

M&A 関連領域専門用語解釈集〔Ⅱ〕

小野崎 恒夫

本稿は、すでに発表した、M&A 関連領域専門用語解釈集〔1〕(流通経済大学社会学部論叢、第8巻第2号、1998年3月刊、pp. 81-96)に追加するものであり、グローバルに展開する企業のM&A活動の現状を鑑み、実際の取引交渉の現場からの要請に応えるように留意したものである。社会環境の変化の早さとその多様化ゆえに、M&A活動に必須とされる専門用語は、ますます多岐に渡る拡大を示している。紙幅の都合で、取り上げられなかった専門用語については、更に考察を加えて、別稿にて補完することを予定するものである。

* * *

Cash Merger 買収対価現金支払 (キャッシュ・マージャー)

買収対価の支払を、現金を交付することによって行うものをいう。買収対価の支払手段の一つ。

ターゲットの株主にとっては、買収対価の支払われ方は、買収価格の決定と同様に重要な意味をもつ。単なる投資家として、ターゲットがポートフォリオの一端を占めているだけのことであれば、M&Aのターゲットにされてしまうような株価水準のターゲットとは、何らかの形で早期に縁を切りたいはずであり、現金支払を好意的に受け入れることが多いとされる。若干の投資損を覚悟してでも、より有利な投資対象をポートフォリオに組み込めば済むと判断されるからにはほかならない。但し、買収後の期待利益に魅力を感じるようであれば、株式交換を望み、適当な時期に市場で売却して売買差益を得ることも選択肢となる。米国の例では、買収後にゴーイング・プライベート(株式非公開化)してしまうことが多く、市場における再上場まで時間を要することを覚悟しなければならぬケースが多く、早期にポートフォリオに貢献するとは考えにくいということも現金支払に応じる背景となっている。

創業者一族のように、ターゲットの事業そのものに執着をもっているような株主は、

現金支払いに応じるよりは、むしろ株式交換によって株主としての地位を残すことで、事業の将来を見つめたいというメンタルな要素も残る。

また、買収者にとっては、現金支払いに伴うキャッシュ・フローと資本コストのあり方を考慮せざるを得ないという問題があり、株式交換によって株主総会の支配権に好ましくない影響が出るかもしれないという可能性との比較によって、支払形態を決定しなければならないことになる。ターゲットの株主が現金支払を受けた場合の所得税の発生については、株式交換の項を参照願いたい。

* Share Exchange (Stock Exchange) の項参照

* Deal Structure の項参照

Cherry Picking チェリー・ピッキング

プロポーザルの後、買収の成否が確定するまでは、ターゲットは、他の買収者と交渉をしてはならないという条項が組み込まれる。これをアンチ・ソリシテーション条項 (Anti Solicitation Clause) という。すなわち、サクランボをつまみ食いするように、より良い条件を捜そうとするターゲットの行為を規制するものである。

又、ターゲットにとっては、デュー・ディリジェンスよりも先に進んだ段階で、買収者がプロポーザルを撤回するようなことになれば、ターゲットになるような水準の低い株価が形成されている理由について、かなり詳細に情報公開した状態で、放置されることになるわけであり、ターゲットにとっても買収者にチェリー・ピッカーになられては困るということになる。したがって、ターゲットは、買収者にとって協力的になる態度を取ることが想定されている。

人的な問題については相当にシビアであり、買収者がターゲットの従業員を引き抜くことを禁止したりする条項はよく見られ、買収者がターゲットの買収を断念したとしても、その後についても、従業員の引抜きを禁止することを謳い込むこともしばしば見られることである。

Covenants 保証条項 (コヴィナント)

買収契約締結後の事項について、買収者がターゲットに対して保証する条項となる。買収契約締結日と取引完了日 (クロージング・デート) とは、通常一致しないことが多い。なぜならば、通常、独禁法を初めとする法的手続きに時間を要することになるからである。1ヶ月前後程度から長ければ1年の期間を要すると思えばよい。また、関係当事者間の合意を取りつけるために、時間を要する場合もある。いずれにしろ、そうした時間のずれの間であっても、M&Aの過程が進んでいるわけであって、この間に売り手が自らの本来の事業活動以外の活動を行おうとする場合には、買収者の同意がなければならぬと規定するものである。すなわち、買収者の同意なしには、売り手は何も

