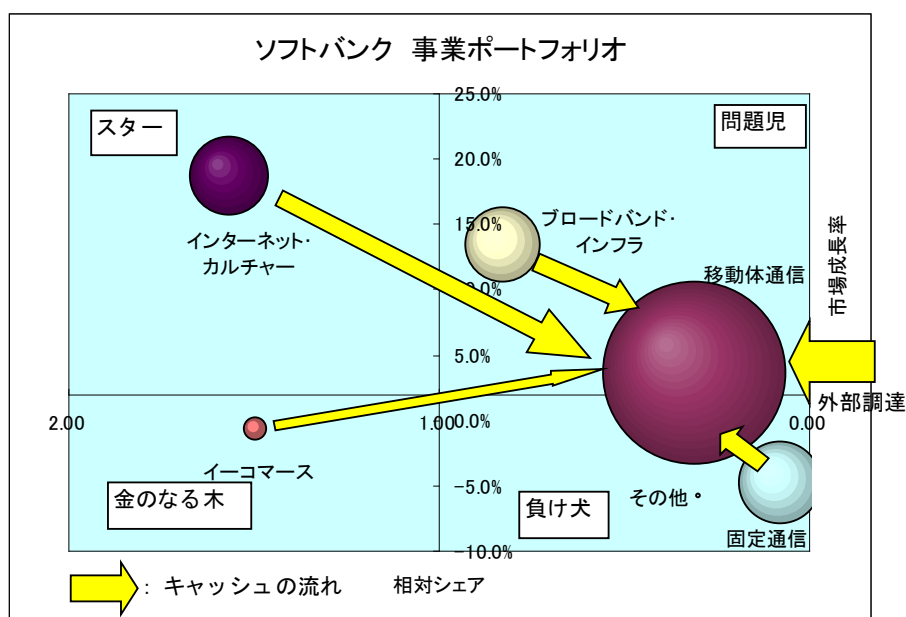
ソフトバンクの M&A 戦略の価値評価については、ボーダフォン時代の携帯電話のみの事業形態から、ソフトバンクに移ってからは、携帯電話機がソフトバンクの持つコンテンツの配信基盤としてブロードバンド端末の位置付けへと大きく変化したこと、ソフトバンクのもつ事業資産とのシナジー効果が大きく、かつ、コンテンツや事業のスキームが複雑に絡み絡み合っていること、買収前後のソフトバンク株価が大きく変化しており短期での評価に適さないこと、以上 3 点から買収時の概算数値のみ示すこととする。ボーダフォン（株）の買収については連結子会社 BB モバイル（株）により公開買い付けが実施され 2006 年 4 月 27 日付でボーダフォンの

発行済株式総数8普通株式5,402,913株)の99.54%を1兆6,935億円(約14,416百万米ドル)で取得した。ボーダフォンの資本金は1,772億円(約1,508百万米ドル)であり、2005年3月31日の終了時点での連結売上高は1兆4,700億円(約12,514百万米ドル)である。当時のボーダフォンの株価は33万円前後であることからほぼ市場価格通りで買収したといえる。

先日発表された2007年第一四半期業績により再度評価をしてみた。ボーダフォンの買収が2006年4月に完了し同年5月度より損益を反映していることから、対前年の同時期と比較するためには2007年度の四半期との比較が適切である。7月8日の発表によると第一四半期連結業績は、営業利益が前年同期比45%増の787億円だった。2006年5月から連結対象に加えた携帯電話事業が大きく伸び、主にヤフーが手掛けるインターネットカルチャー事業も大な増益だった。ただ、通信事業の業績予想は困難とし、通期の業績見通しの公表は今回も「若干時期尚早」(孫正義社長)として見送った。売上高は同34%増の6,630億円。携帯事業はその6割弱で、全体の増収分の9割強を占めた。同事業の営業利益は435億円(前年同期は2カ月で272億円)と全体の半分強を稼いだ。基地局建設や顧客獲得コストがかさみ、1契約あたり月間収入(ARPU)は5,000円と前年同期590円低下した。それでも、増益を確保できたのは新規加入から解約を差し引いた純増数が5月以降、TOPになるなど「顧客数を増やすことが出来たため」(孫正義社長)と発表した。携帯以外では、インターネット・カルチャーが26%、ブロードバンド・インフラが58%の営業増益。一方規模は小さいものの、イーコマースが20%の減益、固定通信は12億円の黒字から1億円の赤字に転じた。経常利益は511億円と前年同期97%増で、有価証券売却益などにより純利益も前年同期17.7倍の251億円に膨らんだ。さらに通信3社の中では、営業利益、純利益の双方の伸び率は他の2社を大きく引き離しており絶対額の差は大きいもののソフトバンクに一番勢いがあると言える。このように四半期決算の概況から考察するとソフトバンクのボーダフォン買収は現在のところ成功していると言える。

8.3.4 今後のM&Aの方向性

企業価値創造の事業ポートフォリオのフレームワークを用いて作成した、ソフトバンクの事業ポートフォリオを再度俯瞰する。ボーダフォンの買収により、事業ポートフォリオが激変し全てのセグメントが移動体通信とのシナジーを指



向している。今後はこの巨額投資が生み出すシナジーを発揮するために、事業システムの側面、技術の側面、市場の側面で検討が行われることになる。つまり巨額投資の後であるためこの投資の効果を上げるための小規模の M&A は行われるにしても、ポートフォリオ上にもうひとつの柱を築くような大規模な M&A はしばらく控えることになるということである。

(1) 事業システムの側面

携帯電話においてもブロードバンド化を進めることで、これまでよりオープンではるかに大きなコンテンツの世界にユーザーが接触できる可能性が広がる。例えば携帯による動画のストーリーミングが実現すればいつでもどこでも映画を見ることが出来たり、いつでも語学レッスンを受けてできる。ソフトバンクはすでに放送局などとの連携を目指しているが、それ以外の映画会社や教育事業を展開している会社の買収もあるかもしれない。また、携帯端末の売り切り制を既に展開しているが、これは今話題の i-Phone との提携などに発展することも考えられる。また一部の地域ではすでに一般的になっているお財布携帯から、さらに一步進んで電子マネーの媒体として決済機能をもたせ、自社の顧客を囲い込みたい小売業や、金融機関との連携も考えられる。またセキュリティの普及の観点から携帯に認証機能の搭載なども考えられる。いずれにしても、携帯がまさに個人に常に携帯されているという事実から、様々な事業システムの方向をめざした M&A が展開できる。

(2) 技術の側面

通信のブロードバンド化に伴い、リッチテキスト情報が流れ出すと、通信速度が遅いことが著しくユーザー満足度を下げることにもなる。様々なサービスを提供し開発するという観点以外でも、現在の加入者をつなぎとめるという観点からだけでも、ソフトバンクに限らず携帯各社は無線通信の通信速度向上と更なるブロードバンド化を進め通信密度の向上を図ろうとするであろう。例えて、あげる技術としては、高速道路の ETC がある。ブロードバンドの一瞬のうちに大容量通信を行う技術を携帯に搭載することができれば、前述の事業システムと合わせて様々なサービスが提供できるかもしれない。M&A 展開も技術志向が加速されよう。

(3) 市場の側面

ソフトバンクの地域別のセグメント情報によればほぼ 100%近くが日本国内での活動成果である。しかし、作り上げたシステムは日本のみで通用するわけではない。事業の仕組みや技術は海外への移転が可能であること、日本では人口が今後減少し総加入者数は増加しないことが見込まれている。この2点から、今後は海外への事業展開を行うことになるだろう。特に最近のジャパンカルチャーブームによりボリュームユーザー層である 10 代後半からの欧米の若者に漫画やキャラクターコンテンツ、あるいは、ジャパニーズポップスを配信したりすることは、海外のボーダフォン・グループにとっては良いコンテンツとなるかもしれない。また機器の開発、コスト削減についてもボーダフォン・グループの一員であったということで各国のボーダフォン・グループと携帯端末の共同開発や調達、新たなモバイルポータル・基盤ソフトウェアの開発に加え、世界規模でコンテンツを調達し、世界中の顧客に提供していくことも可能になる。中国ではアリババ社インターネットのポータルサイト Yahoo!China として急速に普及しており、孫会長も 1/3 程度出資している模様である。それを足がかりに買収に向かう、あるいは経

済成長が著しくかつ固定通信インフラの整っていないインドの携帯事業への出資やM&Aも視野に入れた海外展開が望まれる。

以上様々な側面をまとめると、今後のM&Aについては次の路線を基本とすべきであろう。(1)巨額投資の後であるためこの投資の効果を上げるための小規模のM&Aは行われるにしても、ポートフォリオ上にもうひとつの柱を築くような大規模なM&Aはしばらく控える。(2)無線通信の通信速度向上と更なるブロードバンド化を進め通信密度の向上を図る。(3)経済成長が著しくかつ固定通信インフラの整っていないインドなどへの携帯事業への出資やM&Aも視野に入れた海外展開を指向する。

