

## 第4回 M&A研究会

### 議 事 録

(平成20年12月19日開催)

●落合座長 それでは、時間になりましたので、第4回になりますけれどもM&A研究会を始めたいと思います。

最初の議事に入りたいと思います。最初の議題は、制度・政策に関する小研究会での議論についてということですので、小研究会のメンバーである大杉委員にこの議題につきましてのご報告をお願いいたします。

●大杉委員 皆さん、おはようございます。私のほうから、制度・政策に関する小研究会の模様をご報告させていただきたいと思います。

お手元の紙で言えば、一番最初には書いておりませんが、初回にメンバーが集まってアジェンダの設定をいたしまして、その後のアジェンダの消化状況が、9月18日の会から先般の12月15日の会まで、具体的には4回にわたって3つのテーマをやってきました。

初回の9月18日は、武井委員からM&A全般に関して問題点の指摘が、かなり網羅的、包括的にされ、その一部分につきましては、このM&A研究会でも、武井先生から報告があったと伺っております。きょうは、10月及び12月に開かれました第三者割当てに関する議論と外資規制、後者について2度にわたって会議を開きましたけれども、そのさわりだけをお知らせいたしたいと思います。

まず、第三者割当てですけれども、もともとは株式を上場会社が発行して、特定の人だけに第三者割当てをするということは古くから見られるわけですが、戦後日本の法律、商法は結構ごちゃごちゃと改正されていまして、1966年までは、平たく言うと、第三者割当てをするには、株主総会の決議が必要であると。この年に商法が改正されて、現在のようなルールになって、ほぼそのまま現在に至っております。要するに第三者割当てだとしても、総会決議は要らなくて、取締役会会議で決定できるけれども、価格が有利発行の場合には総会の特別決議がいるという形であります。とはいいまして、新株発行を規制しているのは、何も商法だけではなく、実際には、ここに書きましたように、行政指導ですとか自主規制というものがかなりいろいろと縛っていた時代が長く続いたわけであります。

第三者割当てに関して言いますと、発行会社と引受先とで条件が折り合えば、間に証券会社を通す必要はないわけですが、不透明な第三者割当てというものが多用されることになれば、例えば証券市場が何のためにあるのかわからないというようなことも存在するわけですし、日本証券業協会などにおいて、第三者割当てそのものというよりも、第三者割当てをやった会社は、しばらく公募増資をさせないなどの形で、間接的なものが中心ですけれども、いわば自主規制的にある程度コントロールしてきたわけであり

ます。

もちろん、その背後には、当時の大蔵省の意向などもあったわけであります。大まかに言うと、80年代に大幅に金融規制が緩和されまして、96年の初頭ぐらいに社債に関しても株式に関してもそのような自主規制的なものがおおむね排除されたということになります。その上、そのソフト・ローによる補完部分がなくなって、現在は法律上のかなり緩い規制しか第三者割当てについては存在しないということになります。

このあたりの、かつてはどういう行政指導のようなものがあつたかというのは、小研究会では丹羽委員のほうから、資料が提出されたところです。最近、第三者割当てについて、投資家などの不満が増えておりまして、とりわけ海外の機関投資家から見るとここに書きましたように、1つは買収防衛的な第三者割当てですよね。主要目的ルールという建前の下に日本の裁判所はなかなか差し止めてくれないのではないかと、これは多分賛否両論あって、なかなか私自身そのような評価が正しいかどうか断言はできませんけれども、そう見えているということは確からしいです。

そして、それ以外にもうちょっと一般的な現象として、後ろに書いてある希薄化ですけれども、その新株発行というのは、第三者割当てに限らず公募でもいいのですけれども、きちんと将来計画なしに漫然とやると、それは株式数が増えるということで、1株当たりの会社の利益というのは低下するおそれが非常に高い。二、三年前にある上場会社が株主総会をやって、そのときは黙っていて翌日に新株発行の計画を発表して、結構市場で叩かれたりしましたけれども、要するに有利発行という規制で、現在の株価の水準というものをある程度意識して新株発行をしていけばいいのではないかとというのが法律の建前です。しかし、市場の関係者の間では、値段の問題だけではなくて、計画に基づかないそこが弱い新株発行を大量にやると、そのこと自体が既存の株主が持っている株式の価値を損なう危険が高いという不満が高まっているわけであります。このあたりは、海外、あるいは国内も含めて機関投資家の声でもありますが、もうちょっと露骨な事例が今年の秋に幾つかありまして、新株予約権を第三者割当てする。それが常軌を逸していたというふうなケースが、私が認識しているだけで二、三件あるわけですけれども、そのような点について何らかの法規制、ないし法律ではないにせよ自主規制的なものが必要なのではないかとこの点が盛り上がって議論されています。

私のほうから、外国法についての説明紹介を会でさせていただいたのですけれども、平たく言いますと、イギリスでは株主割当て以外の新株発行ですと株主総会決議が必要だというのがまず原則としてあります。これは第三者割当てだけでなく、公募もそうなのですけれども、日本で言う、授權資本のような制度、定款とかである程度枠を取っておけば、その範囲内であれば、取締役会会議にて発行できるという制度は、イギリスにはあるのですけれども、それは日本よりも枠の自由度が小さいといえますか、もうちょっと正確に言うと、少し記憶があいまいなのですが、枠が5年でエクスパイアしてしまう。定款に書いても未来永劫その枠があるわけではないので、あと、授權枠の扱いについて、

かなり機関投資家とかがうるさく監視して、適切じゃないという会社にはイエローカードを出すみたいな力学が働いておまして、そういう意味で、イギリスでは第三者割り当て自体は非常に多いです。ただ、それについては、例えば株主総会で毎年あらかじめ枠を取っておくとか、大幅なものをやるときは総会決議に基づいてやるというふうに、株主がその決定に参加できるような運用が多くの場合にはなされているということでもあります。

付言いたしますと、そんなこと言っても急に業績が悪くなって、放っておくとどんどん悪くなってしまふような会社の場合、株主総会を開いている時間の余裕はもちろんないわけですけど、少し外国人にはわかりにくい、キャッシュボックスストラクチャーなどと言われている、脱法的なやり方があるって、一言で言うと、海外にSPCをつくってというやり方で、私がきょう述べたような法規制をかなりせん脱できる抜け穴があるのですが、それは恐らく向こうの証券業協会的な業界秩序の中で乱用されないような、非常に謙抑的な使い方がされているというふうなことを聞いたことがあります。

今述べましたイギリスのルールは、ヨーロッパ全般割合そうなおまして、他方、アメリカは大きく異なりまして、新株発行は有利発行も含めて、取締役会決議で自由に行える。ただ、株主を害するような新株発行をやっちゃいますと、フィデューシャリー・デューティ (fiduciary duty) 違反ということで、信託義務に反するというので、当然差し止めの訴訟とか、あるいは役員個人を被告にしたクラスアクションが、高い確率で提起されて、身ぐるみ剥がれる危険が高いですので、法律自体はかなり自由だけれども、運用としてはそういう抑止力も働いて、ひどい例は少ないのではないかというのが法律サイドであります。

レジュメには項目だけですが、口頭で補足いたしますと、皆さんがよく聞かれたことがあるのが自主規制のほうであろうと思います。ニューヨーク証券取引所などですと、原則として20%以上の新株とか、新株予約権を発行する場合には、総会の決議が必要である。例外的な緊急を要するような場合、ほっとくと会社が倒産しかねないという場合には、会社の中の監査委員会の同意と、あと証券取引所の同意というものを得て、総会なしにファイナンスをすることも認められております。

もう一点、この小研究会で話題になりましたのが、関連してMSCBであります。MSCBというと、転換社債で転換価格が定期的にその後の株価を基準にして修正されるものですので、何かオプションはついているのですが、余りオプションとしての性格がなくて株式に近い。発行するときは証券会社などが引き受けるということで、典型的な第三者割り当てですけれども、経済実態として、恐らく平たく言うと2つぐらいに大別される。投資ファンドに割り当てておしまい、海外の怪しげなファンドが多いのですけれども、そういうところに第三者割り当てをしておしまいというタイプの、名実ともに第三者割り当てというMSCBと、そうではなく国内の証券会社が1度引き受けて、その後で株価動向を見ながら少しずつ株式に転換してそれを市場に出していく、これは大量の株式を公募で発行するのではなくて、それは告知なわけで、少しずつ発行しているようなイメージ、そ

