

M&A 関連領域専門用語解釈集〔 I 〕

小野崎 恒夫

企業の外部成長戦略として我が国にも定着した感のある M&A (Mergers & Acquisition: 合併・企業買収) については、様々な専門用語が使用されている。

本稿においては、経営戦略、経営財務の視点に立脚して、用語の整理を行うことを主眼とする。必要最低限と考えられる用語について、理論と実務の両面から解釈を試み、現実を把握する一助となることをも期待するものである。以下のように、原則として英語(米語)のアルファベット順に、整理している。

この領域は、1980年代から多くの学者が研究を進め、株式市場と企業財務の視点からは、研究し尽くされているといっても過言ではない。今日では、企業の社会的責任ないしは企業倫理といった観点から、経営学、経済学は言うに及ばず、社会学、心理学、工学、数学等の用語も多様されている。本稿では、紙幅の都合で、M&A 戦略の中核となる用語にのみ注目し、追って、別稿によって追加補完の上、完成に近付けることを視野に入れている。

* * *

Arbitrage (アービトラージ: さや取引、裁定取引)

キャピタル・ゲインを狙って、株価の裁定取引を行うことをいう。さや取り業者 (Arbitrager) は、情報を駆使して株価の高下する中で利益を上げていく。M&A がらみの案件は、彼等の最も大きな収益源となることが多い。グリーンメイラーの活動と大差はないが、基本的な差異は、M&A 取引の当事者になることを第一義としていないという点にある。インサイダー取引に関与していると見られがちであり、事実、かつての I. ボウスキー氏の事件に見られるように、全てのさや取り業者に疑惑の目が向けられている。

Insider Trading, Greenmailer の項を参照。

Acquisition (アクイジション：企業買収)

いわゆる企業買収をさして言う。内容的には、資産買収及び株式取得の二つの形態が考えられる。Merger (合併) と共に、一括して、M&A 活動として捉えられる。

成長を企図する企業にとっては、M&A の戦略は外部成長の重要な意思決定となる。企業そのものを買収して支配権を握るか、一部の資産を買収するかのいずれかを意味する。

Corporate Growth, Merger, M&A, TOB 等の項を参照。

Bear Hug (ベア・ハッグ)

ターゲット企業に対して、買収条件を提示し、それに応じない場合には、TOB を掛けるという脅しの行為を総称して言う。文字通り「羽交い締め」にして降参させることを意味する。敵対的買収 (Hostile Takeover) の場合に、強硬な買収者の最終的な戦略となる。

Chinese Paper/Money (チャイニーズ・ペーパー／チャイニーズ・マネー)

信用のない資金、ないしは証券類を総称して言う。価値の不安定な証券類であって、将来の価値が下がることが予見されているにもかかわらず、将来も価値がある、あるいは価値が上がるように見せかけられているもの。M&A 取引の対価として交付される株式を始めとする証券類で、明確な裏づけのないものについて、こう呼ばれることがある。コングロマリット全盛時代に、対価を現金でなく、証券類の交付にしたものの中に過大評価のものが多くあったとされ、この言葉が流行したことがある。

Crown Jewel (クラウン・ジュエル)

文字通り、宝石をちりばめた王冠を意味し、競合他社から羨望の目で見られている魅力ある事業などをさして言う。買収者が何をクラウン・ジュエルと考えているかによって、買収の戦略も異なることになる。単なる資産買収で済む場合もあるが、支配するに足る株式を取得した後に、不要と考えられる事業を切り捨てる、ないしは組織再編成によって株価の向上を目指すことも行われるので、ターゲットの防衛策も多岐にわたることになる。

Scorched Earth (焦土法) の項を参照。

Corporate Governance (コーポレート・ガバナンス：企業支配)

ターゲットの株式を取得することによって、ターゲットの経営に関与することになる。ターゲットの発行済み株式総数に対して、どの程度の株数を保有するかによって、ターゲットに対する係わり方が変わるようになる。株式を形式的に持合ような資本提携から、発行済み株式の100%を支配するものまで、何段階かの形態がある。支配の程度から次の

ように考えられる。

ターゲットの発行済み株式を、

- 1%取得する 株主総会における議案の提案権を持つ。
- 3%取得する 株主総会における議案の発議権を持つ。
- 20%取得する 連結決算の対象となる。
- 50%取得する 対等な関係で経営を担う。

