

M&A 関連領域専門用語解釈集〔Ⅲ〕

小野崎 恒夫

本稿は、多岐に亙る M&A 取引に必要な不可欠な専門用語（主として英語）の的確な解釈を試みることを主眼とする。先に発表した〔I〕、〔II〕（流通経済大学社会学部論叢 Vol. 8. No.2., 1998年3月刊、および Vol.9. No.1., 1998年10月刊）に続くものであり、本稿に続く予定のものも含めた全体の一部を構成するものである。したがって、参照項目等については、既発表のものも考慮して参照願いたい。

当該領域は、ますます幅広く、学際的な領域になってきていることは否めない。したがって、企業成長論および経営財務論を専門とする筆者にとって馴染みの薄い用語、ないしは不得意分野の用語（概念、理論、慣習等も含む）についても、使用頻度が増している。諸兄諸姉のご叱責、ご指導を賜り、より良いものに改定していくことに勤めたい。

* * *

Acquisition Currency アクイジション・カレンシー（現金支払代替株式）

M&A 取引に際して、買収者にとって、どのような形で買収対価を支払うことがより効果的であるか、という検討が必要となる。支払手段として、現金を使用しない、ないしは一部現金と組み合わせることによって、第3社割当増資の形をとって、ターゲットの株主に対して、一定の比率によって、株式を交換するといった場合に、その株式は、あたかも現金の受け渡しと同じ行為と考えられるわけで、これを通貨取引に例えて、アクイジション・カレンシーという。

この場合、買収者にとっては、買収についての巨額な外部資金調達が必要になるか、少なくとも調達の一部を削減することができるというメリットが生ずることになる。ただし、自社株に依存した買収は、買収後の ROE (Return on Equity：株主持分利益率) 等に注意しなければならないことは言うまでもなからう。また、株式の交換については、買収者とターゲットの市場における評価の相違（株価）を、いつの時点に固定して基準とするかによって、それぞれの立場に損得が発生するため、市場の反応によっては、交

換比率の見直し、買収自体の再吟味といった事態も創出されることになる。

一方、ターゲットの株主にとっても、保有している株式と引き換えに現金支払を受けられる場合には、キャピタル・ゲインに対して課税されることになることを考慮しなければならない。株式の交付を受ける場合には、当該株式を売却するまでは、税務上キャピタル・ゲインと認識されることはないというメリットがあり、さらには、ターゲットの株式が未公開ないしは市場における流動性が極めて低いといった場合には、買収者が株式公開会社ならば、市場における流動性の高い公開株式を取得しておいた方が、いつでも換金できるという、将来の高い市場性を得るといったメリットも生じる。

いずれにしろ、現金支払よりは、株式交換、新株式交付といった手段を使ったほうが、売買当事者両者にとって、メリットが出ることが多い。

Angel エンジェル

昨今の M&A 取引については、取引価格があまりにも高騰しており、自己資金のみによって買収を完結することはほとんど不可能となっていることは周知であろう。そうした状況を背景として、VC (Venture Capital) を中心とする金融業者の活躍の場が大きくなっている。投資家としては、大量の資金を運用にまわす機関投資家 (Institutional Investor) と個人投資家 (Informal Investor) とに大別することができる。投資家は、取引の対象が初期段階にある時点から、投資及び融資によって、将来の大きな期待利益を目的とした資金調達を行う VC に対する評価を通じて、買収者とターゲットについて関心を示している者ということになる。そうした取引案件は、通常の金融取引に比較すれば、明らかにリスクであるので、資金の供給者は限られてくることになる。換言すると、M&A 取引の買収者や VB (Venture Business) の経営者 (株主) にとっては、極めて資金調達が難しい状態に置かれているわけで、VC のようなハイ・リスクなものへの投資を選好する投資家は、まさにエンジェル (天使) ということになる。

多くの場合、投資対象についての将来性、すなわち事業の成長力を投資家自身が確信することは困難であり、VC のファンド・マネジャーの資質を信頼して、エンジェルとして行為することになる。特に、大型の M&A 取引ではなく、ただ単にハイ・リターンを期待して VC に投資してくるインフォーマル・インベスター (個人投資家) について、エンジェルと呼ぶことが多い。彼らの資質については、富裕な個人ないしは個人グループとして一括して捉えることが行われるが、ボランティアで活動しているわけではないのであって、一定の期待利益を満足することができなければ、資金は当然引き上げられることになる。富裕な個人としてのエンジェルについては、次のように性格を分析したものがあつた。投資家の心理を知る一助となるので、掲げておく。調査が若干古いが、世界的なバブル経済期を背景とした下での実態であり、今日でも十分に参考になる本質を示しているといえる。(1984年、米国中小企業監督庁(SBA: Small Business Administra-

tion) 助成によるニューハンプシャー大学調査)

