

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、WHCC）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 WHCC 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 WHCC 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、WHQC 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、WHQC 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バ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WHQC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。

WHQC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WHQC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、個々のブランドのボ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。ただいまのところは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。

ただし、注意すべきは、権力獲得競争はなくなる。禁じでは意味がない。ある程度、しみじみ闘争させるべきである。「法人の感性」はその中で形成される。むしろその際重要なのは「価値」の管理にある。その操作的基準は、法人の維持持続である。その判断は自然人がすべきだが、ERP+AI となれば、法人のコンピュータ＝擬似脳も判断主体になる。後日必要に応じその相克は開示されることになろう。

表 1 三案件の取引概要

比較項目	東芝による WHCC 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。取得価額のおおむね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 WHCC 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
WHCC	* 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 WHCC 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。WHQC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WHQC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。WHQC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、WHQC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。WHQC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「同額ののれん」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

*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WHQC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。

主観の入る数値や論点等は案件に対する代表的な外部評価を要約した。

7. もうひとつのMA事案：断末魔のCB&I・ストーン&ウェブスター「ゼロ円」買収

東芝崩壊の「止め」になったM&AにCB&I・ストーン&ウェブスター（以下CB&I・S&W）の「ゼロ円」買収がある。大鹿「東芝の悲劇」の記述から、稿者は、このときの最終裁量権者は室町正志、そのもとでCB&I・S&W買収の提案と作業をしたのは志賀重範である…と解した、西田のWHQC買収は、10年余を経てかかる事態を招いたことになるので、ChatGPT氏との議論を経て、若干、経過を整理しておこう。

ただMA事例としてはお粗末すぎて、「法人の感性」としては、とてもLVMHアルノーと比較に値するものではない。東芝という法人がAIを介して記者会見すれば、「やはりそうだった」「西田以降の最終裁量権者は確信犯（準則的行動犯罪）かつ故意犯（現状の会計測定義務違反）・知情犯（法人崩壊認識・保身専一）として、現世とは別の空間で刑事・民事の裁判を起こすというであろう。結果は、証拠十分・無期/死刑猶予と即決する。何しろ味方（東芝）でありながら、故意で東芝の会社空間（>空母一隻）を沈没させた実行犯なのだから…。（以上稿者推量）。以下は、大鹿靖明『東芝の悲劇』第6章「崩壊」

のS&W買収を扱う該当部分（354～363頁前後）の記述に基づく整理である。外部資料による補足は行わず、大鹿が本文中で記述した事実、発言、評価に限定した。この取引は厳密には、東芝本体が直接S&Wを買収したのではなく、東芝の米国子会社ウェスチングハウス（WHC）が、CB&I傘下のストーン・アンド・ウェブスター（S&W）を取得したものである。

7.1. 関係者

7.1.1. 志賀重範

*役職・来歴

志賀重範は、東芝における原子力事業の中心人物。東芝によるWHC買収後の2006年12月、WHCの上級副社長に就任し、2014年までは一貫してWHCに駐在した。大鹿は志賀を、東芝側における「WHCの生き字引的な存在」と表現している。

2015年当時は東芝副社長として電力・社会インフラグループを所管し、2016年6月に綱川智新体制が発足すると東芝会長に就任した。

私生活について、大鹿は、志賀がWHC駐在中に自身の秘書であった女性と再婚したことも記している。これは単なる私生活上の挿話というより、志賀が長期間にわたりWHCの内部に深く入り込んでいたことを示す記述と考えられる。

*S&W買収への関与

志賀は、WHC社長ダニー・ロデリックとともに、S&Wを買収して傘下に収め、WHCとS&Wとの対立を解消しようと考えた中心人物である。

米国のAP1000建設工事では、発注者であるサザン電力、スキャナ電力、WHC、S&Wの間で、工事遅延と追加費用の負担をめぐる対立が深刻化していた。志賀とロデリックは、S&Wを買収してWHCと一体化すれば、コンソーシアム内部の係争を終わらせ、工事に集中できると判断した。

*大鹿が描く人物像

大鹿の記述によれば、志賀はAP1000建設工事が順調に進んでいないことを、東芝側で最も早く知り得る立場にあった。

WHCは2013年8月、AP1000事業で約8,600万ドルの追加コストが発生していると東芝に報告した。しかし、それは、WHCが米国および中国の新設原発で把握していた約12億ドルのコスト増の一部にすぎなかった。

