

会社買収と LVMH アルノー・東芝西田比較

－MA に見る「法人の感性」の差異－

大谷 毅*

* 信州大学

A Comparison of LVMH Arnault and Toshiba Nishida in Corporate Acquisitions - Differences at "Corporate Sensibilities" in M&A -

Tsuyoshi OTANI

* Shinshu University, 3-15-1 Tokida, Ueda-shi, Nagano 380-8567, Japan

要旨

本稿は、巨額の無形資産（のれん及び識別可能無形資産）を伴う大型 M&A において、最終裁量権者（例：最高経営責任者）の出自・来歴から形成された認知構造（人格）が、意思決定および会社（本稿では企業という用語は極力避ける）の存続に与える影響を比較分析するものである。

検討の対象は西田厚聰（東芝）による Westinghouse Electric（以下、WHC）買収（2006 年）である。その比較の対象としてと、Bernard Arnault（LVMH）による Bulgari（2011 年）および Tiffany & Co.（2021 年）買収を対象事例とし、「事業計画を自社でコントロールできる度合い」および「失敗時のリスクの無制限性と撤退の難しさ」の視点から検討を行う。分析の結果、過去の成功体験に基づく「成功体験によって肥大化した万能感（あるいは自信）」の過剰一般化（投企優位型アプローチ）が、法人の存続制約を毀損するメカニズムを明らかにする。

自然人の西田厚聰とベルナール・アルノーは西田、アルノーと略す。西田とアルノーは実在するが、本稿では、大鹿靖明『東芝の悲劇』幻冬舎版に登場する「メタ・西田」、自伝で訳書『ブランド帝国 LVMH を創った男 ベルナール・アルノー、語る』実業之日本社からイメージした「メタ・アルノー」である。法人の東芝と LVMH は実在する。MA 業務についてアルノーは西田に比しきわめて秀逸である。文中敬称略。

なお、文中で最終裁量権者という用語が頻出する。おおむね CEO のことだが、必ずしも CEO が最終裁量権を持つとは限らないので、あえて最終裁量権者という用語を使う。1 法人 1 最終裁量権者が存在する。（別稿参照）

1. 問題の所在

会社の命運を左右する大型 M&A において、買収価格の妥当性やリスク管理の成否は、単なる財務的ガバナンスの問題に留まらず、最終裁量権者の「世界認識のスタイル (Cognitive Style)」に深く規定されている。これを事業主体が外界のリスクと自律性を感知する「法人の感性」と定義し、最終裁量権者個人人格との相互作用を考察する。

◆表 1：東芝・LVMH 財務概要（参考程度）

法人名	東芝	東芝	LVMH	LVMH
決算期	2007年3月	2017年3月	2011年12月	2011年12月
	単位億円	単位億円	単位億€	円換算億円
売上高	71,163	48,707	236	23,697
純利益	1,374	-9,656	30	3,066
総資産	59,319	42,695	470	47,154
広義の無形資産	7,467	3,615	184	18,467
無形資産比	12.6%	8.5%	39.1%	39.2%
負債	44,989	45,452	23	23,597
自己資本比率	18.7%	-13.0%	47.7%	47.7%

注1：億以下切捨て

注2：ECB基準レート（2011年12月30日）：1ユーロ＝100.20円

東芝による WHC 買収と LVMH のファッション（身体表現）関連事業買収は、いずれも貸借対照表（B/S）上に巨額の無形資産を計上する取引であった。

しかし、2011 年時点の財務構造を比較すると、LVMH は総資産に占める広義の無形資産比率が約 39.2%に達する「無形資産依存型」であったのに対し、東芝は約 10.2%に過ぎなかった。

それにもかかわらず、前者が高収益を維持し、後者が WHC の不確定債務（工事費超過・親会社保証）の顕在化によって破綻へ追い込まれた要因は、両最終裁量権者の資質および能力形成の差異に求められる。