8.4 経営課題への対応策

ソフトバンクが創業以来一貫して掲げている経営理念「デジタル情報革命を通じて、人々が知恵と知識を共有することを推進し、企業価値の最大化を実現するとともに人類の社会に貢献する」が将来への経営戦略、進む方向性を探るための出発点となる。この理念のもと、「総合デジタル情報カンパニー」を目指すという孫正義社長は、これからの持続的成長に向けて、企業価値3大要素である「安全性」「成長性」「収益性」の極大化が企業価値増大に欠かせない重要な要素だとしている。ただ、前述の通り、移動体通信事業とインターネット・カルチャー事業というキャッシュカウに基づく「収益性」を、FTTHやコンテンツ開発、海外展開M&Aにより「成長性」を指向して、「安定性」を持ったシナジーを発揮していく必要がある。

収益性は、インターネット・カルチャー事業を中心に高い収益率を発揮してきたが、固定通信事業、イーコマース事業などでてこずっている。また、移動体通信事業では、大手2社と差をつけられている。通信業界は競争が厳しく、業界環境は日々刻々と変化しているため、技術や設備への先行投資も必須であるが、企業価値向上のためには有利子負債の圧縮を進めることが重要であり、今後は営業活動により稼ぎ出したキャッシュを有利子負債の返済と将来への投資に対して、バランスよく配分していくことが求められる。したがって、これらを打開するためには、①インターネット・カルチャー事業でのポータル、コンテンツにおける知名度、総合性を生かすべく、十分な投資を行い、移動体通信事業に伍する収益源にまで育てること、②固定通信事業はブロードバンド・インフラ事業との関係も見ながら、段階的に撤退・売却を行うこと、③得られるキャッシュを移動体通信事業、インターネット・カルチャー事業へ重点還流させることが必要である。

成長性としては、これまでM&Aを繰り返すことで驚異的な売上高成長率を達成してきており、全体として「かなり成長した」観がある。ただ、NTTドコモに比較して超高速通信FTTHへの弱みは否めず、これからの人口減を目の当たりにして、海外展開をすることが必須である。したがって、これらを打開するためには、FTTHへの重点投資、ただしーから整えるのではなく、電力会社とのタイアップ、FTTH事業の買収へと発展させるべきではないかと考えられる。電力会社はその電気事業を営むために給電指令・制御などのために、電力線と併走させる形で光ファイバー網を構築してきた。既にこれらは電気事業の一環として電気料金に織り込まれ、投

資回収されているのである。したがって、FTTH 事業から得られる収益は、例えば関西電力系のケイ・オプティコムでは高く、電気事業収入の伸び悩みをカバーするまでにいたる「孝行息子」となっている。ただ、電気事業とのシナジーという意味で差別化できる商品とは言えず、やはり通信事業として生き残るしかないわけである。そうすると、ソフトバンクなどのコンテンツとのマッチングのほうが高い。したがって、将来的には電力会社がコンテンツ力を身につけるか、FTTH 事業を売却する方向にならざるを得ず、その際にはソフトバンクが吸収の受け皿となることが出来る。そのための遠大な布石を打ち始めるのが、ソフトバンクのとるべき道ではないかと考える。そのために電力会社との相互利益を図る取組みも重要である。巨大企業とのタイアップがあまり見られないソフトバンクだが、電力系通信事業者やコンテンツ事業者とのタイアップを早期に始めることが肝要である。

次に、コンテンツ事業の発展である。これはこれまでヤフーで培ったノウハウを発展させ、学生や主婦などの余裕時間を持つ層へのアプローチに加えて、ビジネスマンにとって欠かせないツールの開発が必要ではないかと考える。これまでは、ネットショッピングやオークションなどで手数料収入をかさ上げしてきたが、他社との差別化は、出展数や手数料割安さなどから生み出されるものであり、余裕時間を持つ層は十分に比較し見定めている。ヤフーはオークションなどの手数料を上げており、徐々に楽天や新興コンテンツ事業者にシェアを取られる可能性が多分にある。したがって、時間のないビジネスマン＝料金比較に比較的無頓着な層の取り込みを目指すべく、高速インタラクティブインフラを構築できるソフトバンクならではのクイックレスポンスを生かしていく必要がある。最後に、海外展開であるが、現在の携帯端末の海外での利用可能性においてソフトバンク・KDDI を寄せ付けない NTT ドコモがある。すなわち、現在の規格・技術ではまだまだビハインドにある。将来性を見て、既に中国の馬 CEO 率いる「アリババ」の株式を 1/3 入手しているなど海外投資をしてきているが、売上高のほとんどを国内から得ており、その積極性がやや海外に向けられていなかった。これからは特に固定通信網の弱い発展途上国、特にインドなどでの移動体通信事業を中心に、国内のような総合デジタル情報カンパニー指向が受け入れられると考える。成長著しい BRICs などに対して M&A を徐々に徐々に進めていく。

キーワードはシナジーである。移動体通信事業とインターネット・カルチャー事業を中心に、FTTH の高速通信も生かしながら展開し、海外へも虎視眈々と準備を進める戦術で臨む。しかしながら、これまで M&A で巨大化してきたソフトバンクには、シナジー（相乗効果）が何より重要となる。中でも重要なのが、人的な相乗効果であろう。経営層については、若手を適材適所で配置してきているが、総合的視点での育成がなされていない。すなわち、孫正義に代わるジェネラルマネジャーがいないのである。一代で築き上げたワンマン CEO にはありがちなパターンだが、経営者を M&A で獲得するのは日本では難しく、禪譲に当たっての競争・育成の体制を整えるのは早すぎることはない。主要事業の COO をオープンに競わせる、GE のクロトンビルのような「道場」を作る、といった手を打ち始める。それがシナジーを継続させる基本である。さらに、安定性を求める上では、既存勢力との整合を取った関係構築が必要だ。例えば規制当局などへの働きかけや前出の電力会社との関係構築などである。ベンチャー企業に

ありがちな「がつつき」は既にソフトバンクには必要がない。ビジョンを持った大人の発展が求められるのである。

これまでソフトバンクの現状と将来、課題と対応策について整理してきた。ソフトバンクはひとえに孫正義会長のビジョンと行動力・実行力により発展してきたが、これからは発展のスピードへのこだわりを減じながら、整合の取れた展開が必要となる。通信事業、コンテンツ事業などの関連事業以外は必要ない。海外での発展を期した布石を打ちつつ、高速化への投資、そして後継者育成への努力が求められる。

2012年10月15日、ソフトバンクは米国携帯電話3位のスプリント・ネクステルを201億ドルで買収すると発表。翌年6月11日には、買収総額を216億ドルに引き上げる。2013年6月25日、スプリント・ネクステルの臨時株主総会で買収提案は承認された。¹⁹

(注: ソフトバンク株式会社の企業戦略分析については、付属資料1, 2を参照してください)

9 大正製薬のM&A(2003)²⁰

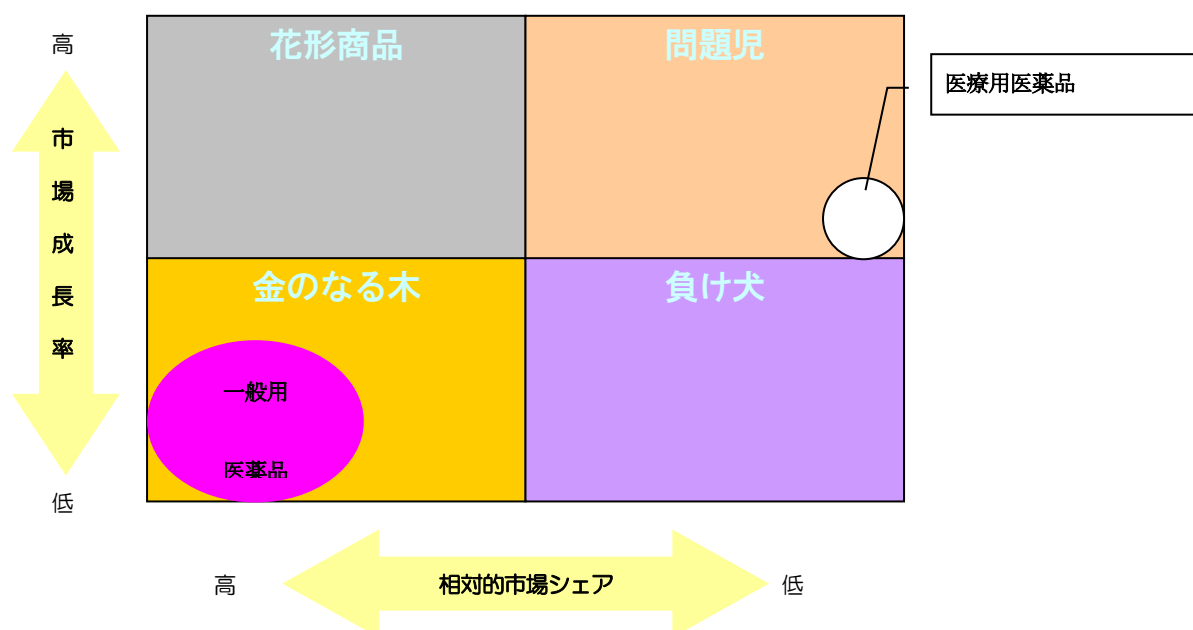
9.1 製薬業界の動向

大正製薬の属する製薬業界の現状と動向について、概観する。医薬品は、医療用医薬品と一般用医薬品に分類される。医療用医薬品のほうが圧倒的に市場規模は大きいですが、日本ではどちらの市場も伸び悩んでいる。近年、製薬業界では新薬開発費用が増大しており、開発に伴う製品化失敗のリスクや営業上の失敗のリスクが増大している。また、開発費用の増大と回収リスクを低減するため、海外のメガファルマと呼ばれる非常に大規模な医薬メーカーを中心に、M&A、企業提携など、業界再編が激しく行われている。国内と海外企業の規模や体力の差も大きく、潤沢な資金や資産、技術開発力を持つ国内メーカーはM&Aの標的にされつつある。さらに、日本の医薬市場は、国保の財政難や社会福祉財源の不足のため、総医療費が抑制される結果、薬価も抑制される傾向にある。ジェネリック薬の台頭など、市場価格引下げにつながる要素も大きい。規制緩和の波を受け、従来は「国民の健康保護」の名目で護られてきた業界の既得権益も崩れてきている。海外企業は日本市場を虎視眈々と狙っており、シェアを奪われたり、あるいは外資による企業買収にあう可能性も高まっている。このようななか、日本の医薬メーカーは、外資メガファルマの傘下に入り日本市場における支店と開発拠点としての機能を果たすことに専念するか、新薬開発や新製品の市場投入、新市場の創出により独自の存在感を打ち出すことで企業価値を高めるか、二者択一を迫られている。