その後、志賀は、増加するコストを減額することに力を注いだ。東芝から柏崎刈羽原発建設にかかわった経費削減の専門家を招いてコスト削減に当たらせただけでなく、WHCの監査法人アーンスト・アンド・ヤングがコスト増を決算に反映させようとする、東芝の監査法人であった新日本監査法人を動かして反論しようとしたとされる。

したがって大鹿は、志賀を単なる被害者や、買収後に初めて問題を知った人物としては描いていない。むしろ、AP1000工事の実情を早くから知る立場にあった、コスト増を決算に反映するより、減額・抑制する方向に動いた。その一方で、S&Wの取得前調査が不十分なまま買収を進めたという、情報を有しながら危険を過小評価した可能性のある人物として描いている。

2016年11月、WHC買収10周年記念パーティーで、志賀は

異様に暗い表情をしていた。出席者から「評判が悪いS&Wをなぜ買収したのか」「WHCが土木工事まで手を出して大丈夫か」と問われると、「お金が足りないんです」「お客様からお金を払っていただけないんです」と繰り返した。大鹿は、会場の出席者が「何かとんでもないことが東芝で起きている」と慄然とした様子を描いている。

最終的に、巨額損失の責任者として東芝会長を辞任することになった。

7.1.2. ダニー・ロデリック

*役職・来歴

ダニー・ロデリックは、S&W買収を実務上主導したWHC側の中心人物である。

大鹿によれば、ロデリックは、プログレス・エナジー／フロリダ・パワー社副社長、GEと日立製作所の合弁会社であるGE日立ニュークリア・エナジー上級副社長、を経て、2012年にWHC社長として招かれた。

S&W買収後、2016年6月の綱川体制発足に伴い、WHC会長に就任するとともに、東芝の電力部門の社内カンパニーであるエネルギーシステムソリューション社のトップも兼任した。報酬は約21億円に達していたと大鹿は記している。

*S&W買収への関与

ロデリックは、志賀とともに、WHCとS&Wとの係争を終わらせる手段としてS&W買収を推進した。本人は、WHC社長就任後、「売上至上主義で、後になって重いツケを払わなければならない仕事」ではなく、「確実に利益が確保できる仕事」を心がけたと述べていた。しかし大鹿は、その後に起きたことは、この方針とは正反対であったと指摘している。

*大鹿が描く人物像

大鹿の記述から浮かぶのは、契約リスクに注意を払うと称しながら、実際にはリスクを著しく拡大させた経営者像である。

ロデリックは、S&W買収後のコスト検証会議で、WHCの管理職が「かなりのコストがかかっている」と報告すると、その数字に難色を示し、「コストを修正するように」と減額修正を求めたとされる。管理職がこの要求を不当と判断して拒否すると、管理職を解かれる報復人事を受けたという。この管理職は2017年1月に内部告発した。東芝がWHC役職員40人以上と60万通以上の電子メールを調査した結果、「損失を不適切な程度にまで低減するため、不適切なプレッシャーとみなされ得る言動」が認められた。

したがって、大鹿の描写におけるロデリックは、①S&W買収の実質的推進者、②巨額損失の発生を招いた固定価格契約の当事者、③コスト増の数値を小さく見せるよう部下に圧力をかけた人物、④自ら掲げた「確実な利益」と実際の行動が矛盾した人物、である。

7.1.3. 室町正志

*役職・来歴

室町正志は、2015年7月の不正会計問題による田中久雄社長の辞任後、会長から社長に横滑りした人物である。早大院理工MR修了し、東芝入社後は一貫して半導体部門を歩んだ。

四日市工場長、大分工場長、メモリ事業部長などを歴任し、半導体部門のエリートと位置づけられている。2008年から4年間副社長を務めた後、いったん常任顧問に退いたが、2014年、西田厚聰が佐々木則夫の会長就任を阻止するための「サプライズ人事」によって会長に復帰した。

*S&W 買収との関係

S&W 買収が行われた 2015 年 12 月当時、室町は東芝社長であった。したがって、親会社の最高経営責任者として、WHC による買収を監督すべき立場にあった。しかし、第 6 章の S&W 買収に関する記述では、室町が買収交渉や資産査定を直接指揮したとは書かれていない。大鹿が中心的な推進者として挙げるのは志賀とロ德里ックであり、室町の具体的な関与は不明瞭である。この点自体が問題である。すなわち、東芝社長でありながら、重大なリスクを伴う米国子会社の買収について、実質的な統制を行った形跡が本文からは見えてこないのである。

