



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# NTT グループの M&A 戦略に関するノート 失敗の考察

NTTの海外戦略が失敗を重ねた理由として一番大きかったと思われるのは、「海外 x M&A という、1つ1つでも大変難しい課題を、ほとんど経験もないのに一度に解決しようとしたこと」でしょう。「海外進出が悲願」「世界でのブランドの低さを何とかしたかった」などなど、いろいろな理由があげられると思いますが、もう少し個別に見ていけば、次の3点に集約できると思います。

### (1) 優秀であるがゆえに M&A に対してもプライドが高くナイーブ

NTTグループは優秀な人材の宝庫といってもいいでしょう。ただ、「まじめな理系の会社」から抜け出せず、「お金持ち」「買う気満々」とあいまって、M&A という「異種格闘技」で海千山千の投資銀行や海外企業のカモになってしまった感は否めません。過信、逆に言えば勉強不足です。何しろ、2019年になって「今回は（M&Aの）資産査定やPMIをセオリー通りにやる」と澤田社長自らおっしゃっているくらいです<sup>[1]</sup>。

そうしたナイーブさを端的に表すエピソードがあります。NTT データが2016年にDellのITサービス事業を買収する際、先方から50億ドルを吹きかけられ（最終的には約30億ドルで決着）、NTTグループ幹部は「明らかなビンボール」だと憤慨したというのです。大昔のJリーガーがヨーロッパに移籍して、強い当たりに憤慨してバカにされたのに似ています。最近の例でいえば後述する通りLVMHがコロナ禍前に結んだティファニーの買収契約をフランス政府まで巻き込んであてもない、こうでもない、ついには訴訟までしてペナルティなしで白紙に戻そうとしています<sup>[2]</sup>。明らかに高く契約しすぎたのを取り返すための難癖ですが、それがM&Aの世界の「常識」なのです。

[1] 日本経済新聞 2019/7/31

[2] 例えば Wall Street Journal 2020/9/29

このノートは、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)

特に 2000 年ごろは「グローバル化したい感」が見え見えというのが投資銀行や売り手に足元を見られる理由だったように感じます。その背景には株式市場からのプレッシャーがあったでしょう。確かに市場からは海外展開とそれによる成長を期待されていたでしょうが、株主やアナリストの言うとおりにやるのであれば経営者はいません。自社の能力、得意・不得意を十分理解しないまま大枚を突っ込んでしまった感があります。「日本を代表する企業」という自負も大きかったでしょう。少

関連するもう 1 つはブランド問題。日本では誰もが知る NTT ですが、世界での知名度の低さは 2002 年から社長を務めた和田紀夫氏が驚いたほどで<sup>[3]</sup>、何とかしようと M&A に走った感はありません。実はこれは日本企業に珍しいことではなく、あのキヤノンや三菱商事ですらアメリカでは「ブランド力がなく」採用で苦勞しているといえますし、少し前に三井物産の VC の担当者と話をしたときには「なぜ当社に来たのかをよく考えないと失敗する（おそらくは、有名なほかの VC に断られ続けたため）」といていたことを思い出します。

「これだけの技術力があるのに、なぜ世界的なブランドがないのか」という気持ちもわかりますが、結局ブランドは目的ではありません。優秀さがプライドや嫉妬、あるいは焦りを生むことになり、海千山千のプレーヤーが割拠するクロスボーダー M&A の世界で足元をすくわれる結果になったように見えます。

そして、今回のドコモの子会社化。「証券会社にとっては、総額 4.2 兆円もの資金が投資家の手に渡るドコモ株の TOB はちょっとした「お祭り」になりつつある」とすら言われています<sup>[4]</sup>。またどこかの投資銀行の口車に乗ったわけではないことを祈ります。