の間、発行自体は、証券会社が間に入って仲介業者として、いわばリスクを取るけれども、長期的には公募に近い株式の流れ方をするというふうなものと、2つぐらいあるというふうに私は思っています。これにつきましては、田中委員がアメリカの状況を詳しく紹介してくれまして、向こうではMSCBというふうな言葉はなくて、パイプスとかデススパイラル・コンバーティブルズとか言われているわけですが、パイプスというのはもうちょっと広い概念でPrivate Investment in Public Equityで、投資ファンドが上場会社に対して多額の出資をするような場合をパイプスと呼んでいますけれども、アメリカでもやはり上場会社の資金調達というと、公募の比重が下がっていて、広い意味での私募とか第三者割り当て的なものが最近増加してきております。投資ファンドが出す例が多いわけですが、ただ、パイプスも金額などで見ると、ほとんどは普通株式であります。MSCBを使うものもあります。これは、一度、2000年過ぎから、余りに評判が悪いので、アメリカでも激減して死滅する手前ぐらいまで減ったみたいなのですが、最近また復活して、それなりには利用されているMSCBですが、そういうマーケット状況だそうです。

そして、MSCBの発行後の株価について、複数の実証研究があるようでして、現時点では、まとめると、長期的にはやはりMSCBを発行している会社というのは株価が下落している。発行直後で、恐らくMSCBを発行する最大の理由というのは、株価が企業価値を反映していなくて、過大評価ないし過小評価されているのだけど、それについて、必ずしも当事者も含めて完全な意見の合意ができないというふうなシチュエーションが、普通株じゃなくてMSCBを使う理由だと思うのですが、短期的にはマーケットに出てこない情報、企業価値に関するデータが長期的には株価に反映されるはずということで、MSCB発行後に例えば9カ月とか12カ月とか、もう少し長い期間かもしれませんが、見てみますと、もちろん企業によって上がり下がりはありますけれども、統計的には少し下がるという例がアメリカで多いというふうに現時点では報告されています。

私のコメントですが、ご案内のとおり昨年、平成19年に日証協がMSCBについての自主規制を設けていまして、私はおおむね内容というのはよくできていて、あれを徹底していくのがいいのではないかと、学会ではMSCBの発行というのを、法律上の有利発行なのではないかという観点から規制していく立場が根強いですが、先ほど申しましたようにMSCBというのは、企業価値を反映しない株価が形成されているのではないかと、そういうシチュエーションで意味を持つ商品なので、そういうのを発行するとき、株価と比べて有利発行を論じるという判断は少しおかしいのではないかと、いうふうに思っております。

後半が、3番の外資規制3であります。日本でも最近、TCIと電源開発の有名な事件があったわけでありまして、山口委員にお願いして、フランス、イギリス、ドイツ、アメリカの状況について、ご報告をいただいたわけです。

中身をおいて、少し一般的な議論をしますと、保護法益、何を守ろうとするのかという

のが、国によっていろいろずれがある、日本も今、そこがはっきりしていないので、守るべきは何なのかということをもう少しクリアにしていく必要がある。また、そのための手段として、何をとらえて規制するのか、規制するとき、海外から見て不透明だというふうに批判されないためには、手続の適正さ、デュープロセスというものを保障していくことももっと真剣に考えないといけないですよということになります。

少し戻りますと、何を規制するかということですが、例えば国益とかを害する株式の取得というものがなされたときに、その株式の取得という部分を規制する、株式の取得とか、それに基づく議決権行使というものを認めないような装置をつくるのか、あるいはもっと業法のほうで免許のほうを取り消すなど、制限するという法で対処するのか、後者はかなりラディカルだと思いますけれども、そういうふうなことから我が国でももう少し体系的な議論がされているのだとは思いますが、簡単に小研究会で出てきたまとめをいたしますと、フランスには外資規制がありますけれども、特にこういう特徴があるとか、日本にとってこういう点が参考になるというふうなものは、強いものはなかったと記憶しています。

次にイギリスですけれども、内外を区別するというふうな規制の立て方をしていない、つまりある企業の株式支配権というのをある人が取得しようとしているとき、取ろうとしている人が外国人なのか内国人なのかというふうな点ではなく、内国人のものも含めて、それが国益に反するかどうかというものについて、大体30%ぐらいが目安らしいのですが、それを規制する制度としてつくられているということだったと記憶しています。

ドイツは、外資規制的なものはあるといえばあるのですけれども、公益事業について経済法的な規制をしているというのが私の受けた印象です。例えば、電気、ガスといったインフラストラクチャーについて、ドイツでは例えば電力会社は電力を生み出す会社というのは多数存在する、でもそれは送電線を引っ張って各家庭まで持っていくという、電気を動かす、送電する会社というのは地域独占になっています。そこで、電気をつくる会社が送電をする会社を支配してはいけないというふうに、そこを切るというふうな規制をやっていて、それは恐らくユニバーサルサービス、どんな田舎にいてもインフラの提供を受けられるというユニバーサルサービスの観点とか、あるいは、エッセンシャルファシリティーズと言われるような、そこがボトルネックになって、そこを押さえたら交渉上非常に強い立場になってしまうというふうなところを乱用するのを許さないということかと思えます。つまり、T C I 事件のときに、我々が認識しているような意味での外資規制ではないようであります。ただ、現在いわゆる一般的な外資規制を導入する必要があるのではないかということで、検討が盛り上がっていると聞いています。

最後にアメリカですけれども、ご案内のとおり、エクソフプロリオ条項で安全保障を脅かすような外国資本による企業買収というものに対して、それを停止させる権限を政府に与えている。それに加えていわゆるそういう典型的な外資規制のほかに、個別の業法の中で危険のある買収が行われれば、チェンジ・オブ・コントロールがあれば、ライセンスを

剥奪するようなこともあわせて定められているようではあります。

やはりこういうのというのは、個別事例の数がそんなに多くはないので、紹介していただいても、本当に危険な事件が起こったときどうなるのかという、一番知りたいことというのがよくわからないのですけれども、アメリカだと今までは割と、これは危険性がないよねということで、次に書いてある、negation action planで落ちつく例が数件報告されております。ニゲーションという、確かに外資が何か危険性のある企業を買収しようとしているように見えるのだけれども、その支配力、影響力を打ち消すための措置ということになります。具体的には、その会社の役員というのが、米国に在住している米国市民に限るですとか、あるいは例えば原子力発電で核燃料を扱っているような会社に対して、外国の会社が出資するなどというふうなときには、その危険物を取り扱っている従業員、そこがキーポイントで、せめてそこはアメリカ人だけにするというふうなことをあらかじめ約束する。また、多いのが、合弁会社をつくる、アメリカ国内の会社と海外の会社が出資して、そこで買収するというふうな事例ですと、合弁の中での意思決定力というのはアメリカの合弁当事者が握る、海外の投資家はパッシブな金銭のほうの投資妙味しか与えませんよというようなところで手を打つ例が多いようです。

このようなことを小研究会でやっております。

以上です。

●落合座長 ありがとうございます。それでは、ただいまの大杉委員のご報告につきまして、ご意見、ご質問ございましたらお願いしたいと思います、何かあるでしょうか。

よろしいでしょうか。それでは、この小研究会は、今後の予定等はどういうことになっていますか。

●大杉委員 まだ日程はセットされていませんけれども、年明けに1回全体のまとめにもっていく研究会をやって終了する予定でございます。

●大森コンパクトにまとめていただいたので、わかりやすかったです。有難うございました。一つ教えて頂きたいのですが、第三者割当については、東京証券取引所でも何か規制を検討しているという話を聞くのですが、その方向性などわかりますでしょうか。

●大杉委員 私もそちらのことは全然存じ上げませんで、オブザーバーの大森さんのほうが私よりも状況に詳しいと思いますので、差しさわりのない範囲で教えていただけますか。