できないということになる。

レップ&ワランティーは、過去及び現在についての売り手の保証であり、コヴィナントは、買収契約締結後の事項について、買収者が売り手に保証するものということができる。

さらには、クロージング後についても、一定の期間について、コヴィナントがある場合がある。ターゲットの事業が将来ともに存在し続けることを買収者が保証するものであり、買収者がターゲットの事業活動を疎外することはない、と保証するものである。買収後の一定期間について、ターゲットの事業と競合する事業分野には触手を動かさないとか、ターゲットの従業員を買収者側に引き抜いたりするようなことはしない、といった保証が行われることになる。

* Representation & Warranty の項参照

Data Room データ・ルーム（資料公開室）

企業内で、情報公開している部屋をいう。異業種交流会を自社内で行っているようなものであると考えればよい。情報公開することによって、何らかの形で、M&A のシード (seed) につながることを期待していることになる。この部屋への出入りは、原則自由であり、投資家に対するサービスという意味もあり、IR (Investors' Relations) の一形態と考えることもできる。

データ・ルームについては、その性格から、次の様な呼び方がある。まず第一に、ウォー・ルーム (War Room) と言われる。公開情報に関して関心を示す者は、的確な評価を行い、一刻も早く行動を興すことが要求される。したがって、誰が勝つかの戦争状態になるという意味でそう呼ばれる。第二には、ピース・ルーム (Peace Room) とも呼ばれる。隠すこと無く情報公開し、話を行うことによって、将来の成長に寄与するようなシードを見い出すことを目的にしているのであって、基本的には、フレンドリーな M&A を想定していると考えられ、ギスギスしたウォーの状態ではなく、ピースの状態だということからそう呼ばれる。

また、ビッド (bid) の状態が発生する場合には、ビッダー (bidder) が入手可能な情報は、データ・ルームのものに限られ、コピーすらターゲットの許可を得なければならないことになる。

Deal Structure 買収取引形態（ディール・ストラクチャー）

買収の対象は何か？、買収対価支払方法は？、といった買収内容の構成をいう。すなわち、株式取得 (stock purchase) なのか、資産買収 (asset purchase) なのかによって、まず第一に大きく分かれることになる。買収の効果については、どちらも同じことである。

ターゲットの株式を取得することなく、クラウン・ジュエル (crown jewel) であるターゲットの資産のみを買収しようとする場合には、営業譲渡の形で、ターゲットから必要なものを切り取ることになる。また、株式取得の場合は、取引形態としては、ターゲットそのものの支配権を握って、ターゲットの経営を全うすることが企図されていることになる。どちらが好ましいかについてはそれぞれ長短があり、ケースによって慎重に検討された上で決定されることになる。

株式取得については、単純にいうならば、ターゲットの株主が交代するだけのことであり、単純で手続きも容易である。ただし、買収者は、ターゲットの会計上のオン・バランス (on balance) の問題についてもオフ・バランス (off balance) の問題についても、どちらについても包括的に、一切の有形無形の潜在的な問題をも含めて、すべてを自動的に引き継ぐことになるリスクを負うことを意味する。

資産買収の場合には、譲り受ける (譲渡される) 資産およびその資産に伴う負債について会計上特定することが可能であり、買収者にとっては、予期せぬ負債を継承するリスクを回避することができる。但し、権利義務関係を確定しなければならないために、手続きが煩雑となってしまう虞がある。通常、ターゲットの資産には、様々な契約事項が付帯しているものであり、それぞれの契約当事者に対して、契約を買収者に譲渡する契約の同意を得なければならないことはいうまでもない。また、ターゲットが買収資産に関して保有している許認可事項についても、継続して継承しなければならないわけで、その帰属について問題が複雑となる場合があることを認識しておかなければならないことになる。