エンジェルとしてのインフォーマル・インベスター

- (1) 平均年齢 47歳
- (2) 大学卒、技術系が多い。
- (3) 自らスタートアップ段階の企業経営に携わった経験がある。
- (4) 投資金額は、2万ドルから5万ドル。
- (5) 投資のタイミングは、2年に1度程度。
- (6) 共同投資によって、大量の資金運用を目指す。
- (7) シードやスタートアップへの投資を好む。(先行投資)
- (8) 技術や市場について良く知っており、ある程度までは、自ら分析する自信を持っている。
- (9) 基礎のしっかりとしたものへの投資を好む。
- (10) ハイテク企業を好む。
- (11) 投資先は、比較的身近に立地している。(50マイルから300マイル以内)
- (12) 自らコンサルタントとして行為したり、取締役となって、ターゲットに積極的に関わることもある。
- (13) 多様化とか節税といったことは、主たる投資目的とはならない。
- (14) 資金回収は、5年を目途とする。最長でも10年。
- (15) 初期段階の投資案件については、年50%プラス α の利益率を期待する。その他のものについては、年20から25%の利益率を望む。
- (16) 自らのポートフォリオとしては、全体として最低20%の利益を期待する。
- (17) 投資のターゲットが再投資を行うといったように、キャッシュ・フロー上、収益が先送りになるような財務上の問題についても容認することがあり得る。
- (18) 人的ネットワークを重視し、交友関係の中で投資機会を把握する。
- (19) つねに、現状を超えての投資機会を求めている。

上記は、現状を表しているものではない。しかしながら、エンジェルといわれる投資家の姿を概説するには足るであろう。期待利益については、バブル崩壊後の現在でも、年率30%前後の実績を上げるVCは珍しくなく、ハイ・リスクへ向かう資金投下は、常にあるといってよい。初期段階の投資に限定するならば、市場における先行者利得があり、大きな利益率を実現することはさほど困難なことではない。ただし、デフォルト率がどの程度になるかということを加味していなければならないわけであって、ハイ・リスクであることには変わりはない。

尚、デフォルトについての正確な統計はないが、一般に投資残高の1%(件数として)は、デフォルトを被るとされている。1%を大きいとみるか、小さいと見るかについては、大いに意見の分かれるところであるが、ハイ・リスク、ハイ・リターンを承知の上

でのエンジェルの行為としては、社会的に考えられているよりは、リスクが小さいと見てよいのかもしれない。(因みに、1989年の Morgan Stanley 社の調査では、過去10年間で0.82%のデフォルト率という数字が発表されている。)

* Limited Partnership、VB (Venture Business)、VC (Venture Capital) の項参照

Auction オークション

ターゲットに対して、複数の買収者が、買収価格を競り上げていく状態を言う。ホワイト・ナイトが出現して TOB 価格が上がるとか、第3者の買収者が出現して、買収価格を釣り上げてしまう場合などをさす。

ターゲットとしては、実際の取引価格が、オークションの状態で競り上がってくれたほうが望ましいわけで、その一方で買収者としては、最初のオファーの価格で決定したいことは言うまでもない。

典型的なオークションと言えるものは、M&A 案件のプロスペクタスそのものを見込みがあると思われる不特定多数の投資家（フィナンシャル・バイヤー、ロジカル・バイヤー等）に配布し、オークションの状態を作るものがある。この場合、買収者がいる可能性だけでスタートすることになるので、手間、時間、コストのいずれをとっても大きな負担であり、結局は誰も買わないと言ったケースも出てくることになる。ターゲットとしては、ターゲットとしての可能性が露見してしまったままで、交渉が成立しない(売れない)状態で市場に残されてしまう（見捨てられてしまう）ことになるので、好ましくない。

株式公開会社の場合には、誰でもオファーできるので、前述のような TOB (TO) によるオークションの可能性が高くなる。

* Bid, Offer、Takeover Bid (TOB)、Tender Offer (TO) の項参照

Bid 株式買付 (ビッド)

企業買収には、通常、株式の取得がつきものとなる。株式買付の申込を行うことをオファー(offer)というのに対して、売りサイドの行為を Bid という。国際資本市場において、為替をはじめとして、株式、債権についても同様の言葉を使う。買収者側としては、プロポーザルの段階で、買付水準としての株式の評価をマーケットに対して初めて出すことになる。すなわち、限られた情報の下でもかなりの精度をもった、適切な評価をした上でオファーすることになる。そのオファーに対して、カウンター・オファーとして出てくるものがビッドということになる。

市場における浮動株が少ないような場合には株式公開買付が行われる。または市場で株式を買い集めようとしても、株式非公開であって株式譲渡制限条項に守られているような場合には、個別の交渉による買付とか第三者割当増資の引受といった手段に頼るこ

とになる。株式公開買付については、テイクオーバー・ビッド (takeover bid : TOB) というが、これはむしろ英国流の表現であり、米国流の表現では、テンダー・オファー (tender offer : TO) ということになる。売りと買いのどちらサイドに重点をおいた表現かということになる。

市場において取引が成立するためには、買いと売りのマッチングが必要であることは言うまでもない。M&A に関わる取引についても、当然同じことになる。資産買収にしる、株式取得にしる、買収金額についての、オファーとビッドのやり取りが繰り返されることになる。いずれにしる、両者ないしはどちらか一方の歩み寄り圧力により、一定の価格に収束して取引が成立することになる。

