



主催：日本CFO協会
2008年10月10日
パレスホテル(東京・千代田区)

グローバルM&Aフォーラム講演録

英国ピルキンソン社買収と 世界ナンバー1への挑戦

買収によって得たものは何か？

英国ピルキンソン社買収以前、日本板硝子は極めて古い体質の会社と言われていた。住友グループの中核となる古参会社であったが、ガラス業界ではマイナープレイヤーであった。そのような会社だが、二〇〇六年、業界トップクラスである英国の名門企業ピルキンソン社の株式を一〇〇%取得した。買収金額は六〇〇〇億円強。当時の日本板硝子の売上高約二七〇〇億円に倍する規模の買収に、「小が大を呑む買収」とマ

スコミを賑わしたのはご承知のとおりである。

この買収に関して、「結局、何を買ったのか？」と、問われることがある。

このM&Aで、我々はさまざまなものを獲得した。売上、利益、キャッシュフローは飛躍的に拡大し、海外売上比率も買収前の一九%から七五%と大幅に増加。日本中心から欧州中心へと地域的な位置づけも様変わりした。生産拠点は二九カ国、販売活動を行っている国は一三〇カ国にのぼる。そして、こうしたグロ



ーバル事業を経営するノウハウと多彩な人材。これらを一言で言うならば、我々が手に入れたものは「グローバルプレイヤー」としての条件であるろう。

板ガラス子産業にとって、スケールメリットは非常に大きな意味を持つ。研究開発しかり、マニュファクチャリングしかりである。たとえば、かつての日本板硝子は多品種少量生産で、一つの工場で一〇〇種類の製品を毎日必要に応じ都度段取り替えを行って生産するような状況にあった。

ところが、今は一工場で作る製品数は減り、段取り替回数は格段に少なくなった。稼働率や歩留まりが格段に向上するのは当然と言えば、当然である。そうした条件を備えた競合メーカーと競っていくには、小さいままではとても太刀打ちできない。

我々がこの買収で得たものは、「勝つための条件」であったのだ。

買収決断の背景には、二つの強い危機感があった。一つは、「このままでは将来、立ち行かなくなる」「日本国内では成長の余地がない」という強い危機感であり、もう一つは「このままではやがて我々が買収されてしまう」という危機感である。かつての日本板硝子は典型的なM&Aタ

ーゲットでもあったのだ。グローバルな会社を買い、世界のトッププレイヤーとなることで企業価値を高め、株主に長期投資先として評価されるのが最も適切な被買収リスクの対応策ではないか。——買収の背景には、そうした発想があったのだ。

買収ファイナンスという課題

買収にあたって課題は山積していた。

自社よりもはるかに大きな会社を買おうというとき、最初の大きな壁となったのは「ファイナンス」の問題である。六千億円の資金が我々の手元にあったわけではないのだ。まず我々は、事業や資産を売却して一千万億円の手持ちキャッシュを用意した。シンジケートローンを組んで三千数百億円の借入れを行った。

最も悩ましいのは格付けである。自己資本が補強されなければ、多大な借入によって格付けが落ちる。一千百億円のエクイティファイナンスによつて自己資本の補強はできたが、今度は株式の希薄化による株価下落の危険性があった。幸いにも、企業価値増大の評価をいだけて株価は逆に上がっていった。

買収決断の背景には、二つの強い危機感があった。一つは、「このままでは将来、立ち行かなくなる」「日本国内では成長の余地がない」という強い危機感であり、もう一つは「このままではやがて我々が買収されてしまう」という危機感である。かつての日本板硝子は典型的なM&Aタ

ーゲットでもあったのだ。グローバルな会社を買い、世界のトッププレイヤーとなることで企業価値を高め、株主に長期投資先として評価されるのが最も適切な被買収リスクの対応策ではないか。——買収の背景には、そうした発想があったのだ。

買収にあたって課題は山積していた。自社よりもはるかに大きな会社を買おうというとき、最初の大きな壁となったのは「ファイナンス」の問題である。六千億円の資金が我々の手元にあったわけではないのだ。まず我々は、事業や資産を売却して一千万億円の手持ちキャッシュを用意した。シンジケートローンを組んで三千数百億円の借入れを行った。最も悩ましいのは格付けである。自己資本が補強されなければ、多大な借入によって格付けが落ちる。一千百億円のエクイティファイナンスによつて自己資本の補強はできたが、今度は株式の希薄化による株価下落の危険性があった。幸いにも、企業価値増大の評価をいだけて株価は逆に上がっていった。