*大鹿が描く人物像

大鹿は室町を、求心力に乏しい暫定的な経営者として描いている。室町は西田寄りで「西田の傀儡」と見られていたほか、元副社長からは、半導体の在庫をめぐる不正会計に関係した「グレーな人物」と評価されていた。また、西田や佐々木を諷めることについて、「とても自分にはできない」と周囲に漏らしていた。

したがって、S&W 買収時の室町は、形式的には東芝の最高責任者でありながら、WHC・原子力部門を実質的に統制できるだけの権威、情報、指導力を欠いていたと考えられる。

7.1.4. 平田政善

*役職・来歴

平田政善は、2015 年 9 月、子会社の東芝テックから呼び戻され、東芝の CFO に就任した人物である。過去に WHC 勤務の経験があった。

*S&W 買収への関与

平田が CFO に就任した時点で、S&W 買収計画はすでに動き始めていた。そのため、平田は買収を一から企画したのではなく、先行していた計画を追認した立場である。平田は、S&W を買収すれば発注者との交渉がうまく進み、納期延長などの有利な条件を得られるとの説明を受け、「工事が進むのならば」と前向きに受け止めた。しかし、当時の東芝は、不正会計を受けた過年度決算の修正などで混乱しており、平田自身も買収計画を深く精査する余裕がなかったと述べている。

*大鹿が描く人物像

平田は、買収を積極的に主導した人物というより、買収によって得られる表面的な利点を信じ、十分な検討をせずに追認した財務責任者として描かれている。後に平田は、東芝側が米国原子力産業に「食物にされてしまった」「騙された」と受け止めた。しかし大鹿は、それが本当に CB&I など米国側に騙された結果なのか、それとも、すべてを知り得る立場にあった志賀が東芝側の関係者を欺いていたのか、疑問を投げかけている。

7.1.5. 畠澤守

*役職・関与

畠澤守は、東芝の原子力部門を所管した執行役常務である。2016 年の WHC 買収 10 周年記念パーティーにも出席している。

S&W 買収に際しては、CB&I から提供された S&W の財務諸表を分析し、それを根拠に買収を判断した人物の一人である。畠澤は後に、「CB&I からもらった S&W の財務諸表がしっかりしたものだったから買収を判断した。CB&I を信じた」という趣旨の説明をしている。

*大鹿が描く問題点

この発言は、買い手側が売り手の提供資料を独立して検証せず、その正確性を信頼してしまったことを端的に表している。2016 年 12 月 27 日の記者会見では、巨額損失の原因について、当初見込みと比べて、①工事物量、②作業員の効率、③必要な作業員数、の三点に大きな違いがあったと説明した。

しかし、これらはいずれも建設会社を買収する前に精査すべき基本的事項である。したがって畠澤の説明は、結果的に、買収前調査の不足を自ら示すものとなっている。

7.1.6. 綱川智

*役職・来歴

綱川智は、東大卒業後、1979 年に東芝へ入社した。主として医療機器部門を歩み、東芝メディカルシステムズの社長を務めた後、経営企画担当副社長となった。2016 年 6 月、室町の後を継いで東芝社長に就任した。

*S&W 買収との関係

S&W 買収は 2015 年 12 月に完了しているため、綱川は買収決定時の社長ではない。当時は経営企画担当副社長であったが、第 6 章では、綱川が S&W 買収のデューデリジェンス、契約交渉、価格決定を主導したとの記述はない。大鹿によれば、綱川が S&W に数千億円規模の損失が発生する可能性を初めて知らされたのは 2016 年 12 月半ばである。買収完了から約 1 年も経過していた。

綱川は、2016 年 12 月 26 日に東芝の再建進展を訴える前向きな記者会見を予定していた。しかし、S&W の巨額損失が判明したため会見は中止され、翌 27 日、平田、畠澤とともに巨額損失を公表する記者会見に臨んだ。

*大鹿が描く人物像

S&W 問題に限れば、綱川は買収の推進者というより、買収後に損失を知らされ、処理を迫られた後継社長である。

しかし、経営企画担当副社長であった綱川に情報が届いていなかったとすれば、それ自体が東芝の情報伝達・子会社統治の重大な欠陥を示す。

綱川は後に WHC 買収を振り返り、「問題のある判断だった。ガバナンス、意思疎通、経営に関する全般的なことを中心に問題があった」と総括した。

7.1.7. CB&I および S&W 側

*CB&I

CB&I は、シカゴ・ブリッジ・アンド・アイアンの略称である。大鹿によれば、ベクトルやフルーアなどの米国大手建設会社と比べて、「トラブルが多く、あまり付き合いたくない会社」と東芝の元副社長から評価されていた。