さらに重要な視点は、東芝の場合、買収時点において、カネもない（低自己資本比）のに、さして儲かってもいない（低利益率）のに、よくも多額の「のれん」を発生させたという戒めである。

原子力発電事業は国策、ゆえに監督官庁も応援する。この「貧しい」会社で、かつ MA では素人同然の最終裁量権者に多額のリスクを負わせる。かかる「シナリオ」の質も問われかねない数値であって、さぞかし応援のしがいも乏しいかと推察する。

2. 買収案件の比較

両者の買収対象や買収環境をめぐる差異を、既存の事業との親和性、予測の不確実性、および制御可能性の 3 項目で比較すると以下のように整理できる（表 2）。

表 2：買収対象や買収環境をめぐる差異

比較項目	ベルナール・アルノー (LVMH)	西田厚聰 (東芝)
対象事業との親和性	極めて高い：既存の高級品ポートフォリオ管理およびグローバル店舗運営ノウハウを適用可能。	部分的・限定的：原子炉製造技術は保有するが、海外建設プロジェクト特有の複合的リスク管理能力とは別問題。
収益予測の起点	現存する販売実績（有形性）：対象企業の既存売上に、自社が能動的に介入可能な施策を付加して予測。	外部環境予測（外挿性）：世界の原発需要や受注基数など、自社が直接制御できないマクロ予測に依存。
主たる操作変数	クリエイティブ（デザイナー刷新）、価格政策、広告宣伝、店舗網拡張（自社で変更可能）。	各国政府のエネルギー政策、規制当局の許認可、現地土木工事原価（自社で変更不能）。
不確実性への対処と検証周期	短期・反復型：日次・月次の売上データに基づき予測誤差を早期に検知。施策を迅速に「軌道修正」。	長期・不可逆型：受注から完成まで数年～十数年を要し、誤差が現れた段階で「損切り」が極めて困難。
入札交渉行動	Tiffany 買収時、環境変化（コロナ禍）を契機に訴訟を辞さず、当初合意価格の引き下げを交渉。	競合（三菱重工等）への対抗意識から、企業価値評価（約2,000億）を大幅に超える約6,200億円まで価格を吊上げ。
損失の限定性	不採算店舗の閉鎖など、下方リスクが限定（投資の可逆性を担保）。	親会社保証および固定価格契約により、最悪時の総損失額が事前定義されない無制限取引。

あらためて比較すると、Bulgari や Tiffany のファッション商品は、既存の売り場に並べても良いし、買収翌日から現金が入りそうだが、WHC はなかなか現金が生まれそうもない。かえって運営費用の負担でカネが出ていく感じだ。西田は CF (cash flow) をどう描いていたのか。大鹿本では西田が Due Diligence を実施し子細に検討したというような記述は見当たらない。そもそも MA の被買収会社は儲からないから売りに出すのであって、他人が運営して簡単に儲かる例などめったにない。だから買って儲かるかどうか、慎重に調査するのは当たりまえだ。調査すれば MA を躊躇させる要因がキリなく出現する。それをクリアしての買収である。調査の省略が事実そうだとしたら、善管注意義務違反（民法 第 644 条・受任者の注意義務）ではなかろうか。管理論としてはかかる現象がおきたら排除できる装置を論じておかなければならない。

3. 出自・来歴からみる認知形成プロセス

最終裁量権者の決定スタイルは、その出自、学問的背景、および初期キャリアにおける成功・失敗の学習パターン（自己物語）に影響されがちだ。最終裁量権者は採用されたとき Weber が理念系で描いたような無色透明な、規則に従って恒常的に出力する「良い子（≡組織人格）」ではあろうが、その後の権力獲得過程を経ると個人人格が表に出る。実務では重要であって、取引先の最終裁量権者の人物調査は必須である。

