



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# NTT グループの M&A 戦略

2020年9月29日の日本経済新聞朝刊は、約4.2兆円を使ってNTT（日本電信電話株式会社）が株式会社NTTドコモ（以下、ドコモ）をTOBによって完全子会社する記事をトップで報道した。「グループを再結集し、海外に打って出る体制を整える」という。国内市場が成熟し海外に成長の活路を見出す作戦と解釈できるが、これは実はNTTが民営化された1985年から35年にわたり経営が取り組み続けてきた課題である。それを、子会社とはいえM&Aという過去に何度も失敗した手法を、しかも発表前日の9月28日の終値（2775円）に対して4割のプレミアム（3900円）の価格、メガバンクの合併並みの金額を負債でまかなって取り組もうというのである。2020年9月30日に発表されたアニュアルレポートでもグローバル事業の競争力強化が強調されているが今回のM&A、そしてグローバル化への挑戦はなるだろうか？

## NTT グループの概観

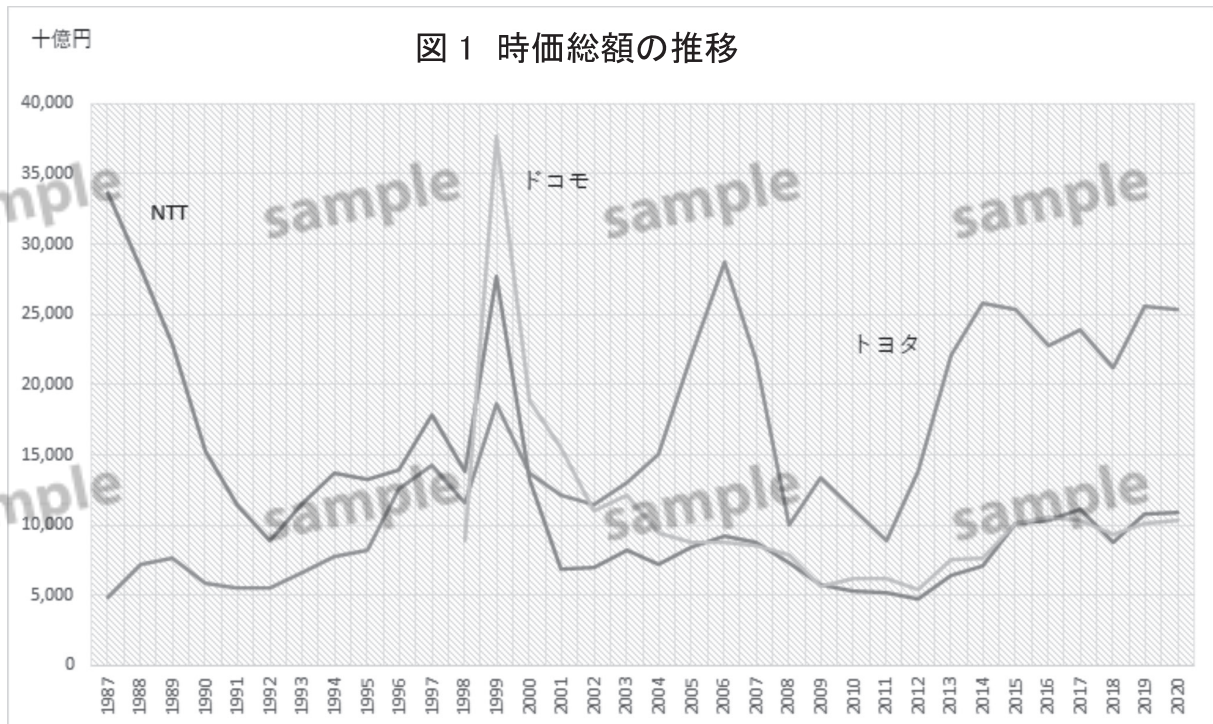
かつて「三公社五現業」という言葉があった。三公社とは電電公社、専売公社、そして国鉄。NTTと日本たばこは1985年、JRグループは1987年に民営化されている<sup>[1]</sup>。1987年にNTTが株式公開をしたときは時価総額は世界1になった。

