

# 日本企業による海外企業M&Aの成功と失敗ケーススタディ

— 成功のための必要条件考察 —

服部 暢 達

服部でございます。私は、大学に移籍する前の

一五年間ほど、M&Aのアドバイザーの仕事をしていました。今日は、そうした経験を踏まえ、日

本企業による海外企業のM&Aの事例から、M&Aを成功させるための必要条件を考察していきたいと考えています。アカデミックな話というより、どちらかと言えば実務的な話が中心になりますので、気楽にお聞きいただければと思います。

よろしく願います。

## 一、M&Aの実績

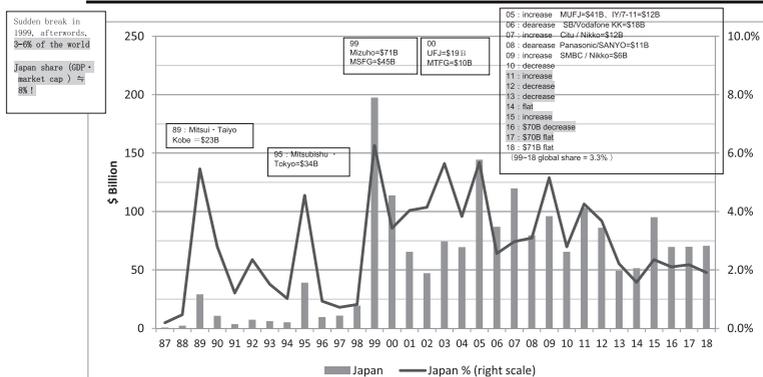
### (1) 日本企業が対象になったM&A

まず、日本企業が対象になったM&Aの件数と金額の推移を見てみます(図表1)。買い手企業については、日本企業の場合と海外企業の場合の両方が含まれています。

一九八〇年代には、日本企業が対象になったM&Aはそれほど多くありませんでした。一九八九年及び九五年に、金額も世界シェアも増えており

図表1 日本企業が対象になったM&A

M&A (Target Japan) (1987~2018)



Source : Thomson Financial, (Completed, Unconditional, Partially Completed) & (Pending, Intended), Date Announced, 6 January 7th 2019, Excluding Self-Tender/Repurchase/Privatezation

©服部暢達 (2019)

ますが、これは銀行の合併によるものです。それがなければ、この時期の日本企業のシェアは、せいぜい一％程度にとどまっていたました。

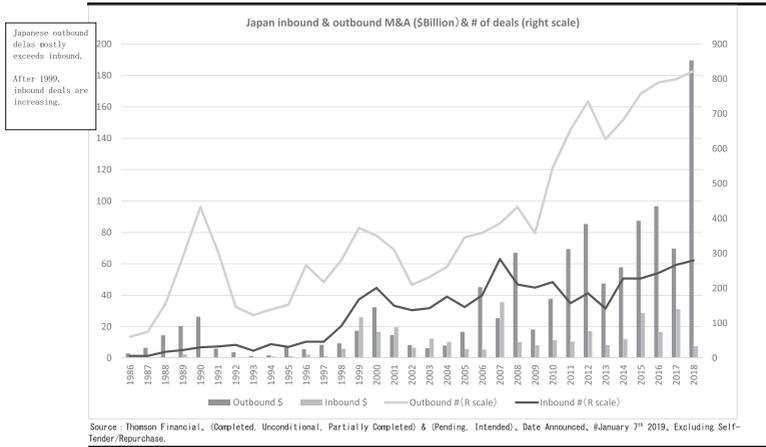
一九九九年になって、突然、年間二〇兆円のM&Aが行われました。みずほ銀行と三井住友銀行の誕生につながる銀行合併がその六割を占めておりますが、それを除いても、この年には約八兆円のM&Aが行われたこととなります。この年が、日本企業が対象になったM&Aの大きな転換点であったと言えるように思います。

二〇〇〇年以降は、日本企業が対象になったM&Aの規模は、五兆円〜一〇兆円ぐらいで推移しています。世界シェアも二％〜四％まで高まりました。平均すれば、三％ぐらいになるでしょう。

しかし、日本経済は、現状、世界経済の七％〜八％を占めておりますので、日本企業を対象とするM&Aの規模は今でも経済規模には及びませ

図表2 日本企業による海外企業のM&Aと海外企業による日本企業のM&A

Japanese Outbound・Inbound M&A: Volume (\$)& # of deals (1986~2018)



ん。今後、日本企業を対象とするM&Aは増加すると見込まれ、今の倍ぐらい、年一〇兆円〜二〇兆円ぐらいの日本企業がM&Aの対象となる時代が来るでしょう。

(2) クロスボーダーのM&A  
(クロスボーダーのM&Aの推移)

次に、クロスボーダーのM&Aの推移を見ていきます(図表2)。

まず、日本企業による海外企業のM&A(アウトバウンドM&A)の推移です。一九九〇年以前のバブル経済期に、多くのアウトバウンドM&Aが行われました。ソニーによるコロンビアの買収などがよく知られています。その頃の、M&Aの規模はせいぜい年間二兆円ぐらいでした。

二〇〇〇年前後のネットバブルの時期にも、多くのアウトバウンドM&Aが行われました。NT

TドコモによるA T & Tワイヤレスの買収などが挙げられます。この時期のM&Aの規模は年間二兆円〜三兆円ぐらいでした。

その後、二〇〇八年頃から直近まで、三回目のアウトバウンドM&Aブームが起きています。二〇一八年には、ワンデールで八兆円に上る、武田薬品によるシャイアーの買収が行われました。今のブームは、過去二回のブームをはるかに上回り、毎年五兆円〜一〇兆円の大規模なアウトバウンドM&Aが行われています。

他方、海外企業による日本企業のM&A（インバウンドM&A）は、相対的に小規模なものにとどまっています。もともと、インバウンドM&Aも、一九九九年頃から毎年一兆円〜二兆円の規模で行われるようになってきています。

（インバウンドM&Aの具体的事例）

インバウンドM&Aを規模順に見ていきますと、最大の案件が、二〇一八年の東芝メモリ株式の売り出しです。規模は、一兆七〇〇〇億円〜一兆八〇〇〇億円に上ります。今後、この案件の評価がどうなるかはまだわかりません。

二つ目は、シテイグループによる日興証券の買収です。その後、シテイグループは、日興証券を売却し、損失を出して撤退しましたので、失敗であったと言えます。

三つ目は、GEによる日本リースの買収です。その後、GEは、日本リースを売却して撤退しました。損失が出たかどうかはわかりませんが、少なくとも利益は出ていないのではないのでしょうか。

四つ目は、ボーダフォンによる日本テレコム の買収です。これも、四年ほど経って、一兆円の損

失を出して撤退しました。

以上のとおり、インバウンドM&Aの成功確率は非常に低いように思います。

(アウトバウンドM&Aの具体的事例)