要は、最終裁量権者については個人人格も考察の対象となる。本稿記述に稿者の主観や推定を含む。人事記録というの

は多分にそういうものだ。大規模の会社の場合、西田のような人物は採用してはならないという戒めでもある。

本稿は「法人の感性」という研究テーマの初期段階にある。妙に抽象化せず実体との距離の近さをなるべく維持したい。1兆円以上の被害を社会に与えた以上は、人権保護は劣後させて分析するのに躊躇は要しない。

3-1. 西田：周縁からの突破と「投企優位型」人格の成立

ここで投企とは、不利な条件を、自分の行動によって反転させている。その人格を、仮に『投企優位型（Proactivity-dominant 型）』と呼ぶことができる。このタイプの人物は、未来を受動的に予測するのではなく、自らの意思を未来へ投げ込み、環境を能動的に創り出そう（Enactment）とする強みを持つが、一方で東芝という法人を崩壊（上場廃止）させる。ハイデガー好みでいけば Entwurf。自らの未来の可能性を定め、そこへ向けて現在の自分を投げ込む意味になる。

西田のパーソナリティ形成における仮説として、以下の 3 つの環境要因が挙げられる。

1) 辺境（周縁）経験と反転の論理：

政治経済の中心から離れた紀伊半島南端での成長経験は、既成の中央秩序に対する「独立性」を醸成した。東芝入社後も非主流派のキャリアから実力で社長へと上昇したプロセスは、「環境は所与のものではなく、自らの行動で変更・突破できる」という強い「投企」の精神を内に秘めさせた。

2) 教員家庭における価値体系：

「学習と努力による無知の克服」「自己鍛錬による業績の証明」を至上とする価値観は、個人のコミットメント（覚悟）を過大評価する認知バイアスへと繋がった。

3) フッサー現象と主観の意味づけ：

大学院における現象学研究の背景は、「世界は中立的な事実の集合ではなく、主体にとっての意味づけられた可能性の地平である」という直感を生んだ。これが M&A において、WHC を単なる不確実な資産としてではなく、「自らの力量を証明し、東芝を世界の会社にするための歴史的機会」として主観的に意味づける原動力となった。

これらの来歴は、社内の官僚的抵抗を迂回して世界的成功を収めた「パソコン事業」の経験によって強固に正当化された。ここにおいて、「社内専門家の慎重論（リスク警告）＝挑戦しない人間の消極的な言い訳」という歪んだ学習パターン（能動的推論の機能不全）が定着したと考えられる。

3-2. アルノー：特権階級の合理主義と「相場の主宰」

対照的に、アルノーの認知構造はフランスの合理的エリート主義の系譜に属する。

1) 実業家家庭の資産管理感覚：

幼少期より建設会社を経営する父親のビジネス環境に接し、資本の冷徹な増殖とリスクヘッジの感覚を日常的に習得した。

2) エコール・ポリテクニクにおけるシステム思考：

フランス最高峰の理工系高等教育機関で叩き込まれた数学的・工学的アプローチは、世界を情熱的な突破の対象ではなく、「厳格な因果関係と契約によって制御可能なシステム」として捉える認知スタイルを確立した。西田が典型的文系に対

し、アルノーは技術系の出身である。

3) 可逆的買収の成功体験：

キャリア初期における不渡り寸前の繊維グループ（ブサック）買収において、不採算部門を徹底して切り離し、Dior のみを残存させてレパレッジをかけた経験は、彼の「損切り（ディベストメント）」の思想と、投資の可逆性を最重視する経営手法の原点となっている。

4. 考察：個人人格（擬似コンピュータ）による法人システム（擬似脳）のジャック

本章では、「最終裁量権者の脳（＝擬似コンピュータ）」と「法人のERP+AI（＝擬似脳）」の結合系（情報授受システム）が成り立つならば、MAのような重要案件の決定において、最終裁量権者が、法人の存続を危うくするような裁量行使した場合、すなわち東芝西田のWHC買収の場合、どのような機能が見込めるか検討する。

