



高橋教授の

この人に会いたい

Vol.16 ゲスト

服部暢達氏

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特任教授

「伝説のアドバイザー」が語る企業買収の表と裏

**M&Aの本質は企業価値向上
バゲタカはごく一部に過ぎない**

高橋 服部さんは日本だけではなく、国際的にも有名なM&Aのアドバイザーとお聞きしています。



どのような経緯でそうしたお仕事に就かれたのですか。

服部 私はもともと理科系で金属工学を勉強していました。それもあって日産自動車に就職しましたが、マサチューセッツ工科大学への留学を機に退職し、1989年にゴールドマン・サックス証券に入社し、企業買収を実行する側をサポートする「デイル・アドバイザー」として仕事をしてきました。98年から03年まではマネージング・ディレクターとして日本のM&Aアドバイザー業務を統括し、DDIと日本移动通信(I

近年は事業承継や経営難を背景に病院同士のM&Aが加速し、事業の継続や再生が図られている。一方、一般産業界ではグローバルだけでなく国内においても、企業同士の経営統合は通常の企業活動の一環として位置づけられている。ここでは「伝説のM&Aアドバイザー」と呼ばれ、数々の大手案件を手掛けてきた服部暢達氏を招き、世界の動向や病院のM&Aについて話を聞いた。

DO)、KDDの3社合併、ロシユ・中外製薬のM&A、NKKと川崎製鉄の経営統合などを手掛けています。現在は早稲田大学大学院や慶應義塾大学大学院で客員教授を務める傍ら、ファーストリテイリングなどいくつかの企業で社外取締役や社外監査役をお引き受けています。

高橋 とても大きなM&A案件に関わっていますね。

服部 日本企業がアメリカ企業を買収する動きは80年代からありましたが、90年代に入ると逆に外資が日本企業を買う案件が増えまし

た。99年のGEキャピタルによる日本リース買収、2000年のダイムラーによる三菱自動車の資本提携は私自身携わったので思い出深いです。

高橋 一方で、企業買収には「手に入れて高値で売り抜ける」といった「ハゲタカファンド」の印象もつきまといまいます。

服部 M&Aの実情は、ここ30年でそれほど変わっていません。一時にハゲタカと呼ばれる存在が悪目立ちしたので、そういった印象を多くの人が持っていることも事実ですが、ごく一部に過ぎま

撮影=下山展弘

せん。そもそも会社を売買する際は買い手を2種類にわけて考える必要があります。それが「ストラテジックバイヤー」と「ファイナンシャルバイヤー」です。

前者は本業の拡大、事業の多角化など事業戦略としてのM&Aが目的で、うまくいかなかった場合は別として、基本的に売却は想定していません。これが全体の9割程度です。

一方後者はファンドを専門に行

うファイナンシャルバイヤーであることがほとんどで、経営ではなく人のお金を集めて増やすのが主目的です。本来は買収した時点で儲かりますが、5年ほど経営に

与してさらに企業の価値を上げてから売却して稼ぐのが常套手段です。米国のKKR(コールバーグ・クラビス・ロバート)やブラックス・ストーンが有名です。

なかには、会社を買うものの経営には携わらず、脅しに近い形で

事業のあり方に口出しし、高値で株を買い戻させ短期で利ザヤを得る「グリーン・メーラー(ドル紙幣の緑色と脅迫状を意味するブラックメールを合わせた造語)」もいて、彼らこそ、一般的に言われる「ハゲタカ」のイメージに近い。米ステイール・パートナーズや、日本でも一時「△△ファンド」といった名でメディアを賑わせました。彼らは、掛け声は大きいですが、株を51%以上握ることも経営に参画することもほとんどなく、単に売り抜けを主眼に置いている特殊なひとびとです。私の感覚から言えば、ファイナンシャルバイヤーのうち後者のような売り抜けを目的としたM&Aはせいぜいファイナンシャルバイヤー案件全体の1/2割でしょう。

病院のM&Aは収益拡大 以上に地域資源の確保と いう意味合いも

高橋 近年は病院のM&Aも珍しくなく、なかには買収後に再生したケースも見受けられますが、服

部さんはM&Aの対象として、病院をどのように見えていますか。
服部 ロシユ・中外製薬、99年の日本グラクソと日本ウエルカムの合併など、医薬品関係には深く関わりましたが、病院の案件を任せられたことはありません。病院の場合、薬価や皆保険制度など、医薬品以上に制度に依存する事業なので、経済合理性だけでM&Aが進めにくいという印象があります。
高橋 病院単体の経済規模は大きくなく、大学病院でも年間売上は300億〜400億円、中小企業ほどの水準ですから、投資する側からはあまり魅力的には映らないのかもしれませんが、それでも合併の案件が増えているのは、一つは事業継承の問題があります。跡継ぎはいないけれど地域に必要な医療機関なので、誰かに続けてほしいというわけです。

もうひとつは経営難が理由で、事業運営に長けた人に譲りたいというニーズもあります。M&Aでグループが大きくなると信用力が上がり、医薬品などの交渉力を発揮することもできるでしょう。そ

30秒以内で説明して
皆を納得させられなければ、
そのシナジイは実現が難しい——三浦



服部暢達

Nobumichi Hattori
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
経営管理研究科特任教授

はっとり・のぶみち●1981年、東京大学工学部卒業。日産自動車に入社。89年、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修了。89年、ゴールドマン・サックス証券に入社、ニューヨーク、東京に勤務。98年から2003年までマネージング・ディレクターとして日本におけるM&Aアドバイザー業務を統括。現在、ファーストリテイリング、博報堂DYホールディングスなどの社外取締役を務める。著書に『ゴールドマン・サックスM&A戦記』『日本のM&A理論と事例研究』『実践M&Aハンドブック』(いずれも日経BP社)がある。