*20%~50%の持株比率によるものを、一般に関連会社 (Affiliate Company) という。

- 100%取得する 完全に経営支配権を持つ。

*50%を越えた持株比率によるものを、子会社という。

*ターゲットを、100%所有子会社として経営するか、ないしは合併するかについては、シナジーを考慮した高度な戦略策定となる。

直接的に株式を保有しなくとも、ターゲットと合弁 (Joint Venture) を形成することによっても、同様な効果を享受することができる。状況に応じた戦略策定が必要となる。

Acquisition, Merger, M&A 等の項を参照。

Corpotate Growth (コーポレート・グロース：企業成長)

企業の成長については、企業内部の経営資源に頼った内部成長と企業外部の要因に頼った外部成長とに分けて考えることができる。M&A に関しては、外部成長の典型とされる。成長の概念については、明確な既定は成されていない。一般には、売上高ないしは利益の増大をもって成長と考えられるが、額ではなく、率としての増大をその尺度として使うことが通常であろう。組織として大きくなったとしても、利益率が低下してしまえば、成長とは言えないという説がある。ケース・バイ・ケースの判定ということになる。

Divestiture (ディベスチャー：事業分割)

1980年代後半以降の M&A 活動の特徴の一つとして上げられるものに、事業分割がある。1960年代後半から1970年代に掛けてのコングロマリットの活動に見られるように、それまでの M&A 活動は、成長性の望めるものであれば、何でも取り込んで行くという指向をもっていた。当時取り込まれた事業について、管理上の負担や、財務上の負担が出始めてきていたことも事実である。単に業績不振のものを切り離すということではなく、まだ十分に収益性があるが、負担を感じ始めてきた事業について、他へ売却し、本来の中核事業に注力しようという傾向が、事業分割の現れといえる。

分割される事業の買収者は、その事業を買い取って、自らの事業を補強しようという場合が通常の例であり、事業分割する側の、身軽になって中核事業に注力しようとする

態度と相まって、産業の再編成の一助ともなっているといえる。すなわち、得意分野で強みを発揮し、棲み分けの戦略を指向していることになる。

Leveraged Buyout, Unit Management Buyout の項を参照。

Fair Price Measure (フェア・プライス・メジャー：公正価格条項)

敵対的な TOB に対する防御策の一つ。敵対的な TOB の場合には、通常、二段階買収 (Two Tier Bid) という手段が取られる。買収コストを少しでも低く押さえるために、まず最初に経営支配権を取得するに足る株数を対象として TOB を掛け、残存株式に対して第二次の TOB を掛けて、全株式を取得した後に合併を完了しようとするものが、二段階買収である。経営支配権を得るに足る株数とは、株主総会で合併決議を行うのに必要な議決権に見合う株数のことである。第二次の TOB の対象とされる株数は、必ずしも残存する全ての株式の必要はなく、ショート・フォーム・マージャー (short form merger：略式合併) が認められる場合には、第二次の TOB を終了した時点で、発行済全株式の90%ないしは95%株式が取得されていればよいとされている。略式合併を認められる持株比率については、米国の各州法によって異なる。

第二次の TOB の買付条件は、当初のものよりは悪いことが当然予想され、最初に TOB に応ずることが、暗黙のうちに強要されることになる。そうなると、TOB に応じるものが多くなるのが期待されるので、早期に買収が完了することになる。こうした背景で TOB が進行することを回避するために、公正価格条項が規定されることになる。これは、第二次の TOB の対象となる株式についても、第一次と同じ条件でなければフェアしないことを規定するものである。公正価格条項があることによって、第二次の TOB の実現を困難にするばかりでなく、TOB を掛けること自体を躊躇させることになり、買収に対する防御策となる。

TOB, Two Tier Bid, Short Form Merger の項を参照。

Going Private (ゴーイング・プライベート：株式非公開会社化)

いかなる企業も、市場に株式を公開しようとするに問わず、企業買収の対象となり得ることに変わりはない。しかし、株式が市場に公開されていない場合には、ある日突然に TOB を掛けられると言ったようなリスクはない。プロクシー・コンテストや TOB の渦中におかれるターゲット企業は、株式を公開しているが故に、特異な状況におかれているということが出来る。買収の対象となって混乱させられることを避ける端的な方策として、株式を非公開にしてしまうという手段が取られることがある。これを、ゴーイング・プライベートと称する。

株式を非公開にすれば、通常は、株式譲渡制限条項によって守られることになり、何らかの形で友好的に株式を取得される場合以外には、買収も合併も起こらないことにな

る。敵対的な M&A 活動にさらされることは、原則としてあり得ないのである。

株式を公開して不特定多数の株主から資金調達することを指向するゴーイング・パブリック (Going Public: 株式公開会社化) とは逆行するが、1980年代以降の第4次 M&A 展開期と言われた状況の中で、ゴーイング・プライベートが増加した。