法人のERP+AI（＝擬似脳）は、いわば「（最終裁量権者に向かって）モノ言う法人」に変容する。

4.1. 情報授受のアーキテクチャと認知バイアス

本来、法人のERPやAI、専門家組織は、外界のリスクと現在地を客観的にセンシングする「法人の擬似脳（感覚器官）」として機能すべきである。しかし、この両者の情報授受は、最終裁量権者の「個人人格（擬似コンピュータ）」が持つ認知フィルターによって容易に歪曲される。

4.1.1 西田における「情報遮断と認知歪曲」の実体：

西田の脳（擬似コンピュータ）は、過去の「周縁からの突破・パソコン事業の成功」によって、『強い覚悟と努力（投企）があれば、どんな不確実性（エラー）も上書きできる』という強力な最適化プログラム（学習スキーマ）が走っていた。

WHC買収後、米国の建設現場における遅延やコスト超過という「致命的なネガティブデータ」が法人の擬似脳（ERP・現場報告）から送られてきた際、西田の脳はこの入力を「事業計画（予測）を修正するためのシグナル」としては処理しなかった。代わりに、「部下の覚悟の不足」「いつもの社内抵抗・消極性」という内部ノイズとして変換・フィルタリングし、法人の擬似脳に対して「目標利益（チャレンジ）の必達」という逆方向の命令を強くフィードバックした。

これは、個人の擬似コンピュータが、客観的なデータを出力するはずの法人の擬似脳を完全に「ジャック（占有）」し、組織的な情報遮断（フィルターバブル）を引き起こした実体である。

4.1.2 アルノーと「高速な結合と能動的介入」の実体：

アルノーの脳（擬似コンピュータ）は、エコール・ポリテクニク由来の合理的・システム思考に基づき、世界を因果関係の集合として捉える。LVMHの法人の擬似脳（POSデータ、日次の売上、在庫、マージン管理システム）は、極めて短い周期で市場の反応をセンシングする。

アルノーの脳は、この法人システムからの入力を無条件に受け入れ、予測誤差（エラー）が検出されれば、即座にデザイナー交代や商品政策の変更という「能動的介入（外界の書き

換え）」を実行する。個人の脳と法人のシステムが密結合しており、情報授受に歪みがないため、エラーが蓄積する前に損切り（可逆性の担保）が可能となる。

4.2 評価・生存シグナルの上書きと「法人有限性」忘却

情報授受におけるもう一つの致命的な不全は、法人の擬似脳（財務・リスク管理システム）が発する「生存境界（これ以上の損失は法人の死を意味する）」というアラートの書き換え（上書き）である。

4.2.1 西田における生存アラートの上書き：

原発事業の本質は、受注から最終的な現金回収までに十数年（推定）を要し、その間に無数の物理的・政治的不確実性が介入する点にある。法人の財務システム（擬似脳）が「現在のキャッシュ流出スピードと親会社保証の規模は、東芝の自己資本の限界を超えている」というアラート（生存シグナル）を出力したとしても、西田の脳（擬似コンピュータ）はそれを「50年計画という超長期の成功物語」という主観的時間地平の中に放り込むことで相対化し、アラートを消去（上書き）してしまった。

さらに、最初の高値づかみやリスク評価の誤りを認めること（減損の受け入れ）は、最終裁量権者である「個人の脳に対する法人の評価・地位」を失墜させるプログラムとして作用するため、保身のインセンティブが働き、法人の擬似脳（報告システム）に「計画は順調である（適切な利益先送り）」という偽のデータを書き込ませる悪循環（エスカレーション・オブ・コミットメント）を発生させた。結果として、法人は自らの「資金の有限性（限界）」を感知できなくなった。