そして現在。NTTグループの歴史を1996年までが「電話サービスの展開」、2008年までが「モバイルサービス・ブロードバンドへの移行」、それ以降を「グローバルビジネスの拡大」と形容したアニュアルレポート2019年度版には「売上高・営業利益ともにNTT設立時の2倍超に成長」とある。一方株価はその後低迷を続けている（図1）。その大きな理由の一つとして、高い技術力を持ちながら失敗を繰り返してきた海外展開とM&Aがあげられよう。

<sup>[1]</sup> 日本経済新聞で10月1日から連載が始まった小野寺正 KDDI 相談役の「私の履歴書」はまさにこの時期に小野寺氏がNTTから飛び出す話から始まっています。

このケースは、クラス討論の基礎資料として慶應義塾大学ビジネス・スクール教授 清水勝彦が公開資料を基に作成したものであり、経営上の適切もしくは不適な状況を例示しようとするものではない。問い合わせ先：慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、case@kbs.keio.ac.jp）。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機会的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright © 清水勝彦（2021年10月作成）



出所：日経 NEEDS

## NTTグループのM&Aの歴史

### (1) NTTの最初のつまづき

NTTは長年アメリカのAT&Tをお手本としてきた。AT&Tは1991年にNCRを買収するだけでなく、積極的にグローバル化を進めていた。一方NTTは1996年にやっと分割が決まったときには「時機逸し参入余地狭く」<sup>[2]</sup>、翌年1000億の海外投資枠を発表するとマスコミには「パンチ不足」「根拠不明」とたたかれる。<sup>[3]</sup>

1999年には国際デジタル通信（IDC）買収のチャンスがあり、英C&Wと争ったが価格が吊り上がって撤退した。再び新聞には「買収失敗は誤算」と書かれる<sup>[4]</sup>。

### (2) NTTコミュニケーションズの悲願の海外展開の結果

1999年に分割とともに生まれたNTTコミュニケーションズ株式会社（以下、NTTコミュニケーションズ）はNTTの悲願といわれた国際通信分野を積極的に進める。

<sup>[2]</sup> 日本経済新聞 1996/12/10

<sup>[3]</sup> 日本経済新聞 1997/3/5

<sup>[4]</sup> 日本経済新聞 1999/6/9

2000年5月、インターネットバブルのピークから2か月後に、1996年創業でM&Aを繰り返し成長してきたアメリカインターネット大手 Verio を50億ドルで完全子会社化の発表をする。しかし、買収を待っていたかのように Verio の業績は急降下、NTT コミュニケーションズ（つまり最終的にはNTT）は2001年9月期に特別損失約58億ドルを計上、創業者に代わる社長を送り込むなどPMI（Post Merger Integration = 買収後の統合）に懸命に取り組むがその後も業績悪化は止まらず、「決算のたびに追加リストラ策を発表する日が続き」、5年間で累計約8200億円の投資評価損を計上したうえ事業の大幅縮小に追い込まれる。この結果「戦略的には正しい」「短時間で成功できるとは思っていない」などと強気の姿勢を崩さなかった鈴木社長のNTTの社長の目が消えたといわれている。Verioは2015年にNTT America にこっそり吸収されている。

### (3) 大成功したiモードがもたらしたNTTドコモの積極的な海外M&A展開

Apple やGoogleが見習ったという「iモード」を武器に、ドコモもまたM&A攻勢による海外展開を図る。1999年発表後2年で約2000万人の加入者を獲得し、日本で大成功したiモードを海外のモバイルキャリアを通じ世界展開し「欧州各国で最低でも20～25%以上のシェアを抑えたい」「ドコモの技術がいないという会社があったら教えてほしい」と立川敬三社長は強気であった。立川社長はAT&Tワイヤレスの100%買収を主張して周りに止められたともいわれているほどである。

2000年以降のドコモの主な海外投資

年	出資先	国	出資額(約)	比率	現状
2000	KPN Mobile	蘭	5,000億円	15%	05年に売却
2000	Hutchison 3G	英	1,900億円	20%	04年に240億円で売却
2000	AT&T Wireless	米	1.1兆円	16%	04年に7,000億円で売却
2000	KG Telecom	台湾	600億円	21%	03年にFETに買収され、FET5%取得
2005	KT Freetel	韓国	655億円	10%	継続
2008	Tata teleservices	印	2,600億円	26%	2017年1300億円の賠償金を獲得して撤退