CB&I はショー・グループを買収し、それに伴ってショー傘下の S&W を取得した。その後、問題を抱えた S&W を WHC に売却した。第 6 章の該当部分には、S&W 売却を担当した CB&I 側の経営者・交渉担当者の個人名は記されていない。

*ストーン・アンド・ウェプスター (S&W)

S&W は、原発などの土木・建築工事を担う米国の建設会社である。かつてインドネシアのスハルト大統領の親族に対する贈賄事件を起こし、倒産した経歴があるとされる。2008 年に WHC が受注したボーグル原発 2 基、V.C. サマー原発 2 基、合計 4 基の AP1000 建設工事において、WHC とコンソーシアムを組んだ。WHC が原子炉、タービンなどの機器を担当し、S&W が土木・建築工事を担当した。

しかし、米国では約 20 年ぶりの原発新設であり、WHC、S&W の双方に十分な経験がなかった。工事の遅延、設計変更、追加安全対策、労務費の増大が重なり、S&W の財務内容は買収時点で既に悪化していた。

7.1.8. サザン電力・スキャナ電力

サザン電力はボーグル原発、スキャナ電力は V.C. サマー原発の発注者である。工事の遅延と追加費用をめぐって、両電力会社と WHC・S&W コンソーシアムとの間で対立が生じた。サザン電力とコンソーシアムの間では訴訟が起こり、スキャナ電力との間でも訴訟が予想されていた。

S&W 買収と同時に、発注者、WHC、S&W 間の既存クレームを相互に免責し、納期を延長する取り決めが行われた。しかしその代わりに、一定額を超える工事費増加を WHC が全面的に負担する固定価格契約が更新された。

7.1.9. フルーア社

フルーアは米国の大手建設会社である。S&W 買収後、WHC はフルーアに米国原発の残工事費見積もりを依頼した。2016 年 10 月に示された概算では、残工事費がかなり巨額になる可能性が示された。ただし、正確な算定にはさらに時間を要するとされた。

このフルーアの検証は、S&W 取得前ではなく取得後に実施された。順序が逆転していた点が重要である。

7.2 買収に至る事象と、その後の崩壊

2008 年* WHC と S&W は、ボーグル原発 2 基および V.C. サマー原発 2 基、合計 4 基の AP1000 建設工事を受注した。WHC が原子炉・タービン等の機器を、ショー・グループ傘下の S&W が土木・建築工事を担当するコンソーシアム方式であった。

2008 年当時* 4 基の総事業費は約 1 兆 8,000 億円と見積もられた。発注者が負担する予備費を含めれば約 2 兆円のプロジェクであり、当初は「決して大きな損が出るものではなかった」と東芝元副社長は述べている。

その後* CB&I がショー・グループを買収し、S&W は CB&I 傘下となった。

2011 年 3 月以降* 福島第一原発事故後、米原子力規制委員会 (NRC) が追加安全対策や設計変更を要求した。工事は大幅に遅延した。

2013 年 8 月* WHC は東芝に、AP1000 事業で約 8,600 万ドルの追加コストが発生していると報告した。しかし、これは米

国・中国の新設原発で把握されていた約 12 億ドルのコスト増の一部にすぎなかった。

2013 年以降* 志賀はコスト削減を進めるとともに、監査法人がコスト増を決算に反映させようとする動きに反論した。

2014~2015 年頃* サザン電力と WHC・S&W コンソーシアムとの間で、追加費用負担をめぐる訴訟が発生した。スキャナ電力との間、さらに WHC と S&W との間でも係争が予想された。

2015 年* 志賀とロデリックは、S&W を WHC 傘下に入れてコンソーシアム内部の対立を消滅させ、工事を前進させる構想を進めた。

2015 年 9 月* 平田政善が東芝 CFO に就任した。この時点で S&W 買収計画は既に進行しており、平田は計画を追認した。

2015 年末まで* WHC は、係争を終わらせ、発注者から納期延長などの条件を得ることを理由として S&W 買収を進めた。

2015 年 12 月* WHC が CB&I から S&W を「ゼロ円」で取得した。S&W の純資産は既にマイナスであった。

買収と同時期* 発注者との間で既存クレームを相互に免責し、納期を延長する一方、一定額を超える工事費増加を WHC が全額負担する固定価格契約を更新した。

買収時* S&W のマイナスの純資産と取得価格との差額 8,700 万ドル、約 105 億円を「のれん」として計上した。ただし外部監査人の評価は受けておらず、金額は初期的な見積もりにすぎなかった。