Golden Parachute (ゴールデン・パラシュート)

TOB を掛けられて買収されてしまった企業の、経営者の身分保証を目的とした方策を総称するもの。ターゲット企業は、何らかの意味で、株式の評価が低下している状況にある。通常、市場価格が簿価を20%~30%割り込んだ水準になってしまっていることが知られている。その原因については、当然のことながら、経営者の責任に帰するものとされる。したがって、ターゲットの経営者は、常に解雇されるかもしれないというリスクにさらされていることになる。買収後に経営に関する資質を疑われて解雇されることを恐れ、多額の報酬とか、その他の権利を、セーフ・ランディングのためのパラシュートに見立てた表現がこれである。会社との雇用契約の中にゴールデン・パラシュートの規定を設けておくことは、直接的に経営者の身分を保証することになると同時に、買収コストを大きく引き上げることにもなるために、買収に対する防御策としても有効である。

買収後の企業の経営をどうするかという問題を解決するためには、ビッドを掛ける段階ですでに買収後の経営陣についての構想のアウトラインが存在する。短期の業績およびそれを反映している株価の動きによって、経営に関わる能力や資質を評価されがちな米国の経営者にとっては、M&A 活動のターゲットにされること自体、不名誉なことであり、過小評価の株価はまさに経営能力の無さを証明するものと見なされることになる。その結果、買収された後もそのまま会社に留まる可能性は皆無だということが予想される。したがって、買収の対象とされることが予想される企業の経営者としては、当然、ゴールデン・パラシュートの規定をもっていなければ安全とは言えないのである。

買収による辞任を想定して、任期未了で解任される場合には、一定の期間 (例えば5年間) の間は、報酬、ボーナス、その他役員に与えられるストック・オプションなどを従来通り受け取る権利を保証し、M&A 取引終了後の新社にその契約が継承されるといったものが、ゴールデン・パラシュートの典型である。

Takeover Bid/TOB の項を参照。

Greenmailer (グリーンメイラー)

ターゲット企業の経営陣を脅かし、テイクオーバーの試みを放棄する代償として、株をプレミアム付きで買い戻させる乗っ取り屋を総称している。脅迫状を意味するブラックメールをもじったもので、緑色のドル紙幣 (即ち、カネ) を直接的に連想させると

ころからグリーンマイルと言い、グリーンマイルを操る人間たちをグリーンメイラーと呼んだものである。

代表的な者は、T. ブーン・ピケンズ (T. Boone Pickens)、カール・アイカーン (Carl Icahn)、ジェームス・ゴールドスミス (James Goldsmith)、ソール・スタインバーグ (Saul Steinberg)、テッド・ターナー (Ted Turner)、バス兄弟 (Bass Bros.) などを上げることができる。

Junk Bond、LBO の項を参照。

Junk Bond (ジャンク・ボンド)

グリーンメイラーが活発に活動する資金的背景として注目されてきた、投資不適格債券を総称して言う。ジャンクとは、文字通り「屑」という意味であり、ジャンク・ボンドとは、まさに取引の対象にもならない紙屑同然の債券を意味したものである。格付 (rating) で言うと、ムーディー社の格付で Baa 以下、スタンダード&プアー社の格付で BBB 以下のものがこれに相当すると言われる。

元々は、ブルーチップスと言われる投資適格の優良ボンドが、何らかの理由で格下げになったものをさしていていたものであるが、1980年代以降の M&A がらみの資金調達のためのジャンク・ボンドは、始めから投資不適格か格付の低いもの、ないしは格付のないものまでが取引の対象となっている。これは、グリーンメイラーの活動と深く関わった背景があるからであり、M&A 活動の申し子とも言える。いわゆるハイリスク・ハイリターン債券である。

ジャンク・ボンドをグリーンメイラーの資金源として活用することを開発したのは、投資銀行 (Investment Bank: 証券会社) のドレクセル・バーナム・ランベール社であった。その後、ジャンク・ボンド市場が、新たな収益源を求める各投資銀行の大きな活躍の場となったことは周知であろう。そもそもグリーンメイラーの行動は、グリーンマイルが功を奏することになれば、そのままキャピタル・ゲインを得ることになる。TOB の状況になれば、確率的にも成功する可能性が高い。仮に買収に成功してターゲットの経営に携わることになったとしても、株価を回復した後に市場で株式を再売却して利益を上げることが予見される。すなわち、どのような状況になっても、収益性の高いものであると見られる。したがって、投資不適格の格付であったとしても、資金使途がグリーンメイラーが行う買収資金源であるということであれば、格付とは裏腹に、安全性の高いものということができ、それだけ市場性が出てくることになるのである。