しかし、ITバブルの崩壊、周波数獲得コストの急騰などもありこの海外M&A戦略は全く機能せず、2002年3月期には8,130億円の特別損失を計上している。

なぜすべてが30%にも満たないマイナー出資なのか。「サービスが軌道に乗った段階で株式を売却

[5] 日本経済新聞 2001/8/22

してキャピタルゲインを狙う」というシナリオだったともいわれているが<sup>[5]</sup>、経営権を握らずに出資するのは、縛りなしに「iモードのノウハウと資金を提供するという」バカな話という指摘は当時からあった。

資金不足、つまり株式交換で行えばもっと大胆な M&A ができた可能性があるのに対し、ドコモのニューヨーク市場上場にはすでに上場している NTT が反対してできなかった。これにはドコモと NTT のパワーバランスが大きく影響しており、「もともとポケベルの会社」だったドコモが独立を目指して NTT との「親子暗闘」の結果とみることができる。この一連の失敗がドコモの「内弁慶」体質の要因になったといわれている<sup>[6]</sup>。

ドコモは 2002 年にロンドンとニューヨークで上場するが、これまでの失敗に懲りてすっかり「内弁慶」になったドコモが積極的にクロスボーダー M&A に取り組むことはなく、結局それぞれ 2013 年と 2018 年に上場を廃止している。ちなみに、2019 年度の有価証券報告書の「沿革」には両証券所の上場に関しては記述があるが、廃止についてはなにもない。

こうした失敗から約 10 年後の 2011 年、NTT の三浦社長は次のようなコメントをあげている<sup>[7]</sup>。

グローバル化を望む政治的な要請もあって海外進出を急いだ面があった。買収後のガバナンスのあり方もよく考えてなかった。グローバル経営にふさわしいマネジメント人材も不足している。このため 5 月に国内外の人材育成・活用を目的にした組織を設けた。

調べてみるとドコモの立川社長（当時）も 10 年前に同じことを言っている<sup>[8]</sup>。

#### (4) 競争激化と NTT ドコモの 2 度目の M&A 展開

海外進出は大失敗だったが、あれだけの損失を吸収しながらそれでもほぼ一貫して営業利益は 15% を超えている（図 2）。しかし新規事業で目立つのは 2004 年に始めた「おサイフケータイ」くらいで、減収傾向は続く。2008 年ころになると手元資金が有利子負債を上回る実質無借金である一方、国内携帯普及率は高まり、PHS を含めたシェアが 50% を切るなど「国内市場で一人負け」状態、「海外で事業者を買収すれば株価も上がる」という機関投資家の意見<sup>[9]</sup>にもこれまでの大失敗で手を出す意欲はみられない。