ビッドとオファーが繰り返され、取引価格について買収者とターゲット双方の交渉が続く場合には、オークションの状態になっていくことになる。比較的好意的に微調整していくような場合には、ネゴシエイテッド・ディール (Negotiated Deal) ないしはコントロールド・オークション (Controlled Auction) といい、激しく対立するような場合には、単にオークション (Auction) というように捉えられることになる。

ターゲット側に積極的な売却の意思がある場合には、オファーに先立って、ビッドが出てくることになる。最初からオークションを想定したものと言うことができる。ターゲットが株式公開会社については、株式公開買付 (TOB、TO) によって、市場が反応し、妥当な株価に収束することになるが、株式非公開会社や大企業の一事業部、子会社と言った場合には、有効な手段と言えるかもしれない。

この場合、通常2段階のビッドが行われる。まず第一は、ファースト・ビッドといわれる。これは、すべての買収希望者 (ビッダー : Bidder) が、価額 (Bid Price) および付帯条件をビッドすることを意味する。売却 (事業分割) を考えているターゲット (セラー : Seller) としては、より高く、より良い条件での売却に関心があるわけで、この段階で、ビッダーの信頼性 (Credibility) とか買収についての真剣さ (Seriousness) を考慮した上で、可能性のある買収希望者を選択することになる。買収資金の調達源泉について確固たる背景が無ければ、いくら高値をつけてきても実際に買収を実行できるか否か疑問が残る。また、単に情報収集のためだけに、買収希望者として行為しているビッダーもいる。したがって、そうしたビッダーを排除することに意味がある。残ったビッダー (案件の規模にもよるが、通常、4-5社程度) が、本格的な次の段階に進むことになる。なお、この段階で提示されている買収価格は、プロスペクタスのほか若干の情報開示があるのみの状態での判断であるから、買収者を拘束するものとはならない。

第2段階 (Second Round Bid) では、買収希望者全員に対して、個別交渉 (DD : Direct Deal) の機会が与えられ、競り上がったものが、買収者 (Winner : ウィナー) ということになる。この時、買収価格が確定することになるが、付帯する条件によっては、当然増減が発生することになる。たとえば、クローリング前に重大な訴訟 (環境汚染など)

を抱えていることが発覚した場合などは、再交渉になるか、交渉停止になってしまうことにもなりかねない。したがって、ターゲット（セラー）としては、買収価格に関して空欄のままの売買契約書（Purchase Agreement）を買収者に渡して、すべての付帯条件（ビッドャーとしての主張）を記入させて、ターゲットに提出させることが行われる。将来何か発覚した場合には、買収者の誤謬、情報判断ミス、情報収集力が無能力と言ったことに起因するものであると主張するための行為である。

因みに、最高のビッドであっても、売却を希望しているか価格（Asking Price）を大幅に下回るものしか出てこない場合には、ビッドは打ち切られる。第2段階のビッドの状況については、プリ・エンプティブ・オファー（pre-emptive offer）の項に詳述する。

* Offer、Pre-emptive offer の項参照

Buyout バイアウト（事業分割）

事業が成長していく過程において、さまざまな形の M&A が行われていくことは、今や周知であろう。既に取り込んだ事業について、財務上の負担を感じ始めたり、十分に市場性を残しているが、当初期待した利益率を実現できなくなってきたような事業について、企業本体から切り離すことによって、中核事業に注力しようとする場合がある。そうした例のうち、切り離される事業の事業部長とか、切り離される子会社の社長といった、その事業や市場に精通した人間が買収に当たる、といったケースを事業分割（(Unit) Management Buyout：MBO）という。典型的なバイアウトということが出来る。期待利益を若干下回った状態であるが、市場における評価は安定しているという条件が根底にあるとするならば、事業に精通した人間が事業を支配し、経営に当たることによって、切り離される事業の将来の経営についての高い信頼性が残ることになる。それこそが、バイアウトの可能性を高める要因になっている。

買収する（切り離される）資産評価の結果、買収資金が必要となる。上記のような実際の事業に精通した個人は、投資家ではない。したがって、そうした買収者には、買収に足る資金を自己資金で賄うことはまず困難である。その結果、買収する資産を担保として買収資金を調達することが行われる。少額の自己資金しか持たない買収者は、巨額におよぶ買収を可能にする LBO（Leveraged Buyout）という資金調達スキームを組成することになる。将来の新社の事業計画から招来されるキャッシュ・フローによって、調達資金の利子支払および返済が可能であれば、十分に有効な手段となる。

手順としては、シェル・カンパニー（Shell Company：何も実体のない貝殻のように空っぽな会社）といわれるダミーが買収資産を担保に買収資金を調達し、買収後に買収資産がシェル・カンパニーのものとなり、完璧なバランス・シートを持つ新社となる。

事業の切り離しを行う企業にとっては、売却によるキャッシュ・イン・フローを得ることができ、中核事業への注力を容易にするというメリットがある。また一方で、買収

者となるマネジメントにとっては、LBOによって、少額の自己資金で巨額な買収取引を可能にするというメリットがある。バイアウトの特徴と言える。ただし、将来の市中金利の動向によっては、期待利益の実現を見ることなくLBOが崩壊してしまう可能性を含んでいる、ということをおぼえてはならない。