因みに、ペンシルベニア大学ウォートン・スクールの行った調査では、1980年から1984年半ばまでの期間で、AAA 格のボンドの年平均収益が7.2%であったのに比べ、ジャンク・ボンドは、13.5%というほぼ2倍の収益を上げていたという結果が出ている。又、デフォルト率については、モルガン・スタンレー社とニューヨーク大学との調査により、

1974年から1984年の期間で、実質1%とされている。但し、この時の全ボンド平均のデフォルト率は、0.08%であった。このデータは若干古いものであることは否めないが、個々のベンチャー・キャピタルの最近の目論見書の実績から見る限り、年率30%以上の利益と1%以下のデフォルトが当然の如く表示されているのが、実情である。米国の場合、我が国とは状況を異にする。

Greenmailer の項を参照。

Insider Trading (インサイダー・トレーディング：インサイダー取引)

企業内部の者、あるいは証券の売買に直接携わっており情報を容易に入手可能な者等 (insider) が、公開の対象にならない情報を漏洩することによって、特定の投資家に株式売買による不当な利益をもたらすことをいう。仮装売買、相場操縦と言った概念に相当する。

的確な情報を入手して、ターゲットの正しい評価をしなければならない M&A 活動には、インサイダー取引が付き物であり、グリーンメイラーや鞆取り業者の行動の裏には、何らかのインサイダー取引があったものと見られがちである。1986年11月に SEC (Securities Exchange Committee：証券取引委員会) の摘発を受けた、鞆取り業者のアイバン・ボウスキー氏 (Ivan Boesky) の事件がある。インサイダー取引によって、不当な利益を上げたとして、1億ドルの罰金を命ぜられている。このケースでは、トレードが行われ、ボウスキー氏は、刑事訴追を免れている。我が国商法にいう「風説の流布」もこれに相当する。インサイダー情報に基づく株価操作であり、インサイダー取引にあたる。

Greenmailer の項を参照。

Leveraged Buyout / LBO (レバレッジド・バイアウト)

手元資金の少ない買収者が、少資本、多額負債によって、買収を行う形態をいう。ゴーイング・プライベートないしはマネジメント・バイアウトの際に典型的に使われるものである。

基本的には、自己資本比率の低い、すなわちレバレッジの高い状況を創出し、借入金とその支払利息に関わる税控除を生かした節税効果 (米国の場合) によって、将来のキャッシュ・フローを潤沢にして、資本金が少ないながらも、買収後の新社の資金負担を軽くして業績を上げるということを背景としている。低金利の時代の流れに乗って、もてはやされている買収方法である。かつては「靴ひも融資」(shoe belt loan) と言われたものであり、約50年の歴史を持つ買収手段である。従業員持株会による買収計画 (ESOP) に使われ、注目を集めるほど大きな取引量になってきたのは、1980年代に至ってからのことである。出資者および融資者を斡旋する投資銀行 (Investment Bank：証

券会社)にとっても大きな収益源となっており、LBOの市場が大きくなってきたことについては、投資銀行の活発な活動が貢献したことは否めない。

ターゲットの資産を担保設定することによって、買収資金を調達するものといえる。長期借入が自己資本の2倍を越えたものについて、LBOといわれる。実態としては、7～8倍のものが多くとされている。買収後の新社のキャッシュ・フローの潤沢さが、M&Aの成否を左右することになる。LBOのために創られる枠組は、シェル・カンパニーに代表される。

Shell Companyの項を参照。

Lock-up Option (ロック・アップ・オプション)

敵対的な買収 (hostile takeover) に対して、ホワイト・ナイトの活躍を期待する場合、ホワイト・ナイトに対して与えられるインセンティブをさして言う。将来のいつの時点にかにおいて、M&Aのターゲットにされる虞がある場合、その時点で、ホワイト・ナイトとして行為してもらうことを想定して、事前にある一定の権利を与えておくというものである。一定の権利とは、工場設備、特許権等の特定の資産について、一定の条件で買い取る権利を与える、ないしは、一定の条件で株式取得権を与えるとといったようなものが一般的なものである。