ターゲットの株式取得については、株式交換 (Share Exchange/Stock Exchange) と現金支払 (Cash Merger) との組み合わせの問題ということになる。全額を株式交換で行う場合は、合併して新会社を形成するような場合に多い。また、全額を現金支払いとするような場合には、敵対的な買収 (hostile acquisition) によって、完全に支配権を握ってしまうような場合に多い。

資産買収されたターゲットの株主は、ターゲットが資産を売却したことによって発生する利益に対して法人税が課税され、その後の配当に対しても株主個人の所得税が課税されることが予想されるわけであって、資産買収に伴うメリットが減じる可能性があることを承知しておかなければならないことになる。

株式取得については、米国の統計数字の捉え方では、LBO (Leveraged Buyout) を想定した借入による対価支払という分類も行われる。概略的には、次の様になる。

現金支払い	買収 (その後の合併も有り得る)
株式交換	合併 (独立子会社として存続、JV の構成も含む)
組み合わせ	買収、合併
新会社の借入	LBO (ターゲットが担保提供する)

何れにしろ、買収者の余剰キャッシュ・フローの状況と支払いに充当する資金調達コストとの関係を吟味した上で、戦略的な要素を加味して、対価支払の形態が構成されていくことになる。その上で、ターゲットの株主との交渉を経て最終決定されることになる。

買収の形態を考えるに当たって、最終的に考慮しておかなければならない問題として、買収プレミアムの償却の問題が残る。株式取得の形態は、買収者の投資勘定に、プレミアムを含んだ買収価格総額が計上されることになるわけであるから、買収プレミアムの償却は起らないことになる。しかしながら、資産買収の場合には、プレミアムは、買収資産を市場価格にまで引き上げる分だけ配賦計上され、配賦残はグッドウィル（暖簾代：goodwill）として償却対象となり、節税（Tax Saving）効果を招来することになる。したがって、税務面にも十分に配慮をはらった戦略が必要となる。

* Share Exchange (Stock Exchange) の項参照

* Cash Merger の項参照

Due Diligence デュー・デイリジェンス（詳査）

買収者は、プロポーザルの段階では、ターゲット内における詳細な評価を知ることはできない。公表されている情報、何らかの形で得るインサイダー情報、そして市場における評価及び風説等を手がかりとして現状を評価し、将来の市場における期待利益を推定しなければならない。したがって、かなり曖昧な情報を下に、より確信的な評価をプロポーズしなければならないことになる。この段階で、かなりのボーナス・プライスになるようであれば、買収交渉がスムーズに進む可能性がある。しかしながら、買収者にとっては、好ましくないことになることは言うまでもない。したがって、買収者は、ターゲットの詳細な審査、評価を行う権利を留保し、実地に調査に入る権利を行使する。これを、デュー・デイリジェンス（詳査）と言う。

会計監査の状況を超え、いわゆる業務監査の内容を含むことになる。通常は、買収者、公認会計士、弁護士等が調査にはいる。ターゲットに対する質問票の作成などは弁護士が行うことになるが、M&A に慣れている買収者の場合には、コスト削減の意味で、自ら質問票を作ってしまうところであるが、第三者による評価を加えることによって、交渉における強い立場を保持することが可能となるメリットもある。

この結果、当初の期待利益を達成するには程遠い状況が把握された場合には、プロポーザルの撤回となり、当初の予想と多少の差異しかない場合には、修正を加えながら、クロージングに向かうことになる。

Engagement Letter 成功報酬契約（エンゲイジメント・レター）

M&A 活動は、仲介業者としてのインベストメント・バンクの存在を抜きにしては語れないであろう。

世界的に第4次M&A展開期（企業結婚の時代：corporate marriage）といわれた1980年代には、バブル経済を背景として巨額取引のM&Aが華々しく展開され、1960年代の第3次展開期と言われたコングロマリット（conglomerate）全盛時代を凌ぐ物があったことは周知であろう。当時主として活動していたインベストメント・バンクや名立たるファンド・マネジャーたちも、今日では、自らもがM&Aの波の中に飲み込まれ、業界全体が再編成されてしまっている感があることは否めない。しかしながら、インベストメント・バンクのM&Aに係わる収益体系には、当時から大きな変化はない。むしろ、取引金額が巨大化していることによって、大きな資金源としてM&Aの成功報酬（Success Fee）を無視できなくなっている。