●大森課長 取引所が、取引の場を提供するものとしての責任として、第三者割当て増資、かなり目に余るようなケースも散見されておりますので、東大の神田先生を座長にして、取引所としてどういう自主規制をするのかという検討が進められております。まだ、具体的な方向性にまでは至っておりません。また、自主規制という形でやるのか、法律という形でやるのか、法律の場合それは、金商法なのか会社法なのかというような議論もありますので、金融庁、法務省がそれぞれ役所としても、この第三者割当て増資については、問題意識を持って検討しているというところです。金融審議会のほうでは、フリーディスカッションを始めたところ、そんな状況でございます。

●落合座長 ありがとうございます。それでは、ほかにご意見、ご質問等がなければ次の議題に移らせていただきたいと思います。

議題の2は日本企業の海外企業買収における最近の特徴というテーマで、西口委員にご報告をお願いしたいと思います。よろしくお願いたします。

●西口委員 西口でございます。それでは、お手元の資料を使いまして、簡単に現状をご報告申し上げたいと思います。

まず資料でございますが、大きく分けて2種類の内容を含んでおります。いわゆる統計データを前半に数ページ持ってきております。後半に最近の具体的な事例をもとに、各種M&Aのアドバイザーの方々とも事前にいろいろお話をした上で、また私どもの日々感じていること、経験していることも踏まえまして、このような形でまとめさせていただいております。

では、資料の2ページをまずご覧ください。日本企業におけるクロスボーダーM&Aの実績というページでございます。最近の新聞報道等でも非常にクロスボーダーのM&Aは多うございますけれども、過去20年間何が起こってきたのかというのを振り返って見る意味があると思ひましてこちらに持ってまいりました。

私、このM&Aのビジネスというのは86年頃からかかわっておりますが、当時M&Aというと、日本企業の海外買収、いわゆるM&Aと言えばクロスボーダーという時代でございました。お手元のグラフにありますように、いわゆる件数ベースでいいますと、90年に一たんピークを迎えまして、その後、ご案内のような経済環境に従いまして、93年に一たんボトムになっております。その後、2000年に2回目のピークを迎えた後、2003年にまた落ち込み、2006年にもう一度盛り上がり、恐らく2008年から2009年にかけて大幅な件数の増加があるというふうに見られております。

そういった意味で、コンスタントにある種の波を経ながら少なくとも年間100件前後の案件をベースに底溜まりとして持ちながら、この20年間、日本企業のクロスボーダー案件というのは、上下を繰り返してきたというのがまず全体感でございます。

それではどこの地域に投資しているのかというのが次のページでございます。

こちらは、北米、欧州、アジアとそれから、その他、その他というのはオセアニア、中南米、中東、アフリカというふうにしております。これもすべて発表ベースのデータでございますが、過去2000年以降のデータを見ますと、実は地域ごとに大きな偏りがあるというよりは、全体感としては非常にバランスよく、北米、欧州、アジアに投資をしてきているなということが見てとれます。もちろん、個別案件によっては非常に大型なものもあれば、非常に少額の案件もございますし、これ自体が件数でございますので、金額の大小とはずれてまいりますけれども、少なくとも経済活動として行われている取引の数という意味では、ほぼバランスのとれた活動、裏返して言いますと、日本企業というのは、特定地域の会社だけを買収しているのではなくて、実は世界中でまんべんなく、大小取り混ぜてではございますけれども、この10年近く活動してきているのだなということが見てとれま

す。

次のページに、だんだん細かくなってまいります。近時の大型案件の上位を入れています。これもすべて発表ベースでございますので、この中には皆さんもよくご存じの案件もおありではないかなと思います。こういう大型案件が実際にあちらこちらで起こっていますよということをお伝えしたい程度の資料でございます。この一つ一つについて何か申し上げるつもりはございません。ただ、ここを見ても、実は業種を見てもおわかりのとおり、さまざまな業種の方が、製薬もあれば飲料もあり、あるいは精密メーカーもあり、電力もありと、ありとあらゆる方々が活発に活動していらっしゃるなということでございます。大きなうねりがありますが、コンスタントに上下を繰り返してきたM&Aマーケット、それから地域においては、偏りなくまんべんなく投資が行われているということ、それから大型案件等を見ても、非常に業種についても偏りなく、さまざまな業種の方が案件と申しますか、投資を行っていらっしゃるということで、非常にダイナミックなマーケットであるということをお伝えしたいと思います。

それでは、6ページ以降になりますが、このM&Aのプロセスの概念図です。これは交渉の開始からサイニングそして資金の払い込みを行うクロージングそれからその後のいわゆる、ポスト・マージャー・インテグレーションといわれるクロージングの活動があるわけですが、どうも幾つか誤解があると感じております。一つ目の誤解は、PMI（ポスト・マージャー・インテグレーション）が、契約調印の前後に始まるというものです。後半お話ししますように、海外買収の場合、経営者の方の慰留あるいはリテンというのが前提条件になることが多くございますので、最初のころからいわゆる、ポスト・マージャー・インテグレーションでそもそもだれが経営をするのかという観点でシナジー実現の可能性の検証を行っておかないと、会社は買ったけど経営者に逃げられましたということが実際に起こります。

あと、そのときに実はカギになるのが、経営者報酬をどう提示するかということです。どうも色々なケースに関わっておりますと、法的には確かに正しい経営者報酬なのですが、マーケットやビジネスの慣行から比べると随分間違った判断をしている。これは別に法律事務所さんが悪いという意味ではございません。最終的には会社の判断の問題なのですが、随分と払わなくてもいいお金を払っている、あるいは今払わなくてもいいタイミングでお金を払うというようなことを実際されていまして、投資効果にあわないようなお金の支払い方をしている間違った進め方が起こりつつあるなという気はしています。

得に、経営者を残すという観点では、経営者報酬が鍵になります。一方、高い報酬を払えば海外の経営者というのは残留するというふうを考えて、とりあえずお金をやや多目に払おうという動き方になりがちなのですが、これは間違いです。チェンジ・オブ・コントロール条項によって、オーナーシップの変更に伴って数億単位、少なくとも数千万単位の金銭が懐に入るような契約を持っていらっしゃる方がおられるようなケースでは、トランザクションが行われること自体で、非常にリッチになられます。一方、実は彼らの最大

の関心事がお金ではなくて、むしろ自分のキャリアであったり、あるいは仕事の権限の範囲であることも多いのです。契約書にはなかなか書きにくかったりあるいはご本人とよく話してみないとわからないようなモチベーションとかキャリアのドライバーというものがあるのですが、それに気づかずに的外れな交渉をしてしまったり、あるいは彼らが独自のキャリアプランを持っているが故に、高いお金を用意したけれども、経営者がすぐやめてしまうというようなことも実際起こっています。

そういった意味で、今の話を別の観点からお話するのが、7ページ以降でございます。そのクロスボーダーM&Aの潮流で、どこで日本企業が苦しむのかという観点です。大きくわけて、マネジメントとガバナンスの二つでございます。従来の自社の海外オペレーションの経営をするということと、今まで縁もゆかりもなかった海外の企業を買ってその会社を経営するということは、これは全く違う活動でございます。何がどう違うかと言いますと、日本企業の海外オペレーションで働いている方はもともと自分が日本企業に就職するという判断をして入ってきていらっしゃるわけですね。

そういった意味で、例えばアメリカを例にとりますと、アメリカにいる日本企業という外資に勤めますという判断をされている人材と、そもそもアメリカ資本の企業に勤めていた方々の、日本企業による買収に対する受け止め方は全然違います。先方の準備度合いが違う、これは逆に日本でも外資企業が日本企業を買収するときによく言われる話の裏返しでございます。そういった意味で、どこで苦労されるかということ、マネジメントとガバナンスに戻るわけですが、そもそも買った会社の経営者、そのまま残っていただくのか、それとも外から来ていただくのか、場合によっては日本から送るのか、これは余りめったにないケースでございますけれども、あと、経営者を選任した後に、その方々の業績評価ですね、どうやって働いていただいて、どうやって業績を上げていただくか、これは明確な指示を出しておかないと、特に欧米の方は動いていただけませんので、ここをどう設定するのか、経営者の業績目標とそれに対する報酬をどう設計をするのか、場合によっては、いわゆるリテンション策（引き留め策）というものを持たないと競合から抜かれてしまう、あるいは極端に言うと、とっってもお金持ちになったので引退しますという判断をされる方もいらっしゃるわけで、こういった方々にどう対応するか。ここが、実はさっきもお話ししましたとおり、自社の海外オペレーションを普通に経営してきましたという感覚で、いわゆる身内の感覚で対応すると非常に手痛い失敗をしてしまうということがございます。