White Knightの項を参照。

M&A/Mergers & Acquisitions (エム・アンド・エイ/マ-ジャ-ス・アンド・アクイジションズ：合併・企業買収)

企業成長の手段として、欧米においては盛んに使われるものである。商品の如く企業を売買するということは、「乗っ取り」というイメージにつながるものとして、我が国では積極的には取り上げようとされなかったものである。近年にいたって、我が国にも本格的なM&Aの時代が到来したといえる。

Merger (合併) と Acquisition (買収) とは、厳密には概念を異にするが、一般には、M&A活動として、一連の行為の連係として捉えられる。合併の前提としては、株式取得がなければならないが、買収後も独立企業として存続させることも可能であり、M&A活動の結果が全て合併である、というわけではない。

M&A活動を分類すると、次の三つの形態に別れる。

水平型統合——horizontal integration

垂直型統合——vertical integration

コングロマリット——conglomerate

米国のM&A活動の歴史を辿ると、今世紀初頭には、同一産業分野の整理統合が行われた水平型の時代があり、1920年代には、独占禁止法の影響もあって、物の流れ、企業の

機能に即した垂直型の時代があり、第2次世界大戦を挟んで、1960年代に全盛期を迎えたコングロマリットの時代へとつながる。1980年代以降の現代は、第4次のM&A活動展開期として、企業結婚の時代と称されている。

現代のM&A活動の特徴は、1980年代における、あらゆる方面での規制緩和政策と、マネー・ゲームと言われる状況を呈していた資金余剰の経済的背景とに負うところが大きく、その後のいわゆるバブル崩壊に伴う、産業の再編成(restructuring)を展開する起動力となっているといえる。

Corporate Growthの項を参照。

Merger (マージャー：合併)

いわゆる吸収合併をさして言う。Mergers & Acquisitions (M&A)として企業買収(資産買収、株式取得)と切り離せない経営活動となっている。法的には、吸収合併と新設合併とが認められるが、手続上は吸収合併の方が煩雑でないため、どちらかを便宜上の存続会社として、吸収合併とすることが多い。新設合併では、存続会社は存在せず、両社が消滅して、新社が設立される。商法(Commercial Code)に従った手続論の問題であり、経営上は、単に合併(Merger)として捉えることのほうが一般的であろう。当然、商号変更の問題は、経営戦略としての合併とは次元を異にする。

例：我が国の戦後の大型合併の一つとして、新日本製鉄をあげることができる。

新日本製鉄(株)は、八幡製鉄(株)と富士製鉄(株)との1：1による対等合併であったが、八幡を存続会社とし、富士を吸収した形を採っている。合併後に商号を新日本製鉄と変更したものである。

実態としては、当該二社が消滅して、新社が発足したことになる。

M&Aの項を参照。

Pac-Man Defense (パックマン・ディフェンス)

かつて我が国で、1970年代末から1980年代初に大流行となったテレビゲームの「パックマン」から名付けられた買収防御策。攻撃された場合に、逆襲して相手を食い潰してしまうというもの。買収にかかってきた企業を、逆に買収してしまう状況を総称している。積極的な買収防御策である。

初めてパックマン・ディフェンスの言葉が使われたのは、1982年のベンディックス社の例であるとされている。1982年に、ベンディックス社がマーチン・マリエッタ社を買収することを企図した。マーチン・マリエッタ社は、あくまでもベンディックス社による買収に対抗し、ベンディックス社の株式を買い集め、両社の抗争は翌年にまで及んだのである。最終的には、第三者として登場したアライド社が、マーチン・マリエッタ社と手を組んでベンディックス社の買収に回り、アライド社がベンディックス社を買収し

て決着を見ている。

Poison Pill (ポイズン・ピル：劇薬法)

企業買収に対する防衛（防御）戦略の一つ。買収に成功した場合には、買収者にとって、買収コストが非常に高くつくこと承知させ、買収者に買収を断念させようとする手段の一つ。買収コストが高くつくということは、買収することによって、不利益を被ることになることを意味する。そうした結果を招来することになるものには、多種多様な方策が考えられるが、それらを総称してポイズン・ピルという。

M&Aのターゲットとされる可能性のある企業が、ある特定の権利を既存の株主に与えておくという戦略が典型的なものである。M&A活動の結果として合併した（買収した）場合、ターゲットの株主がその特定の権利を行使することによる負担が買収者に発生することとなるので、買収コストの一部として考えざるを得なくなるものである。