買収後のグローバル経営と組織統合

ファイナンスも大変であるし、買収の仕組みづくりも難しい。しかし、私が一番申し上げたいことは、買ってから苦労はそれに倍するということだ。幸いにもビルキントン社がかつて我々のライセンサーでもあり、世界各国でジョイントベンチャーも持っていた。加えて一〇年間で一〇%、二〇%と徐々に株式も取得していたので、それほど大きなサプライズはなかったと思う。

しかしながら、わが国では珍しい、規模の小さな会社が規模の大きな会社を買収するということは、やはり大変な苦労を伴うものだった。最大の課題は、当社にグローバルな企業経営に関する経験の蓄積がほとんどなかったことだった。一方で、ビルキントン社は一九九七年以降、業績改善・文化改革に取り組み、グローバルな経営体制を確立しつつあった。彼らは既に準備ができていたが、我々には買収後一緒にやっていく準備が不足していたのだ。

ベストプラクティスの選択

買収後の経営を我々の手で行お

うという声は強かった。しかし、買収後経営が混乱して事業キャッシュフローが停滞したり、顧客や従業員が離反する事態は何としても避けなければならぬ。そこで、我々は発想の大転換に至ったのである。

世界で三つしかないメジャープレイヤーとなったからには、グローバルかつ効率的に機能する執行組織が求められる。そのため、ベストプラクティスの採用を徹底し、買収側、被買収側にかかわらず、適材適所の人員配置を徹底する。そして、日本の経営のよいところは踏襲しながら、ビルキントン社のグローバル経営のノウハウとシステムはそのまま使う。それが、我々の下した結論だった。

M&Aで獲得したものの中でも、とくに素晴らしかったのは人材である。ビルキントン社のシニアマネジメントは、まさにマネジメントの専門家集団であったのだ。ベストプラクティスの採用と適材適所を実現した結果、執行役のうちCEO、CFOな



阿部友昭氏

日本板硝子株式会社 取締役副会長

1963年4月、日本板硝子入社、92年6月取締役、98年6月常務取締役、2000年6月専務取締役、02年6月代表取締役副社長、04年6月代表取締役副会長、07年6月取締役副会長(現職)に就任。

ど四名はビルキントン社出身者が務めることとなった。買収から二年後、新社長となった英国人に「日本式の良いところはどこか?」と聞いてみた。彼が挙げたのは、①「ロングチームで考えている」、②「従業員のロイヤリティ」、③「カスタマーリレーションシップを大事にしている」の三点であった。

コーポレート

ガバナンス体制の強化

同時に我々は、コーポレートガバナンス体制の強化に取り組んだ。「委員会設置会社」をつくることとし、執行する人と監査する人をはっきりと役割分担して、徹底的に議論する環境を整えていった。取締役会のメンバー二名は、社内、社外、日本の人、そうでない人のバランスを取った配置となった。指名委員会(人事の決定)、監査委員会(会計監査報告、執行役の仕事のチェック)、報酬委員会(報酬の決定)の三つの委員会を設置して、動かし始めたところである。

グループ経営理念の統一

文化の異なる二つの会社がベストプラクティスを目指して動き始めるには、アスピレーション、ビジョン、経営理念の統一と共有が必要となる。互いに相手の意見の真意を理解するには、ガイディング・プリンシプル(経営理念)をリファージ、バリエー(文化)をリファージしながら、共通のバイブルをつくり上げていくことが不可欠なのだ。

トップダウンの強い意志

今回のM&Aを通じて、グローバル企業になる条件は整った。自社より規模の大きい会社を買収することは確かに大変なことではあるが、「絶対に引き下がない」というトップダウンの強い意志と、割り切りがあれば不可能なことではないのだ。

まだまだ我々は動き始めたばかりであり、今後、執行役と監視役との間で、長期戦略ビジョンの実現、次世代を担うリーダーの養成など、多くの課題について激しい議論が交わされていくことになるだろう。こうした我々の経験が、ご参考になれば幸いである。