アウトバウンドM&Aを規模順に見ていきますと、最大の案件は、武田薬品によるシャイアアの買収です。私は、この案件が成功するのはむしろしいのではないかと見ています。

世界で大手製薬会社の合従連衡が進んでいます。それは、製薬業界では、合併によるシナジーが出しやすいからです。最も簡単に出せるシナジーはコストシナジーです。大手製薬会社は多数のMR（医薬情報提供者）を抱えています。これらの会社が合併した場合、MRの数は合併前の一社分で十分ですから、合併当日から大幅にMRを削減することが可能になります。このため、コス

トシナジーは必ず出すことができるのです。

もう一つのシナジーはトッププラインシナジーです。大手製薬会社の経営は、革新的な新薬でグローバルに一品目当たり一〇〇〇億円以上売れるブロックバスターをいかに多く開発するかにかかっています。そうした新薬が開発できるかどうかは、研究開発費の規模に比例します。大手製薬会社が合併しますと、研究開発費の規模が倍になりますから、ブロックバスターの開発に成功する確率が高くなります。このため、トップラインシナジーが生じる可能性も高くなります。

この二つのシナジーがほぼ確実に出るため、世界中で大手製薬会社の合併が進んでいるわけです。

ところが、武田薬品とシャイアアを見ますと、メインマーケットは、武田薬品が日本で、シャイアアはアメリカです。対象領域も、武田薬品は、

がん、循環器系、CNSなど、一般の領域をカバーしているのに対し、シャイアーは、専ら希少疾患の特殊な薬に特化しています。このため、両者が経営統合しても、MRの整理合理化を進めることはできません。また、研究開発領域が全く異なりますので、研究開発の成功確率を高めることもできません。両社の組み合わせは、大手製薬会社の合従連衡のストーリーに照らして、決してシナジーが出ない組み合わせなのです。その意味で、なぜ両社が経営統合を決断するに至ったのかは謎と言わざるをえません。

この他、ソフトバンクによるスプリント・ネクステルの買収も、既に売却を決めている以上、失敗と言ってもよいでしょう。以上のとおり、アウトバウンドM&Aも、あまりうまく行っていないと言わざるをえません。

(平均買収プレミアムの推移)

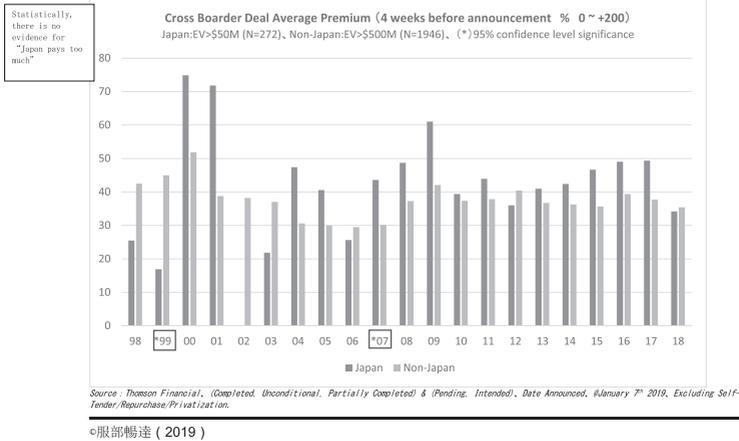
アウトバウンドM&Aがうまく行っていないと言うとき、その理由として、日本人は高値づかみをするからと言われることがあります。このことは、昔はある程度妥当したかもしれませんが、今は妥当しないように思います。

クロスボーダーM&A案件について、日本企業が海外企業を買収した場合と、海外企業が自国以外の企業を買収した場合とで、年平均の買収プレミアム(買収に当たって被買収企業の時価総額に上乘せされた金額)がどのように異なるかを見えます(図表3)。

一九九八年～二〇一八年の二一一年間で、年平均買収プレミアムに統計的に有意な差があるのは一九九九年と二〇〇七年の二回だけです。このうち、二〇〇七年は日本企業の方が高く、逆に、一九九九年は海外企業の方が高くなっています。こ

図表3 クロスボーダーM&Aの買収プレミアム

Cross Border M&A: Acquisition Premium (1998~2018)



れ以外の年では、日本企業の方が高い年が多いように見えますが、海外企業の方が高い年もあり、いずれにせよ、日本企業と海外企業の間には有意な差はありません。

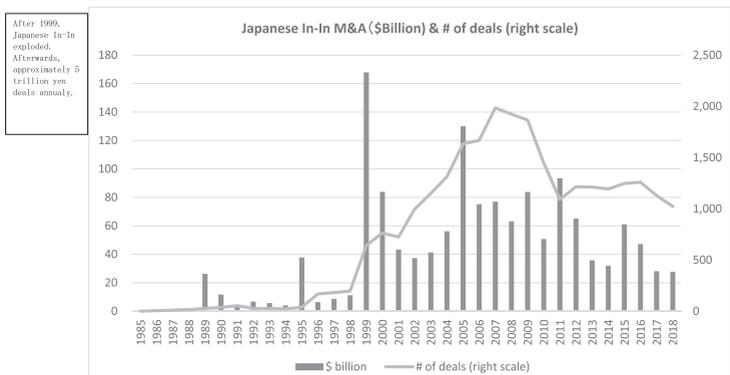
これらのデータを見る限り、日本企業が高値づかみをしている証拠はありません。私の印象でも、今は、日本企業がむやみに高い値段で海外企業をつかまされるようなことはないように思います。

(3) 日本企業間のM&A

次に、日本企業間のM&Aについて見ていきます(図表4)。大型の銀行合併が相次いだ一九九九年以降、日本企業間のM&Aは大幅に増えていきます。日本企業間のM&Aで、規模が大きいのはほとんどが銀行合併です。それでは、大手銀行の合併連衡はうまく行ったと言えるのでしょうか。

図表4 日本企業間のM&A

Japanese In-In M&A \$ volume & # of deals 1985~2018



Source: Thomson Financial. (Completed, Unconditional, Partially Completed) & (Pending, Intended), Date Announced, 6 January 5<sup>th</sup> 2018. Excluding Self-Tender/Repurchase/Privateization, In-In, acquired vote more than 10%.

©服部暢達 (2019)

一九八九年には、都市銀行・信託銀行・長期信用銀行を合わせて、日本に大手銀行が二二行あり、経常利益の合計は三・八兆円に上っていました。その後、二〇〇六／〇七年の時点では、大手銀行は九行まで減少する一方、経常利益の合計は、三・八兆円／三・九兆円にとどまっています。合併によるシナジーが全く出ていない状況です。

この点に関し、一九八九年はバブルの絶頂期であり、二〇〇六／〇七年よりはるかに景気がよかつたのではないかとという反論があるかもしれませんが、それは当たっていません。法人企業統計において、製造業全規模合計を見ますと、売り上げも、営業利益も、一九八九年度より二〇〇七年度の方が一五%ほど高くなっています。二〇〇七年度は景気がよかつたのです。そのような中、銀行の経常利益はほとんど増えていないわけ

ですから、合併のシナジイは全く出ていないと言わざるをえません。

銀行は、合併後も長く、合併前の銀行の支店を残したままにしています。銀行の幹部に「支店はどうするのか」と聞きますと、「行内で鋭意話し合っている」という答えが返ってきました。しかし、これは変です。話し合うということは、旧行の立場で発言する人が行内にいるということに他なりません。このようなことは、欧米の銀行ではあり得ないことです。