我が国においては、法律上、本来の意味でのLBOを使うことはできない。しかしながら、形式的には限りなくLBOの本質に近いスキームを組成することが可能である。

バイアウトは、持株比率による企業支配を考慮して、一定の株式を保有していた株主が、その他の残余の株式すべてを買い取ってしまうという意味でも使われている。

*De-merger、Leveraged Buyout (LBO)、(Unit) Management Buyout (MBO)、Spin-off、の項参照

Capitalization キャピタライゼーション（資本構成比率の改善）

M&Aのターゲットにされた時、ないしはターゲットにされそうであると知った時、その状況から脱するために取られる防御策の一つ。

ターゲットは、通常、市場における株価が過小に評価されているわけで、簿価の20～30%も低く評価されているものが多いといわれている。バランス・シートを見ることによって、株価の低い状態を確認することができる。バランス・シート上には、過去の事業業績のすべてが示されているといえるので、資本構成が悪い状態がどのように創り出されたかを知ることができる。したがって、M&Aの買収者は、現状を知り、将来どのようなB/S（バランス・シート）にすれば良いかを考察して、プロポーズするか否かを決定することになる。

劣悪なキャピタライゼーションが株価低迷の原因となっている場合には、ターゲットとしては、早期に資本構成比率を改善することによって、妥当な株価を実現することができれば、ターゲットでなくなる可能性がある。資産勘定の含み損ないしは評価額が出るものが予想されるものについて、早期に処理した上で、負債を減少させ、資本を充実させる方策を講ずることになる。または、自己資本と負債のバランスを改善するために、新たな増資によって、資本を充実させることが考えられる。いずれにしろ、市場における株価は、将来の期待利益を読み込んでいるわけであるから、根本的な改善策が講じられなければ、一時的な評価上げに過ぎないことになる。

ターゲットとしては、逆に負債を更に増大することによって、資本構成比率をはるかに悪くすることによって、ターゲットにはふさわしくないほど悪い構成比率を実現して、買収者にM&Aを仕掛けること自体を諦めさせるという自虐的な防衛を行うこともある。通常、ターゲットの負債は買収者に継承され、その金利負担は期待利益率を圧迫することになる。しかも負債弁済という予定外のアウト・フローはキャッシュ・フローに大きな影響を与えることになる。そのために、ターゲットを諦めざるを得ない状況とな

る。意味のない負債の継承を行わないという条件を付すこともあるが、善意の第3者たる融資家（金融業者など）に対しては、抗弁の余地がない。したがって、さまざまな要因を考慮の上、諦めるという結論を導くことになる。この場合も、ターゲットとしては、よほどの損益の改善が見込まれなければ必然的に自滅することが想定される。自虐的と言われる所以が、ここにある。

財務上のテクニックというよりは、卓越した経営能力を問われる問題であり、経営の根幹に関わる問題ということができる。

一方、会計、財務上の用語として特定するならば、*Capitalization of cash flow* ないしは *Capitalization of earnings* として使われ、企業評価方法を示すことになる。*Market Capitalization* は、株式時価総額を意味し、上述のように、簿価（net book value）と市場価格との間の評価差（過大評価、過小評価）の判断材料として使われることを付言する。

*Corporate Growth、Classes of Stock (Share)、Liability の項参照。

Classes of Stock (Share) 株式の種類

株式に伴う権利義務については、商法（コマーシャル・コード）の規定に従って、払い込みの義務を果たせば、株主総会における議決権を得ることになる。株式市場における株式の売買取引は、利益配分に関わる議決権を売買しているに過ぎないといっても過言ではない。最初に株式を引き受けた株主が、市場の評価で株式を手放したほうが、期待される配当よりも利益効率が良いと思えるオファーがあれば、株式を売ることによって売買差益を享受すればよい。そこに株式市場が成立する。尚、stock は米国流英語、share は英国流英語として使われていると考えてよい。

企業の発行する株式は、株主の権利を主張する根拠を表していることになる。一般の投資家にとっては、議決権の有無は大きな関心事ではなく、配当期待と株価の上昇に対する期待しかないのが実状であろう。市場における議決権付株式と無議決権株式との価値の差は、10~20%と言われており、無議決権株式の方が低く評価されるが、株主総会における議決に関心が無い者にとっては、無議決権株式で十分ということになる。経営支配を念頭に置いた株式取得であるならば、無議決権株式は考慮の対象とはならないが、買収後の連結納税まで視野に入れて、検討する必要がある。したがって、M&A では、無議決権株式に全く無関心というわけには行かない。

M&A に伴って、株式の取得、移動が起こる場合、ないしは株式交換によって合併が起こる場合、どのような権利義務が発生するのかという問題が生じる。したがって、株式についても、さまざまな性格を持たせた株式が存在する。通常の額面株式を前提とするならば、M&A 取引に際して考慮しなければならない株式は、次のようなものを知れば充分であろう。因みに、いかなる様式の種類であっても、株式の発行については、株主総

会の承認事項である。

(1) 普通株式 (Ordinary Stock)