成長を実現する グループ経営 とM&A戦略

M&Aが明らかにする グループ経営の課題

昨今、日本企業は大きな変化の波にさらされてきた。成功指標は「売上」から「企業価値」へと変化し、資本市場への対応が不可欠になった。投下資本とリスク・リターンを考える経営が求められるようになったことで、グループ経営と事業ポートフォリオマネジメントの重要性が高まってきた。とはいえ、こうした取り組みはまだ発展途上である。課題は、M&Aを行う段になって典型的に現れる。企業を挙げて行われる不連続な変化は、「事業」「財務」「組織」の各戦略における課題を浮き彫りにする。M&A自体は事業ポートフォリオ入れ替えの手段として定着しつつあるが、今後は、その活用がより円滑に行

われるよう、以下の課題を見直していくことも必要になるだろう。

外部評価に耐えうる 事業戦略構築

戦略構築の重要性は今更いうまでもないが、昔ながらの計画作りだけでは用をなさなくなっているのも事実である。以下の三点が特に求められるようになってきている。①投資家の目線と考えた戦略構築。市場評価との

ギャップを踏まえた現状認識や、企業価値向上を論理的、客観的に語れるストーリー、などが不可欠だ。②外部に對する十分な説明。戦略構築に問題が無くとも、情報開示の不備や不足があれば元も子もない。

この①と②の失敗で企業価値の約三〇%を毀損しているという調査もある。自社の戦略を投資家の視点で評価し社内フィードバックする、また社外的に確に伝える、というのはCFOに求められる最大の役割のひとつである。

最後は、③海外への視野を常に持つこと、である。国内市場は成熟し、内需型の企業でもグローバルマーケットを無視して事業を行うことは今や難しい。グロ



ーバルM&Aは大きなトレンドとなりつつある。自社の戦略構築及び情報開示に海外への視野が欠けていないかということも、十分検証していただきたい。

事業を支える財務

CFOが戦略構築や情報開示で積極的役割を果たしていないと、M&Aでも財務部門は事後的な資金調達を任されるだけになりがちだ。本来は、

事業においてどれだけのリスクを取るのか、という点を見極め、それに合致した財務戦略を進めていくことが求められる。負債と資本の使い分けもそのひとつだ。将来のシナリオを踏まえたうえで企業価値が最大になる「最適資本構成」を考えるのが財務部門の役割である。また、財務施策

にはトレードオフとなるものも多い。明確な優先順位付けをした包括的な戦略が必要だ。外部成長を考えるにあたって、事業損益の改善、信用力維持、積極的な成長のいずれを優先するのかにより打ち手は変わってくる。

左脳で経営管理、右脳で企業理念

市場に向けた言葉としての「企業価値」は定着しても、社内では未だ共通言語となっていないことも多い。

M&A後に苦労する会社の多くは、もともと自社の経営管理自体が古いままである場合が多い。企業価値中心にPDCAサイクルが回るような新しい経営管理の全体設計を行うことが必要だ。また、それを活用する本社部門には、事業部門に経営資源を配分し企業価値向上を期待する「グループ内投資家」としての知見が求められる。

ただし、これはカネを出すだけの「ファンド」ではない。個別事業を理解し、事業横断的な価値の生み出し方を知るストラテジック・インベスターだ。「グループ内投資家」は、異なった事業の集合体である自社グループが、なぜひとつのグループであるのか、意味を与えられるシナジー発揮に役割を果たさなければならぬ。そのためには、

グループの存在意義を明確に語る軸としての「企業理念」が必要である。企業理念は、なぜグループ内に居ることに意義があるのか、何を実現したことからそのグループであり続けるのか、これらの問いに答えられる統合の要となる。同じ理念に賛同した者の集まりとしての企業グループを、ぜひより

長く高めていってほしい。



松田千恵子氏

プーズ・アンド・カンパニー株式会社 ヴァイス・プレジデント

日本長期信用銀行、ムーディーズジャパン、コーポレートディレクションを経て2006年マトリックスを設立。同年プーズ・アンド・カンパニー(旧プーズ・アレン・アンド・ハミルトン)エグゼクティブ・ディレクターを務め、現在同社ヴァイス・プレジデント。「市場適的な経営」を指向する観点から、資本市場と企業経営との関係性に着目したコンサルティングに注力している。