つまり、日本企業に働く気なんかさらさらなかった方が、数百人、数千人、数万人いる会社のオーナーになったわけですから、そこで日本側も発想の転換をしていかないと、日本はマネジメント・ガバナンスをしている気になるかもしれませんが、向こうから見ると訳が分からないと、あるいは押しつけであると、あるいは放任であると、これはいろんなパターンがあり得るわけですが、そういった受け止め方が生まれがちです。

その中でもう一つ重要なことが、グローバル経営であったり、グローバル人材マネジメ

ントですね。これも、本当の意味で日本企業はこの非常に難しいグローバル人材マネジメントをやり始めたばかりだと思います。特に、海外の企業を買い、経営陣を選任し、実際に経営し、成果を出していく、これは本当に始めたばかりだと思って間違いのないぐらい、慣れていच्छる企業が少ない。そういったところで、どこがポイントになるかというところ、実は、どの企業でもありますけれども、買った会社を送り込む海外の駐在員の役割ですね。

きょうはアメリカを例にとっていろいろお話ししますが、例えばシカゴの会社を買収した場合に、シカゴにもととのマネジメントの方がいच्छいますと、そういったところに、通常日本から駐在員を少なくても二、三名、場合によると十名前後送り込まれたりします。そういったときに、駐在員と、もともといच्छる現地のアメリカのマネジメントの役割の差は何なのかと、ここで最初、大抵失敗されます。現地からすると、駐在員に向かってレポートしているのか、日本の本社の社長にレポートしているのかよくわからないとなるわけですね。このあたりが非常にあいまいですが、日本の通常の海外拠点であれば、球拾いの役割を駐在員がやりながら頑張るということで、海外オペレーションをうまく回しているわけですね。よく言われる、「小人の靴屋さん」という言い方があります。現地の人たちが朝9時から5時まで働きますと、ホワイトカラーも含めて、6時から7時には帰られます。するとその後駐在員がずっと残って夜中まで仕事をして、朝、現地の方々が出てくると何か仕事ができ上がっていると、これは何かうちの会社には小人の靴屋がいて、夜仕事をしているのかというふうに言われるぐらい、駐在員はうまく球拾いをしながら全体がうまく回るようにうごいておられます。またそうやって日本企業の海外オペレーションをうまく回しているのですけれども、これが買収企業のときにいきなりそのやり方でやると、こいつはスパイかと、何をやっているのだというふうに見えるわけですね。そういった意味でこのあたりも、非常にセンシティブな部分がありまして、役割を定義する、あるいはそのグローバルな組織も、一事業部の中にぶら下がった、子会社なのか、それとも事業部自体の統合なのか等々、いろいろ考えなければいけないことがあります。

さっき申しました、PMIはサイン前後からではありませんと言ったのはこういったことで、これは各種ネゴを始めたぐらいから考え、企業とおつきあいで、先方とのネゴをしていかないと、本当の意味でシナジーが出せる体制なのかどうかもわからないままに企業を買ってしまうということになりかねない、ここが大きな課題です。

あとは、グローバル人材の育成の観点で、こういった会社をマネージできるような人材が非常に少ないのです。一ケタ台程度の方を社内に抱えているケースはありますが、そういった方が何十人も社内にはいますという会社はめったにございませんで、こういったものを、この買収を通してどう育成していくかということが大きな課題になりがちです。

企業文化統合というのは、よく使われる言葉ではございますけれども、2つの会社をどういうふうにとまめていくのか、下の方は少し細かくてテクニカルな話になりますが、そもそも、もともと日本企業に働くつもりがなかった方々が、数百、数千いるわけござい

ますから、それが一夜にして変わるわけですから、そういった方々を巻き込んでいく、あるいはその方々に成果を出していただくような人材マネジメントの仕組みが必要となります。通常上級職には株式報酬プランがあつたりしますが、当然日本企業が買収するという事は、公開企業が非公開企業になるわけで、かつ、万が一日本の企業が公開したとしても、余り日本企業の株は欲しくないなということもあるわけです。そういったことなどいろいろございますので、ご自分の海外オペレーションでは考えなくてもよかつたような、各種人材マネジメントの課題というのが買収を通して出てくるということでございます。こういったことを最初から考えておかず、契約の前後に考え始めると間違いなく後手に回るといふことです。

この点は、8ページ以降でございまして、実際問題として海外買収においては、対象企業の経営者も続投を前提とした買収案件が圧倒的に多いです。実際に、経営者が辞める意向であるということがわかつた段階で交渉打ち切りというケースもあります。これは、どういう観点で皆さんやっぺいらつしやるかなと思つと、やはり企業価値というのは、経営者と経営資源の掛け算で、経営資源というのはヒト・モノ・カネであると、つまり、企業価値を各種デューデリ等されていく中で、経営者の人物・識見・能力・経験というのも対象資産の一部であるという考え方を持っぺいらつしやる経営者が非常に多いと思つます。

また、現地の経営者が社内に持っぺいる影響力ですな、それがメーカーであれ、ベンチャー企業であれ、あるいは金融であれ、経営者が社内に持っぺいる影響力自体も経営力の一部であり、それもまた資産であるという考えでございまして、これはやはり経営者は残っぺいただきたいということなんです。ワンセットで考へているのが現状です。

もう一つは、現実問題として、海外企業のトップに対象企業に乗り込んでいっぺ、いきなりグローバルCEOとか、アメリカのCEOをやるような日本人人材層が薄いことがあります。ですから、買収企業が会社を買つた場合に、すぐに人を入れかえればいいじゃないかということをおっしやる方もたまにいらつしやるのですけれども、現実問題としてそういう日本人という方はめつたにいません。また、そういった方は大抵とても優秀で必要なので、そもそも日本の本社が手放したくないとか、いろいろなこともあるわけです。一部、過去のブリヂストンさんのように、そういった方がいらつしやっぺ、大きな変化を起こしたということもありますが、所詮、例外ケースです。そういった会社が日本に何百もあるということではないのが現実です。

そういった意味で、やはり日本企業の組織的なグローバル人材マネジメントというのは、特定地域内での局地的なグローバル人材マネジメントというのは実際行われているのですけれども、総合的な組織的なグローバル人材マネジメントというのは、まだまだ本当に端緒についたばかりだ、というのが実態です。その観点で、買収した会社の経営者をいかに巻き込んで彼らに成果を上げていただくかというのが大きなポイントで、これがまさにグローバル人材マネジメントの課題でございましてな。

故に、交渉の初期から、リテンションであつたり、あるいはガバナンス体制の構築に着

手することが非常に重要です。ただ、これは実際後手に回りがちです。これは幾つか理由があって、交渉自体に本当に数週間しか時間を与えられないことも実態としてございます。数ヶ月かけてじっくり交渉しておられるような時期ではない。例えば売り手が、ファンドさんが持っていらっしゃるような場合だと、ファンドさんほとにかく早く売りたいでしょうがないと、なのでもう割とプレッシャーをかけつつ、買収プロセスをある意味本当にプッシュされるわけですが、そうすると本当にデューデリは2週間だけですかですね、3週間で決めてくださいとかと、バナナのたたき売りじゃないのですけれども、そういう売り方をしようとされたりします。そうすると、相手のペースにはまってしまうと、そこでどうしても見なければいけないようなものが見られない。ただ、そういったときこそ非常に危険でございまして、ファンドが持っているような会社の場合、実は経営者がファンドとの契約によって、いわゆる短期の経営者としての役割しか果たしていないことがあるので、いざ、ファンドさんとの合意が近くなってきたなというところで、先方企業のだれだれさん、残るのでしょうかと聞くと、彼はクロージングでやめることになっているけどと、サインの2日前に聞かされてびっくり仰天するとかということというのは実はちょいちょい起こっています。それではいけないわけですね。そういった意味で、最初からそういうことを確認してやっていかなければいけないということです。