9.2 大正製薬の現状と経営課題

大正製薬は、上述の日本市場の中で、次のような状況にある。一般用医薬品事業では、売上・利益率ともに圧倒的な強さの首位を誇る。売上原価率も非常に低く、同事業における収益基盤は固い。また、業界一の宣伝広告費を投入することで、市場認知度を高め、ブランド浸透を強力に推し進めてきた。さらに株主特約店制度とそれらの店への決め細かい営業指導によりロイ

ヤリティ（企業忠誠度）の極めて強い系列販売店網を作り上げている。また、高い収益性に裏付けられた潤沢な資金を持つ。しかし、近年、一般医薬品事業は、市場自体が伸び悩む中、同社の売上高も頭打ちになっており、限られたパイを奪い合う状況下、販売費の増加による収益率の低下も現れてきている。一方、医療用医薬品事業については、これといった製品を持たず、売上・利益ともに伸びず、相変わらず、一般用医薬品事業で得た資源である、資金をこちらの事業に投入する図式が続いている。医療用医薬品が第2の収益の柱に育たないことが、企業成長の観点から見た同社の経営課題である。以下に同社の事業ポートフォリオを図示する。

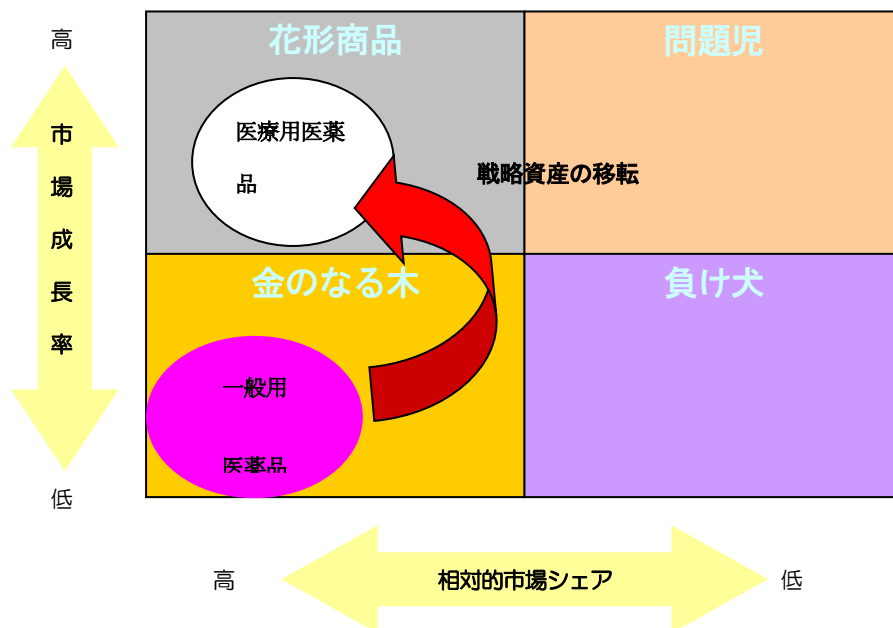


9.3 田辺製薬との経営統合方針決定

上述の状況下、同社は田辺製薬との経営統合の方針をいったんは打ち出した。M&A戦略の観点から、同社の意図・考え方を検討する。

(1) 事業ポートフォリオ

同社は、上述のポートフォリオを企業価値創造のため、組み替えることを意図した。潤沢な資金を医療用医薬品事業の研究開発につぎ込み、多角化を進め事業価値を増大させようとした。同社の意図したポートフォリオを図示すると下記のとおりである。



(2) シナジー効果と企業価値

同社は、一般用医薬品事業にきわめて強いが、医療用医薬品事業では出遅れ感が強い。市場が飽和している一般用医薬品事業での飛躍的な成長は難しいため、医療用医薬品事業で一刻も早く劣勢を挽回したいところである。この弱い分野を補完するために、田辺製薬との統合は決定された。さらに、有り余る資金を田辺製薬の持つ「優秀な」研究開発部門に投入することで、売れる新製品開発を加速し、新製品パイプラインを一刻も早く構築する狙いがあった。また、田辺製薬では一般用医薬品事業は低調であり、大正製薬に統合することでブランドやマーケティングの力を借り、成長させることを目論んだ。これらの狙いが当たれば、両社は互いに事業を補完し、資金力と技術力も相互に補完され、シナジー価値が創出され、両社の企業価値を足したものよりも大きな企業価値が生まれるはずであった。

(3) 提携か買収か

この企業統合の決定は、大正製薬側から見れば、田辺製薬、とりわけ研究開発部門の「買収」を意図したものであることは、「資本の論理」で持株会社の主導権を取ろうとした同社首脳の言葉でも明らかである。同社は、田辺製薬の戦略資源たる研究開発部門を自らの事業として完全にコントロールし、思い通りに動かすことで、あくまでも自社主導での企業価値増大を狙っていたと思われる。

(4) 中核事業強化

この「買収」により、田辺の製品群をプラスして一般用医薬品事業を強化し、投資を行うべき研究開発対象を田辺から買ってくるつもりであった。これを図示すると以下のとおりである。

この統合の失敗の原因は何だったのだろうか。決定のプロセスとしては、成長のための事業ポートフォリオを描き、それを実現するために足りない外部資源導入を目的として、買収を行う。その過程に問題はないように思える。それでは、なぜ失敗したのだろうか。

(1) 事業ポートフォリオ

事業ポートフォリオ戦略は明確であると言える。これから医療用医薬品事業を第2の収益の柱に育てる姿勢ははっきりしている。事業ポートフォリオ戦略自体は、失敗の直接の原因ではないと思われる。

(2) シナジー効果と価値

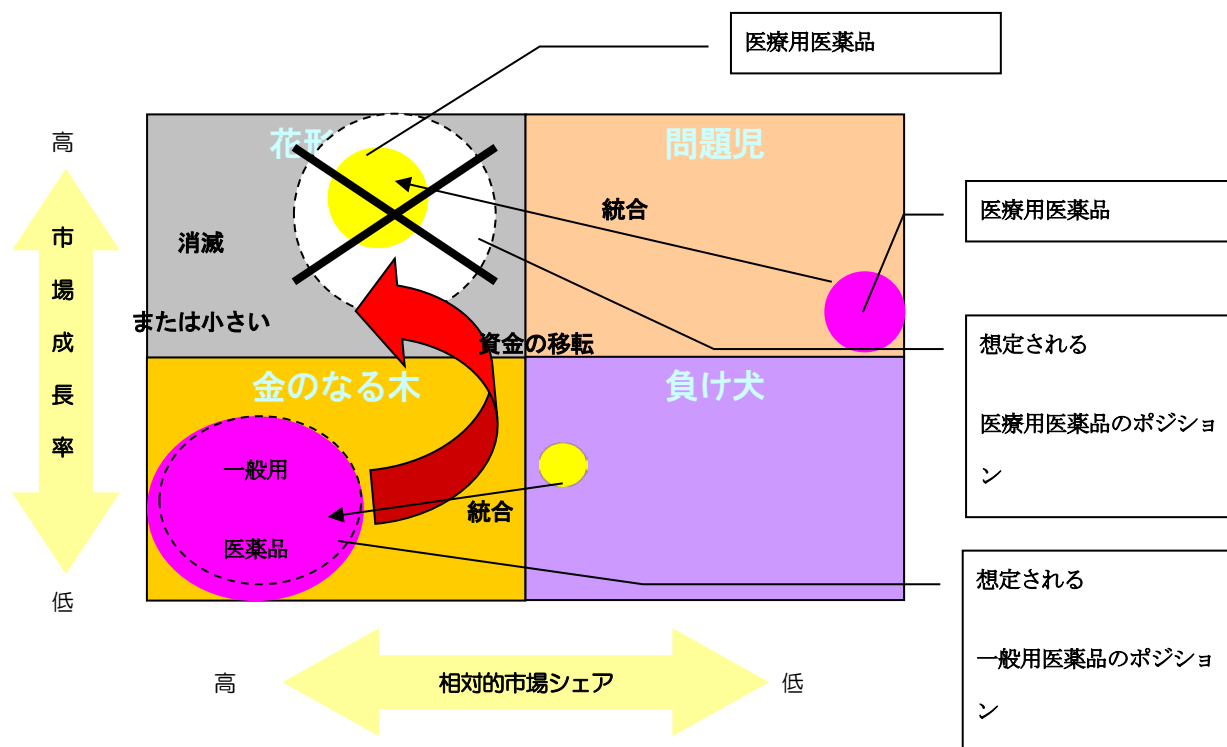
この部分に読み間違いがあったと思われる。自社の持つ資金力で、田辺製薬の持つ優秀な研究開発を加速する目論見だったが、実は田辺製薬にも大した研究開発の内容はなかった。特に数年での事業化や投資回収の見込まれる有望な新薬の研究はすすんでいなかった。新薬開発パイプラインの迅速な構築は不可能であることが徐々に明らかになった。また、一般用医薬品事業は、田辺製薬の側では、大した製品がなく、対象の持つブランドの希薄化や、販売費用の増加が見込まれることが明らかになった。これらの見方は当初よりアナリストの間では指摘をされており、その結果統合計画発表後に株式市場での株価は大きく下がることとなったのである。