最近、最も印象深く感じたのは、みずほ銀行がOne MIZUHOと言うようになったことです。このように言い出したのは、統合してから一二年ぐらい経ってからですから、もしかしたら、それまではThree MIZUHOsだったのでしょいか。

#### (4) M & Aの意味すること

(M & Aの現象と結果)

M & Aとは、現象としては会社の支配権が変ることを意味しています。ただし、支配権の変更自体はM & Aの目的ではありません。むしろ、支配権の変更を通じて、売り手企業と買い手企業の双方において、企業価値を高めることを目的としてM & Aは行われます。

M & Aにおいて、買収価格は、時価総額に買収プレミアムを上乘せしものとなります。買収プレミアムは、平均で時価総額の三割〜四割です。ただし、これは平均であり、実際の買収プレミアムは、マイナス一〇%〜二〇%からプラス一〇%ぐらいの範囲で分布しています。

仮に、時価総額が一〇〇億円、買収プレミアムが四〇%であるとしますと、売り手企業は一〇〇億円の会社を一四〇億円で売却するわけですか

ら、自社の株主価値は確実に四〇億円増えます。売り手企業にとって、M&Aはノーリスクなのです。他方、買い手企業は、一〇〇億円の会社を一四〇億円で買うわけです。四〇%の負けから始めることとなります。これは大変な重荷です。このため、M&Aでは、買い手企業の側で十分に慎重な検討を行うことが求められます。

以上が、欧米において行われるM&Aの普通の姿です。

これに対し、日本企業の場合、国内では対等合併が多くなっています。プレスリリースなどでも、しばしば「本日、A社とB社は対等の精神で経営統合することに合意いたしました」といった表現が使われます。対等合併の最大の特徴は、合併後の第一期の役員の数が、合併前の二社の役員の数を合わせたものになることです。つまり、仮に三〇人の役員がいる二つの会社が合併します

と、全役員が留任して六〇人の役員の会社ができることとなります。財務面から対等合併を見た場合は、互いにプレミアムを求めないことを意味します。いずれの会社もプレミアムを求めないため、買い手企業と売り手企業がはっきりしないこととなります。

クロスボーダーでの日本企業のM&Aは、買い手が圧倒的に多くなっています。リスクが高い方の買いかやらないわけです。そして、現経営陣に買収後の企業の経営を依存することが多いのが実情です。

#### (M&Aを巡る研究例)

M&Aを巡る研究例はたくさんあります。

M&Aが行われますと、買収された会社はなくなってしまう。このため、M&Aが行われた場合と行われなかった場合とで、企業価値の差異

がどうなるか、厳密に比較することはできません。

例えば、新日本製鉄と住友金属工業の合併の効果を見るために、新日鉄住金と神戸製鋼の企業価値の推移を比較することは可能ですが、高炉メーカーとは言っても、新日鉄住金と神戸製鋼とでは事業内容が大きく異なります。このため、これらの両社を比べても、新日本製鉄と住友金属工業の合併効果を厳密に検証することはできません。

学術論文では、M & A 案件の公表後の C A R (Cumulative Abnormal Return) に着目した分析が行われています。C A R とは、売り手企業又は買い手企業の日々の株価の変動率（対インデックス補正後）を、例えば三〇日といった期間にわたって累積したものです。過去数十年間に行われた、何万件もの M & A のデータの平均値が計算されています。要するに、資本市場が、過去に行わ

れた M & A をどう評価したかを表したものと云えます。これによりますと、売り手企業は、プレミアムを受け取って撤退しますので、プラス二〇%〜三〇%の C A R が観測されます。他方、買い手企業の場合、C A R はほぼゼロとなっています。

過去の多数の M & A 案件を見てきた資本市場が、新たに公表された M & A 案件の成功確率が五割より十分高いと考えるとすれば、C A R はプラスになるはずですが、逆に、成功確率が五割より有意に低いと考えるとすれば、C A R はマイナスになるはずですが、買い手企業の C A R がほぼゼロとなっているのは、資本市場が M & A の成功確率を五〇%ぐらいと見ていることを示しています。

問題は、日本企業による海外企業の M & A（アウトバウンド M & A）、海外企業による日本企業の M & A（インバウンド M & A）及び日本企業間の M & A のいずれにおいても、成功確率が五〇%

より低そうに見えることです。日本企業の関係するM&Aの成功確率は、世界の平均をかなり下回っているのではないか、これが私の問題意識の出発点になりました。

## 二、M&A成功の必要条件

ここで、M&Aの成功のために必要な条件は何かを考えていきます。私は、自分の経験から、成功のための必要条件として、以下の五つがあると考えています（図表5）。

### （負けから始める投資であることの理解）

一つ目は、M&Aは負けから始める投資であることを理解する必要があります。

銀行の窓口で投資信託を購入する場合を考えます。窓口の担当者から、投資信託の購入時に二%

の販売手数料がかかり、その後、一年間保有すると、二%の運用手数料がかかると言われたとします。つまり、この投資信託の購入は、四%の負けから始める投資ということになります。個人の資産運用では、最初から四%の負けが決まっている資産にはなかなか手が出しにくいのではないのでしょうか。

にもかかわらず、会社の資金でM&Aを行うときは、三割、四割の負けから始まる投資でも、案外気軽にやってしまうとあります。これが大問題なのです。少なくとも、M&Aを行うときは、三割、四割の負けから始まっていることをきちんと理解することが不可欠です。

このようなことを申し上げますと、かなり多くの経営者が「そのような見方はしたことがなかった。確かにそうだ」とおっしゃります。しかし、これは当たり前のことであり、まずはこの点を理

図表5 M&A成功の必要条件

---

**M&A 成功の必要条件**

---

売り手はプレミアムを受領して投資を完了 ⇒ 成功は確実

買手はプレミアムを支払って投資を開始 ⇒ 成功は不確実

M&A(買手)成功のための必要条件:

- ① 負けから始める投資であることへの理解
- ② 勝つため、つまり支払プレミアムを上回る価値創出の綿密な計画
- ③ そのためには経営権の取得。折衷案としての49%は最悪
- ④ そのためには自分で経営できる力
- ⑤ 欧米人経営者へは、飴と鞭 + 労働意識の違い

---

©服部暢達 (2019)

解することから始めなければなりません。

(支払プレミアムを上回る価値創出の綿密な計画)

二つ目は、負けから始まる投資に勝つため、つまり、支払ったプレミアムを上回る価値を創出するため、将来に向けて、具体的なアクションプランを作成しなければならないということです。五年程度の期間で三割〜四割の価値の創出を実現することは容易なことではありません。具体的なアクションプランがなく、「うちの会社の方が大きいし、優秀な人が多いから、何とかなるのではなか」といった感覚では、成功は覚束ないと言わざるをえません。三年〜五年先を展望して、支払プレミアムを上回る価値を創出する自信がないと、M&Aを成功させることは困難です。

(経営権の取得が不可欠)