M&Aの仲介に関わる契約がエンゲイジであり、その成功報酬について契約したものをエンゲイジメント・レターという。通常は、一般に公開されるものではないが、次の様な体系を採るのが一般的である。これをリーマン・フォーミュラ（Rehman Formula）という。米国のインベストメント・バンクに限らず、世界中でこれが踏襲されていると言ってよい。

M&Aの取引額に応じて、次の様に成功報酬を得る。

百万ドル以下の取引について	取引額の5%
次の百万ドルまでについて	取引額の4%
次の百万ドルまでについて	取引額の3%
次の百万ドルまでについて	取引額の2%
次の百万ドルまでについて	取引額の1%
それ以上について	取引額の一律1%

最近では、取引額があまりにも巨大になっていることとインベストメント・バンカーの競争が著しく烈しくなっていることを反映して、百万ドル単位のところを2百万ドル単位にした体系も使われている。新しい体系をニュー・リーマン・フォーミュラ（New Rehman Formula）という。

1億ドルを超えるような巨額取引等の場合には、必ずしも体系に従うのではなく、仲介業者との間での交渉によって決定することが多いとされている。

計算の根拠となる取引金額については、ターゲットの純資産額（Net Assets）とされることが少ない。ターゲットの買収については、負債を引き継ぐことを前提とするとは限っていないわけで、注意を要する。すなわち、

$$\begin{aligned}
 & \text{成功報酬の根拠となる取引金額} \\
 & = \text{ターゲットの純資産額 (net assets)} \\
 & = \text{自己資本 (equity) + 負債 (financial debts)} \\
 & \cong \text{実際の買収取引額}
 \end{aligned}$$

であり、実際の買収取引額よりも、成功報酬の計算根拠のほうが大きい場合が発生する

可能性が多いにあることとなる。しかしながら、これもまた交渉事項であり、当事者間の力関係によって、妥協点を見い出すことになる。

尚、日本の場合には、仲介業務といっても、買収者ないしは、ターゲットの権限を代理して機能するようなものよりも、いわゆる仲人のような結び付けの役割を果たすケースが多く、ゴー・ビトウィーン (go-between) といわれる。欧米のように、売買の双方にフィナンシャル・アドバイザー (financial adviser) が付いているというのが当然、ということでもないのが実情であろう。ゴー・ビトウィーンの場合には、売買当事者の双方から、買収に関わるフィーを取ることが珍しくない。

また、仲介業者の中には、ファインダー (finder) といわれる者も含まれる。彼等は、売り手や買い手に対して、適当な買収案件を紹介するに留まることが多いが、成功報酬は、フィナンシャル・アドバイザー (financial adviser) 並みに取ることも承知しておく必要がある。

Fairness Opinion 公正意見表明 (フェアネス・オピニオン)

買収価格の算定にあたって、価格の妥当性が問われることになる。過去の時系列データに基づいて、現状の株価に将来の期待利益を推定した価格としての妥当性があるか否かということになる。これは、買収者にとっても、被買収者にとっても大きな関心事であり、高く売ろうとする者と安く買おうとするものとの闘い合いとなる。通常の商取引と何等変わるところはない。問題は、将来をどう推定しているかということであり、将来価値を現在価値に引き戻した価値の評価ということになる。

株式が市場に公開されている企業の場合には、市場における評価が簿価の20~30%低い評価で取り引きされているような状況であれば、買収のターゲットにされても当然であると言われる。但し、買収者にとって魅力のある将来価値が推定されていることが前提となることは言うまでもなからう。