(3) 提携か買収か

大正製薬側がこの統合を「買収」と捉えていたのに対し、田辺製薬側は「提携に近い合併」と考えていたふしがある。大正が資本の論理で、企業的意思決定上の主導権をとり、研究開発についても指示する立場を取ろうとしていたのに対し、田辺は潤沢な資金を得て自社主導の研究開発体制を固めようとしていたように見える。そのことが田辺首脳「対等」という言葉の裏にある意識であろう。田辺にとっては、大正は金蔓であり、パトロンであった。金をもらってあとは好きなことをしたかったのである。この意識の差が、持株会社を運営するうえでの埋めがたい溝となったのである。

(4) 中核事業強化

田辺の製品群をプラスすることで、一般用医薬品事業はコスト増による収益力の低下を招き、医療用医薬品の競争優位源泉である研究開発体制は、田辺はなかったことが明らかになった。これを図示すると以下のとおりである。



(5) 目的

上で述べた目的に対応する形で、実態として明らかになったことを記述する。(1)相乗効果を得られるような顧客の重なりはほとんどなかった。一般用医薬品における田辺製薬の競争源泉は、大正にとって意味があるほど大きくなかった。(2)コスト削減を進めるところか、いままでマーケティングに力を入れてこなかった認知度の低い商品を売るために、逆に費用の増加が見込まれることになった。(3)戦略資産である販売店網やブランドを、田辺の一般用医薬品事業に適用しようとしたが、大正の製品ラインとバッティングするものが多く、あらためて売り出せるものがほとんどなかった。(4)研究開発部門を買収し自社の戦略資産とするつもりであったが、田辺のほうでは傘下に入るつもりはまったくなかった。金だけ出して口は出してほしくないということでは、自社の成長にこだわる大正としては承服しがたいものとなった。(5)開発にかかる時間を節約するつもりが、中短期的に収益に結びつく新薬開発案件が、田辺にほとんどなかった。(6)時価総額を増大させ買収リスクを軽減するつもりだったが、市場にシナジー効果がないことを見透かされ、逆に時価総額を下げる結果になった。(7)一般用医薬品事業での優位性が弱い事業を統合することで一部崩れる恐れが出てきた。

田辺製薬側に、競争優位源泉となる医療用医薬品の研究開発案件が見つからなかったことで、外部資源を導入して多角化を果たすシナリオが崩れた。研究開発買収型の M&A で最も問題となる、研究開発部門の処遇取り扱いを含む、モチベーションの維持向上に失敗した。人事面での処遇や制度のすりあわせができず、また主導権をどちらが取るのかなど、最もやる気に関わる部分を決められなかった。また、製品ライン拡大型で問題になる、企業文化についても融和にいたらなかった。

このように、この統合計画の失敗は、M&A 戦略の各要素の検討の上で、見落としや思い違いが多くあったことによるものである。最も大きな思い違いは、「買収」と「提携に近い合併」という統合の形態における根本的な意思が食い違っていたことだ。大正製薬は、他社の傘下に入ることや他社より業績が下回るなど、劣ったポジションになることを極端に恐れる、ある意味で非常にプライドの高い臆病者であると言える。このプライドが買収という手段を選択させたのだが、買収する相手はそれを買収とはとらず、あくまでも対等なパトロンだと考えた。そのため、統合に関わるすべての意思決定に支障をきたし、結果白紙撤回にいたることになったと考える。今後、同社に限らず、日本的な「顔を立てる」意味での持株会社設立による統合は避けるべきであろう。資本的に優位な者が経営を支配するのが、資本主義社会の原則である。そこをあいまいにすることなく、意思決定の所在と責任を明らかにして統合を進めていくことが、成功するための近道だと考える。また、同社が自社優位にこだわることも必ずしも成功に結びつくとは言えない。資本に劣る企業、収益性に劣る企業が、本当に自社のものよりも競争優位源泉を持ちあわせているのか、慎重に見極めることが重要と考える。

(注：大正製薬株式会社の企業戦略・事業戦略分析については、付属資料 3, 4 を参照してください)

10 松下電器（現パナソニック）の M&A(2004)²¹

松下電器と松下電工の合併は 2003 年 12 月に発表された。TOB によって出資比率を 31.8% から 51% に引き上げ、完全子会社化するというものであった。これによって松下電器は松下電工の売上高をあわせると 8 兆 5000 億円となり、国内最大の電器メーカーとなる。実際の TOB は 2004 年 1 月から 3 月の間であるが、2003 年 12 月以降急速に株価が上昇している。しかし、公開買い付け終了後は安値に振れており日経平均と同じ歩調での株価推移となっている。松下電器の中村社長は松下電工の合併の理由を「インターネットや環境問題などの時代の変化に対応できる企業グループを構築するため」と言っているが、具体的なプランが発表されたのは 2004 年 4 月であるため、合併を発表した時期には、戦略はまだ漠然としたものでしかなかった可能性が高い。その後 2004 年の 1 月に「コラボレーション委員会」を設置して包括協業の具体的内容を検討し、4 ヶ月後に「成長に向けたコラボレーション」として、そのプランの発表にいたる。これと前後してブランドの統一も発表している。

発表された「成長に向けたコラボレーション」はブランドの統一、研究開発マネジメントの一元化、松下電工の各事業セグメントについての事業方針や、財務方針、人事方針などが示されているが、具体的な内容ではなく、実行計画と呼べるものはこれから出てくるのであろう。今回の M&A の成果はまだ明らかにはなっていないが、今後の課題としては、合併にかかわるインテグレーションマネージャーをどのように機能させることができるかということが挙げられる。なぜならば、「インターネットや環境問題などの時代の変化に対応できる企業グループを構築するため」という目的で合併した割には、「成長に向けたコラボレーション」の内容がすべての部門に関するコラボレーションを謳った総花的なものであって、例えば、どちらが主導を取るのかが明確ではないし、当初目的のひとつに上げられていたインターネット関連での

連携等に特に重点を置いている様でもない。従って、ここでアサインされるインテグレーションマネージャーは参加するプロジェクトの優先順位もわからず、松下電器と松下電工の両者の板ばさみ状態になってしまい、M&A 統合を進めるための作業がうまく進まないのではないかと懸念される。こうした場合、M&A 統合成果が遅れると、市場でのシェアが落ちてしまう。一般的にブランドの統一などを行うと、新会社の市場でのシェアが両社の単独でのシェアの単純合計よりも小さくなってしまったといった現象が往々にして発生する。今回それが発生した場合、当初予測した売上高を下回ってしまい、そのために営業利益が下がるなどの事態に陥り、この悪循環の克服には時間がかかる。プロジェクトの優先度と各事業セグメントでのリーダーシップをどちらが取るのかを明確にし、インテグレーションマネージャーを適切に配置することによって、早期に合併の成果を挙げることが、市場の期待にこたえる方法である。

往々にして松下電器の M&A は重複事業の整理（今回の合併の目的のひとつではあると考えられるが）と思われがちであるが、今回もそれだけにならないためには、合併によるシナジー効果をどのようにして発揮するかが重要なポイントである。その意味では資材部門などの共通部門を共通化することで規模の経済の効果を生かし、調達部品のコストを下げるなどの対応を各部門に広げていくことが重要である。

11 松下電器（現パナソニック）の M&A(2006)²²

松下電器では過去に社内において統合合併を行ってきた。多額の投資を伴う半導体事業とディスプレイデバイス事業について、より戦略的な運営を図るため、2001年4月に松下電子工業（株）を松下電器産業（株）に吸収合併した。松下電子工業にあった事業分野を「半導体社」、「ディスプレイデバイス社」、「照明社」のそれぞれを松下電器直轄の社内分社として設置することで、これまで分かれていた開発・製造・販売部門を事業戦略単位毎に統合した。国内の製造事業場では、これまで3ヵ所に分散していたテレビ生産拠点を宇都宮に一本化した。海外の製造拠点では、北米のエアコン用コンプレッサー工場の製造機能を中国にシフト・集約するなど、グローバルに効率的な生産体制を構築した。これらを含め、松下グループ全体で国内外の製造拠点の統廃合を進めている。