1985年のマクドナルド社の例がある。マクドナルド社がフィリップ・モーリス社に買収されそうになったときに採ったポイズン・ピルは、既存株主に対して、M&Aによって合併というような事態が発生した場合には、合併後新株を時価の50%で取得する権利を有する新株引受権を配当として与えるというものであった。

この例のように、合併後に合併前のターゲット企業の既存株主の権利が一段と高いものになる場合には、買収会社側の株主が被る不利益が大きいため、買収会社側の株式の評価が低下することが予想され、買収行為自体が買収会社の株主の反対にあって実行不可能となることが容易に理解できる。

Proxy Contest (プロクシー・コンテスト：委任状争奪戦)

買収者側としては、友好的な買収申込 (proposal) を試みても、その申込を拒否されることは十分にあり得る。その場合、買収に応ずることを決議させるために、株主総会の決議を得て、取締役を送り込もうとする方策が考えられる。株主総会の決議を得るためには、議決に関する委任を受けることが必要であり、買収に応じない会社側と、買収したい買収者の側との両陣営による委任状争奪が起こる。この状態を称して、プロクシー・コンテストという。株主総会に出席して、直接、積極的な意思表示を行なう一般株主がほとんど皆無に近いという、いわゆる大企業の現状を反映している。

TOBの項を参照。

Raider (レイダー：乗っ取り屋)

グリーンメイラーを含む、広い意味での乗っ取り屋をいう。狭義には、グリーンメイラーと同義語として使われることもある。

Arbitrager, Greenmailerの項を参照。

Recapitalization Technique (リキャピタライゼーション)

買収に対する防御策の一つ。増資することによって、自己資本の増加を図り、買収対象となる株式総数を増やし、買収を困難にするというもの。ターゲットとしては、財務内容を改善することによって、株価の評価を高くすることが可能である。

したがって、買収者にとっては買収コストが高くつくことになり、限られた資金による買収は、必然的に躊躇せざるを得ないことになる。

Scorched Earth (スコーチト・アース：焦土法)

買収者が、ターゲットとして価値があると期待したもの、換言すると、買収者が最も欲しいと狙いを定めている事業（事業部、子会社、工場、特許等々）について、買収のターゲットとされた企業が、自らその対象物を第三者に売却してしまい、もはや買収の対象としては魅力のないものにしてしまうことによって、M&A活動の渦中から逃れようとする方策である。魅力のあるものを売却してしまった後は、あたかも爆撃の後の焦土のように、買収者にとっては魅力のないものである、ということから名付けられたものである。

通常、ターゲットとされるものは、クラウン・ジュエル (crown jewel：宝石をちりばめた王冠) と言われる。目覚ましい業績の魅力ある事業であったり、特定の資産であったり、将来有望な新製品であったり、又その研究開発の技術そのものであったりすることが一般的である。したがって、そのクラウン・ジュエルを売却してしまった後のターゲット企業は、当然のこととして、もはや買収のターゲットとは成り得ないわけである。買収に対する防衛策としては、むしろ自虐的なものといえる。

Crown Jewel, Lock Up Option の項を参照。

Shark Repellent (シャーク・リペレント：サメ撃退法)

M&A活動の渦中に巻き込まれることが予想される場合に、買収のターゲットになるリスクを回避するために、事前に定款変更を行い、経営支配権の獲得を困難にしておく防御策。

人食い鯨に対して、防御網を張り巡らすことから想起された名称である。典型的なシャーク・リペレントとしては、定款の中にスーパーマジョリティー条項を織り込んで、合併の承認には株主総会の75%以上の承認を要する、としているものがある。

Supermajority Provision, Super Stock の項を参照。

Shell Company (シェル・カンパニー：貝殻会社)

グリーンメイラーがジャンク・ボンドを発行する際に、ダミーとして組成する会社をいう。実態の何もない会社であることから、からっぽの貝殻に喩えられる。

Junk Bond および Greenmailer の項を参照。

Short Form Merger (ショート・フォーム・マージャー：略式合併)

買収の対象となった全株式を買収した後に、合併という行為が起こることになるが、極めて少数の株式については、買収が完了していなくても、合併ができるというもの。米国の各州法によって規定が異なり、発行済全株式の90%、ないしは95%といったように規定された株数が取得されていれば、合併が可能になる。

Fair Price Measure の項を参照。

Staggerd Board (スタッガード・ボード：役員組み分け選任制)

取締役が、一時期に全員同時に改選になることは、買収を想定した場合には、非常に危険なこととされている。好ましくない役員が送り込まれることによって、早期に買収が実現してしまう可能性が出てくるからである。そうした自体を回避するために取られる方策が、このスタッガード・ボードである。