理論的には、買収者が推定する将来の期待利益 (ここでは株主持分利益率 ROE) と、買収価格に係わる資金調達コスト (ここでは資本コスト K_e) とのスプレッドで買収プレミアムの幅が特定されることになるが、実際にクロージングに向かう過程において、シビアなネゴシエーションが展開されることになる。

最終的な買収価格について、売り手にとって有利な価格になった場合、その価格をボーナス・プライス (bonus price) という。その一方で、買収者にとって有利な価格で決着した場合には、これをバーゲン・プライス (bargain price) という。どちらについても、それぞれの株主にとっては個別の利害があるわけであり、全てが満足であるという結果に落ち着くことは期待できない。したがって、最終的にクロージングに向かう段階で、買収価格についての公的判断に基づく意見を求めることがある。これは、売買双方の立場において、必要に応じて採られる手段であり、意思決定について拘束力をもつ

のではない。

買収者の株主には、ボーナス・プライスなのではないかという潜在的な疑問があり、同時に被買収側の株主にとっては、バーゲン・プライスなのではないかという潜在的な疑問がつきまとうことになるのは明らかであろう。デュー・ディリジェンスの段階で、公認会計士や弁護士による徹底した評価がなされているわけであり、会計上把握される理論値については、妥当性があるということが前提となる。理論値の上に、何らかの交渉があって、価格決定される過程について妥当性を求めようとするためには、評価に対する公的な意見を求めることが起こる。実際に調査し、意見を提示する者は、複数の弁護士、公認会計士、知見を持つ専門家のグループ等といった者ということになる。

意見を求める時点は、クローリング前とクローリング後の2回発生することになる。但しクローリング前のものは、デュー・ディリジェンスの延長線上に吸収されてしまうので、表だった問題とはならない。クローリング後のものは、株主が意思決定するための適切な情報を公開していなかったのではないかという観点から、株主の機会利益の喪失として株主代表訴訟の対象にも成り得る。

公正な価格は、好ましい買収者 (willing buyer) と好ましいターゲット (willing seller) との間で決まるものであり、市場の状況から判断しても公正妥当であるという第三者のお墨付きを得ることによって、株主や社外重役からの批判をかわそうという意図を持ったものといえることができる。

* Bonus Price の項参照

* Bargain Price の項参照

Finder ファインダー

ターゲットを見付け出すことから、ターゲットの評価、買収価格の設定、必要資金の調達まで、買収者の立場で行為するものを言う。Financial Adviser として位置付けられる者を言う。インベストメント・バンカー、ファンド・マネジャー、ベンチャー・キャピタリスト、公認会計士、弁護士等、M&A 活動の仲介業務に携わり、財務に強みを持つものが、この範疇にはいる。

* Engagement Letter の項参照

Indemnification 保証条項 (インデムニフィケーション)

売り手が保証条項に違反した場合に、買収者が被る損害について、売り手が補償することを規定する条項。

金額の問題と期間の問題について規定される。一般的には、保証総額に上限を設定するか、上限と下限の両方を設定することが行われる。上限を設定することをキャップという。帽子を被せて頭打ちにするという意味である。また上限と下限を設定するものは、

バスケットという。巾を設定することになる。当然、上限は、買収価格までということになる。期間については、通常であれば、5年ないしは10年ということが多い。市場の性格とか特定の条件によって、様々に異なることになる。

場合によっては、スーパー・ファンドの対象になっているような、環境関係の事項については、無期限かつ金額無制限といったようなケースも発生する。

* Representation & Warranty の項参照

* Covinants の項参照

Prospectus 目論見書 (プロスペクタス)

買収のプロポーザルを誘発するように、買収者に対して買収物件についての投資効率を説明した書面を意味する。オファリング・メモ (offering memo) ともいう。目論見書。

インベストメント・バンク、ないしはベンチャー・キャピタルのようなインベストメント・バンカーが投資家向けに発行する、投資案件に対する資金調達の概要を示した目論見書と同様に考えればよい。