クロスボーダー取引の最新動向と実務上の留意点

グローバル・ベストプラクティスを目指して

クロスボーダーの取引を行うときは、つねに関係者間のコーディネーションがきちんとなされていなければならない。国が違えば、文化が違えば、それぞれの「期待」内容もレベルも異なる。「当事者が何を求めているか」を明確に把握することが重要となるのである。しばしば誤解が生じるのは、価格算定の考え方、デューデリジェンスや表明保証の範囲、タイムテーブルなどである。

そして、優れた弁護士は、自己のクライアントの期待(クライアントがまだ気付いていない期待も含め)を最大限実現するものである。欧米型の弁護士は法的アドバイスだけでなく、グローバルカウンセラーという役割を果たし、さまざまな付加価値を提供する。各国の弁護士との意思疎通・コーディネイトや各国の独占禁止法上の手続きの取りまとめといった場面では、グローバルカウンセラーは必須となる。

クロスボーダーM&Aでは、デューデリジェンスも法的な問題も複数の国にわたるため、作業量・検討対象は膨大となる。そこで、交渉や検討の対象をビジネス上重要な事項に絞ることが非常に重要になってくる。

我々が関わってきたクロスボーダーM&Aでも、優れたコーディネーションが成功の鍵となった例は多い。ある日本企業に関わる入札案件では、独占禁止法上の手続きが、取引の実行過程における重要なファクターとなった。



こうして、世界標準のベストプラクティスを実践できるアドバイザーを活用することがクロスボーダーM&Aの成功の鍵となる。今後、

日本企業のクロスボーダーM&Aはますます増加することが予想されるがこのことを念頭に入れておくべきである。

ジェームズ・ウッド氏

フレッシュフィールドス・ワウツリンガー・東京オフィス パートナー

イングランドおよびウエールズにて弁護士登録。日本にて外国法事務弁護士登録。第一東京弁護士会所属。オーストラリア、シドニーの法律事務所を経て、1996年フレッシュフィールドスワウツリンガーのロンドンオフィス入所。2001年パートナーに就任。2007年より東京オフィス勤務。公開会社、非公開会社のM&A、会社分割、および企業金融法務を専門とする。



クロスボーダーM&A成功のポイント

戦略的なクロスボーダーM&A成功のポイントは、次の四点に集約される。

成功ポイント①M&A戦略の構築

M&Aは経営戦略のツールである。経営としての座標軸をもっていないならばM&Aそのものが目的化する危険性がある。経営の座標軸とは全社最適のポートフォリオ構築であり、競争力の確保である。そのためにも「コア事業の特定」は重要となる。その上で、高値をつかまないようにタ



成功ポイント④ポストM&A戦略

買収後の企業の統治能力が重要となる。誰に経営を委ねるのか、どの様に経営をモニターするのかなどである。また、ステークホルダーへの適切な情報開示を忘れてはならない。

経営者のリスク感応度は必須であり、全社的な経営管理体制の充実が求められる。具体的対応には、「リスクマネジメント」への投資、「より重要なリスク管理部門と財務部門の連携」「透明性の高いリスク情報の共有」「リスク判定基準とアクションプランの策定」などがある。特に重要なのは「透明性の高いリスク情報

の共有」である。情報は人に伝達することで価値が生まれる。情報のボトルネックの遮断は経営陣にとって極めて重要な注目点となる。

齋藤進一氏

アシスタント・ヤング・トランザクションアドバイザー・サービスクラス株式会社 代表取締役

日本の大手総合商社に32年間勤務した後、米国会社副社長兼CFO、執行役員財務部長、執行役員広報・IR部長等を歴任。2006年、EY&AS (Ernst & Young Transaction Advisory Services Co., Ltd.)の前身Y&A (Ernst & Young Global Financial Services) にマネージングディレクターとして入社。現在EYグループにおける日本のアドバイザー業務を担当するEY&ASの代表取締役として、主要クライアントの内外の活動を支援している。