毎年、取締役の定員の何分の一かずつ改選されていくように、組分けした任期の改選を定款上に規定する。通常の場合は、全取締役数を二分の一から四分の一程度に均等分割して、順次改選されていく方式が取られる。こうすることによって、M&A 活動によって経営支配権が一時に転化されることを回避することが可能になる。いずれは全員改選されることになるわけであるが、経営支配権（取締役会決議の支配）を掌握するまでには何年かの時間を要することになり、長期的な計画を持たなければ、M&A を実施することができないことになる。したがって、買収者の意思決定を鈍らせる効果があるとされている。

ニューヨーク証券取引所 (NYSE) の規定では、NYSE に株式を公開している企業は、取締役の組分け改選を毎年三分の一までと規定されており、これを受けて、一般的には、三種類の任期のある取締役によって取締役会が構成されていることが多い。

Supermajority Provision (スーパーマジョリティー・プロビジョン：超大多数条項)

企業（株式会社）の将来を決する意思決定は、最終的には株主総会によってなされることは周知である。

この条項は、株主総会における特定の事案について、決議しにくくしてしまう性格を有する。株主総会の決議に際して、取締役の選任、M&A がらみの事案、その他の重要な案件については、通常の決議事項が過半数決議であるにも関わらず、通常の案件よりも多くの賛成を得なければ決議できないように定款に規定される条項。

買収されるとか、合併されるといったことに承認を与える事案については、80%以上の賛成を得て初めて承認されるというような規定も珍しくない。

Super Stock の項を参照。

Super Stock (スーパー・ストック)

我が国においては、株式の持合による安定株主工作がしばしば行われる。安定株主による持株比率の向上を期待できない米国においては、経営陣ないしは経営陣に好意的なグループに対して、株主総会での承認の下に、他の株主よりも有利な議決権のある株式を発行し、保有してもらう方策が採られる。敵対的な買収を困難にする方策である。

普通株式については、通常、1株について1議決権が付される。スーパー・ストックの場合には、無配当株式（ないしは劣後株式）とするなどの条件を付すことによって、例えば、1株100議決権の株式として発行される。株数に比して、大量の議決権を有することによって、株主総会の議決を有利に導くことができるので、買収に対する防御策として使われる。したがって、スーパー・ストックを発行している企業に対する買収は、躊躇せざるを得ないことになる。

Supermajority Provision の項を参照。

Tender Offer (テンダー・オファー：株式公開買付)

Takeover Bid (TOB) の米国流のいい方。

Takeover Bid の項を参照。

Takeover Bid/TOB (テイクオーバー・ビッド／ティー・オー・ビー：株式公開買付)

株式を市場に公開している企業については、その株式は、必ず株式市場において売買されることになる。買収を目的として、株式市場で株式を買い集めても、短期間のうちに、期待水準を満足する株価で、大量の株式を買い集めることは、事実上不可能に近い。したがって、買収の意図を明確にし、株式市場外で株式を買い集めることを株式公開買付という。買付に際しては、価格、株数、買付の期間、支払の方法などについて、明確に公示し、売りに出る株主を募ることになる。

すなわち、不特定多数の株主に対して、

- 市場の外で、
- 一定の価格で、
- 一定数量の株式を
- 一定期間内に
- 買い集める申込を行う

ことを商法上に規定しているものである。

欧米においては、日常茶飯事のことであり、買収者による株式の売却を勧誘する広告と、売らないように説得する会社側の広告とが、連日のように新聞紙上を賑わせること

も珍しくない。

TOB の手段に出るということは、基本的には、敵対的な買収行為であると言える。キャピタル・ゲインを得ることを直接の目的とするグリーンメイラーによる TOB を別とすると、敵対的なものとして、かなりの攻防戦を覚悟の上で TOB を掛けるわけであり、周到な調査によって、現在の株価が過小評価（期待市価の30%~50%減、あるいは簿価の20%~30%減）されているものが、買収対象として選考される可能性が高い。したがって、TOB の成功率はかなり高いものになる。若干古いデータではあるが、米国における1974年から1985年までの実績では、競合ビッドの状態にならなかった TOB が622件あり、そのうち、成功したものが549件記録されており、88%の成功率となっている。競合ビッドになったものは、ホワイト・ナイトの登場による関係等もあり、成功率は、低い。同じ期間で、競合ビッドになった TOB は243件、成功は113件、成功率47%という結果が出ている。