買収後* 志賀とロデリックは、取得前に実施すべきであった S&W の資産価値算定に着手した。

2016 年 4 月* CB&I は S&W に 11 億 7,000 万ドルの運転資本を持たせる約束であったが、WHC の買収後の精査では資金がなく、逆に 9 億 8,000 万ドルの欠損が判明した。差額は約 21 億ドルであった。WHC は CB&I に不足額を請求したが拒否され、訴訟となった。

2016 年 6 月* 綱川体制が発足し、志賀は東芝会長、ロデリックは WHC 会長および東芝エネルギーシステムソリューション社トップとなった。

2016 年中* WHC 内部のコスト検証会議で、管理職が多額のコスト発生を指摘した。ロデリックは数字の減額修正を求め、拒否した管理職は役職を解かれたとされる。

2016 年 10 月* フルーアが残工事費の概算を示し、巨額の追加費用が必要となる可能性が明らかになった。

2016 年 11 月* WHC 買収 10 周年記念パーティーで、志賀が「お金が足りない」「お客様から払ってもらえない」と漏らした。

2016 年 12 月初め* ロデリックは、S&W 買収時と比べて残工事費見積もりが著しく増加しているとの報告を受けた。

2016 年 12 月半ば* 綱川社長は、S&W に数千億円規模の損失が発生する可能性を初めて知らされた。

2016 年 12 月 26 日* 綱川が予定していた東芝再建をアピールする記者会見が中止された。

2016 年 12 月 27 日* 綱川、平田、嶋澤が記者会見し、S&W 買収に伴う数千億円規模の損失発生を公表した。

2017 年 1 月* ロデリックからコスト数値の修正圧力を受

けたとする元管理職が WHC 内部で告発した。別の幹部も同様の「不適切なプレッシャー」を目撃していたことが判明した。

2017 年 2 月 * 損失額が 7,000 億円を超えることが明らかになった。労務費が 37 億ドル、設備費・下請費などの調達費が 18 億ドル増え、両原発の総コストは 61 億ドル増加することになった。

2017 年 3 月 29 日 * WHC が米連邦破産法 11 条の適用を申請し、約 1 兆円の負債を抱えて経営破綻した。

その後 * 東芝は WHC を連結対象から外す一方、WHC 向け債権の貸倒引当金と米国原発の親会社保証によって約 1 兆円の損失を計上した。WHC 買収による投資損失を含めた累計損失は約 1 兆 4,000 億円に達した。

7.3 この M&A で問題となった事項

7.3.1. 「ゼロ円買収」という表現の実質

S&W の取得価格は形式上ゼロ円であった。しかし、これは無償で価値ある企業を取得したという意味ではない。

買収時点で S&W の純資産はマイナスであり、WHC は S&W の事業とともに、

①工事遅延、②赤字案件、③労務費増加、④下請・調達費の増加、⑤発注者とのクレーム、⑥将来の工事完成義務、⑦潜在的な損失負担、
を引き受けた。

したがって、取得対価がゼロであっても、経済的には巨額のマイナス価値を引き受ける取引であった。「ゼロ円」は安価さを意味せず、売り手が代金を要求できないほど負担の大きな事業であった可能性を示す警告信号である。

7.3.2. 買収前のデューデリジェンスを実施しなかった

大鹿が最も強く問題視しているのは、外部専門家による厳格な資産査定を、買収前に実施しなかったことである。

東芝の適時開示資料には、のれん 8,700 万ドルについて、「初期的な見積もり」であり、「外部監査人の評価を得たものではない」と記載されていた。

畠澤は、CB&I から受け取った財務諸表がしっかりしていたため、それを信じて買収を判断したと説明した。しかし、売り手が作成・提供した財務資料を確認するだけでは、独立したデューデリジェンスとはいえない。