一般的に、株式といえばこれをさして言う。払込済株式 1 株について、株主総会における 1 議決権を付すものである。

市場でターゲットの株式を買い集める場合には、浮動株式が多いことが前提になるわけで、必然的に普通株式が対象となる。また、TOB (Takeover Bid: 株式公開買付) が行われるような状況にいたった場合にも、通常は、普通株式の買付が対象となる。

(2) 優先株式 (Preferred Stock)

払込義務については、普通株式と何ら変わるところはない。利益配分の権利について、普通株式に優先する。

株式の性格を持たせた上に、確定利率を保証する融資の性格を持ち合わせたものということができる。

たとえば、未処分利益として残されたものについて、普通株式に対する配当の多寡や有無に影響されずに、常に一定の配当を普通株式への配当に先立って受けるものであり、特定の株主の権利を優先することになる。

資本構成比率を改善する (Capitalization) ために、特定の友好関係にある株主を求めるようなときには有効となる。

優先権が累積的に保証される累積優先株式と、非累積優先株式とがある。さらには、対象となる配当の原資について、利益からの配当と、清算時の剰余金からの配当のいずれか、またはその両方を含むものに区分される。

(3) 劣後株式 (Subordinated Stock)

優先株式とは反対に、普通株式への配当が済んだ後に、さらに剰余があれば、株式配当を受けるという株式である。合併事業の株主のように、事業そのもののあり方について重要な意味を見出している株主でなければ、劣後株式を保有することに意味はない。したがって、劣後株式を保有する者は、最終的には企業とともに自滅することもあり得るとい事情を承知の上で、無償の貢献をいとわない株主ということになる。劣後する株主がいることによって、他の株主による出資機会を将来する可能性も残されていることになる。

(4) スーパー・ストック (Super Stock)

普通株式と同じ額面価格でありながら、大きな議決権を付与されているものを言う。(ただし配当に関わる条件は、普通株式と同じとなる)

ターゲットとしては、買収者に対して、買収価格が買収コストとしては高すぎるという認識を与えれば良いわけであって、買収者が集める議決権よりも、大量の議決権を容易に味方につけておく方策となる。

たとえば、「1株1000議決権」といったスーパー・ストックも知られている。買収者は、普通株式1000株を買い集めなければならないが、ターゲットとしては、わずかに1株を味方につければ対抗できることになる。

因みに、米国においては、株主総会の承認の下に、自由にさまざまな株式を発行することができ、数十種類の株式を発行する例も珍しいことではない。例示すると、次のような特殊株式を挙げることができる。

- * 発行株式の一定割合まで、第3者割当て株式を引き受ける権利を持つ株式
- * 新株発行の場合に、特定の株数を定められた株価で買い取るオプション権を持つ株式
- * 配当の原資を、特定の事業部門の利益にリンクさせた株式
- * 特定の事項について議決権を有さないか、まったく議決権を持たない無議決権株式
- * 1株についての議決権数の異なる、複数種類の議決権株式
- * 保有する株式を会社に買入償却するように要求することができるオプション権付きの株式

等である。

買収者にとっても、ターゲットにとっても、発行済株式の種類についての的確な理解が必要になることは言うまでもない。

- * Capitalization、Ordinary Stock、Preferred Stock、Subordinated Stock
Super Stock の項参照

Controlled Auction コントロールド・オークション

M&A 取引価格が競り上がるような競争状態 (Auction) になったとき、当事者間の談合によって、競り上がりがある一定の価格に収束することを言う。買収者に有利になるか、ターゲットにとって有利になるかについては、当事者間の力関係によるわけであって、詳細なやり取りが行われることになる。また、ホワイト・ナイトにロック・アップ・オプションを与えることによって、オークションを管理してしまおうということも行われる。

ターゲット (売却者) が、限定された少数の買収希望者に対して、オークションの状態を作ることにもこれに当たる。オークションの場合には、不特定多数の買収希望者に対して行われるが、この場合には、特定の限定された買収希望者を対象にしていることによって、管理された状態が創り出されているので、こう言われる。

選別される買収希望者は、

- * ロジカル・バイヤー (*Logical buyer*) :

事業の内容、戦略から判断して、買収者となる可能性が十分にあると考えられる

者

* クレディブル・バイヤー (*Credible buyer*)

アースキング・プライス (*Asking price*) 程度の買収資金調達力を認めることができるもの

* 企業戦略を容認できるもの (M&A による事業展開になれている等)

等を挙げることができる。ターゲット (売却者) としては、こういった選別を予め行うことによって、迅速な売却の実現を目指すことが可能になる。

* Auction、Lock-up Option、Negotiated Deal、White Knight の項参照

Cross Border Barrier 国境障壁

国境を越えたグローバルな M&A 取引が多くなっており、さまざまな障壁が問題になってきている。まず第 1 には、資金移動に伴うものを挙げることができる。直接投資に関わる外資に対する管理法なり、規制がある場合がこれに当たる。第 2 には、会計処理上の相違。特に税務処理について相違を伴う問題が大きい。第 3 には、文化の相違に根差す問題と言うことになる。