TOB といういい方は、英国流のいい方であり、米国においては、テNDER・OFFER (Tender Offer) というように言われる。日本においては、TOB のほうがなじみ深く、一般には、TOB と言われている。

White Knight の項を参照。

Two Tier Bid (ツウ・ティア・ビッド：二段階買収)

二段階に分けて、TOB を掛けることをいう。最初の TOB で経営支配権を獲得し、次の TOB で全ての株式を取得して、合併することを狙うもの。二段階買収については、米国内全土について使える買収手段ではなく、各州法によって規定が異なる。

Fair Price Measure の項を参照。

Unit Management Buyout (ユニット・マネジメント・バイアウト：経営者バイアウト)

単に MBO (Management Buyout) とも言う。

事業分割に際して、分割される事業部なり、子会社の管理責任者である事業部長、ないしは子会社の社長が、自ら買収者となり、事業を継続する場合をいう。買収資金およびその買収システムの側面から考察すると、レバレッジド・バイアウトの形になる。MBO は、LBO の典型の一つである。

Leveraged Buyout/LBO の項を参照。

White Knight (ホワイト・ナイト：白馬の騎士)

ホワイト・ナイトとは、童話の世界の言葉から援用されたもの。窮状に迫られた美しい姫君を救い出す白馬の騎士を想起すればよい。ターゲット企業を姫に、ターゲットを

M&A から守る企業（個人）をホワイト・ナイトと見立てた表現。A社を買収しようとするB社に対して、A社はあくまでもそれに対抗しようとする場合、適当な対抗手段があればそれでよいが、往々にして、万策尽きてしまうことがある。そうした場合には出現を期待されるのが、ホワイト・ナイトである。やむを得ず、友好的な第三者であるC社に買収合戦に加わってもらい、競合ビッドの状況を創出し、最終的に、C社に買収してもらうということが行われる。この場合のC社が、まさにホワイト・ナイトなのである。

1985年のビックス社の例がある。ビックス社に対して敵対的なTOBを掛けたユニリーバ社に対して、最終的な買収者となったプロクター・アンド・ギャンブル社はホワイト・ナイトであった。

Lock-up Option の項を参照。

(未完)

註

本稿は、必要に迫られて解釈を加えていったものであり、辞書の体裁を整えることを目的の一つとしている。冒頭に述べたように、この領域の専門用語は、多岐にわたっており、日々、範囲が拡大している。追って、未整理分を検討に付す。諸兄諸姉のご意見をいただければ幸である。

尚、本稿は、拙訳『企業買収・売却戦略』同友館、1987年(Hopkins, Thomas H., “Mergers, Acquisitions and Devestitures”, Dow Jones-Irwin, 1983.) に付録として収蔵したM&A基本用語集を下敷きとし、加筆・修正の上、現状に見合う改定を行ったものをベースとしたものであることを注記する。

参考文献

- 1) “Webster’s New World Dictionary,” 3rd. Ed. 1994.
- 2) “American Heritage Dictionary,” 2nd. Ed. 1994.
- 3) “Random House Webster’s College Dictionary,” 1991.
- 4) Pessin, Allan H. & J. A. Ross, “Words of Wall Street,” Dow Jones-Irwin, 1983.
- 5) Wentworth, H. & S. B. Flexner, “Dictionary of American Slang,” Crowell, 1960.
- 6) Bannock, Graham & W. Manser, “International Dictionary of Finance,” Hutchinson, 1989.
- 7) Hays, Samuel L. III, “Wall Street and Regulation,” Harvard Business School Press, 1987.
- 8) Porter, Michael E., “Competition in Global Industries,” Harvard Business School Press, 1986.
- 9) Bhattacharya, S. & G. M. Constantinides, “The Theory of Valuation,” Rowman &

Littlefield Publishers, 1988.

- 10) McCann, Joseph E. & R. Gilkey, "Joining Forces," Prentice Hall, 1988.
- 11) Levi, M. D., "International Finance," McGraw-Hill, 1990.
- 12) 徳永善昭著『戦略経営管理論』白桃書房、1995年。
- 13) 村松司叙著『現代経営学総論』中央経済社、1991年。
- 14) 日本証券経済研究所編『現代企業評価論』日本証券経済研究所、1996年。
- 15) 石角完爾編著『国際企業ハンドブック』東洋経済、1987年。
- 16) 村松司叙著『合併・買収と企業評価』同文館、1987年。
- 17) 小野崎恒夫著『M&A 成長へのシナリオ』同友館、1989年。