近年では、松下電器と兄弟会社での位置付けであった松下電工の合併は2003年12月に発表された。TOBによって出資比率を31.8%から51%に引き上げ、完全子会社化した。これによって、松下電器は松下電工の売上高を合わせると8兆億円強となり、国内最大の電機メーカーとなる。更にはその背景として、デジタル時代の商品開発では、開発投資が大規模化する一方で、開発から市場投入までの時間をさらに短縮することが求められる。したがって、松下電器が市場での競争優位を確保するためには、貢献すべき事業分野（ドメイン）を明確化したうえでドメイン毎に経営資源を集中し、意思決定を速め、徹底して他社より早く事業化していくことが必要。2003年1月に実施した事業再編はこうした課題に対応するためのものであった。これまでの事業再編では、まず2002年10月に関係会社5社〔松下通信工業（株）、九州松下電器（株）、松下精工（株）、松下寿電子工業（株）、松下電送システム（株）〕を株式交換により完全子会社化し、これらを含めて松下電器グループ全体を14の事業ドメインに括り直した。この新体制下では、各事業ドメイン会社がそれぞれ開発・製造・販売までの機能・責任をもち、お客様を起点に自己完結する組織で、徹底し

た自主責任経営を行うことを目的とした。これにより、意思決定の迅速化を図るとともに、経営資源の徹底した有効活用を進めている。新しい事業体制の特徴は、徹底した「エンパワーメント」（権限委譲）と「資本ガバナンス」である。松下電器がスピード感ある事業展開をしていくための条件はエンパワーメントにあると言える。各事業ドメイン会社は、お客様本位の考え方を徹底することを目指す。明確な決断力と実行力をもつためには、その事業分野とお客様に精通した各事業ドメイン会社への思い切ったエンパワーメントが必要である。各事業ドメイン会社はその事業についてのすべての権限と責任をもち、本社は配当を受ける株主の視点からその経営を監視していく。

事業再編の実効性を高めるために、組織再編と併せて実施した「経営のしくみ改革」では、資本ガバナンスの仕組みを構築した。具体的には、従来の事業部制の根幹であった(1)賦課費体系(2)出資・配当制度(3)業績評価基準を見直した。第1に、各事業ドメイン会社に課される本社費などの賦課費は、従来は売上に比例した変動費でしたが、今回の見直しでこれを本社が提供する役務に応じた固定額に変更した。第2に、本社に支払う配当基準を各社の連結株主資本に対する一定率とし、赤字でも徴収することにした。これにより、事業ドメイン会社における赤字事業の解消が資金面からも要請・加速されることになる。また、海外製造会社への出資基準は、本社もしくは地域統括会社からの100%出資とし、各事業ドメイン会社は、傘下の海外会社への出資分100%を本社に預託することにより、事業ドメイン会社による出資と経営責任の実質的な一体化を図っている。第3に、本社が行う業績評価基準については、自主責任経営を徹底し、権限委譲を実効性あるものとするため、資本収益性を表すキャピタル・コスト・マネジメント（CCM）と、資金創出力を表すキャッシュフローという、資本市場とベクトルを合わせた2つの結果指標（いずれもグローバル連結ベース）に絞り込みを行う。この経営のしくみ改革により、事業ドメイン会社は従来の単独・国内中心の考え方を一掃し、グローバル連結によるキャッシュフロー重視の自主責任経営を展開することとなる。そして、資本面から事業や経営資源の「選別と集中」を促すことで、効率的な企業運営の実現をめざしている。本社は全社横断的な取組みのリーダーシップをとっていくとともに、当社グループ全体の成長戦略を構築し、他社との戦略的なアライアンスやM&Aなどについても検討していく。さらに、本社の機能として、再販営業と先行技術開発という全社的な経営基盤を充実させ、グループ内各社の運営を支援する役割も担っている。

12 松下電器（現パナソニック）のM&A(2007)²³

12.1 企業成長戦略におけるM&Aの位置づけ

松下電器は、1950年から80年頃にかけて松下幸之助のリーダーシップの下でM&Aを展開した。国内では、1950年に東洋電波と資本提携（松下電器出資）を行い、外国とは、1950年代にオランダの当時の世界最強の家電メーカー フィリップス社と資本提携を行い、日本国内にブラウン管の会社を作った。日本ビクターとは、経営支援という形で50年代に資本提携を行った。70年代には、アメリカのオーチス社の日本の子会社に出資し、エレベーター事業に間接参入した。1970年代になって、海外事業を拡大し、既存の海外の子会社を買収していった。モトローラの民生機器部門を72年に買収した。そのあとボッシュとの合弁、コダックとの合弁、シーメンスとの合弁、ワールプールと掃除機事業の合弁の立ち上げ、アメリカのMCA（映画会社）の買収等々が、70年から80年代にかけて行われた。2000年以降、日本国内の

グループ再編を強力に実施。その中で、東芝と液晶部門とブラウン管部門を会社分割により設立、ミネベア及びニチコンとも資産の切り出し等を実施。日立、東芝の合併を加え、様々な企業を設立。クロスボーダー関連では、純粋に日本国内同士の会社が日本国内で提携を行った際、その子会社が海外にありその会社をどうするかといった案件が非常に多くなった。最近では、国内の契約であっても、結果として実際の事業の場は海外にあるという事例が多くなっている。

M&A 目的別に最近の事例を見れば、(1)新規事業への参入では、**MCA** の買収により映画産業への進出を試みた（後に撤退）。(2)既存事業関連では、事業強化、リスクシェア（構造改革）及びノンコア化としての撤退がある。事業強化については、単なる売上高増大のためだけを目的とした買収はやっていない。ノンコア化撤退については過去に行った **MCA** 株の売却や、リース・クレジット子会社の株式の売却等があり、経営負担を軽減した。最近の事例で1番多い案件が、(3)グループ・リストラクチャリングで、上場6社を非上場化し、これにより、グループ間で重複した事業を一举になくした。(4)少額出資による影響力の確保、については、特許を持っているベンチャー企業への出資、放送事業や **CATV** への出資を行っている。

12.2 M&A プロセス

M&A に対する戦略の視点は、①**M&A** は手段であること、②企業価値の向上に向けて事業の選択と集中を行うために積極的に活用するということである。次に企業を買うことは、③時間を買う、ということ。特に最近では、工場、販売部門に加え、コアコンピタンスという意味で、知的財産権、特許等も重要であり、**M&A** で④知財を買う、知財を持っている会社を買う、ということである。プロセスからの重要な視点は、①経営理念がオーソドックスでしっかり理解しあえる企業と手を組んで行きたいこと、が基本で、②スピードを重視して早期に成果をあげていくということである。次に、③プレ・ポスト **M&A** 重視で、**M&A** にいたる事前の準備の段階、さらに **M&A** 作業は終了しても、カルチャーの違い、物事の進め方のちがいはやはり残るので、**M&A** 終了後の「事業の立ち上げ」、「従業員のケア」シナジーを本当につくっていくことは本当に難しく、そこをいかに効率的にやっていくかということである。④株主に対してしっかりと説明できるような取り組み、また価値評価もしくは価値交換を行うということ、も重要である。これは、フェアネス・オピニオンを確実に取得し、訴訟リスクへの対応をする。友好的 **M&A** でも、先方とはしっかり議論し、利害の対立等を整理して、最終 **Win-Win** の関係にして対外説明が出来るようにしている。

法律面、会計・税務面では、まず、①2004年に、松下電工への **TOB**（友好的 **M&A**）を実施したが、実務上株式交換の対価として金庫株を使いづらいたか、売られる方の株主にたいしては譲渡益課税の問題等があり、最終的には現金を使わざるを得なかった。次に②独禁法関連、松下電工への **TOB** に際しては、欧州の各国ごとに **TOB** 実施に際しての独禁法クリアランスが必要であった。クリアランスの回答に関し非常に時間と手間がかかった。③日米会計基準の相違がある。現在、米国の会計基準、日本の会計基準それから欧州の国際会計基準、がある。松下電器の連結決算は、**SEC** ベースで、関係会社、子会社は日本基準で行っている。連結決算作

成のときは、子会社等の決算を一部米国基準に切り換えている。このように子会社と他の会社が M&A を行うときには、会計基準のレベルを合わせなければ価値評価もやりづらい。

2008 年 11 月 7 日、パナソニックは三洋電機買収の交渉に向けての合意を発表。同年 12 月 19 日、最終合意を発表。2009 年 12 月 11 日、買付金額が 4000 億円超となる TOB が成立したと発表。2012 年 11 月 1 日、8000 億円を投じた三洋電機の買収について、電池事業などで総額 5000 億円の減損損失を 2013 年 3 月期決算で計上すると発表。²⁴

(注：松下電器（現パナソニック）株式会社の企業戦略分析および策定については、『MBA 経営戦略講義録』第 8 回事業ポートフォリオ・マネジメント付属資料 1, 2, 3 第 9 回事業ポートフォリオ組み換え付属資料 9, 10 を参照してください)