うやうやしくなっている病院グループもいくつかはあります。日本の病院は90年に1万施設を超えたのをピークに、いまは8000施設ほどに減っています。年に60〜70病院が減っていることになりませんが、実際は2倍くらいの病院がM&Aのような形で再生、グループ化しているといわれています。

服部 命を預かる特殊なビジネスですから、経済合理性だけで進めていいわけではないでしょうね。そこが、一般的なM&Aと異なる点で、やや馴染まないところもあると思います。経済合理性だけを考えると儲かる医療だけをやってしまうなど、おかしなことになってしまいます。最終的にはうまくいかないのではないのでしょうか。

うまくいったのは、中外製薬はその頃でも国内トップ10圏内におり、時価総額2500億円、営業利益250億円程度という優良企業であったにも関わらず、さらに上をめぐそうと、日本長期信用銀行(現新生銀行)出身の永山治社長(現会長)が英断を下したことが大きな要因です。株も過半数を買われてもいいが上場の維持を認めてくれる買い手を探して根気よ

く外資を回り、同じくファミリーオーナーでベンチャースピリットを残して大成功しているロシユと巡り合い、戦略的アライアンスともいえるM&Aを実現しました。**高橋** 日本企業が外資を買うケースや、その逆もあります。M&Aの成否はどこでわかるのですか。**服部** M&Aそのものに関してはシンプルで、誰が聞いても納得できるシナジイがあるかどうかで

高橋 ところが、日本の病院M&Aの場合、引き取った側のオーナーからの話を聞くところ、だいたい良い方向に進んでいます。たとえば東京都にある、中規模の急性期病院は、年間約6000件の救急搬送を受け入れる救急医療のオーソリテイでしたが、グループ全体の経営がうまくいかず、さらに内部で不正もあったことから多額の負債を抱え、6年ほど前に経営破綻しました。そこへ地方の医療法人が買い取って経営を刷新したところ、文字通りV字回復したのです。もちろん、その病院の医師や職員のポテンシャルが高かったという土台があったからこそこの話ですけれど。**服部** 日産自動車の例に似ていませんね。日産は技術力では世界的に

しょう。私は30秒以内で説明して皆を納得させられなければ、そのシナジイは実現が難しいと考えています。数十ページのパワーポイントによる説明が必要な案件は、まずうまくいきません。

またM&Aの本当の成否はその後の経営次第ですが、これは簡単ではありません。ここで断つておきたいのは、日本の経営者はとても優秀ということ。CSR(企業の社会的責任)をお題目に挙げる必要もないほど、私利私欲に走る人はまれで、商習慣も性善説に基づいています。事業の継続性を重視し、長期的な展望を持って舵取りしている方々も多いです。対してアメリカ人経営者は四半期業績を良くすることだけを考える人が多く、長期的な視野で企業のことを考えているのか、首をかしげざ

定評がありましたが、経営能力のなさで不振に陥り、99年にルノー傘下になりました。当時、規模は日産のほうが大きかったですが、不採算部門もあったので、ルノーにとっては「玉石混交」と映ったことでしょう。以降、日産が立て直しを図れたのはカルロス・ゴーン氏の手腕によるものというものは、衆目の一致するところですが、東京都武蔵村山市の村山工場の閉鎖や人員削減などを断行し、「コストカッター」などと呼ばれましたが、あれがなかったら、日産そのものが存続できなかったかもしれません。一方で彼は99年に来日するや否や、都市対抗野球に出場している日産野球部の応援に駆けつけ、「コストカッターのゴーンですが、野球部は廃部にしません」と公言して社内世論を味方につけました。そういう人心掌握術にも長けており、高い能力を持つ経営者です。

M&Aはすべてケース・バイ・ケースで、買い手が違えば同じ売り手であっても状況は変わります。ロシユと中外製薬のM&Aが



日本の病院M&Aの場合、
引き取った側のオーナーからの話を聞くところ、
だいたい良い方向に進んでいます——高橋

高橋 泰

Tai Takahashi
国際医療福祉大学大学院・教授
たかはし・たい●1986年、金沢大学医学部卒業。同年、東京大学病院第1第3第2内科・麻酔科で研修。92年、同大学医学部医学系大学院医学博士課程修了(医学博士)後、米国スタンフォード大学に留学。94年、ハーバード大学公衆衛生校に武見フェローとして留学。97年4月、国際医療福祉大学医療福祉学部医療経営管理学科教授。2009年から現職。16年9月より安部内閣未来投資会議の構造改革推進会合医療福祉部門副会長。

るを得ない経営判断を下す経営者は少なくありません。日本人のビジネスエシックスをもっと海外に広めるべきだとさえ思います。ただし、日本と欧米では個人と会社のかかわり方が違います。これを理解せずに経営しようとするためにうまくいかないことはよくあります。欧米の人たちは経営者だけでなく従業員も長期的な雇用関係よりも、その時点での自らの働きに対する報酬を重視する傾向が強いです。ですから、買収した会社で幹部を集めて「これからは〇〇グループの一員で、私の在任中にレイオフはしない」と言っても彼らの心には響きません。そういったことを理解しなければ、外資とのM&Aはうまくいきません。**高橋** M&Aは「買った」「買われた」という視点で考えがちですが、お互いの事業目的を遂行するための手立てというのが本来のあり方なのです。医療機関経営者もそうした発想でM&Aを考えると、経営の幅も広がります。本日は貴重なお話を聞かせいただき、ありがとうございます。