グローバルM&Aフォーラム講演録

クロスボーダーM&A の組織・人事面の 成功要因

M&Aにおける

組織・人事の考え方

アジア企業の積極的な欧米亜企業買収の流れが止まらない。クロスボーダーM&Aの案件推進、PMI(Post Merger Integration)を制するものがグローバル競争でポジションを築くと言われるほど、アジア中の企業がM&Aに向けて大きなパワーを注ぎ込んでいる。

M&A成功の鍵は、①「正しいビジネスロジック」つまり、なぜこの案件を推進するのかという明確なロジック、②適正な買収価格、③インテグレーション、④グローバルマネジメントという基盤の上ににあるのだ。

M&Aでは、新会社のフリーキャッシュフローがアップしなければ真の統合効

果が出たとは言えない。そのためには単純に言えば、売上を上げてコストを下げるわけだが、この二つを同時に実現するのは極めて難しい。これを組織人事の観点からどう手当てするかが大きなポイントになる。

企業価値を組織・人事の観点から定義すると、「企業価値＝経営者×経営資源」となる。掛け算だから、片方がゼロになると積数はゼロになる。デュ

ーデリジェンスは、見えている経営資源にフォーカスする。が、経営資源には「見えていないもの」があり、その中に「プラス」に作用するものだけでなく「マイナス」に作用するものがある。これが、落とし穴となる。何が本当に下支えし、何が足を引っ張りそうか。継続的にフリーキャッシュフローを上げていくには、その見極めが不可欠なのだ。

組織・人事のキーポイント

組織人事面での典型的なリスクは六つある。

- ① 人件費コスト…未認識のコスト、買収により発生するコスト。
- ② 経営者報酬…適切なパッケージを



西口尚宏氏

マーサージャパン株式会社 グローバルM&A部門
アジア・太平洋地域統括 代表取締役

上智大学経済学部卒業後、ノースウェスタン大学ケック経営大学院(MBA)修了。日系金融機関、世界銀行グループ人事局勤務(ワシントンDC)等を経て現職。2007年マーサーのワールドワイド・パートナーとして、日本企業同士の合併、外資の日本企業投資、日本企業のクロスボーダーM&Aに伴う組織・人事コンサルティングなど、各国の実状に即した幅広い経験を持つ。



提示できない。

- ③ リテンション…主要人材の退職。
- ④ 労務リスク…労働問題の発生。
- ⑤ スタンドアロインイシュー…本社から切り離されると単独で経営できない。したがって機能補完が必要となる。
- ⑥ 人材マネジメント…グローバル人材マネジメントがなかなかできない。

これらのリスクは買収価格や契約条件、買収後のガバナンスや事業運営に影響を及ぼす。とくに

アメリカの場合、オーナーが変わることによって経営者に支払う多額の一時金が発生する場合があります。経営者一人当たり巨額の支払い義務が発生して、買収コストが急増したケースもある。通常、

経営者報酬に組み込まれているストックオプションに替わる新しいインセンティブ制度をどう手当てするかというのも重要な問題である。

クロスボーダーM&Aの 人事ロードマップ

人事面でのロードマップは次の六段階となる。

- ① 人事デューデリジェンス…前述の六つと同じ。人件費コストを含め多くのチ

ェックポイントがある。

- ② DA(最終契約)人事関連事項ドラフト策定…契約書に織り込む人事関連条項の確定。
- ③ 経営者報酬のレビュー、原案策定…経営者に何を期待して、いかに報いるかという原則に基づいた報酬の提示が鍵。
- ④ リテンションボーナスの策定…人材に合わせたリテンション策の構築。現地プラクティスに応じたボーナス設定。非金銭面も考慮。
- ⑤ コミュニケーション戦略…内容の立案…早い段階から現地のコミュニケーションスタイルでメッセージを発信。
- ⑥ グローバル人材マネジメント…海外の会社を買うということは、グローバル経営を推進していくための人材マネジメントと海外事業のマネジメントを同時に行うことである。日本企業はローカル個別モデルからの脱却期であろう。そのとき、「社会文化」「企業文化」「職業文化」の三つの文化を理解してインテグレーションの度合いを見極めることが重要だ。

が重要だ。

フリーキャッシュフローを生み続けるのも、インベートしていくのも「人」である。常に人事ドライバーの重みを意識しながら、クロスボーダーM&Aでの買収効果を追求し続けていただきたい。