## (2) 現実を直視することになれていない

今回、NTT グループの M&A の歴史を過去 20 年さかのぼり、有価証券報告書、アニュアルレポートはもちろん、様々な新聞や雑誌の多くの記事を見ました。そこで大きく感じたのは、M&A の失敗について他責、つまり「環境変化」「IT バブルの崩壊」「海外の規制環境」といった外部要因が語られることがほとんどで、自社内の意思決定の問題、あるいは PMI の問題はなかったのかについては、ほとんど表に出てきません。おそらく内部ではそれなりに分析されており、結果として「投資銀行やコンサルタントに頼らず、自力でノウハウを積み上げていたのである」といったコメントもありましたが、どれだけ自分たちの未熟さを痛感し、それを組織およびグループとして共有できたのだろうかという疑問は残ります。例えば最初の海外展開から 10 年以上たってまだ三浦元社長が

<sup>[3]</sup> 日本経済新聞 2012/5/14

<sup>[4]</sup> 日経ビジネスオンライン 2020/9/30

「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」コメントするあたりは、そのあたりのところを端的に示しているように思われます。

また、失敗だけでなく成功も直視・理解できていないようにも見えます。つまり、日本で成功したから、海外でもという発想がおそらく無意識のうちに蔓延していたのでしょうか。成功の「型」が本当に作られていたのでしょうか？優良企業にありがちですが、NTTグループの場合、そもそも苦労してビジネスモデルを作り上げたというよりは（iモードはそうなのでしょうが、外部人材に頼ったことは周知の事実です）、市場独占の電電公社の遺産で優良だったこともあり、現実を直視することをあまりする必要がなく、「不都合な現実」であってもしっかり観察し、共有し、対策を立てる（OODA ループ）に慣れていなかったのではないのでしょうか。これは、電電ファミリー NEC や富士通の凋落にも言えることかもしれません。逆境に慣れていないので、調子がいい時はイケイケどんどんですが、打たれ弱いし、プライドの裏返しで権威のある有名インベストメントバンクから「この値段が適当です」といわれるとはいそいそですかと疑問も持たず、本当に元が取れるのか、現実のリスクを考えればここはもう一段値切るべきではないのかということもあまり考えず従ってしまうようなところがあるように見えます。経験がないのに何とかなるとしてしまうところもまた、優秀だけれども修羅場経験の少ない経営陣の弱点だったように思われます。

M&A の「成功」「失敗」を明確な基準で分けることは非常に難しいのは学会でも常識です。そう考えてみると、2007 年くらいからの NTT グループの M&A が本当に成功しているのか、単に「大失敗」でないだけなのか、疑問の残るところです。EBITA が本当に適正な指標なのでしょう。しかも 7%なら「成功」なんでしょうか？本当にベンチマークすべき企業は IBM でいいんでしょうか？また、それらについてどれだけ議論が尽くされたのでしょうか？

補足的に言えば、有価証券報告書やアニュアルレポートの一貫性も気になりました。単年だけ見ればわかりませんが、10 年分とかを比較してみると「いいことは大々的に書くが、悪いところは書かない」ところがずいぶんあるように感じました。勝者のマインドセットとは思われません。

### (3) 過去の視野にとらわれ、変化への俯瞰力が弱い

一連の M&A 戦略で見え隠れしているもう 1 つは AT&T あるいは欧米の通信企業に「追いつけ」的マインドセットです。これは必ずしも悪いことではありません。ライバルが明確なほうが、自社の差別化や方向性もはっきりすることが多いからです。

問題は、環境が変わりライバルも変わることです。例えば、2010 年に Dimension を買収した後は「クラウド」という言葉が盛んに言われるようになります。アニュアルレポートでも 2018 年度版までは第三ステージは「グローバル・クラウドの拡大」でした。しかし、NTT 関係のどのインタビュー、記