関税障壁のようなものは、何らかの方策を講じることが可能であろう。最大の問題は、上記の第 3 の問題といえる。民族とか言語に代表されるような要因は、共通認識を持たなければならないわけであって、根の深い複雑な障壁となる可能性を秘めている。単に語学が通じると言ったレベルではなく、歴史、宗教等の背景を知ることによって、徐々に障壁を下げていくしか方策がない。

こうしたさまざまな問題について、国境障壁と総称する。

換言すると、現地に対して突然 100% 株主として入り込むことに対するレジスタンスを和らげるために、マイノリティーの株主として入り込んで、次第に持株比率を高めていくとか、現地資本との合弁 (*Joint Venture*) としてスタートしながら、時を経て最も良い方法へ移行していくことをも視野に入れるべきであろう。

* Cross Culture、Multicultural の項参照。

Currency Selection 買収対価支払通貨選択

株式取得、資産買収、営業譲渡等の企業買収や、株式交換だけでなく現金支払を伴う合併に際しては、買収者の対価支払に伴って、どのような通貨単位で支払うことがもとも効果的であるか、という問題が発生する。同一国内での M&A 取引であれば、同一通貨で支払われるわけで、何ら支障は無い。たとえば、買収者もターゲットも日本企業 (あるいは、外資であっても日本法人) であれば、考慮すべき特定の要因が無い限りは、通常、日本円で取引することになるであろう。その場合には、ボーナス・プライス (*bonus price*) なのか、あるいはバーゲン・プライス (*bargain price*) なのか、ということに注

意を払っていさえすれば済むことになる。

しかしながら、グローバルに展開する昨今の巨額取引の M&A についてはもちろんのこと、国境を超えた M&A には、通貨単位の相違による為替変動リスクが伴うことになる。買収者の立場に立っても、ターゲットの立場に立っても、いずれの場合にも自国通貨建ての取引によって、為替リスクを回避することが望ましいことは言うまでもない。ただし、自国の経済的規模が安定していない、または、市場における自国通貨の評価が過小であるといった場合には、敢えて相手側の通貨、ないしは第3国通貨建てにすることの方が為替リスクを低減できるという場合もある。かつての中国に対する投資を例にとれば、日本企業であっても、第3国の米ドル建ての取引にしていたことを想起すればよいであろう。こうした通貨選択の問題は、誰がリスク・テイクするかという問題に他ならない。買う側にしても、買われる側にしても、評価差にともなう将来のキャッシュ・フローへの影響を嫌うからである。

買収者の立場は、次の様になる。

(1) 買収資金全額を企業外部より調達する場合

B/S上、貸方、借方の両サイドに同額を計上することによって、両サイドに発生する逆の為替差損益を相殺することが可能であり、減価償却費相当の弁済が前提となっていれば、常に為替リスクを回避することが出来る。ただし、利子支払が発生するわけで、M&A 取引の期待利益への影響を考慮しておかなければならないことは言うまでもない。また、取得対象が土地ないしは土地の比率が高い場合（土地は、償却対象とならないが市場における評価上げはあり得る）、繰延資産が大きい場合（償却が遅れる）等についての特異事項を承知した上で、適切な対応を取らなければならない。

(2) 買収資金全額を自己資金に頼る場合

全額自己資金で賄われるならば、ターゲットが債権（資産勘定、あるいは投資勘定等）として勘定に残ることに伴う為替リスクを負うことになる。

上記は、通貨選択の問題であると同時に、買収資金にかかわる有利子負債の量の問題でもあり、資本コストと利益率を検証する問題ということになる。場合によっては、M&A 取引自体を白紙に戻すことにもなりかねない重要な課題なのである。

* Acquisition Price、Capitalization の項参照

De-merger デイ・マージャー（事業分割）

マージャー（合併）とは逆に、事業を分割することを言う。我が国で大きな流れになってきている分社化などもこの範疇に入るといえよう。

ターゲットとなる事業を企業本体から独立させることによって、その事業の本来の成長力を基に、企業本体の過大なオーバー・ヘッド・コスト等の割掛固定費の負担から開

放し、独立採算によって市場に生き残ることを求める、ということが出来る。この場合、企業本体の意思によって分割されるわけであるから、通常は、企業本体内に存在する場合に使用可能な資本額を、資本金として割り振ることになる。企業本体は、株主として支配権を持つことになる。各事業の個別の損益と成長性を的確に把握した戦略を取ることが目的であり、本体の企業としては、連結決算を行うことによって、従前と何ら変わらない管理を行うことになる。ただし、新たな株主が参入することになるならば、持株比率に応じた支配力になることは言うまでもない。

企業本体は、持株会社としての立場を維持することによって、自らの財務上の負担を免れることができる。

* Buyout、Divestiture、(Unit) Management Buyout (MBO)、Leveraged Buyout (LBO)、Spin-off の項参照

Fallen Angel フォールン・エンジェル (墮天使)