三つめは、経営権の取得が不可欠であることです。これはM&Aの常識とも言えるべきものです。

経営プランがあっても、それを実行する権力がないと成功に結びつけることはできません。アメリカ企業のM&Aの八割は一〇〇%買収です。価値を上げる自信があるのであれば、一〇〇%を買収するのが当たり前です。七〇%の買収でとどめるのは、自分が努力して増やした価値の三割を、無償で他人に提供することに他なりません。このようになことには全く経済的合理性がありません。

しかし、日本企業の場合、八割が一〇〇%以外の買収です。半分はマイノリティーにとどまっています。どうやら、日本企業はマイノリティーが好きなようです。日本企業の経営者は、しばしば「まずはお近づきになることが先決だ。エクイティーを持つのは結婚みたいなものだから」と

おっしゃります。

確かに、最初はどうしても三割しか買えないこともあるでしょう。ボーダフォンによる日本テレコムの買収の際も、最初は一五%の買収から始まりました。しかし、徐々に株式を買い増し、最後はほぼ一〇〇%の買収を実現しました。このようなケースもないわけではありませんが、普通は、一〇〇%買えるときは、最初から一〇〇%買うのです。

なお、四九%は、投資が最大になる一方、経営権がないため最悪の選択と言わざるをえません。

日本の会社ではなぜこのようなことが起きるのでしょうか。日本企業が海外企業を買収する場合を考えてみます。例えば、買い手企業の常務で事業部のヘッドが、売り手企業と交渉を行います。プレリミナリービッド、デューデリを経て、バイディングビッドを出す段階になりますと、東京

本社で行われる常務会や経営会議などに案件がかけられます。そこで、担当常務が案件の内容を説明し、「交渉を進めてきた結果、一四〇億円でビッドしたので御承認をお願いします」と言います。

これに対して、初めてその話を聞く国内営業担当の常務から、「一〇〇%買う必要があるのか。五%でよいのではないか。そうすれば、投資金額を半分にすることもできるだろう」という意見がよく出されます。私としては、担当常務に「私が責任をとるので、ぜひ一〇〇%でやらせてほしい」と言っただけなのですが、そのように言ってくれる人はあまりいません。むしろ、「よい御意見をいただいたので、本件は五%でいきたい」と言ってしまうのです。

話がこれで終わればよいのですが、さらに研究開発担当の専務から、「五%ではなく、むしろ

ろ、四九%にした方がよいのではないか。そうすれば、成功した場合のキャピタルゲインは、五%出資の際とほとんど変わらず、しかも、経営責任を負う必要もない」といった意見が出されることがあります。私としては、せめてこれには「ノー」と言っただけだと思っておりますが、担当常務は、「専務からよい御意見をいただいたので、本件は四九%で進めたい」と言っただけで済みます。

こうした経緯を経て、日本企業では、四九%の買収になってしまふことが多いのです。しかし、先ほど申し上げましたように、四九%は最悪なのです。

(自分で経営できる力)

四つ目は、自分で経営する力を持つことが求められることです。一〇〇%で買って経営権を取得

しても、実際に経営する能力がないと成功は期しがたいこととなります。日本企業の場合、この点が心もとないのです。

例えば、本社で一〇〇%の株式取得が承認された後、いよいよ合意の前日あたりになりますと、担当常務と前祝いに酒を飲むことがあります。このとき、担当常務から、しばしば「なぜ私がこの会社を欲しいと思ったのかわかるか」と聞かれました。「ぜひ教えてほしい」と申しますと、多くの場合、出てくる答えが「今の社長が気に入ったからだ。彼が優秀だから、この会社を買うことを考えた。企業は人だ」というものでした。

しかし、これはまずいのです。なぜかと申しますと、このような場合、買収後の会社の経営を現経営陣に任せることになります。しかし、現経営陣は、その会社を一生懸命経営してきているのです。その会社の現在価値が一〇〇億円であるとし

て、それを一四〇億円で買うわけです。買収後も現経営陣にその会社の経営を任せるとしたら、企業価値は一〇〇億円にとどまりそれ以上にはなりません。これではだめなのです。

買収後四〜五年で、買収先企業の価値を三割〜四割以上も上げる方法は、買い手企業の頭の中に詳しく出来上がっていないなりません。買収後の経営戦略の根幹は、買い手企業が毎年指示しなければなりません。戦略を決定するCEOの役割は、買い手企業が果たすこととなります。現経営陣に任せてもよいのはせいぜいCEOまでです。

買収企業のCEOに「自分は優秀だから、日本から指示されたことを実行できる。しかし、指示されたとおりにできるのは自分だけではない」と思わせると、なめられるようなことはありません。しかし、「日本からは何の指示もなく、経営

を全て任せると言われている。業績が悪くても怒らないし、自分がいないと困るのだろう」と思われますと、なめられてしまうことになります。

買収企業のＣＯＯからなめられますと、最初に「給料を上げてくれ」と言ってきます。五割ほどアップしてほしい場合、最初は「倍にしてくれ」と言ってきます。日本の担当常務は、ＣＯＯが好きで、いなくなると困りますので、「今度だけだぞ」と言って倍にさせていただきます。そうしますと、ＣＯＯは、「五割上がればよいと思っていたのに、倍と言ったら倍になってしまった」とびびくりしてしまうことになります。

次の年は、同じ手は使えませんので、「雇用契約を見直して、ＣＯＯのコンペンセーションを決めるフォーミュラを作りたい」と言ってきます。それは、例えば、売り上げや利益が何割増えたら、給料が何割増えるといった内容のフォーミュ

ラです。一旦合意したら、「フロリダでよい会社が売りに出ているので、二億ドル送ってほしい」と言ってきます。断って辞められると困りますので、「今度だけだぞ」と言って、二億ドルを送ります。この資金でフロリダの会社を買いますと、売り上げも利益も増えますので、ＣＯＯの給料が上がることになります。

さらに、「カリフォルニアでよい会社が売りに出ているので、七億ドル送ってほしい」と言ってきます。これに対して、「七億ドルも出せない。ＣＯＯを辞めてほしい」と言いますと、喜んで辞めていきます。なぜなら、そのような雇用契約には、会社理由で辞めさせる場合のシビアランス・パッケージが織り込まれており、先行き二年分ぐらの給料を全額支払わされることになるためです。なめられたらこのようになってしまいますので、買い手企業は、自分で買収先企業を経営でき

る力を持つていなければなりません。

(欧米人経営者へは、「飴」と「鞭」+「労働意識の違い」)

五つ目は、欧米人経営者を使うには、飴と鞭の両方が必要であることです。

鞭は、これまで申し上げてきましたように、リプレーサビリティーを感じさせることです。

飴はお金です。アメリカの企業の社長が普通にもらっている給料を支払わないと、優秀な人は雇えません。場合によっては、日本の社長の給料の二倍〜三倍に上ることもあるでしょう。しかし、それを削ろうとしますと、優秀な人が雇えず、失敗してしまふことになります。