事を見てもクラウドの王者 Amazon、そして Microsoft、や Google への言及が全くといっていいほどありません<sup>[5]</sup>。ソフトバンクが 2008 年に既に「インターネット企業です」といていたのと非常に対照的です。またドコモの 2 回目の失敗につながる「dマーケット」も Amazon や楽天ではなく KDDI を過度に意識していたように思われます。日本たばこと比較するのは酷だと思一方で、この世界で  
5 業界はどう変わっているのか、顧客から見て NTT (のサービス) は何と比べられているのか、変化の激しい世界の全体を上から眺める鳥瞰力・俯瞰力がないことは致命的に思われます。優秀な人材を豊富に持ちながら、利益率が今一つであるもう 1 つの理由はそういうことではないでしょうか。

結局、1985 年の民営化後から 1990 年代前半に切り出された各社は、当時の役割、事業ドメインから抜け出すことができず、通信とインターネットという時代を俯瞰することができなかつたということが言えるのではないのでしょうか？結果として、M&A も戦略も、そして差別化も、非常に狭い世界  
10 でのタコつぼの議論になって潜在力、総合力が生かせなかつたのでしょうか。「ワン NTT」は 2012 年に鶴浦博夫社長が就任の時にも強調されていたにもかかわらず<sup>[6]</sup>、2018 年に澤田社長が同じ言葉を使ったときに業界がざわついたといいます<sup>[7]</sup>。2020 年になつても政府が NTT 株式の 32% をもち、NTT は上場会社であるドコモの 64%、データの 54% を持ちながら、一方でグループ間シナジーが見えないのもまた、エリートの出自が持つ大きなくびきのように思われます。

それを打破するのが今回のドコモの完全子会社化による 28 年ぶりにグループ再結集ということなのでしょう。ただ、新聞には「海外携帯大手に対抗できる競争力を高める」と書かれており、本当の競争相手が分かっているのかと少し心配になります。

20 NTT の M&A の歴史をいろいろ見て感じるのは、結局「こうしたらいける」という M&A の成功モデルが実感としてわからない限り、いくらやってもダメではないかということです。M&A を単純化すると、買収先の選定、価格交渉、PMI の掛け算ですが、すべての要素がうまくかみ合わないと成功しません。「コツ」がわからずに NTT は大型 M&A はすべきではなかつたと改めて思うのです。NTT にそっくりなのが日本郵便は 2015 年にオーストラリア Toll の 6,200 億円での買収です。国内市場の成熟化をふま  
25 え「グローバル展開」を目指すという鳴り物入りの戦略を発表しました。しかし、17 年 3 月期で 4000 億円の減損損失を一括計上し、2007 年民営化初の赤字転落します。結局 2021 年 4 月になんと約 7 億円で売却します。衣川社長はコロナ禍を強調していましたが、それは確かであるとは思いますが、どう考えてもしてはいけない買収だつたと思わざるを得ません。日本郵便は、他にも 2017 年 5 月には野村不動産ホールディングスの買収を発表して世間を驚かせますが、1 月ほどで玉虫色の破談発表をし

30 <sup>[5]</sup> 榊原康『NTT30 年目の決断』（日経 BP 社、2015 年）には「バイプレーヤーになる」ことが触れられているが、全体としてあいまいな感は否めない。

<sup>[6]</sup> 日本経済新聞 2012/5/14

<sup>[7]</sup> 日経ビジネス 2018/8/20

ています。

「こんなにいい案件はめったにない」。2011年ブラジルのスキンカリオールの買収発表会見で当時の三宅占二キリンホールディングズ社長の言葉です<sup>[8]</sup>が、そもそも「コツ」がわからないのに買収先だけ見て（つまり、PMIの難しさも十分考慮せず何としても買いたいと価格が吊り上がっても）「いい案件と思いついてしまったように見えます。「なぜそんなにいい案件が当社に来るのか」という点も考えれば、「めったにない」は悪魔のささやきです。キリンは約3000億円で買収し、2017年に770億円でハイネケンに売却しています。