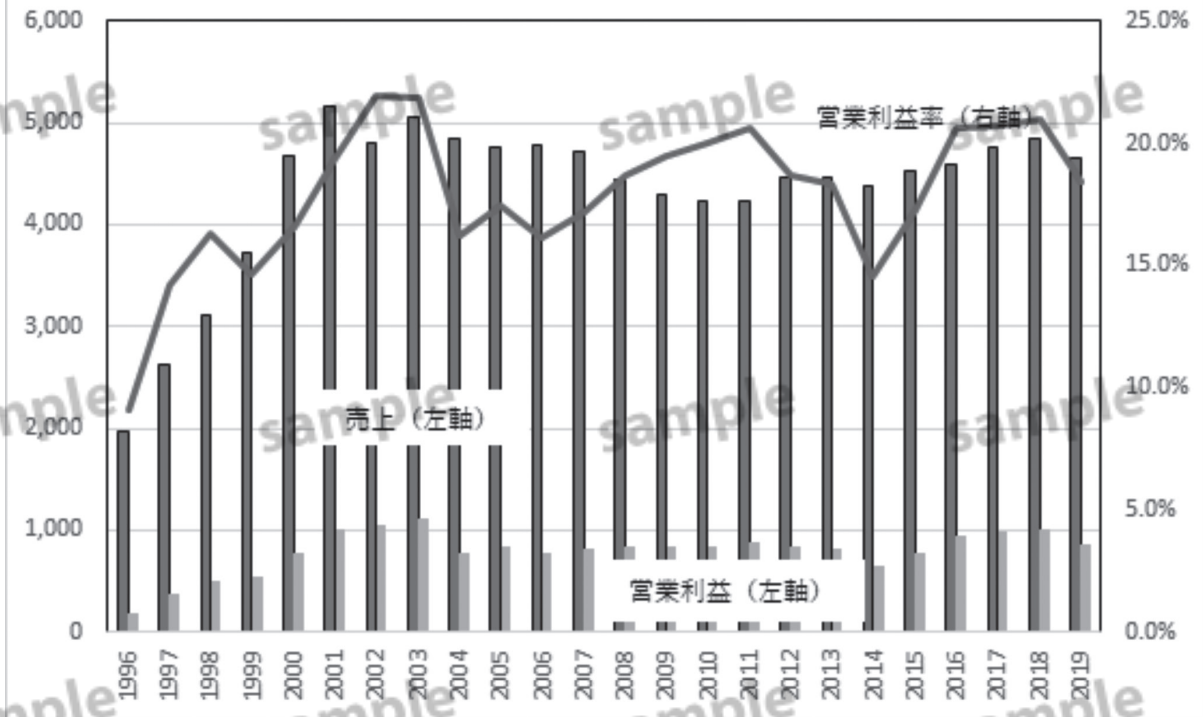
<sup>[6]</sup> 日経産業新聞 2020/10/1

<sup>[7]</sup> 日本経済新聞 2011/9/20

<sup>[8]</sup> 日経ビジネス 2010/6/12

<sup>[9]</sup> 日本経済新聞 2008/7/5

図 2 ドコモの業績推移



出所：ドコモ

一方、この時期はソフトバンクが大攻勢をかけている。2004年に「まさか」とNTT幹部に言わしめた日本テレコム、(大昔にNTTが買い損なった) C&W IDCを買収しただけでなく、2006年にはボーダフォンの日本法人を1兆7千500億円で買収する。しかも、そのうち1兆3000億円を負債でまかなうという破格のものだった<sup>[10]</sup>。2008年のソフトバンクのアンニュアルレポートには「インターネットカンパニー」「2008年は(ケータイがボイスから) インターネットマシン元年」と明言し、成長を強調している(ちなみに、ドコモがアンニュアルレポートで「話すケータイから使うケータイへ」と打ち出したのは2012年である)。そして2008年からあの iPhone を日本で独占発売したのである。

こうした背景の下、ドコモは初のプロパー加藤社長誕生の半年前2011年11月、「中期ビジョン2015」で通信以外の新領域での売り上げ4000億円から1兆円に伸ばすことを目指し、2013年3月期から4年間で3000億から4000億円をM&Aに投資すると発表する<sup>[11]</sup>。2013年のアンニュアルレポートにコンテンツ販売を中心とした「dマーケット」を強力に打ち出したばかりか、らでいっしゅぼーや(2012年、69億)、タワーレコード(2012年、非公表)、日本アルトマーク(2013年、26億)、ABCクッキー

<sup>[10]</sup> 日本経済新聞 2006/3/18

<sup>[11]</sup> 日本経済新聞 2011/11/23

ングスタジオ（2013年、200億）と小粒ながら次々とM&Aをしかけた。

しかし、2018年にはらでいっしゅぼーやを10億円で売却。当時の吉沢社長は「食の事業領域で経験を積むことができた」とコメントしたが、日経ビジネスは過去の失敗にも触れながら「M&Aでなかなか成果を出せない買収下手を露呈したドコモは、いつまで勉強代を支払い続けるのだろうか」と指摘した<sup>[12]</sup>。確かに、ドコモは将来レストランでも展開するのかと突っ込まれても仕方がない。そして2019年2月には同じように「一定の成果を得た」といいながらABCクッキングスタジオからも手をひく。