13 ファーストリテイリングの企業成長戦略と M&A(2007)²⁵

13.1 企業成長戦略

13.1.1 事業展開シナリオ

■第 1 期：創業（1949 年）～1990 年 創業期

ファーストリテイリングの前身である「小郡商事」は、1949 年に現在の柳井代表取締役兼会長の父親によって創業された。当時は山口県宇部市で数店の店を構える紳士服店であった。柳井代表取締役兼会長は 1972 年に小郡商事に入社、1984 年社長に就任し、ユニクロ 1 号店を広島市内に出店。当時はまだ珍しかったセルフ方式の斬新なカジュアルショップに生まれ変わった。ユニクロという店名の由来は、「ユニーク・クロージング・ウェアハウス」（無駄を省いた倉庫型店舗の意）の略称である。スタート直後のユニクロは、仕入れ品揃え型のカジュアルショップであった。ユニクロ 1 号店はカジュアル商品が激安で買える店として人気を博し、翌 1985 年から年に数店のペースでチェーン出店が始まる。1988 年には全店に POS（販売時点情報管理）を導入、89 年には素材段階からの自社企画商品の開発体制強化のため、大阪府吹田市に商品部大阪事務所を開設。同時に、物流業務強化のため宇部市に配送センターを設置するなど、将来に向けた先行投資を実施。

■第 2 期：1991 年～2004 年 成長期

店舗網、本部管理システム、オリジナル商品の調達体制が整い、SPA チェーン化の目処がつきだした 1991 年、同社は「ファーストリテイリング」に社名を変更、以降急速な多店舗出店へ向かう。店舗網は九州を含む西日本全域に広がり、翌 92 年には 50 店を超え、94 年には関東にも進出、店舗数は 100 店の大台に乗せた。そして、同年には広島証券取引所に株式上場を果たした。上場後、同社の出店スピードは年間 50 店ペースと更に加速した。店舗数が 300 店を超えた 97 年、同社はファミリーカジュアルの「ファミクロ」、スポーツカジュアルの「スポクロ」という 2 つの業態を開発、それぞれ 17 店を立ち上げるも、ユニクロとのきちんとした差別化ができなかったことから販売不振で、オープン後 1 年足らずで全店閉鎖した。この時期、ユニクロ既存店の販売も低迷し、ユニクロ初の挫折となる。98 年に開始されたフリースキャンペーンでフリース商品が大ヒット、また同年出店の東京・原宿店がマスコミで取り上げられたことなどから、ユニクロブームとなった。同社の業績は V 字回復し、第 2 に成長軌道に乗っ

た。しかし、2002年にはブームも終わり、02年、03年は大幅減収となった。01年から02年にかけて海外展開、食品販売事業への展開など多角化を実施（食品販売事業は04年撤退）。また、02年に玉塚氏が新社長に就任した。

■第3期：2005年～2007年

2005年柳井氏が社長に復帰、(株)ファーストリテイリングを持ち株会社に移行、(株)ユニクロを事業会社として分離した。また、東京、ニューヨーク、パリ、ミラノなど世界主要都市に「R&Dセンター」を設置。海外店舗展開では進出済みのイギリス、中国（上海）に加え、韓国、アメリカ、中国（北京、香港）に10店舗を開業。さらに06年にはニューヨーク・ソーホー地区に店舗面積1,000坪の超大型店を「世界の旗艦店」としてオープンした。また、M&Aも積極的に行い、04年セオリーHD、05年ワンゾーン（靴）、アスペジジャパン、ネルソンフィナンス（仏）、プティヴィクル（仏）、06年中堅婦人服のチェーンのキャビンを買収するなどした。一方、国内の新規事業として「ジーユー」を立ち上げ、ユニクロより3－4割安い低価格ブランドでダイエー既存店を中心に多店舗展開をスタートしている。これら矢継ぎ早の展開は、2010年1兆円売上達成を目指しているものと思われるが、ユニクロに次ぐ、第2の柱をどのように育てていくかが、課題であると言えよう。

＜将来の事業展開シナリオ＞

ファーストリテイリングは「2010年にグループ売上高1兆円、経常利益1,500億円を達成し、世界一のアパレル小売企業グループを目指す」としている。売上高1兆円の内訳は、下記に示すとおりである。

	2006年度		2010年度
国内ユニクロ事業	3,936億円	⇒	6,000億円
海外ユニクロ事業	87億円	⇒	1,000億円
グループ会社関連事業	464億円	⇒	3,000億円
合計	4,488億円	⇒	10,000億円

売上高1兆円へのシナリオは、国内ユニクロ事業は大型店戦略、海外ユニクロ事業は旗艦店戦略、グループ会社関連事業は積極的なM&A戦略と新ブランド開発を描いている。これらを見ると、1兆円へ向けた一応のシナリオを持っていることがわかる。しかし、ここには2つの問題点があると考えられる。

(1)2010年までのマイルストーンが見えない。2010年の目標値と戦略は示されているが、具体的にいつまでに何をするのかというマイルストーンが示されていない。2010年まであと3

年という時間的制約の中で、ファーストリテイリングの中でどれぐらい数字が読めているのかということも疑問である。(2) 2010 年以降の戦略が見えない。2010 年の姿をゴールとしてビジョンを定めているが、それ以降について現時点では見えない。同社のアニュアルレポートによると、「しかし、それ（2010 年 1 兆円）が最終目的ではありません。1 兆円を超えて更に成長し続ける企業グループを目指したいと考えています。」としているが、目指す姿の具体イメージが見えてこない。

13.1.2 資源循環

次にファーストリテイリングの資源循環状況を確認する。キャッシュフローを円滑に循環し、企業価値向上に結び付けていくためには、次の 4 つの視点でのチェックが必要になる。①事業評価基準の有無：資本コストを上回る成長がなければ企業価値の向上はありえない。企業価値向上のためには、事業の状況を的確にモニタリングするための判断指標が明確になっていることが必要不可欠である。②事業の選択と集中の状況：①に従って選択と集中を行うことがキャッシュを生み出す上での分岐点となる。この選択と集中の判断こそがトップマネジメントの要諦であろう。③キャッシュフローの状況：②により選択した事業について必要な策を打ち、キャッシュフローを更に増加させることが求められる。程々のキャッシュではなく、莫大なキャッシュを稼ぐ事業に育て上げることで、次の④の投資機会が更に広がることになる。④成長投資による事業拡大の状況：③までを実行することにより、潤沢にキャッシュフローが創出されることになる。しかし、持続的な企業価値向上を図るためには、新たな投資機会を探索し、この生み出されたキャッシュフローを更に活用することが求められる。即ち、事業レベルでのポートフォリオの概念が必要になってくる。

これらの視点に基づき、同社のキャッシュフロー循環について検証する。まず①についてであるが、ファーストリテイリングの事業評価基準として具体的な評価基準は見当たらない。同社のビジョンを達成するという観点からは、売上高と経常利益ということになるのかもしれないが、キャッシュフローを見落とすことになる。ビジョンに向けて成長分野への投資を進めるとすれば、キャッシュフロー比率は必要であろう。また、株主価値という観点からは EVA, ROE といった指標も重要である。このように考えると、現状のままでは、事業評価基準の設定については問題があると判断する。②については、同社は過去、満を持して開発した新規事業でも、ダメと分かれば即、見限る。例えば、事業の多角化を打ち出して、食品販売事業に参入したが、2 年足らずでスピード撤退している。その後は、アパレル回帰に方針転換し、選択と集中の明確性には問題がないといえる。しかし、①でも述べたように、事業評価基準に基づく適切な選択と集中が行われていたとは言えない。③については、過去 5 年間においては、02 年期のユニクロブーム反動の影響を除くと、概ねフリー・キャッシュフローが創出されており、一応の評価はできる。しかし、キャッシュ創出の源泉が国内ユニクロ事業に依存しているため、海外ユニクロ事業やその他事業を第 2 の柱に育成することが課題である。最後に④については、既存事業の拡大投資に加え、近年積極的な M&A を行っているが、それらは、事業ポートフォリオを活用して将来の成長事業かどうかの見極めが十分なされたかどうかについて疑問が残る。

13.1.3 戦略資産蓄積

ファーストリテイリングの戦略資産蓄積について、事業展開シナリオに沿って、その概観を確認する。創業から成長期にかけて、即ち 2004 年までのユニクロ時代の同社は、ローコストな海外（中国）調達型 SPA 体制の確立と、ロット生産された商品を販売するために、規格統一された標準型店舗をロードサイドに量産した。この時期に得た戦略資産とは、SPA 体制を支える中国パートナー工場との信頼関係、素材調達ノウハウ、生産・品質管理ノウハウ等と、徹底した本部主導型オペレーションとマニュアルによる店舗量産ノウハウなどが挙げられる。そして、2005 年持ち株会社体制以降は、積極的に海外投資と M&A を行ってきた。この時期に得られた戦略資産としては、M&A で獲得した新たなブランドと M&A ノウハウが挙げられる。