4.2.2 あるいは西田の公営事業への誤解

東芝西田のWHC買収で、この上書きこそが稿者のもっとも理解しがたい事象である、西田の脳（擬似コンピュータ）はどのようなものか。

事業期間50年という設定は、自治体などの「公益事業」の発想である。公益事業には長期にわたり確実な顧客が存在し、単年度の現金主義による運営が便利な側面を持つ。そこでは現金収入と現金支出しかなく、毎期末には現金残高がゼロになり、将来の更新費用もその時の歳入で賄われる。東京都知事時代の石原慎太郎氏が複式簿記を導入したように発生主義の利点はあるが、現金の出入りを2次的に認識する発生主義に対し、公益事業では現金主義による資金繰り表が不可欠だ。

また、公益事業なら現金不足が生じても、議会承認を経て特別会計と一般会計を往復させる救済策もある。しかし、東芝という法人は利益を目的とする民間事業者であり、自治体のような公益事業の主体ではない。

それにもかかわらず、西田氏は事業期間を50年に設定した。いつから公益事業の最終裁量権者になったつもりなのか、西田氏の脳という擬似コンピュータへの関心はまさにこの点にある。法人のシステムが出力する資金繰り表を、西田氏の脳が「（最悪でも救済される）公益事業的な現金主義」で認識していたのだとしたら、その後の推論が現実の民間企業の財務実態と乖離し、法人の崩壊が日に日に差し迫ったのは当然の帰結である。

4.3 アルノーにおける生存境界の厳格な維持：

アルノーの結合系では、個人の面子や物語が法人システムをジャックすることはない。彼にとっての被買収会社は、LVMH という巨大なエコシステム（法人の脳）の一部に過ぎず、個々のブランドのポラティリティが法人の生存境界（B/S の安全性）を脅かさないよう、最初から投資の規模が厳格にコントロールされ、実際に計算したかどうかは不明だが、実質的に「撤退オプション」が常に用意されていることになる。

5. 法人の存続制約と最終裁量権者に対する評価

この個人の脳と法人のシステムの結合不全は、「法人の存続」および「法人による最終裁量権者への評価（ガバナンス）」の不適合という、会社法上のリスクへと直結する。

ただ会社法も緩い側面がある。準則的であれば罪に問われることはなさそうだ。ちなみに日本長期信用銀行事件では、あれだけの法曹資源を投じながら結局無罪だ。本稿は法律論には興味がないので、ここで止める。また法的に罰してもらっても利害関係者にはメリットはない。

管理論的には、いち早く事態を察知して逃げるための認識の道具を作るか、あるいは、最終裁量権者を追放する仕組みを考案するか、これが課題となる。今、本稿はこの後者の課題に取り込んでいるつもりだ。

5.1 法人の存続制約（生存境界の感知不全）

法人の存続条件は、どんなに巨大な将来利益が予測されようとも、「短期的な有限の資金耐久力（キャッシュの枯渇回避）」という生存境界（物理的制約）を超えないことである。

5.1.2 東芝（西田型）のシステム不全：

原発事業は受注から現金回収までのタイムスパンが十数年と極端に長く、法人の擬似脳（財務システム）が危険を検知してアラートを鳴らしても、最終裁量権者の脳（50 年計画という主観的時間地平）によってそのアラートが書き換えられてしまった。会社法が取締役に対して負わせる「善管注意義務（第 330 条）」や「忠実義務（第 355 条）」は、まさにこの法人の生存境界を守るために、経営者個人の万能感（投企優位）にブレーキを踏むガバナンス・プログラムである。しかし、結合不全を起こした東芝のシステムでは、この防衛プログラムが機能しなかった。

5.1.2 LVMH（アルノー型）のシステム適合

LVMH では、投資の規模が法人の有限な資本の範囲内に常に細分化されており（可逆的投資）、最悪の事態が発生しても法人の生存境界を脅かさない「リアルオプション（選択権）」がシステムに最初から組み込まれている。