特に調査すべきであったのは、次の事項である。

①S&W の実質的な運転資本、②未払債務、偶発債務、③工事進捗率、④完成までに必要な物量、⑤労働生産性、⑥必要作業員数と将来の労務費、⑦下請会社との契約および追加請求、⑧設計変更の範囲、⑨NRC の規制変更に伴う追加工事、⑩発注者との係争内容、⑪WHC と S&W との責任分担、⑫プロジェクト完成までの総原価。

ところが、これらの精査は買収後に行われた。大鹿の表現を借りれば、「引き受けてから、どんな傷があるのかを後で精査する」という順序であった。

7.3.3. 運転資本の約 21 億ドルの食い違い

CB&I は、S&W に 11 億 7,000 万ドルの運転資本を持たせる約束であった。

しかし、買収後に WHC が精査すると、その資金はなく、逆

に 9 億 8,000 万ドルの欠損が生じていた。両者の差は約 21 億ドルであった。

これは、通常の買収価格調整の範囲をはるかに超える。買収対象の基本的な財務状態について、売り手と買い手の認識が約 21 億ドルも異なっていたのである。

この事実は、

①買収契約前の財務調査が不十分であった、②運転資本の定義・計算方法が不明確であった、③売り手資料を買い手が過度に信用した、④契約上の価格調整条項だけで危険を処理しようとした、ことを示す。

7.3.4. 係争解決を優先し、経済価値評価を後回しにした

買収目的は、S&W 自体の将来収益力を取得することではなく、WHC、S&W、発注者間のクレームを解消し、工事を再開・促進することであった。

すなわち、M&A の判断基準が、

「S&W はいくらの価値を持つ会社か」

ではなく、

「S&W を取り込めば、目の前の訴訟と工事停止を解消できるか」

に置き換えられていた。

係争解消には一定の合理性があったが、そのために将来の無限定な工事費負担を引き受けてしまえば、問題を解決したのではなく、争われていた損失をすべて自社側に取り込んだだけとなる。

7.3.5. 固定価格契約の更新

WHC は、発注者から納期延長などを認めてもらう代わりに、工事費が一定額を超えた場合、その超過分を WHC が全面的に負担する固定価格契約を更新した。

これは、工事原価を十分に把握している場合にのみ管理可能な契約である。しかし WHC は、S&W の資産・負債、残工事量、労働生産性、将来の調達費を十分に把握していなかった。

すなわち、

①総工事費を把握していない、②その状態で S&W を取得する、③さらに超過工事費を WHC が負担する、④取得後に実際の残工事費を調査する

という倒錯した順序であった。

この固定価格契約によって、それまで発注者、WHC、S&W の間で争われていたコスト超過リスクが、最終的に WHC へ集中した。

7.3.6. 買収対象と同時に「未完成工事」を引き受けた

S&W は通常の独立企業ではなく、進行中の巨大原発プロジェクトを抱える建設会社であった。

したがって評価すべき対象は、貸借対照表上の資産・負債だけではない。未完成工事を完了するための将来キャッシュアウト、作業員の生産性、設計変更、下請会社の請求、規制対応などを含む「完成までの総費用」を算定する必要があった。

WHC と東芝は、企業そのものをゼロ円で取得したつもりでも、実質的には採算の不明な未完成工事を丸ごと引き受けたのである。

7.3.7. S&W の悪評・過去の問題を軽視した

大鹿は、S&Wについて、

①スハルト大統領親族への贈賄事件、②過去の倒産、③建設会社としての評判の悪さ、④CB&I 自体についても「トラブルが多い」とする評価

を記している。

このような対象会社については、通常以上に厳格なコンプライアンス調査、訴訟調査、財務調査、契約調査が必要であった。それにもかかわらず、「CB&I を信じた」という説明で買収を進めた点は、信用リスク管理として著しく不十分であった。

7.3.8. 東芝本社の監督機能が働かなかった

買収当時の東芝社長は室町、経営企画担当副社長は綱川、CFO は平田、原子力部門責任者は志賀であった。

しかし実際には、

①室町の具体的な審査・監督が見えない、②平田は既に動いていた計画を十分に精査せず追認した、③綱川は巨額損失を買収約 1 年後に初めて知らされた、④畠澤は売り手の財務諸表を信用、⑤志賀とロデリックに判断と情報が集中した、という状態であった。

これは、東芝本社が WHC を独立した海外子会社として放置し、重要情報を親会社取締役会に吸い上げる仕組みが機能していなかったことを示す。

7.3.9. 情報の非対称性

志賀は 2006 年から 2014 年まで WHC に駐在し、AP1000 事業の問題を最も早く知り得る立場にあった。一方、室町、平田、綱川などは、志賀や WHC 側から提供される説明に依存していた。