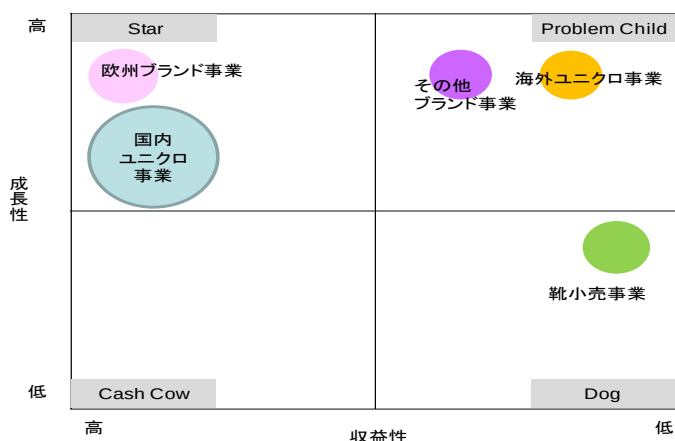
13.1.4 企業価値の持続的創造

戦略資産は蓄積されることで自社の強みとなる。そして、今後の事業展開に戦略資産を移転していくことで、新たな企業価値が生まれ、企業の持続的な成長が実現すると考えられる。過去から現在にかけて、同社は戦略資産として店舗量産ノウハウと SPA ノウハウの移転によって企業成長を実現してきた。店舗量産ノウハウについては、郊外ロードサイド店の全国展開から近年は都心、駅ナカへの出店など新たな展開を試みている。SPA ノウハウについては、ベーシックなカジュアルウェアからトレンド・スタイル重視商品、さらに付加価値商品（カシミアなど）へとアパレル事業の中での商品ポートフォリオ展開をしている。今後の事業展開においても、新規開発の業態や M&A で獲得される事業において、これまで蓄積した戦略資産を有効活用しながら、場合によっては新たな戦略資産を育て上げながら企業価値を持続的に創造することが不可欠である。

13.2 事業ポートフォリオ戦略

13.2.1 事業展開

持続的に企業を成長させようとするれば、複数の事業をもつことが必要となるケースが多い。単一の事業や製品・サービスではライフサイクルが限られていることから、持続的な成長を遂げようとするならば、複数の事業展開を行うのが通常と考えられる。ファーストリテイリングではカジュアルウェアの国内ユニクロ事業で大きな成長を遂げた。しかし、ユニクロブームが終焉し、単業態のみの企業の成長には限界があったため、次の成長ステージへの飛躍を目指して、新規事業への展開を進めた。



多角化の一環として、食品販売事業へ参入した時期もあったが、黒字化の見込みが立たないと判断し撤退、以降は世界一のアパレル企業を目指して、衣料品関連業界における新規業態、新規事業への展開を進めている。具体的には、ユニクロ事業の海外展開、低価格ブランド「ジーユー」の新規開発、靴小売事業への参入、フランスの女性向け下着メーカー、プティヴィクル社の買収、欧州でフレンチカジュアルブランドを展開するネルソンフィナンス社の買収などである。

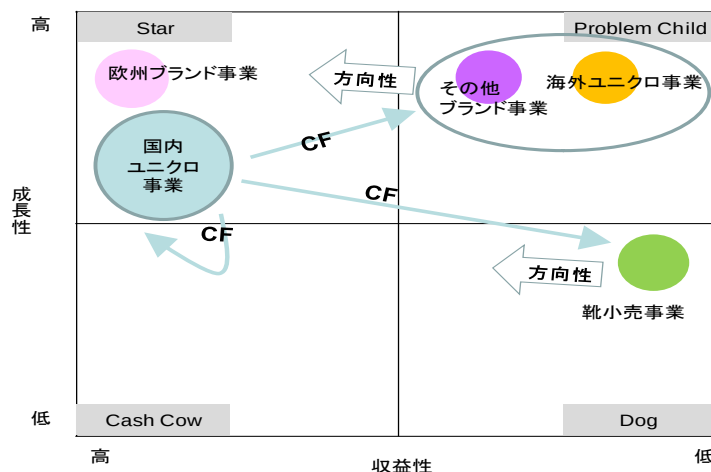
13.2.2 資源循環

個別事業間の資源循環については、事業ポートフォリオ上のポジショニングによって、営業キャッシュフローを生み出す事業と投資が必要となる事業が概ね区分されることになるので、どの事業で稼いだキャッシュフローをどの事業に移転していくか、つまり資源循環の検討が可能となる。ファーストリテイリングにおいては、国内ユニクロ事業がキャッシュフローの源泉であり、そこで稼いだキャッシュを同事業の継続的な成長のための投資と、海外事業及び新規事業獲得のための投資へ資源移転している。

13.2.3 戦略資産の蓄積と活用

事業展開シナリオを実現していくためには、キャッシュフローの移転だけではなく、自社の強みである戦略資産を移転していくことが求められる。これまで培ってきた戦略資産を、そのまま、或いは戦略資産プラットフォームの形で次なる事業ポートフォリオに移転していくことで、自社の強みが承継されていくことになる。ファーストリテイリングにおいては、国内ユニクロ事業を展開する中で戦略資産が形成されている。戦略資産によって構築された、海外調達型 SPA というプラットフォームの形で、海外事業や国内での新たな業態に展開していくことにより、新たなキャッシュの源泉を創出することが望まれる。戦略資産の移転を行う上で、事業間の人材の流動性が重要となってくるが、同社は、買収した企業に対しては経営幹部の派遣とともに、提携効果の早期実現を目的とした人事交流の実施を掲げている。

13.3.4 企業価値の持続的創造



企業価値の持続的創造を可能にするためには、事業ポートフォリオを活用することにより、現在から将来にわたる各時点において、キャッシュフローを稼いでいる事業（金のなる木）から、成長事業におけるシェア拡大のように、今投資が必要な事業へキャッシュを移転することにより、将来の金のなる木となる事業を育てることが、必要不可欠である。ファーストリテイリングでは、金のなる木である国内ユニクロ事業で稼いだキャッシュを、海外事業と衣料品関連事業へ投資している。国内アパレル事業は需要が頭打ちであることから海外事業で飛躍することと、靴事業を新たな柱として育成することを意図している。また国内アパレル事業の中では、低価格品の新規業態開発とファッション性の高い婦人服ブランドを展開するキャビンの買収など業態の多角化を進めている。それぞれの事業・業態の中から、将来金のなる木になる事業を育てることが、同社の今後の課題である。

13.2.4 シナジー効果

ファーストリテイリングの事業・業態間のシナジー効果について、同社の部門別売上報告の区分をベースに考察する。

(1) 国内ユニクロ事業⇄海外ユニクロ事業

両事業間のシナジー効果は大きい。販売地域が日本国内と海外の違いがあるものの、ユニクロブランドカジュアルウェアの生産までの活動において、シナジー効果が生じる。具体的には、グローバル R&D センターを活用する製品開発シナジー、素材調達源の共有や調達ノウハウの共有といった調達シナジー、生産委託先工場や生産方法、原材料の共有化という生産シナジーである。

(2) 国内ユニクロ事業⇄靴小売事業

この両事業間については、日本のファッション小売業界において販売する商品が異なるものの、シナジー効果としては、マーケティングシナジーと販売シナジー、また物流シナジーが生じるのではないかと考えられる。ファッション小売業界においては消費者ニーズの多様化と国内外同業他社との競争が激しさを増している。そのようなビジネス環境の中、顧客価値提案のノウハウ共有というマーケティングシナジーと、店舗オペレーションノウハウや販売促進ノウハウの共有化といった販売シナジー、また、物流方法・システム管理ノウハウの活用という物流シナジーが生じるものと考えられる。

(3) 国内ユニクロ事業⇄欧州ブランド事業（フレンチカジュアル事業、女性下着事業）

欧州で買収した、フレンチカジュアルブランド「コントワー・デ・コトニエ」と女性下着ブランド「プリンセス・タム・タム」と国内ユニクロ事業については、シナジー効果はさほど高くないと考える。しいてあげるとすれば、両事業ともそれぞれの地域において一定のブランド資産を有していることから、ブランド資産の活用ノウハウというマーケティングシナジーがあるのではないかと考える。

(4) 海外ユニクロ事業⇄欧州ブランド事業

この両事業におけるシナジー効果もさほど大きくないと考えるが、(3)よりは大きいかもしれない。シナジー効果としては、ユニクロ事業を欧州で展開するにあたって、ブランドノウハウの習得や欧州におけるネットワークの有効活用といったマーケティングシナジーが考えられる。

これまで見たように、ファーストリテイリングの事業・業態間に作用しているシナジーは、国内ユニクロ事業と海外ユニクロ事業を一つの事業ととらえると、その他事業との間のシナジーは現時点ではさほど高くはないと考えられる。日本での靴小売事業を、将来靴の SPA 事業まで進化させるとすれば、同社の持つ SPA ノウハウを活かしてより大きなシナジーが得られる可能性も考えられるが、現時点においては、買収により参入したばかりであり、販売シナジーを通じた買収先の経営合理化から着手することになるだろう。

13.3 M&A

13.3.1 企業成長戦略における M&A の位置づけ

ファーストリテイリングでは、2010 年グループ売上高 1 兆円、経常利益 1,500 億円のビジョンを実現するために、M&A を最重要課題の一つとして位置づけている。同社のアニュアルレポートによると、その M&A の目的を「ユニクロの SPA（製造小売業）としての強みを活かすこと、グループとしてグローバルブランドポートフォリオを拡充すること、世界の主要市場でファーストリテイリングやユニクロのプラットフォーム（事業基盤）を構築することです。」と説明している。ファーストリテイリングの企業成長戦略にとって、M&A は高成長を実現するための不可欠の手段であると位置付けられている。