全体の流れとしては、そうは言いましても、日本企業はしっかりしておりまして、本社のガバナンスは明確に効かせていくと、オペレーションは現地に任せるかもしれないけれども、ガバナンスはしっかり握るよというのが基本的な大きな流れになっています。

ですから、きょういろいろ申し上げますけれども、日本企業がだめだという話をしているわけではありません。いわゆる明確な役割分担、ガバナンスとオペレーションをしっかり分けていくことで、どうにか乗り切ろうとしているというのが流れ、そういった意味で明確な業績目標があったり、それに伴って、当初、二、三年はリテインしても、三年、四年後には、場合によっては経営者を首にしても構わないという覚悟を持ちながらやっていらっしゃる。あと、取締役会は確実に日本側がマジョリティを押しえるということはされています。

長くなりましたが、9ページのチャートは飛ばしまして、10ページにいきたいと思います。経営者が残るかどうか、経営者がいい仕事をしていただけるかどうかというのがカギですので、どこで摩擦が起こっているかというのを10ページでお話ししたいと思います。

まず、日本側が大抵不満を持つのは、いわゆる対象会社の業績にかかわらず高額な報酬を得る仕組みになっていると、あるいは明らかに、日本の社長とか会長よりも高い給料をもらっているとなると、これは社内で説明がつかない。そもそも、複雑な制度であって、日本の役員に説明しにくいというのも典型的な不満です。海外側は逆に、その国がどこであれ、アメリカであれイギリスであれスウェーデンであれ、いわゆるマーケット慣行をよく知らないままに非常によくわからない議論をしてくると、あと、日本の報酬水準を前提とした議論になっていて、パッケージの内容も海外から見ると全然魅力的に見えないと。

3点目が、これが一番根本的なのですけれども、役員報酬というものに対する哲学とか基本的な考え方を日本側が持っていないように見えるということですね。哲学というのは、何をすれば褒められて、何をすると首になるのかということ、それに対してどういう報酬があるのかというのが基本的な考え方なのですが、日本の役員報酬制度がそのあたりなしで走ったりするきらいがないわけではないので、それは海外から見ると異様にいびつに見える。

あと、先ほども申し上げましたが、自分のボスは日本のCEOなのか現地にいる日本人駐在員なのかよくわからないというのがよく出てくる不満です。

そういった中で、こういったことを解決するために見なければいけないことが、11ページです。これはもう当たり前ですけども、ここに書いてあるような人件費コストであったり、経営者報酬であったり、リテンションリスク、労務リスク、スタンドアローンイシューというのは、切り離しに伴う各種の課題ですね。こういったことを実際にやっています。そういった中で、典型的な日本側の不満というのは、先方が提案してくるリテンション対象者選定の妥当性がわからないというものです。それから、リテインといっても、短期的に数カ月いていただければ済む話もあれば、数年いていただかなければいけないというケースもありまして、ここの選別がよくわからないと、当然そうで、デューデリの段階で個別インタビューというのはできない。やはり出てきた資料、あと非常に限られた方々との接触でしか判断ができない。

あと、リテンションボーナス等が実は非常に、少なくとも日本人の感覚から見ると高いように見えることがあります。何でこんな人にこんなにお金を払わなければいけないのだというようなことですが、これも妥当性やスキームの妥当性がわからないというコメントがよくあります。

究極的に、この人たちにリテンションボーナスを払ったら本当にとどまってくれるのかと、そういう疑問もあります。

海外側は、まったく裏側からの観点になりますが、非金銭的なリテンション策を気にします。

あと、2点目が非常にクリティカルでして、比較的例えば先方企業が上場企業であれ、非上場であれ、グローバルに一定のポジショニングを持っていた会社を買収する場合、それまでは例えばグローバルカンパニーのトップだったとか、少なくともトップに近い位置にいた方々が、一日本企業の一事業部門のさらに一子会社になるというのは、キャリア志向の強い特に欧米人とか中国人、インド人の方からすると耐えがたい屈辱だったりするわけですね。そういった意味で、ここに書いてありますように、日本の会社の中、それがどこであれ、いわゆる経営者としてのキャリアパスというのはあるのだろうか、これは日本企業に突きつけられている非常に重要な課題だと思います。日本の本社の経営陣にやがて買収した先の会社の社長とか役員が、優秀であるという前提ですけども、入ってくるような時代が来るのか来ないのかですね。この数年でそういう時代がくるとは思えないの

ですが、そういった方向に日本企業は動いているのか動いていないのか、あとは言葉や文化も違う日本のマネジメントでうまくやっていけるのだろうか、という点です。ただし、ここは最近意外に日本企業はうまくやっていける会社がすごく増えているなという感じはします。

結びということで、いろいろなことを申しましたが、日本企業の昨今のクロスボーダーのM&Aの結果、実は日本企業自体のグローバルマネジメントの変質とか変革を後押しすることになるのだろう、と考えています。ただ、再三申しましたとおり、大事なことであるにもかかわらず、実は契約書調印後にそういったことの検討を始める企業もまだ少なくなくて、準備不足のままに、いわゆるディールプロセスがどんどんと進んでいるケースも実は散見されます。

そういった意味で、再三この研究会等でも議論されていることだと思いますが、日本企業のグローバル競争力を格段に上げていくためには、クロスボーダーM&A自体に特にマネジメントサイドとか、人材サイドに精通した人材層を飛躍的に増やしていかないと、やがて息切れがするとみています。今はたまたま円高であり、株の状況もあなっていますけれども、やがて数年してまた世界の経済の状況が一変したときに、日本企業は世界中で、2008年から2009年にかけていろんな企業を世界中で買収したが2011年ぐらいになると、マネジメントがうまくいっていきなシナジーを出せていない日本籍の海外企業が世界中に散らばっているということになってはいけません。そうならないように、いかにグローバルなマネジメントをパワーアップしていかないと、今のグローバルM&Aの流れというのはある段階で息切れするなという感覚を持っています。

ちょっと長くなりましたが、以上で報告を終わりたいと思います。

●落合座長 どうもありがとうございました。

それではただいまの西口委員のご報告についていかがでしょうか。どの角度からでも結構でございますがいかがでしょうか。

●私どものクライアントさんも同じような状況にありますし、弊社も海外の会社を買収しておりますので、大変身につまされるお話でした。ありがとうございます。お話を伺って感じるのは、日本企業はガバナンスを効かせることが下手だということです。ガバナンスを語る際、株主の切り札は人事権です。PMIの際によく議論になるのは、買収した会社の経営陣にいかに残ってもらうか、つまりいくらどのように払えばリテンションになるかです。一方で、芳しくない結果しか出さなかった経営陣をいかに切るか、これもPMIの際に極めて重要になります。しかしながら日本の企業は、買収した会社の経営陣を切ることができない。切った後に日本人が乗り込んで経営するわけにいかないし、新たな経営陣を採用するにしても、日本とは勝手が違う。「日本企業は経営陣を切らないものだ」と経営陣に思われてしまったら、というよりも高を括られてしまったら、ガバナンスの効き目はなくなってしまいます。このような状況についてどのようなソリューションがあるかについてご教示いただければと思います。

●西口委員 それは非常に大きな問題でして、二、三の角度でお答えします。まず、ガバナンスをきかせるときに人を切れない、切れないのはまさに切った後の後任を出せない、あるいはその後任がそもそも本当にいいかどうか確信が持てないところから来るわけです。気のきいた会社さんが最近何をされているかという、会社を買った後、ヘッドハンターとコンサルタントにコンタクトをとっておかれて、いろいろな候補者とカジュアルな形で会っていらっしゃるんですね。いわゆる人材のプールを内外に増やしていくことをされている。ただ、それを余り露骨にやりますと、俺を首にしようと思っているのかと思いますから、非常に隠密にやられているんですね。