なお、お金を支払えばよいというものでもありません。お金を支払って、任せたままにしておりますとなめられてしまいます。飴と同時に鞭がな

ければなりません。

もう一つ、労働意識の違いがあります。欧米人の場合は、まずはお金が第一であり、日本人の場合は、会社への帰属意識が最大のモチベーションの源泉になることが多いように思います。

### 三、M&Aの個別事例

ここから先は、個別の事例を取り上げていきます。

#### (1) 日本企業によるアウトバウンドM&A (失敗

例)

(日本鋳業のグールド買収)

一九八八年に、日本鋳業が銅箔製錬のグールドを買収しました。その後、六年経って同社は清算してなくなりました。その背景を見ますと、ちょ

うどその頃から、アメリカの半導体メーカーは、台湾などのEMS（製造請負業）に製造を委託し、回路設計に特化するファブレスになりました。この結果、アメリカ国内において、シリコンウエハーの上に張る銅箔への需要がなくなってきました。日本鉱業自身も同様のビジネスを行っていたのに、アメリカ国内でその事業がなくなってしまうことに思い至らなかったわけです。

#### （ソニーのコロンビア買収）

一九八九年に、ソニーがコロンビアを買収しました。ソニーは何億ドルもかけて、ピーター・グーバーとジョン・ピーターズの二人をタイムワーカーから引き抜いて、コロンビアの経営に当たらせました。二人は数億ドルをかけてカルバースタジオを買収するなど、積極的な経営を行いました。業績はさほど伸びませんでした。買収後

六年経ったところで、ソニーは二六〇〇億円余りのれんを一括償却し、二人もコロンビアの経営から離れることになりました。

#### （三菱地所のRGI買収）

一九九〇年に、三菱地所がRGI (Rockefeller Group International) を買収しました。三菱地所が同社を買収するまで、アメリカの不動産価格は上昇傾向にありました。しかし、買収後は、アメリカの不動産市況は低迷が続きました。五年後に三菱地所が同社の株式を売却した後、アメリカの不動産価格は一〇年連続で上昇しました。三菱地所は不動産のプロです。しかし、不動産は相場物です。結果的に、三菱地所は、買いどきと売りどきの両方を間違えてしまったこととなります。

(富士通のICL買収)

一九九〇年に、富士通はイギリスの汎用機メーカーのICL (International Computers Limited) を買収しました。これに加え、富士通は、一九八〇年代から断続的に、アメリカの汎用機メーカーのアムダールを買収してきました。その後、汎用機の需要が衰退したことから、富士通は、合わせて数千億円の損失の計上を余儀なくされました。両社を買収した一九九〇年前後の時点でも、ダウンサイジングという言葉が使われており、電算機業界の人は、汎用機ビジネスがほぼなくなることをかなり真剣に想像していました。にもかかわらず、富士通は、数千億円をかけて、アメリカとイギリスで汎用機メーカーを買収したわけです。

(松下電器のMCA買収)

松下電器は、ソニーのコロンビア買収を見て、一九九一年にMCAを買収しました。その後、一九九五年には、MCAを売却し一〇〇億円の特別損失を出しました。松下電器は、MCAの現経営陣に経営を任せたのですが、うまくコントロールすることができませんでした。

(NECのパックカード・ベル買収)

NECのパックカード・ベル買収は、関本会長の専管案件で、ノーという選択肢がありませんでした。同社のビジネスモデルは、普通の量販店でパソコンを販売するというもので、短期間ではあります。世界のパソコンビジネスを席卷しました。しかし、そのビジネスモデルは、より安い価格でパソコンを販売する、デルなどのメールオーダーのビジネスに負けてしまいました。その直前

に、なぜかNECはパックカード・ベルと組んだわけです。パックカード・ベルは、今や跡形もなくなっています。

(ソフトバンクのキングストーン買収)

ソフトバンクの場合、ヤフージャパンとアリババは成功していますが、成功ばかりではありません。一九九六年に、ソフトバンクはメモリー増設ボードメーカーのキングストーンを一〇〇〇億円で買収しました。しかし、その三年後に、創業者グループに六〇〇億円で売り戻しました。結果的に、四〇〇億円を寄附しただけに終わりました。ハイテクでも何でもない、メモリー増設ボードメーカーを、なぜ一〇〇〇億円も出して買収したのかわかりません。

(NTTコミュニケーションズのベリオ買収)

二〇〇〇年に、NTTコミュニケーションズは六〇〇〇億円を出してベリオを買収しました。同社は、ウェブホスティングとISPのインターネット接続サービスをやっていました。NTTコミュニケーションズは、買収の二年後にはほぼ全額を減損処理せざるをえなくなりました。このような会社を六〇〇〇億円も出して買収するのかと感じざるをえません。今や、同社は跡形もありません。

(NTTドコモのATTワイヤレス買収)

二〇〇一年に、NTTドコモは一・一兆円を出してAT&Tワイヤレスのマイノリティーを買収しました。しかし、何もできずに、二〇〇二年と二〇〇三年に合わせて八〇〇〇億円近くの損失を計上しました。その後、同社が七〇〇〇億円で売

れ、五〇〇〇億円の特別利益を計上することができましました。

(NTTドコモのタタ・テレサービス買収)

NTTドコモは、何度も同じような失敗をしています。二〇〇九年、同社は、二六〇〇億円でインドのタタ・テレサービスのマイナリティーを買収しました。その後、二〇一四年に、同社は損切りしてタタ・テレサービスを売却しました。

NTTドコモは、世界のあちこちでM&Aを行い、その結果として合計で約一兆円の損失を計上しています。それでもまだ多額の現預金を持っており、携帯電話事業でどれだけ儲けているのかと感じてしまいます。

(古河電工のルーセントOFS買収)

二〇〇一年に、古河電工はルーセントOFSを

買収しました。ルーセントOFSは、光ファイバーケーブルのメーカーです。要するにガラス線のメーカーで、そこには何もハイテクはありません。しかし、その頃はネットバブルの時期で、古河電工は、将来、光ファイバー海底ケーブルの増設が必要になると考えて、同社を買収したものです。

しかし、ルーセントはM&A巧者ですから、光ファイバーケーブルが儲かる事業であれば、そのような事業を売却するはずがありません。実際に起きたことを見ますと、伝送容量へのニーズは増えましたが、海底ケーブルの増設はほぼ不要でした。それは、Wavelength Division Multiplexingという技術が開発されたためです。要するにプリズムです。既存のガラスファイバーの両端にプリズムを付けますと、一本の光が八本に分かれて、伝送容量が八倍に使えるのです。その後、これが

一六倍になり、三二倍になり、最後は二五六倍にまでなりました。このような技術が開発されたことで、海底ケーブルの増設はほぼ必要がなくなりましました。結果的に、古河電工は、このビジネスで継続的に赤字を計上することになりました。

(日立製作所のIBMハードディスク事業買収)

二〇〇二年に、日立製作所はIBMからハードディスク事業を買収しました。しかし、買収後、一〇年間ほど赤字が続きました。その後、二〇〇一年に、HDDシェアトップのウエスタンデジタルに、買収価格の約一・五倍の価格で売り抜けることに成功しました。この点を捉えて、財務的には失敗ではないと言う人もいます。もともと、日立製作所は投資ファンドではなく、あくまでも事業会社です。そもそも要らなかつた事業を買収したという意味で、戦略的には失敗であつたと言わ