M&A のターゲットになる企業は、何らかの形で市場で過小評価されているものということになる。市場における株価が急激に下がってくれば、ターゲットになる確率が高くなる道理である。将来への期待値が高ければ、株価が下がることによって、買収者にとって買収価格が少なくて済むというメリットが招来される。たとえば、ブルー・チップス (Blue Chips) といわれるトリプル A の格付を謳歌してきた株式が、何らかの理由で格落ちしてしまうことをさして、フォールン・エンジェルという。フォールン・エンジェルをターゲットにすれば、株式を低価格で入手可能になるのである。したがって、フォールン・エンジェルは、致命的な状態になる前に、事業部や子会社を切り離したり、人員整理を行う等によって、ターゲットになることを避けるために、再度市場評価を高める手段を講じなければならないことになる。そうしたリストラクチャリングの最中を突いて、M&A の可能性が出てくることになる。

クラウン・ジュエル (Crown Jewel) といえるターゲットを見出せば、M&A 案件として検討の対象となる。すでに、成熟期に入っている製品やサービスについては、ターゲットとしての魅力が薄い。が、会計上の償却は済んでいるが未だ清算価値のある資産とか、熟練や特殊な能力を伴った従業員、市場において十分な競争優位をもっている製品(サービス)、開発終了間近の技術、特許等については、事業部、ないしは子会社ごとそっくり買収することが可能となる。

ブルー・チップスに限らず、1960年代に隆盛を極めたコングロマリット (Conglomerate) が、バブル後の財務上の負担を感じ、事業分割していく傾向などは、こうした状況を表している。買収者としては、M&A 取引によって、シナジー効果として捉えられる期待利益を想定しているわけで、投資水準を満足するだけの期待利益率が予測されなければならないことは言うまでもない。したがって、フォールン・エンジェルにしる、財務

上の負担を抱えているコングロマリットにしる、事業部門として将来の成長性を買収者が認めない限りは、ターゲットとはなり得ない。

* Conglomerate、Crown Jewel の項参照

General Partner ジェネラル・パートナー (GP)

M&A に際して、ターゲットの買収に関わる資金を調達する手段の一つとして、リミテッド・パートナーシップ (Limited Partnership) によるファンドが組成されることになる。そのファンドを運営し、期待利益水準を達成することを目的に行為するものがジェネラル・パートナー (GP) といわれる。GP は、ファンドを募集する VC (Venture Capital) が担当し、リミテッド・パートナー (Limited Partner) といわれる投資家に利益還元することになる。リミテッド・パートナーは、GP に対して LP といわれる。

本来は、VB (Venture Business) をシード段階から育成するために、必要資金の調達を行うことを目的としていたものであるが、VB の事業審査や的確な市場予測の実績を生かした VC が、M&A 取引の市場にも参入し、大きな役割を果たすようになったものといえる。

* Limited Partner、Limited Partnership、Prospectus、VB、VC の項参照

Informal Investor 個人投資家 (インフォーマル・インベスター)

機関投資家 (Institutional Investor) に対比して、個人投資家を言う。富裕な個人や個人グループが、M&A 取引や、ベンチャー・ビジネス (Venture Business : VB) の初期段階などに対して、ハイ・リスクを承知の上で、ハイ・リターンを期待して投資してくるものを言う。投資信託の概念で、ベンチャー・キャピタル (Venture Capital : VC) の募集するファンド (Venture Capital Fund : VCF) へ投資する形 (リミテッド・パートナーシップ) の形式を取ることが多い。

M&A 取引における買収者やシードからスタートアップ段階における VB の経営者 (株主) にとっては、重要な資金源の一つであり、ハイ・リスクな市場に出てくる機関投資家同様に、エンジェルといわれることが多い。

* Angel、Limited Partnership、VB (Venture Business)、VC (Venture Capital) の項参照

Limited Liability Partnership (LLP) リミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ (LLP)

リミテッド・パートナーシップの変形と考えてよい。そもそもパートナーシップについては、次のように大別される。

* ジェネラル・パートナーシップ

参加するすべてのパートナーが、プロジェクト (投資案件) に関わるすべてのラ

イアビリティ（負債）について無限責任を負い、パートナー全員が経営に参加する。

今日の経営実践の場においては、現実的ではない。

* リミテッド・パートナーシップ

一人以上のジェネラル・パートナー（GP）とリミテッド・パートナー（LP）とから構成される。

LPは、投資額（出資額）を限度に有限責任であり、利益配分を受ける。但し、経営に関与することはない。GPは、言うまでもなく無限責任を負う。

LBOに使われるリミテッド・パートナーシップは、ファンドの主催者がGPとなるマネジメント会社を作り、マネジメントフィーを受け取る傍ら、無限責任を負う。実態としてペーパー・カンパニーであるマネジメント会社を置くことによって、ファンドの主催者は、実質的に、無限責任から開放されることになる。

* リミテッド・ライアビリティ・パートナーシップ（LLP）

すべてのGPが、リミテッド・パートナーシップのすべてのライアビリティーについて無限責任を負うことはない。特定のパートナーが関与していない事項についてのライアビリティの発生については、無限責任を持たないという形のリミテッド・パートナーシップである。

リミテッド・パートナーシップやLLPの形態が取られる理由は、投資額（出資額）で比例配分しなくても当事者間の契約によって、利益配分ができるといった自由度の高さにある。さらには、LPは経営に関わらない、という気軽さもある。しかしながら、最も重要な点は、税務上のメリットであろう。