通常は、二つのケースがある。買収者の要請にしたがって、ターゲットになり得る案件をインベストメント・バンカーが買収者に持ち込んだ場合。そして、買収者ないしは合併者を捜しているターゲットからの依頼で、インベストメント・バンカーが買収者に持ち込んだ場合。現実には、様々な流れの中で、交渉が進んでいくものであり、プロスペクタスが出される段階では、漠然とでも、ある程度の買収意思が確定しているものであり、ターゲットでも将来の M&A の流れについて見通しがあることになる。

インベストメント・バンクとしては、証券市場における手数料収入よりも、M&A 分野における成功報酬のほうがはるかに魅力のあるものであり、積極的に M&A 仲介業務に実績を上げていると言ってよい。

一般的な、投資家に対するプロスペクタスの概要は、次の様になる。(多数の投資家に対する投資信託の募集要件と考えればよい)

- (1) 投資対象 (通常は複数)
- (2) 投資金額=募集金額
- (3) 投資対象の期待利益
- (4) 上記 (3) を実現可能とする市場環境及びコンペティターの状況
- (5) 経営者の資質
- (6) リスクの認識
- (7) 利益配分の方法
- (8) マネジメント・フィー
- (9) ファンド・マネジャーの資質

(10) 過去の投資における実績

プロスペクタスは、十分に関心があると考えられる投資家にのみ配布されるものであり、通常は、シリーズ・ナンバーで管理され、内容についての守秘義務が課される。

特定の顧客について、特定の M&A に特化したプロスペクタスは、成功報酬に関するエンゲイジメント・レターを含むものとなる。

* Eengagement Letter の項参照

Representation and Warranty 保証条項 (レップ&ワランティー)

トランジション (事業継承) の内容として、過去のコミットメントについては、売り手が実施保証することをいう。特に地域社会に対する折り合いという視点から、重要な問題となる。買収者にとっては、ウェルカム・レターを取り付ける必要があり、したがって、地域社会との折り合いを考慮して、どの辺で妥協するかということになる。当然、買収プレミアムの評価にも影響する問題であり、将来の市場における競争優位を考慮した戦略の下でのトランジションの承認に関わるものであると言える。

基本的には、買収契約書 (LOI) の中に謳われている事項が正しいことを、買収者がターゲットに保証させるということに尽きる。すなわち、

- (1) ターゲットの存在は、適法であること。
 - (2) ターゲットの開示している財務諸表は、正確であること。
 - (3) ターゲットは、環境上の訴訟の当事者になっていないこと。
 - (4) ターゲットは、過去においても現在においても、一切の違法行為がないこと。
- を前提としていることになる。

又、一方で、LOI 後の事項について、売り手が買い手に保証することを、コヴィナント (covenants) という。

* Transision の項参照

* Welcome Letter の項参照

* Covinants の項参照

* Indemmification の項参照

Share Exchange (Stock Exchange) 株式交換

ここでは、文字通り『株式交換』を意味する。ターゲットの株主に対して、支払う対価の支払手段の一つ。

ターゲットは、買収されることによって、消滅してしまう (吸収合併) か、独立子会社として存続するか、合併されてしまう (新設合併) かについて、いくつかの将来の形態が考えられる。いずれの形態になるにしろ、ターゲットの株主には対価が支払われることになる。

キャッシュ・マージャー (cash merger) の場合は、全額現金支払となる。この場合は、支払が履行された時点で、ターゲットの株主とは無縁の関係となる。

株式交換の場合には、将来にわたっても関係が継続することになる。買収者が第3者割当の形で新株を交付してターゲットの株式と一定の交換比率で交換する場合と、合併新社の株式への交換の場合と考えられる。

問題は、株式の交換比率であり、いつの時点における株価を基準とするかが交渉の接点となる。プロポーザルの時点において、ある一定の線（直近期末の株価（終値）とか、一定期間の終値の平均株価等）について、買収者から提示されるのが通常であろう。クロージングまで待って最終的に決着させることもあるが、時間を経ることによって市場における評価が変動してしまうために、事前に決着させてしまうことが売買双方にとって好ましいことはいうまでもない。