2021年になりドコモは自前で始めた非通信事業からの撤退も次々と発表している。フードデリバリー「dデリバリー」（14年5月開始）、個人間カーシェアリング「マイカーシェア」（17年11月開始）、音楽などの生配信サービス「新体感ライブ CONNECT」（19年1月開始）などである。

#### (5) 唯一の M&A 巧者？ NTT データ

2008年のNTTコミュニケーションズが仕掛けNTT本体が買収したDimension Data（2,860億円）を除けば、NTTグループの中で唯一M&Aで結果を出しているといわれるのが株式会社NTTデータ（以下、NTTデータ）である。1988年に本体から分かれ、1995年に上場、2020年3月期は売上、2.3兆円、営業利益1300億円（利益率5.8%）で31期連続増収を達成し、時価総額はITバブル後の2002年と比較するとNTT本体やドコモがほぼ横ばいであるのに対し2倍になっている（2.2兆円）。

この成長のエンジンとなったのは2005年から始まったM&Aによる海外展開である。2015年には今後5年間でクロスボーダ M&A に2,000億を投資し、海外売上高50%目指すと発表<sup>[13]</sup>。実際2005年当時1%に過ぎなかった海外売り上げが2020年には40%を超え、2025年には60%越えを目指している。

<sup>[12]</sup> 日経ビジネス 2018/2/19

<sup>[13]</sup> 日本経済新聞 2015/6/20

### NTT データの主な海外投資

年	出資先	国	出資額 (約)	比率	補足
2007	itelligence	独	186 億円	81.2%	2012 年に 100% 子会社化
2008	Cirquent (サークエント)	独	243 億円	72.9%	
2010	Intelligroup	米	180 億円	100%	
2010	Keane (キーン)	米	1,200 億円	100%	
2011	Value Team	伊	273 億円	100%	
2013	Everis (エヴェリス)	西	217 億円	100%	
2013	Optimal Solutions	米	134 億円	100%	
2015	Carlisle & Gallagher Consulting Group, Inc. (カーライル・ガラガー・コンサルティンググループ)	米	254 億円	100%	
2016	Dell の IT サービス部門	米	3,500 億円	100%	
2017	vCentric Technologies (ヴィセントリック テクノロジーズ)	印	非公開	100%	独 itelligence を通じて

出所：NTT データ、日経コンピューター (2017/11/9) 等

NTT データは 2017 年までに 6,000 億以上を M&A に投資しており、2012 年のガートナーによる世界の IT サービスベンダーランキングで 6 位、2013 年からはテキサス州や Daimler, VW などから大型受注をするなどクロスセルやグループ力が実りつつあるようである。2018 年の日経コンピューターは次のように書いた。「2017 年度の海外サービス事業売上高を見ると NTT データは 9345 億円。75 億円という僅差だが NTT データが初めて国内首位に立った。同社が海外進出してから 14 年目の快挙である。」

一方、利益については NTT データでは M&A の償却を嫌い、海外事業ではそれを除いた EBITA7% を目標として掲げているが、2019 年度は北米、EMEA・中南米の合計で海外売上高比率は 39% (概ね 50%?)、EBITA 率は 1% にも満たず (前年は 3.3%、2013 年度は 3.2%)、営業利益に至ってはマイナスである。ライバルとする IBM やアクセンチュアは営業利益率 10% を超えている。