ざるをえません。さらに、一〇年間、赤字を出し続けましたので、トータルでは財務的にも赤字になつたのではないかと思います。

(第一三共のランバクシー買収)

二〇〇八年に、第一三共はインドのジェネリック医薬品メーカーのランバクシーを買収しました。

買収の直後、アメリカでランバクシーのGMP (Good Manufacturing Practice) (製造工程) 違反が発覚し、アメリカへの医薬品の輸出が禁止されました。同社は、全製品をアメリカで販売しておりましたので、株価が急落して大騒ぎになりました。

その一年後、同社がアメリカのFDAに出していた、NDA (New Drug Application) で治験データの捏造が発覚しました。同社は、医薬品

メーカーが絶対やってはいけない二大悪事を二つともやっていたのです。しかも、それらは、第一三共が同社を買収してから一年以内に発覚していません。

第一三共は、ランバクシーの株価下落で多額の損失を被りました。第一三共は、ランバクシーの株式の大部分を、創業者でCEOであった人物から取得しています。この人物の責任が追及できないわけではないのに、損害賠償を得ることができていなかったことを示しています。

#### (リコーのIKON買収)

二〇〇八年に、リコーはアメリカの独立系事務機販売会社のIKONを買収しました。IKONの売り上げは、六割がキヤノン、三割がリコー、残りがその他のメーカーから成っていました。リ

コーは、IKONを買収することで、六割のキヤノンの顧客を全てリコーに置き換えることができると考えたかもしれませんが。しかし、マルチブランドのデイストリビューターは、お客さんが欲しいものを納品するのが仕事です。顧客が、キヤノンが欲しいと言うから、キヤノンを売っているわけで、リコーに買収されたから、これからはリコーを買って下さいとは言えません。実際、リコーがIKONを買収する前と、買収した後とを比べますと、リコーの北米セールスはちょうど一〇〇億円しか増えていません。M&Aの世界では、販売会社(デイストリビューター)は買うなという教訓がありますが、リコーは買ってしまっただけです。

#### (サントリーのビーム買収)

二〇一四年に、サントリーはアメリカの洋酒大

手のビームを買収しました。買収時の佐治社長は記者会見で、「成長著しいアジア市場でサントリーのウイスキーを売るプラットフォームにこれを使いたい」とおっしゃいました。ビームは成長しておりましたので、株価は割高で、PER三〇倍で取引されておりました。サントリーは、それに三割のプレミアムを乗せて、PER四〇倍で買ったのです。

ビーム社は、売り上げも利益も北アメリカ、ヨーロッパ、中東、アフリカで伸びておりました。他方、アジア太平洋洋では売り上げも利益もマイナスでした。したがって、ビームは、厳密には佐治社長が望んだようなものではありませんでした。ビームを買収した後、それほどうまく行っていないように見えます。少なくとも、佐治社長が目指したようなことは起きていないように思います。

(武田薬品のナイコメッド買収)

二〇一一年に、武田薬品はナイコメッドを買収しました。ナイコメッドを買収した際、武田薬品は、ナイコメッドは素晴らしい新薬メーカーなので、一兆三〇〇億円は高くないと言っていました。しかし、武田薬品の開発品目をフェーズIまで見てみましても、いまだにナイコメッド由来の化合物は一つもありません。ナイコメッドは新薬メーカーというより、むしろ、ただの販売会社と言うべきです。単なる販売経路の買収に一兆三〇〇億円を投じる必要はありません。買収した会社の実態が、買収価格に見合わない例の一つと言えます。

(東芝のウエスティングハウス買収)

二〇〇六年に、東芝はウエスティングハウスを買収しました。買収時点で、相場の二倍の高値で

買収したと言われましたが、その後も、ウエストینگハウスの経営を支配することができていませんでした。ウエストینگハウスが倒産に至った影響で、東芝も多額の損失の計上を余儀なくされ、ひいては、半導体事業を分離するなど、東芝本体の解体にまでつながってしまいました。

## (2) 海外企業によるインバウンドM&A (失敗)

### 例)

海外企業による日本企業の買収も、あまりうまくいっていません。

ダイムラーによる三菱自動車への出資も、GEキャピタルによる日本リース・東邦生命の買収も、その後、解消されることになりました。

世界一の小売会社のウォルマートは、小売チェーンの西友を買収し、エブリデイ・ロープライスを訴求して集客を図りました。しかし、日本

の主婦にとって、毎朝、新聞の折り込み広告を見て、一〇〇円の電車賃を払って、一〇円安いものを買うに行くのが楽しいのです。だから、日本では、エブリデイ・ロープライスはあまり受けられないのです。

ボーダフォンによる日本テレコムを買収も、うまくいかず、結局、会社は一兆円の特別損失を計上して日本から撤退しました。

## (3) 日本企業のアウトバウンドM&A (成功例)

### (ブリジストンのファイアストーン買収)

日本企業のアウトバウンドM&Aがうまくいった例として、ブリジストンによるファイアストンの買収が挙げられます。

ブリヂストンは、アメリカ一、世界一のタイヤメーカーになるためには、GMやフォードにタイヤを売らなければならないと考えて、一九九八年

にファイアンストンを買収しました。買収後、一時期、フォードのエキスプロラーの横転事故の責任を問われて、苦しい時期がありました。今や、北米事業は一兆五〇〇億円前後の売り上げを計上するまでになっています。日本のバブル期の海外買収では、珍しく成功した事例と言えます。なお、業界第二位の住友ゴムは、日本メーカーのアメリカ工場で自社のタイヤを買ってもらえばよいと考え、海外企業を買収は行いませんでした。同社の北米での売り上げは、いまだに一五〇〇億円程度にとどまっています。最初の目線の違いで、このような大きな差が出ているわけです。

(京セラのAVX買収)

一九八九年に、京セラは五〇〇億円でセラミックコンデンサー製造会社のAVXを買収しまし

た。六年後に上場したところ、時価総額が二五〇〇億円に上りましたので、大成功であったと言えます。買収直後から、AVXは、京セラの製品をアメリカやヨーロッパの市場で販売し、京セラは、AVXの製品をアジアや日本で販売するようになりました。当然うまくいくはずで、京セラの売り上げも利益もうなぎ登りになりました。

(日本たばこのRJR／ガラハー買収)

日本たばこは、一九九九年にRJRNビスコのアメリカ以外のたばこ事業を、また、二〇〇三年にイギリスのたばこメーカーのガラハーを買収しました。日本たばこの場合、国内たばこ事業は縮小傾向が続き、国内の営業利益も二〇〇〇億円程度にとどまっています。日本たばこの成長は全て、買収した二社の海外たばこ事業の貢献に負っています。日本たばこは、RJRを買収した後、

一二年ぐらいで利益が三倍、時価総額が四倍の会社になりました。たばこ事業で成長が見込めるのは、アジア、東ヨーロッパ、ロシアなどです。これらの地域に強い会社を買収するという戦略が見事に当たったわけです。