もう一つは、実際に業績評価を明確にしていけないと、首も切れないわけです。正しい評価ができない、評価の結果が悪かったときに首にできないということですから、ここを最初の一、二年で双方納得感のある業績評価を入れてやっていくことですね。大規模な買収ではやっていないですけど、小規模な買収の場合は、日本人の役員ちょっと手前ぐらいか、あるいは平取になったぐらいの方々をその現地に送り込んで、実質その経営をやっているというやり方をされている会社もあります。これはさっき申しましたとおり、先方からするととても気持ちの悪い、何かスパイかというふうに見えますので、その方が実際に現地のトップの代替要員であるというのは余りないですね。そういった意味で、いろいろ準備をされつつ、相当現場では試行錯誤を繰り返しているということだと思います。

ポイントは首にしたい、首にするには理由が要って、理由というのは業績しかない。そういった意味で、そこをちゃんとモニタリングするシステムがそもそも入っていなかったり、業績評価の物差しがあいまいだったら評価もできない、首にもできないということだと思います。

●ありがとうございます。その業績の点でもう少し教えて下さい。新たな経営陣には、シナジー効果込みの目標を立て、その目標の達成度合いに応じて、ボーナス額を変動させるなどのスキームにすることがあります。シナジー効果を見積もり、目標を立てるタイミングと、その後の評価のタイミングにはタイムラグがあります。そうすると、目標を達成できなかった場合に、その理由が、その経営者の手腕がなかったからのか、予想していなかった経済環境の激変などの外部要因によるものなのか、わからなくなってしまう。特に、昨今のような金融危機の状況にあると、「経済環境が変わったから」との言いわけは幾らでも言えますし、言われた側も「そうかな」と思ってしまいます。シナジー効果の達成をトレースするときに、どうやって評価したらいいのかは、実務レベルではいつも問題になるところですが、そこはどう考えたらいいのでしょうか。

●西口委員 言いわけなしだと思います。経済環境が悪くなったらそれに対応するのは経営者でしょうと、そう突き放すしかないと思います。

あと、シナジー効果というのは非常にファジーな言葉なのですが、2種類ありまして、売り上げを上げていく、プラスのシナジーとコストシナジーと両方ございますよね。それぞれの目標を立てているということがすごく大事です。あと、その買った会社の単体での

業績の話をしているのか、本体の事業部門とのトータルのシナジーの話をしているのか、これもコストのシェアリングの話とか色々テクニカルな話が出てくるので、ここも含めて総合的な絵を描いておかなければいけない。再三申し上げているように、最初から計画を立てないといけないというのは、まさに、単体で業績を見るつもりなのか、事業部、あるいは本社との連結で業績を見るのかとか、そういったことすら余り考えずに買ってしまおうと、困るわけですね。

●どうもありがとうございました。2つ質問があります。

1つは、買収した企業のもともとのCEOがうまく残ってくれたとして、具体的にその企業の中に日本からだれか人を派遣で送り込むのだと思いますが、どのポジションといたしますか、どの役割を海外派遣者によって、そのCEOの下に送り込んで押さえるのがいいのかということをお教えいただきたいというのが1点目です。

それから、2つ目の質問は、インアウトで買収するときに、もともとその地域にブランチを出しているケースもありますね。そこに新たに追加的にM&Aを行うと、そうすると、そのM&Aした会社の中のPMIの問題だけではなくて、現地に既に直で出しているところとの整合性をとったりとか、そここのところの調整をどうするかという問題も発生してくると思うのです。特にそれを、人材面でどういうふうにやるかが求められるのか、課題になるのかというあたりを少しお聞かせいただきたいと思っています。例えば野村証券、これがリーマンの事業継承をしたとき、例えばイギリスでは、それに伴って直に出していたときに現地採用した社員を1,000人リストラしたというような記事がこの間も出ていたと思うのですが、そういうことも含めて、いろいろ現地で調整しなければいけない問題が起こってくると思うのですが、そのあたりについての何かお話を聞かせていただけたらと思います。

●西口委員 順番として既存の海外オペレーションとそれから買収先の統合といたしますか、バランスをどうとるのかというお話から先にお答えします。一般的には、少なくとも統合はしない、独立させていくのが普通です。

なぜかという、そもそも人材マネジメントの違い、特に給与水準の違いが相当あることが多い。一緒にすると既存の日本側のオペレーションの従業員に相当程度不満が出るケースが予測される。例えば買収に伴って、買収先はそもそもリテンションボーナスを経営陣がもらっていて、場合によったらチェンジ・オブ・コントロールで、数億単位のお金がトップ層に転がり込んでいるところに、もともと日本企業Aの例えばオペレーションB社のアメリカ人のマネジャーはその数分の一の給与しかもらっていないと、統合した瞬間にその差がわかる。それは組織の健全な発展の上にはよくないという判断をされるケースが非常に多い。数年後には統合してもいいかなと言いつつも、かなり独立独歩で経営されるというケースが多いように思います。

もう一つの役割の話ですが、これは何を目的とするかによって全然違ってしまっていて、ガバナンスということだけで言いますと、取締役会をしっかりとマジョリティを押さえて、そ

れこそ議長を日本人が必ず押さえると。あるいはそのコンペーセンションコミュニティ等々も日本側が決定権を持てるようにストラクチャーしておけばよい、といえます。極端に言うと、オペレーションレベルで、マネジメントチームに駐在員を送らなくてもいいという考え方もあります。極端に言うと送らないケースも実はあります。ただ、いろいろな目的があり得まして、実際にオペレーションを理解したいと、買った会社のオペレーションをつぶさに理解したいと、所詮、デューデリでは、外から見ただけなので、本当の意味で朝何時に来て、夜何時に帰っているのだということを見たいというときにはそういったことを普通に見聞きしていいポジションに入れたいといけない。それとも社長のお目付役的な役割の必要性を感じることもあります。、たとえば、デューデリで「こいつ、暴走しそうだな」と一抹の不安を感じながら、でも、彼しかいないしと判断して経営陣に残っていただいている場合は、お目付役をつけようと、そうすると場合によったら、CEO代理、的なポジションで入れられることもあるし、これはもうケース・バイ・ケース。何をしたいか、ありがちなのはせっかく買ったのでトレーニングも兼ねて数名送り込もうというパターンですが、そういうときは絶対に上のポジションに入れてはいけない。どちらかという、下のポジションで人に教えを請うて構わないポジションに入れたいといけない。

彼らにとって一番フラストレーションが溜まるのは、何もわかっていないにもかかわらず、役割が異様に高い人たちが来て、結構ベーシックな質問をして回ると。こいつ何も知らないのに役割は上かと、これは買った会社のマネジメントなり一般の従業員から猛烈な反発を食らう典型的なパターンです。これは絶対してはいけないことだと思います。教えを請うのであれば、下のポジションに入れて、一社員として、普通にわからないのですけれど聞けるポジションに入れてあげる、それが本当の意味での親切だし、本当の意味での経営だなと思います。

●落合座長 ほかにございますでしょうか。

●いろいろと事例を踏まえてのお話ありがとうございました。私自身の直接、間接の経験を踏まえて、大変納得するお話でした。3、4点私自身の経験を踏まえてお話しさせていただきたいと思います。

まず1点目としては、買収の交渉の段階であれ、買収後の買収先の企業との話し合いの場であれ、決して軽々しく「任せる」という言葉は使ってはいけないと、こう思っております。「任せる」という言葉は、例えば買収する会社が投資銀行を使ってある会社を買収するとき、投資銀行に全部お任せしますと言うと、投資銀行は、本来取引成立オリエンテッドであり、本当のその会社の実情等々に常に十分な目配りをしてやっていただける訳ではないと思えるからです。買収を考えている会社が何を本当にしたいのかということがしっかりしていないと、第一歩の戦術からふらついてしまうということです。