今後の技術や競争の方向性を考えれば、NTTグループが成長を望む限り現実直視力や俯瞰力だけでなくM&Aは避けられない課題のように思われます。M&A巧者として有名な日本電産の永守重信会長は「失敗したくなかったら、失敗せよ」とよく社員に言っているそうです。「危ないからやめろと言っていたら人は育ちませんよ。部下に失敗させる勇気がないと、人を育てることはできません」と明言するのです<sup>[9]</sup>。M&Aも三浦元社長のいう「グローバル経営に必要なマネジメント人材」も同じではないでしょうか？ やってみて、失敗したからやめる。また10年たってほかにオプションがないから始める、では人も育ちませんし組織にノウハウも残りません。

NTTグループの社員数は2020年3月現在約32万人。何十年も前から世界展開をするIBMが約35万人で、Appleは約14万人。「総合力」とは、こうした社員が同じゴールを理解しながら、それぞれの持つ多様な力をいかに発揮することでシナジーを実現することです。当然ながら、同じグループといっても歴史も分野も違えば技術観やビジネス感覚も異なり、衝突することも増えるはずですが、そこでお互いを責めるだけではシナジーはむしろマイナスの方向に働くでしょう。「親子暗闘」はなくなっても「社内暗闘」が続けば、これまでの繰り返しです。

結局M&Aに限らず、企業の戦略の核となるのは顧客にとって（競合に比べ）より良い価値を提供できるかにほかなりません。技術がどうだとか歴史がどうだとか、実は顧客にとってはどうでもいいことです。ただし、そうした企業としての基本について32万人のうち、いやNTTの澤田社長をはじめとする執行役員14名<sup>[10]</sup>のうちどれだけが本当に理解できているか、失礼ながらKDDI相談役の小野寺正氏の2020年10月10日の私の履歴書にあった、1983年に始まる真藤恒改革に触れた点を見て危惧せざるを得ません。

土光臨調は83年までに3公社の民営化を含む大胆な改革案を矢継ぎ早に打ち出した。その改革の先触れとして、政府が電電公社総裁に送り込んだのが、石川島播磨重工業の再建に辣腕を振った真藤（しんとう）恒（ひさし）氏だ。真藤さんは「課金」や「加入者」

<sup>[8]</sup> 東洋経済オンライン 2016/01/09

<sup>[9]</sup> ダイヤモンドハーバードビジネスレビュー 2020年9月号

<sup>[10]</sup> 2021年6月24日現在

といった言葉を電電話と名付けて忌み嫌い、「なぜ『お客様』と言わないんだ」と叱責した。私も末席に連なったある会議で真藤さんが突然激怒したのを目にして、驚いた覚えがある。

ただ私の肌感覚でいえば、真藤さんの改革への熱意は電電公社に十分浸透しなかったのではないかと。あれから 40 年近くたつが、今も NTT は加入者という電電話を使い続けている。

どれだけしっかりと情報共有ができるか、もっといえば異なる意見を戦わせて「暗闘」ではなくあからさまな喧嘩ができる組織になれるかがカギだと思います。優秀な人材がお互いのプライドを傷つけないよう大人の会話をしてきたり、表ざたにしないように裏で足を引っ張ったりしたことが現実直視力や俯瞰力の欠如につながったと思うからです。率直な意見交換やフィードバックは確かに言うほうも、言われるほうもちょっと嫌ですし大きなストレスがかかることは、とくに「役所よりも役所」と皮肉られるほどの文化を持つ NTT ではなおさらのことです。しかし、ネットフリックスのヘイスティングス CEO 指摘するように、「筋トレと同じで、痛みがなければ人は成長しない」ですし、ましてや組織の総合力は発揮できません<sup>[11]</sup>。そして、なにより今後グローバルで競争相手になりうるアマゾンや Google は、ネットフリックスと同じように率直な情報共有をその文化として推進し、アマゾンでは「社員は同意できなければ異議を唱えなくてはならない」「妥協するな」とその企業理念（リーダーシッププリンシプル）に明確にうたっているのです。大きな修羅場をくぐってきた澤田社長は、NTT 全体の戦略はもちろん、その実行を今後どうかじ取りをされるのか楽しみです。