(住友銀行によるゴールドマン・サックスへの出資)

一九八六年に、住友銀行がゴールドマン・サックスに対して優先株出資を行いました。五〇〇億円を出資したのですが、二〇〇一年に全株式を売却するまでに、同行は五〇〇〇億円は手にしていると思います。財務的には大変な成功であったと言えます。しかし、同行はゴールドマン・サックスの経営には一切関与していません。

(4) 日本企業間のM&A (成功例)

(DDI/KDD/IDO)

二〇〇〇年に、DDI、KDD、IDOの三社が合併しました。従来、DDIは、東京・東海以外の地域で、また、IDOは、東京と東海地域で携帯電話事業を行っていました。最初から全国でサービスを提供しているNTTドコモに対抗するには、両社が合併する以外の選択肢はありませんでした。また、国際電信電話事業を営んでいたKDDは、NTTの国際参入が進めば生き残りは困難と判断して、この合併に参加することになりました。合併直後、一時、業績が低迷しましたが、その後は、利益は大幅に改善し、有利子負債も減って、株価はTOPIXやNTTドコモを大きく上回って推移しています。

(NKK／川崎製鉄)

日産自動車は、新日本製鉄、NKK、川崎製鉄の三社から三分の一ずつ鋼板の調達を行っていた。日産自動車がルノーと提携した後、日産自動車に送り込まれたゴーン氏は、コストをカットするため、外部の調達先を各業種一社に絞る方針を打ち出しました。鋼板については、調達先が、唯一値下げに応じた新日本製鉄一社に絞られてしまいました。

それを見たトヨタでも、鋼板の調達先を一社に絞ろうとする動きが出てきました。これに危機感を抱いたNKKと川崎製鉄は、新日本製鉄と同規模の会社をもう一つ作らなければならないと考えるようにになりました。その流れから、二〇〇二年に両社が合併し、JFEが発足しました。JFEの利益は、合併の翌年から三年連続で新日本製鉄を上回っており、大きな成功を収めたと言えま

しょう。

(5) 海外企業による日本企業のM&A (成功例)  
(ロツシユの中外製薬買収)

私は、このケースでロツシユのアドバイザーを務めました。中外製薬の永山社長は、「武田薬品に勝ちたいが、自力では無理だ。世界トップ五の傘下に入って、その研究開発から生まれる強い新薬を、日本で思いきり売りたい。ただし、ある程度の自主性は担保したいので、外資の出資比率は五一%までにしてほしい」とおっしゃりました。このような条件を呑む海外企業はめったにありません。しかし、ロツシユは呑みました。

中外製薬はMRが強い一方、自社の薬はそれほど持っていませんでした。ちょうどこの頃、インフルエンザ治療薬のタミフルが発売されました。それ以外にも、ロツシユはよい薬をたくさん持つ

ています。このため、中外製薬の営業利益は、当初の二〇〇億円ぐらいいから、今や一〇〇〇億円超に達するところまで伸びています。

#### (ルノーによる日産自動車への出資)

一時、経営危機に陥った日産自動車は、ルノーから出資を受け、同社と業務提携を行うことで、急速に業績を回復させました。しかし、これは、ゴーン氏の個人的能力に負うところが大きく、たまたまうまく行っただけと言えるのではないかと考えます。そもそもルノーはそれほどよい会社ではありません。

## 四、M&Aの成功と失敗—原因分類

最後に、失敗を防ぐための自問自答を五つ挙げ

ておきます(図表6)。多くの例を見ておりますと、実は全て当たり前のことで失敗しています。

一つ目は、今が本当に正しい買いどきかということ。不動産バブルやネットバブルなど、一時的な業界のバブルに踊らされて、買いどき、売りどきを誤っていないか問い直すことが重要です。

二つ目は、自分が欲しいものを手に入れるのに、評価は妥当かということです。ここでは、絶対的な価値というより、むしろ、買い手企業にとっての価値が問題になります。

三つ目は、近い将来の環境変化で、その業界が劇的に不況化したり、なくなったりしないかということ。です。

四つ目は、契約書は万全か、不測の事態へのリスクヘッジは十分にできているかということです。M&Aにおいては契約書が極めて重要であ

図表6 成功と失敗 原因分類

成功と失敗 原因分類

失敗を防ぐための自問自答：

今が本当に正しい買い時か？一時的な業界のバブルに賭けていないか？

(例) 三菱地所(不動産バブル)、NTTドコモ、NTTCom、古河電工(ネットバブル)

相手株式の評価は妥当か？実態に即して割高ではないか？

(例) NTTドコモ、NTTCom、古河電工、リコー、三洋電機、武田薬品・Nycomed、サントリー・Beam

その業界は本当に大丈夫か？近い将来の環境変化で劇的に不況化しないか？

(例) 日本鉱業(銅精錬)、富士通(メインフレーム)、NEC(PC)、日立(HDD)

契約書は万全か？不測の事態に対するリスクヘッジは充分できているか？

(例) 第一三共(保障・表明・補償)、シャープ・鴻海(MAC条項)

事業特性を理解しているか？他人任せでなく自分で経営できるか？

(例) ソニー、松下電産(映画事業)

成功した事例からの教訓：

戦路上的シナジー実現(論理的帰結) ⇒ 「真理は至って単純明快！」(判り易いシナジー)

(例) 京セラ、日本たばこ、ブリヂストン、KDDI、JFE、中外製薬

対象会社経営者の能力(たまたま)

(例) 第一勧銀、住友銀行、富士銀行、イオン、ルノー(日産)

©服部暢達(2019)

り、契約書で失敗したらぼろ負けすることになります。

五つ目は、事業特性を理解し、他人任せではなく自分で経営できるかということです。

全て当たり前のことなのですが、多くの企業がこのような当たり前の石につまずいているのです。

先ほど、M&Aが成功した例として、京セラ、日本たばこ、ブリヂストン、KDDI、JFE、中外製薬などを取り上げ、成功のためのストラテジーを一人当たり三〇秒ぐらいでお話ししました。このように、せいぜい一分以内で説明できるようなシナジーこそ、高い確率で実現するものであると言えます。逆に、プレゼン資料を二〇枚用意し、三〇分もかけないと説明できないようなシナジーは、おそらく実現しないでしょう。つまり、真理はきわめて単純であるというのが私の考

えです。

私のお話は以上とさせていただきます、何か御質問等があればお受けしたいと思います。どうもありがとうございますございました。(拍手)

**増井理事長** 服部先生、大変具体的で、おもしろいお話を聞かせていただきありがとうございますございました。

若干お時間がございます。せっかくでございませぬので、御質問等があればお願いいたします。

**質問者A** とてもおもしろいお話を聞かせていただきありがとうございます。これまでのお話で、M&Aで最も成功した日本電産への言及が一切なかったのですが、それはなぜでしょうか。

**服部** 日本電産はあまりアドバイザーをお使いにならず、私も、同社とは全く接点がありません。

社長にもお目にかかったことがなく、土地勘がな

いものですから、今日は触れませんでした。ただ、一般論として、日本電産は、かなり財務状況の厳しい会社を買収し、買収後、従業員に対して「全員クビにしないので、身を粉にして働いてほしい」と言われるようです。「クビにしない」「潰さない」などと言われますと、日本人の多くは意気に感じるでしょう。このような浪花節的ところが、非常に効いているケースが多いと聞いています。