株式交換のメリットは、買収者にとっては、買収資金を用意する必要がないこと、ターゲットの株主にとっては、買収されることによってターゲットの業績改善が期待でき、買収者が推定している期待利益の配分を享受することが可能になることにある。但し、買収後の ROE がどうなるかを慎重に考慮して、決定されなければならないことはいうまでもない。

ターゲットの株主のキャッシュフローについて考慮するならば、所得税支払の要があるか否かが大きな関心事の一つとなる。各国の税法によっても異なるが、株式交換は、等価交換であるとの判断から、取得した株式を売却して現金を得るまでは、課税対象とはならない。しかしながら、対価を現金で受け取った場合には、即、利益の実現として課税される可能性が出てくる。ストック・オプションの場合と同様に考えればよいであろう。一般的には、オプション権を行使して株式を取得しただけでは課税対象とは見なされないが、株式を処分した段階で、利益の実現を認識して課税されることになることと似ているわけである。

* Cash Merger の項参照

* Deal Structure の項参照

Sweetner 条件緩和（スイートナー）

M&A の現実の場面では、烈しく交渉されることが多い。買収者とターゲットとの間における条件交渉の過程において、ターゲットに対する条件を緩めていくことをいう。

買収価格に代表されるような定量的な問題から、人事や環境に対するような定性的な問題まで、様々な事項が交渉の対象になるわけであるが、条件を緩めるということによって、最終的にメリットを得るような戦術を採ることを意味する。

Tomb Stone 墓石広告 (ツーム・ストーン)

その形から連想して、墓石広告という。社債の発行引受に際して、アンダーライターの新シジケートが組まれることになる。そのリード・マネジャー (主幹事会社) になることは、インベストメント・バンクにとっては、業界における実力を示す良い機会となる。旨みの大きい収益源であると同時に、世界の名立たるインベストメント・バンクを従えて新シジケートを組むことによって、業界のリーダーであることを誇示することができるからに他ならない。その新シジケートの構成を一覧にした広告をさしているものが、本来の墓石広告であった。墓石に名前を刻んだ状態に酷似していることからそう呼ばれたものである。リード・マネジャーを筆頭に、下に行くほど小さな字となり、力関係が明確になる。正しくシンメトリーをとって、まさに墓石のごとく見えることに由来する。

この墓石広告の形態は、世界を震撼とさせるような M&A の仲介業務にいかにか携わってきたかという誇示のためにも使われるようになり、自社が関わってきた大きな M&A 案件をこれ見よがしに並べ立て、実績を称えるものとしても使われるようになった。誰もが分かるような M&A 案件をこんなにも沢山手掛けてきたのだという証左として、信用と実力に関わるイメージを高めることに寄与するものとされている。

Transition トランジション

事業継承の問題であり、買収取引における権利義務関係を明確にすることを意味する。デュー・ディリジェンスの結果、買収者にとっては、思いがけないものが発見されることもある。コンティンジェンシー・コストとして隠れているものや、単純に会計処理上の規準が異なるために見えなかったものなどがその主たるものとなる。これらについては、大方は技術的な問題として処理することが可能であるが、過去において、地域や顧客に対してコミットしているものがある場合には、これをどうするかということが、大きな課題となる。回りの地域社会 (community) といかに折り合うかという問題となる。

郡とか州とどのように折り合っていくかというときに、被買収者である売り手が過去の契約ないしは社会的な約束条項を売り手の責任において処理することを明確にする必要が生じる。さもなければ、当初想定した期待利益に大きな障害となるコストを抱え込むことになり、プロポーザル自体を撤回せざるを得ないことにもなりかねない。過去において既に契約ないしは約束事項になっているものであり、未だに実行されていないものについて、売り手が実施することを保証することをレップ&ワランティー (Representation and Warranty) という。

ターゲットが独立した企業であるならば、企業外の環境についての配慮が中心となるが、ターゲットがある企業の事業部であったり子会社であるような場合には、さらに複雑となる。全体の中の一部を継承するわけであり、間接部門を初めとするターゲットを