5.2. 擬似脳（システム）による最終裁量権者の評価・監査

感性工学的な究極の問いは、「法人の擬似脳（＝ERP+AI）は、暴走する最終裁量権者の脳（擬似コンピュータ）を評価・監査・排除できるか」という点にある。

西田のケースでは、最初の「知識不足による高値づかみ・リスクの過小評価（アングロサクソンの契約実務に対する劣位）」を認めること自体が、最高権力者としての地位（評価）を脅かすため、「間違いを認められない個人の脳」が、保身のために「法人の擬似脳（組織の報告システム）」から出力させた財務諸表（あるいは試算表）を財務担当者の PC に DL させ、財務担当者は西田の好みに合うように、しかしなるべく会計諸則に反しないよう、諸則にある許容範囲を都合よく解釈して（ここで監査主体の監査法人 A と解釈支援の監査法人 B が登場）、作成し、西田に提出する。それで西田は処理の準則性、利益の先送り、原子力発電事業の有望を強弁できる。これら悪循環（エスカレーション・オブ・コミットメント）は ERP の外側で起きる。法人のコンピュータ ERP+AI（擬似脳）は淡々とシミュレーションを繰り返し、このままでは法人が死を迎える確率高まる状況を認識している。ただいまのところが外示できないだけなのだ。いずれ Iot によりメインバンクの擬似脳がこれを知る。そのあと起きることは明解であろう。

6. 結論と示唆

本稿の比較分析から得られる示唆は、M&A ノウハウ集に蓄積されよう。

1) 能動的価値創造が可能な領域（熟知した事業）においては、自らの経営能力によって価値を増幅できる範囲で取得価格を決定する（アルノー型）。

2) 能動的制御が不可能な領域（未知の事業）に参入する場合、予測誤差の発生を前提とし、最悪のシナリオ（完全減損および債務履行）が顕在化しても法人が存続できる規模（例：純資産の 10% 以下等）に投資額を限定する（西田型における防衛線の欠如）。

西田の「環境を突破する優れた個人の感性」は、中規模かつ高速なビジネス（パソコン事業）では法人の活性化に寄与したものの、不可逆かつ巨大な国家級プロジェクト（原子力事業）においては、法人の「生存維持の感性」を麻痺させる結果となった。最終裁量権者の来歴がもたらす認知の「強み」が、事業の構造的特性（可逆性と制御可能性）とミスマッチを起こした瞬間、それは法人を崩壊させる致命的な「脆弱性」へと反転するのである。

なお、過去の決定を正当化するために追加投資は「サイドペイメント」であって、これ自体が法人の資源空間に混乱を与える。特別背任罪（会社法第 960 条）どころか、事実上の業務上横領罪（刑法 第 253 条）であって、1 兆円となれば「懲役 10 年」となるべきところ、準則的であるとして何ら罪に問われない。せいぜい退職金の一部を没収されるくらいで収まる。こうしたことを法曹に期待するよりも、管理論的な予防や、権力獲得過程を含む対応手段の構築が肝要である。