企業が事業ポートフォリオ設計を考える場合、とりうる選択肢として、既存事業の強化・改善と事業ポートフォリオの再構築がある。事業ポートフォリオを再構築する際にクローズアップされる問題点として、戦略資産の不足、時間的制約などがあげられる。これらの問題点を社内で解決できない場合は、外部資源を活用することが必要となるが、M&A は外部資源活用の手段の一つとして位置付けられる。ファーストリテイリングにおいては、事業ポートフォリオ実現のための M&A というよりは、2010 年に向けた成長のために M&A を行い、結果として事業ポートフォリオが構成されているというように感じる。しかも、靴小売事業以外は、衣料品のグローバルブランドポートフォリオであると言え、同社は複数事業をもつ企業というよりは、アパレル事業集中型と捉えることができる。同社の M&A の目的を見る限り、同社の M&A は企業規模拡大のための M&A であり、事業ポートフォリオ設計に基づいた M&A ではないと言える。

13.3.2 M&A プロセス

ファーストリテイリングでは、M&A 戦略の策定については、(1)で見たようにその目的は持っているが、(2)で見たように、事業ポートフォリオ戦略に基づいた M&A は持っていないと思われる。対象企業の選定については、同社アニュアルレポートによると、「グローバルに展開が可能であり、将来的に 1,000 億円以上の売上げと 15%以上の売上高経常利益率を確保できる

事業」と規定している。M&A 実行フェーズにおける交渉、デュー・ディリジェンスなどの各種業務については、買収ファンドなどから転職した M&A のプロフェッショナルチームが推進している。2007 年 7 月に話題となった米国ジョーンズ社に対するバーニーズ・ニューヨーク社の買収提案とその後の交渉進捗についても、同社ホームページ上の IR ニュースでタイムリーに報告しており、ステークホルダーへの説明責任も果たされていると考えられる。

ファーストリテイリングの M&A においては、当初から売却目的で買収するケースはないと考えられる。M&A の目的と対象企業の条件が明確であり、その目的達成のために経営資源を集中することが必要である。被買収企業の特徴としては、日本国内の被買収企業は業績が低迷しており、買収後経営再建を図って企業価値を増大させることが買収の主な意図である。海外の被買収企業は、被買収企業の戦略資産獲得が主な目的と考えられる。

13.3.3 企業統合プロセス

M&A 手続きが完了すると企業統合マネジメントへ移行する。この統合マネジメントは非常に難易度の高いため、事業責任者とは別に企業統合マネジャー（インテグレーション・マネジャー）を置くことが望ましい。企業統合マネジャーの役割は、企業統合スピードを上げる、異なる文化を持った組織の統合を促す構造を作る、組織間の人間関係を調整する、業績に反映するような短期的な実績を支援する、といったことである。ファーストリテイリングでは、グループ事業戦略部がそのような役割を担っていると考えられる。婦人服のキャビンを買収したときの事例をみると、グループ戦略部のメンバーがキャビンの経営幹部の役員合宿を実施し、全員の意思統一のもと改革プランを策定している。このときの議論の内容をファーストリテイリングの経営陣や各部門にも伝え、必要な支援を引き出している。すべてを買収側のやり方にするのではなく、キャビンの良さを大切にしながら融合していくことを心がけているとしており、企業統合プロセスについて熟知した企業統合マネジャーが機能していると考えられる。

ファーストリテイリングでは、成長戦略の手段として M&A が認識されており、その目的、対象企業の選定基準等も明確である。今後数年間で 3,000 億円～4,000 億円を M&A に投資する用意がある。M&A プロセスと統合プロセスのプロフェッショナルも有しており、推進する上でのインフラは整っている。しかし、事業ポートフォリオ戦略との整合性が明確でない点が懸念される。この 1～2 年で実施した M&A の成果についても今後慎重に見ていく必要があるだろう。過去の M&A が企業価値向上に貢献するような満足できる成果があげられなかった場合、M&A 戦略を見直す必要が出てくる可能性も否定できない。

2007 年 8 月 10 日、ファーストリテイリングは米国高級衣料品専門店バーニーズ・ニューヨークの買収を断念すると発表。²⁶

（注：株式会社ファーストリテイリングの企業戦略分析および策定については、付属資料 5, 6, 7, 8, 9 を参照してください）

-
- 1 このモデルの基本的考え方は、「事業ポートフォリオでの資源配分調整モデル」『MBA 経営戦略講義録』第 10 回 事業ポートフォリオ組織設計に依拠している。
 - 2 次の文献が参考になる。Aiello, R. J. and M. D. Watkins (2000), "The Fine Art of Friendly Acquisition," *Harvard Business Review*, 78, (November-December), 101-107, 「友好的買収を失敗させない 5 つのフェーズ」 *Diamond Harvard Business*, (February, 2001), 110-121 頁 Lovallo, D. et al., (2007), "Deals Without Delusions," *Harvard Business Review*, 85, (December), 93-99. DePamphills, D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 6th. ed., Elsevier, 2012, 135-202.
 - 3 次の図書が参考になる。Harding, D. and S. Rovit, *Mastering the Merger: Four Critical Decisions that Make or Break the Deal*, Harvard Business Scholl Press, 2004, 35-58.
 - 4 次の文献が参考になる。Cullinan, G., J. Le Roux, and R. Weddigen (2004), "When to Walk Away from a Deal," *Harvard Business Review*, 82, (April), 96-104, 「デュー・ディリジェンスの真実」 *Diamond Harvard Business*, (February, 2005), 102-114 頁
 - 5 次の図書を参照。奥野 善彦『会社再建―史上最大の巨大倒産管財人の記録―』 小学館 2000 年
 - 6 次の文献が参考になる。Bower, J. L. (2001), "Not All M&A Are Alike - and That Matters," *Harvard Business Review*, 79, (March), 93-101.
 - 7 次の文献が参考になる。Ghemawat, P., and F. Ghadar (2000), "The Dubious Logic of Global Megamerger," *Harvard Business Review*, 78, (July-August), 65-72, 「グローバル・メガメジャーの誤謬」 *Diamond Harvard Business*, (February, 2001), 98-109 頁
 - 8 次の文献が参考になる。Harding, D., and S. Rovit (2004), "Building Deals on Bedrock," *Harvard Business Review*, 82, (September), 121-128, 「成長する M&A の源泉」 *Diamond Harvard Business*, (February, 2005), 88-101 頁
 - 9 次の文献を参考にしている。Eccles, R. G. et al (1999), "Are You Paying Too Much for That Acquisition?" *Harvard Business Review*, 77, (July-August), 136-146.
 - 10 DePamphills, D. M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities*, 6th. ed., Elsevier, 2012, 485-538.
 - 11 東京スタイルは 2002 年連結売上 625 億円ながら現金や有価証券を 1280 億円保有していた。余剰資金を使ってファッションビルの建設計画を発表していた。この年に村上ファンドは東京スタイル株を買占め、発行済み株式の 9.3%を買って筆頭株主となり、ファッションビル建設中止と余剰資金を使って自社株買いを行うことを株主提案権行使請求書として提出した。株主総会の議決権確定日までに、村上ファンドが所有する株式は全体の 12%余りまで買い増した。これに対して、東京スタイル側は銀行や取引先など持ち合い株の多数派工作を行い、配当金増配や 10%の自社株購入を提案した。村上ファンドが期待していた個人株主の過半数が会社側支持に回ったこと、M&A 側に好意的だった外国人投資家の一部の委任状が不達となったことから村上ファンドの敗北となった。（『日本経済新聞』関連各号）
 - 12 『日経産業新聞』2000 年 1 月 21 日号
 - 13 ベーリンガー社は 2010 年 4 月 15 日にエスエス製薬の株式公開買い付け(TOB)を成立させ、93%の同社株式保有し、同年 7 月 16 日に上場廃止、同年 9 月末に完全子会社化する。（『日経産業新聞』2010 年 4 月 15 日号）
 - 14 次の図書が参考になる。Vlasic B. and B. A. Stertz, *Taken for Ride*, HarperCollins, 2000. 『ダイヤモンド・クライスラー ―世紀の大合併をなした男たち―』 早川書房 2001 年
 - 15 次の図書が参考になる。Grasslin, J., *Jurgen E. Schrempp: Der Herr der Sterne*, 1998. 『ユルゲン・シュレンプーダイヤモンド・クライスラーに君臨する「豪傑」会長』 早川書房 2001 年
 - 16 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。森田 康裕「経営戦略応用研究 課題レポート No.2」2004 年 8 月 16 日 11-15 頁

-
- 17 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。南部 亮志「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」2006 年 8 月 21 日 28-46 頁
- 18 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。鈎 忠志「経営戦略応用研究 ケースレポート No.4 ソフトバンク」2007 年 8 月 18 日 42-66 頁
- 19 『日本経済新聞』2013 年 6 月 12 日号、同年 6 月 26 日号
- 20 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。渡辺 學「経営戦略応用研究 ケースレポート No.3 大正製薬」2003 年 6 月 21 日 10-17 頁
- 21 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。桑本 誠「経営戦略応用研究 課題レポート No.2」2004 年 8 月 16 日 13-14 頁
- 22 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。河原 広喜「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」2006 年 8 月 21 日 52-57 頁
- 23 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。杉 一也「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」2007 年 8 月 28 日 33-35 頁
- 24 『日本経済新聞』2008 年 11 月 1 日号、同年 12 月 20 日号、2012 年 11 月 1 日号
- 25 この事例は、次のレポートを引用し、加筆・修正・編集している。上平 博子「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」2007 年 8 月 27 日 20-37 頁
- 26 『日本経済新聞』2007 年 8 月 10 日号