大鹿は最後に、

①東芝全体が米国原子力産業に騙されたのか

②あるいは事情を最もよく知る志賀が、東芝本社の関係者を欺いていたのか

という二つの可能性を提示している。

これは、単なる米国企業対日本企業の問題ではなく、東芝内部における情報の偏在と遮断の問題でもあった。

7.3.10. 損失見積もりに対する不適切な圧力

S&W 買収後のコスト検証で、現場管理職が巨額のコストを報告すると、ロデリックは数字を小さく修正するよう求めたとされる。拒否した管理職は役職を解かれ、後に内部告発した。東芝の調査でも「不適切なプレッシャーとみなされ得る言動」が認定された。これは、東芝本体で不正会計問題が発覚し、「チャレンジ」による利益・損失数値の歪曲が社会問題になった直後にもかかわらず、WHC で同種の行動が繰り返されたことを意味する。

つまり、東芝は不正会計を形式的には反省しても、組織の意思決定様式を改めることができなかったのである。

7.4 大鹿「東芝の悲劇」描く CB&I・S&W 買収問題の総括

この「ゼロ円買収」は、単にデューデリジェンスを怠った M&A ではない。より本質的には、次の四つの危険が重なった取引である。

第一に、係争を早く終わらせたいという時間的切迫が、買

収対象の経済価値評価に優先した。

第二に、純資産がマイナスである S&W について、買収前に残工事費、運転資本、偶発債務を検証しなかった。

第三に、S&W を取得すると同時に、工事費超過を WHC が負担する固定価格契約を更新した。その結果、S&W 内部に潜んでいた損失だけでなく、将来のコスト増加まで WHC に集中した。

第四に、志賀とロデリックに情報と判断が集中し、室町、平田、綱川から東芝本社側が十分な牽制・監督を行えなかった。

したがって、この M&A は、「ゼロ円で企業を取得した取引」ではない。実質的には、価格を算定できないほど傷んだ事業と、上限を把握できない将来債務を、係争解決と引き換えに一括して引き受けた取引であった。

大鹿が描く最大の問題は、東芝が S&W の価値を誤って評価したことだけではない。価値を評価するための調査を完了しないまま取得し、取得後に損失を調べ、その調査で不都合な数字が出ると再び数字を小さくしようとしたことである。これは、東芝の不正会計を生んだ「都合の悪い予測誤差を遮断する組織」が、WHC においても再現された事例である。

8. 改めて「法人の感性」論

本稿は一貫して自然人たる、法人の最終裁量権者の感性（≡情報処理）が「法人の感性」を形成するという仮説を維持している。その対抗軸は法人のコンピュータ「ERP+AI」であって擬似脳を位置付けた。そしてその相克が重要であるとした。

CB&I・S&W「ゼロ円」事件の当事者（最終裁量権者の室町および部下の志賀）は社外取締役会（小林委員会）で選任された。社外取締役会が CB&I・S&W 事件を促進させ、東芝の崩壊をはやめた。つまり牽制機能ははたしていない。当事者が最終裁量権者に至る権力獲得競争が不足していたことを意味する。

「法人の感性」には、法人の擬似脳が否定しない（＝法人の存続を前提にした）範囲（＝公理）での、権力獲得競争が不可欠であるらしい……。

法人の擬似脳が否定しないという条件の具体的基準は、決算期を作成される事業計画（各予算として部門・現場の標準的行動基準）にある。その集約が「資金計画表」である。①必要に応じて中長期の資金収支（大いに外れることを前提に）、②ERP を通じ日々の実績が入力され予実対比を履行、③tail-risk 事案に関するリスク要因の探求と ERP への反映などを内容とする表である。

最終裁量権者 1 名は、公理を充たす範囲（資金枯渇がない）で、この表の任意定数、リスク事項、前提になった確率分布などを決定する。その決定内容が「法人の感性」の根源になる。

上場会社の平均像では法人は存続している。「法人の感性」が問われても、法人独自の感性で差別的感性訴求事業が成立するとか、美談としてあるいは経営史学的に「社風」を語る程度で済む。東芝の事例は稀である。ただしときどき起きる。ゆえに「法人の感性」が問われる。

とりあえずの本稿での稿者のまとめである。

連絡先：おおたに biz88win@gmail.com