そんなこと言われたつてどうすればいいんだ、成功の「コツ」っていったいなんだという質問が出るかもしれません。もちろん正解は 1 つではありませんが、ここでもう 1 つ短いケースを示します。M&A でブランド大国を作り上げた LVMH（Moët Hennessy Louis Vuitton SA）の Tiffany 買収のすったもんだです。「異種格闘技」とはこういうことだという 1 つの例と言ってもいいでしょう。

### LVMH の Tiffany 買収劇

2019 年 11 月 25 日、フランスのラグジュアリー・コングロマリット LVMH はアメリカの宝飾ブランド Tiffany の買収を発表した。1 株あたり \$ 135、総額は \$ 16.2 billion、2017 年の Dior の \$13 billion の買収を超え、LVMH 史上最大の M&A である。LVMH の株価は発表後 1.4% も上がった。

LVMH は 35 年にもわたって指揮をとる Bernard Arnault CEO のもと、M&A を使い、主にヨーロッパのブランドを傘下に収め成長を続けてきた。2019 年度時点で 75 のブランド、売上 \$ 59 billion、

<sup>[11]</sup> ダイヤモンドハーバードビジネスレビューオンライン 2020/9/17

時価総額は \$ 226 billion と石油大手ロイヤルダッチシェルをしのぐ勢いで、当時 Tiffany のほかには Chanel か Rolex くらいしか残っていないといわれていたほどである。一方の Tiffany は「sleeping beauty」と言われるように、ブランド力もあり 20 カ国以上に 321 の直営店を持ちながら今一つ伸び悩んでいた。「物言う投資家」によって 2 年前には CEO が更迭されている。

Tiffany があるべき戦略、新商品の開発、直営店のアップグレードによるブランド力の強化などを LVMH の資金と長期視点によって追求し、またコスト的にも多くの節約が見込めるなどが LVMH の M&A のメリットとしてあげられていた。

コロナ後

LVMH と Tiffany、お似合いの相手同士による祝福された結婚、だったはずだがほんの数ヶ月後から始まったコロナによる世界環境の変化は婚約段階の 2 社の関係に影を落とし始める。

それが最初の唐突とも言えるタイミングで Wall Street Journal に報じられたのが 2020 年 6 月 3 日であった。Tiffany の買収価格である \$135 と実際の市場価格の乖離から「市場はこの M&A がダメになる確率を 36% と見ており、これまでの 11% ~ 18% から跳ね上がった」と報じたのである。その後も、コロナによって売上が激減した Tiffany を高値づかみした感がある LVMH はなんとか再検討できないか方法を探る。なぜこのタイミングでそうしたニュースが流れたのか、憶測にすぎないが LVMH がリークして市場の反応を探ったと見るのが自然のように思われる。

実は、条件を見直したい LVMH には大きな問題があった。M&A においては、様々な理由で「破談」になることも少なくなく 2 割前後が発表後「結婚」に至らないといわれている<sup>[12]</sup>。通常、「ブレイクアップフィー」つまり、買収側、被買収側のどちらかの理由で破談にするときは買収側の場合はディール金額の 3 ~ 4%、被買収側の場合は 5 ~ 12% を支払うことが当初の条件に組み込まれている。Tiffany サイドは \$575 million (ディール額の約 3.55%) を支払えばこの案件がなかったことのできるのに対し、LVMH にはそうした条項がなかったのである。理由は不明であるが、M&A 巧者であるはずの LVMH も祝福された婚約に油断したのかもしれない。

そうした明らかな LVMH の劣勢の中で 2020 年 9 月 9 日に報じられた爆弾ニュースが「フランス政府の依頼によりディールを契約上の日よりのばさなくてはならなくなったため、Tiffany の買収は諦めざるを得ない」という LVMH の発表である。詳細は省くが、実際、LVMH の言い分はかなり強引なものであった。LVMH がこの要請は法的な効力を持っているからディールはキャンセルだと言っているのに、フランス政府は「法的に拘束するものではない」と公式に否定している。一説にはマクロ

<sup>[12]</sup> Shimizu, K. 2017. How Do Firms React to Failed Acquisition Attempts? (企業は発表した M&A が取りやめになる経験から何を学んでいるか?) In *Decision Making in Behavioral Strategy*. T. K. Das (Ed.), 1-24. IAP.