#### (6) NTT グループの現在と将来

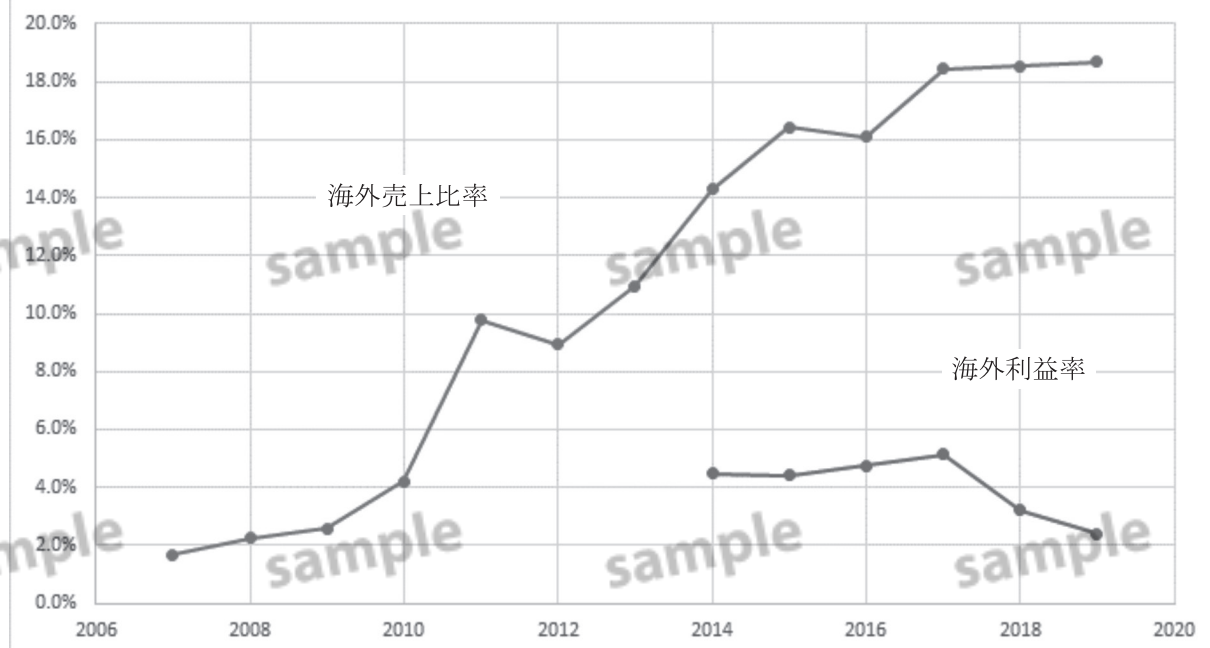
2018 年 6 月澤田純氏が NTT の新社長に就任した。「国際畑のエース」と新聞に書かれたが<sup>[14]</sup>、実は NTT コミュニケーションで鈴木社長の下 Varrio の大失敗を経験している。その意味では、本当に

<sup>[14]</sup> 日本経済新聞 2018/5/12

失敗から学んだという NTT グループの覚悟が感じられる一方、ドコモ完全子会社化報道ではなぜかこの点は全く触れられていない。

2019 年には Dimension、NTT コミュニケーションズなど 28 のグループ企業の海外部門を集約し事業法に縛られない NTT リミテッドをロンドンに設立、「鬼門の海外」「ゲームチェンジ」に再挑戦を目指すように見える。NTT データ、Dimension の貢献で 2010 年くらいから海外売上は急速に伸びてはいるが、2019 年度で 2018 年度の目標だった 220 億ドルにははるかに及ばず 195 億ドル、全体の 2 割にも満たず、営業利益率は直近で 3% 切る（図 3）。2015 年には当時副社長の澤田氏自身が「成長の柱であるグローバルビジネスは利益成長を目指す第 2 ステージへ」と明言していたにもかかわらず。

図 3 NTT グループ海外業績の推移



出所：NTT、一部筆者推定

澤田社長就任後のインタビューでは「スマートシティ」「AI」「5G」といったはやり言葉が並んだ。一方で「ドコモは過去に縛られている。携帯は規制緩和も進んだのに古い考えのまま。そのほうが楽だからだ」と、優良子会社に対してのフラストレーションも隠さなかった<sup>[15]</sup>。今やお手本だった AT&T は全く別の会社になり、ソフトバンクはより投資会社化する中、今後 NTT はどうなるだろうか？ そうした中でのドコモ完全子会社化である。4 兆円とはずいぶん思い切った投資である。「総合力」と言う割には結果が出ない企業が多い中、NTT が本当に結果を出すためには、課題は山積みのように思われる。

<sup>[15]</sup> 実際、今回のドコモ完全子会社化報道の中にも「ドコモの動きの鈍さに歴代 NTT トップはいら立ちを強めていた」というコメントが引用されていた（日本経済新聞 2020/9/30）。



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---