取り巻く組織内の環境に関して的確に把握し、何を継承し、何を元のまま残さなければならぬのかを詰めておかなければならないからである。LOI (Letter of Intent) 締結後、クロージングまでのあいだに、明確な立場を構築しなければならないことになる。

* Representation and Warranty の項参照

* LOI (Letter of Intent) の項参照

Welcome Letter ウェルカム・レター

グローバルな企業成長を視野にいたした M&A に際しては、親会社となる企業ないしは個人グループ、あるいは大株主として行為することになる投資家および投資家グループに対して、ターゲットの企業およびその株主が、その M&A 行為について好意を持って迎え入れるか否かの状況を知るとともに、ターゲットが立地する土地の社会的環境が、その M&A についていかなる関心を示しているかということが大きな関心事となる。

従来、ターゲット・レジスタンスとして被買収組織内における抵抗意識として勤労意欲(morale)を疎外するものに対するリスクは、十分に考慮されてきたことは周知であるが、今日では、企業組織外環境のステーク・ホルダーとしての地域環境を十分に考慮に入れなければならないことは言うまでもなからう。社会的存在の企業として、十分に地域に貢献すると見なされるか否かという問題である。

したがって、買収のプロポーザルを公表した後に、地域としてそれをどう見ているかという判断、特に好意的に受け止められているのだという判断を行政の長によるレターとして取り付けることが、客観的な判断資料として意味をもつことになる。州 (state) 郡 (county) 市 (city) に対する関わり方の度合いによって、州知事からのものであったり、市長のものであったりすることになる。

ウェルカム・レターは、ターゲットの事業を継承することになるニュー・オーナーが地域に対する a good corporate citizen であることが要求されているわけで、具体的には、上記のように、環境問題に十分配慮するといった消極的な側面と、地元や従業員に対する積極的な貢献との両側面が評価されなければならないことはいうまでもない。また、ターゲットが高い評価を受けてきた事項は、継続して行くことを表明するか、ターゲットが悪いとされてきた事項については、新しくオーナーになることによって、積極的に改善していくことができるという意味を表明することが必要要件となる。翻って言うならば、地元にとって評判の良くない企業をターゲットにするには、多くの有形無形のリスクを覚悟しなければならないということになる。これは、デュー・ディリジェンスの過程において、初めてハッキリと認識されることになるわけで、場合によっては、この段階で買収のプロポーザルを撤回した方が無難であるという結論も選択肢の一つとして大きな意味を保つ。

日本企業の海外進出の場合には、このウェルカム・レターがあることによって、日本

輸出入銀行からの資金調達を容易にすることが可能となる。借入申請書類の絶対要件ではないが、事実上必要書類となる。米国輸出入銀行 (U.S.Exim.Bank) についても同じことが言える。

買収者の株主、融資者をはじめとするステーク・ホルダーにとって、将来の事業展開のリスク・ヘッジのよりどころの一つとなるものと言える。

* Target Resistance の項参照

* Transition の項参照

(未完)

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 Thory 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) 三戸雄一、佐久間保治、林暁雄 編『現代ビジネス英和辞典』開拓社、1991年
- 13) アンドール・チャン編『最新ビジネス用語英和辞典』大修館、1998年
- 14) 小田稔、野田春彦、上村洸、山口嘉夫 編『理化学英和辞典』研究社、1998年
- 15) 徳永善昭著『戦略経営管理論』白桃書房、1995年
- 16) 村松司叙著『現代経営学総論』中央経済社、1991年
- 17) 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
- 18) 石角完爾編著『国際企業ハンドブック』東洋経済、1987年
- 19) 村松司叙著『合併・買収と企業評価』同文館、1987年
- 20) 小野崎恒夫著『M&A 成長へのシナリオ』同友館、1989年

付記：本稿を成すにあたっては、M&A分野において長年にわたって活躍し、卓越した知見を有する

山田国際事務所 代表 山田泰正 氏から、貴重なご助言を賜った。ここに記し、謝意を表す。