なお、最近では、日本電産も、海外でエマソンなどの買収を進めておられます。海外では、日本と同じ手は使えませんので、今後の展開を関心を持って見ていきたいと考えています。

**増井理事長** その他に御質問はありますでしょうか。それでは、私の方から二つほど質問させていただきます。

一つとして、ゴールドマン・サックスで多くの

M&Aに携わられる中で、アドバイザーの立場で、どのようなアドバイスをしてこられたのでしょうか。積極的に誘導ないしリードされるのか、あるいは、経営者の立場を考えてアドバイスされるのか、微妙な点があるかもしれません。先生のご経験の中からお教えいただければと思います。

もう一つ、欧米の経営者と日本の経営者の違いについて、お気づきのことがあれば教えていただければと思います。

**服部** 一つ目の御質問に関し、ファイナンシャル・アドバイザーは、戦略コンサルティングではありませんので、事業戦略には立ち入りません。例えば、本当にこの事業が必要なかといった、根本的な点は買い手企業の判断に任せることになりました。

他方、アドバイザーとして可能な、テクニカル

なリスクを排除するためのアドバイスは行います。

この点で、デューデリは非常に重要です。相手の瑕疵を発見するため、相手から進んで言わせるようにしました。そのためには、相手に、言わないとやばいと思わせなければなりません。デューデリでは必ず「このテーマについて、これ以外に会社の価値に重大な影響を与える瑕疵は、あなたが知っている限り、ないと言えるか」と聞きました。ほとんどの場合、相手は「ない」と言います。それに対して、こちらから「最終契約書では『ない』ことを必ずレップ（表明保証条項）に入れてもらう。当然それは補償に直結する」と伝えます。このようなことを繰り返し返しておりますと、相手が「これは言っておいたほうがよいか」と感じるようになってきます。

デューデリは重要ですから、会計士も弁護士も

一流どころを雇わなければなりません。中には、

「渉外事務所の弁護士はフィーが高いから、株主総会のときに使っている弁護士でやりたい」とおっしゃる会社があります。「弁護士費用に充てる予算は五〇〇万円ぐらいしかない」とおっしゃる会社もあります。このような会社には、全力を挙げて一流の弁護士を使うように説得します。渉外事務所の弁護士フィーが高いと言っても、欧米の弁護士事務所比べれば安いものです。最初から最後までアメリカの大手弁護士事務所を使ったら、数億円はかかります。

弁護士には、問題解決型の弁護士と問題指摘型の弁護士がいます。M&Aでは、問題指摘型の弁護士は要りません。「このような問題があるのでも、こうすればよいのではないか」と言ってくれようでないと、弁護士を雇う価値がありません。そのような弁護士を使っていたかかないと困

ります。

繰り返しになりますが、私は事業の見通しには関わりません。事業特性を理解して自分で経営できるか、あるいは、相場観として今買収にかかるのが本当によいのかといったことは、買手企業が判断することであり私は関与しません。他方、契約書は万全か、バリエーションは大丈夫かの二点については、責任を持って対応します。

二つ目の御質問ですが、欧米の経営者と日本の経営者はかなり異なります。

日本企業が欧米で海外企業を買収しても、あまり成功しません。また、欧米企業が日本企業を買収しても、あまり成功しません。これは、日本のビジネスマンのメンタリティーが特殊だからではないかと考えています。

日本企業が海外企業を買収するに当たって、案件を担当するのは、社内で成功して偉くなったエ

リートです。このような人には、概して、自分の所属している組織の名前にエクスタシーを感じる人が多いように思います。他方、欧米のエリートサラリーマンで、自分が属している組織の名前にエクスタシーを感じる人はまずいません。それよりも「GEで三〇万ドルをもらっている」というところにエクスタシーを感じるのです。このため、欧米のエリートの中には、大きな会社に行くより、五〇万ドルをもらってカリフォルニアのベンチャー企業の社長をやらうとする人がたくさんいます。

この点での欧米人と日本人の違いを理解しないと、うまくいきません。例えば、日本の財閥系企業で偉くなった人が、買収したアメリカ企業の社長として赴任したとします。

買収された企業の幹部は、「よく知らない日本企業に買収された。辞めるかどうか、新社長が自

分に幾ら払うか聞いてから決めよう」と考えています。ところが、赴任してきた新社長は、一人一人と面談するのではなく、全員を集めて「皆さんは〇〇グループの社員になった。〇〇グループは従業員を大切にしているグループであり、私の在任中は絶対にレイオフはしない。安心して身を粉にして働いてほしい」と演説するわけです。しかし、これはアメリカ人の幹部には全く受けません。「何を言っているのか。早く自分個人に幾ら払うか言ってほしい」と感じてしまいます。これがボタンのかけ違いの始まりです。

逆に、アメリカ企業が日本企業を買収し、アメリカ人の社長が来ますと、日本人幹部を集めて「私はここに三年いる。三年で実績を上げ、その実績で本社に戻ってもっと偉くなりたい」といったことを、もう少しオブラートに包んで言います。その上で、一人一人に、三年間の報酬や実績

を上げた場合のボーナスの額を伝えます。しかし、これは日本人幹部には全く受けません。お金の方に頭が行かないで、「三年で帰るのでは単なる腰掛であり、仲間ではない」と感じてしまっています。完全に行き違ってしまっています。

これは、ほぼ宗教観に近いと言ってもよいかもしれませんが、ともかく欧米人と日本人は根本的に違うのです。アジアでも、中国人と韓国人は、日本から見たらほぼ欧米人と同じです。中国から見ても、韓国から見ても、ヨーロッパやアメリカから見ても、日本人は特殊なのです。このことをよく理解しておかないと、なかなかうまくいかないと思います。

**増井理事長** どうもありがとうございました。今日は、大変楽しくお話を聞かせていただきました。最後に、服部先生に盛大な拍手をお願いします。(拍手)

(はつとり) のぶみち・早稲田大学大学院経営管理研究科客員教授  
慶應義塾大学大学院経営管理研究科客員教授

(本稿は、平成三十二年三月六日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。)

服 部 暢 達 氏

略 歴

1981年3月、東京大学工学部卒業。日産自動車を経て89年6月、マサチューセッツ工科大学（MIT）スローン・スクール経営学修士課程卒業。89年より03年まで米国系大手投資銀行にて日本における M&A アドバイザリー業務を担当。98年からはマネージング・ディレクターとして同業務を統括。日本リースのリース事業の GE キャピタルへの売却、第二電電・KDD・日本移動通信の三社合併、ロッシュによる中外製薬の買収、NKK と川崎製鉄の経営統合など日本企業が関係する大型案件を数多く手がけた。09年4月より早稲田大学大学院経営管理研究科にて M&A と企業価値評価の講義を担当するかたわら、服部暢達事務所にて、日本における株主価値増大に資する M&A の研究・評論活動を行っている。