ン大統領まで巻き込もうとしたといわれている。LVMH はもちろんそれを否定するが、のちに外務大臣は「LVMH から求められて政治的なアドバイスをしただけ」と明言している<sup>[13]</sup>。

LVMH の厚顔無恥な揺さぶりはこれだけではない。Tiffany はアメリカの公正取引委員会の許可を早々と得ているにも関わらず、LVMH は 8 月末になってもそもそも許可の申請すら出していなかった。

さらに LVMH は M&A 契約につきものの「material adverse effect (MAE)」、つまり深刻な問題が Tiffany に起きたから、M&A は成り立たないと言い出す。この MAE が法廷で争われて認められたのは、訴訟が多いデラウェアでも過去に 1 件あるだけで<sup>[14]</sup>、しかもコロナのような外部環境の変化は判例上認められないのが明らかであるにも関わらずである。LVMH は Tiffany のコロナ下でのミスマネジメント「2020 年の業績は他社に比べて著しく低い」「業績が悪化したのに配当を出した」「規制がある前に店を占めた」などをあげていた。確かに、2020 年前半の Tiffany の業績は悪かったが、夏以降はコストカット、中国市場の持ち直しもあり、大きく改善して LVMH 傘下の Bulgari の業績をしのいでいるにも関わらず。

大山鳴動して鼠一匹

2020 年 10 月 29 日、こうした一連の紛争は急転直下解決に向かう。当初 1 株あたり \$135 だったのが \$131.5、2.6% (\$430 million) 下げることによって両社が合意したのである。「Even billionaires like savings \$500 on diamonds」当日の WSJ の見出しである。この記事は次のように言う。

\$ 425million なんて Arnault CEO の個人資産 \$ 90.4 billion、LVMH の時価総額 \$240 billion と比べれば誤差のように見える。

しかし、Arnault CEO は Tiffany をより低い価格で買収できたことに喜んでいるだろう。逆説的に聞こえるかもしれないが、ビリオネアーがもし嫌うことが 1 つあるとすれば、それは払い過ぎだからだ。

2021 年の 1 月の 2020 年の業績発表では、コロナ禍にもかかわらず Tiffany は売り上げを伸ばしており、「5 年で売り上げを 2 倍にするだろう」「Cartier や Van Cleef & Arpels を抜いて世界 1 の宝飾ブランドになる」と識者は指摘している<sup>[15]</sup>。

<sup>[13]</sup> Wall Street Journal, 2020/9/29

<sup>[14]</sup> 2018 年に製菓企業の Akorn の重大な法律違反があった事件。

<sup>[15]</sup> Danziger, P.N. Under LVMH leadership, Tiffany is poised to double sales in 5 years (Forbes, Jan 13, 2021)



これは「クロスボーダー M&A とは、こうあるべき」を示すためのケースでは全くありません。絶対にマネすべきではないとすら思っています。このケースの目的は、クロスボーダー M&A で交渉する、PMI をするというのは、こういう人たち、会社を相手にしているんですよと、いう現実をもう一度知っていただくためです。

5

2021年6月21日の日経新聞夕刊のコラムに、伊藤忠商事の岡藤正弘会長兼 CEO が次のような経験を書いています。

欧州のブランドオーナーも商談が9割ほど終わってホッとするタイミングで突然、無理難題を言い出すことが多かった。なんのことはない。最初から交渉のストーリーに組み込まれているのだ。世界を相手にするには商談はきれいごとでは済まない。... 厳しい話だが、それが現実だ。

10

15

20

25

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

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

共立 2021.11 PDF