それから、買収の段階、もしくは買収後は当然買収先企業の幹部との話し合いになるのですが、どんな切口であれ、大きな戦略であれ、やはり任せるという言葉は軽々に使って

はいけないとを考えます。もちろん全く使わないと、先ほどのお話にありましたように、何をしたらいいのかということでフラストレーションが溜まるのですが、これはやはり考えるに考え抜いた上でやっていかないとはいけません。「言葉には取り消せない重みがある」ということです。

それから、2つ目の気づきとしましては、買った後、買収先への不満というのは当然出てきますが、その不満自体が実は自分達自身の戦略検討の不足、もしくは買収した会社に対するマネジメント力不足の裏返しであって、このことはよくよく反省しなければならないということなのです。投げたボールは実は自分に返ってくるのです。

3点目です。きょうも少しやりとりがあったように思いますが、何を管理したら、本当に管理をしたことになるかということです。これはやはり私自身も非常に難しいと考えており、答えは軽々に出ないのですが、やはり1つは計画をしっかりと策定し、それに対する進捗度を見ていくということです。先ほども話があったような、経済環境の悪化があっても何があっても当初の数値に対してということなのですが、当初の計画をつくること自体が実は非常に難しいのです。先方のマネジメントに任せますと、当然甘いものをつくってきます。その辺、日本側に眼力が要ります。後から数値をベースにして戦うだけの強さ、確信、論理性というのがもともと不十分の中で、業績目標だけを追求するという事は、自分たちがまず認めてしまった計画というのがベースにあるだけに、なかなか難しく思われます。

それから、何を管理したらいいのかということですが、一つの方法は、やはりキーとなる人をどの程度リテインするかという時間軸を考え、この時間軸を明確にイメージすることと考えます。両者が当初から腹を完全に理解し合うというのは現実的には難しいと思いますので、若干ファジーにして腹の探り合いをしつつ、信頼感を高めていくというあたりが、管理が有効に働くための1つの土台かなというように思います。そしてその先方の企業の一般従業員関連であれ、トップ関連であれ、日本人のマネジメントは、現地における労務に関して詳しくなることが必要です。人事の問題、幹部の処遇の問題等で、訴訟問題が起こる、訴えられる、逃げられたら後すぐに交代が見つからないというようなことで萎縮してしまいやすいのですが、現地で法律上できること、実務慣行上許されること等々、しっかりとした労務弁護士、労務法律事務所を使って知っておけば安心です。山より大きな獅子は絶対出ません。これだけのやり方があって、このやり方でアプローチしてきているのだなと読めれば、ある程度の心のゆとりができます。その上で日本側に対して、これだけのオプションコースAからEがあって、今回現地人の代表はBと言ってきていますけれどもCに持っていきたい、選択肢と優先順位と金銭的重要性が全部つながった形で、日本側にも事前相談できるといった具合です。

最後2点です。将棋の場合は取った駒は生かすのですが、チェスはそのまま捨ててしまいます。買収した組織を生かすということは重要なのですけれども、「チェスでは駒を取ったらそれっきり」というのがベースにある企業をどういう具合に管理していくのか。取

った将棋の駒を最大生かすかということ、日本人のマネジメントが上手にやっていけばメリットが出てくると思います。

最後の1点は、買収した先にどういう人を送るかということです。下手に送りますと、送った人自身が、日本の本社から見て悪者になってしまうということがありがちです。買収企業を管理する組織は日本の本社にしっかりと置いておいて、現地から報告をさせるというのをまずはベースにすべきと考えます。先ほど触れておられましたけれども、必要に応じて勉強もさせるということで、若手を送る。そしてその人は別にスパイでもなければ、そういったミッションも持っていないというあたりからスタートしてやるのが重要かと思います。送られた人が日本のマネジメントに人脈がなくて、社長に直接電話できないとなりますと、これまた一つの問題ではありますが、逆に変に送った場合には、硫黄島に一人送って最後まで戦えというのと同じようなパターンにもなりえます。これまで色々な事例を見てきましたが、今日ご紹介いただきましたいろんな留意点、本当に身にしみて感じた次第であります。

●落合座長 ありがとうございます、ほかにございますでしょうか。

●お話ありがとうございます。

最近には特にインアウトの買収案件について相談いただくことが多いのですが、その際、会社全体を買収するケースに加え、海外企業の事業部門の買収を目指す場合もございます。この後者のケースは大変悩ましく、企業経営という観点で考えた場合、そもそも当該事業部門の部門長が現地マネジメントを兼ねる事ができるかということ、そうでないことが多いと考えます。このような場合、買収を考えている日本企業として、現地でのプラットフォームがない中で、どのように買収後の事業部門をマネジしていくのかが大きな課題となります。この点がネックとなり実際に買収を断念をしたケースもございます。このような悩みをうまく解決している会社の事例、或いはそこからお感じになられることがあれば教えていただきたいと思っております。

●西口委員 まさにおっしゃるとおりで、先方の企業を丸々買う場合と、いわゆるカーブアウトな案件ですね。これは明らかに性質が違います。現実問題として、特に、非コア部門を売却するということは、多分今後も非常に加速していくと思われまますから、今、ご質問いただいたことというのは、まさに日常茶飯事になるのだらうと思っております。

そこはさっき、スタンドアローンイシューという話をしましたけれども、事業の運営ができるということと、会社の経営ができるということはちょっと違う内容でございますので、そこをどうするのかというのがご質問の趣旨だと思います。ここはうまくやっぺらっぺらるケースでは、まさにデューデリの段階で何を本社機能に依存していて、何を自分の中で内生化しているのかということを見に行きますね。つまり、例えばその経営企画一つとっても、あるいは財務であっても、プランニング機能を事業部内に持っていて、いわゆる自立回転できるのか、プランニングは本社、ヘッドクォーターでやっぺら、事業部はエクスキューションだけしているということであるとすると、そこにまず、最初の

リスクがあるという判断をデューデリを始めて3日目ぐらいに思わないといけない。そのときに、では期待している機能にギャップがあると、そこを本社でやっている担当の人間を2年間貸してくれと、それを買収の条件にするというケースもあれば、向こうは拒絶することはできないので、最終的には外から引っ張ってくる、それを同時並行でやっていくというケースがあります。

最近非常におもしろいケースがあって、これは日本ではなくて韓国の例ですけれども、韓国企業側には被買収先のアメリカ系列企業のオペレーションを経営できる人材は社内にはいないという明確な判断があったので、交渉と同時に実はアメリカ人のCEOをヘッドハントしてしまっていて、そのヘッドハントしたCEO候補をそもそもデューデリのチームに入れていた。一緒に見て、買ったならあなたがCEOよという言い方で、一緒にやって実際に、その方は今会社のCEOとして、経営されています。

私自身その案件にかかわりましたが、ソウルにも何度も行きましたけれども、それはそれは大変おもしろいプロセスで、彼自身にももちろん野心もあるし、韓国企業側でも思惑があるし、デューデリのプロセスと一緒にやるということで、新しいCEOと、オーナーの間の目線が合うという副次効果が派生しているわけですね。

ただ、これはラッキーな例かもしれませんが、それに、実際、本社がやられるような案件で、そんなにゆっくりデューデリをやる時間はないよと、3週間しかないのだよということもあるかもしれませんが、これは、今の例で見ても条件を幾つかつけながら、トランジションアグリメントでそこをカバーされるとか、いろんなやり方があり得ると思います。私たちも実際にCEOがついてこないのと断念したような案件もありますので、おっしゃることはよくわかります。お答えになっていますかどうか。

●落合座長 ほかにございますでしょうか。

●お話を聞きながら本当に身につまされる思いでおりまして、ここにきょうお話いただいたようなことは、すべて弊社でも起こっているなと思いながら聞いておりました。

個人的には、全くエクス・リーマンのチームと、日々デイリーで一緒にやっているわけではないのですが、やはり社内的な影響は非常に大きいなと思っています。一般的なケースとはちょっと違うとは思うのですが、非常に大規模だということと、人を採用したということと、あと、特に、一部の事業については、エクス・リーマンのチームのほうが人数も多いし、ビジネスモデルとしても国内とはかなり異なっているという状況があります。そんな中で、私がちょっと考えているのが、国内の従業員、同じように仕事している日本にいる従業員は、海外のオペレーションを知らない人のほうが多いわけですが、その人たちのインセンティブをどうするか。従来のやり方をどのように位置づけるのかとか、新しいやり方をどの程度認めていくのか、あと、給料水準なんかも報道でいろいろ言われていますが、国内の従業員のやる気をそがないようにしつつよい影響、変化を与え、買収した成果を出せるようなインテグレーションをするにはどうしたらいいのかというのが、多分、弊社の経営者も考えていることではないでしょうか。そのあたり