表 1 三案件の取引概要

比較項目	東芝による WHC 買収	LVMH による Bulgari 買収	LVMH による Tiffany 買収
1 被買収会社	Westinghouse Electric Company。原子炉設計、核燃料、保守サービスおよび原子力発電所建設関連事業。	Bulgari S.p.A. (現 BVLGARI)。宝飾品、時計、香水等を扱うイタリアの同族系高級ブランド。	Tiffany & Co.。米国を代表する上場宝飾品会社。買収後は LVMH の完全子会社。
2 売り手	英国政府所有の British Nuclear Fuels Limited (BNFL)。	Bulgari 創業家株主が支配株式を現物出資。その後、一般株主に対する公開買付けとスクイーズアウトを実施。	Tiffany & Co. の一般株主。デラウェア州法上の現金対価による合併。
3 年月と所要期間	BNFL が売却方針を確認した 2005 年 7 月頃から、2006 年 10 月 16 日の取得完了まで約 15 か月。競争入札は 2005 年秋頃に始まり、東芝は 2006 年 1 月に優先交渉者、2 月 6 日に契約を公表。	2011 年 3 月 7 日に基本合意を公表。6 月 30 日に支配取得、9 月 28 日に公開買付け後 98.09%を保有し、その後上場廃止。公表から支配取得まで約 4 か月、ほぼ完全取得まで約 7 か月。交渉開始日は非公表。	2019 年 10 月 28 日に Tiffany が 1 株 120 ドルの非拘束提案受領を公表。11 月 24 日契約、2020 年 10 月 28 日改訂契約、2021 年 1 月 7 日完了。最初の公表提案から約 14 か月。初回契約までは約 4 週間。
4 買収金額	企業全体の取得価額は約 54 億ドル (最終的な出資総額は約 54 億ドルから 55.4 億ドルとされる)。東芝の当初 77%持分は 41 億 58 百万ドル。	取引全体の公表評価額は約 37 億ユーロ。支配取得日現在の LVMH 保有株式の帳簿価額は 30 億 19 百万ユーロ。少数株取得を含む総額は株価等により表示が異なる。	当初契約は 1 株 135 ドル、株式価値約 162 億ドル。改訂後は 1 株 131.50 ドル、約 158 億から 161 億ドル。取得日換算の株式帳簿価額は 135 億 74 百万ユーロ。
5 資金調達と決済	BNFL への支払いは現金。東芝は米英の買収持株会社を通じ 41 億 58 百万ドルを出資し 77%取得。Shaw Group が 10 億 80 百万ドルで 20%、IHI が 1 億 62 百万ドルで 3%を取得。東芝分の厳密な自己資金・借入内訳は十分開示されていない。	創業家保有株式 55.03%と引換えに LVMH 新株 18,037,011 株を発行する株式対価が中核。残余株式は 1 株 12.25 ユーロの現金公開買付け等で取得。創業家を LVMH 株主として残す混合型取引。	全額現金。2020 年に総額 107 億ユーロの複数通貨建て社債を発行し、残額を米ドル建てコマーシャルペーパーで調達。2021 年の取得時純現金流出は約 125 億ユーロ。
6 のれん	当初認識額は約 29.3 億ドル、円換算でおおむね 3,500 億円前後とされる。為替換算や後続調整により円表示は変動。買収総額の過半に相当する規模。	支配取得時の暫定のれん 15 億 22 百万ユーロ。これとは別に Bulgari ブランドを 21 億ユーロと評価。両者合計の主要無形価値は約 36 億 22 百万ユーロ。	最終のれん 67 億 50 百万ユーロ (82 億 83 百万ドル)。これとは別にブランドを約 59 億 49 百万ユーロ (73 億ドル) と評価。取得価額の大半がブランドとのれん。

注 1 Bulgari および Tiffany のブランド評価額は、識別可能無形資産であって「のれん」ではない。

注 2 WHC の 54 億ドルは企業全体、41 億 58 百万ドルは東芝の当初 77%持分であり、両者を混同しない。

。

注 3 Bulgari の 30 億 19 百万ユーロは支配取得時に LVMH が保有した株式の帳簿価額であり、公開買付け等を含む公表取引価値約 37 億ユーロとは範囲が異なる