で知見があればお願いいたします。

●西口委員　すごく難しいですが、結局、何を目的とされているかに尽きると思います。ちょっと極論を申しますと、何を最も大事なものだというふうに御社の経営陣が考えておられるかということが大事で、それがちゃんと社内に伝わっているかどうかということを知りたいなと思いました。リーマンさんが持っていらっしゃる知見なり人脈なりあるいはテクニック、いろんなものを御社の中に取り込むということが最上位だとすると、当然そこにある種のプライスというか犠牲が出てくると、だけど、両方が大事なんだということになると、そのプライオリティを本当の意味で覚悟をお持ちであれば、多分自然に答えは出ると思います。

本当に難しいですね。普通ですと、子会社化してある一定期間様子を見ながら、場合によっては人の交流から入っていったりとかして、徐々に水と油とはいきませんが、混ぜるようになるのですが、いきなり混ぜちゃうと、普通は大混乱ですね。

●落合座長　ほかに、どうぞ。

●組織にとって何が大切であるかが異なる場合、難しいことが起きます。日本の大手証券会社や銀行は、既存の顧客ベースを第一に考えている会社が多いと思います。既存顧客との関係維持のためにはたとえ採算性を度外視してでもサービスを提供することもあるという考え方が根付いています。片や、数値目標を達成するためには手段を問わない組織では、既存顧客との関係維持の目的のためだけにサービスを提供することはしない。このような異なる考え方や価値観を持つ組織を1つの器の中に入れることには無理がある。だから、例えば持株会社を作ってその下に組織をぶら下げる形にして、文化が異なる組織どうし、摩擦が起こらないようにしてきたのが今までのやり方だった。ところが今のご話ですと、そういう本来相容れない価値観を持った複数の組織を一つにしてみようという動きがあるとのこと。そこでどのような新しいモノを生み出そうとしているのか大変興味深いです。これは日本企業がグローバル経営を本当に志向する際に重要となってくるものの1つなのかもしれないという気がしました。

●落合座長　他にはいかがでしょうか。

●我々は、M&Aについて戦略的な観点からお手伝いすることが多いのですが、特に日本の金融機関さん、いろんな会社さんに共通して起こりがちなこととして、自分の強みを意外に意識しないまま、PMIに入っていってしまうことがあります。

意外にM&Aをやったときに、自分側の強みとして、これだけは絶対に崩してはいけないという強みのバリューチェーンみたいなものを、平気で日本の事業会社さんは崩しがちなんですね。そこだけはきちんと持てるような何か秘策を持っておいてほしいなど、これは単なる感想ですが、ちょっと思いました。

●私もその件については、常日頃から興味をもっております。自分の強みを崩したくないと考えると、持株会社化に行き着く傾向があります。自社の強みをそのまま残そうとすると、ほかとは融合したくないと考えがちになります。そうすると、摩擦を避けるために

「持株会社にしましょう」となるわけですが、持株会社は、摩擦がない代わりに、シナジー効果も生み出しません。結局何のために一緒になったのだろうという結果になりがちです。摩擦があったとしても、そこから新しいものが生まれれば新たな価値が創造できるわけです。強みを残しながら、しかも新たな価値も創造する、これにチャレンジしている日本企業を応援したいなと思います。雑感ですが・・・。

● 2点ほど。ポストマージャーインテグレーションが重要で事前の準備や計画が大事だとおっしゃっていた大手投資銀行が、十分なデューデリななんかできっこないという短期間の間にクローズされた最近のM&A案件を見ているとジレンマを感じます。一体どういうふうにクライアントに説明されるのかなと不思議な感じがします。もう一つは、私どもは事業法人が直面する事業環境はまさしく底が抜けた状態で先が全く読めないでおります。西口さんはこれから、インアウトの件数が増えるようなお話だったと思いますが、私どもはそうは思っていない。

例えば、多くの投資ファンドは融資がとれないものですから、投資と手がけるどころか、投資案件から引いていっています。たまたまことしの上半期までは、割合と元気なところがあつたのですけれど、今は真反対です。そもそも買い手がいません。売り案件はこれからどんどん出てくると思うのですが、大半が倒産、事業再生型の案件ではないかと思っています。

10年前に同じような状況に直面したときは、買い手がいたので何とか救われたのですが、今は買い手もおらず、投資ファンドも金につかないということです。恐らく件数は激減するのではないかと思います。加えてM&Aのディールの中で必要とされるスキルとして、これまでのようなハイブローな論議ではなくて、明日どうするかという極めて具体的な論議ができる人間が必要になってくるのではないかと思います。

そもそも先が見えないものですから、買収後なり売却後なりの絵が描けないので、意味のあるバリエーションが出来ない。シナジーなんか計算のしようがなく、1年後の車の販売台数なんかだれもわからないという状態で、どういう売却なり買収計画がつくれるのでしょうか。だれもつけれないということであれば、恐らくいきあたりばつりの、明日を生き抜くためのプロジェクトがこれからどんどん出てくるのではないかと思います。言いたいことは、平時の論議ではなくて、既に我々は緊急時の論議に入っており、生々しい泥臭い論議になっているということです。

日本の自動車産業はいずれも同じですけれども、関連産業が非常に幅広くあるものから、好むと好まざるにかかわらず、取引先を巻き込んだ大きな再編に突入する可能性が非常に高いと思っています。

ポストマージャーインテグレーションの論議ではなくあしたどうするか、この12月末をどう乗り切るか、あと1週間の資金繰りをどうするか、。今、政府でお考えいただいているような施策が一体いつ実施されるのかといったような論議です。

そうはいつでも、日本の自動車メーカーの底力は相当あると思っています。半年ないし、

1年でもう一回復活できればなと思っていますが、この1年は緊急避難の戦時体制で臨むという状態ですということを、皆さんにお伝えしたいと思います。M&Aの図柄が多分、この一、二年変わってくるんだらうなと思っています。また、どういうふうに変ったかは、落ちついたところにご報告できたらいいと思っています。以上です。

●落合座長 何か生き残りをかけたということですが、何か西口さんのほうからございませうか。

●西口委員 水面下はまさに非常事態なので、欧米企業、アジア企業も含めて、相当必死で文字どおり生き残りをかけて動いていらっしゃるようにみえています。だからその中で、それを比較的何らかの理由があつて余裕がある企業はそれをチャンスと受け止めて、外で苦しんでいらっしゃる企業を実際に買おうというふうに水面下で相当の動きがあるなというのが実感値ではあります。

とはいえ、それに実際にファイナンスがつくかとか、本当の意味でその方とシナジーが出るのかとかいう話になると、これはまだまだわからないですが、いろいろな形でマーケットが動いているのは感じています。

ただ、きょういろいろお話ししました内容も踏まえながら、危機の段階ではあるのですが、きょうよりはあした、あしたよりあさつてですね、ちょっとでもそれぞれの日本企業やアドバイザーの持っている能力が上がっていくと、こういった問題も非常に柔軟に対応できるのではないかなと、極めて前向きな明るいトーンで終えたいと思いますけれども、そういうふうには私は思っています。

●落合座長 ほかにご発言ございませうでしょうか。特になければこれで議題の2番目を終了ということにしたいと思います。

それでは、事務局のほうから、今後の予定につきましてお願いいたします。

●事務局 次回の研究会の日程につきましては、座長とご相談いたしまして、また事務局からご連絡をさせていただきたいと思つたので、よろしくお願ひいたします。以上です。

●落合座長 それでは、本日予定しました議題はすべて終了いたしましたので、これで第4回の研究会を終了ということにさせていただきます。どうもありがとうございました。