表 2 外部から指摘された主な論点

案件	当時またはその後に外部から指摘された主な批判事項
WHC	＊売却開始時の市場評価は約 20 億ドルとみられていたのに対し、競争入札で約 54 億ドルまで上昇し、高値づかみとの批判があった。
	＊東芝の沸騰水型炉と WHC の加圧水型炉の補完関係は説明されたが、買収価格を正当化するほどの相乗効果が得られるか疑問視された。
	＊巨額の借入負担と財務体質悪化が懸念され、格付機関は財務指標が改善しなければ格下げとなる可能性を指摘した。
	＊原子力需要、規制、建設原価、工期など買い手が制御できない変数への依存が大きく、長期予測に基づく価格形成そのものが危険であるとの批判。
Bulgari	＊1 株 12.25 ユーロは直前終値に約 61%のプレミアムを付し、企業価値は将来売上高の約 3 倍とされ、価格は高いとの評価があった。
	＊一部アナリストは、戦略的には優れるが財務的には魅力が乏しいと評価した。
	＊ただし、創業家に LVMH 株を交付して買収後も利害を共有させたこと、ブランド＊店舗＊流通を LVMH が直接改善できることから、高いプレミアムにも一定の合理性があるとの反論も強かった。
Tiffany	＊初回提案 120 ドルから 135 ドルまで価格を引き上げ、直前の非影響株価に約 37%のプレミアムを支払う史上最大級の高級品買収となったため、高値づかみと財務レバレッジ上昇が懸念された。
	＊巨額ののれんとブランド価値を維持するには、店舗改装、商品刷新、若年顧客開拓、利益率改善という相乗効果の実現が必要とされた。
	＊契約後のコロナ禍で業績と環境が急変したにもかかわらず撤退が容易でなく、訴訟を経た価格引下げも 135 ドルから 131.50 ドルへの約 2.6%にとどまった。大型現金買収における契約の硬直性が顕在化した。

コメント

1. 三案件の差は、買収価格の大小だけではなく、対価の設計に最も明瞭に現れている。WHC では東芝が現金で支配権を取得し、共同出資者は存在したものの、後に持分を東芝へ売り戻せる仕組みも含まれていた。損失が顕在化したとき、負担が最終的に東芝へ集中しやすい構造であった。

2. Bulgari では、創業家の支配株式に対して LVMH 株を交付した。売り手を完全に退出させず、買収後の LVMH 全体の価値上昇に参加させるため、情報の非対称性と統合後の利害対立を弱める設計であった。少数株主には同一評価を基礎とする現金公開買付けを行っている。三案件中、対価設計そのものに統合政策が最もよく織り込まれている。

3. Tiffany は全額現金であり、LVMH が価格リスクを全面的に負担した点では WHC に近い。しかし、LVMH は社債市場で長期資金を確保し、買収後にブランド、商品、人事、店舗網、広告という制御可能な変数へ介入できた。WHC との本質的差異は、現金買収か否かではなく、取得後キャッシュフローの主要因を買い手が操作できるかにある。

4. のれん比率だけを用いれば、WHC と Tiffany はいずれも取得価額のおおむね半分がのれんであり、表面的には似ている。しかし Tiffany では、のれんとは別に約 59 億ユーロのブランド資産が識別され、その価値を店舗売上、価格政策、商品投入によって反復的に検証できる。WHC ののれんは、長期の原発需要、許認可、建設工程および固定価格契約の採算に依存し、誤差の発見も修正も遅い。したがって「巨額ののれん」であっても、その可逆性と検証可能性はまったく異なる。

5. 本稿の「法人の感性」と結びつけるなら、最終裁量権者が感じ取るべきなのはブランドの魅力や市場規模だけではない。対価の支払方法、共同出資者の退出権、契約上の損失上限、取得後に操作できる変数、誤差を検知できる周期までを、一つの資源空間として感知できるかが決定的である。

資料と数値の留保

・株式会社東芝「Toshiba Completes Westinghouse Acquisition」2006 年 10 月 17 日。

・株式会社東芝『Annual Report』各期、および WHC 減損関連説明資料。

・LVMH, 2011 Annual Financial Report / Document de Référence (Bulgari の購入価格配分)。

・LVMH, 2023 Universal Registration Document, Note 2 (Tiffany の最終購入価格配分および資金調達)。

・Tiffany & Co., SEC merger proxy statements filed in 2019 and 2020 (交渉経過、1 株当たり対価、契約改訂)。

・Reuters、Financial Times、The Guardian、格付機関資料等の当時報道。批判事項は、各案件に対する代表的な外部評価を要約した。