連結納税を前提とするならば、パートナーシップに対する持分に関係なく、パートナーの損益に、パートナーの損益のうち、そのパートナーに属する部分を合算することができる。但し、LPの持分についての要件は、各国によって異なる。たとえば、米国では80%以上、ドイツでは100%の子会社といった要件を満足していなければならない。

こうした要件を回避するために、米国では、全米50州で、リミテッド・ライアビリティ・カンパニー（Limited Liability Company：LLC）が法制化されている。税務上の要請に応えるための新しい企業形態ということが出来る。概念的には、パートナーシップと極めて近似するが、LLCの場合には、すべてのメンバー（パートナーとは言わない）が、有限責任である。すべてのメンバーが有限責任であることによって、株式会社と同じような運営を可能にする。税務申告に際しては、簡略なチェック・ザ・ボックス（check the box）方式が使えるという利点もある。

M&Aの場合には、すべてが100%買収の取引というわけではなく、残存するターゲットの株主も含めて、少数株主がパートナーになり、協働して対象の事業を経営すること

も珍しくないわけで、その場合に昨今好んで用いられる形態が LLC ということになる。

* Limited Partnership の項参照

Limited Partner リミテッド・パートナー

M&A 取引や VB 育成に関わる資金調達の一つとして、組成されるリミテッド・パートナーシップを構成する投資家をいう。機関投資家の場合もあるし、富裕な個人および個人グループ（インフォーマル・インベスター）の場合もある。ジェネラル・パートナーとなる VC（ベンチャー・キャピタル）との力関係によって、ターゲットからの利益配分が異なる。リミテッド・パートナーは、リスクであり、しかも巨額取引である M&A については、買収資金調達について大きな役割を担うことになる。

* Angel、Limited Partnership、VB、VC の項参照

Limited partnership リミテッド・パートナーシップ

M&A 案件とか VB 投資等のような取引のための資金需要を、賄うために作られるスキームを言う。

リスクであることを前提に、VC がファンドを組成する。その際にパートナーシップの形態で資金募集が行われる。私募債ないしは投資信託と同様に考えれば良いであろう。その意味においては、プライベート・プレースメント（Private Placement）であることには変わりはない。好んでハイ・リスク、ハイ・リターンであることを除けば、基本的な要件は同じである。

これは、投資家であるリミテッド・パートナー（Limited Partner、以下においては、LP という）と、ファンド（Fund）を募集し、運営するベンチャー・キャピタル（Venture Capital、以下においては、VC という）によって構成される。LP は、VC が募集を設定したファンドに対して投資するだけであり、直接的に、投資案件に対して行為する義務はない。本来は VB（Venture Business）を育成することを主目的としてきたのが VC であるが、事業審査や市場の把握についての VC の能力については、M&A のターゲット審査についてもまったく同じであり、VC としての活動領域が拡大してきた経緯は、自明の理といえる。VC のファンド・マネジャーの資質についての信頼性があれば、ファンドを募集するのに大きな支障はないということになる。投資家としては、運用先を限定した、利回りの良い投資信託であると考えれば良いことになる。ただし、十分にリスクであることを覚悟しなければならないことは言うまでもない。ファンドについて、プロスペクタス（Prospectus：目論見書）の内容を熟知し、どのようなリスクを負うかということについて承知した上でなければファンドへの投資は行われない。

最近では、M&A 取引に関わる買収資金を、タックス・ヘイブンに登録したダミー会社への投資資金として、ファンドの募集を行い、そこから買収を行うというようなことも

珍しいことではない。ファンドからの利益の極大化を期待する投資家としては、ターゲットからファンドへ回収される利益額と、投資家が自ら被らなければならない所得税(ないしは法人税)を考慮した利益額の両方について考慮しなければならないわけで、たとえば、米国の居住者がケイマン(カリブ海の島国)のようなタックス・ヘイブンにあるファンドへの投資を行うとするならば、ターゲットから吸い上げられる利益は、そのままファンドからLPに利益配分され、資金をファンドから引き上げない限り、課税されることはない。仮に資金を引き上げる場合にも、投資資金に関わる支払金利があるならば、十分な節税効果が期待できるわけであり、LPを組成することには多大なメリットがあることになる。

VCは、ジェネラル・パートナー(General Partner、以下においてGPという)としてファンドを運営し、LPの利益に貢献することになる。GPとしてのVCは、ターゲットに対する投資戦略の正否を問われるわけで、VCそのものがVBの側面を持っていることになる。基本的には、VCは、ファンドにプールされたLPの資金を運用するだけであって、みずから投資リスクを負うことはない。しかも、ファンドの運営に関わるフィーを得ることによって、VCの財務上の基盤を賄うことになる。

多くの目論見書に書かれ、契約されるものは、ターゲットから得られた利益はファンドにプールされ、その20%を利益配分としてGPであるVCが取り、残額80%がLPに利益配分されることになる。しかも、GPは、ファンドから年2.25%程度のマネジメント・フィーを得ることになる。たとえば、LPとGPが、100億円のファンドを組成したとすると、GPたるVCは、ファンドが解散されるまで毎年、マネジメント・フィーを確保したことになる。仮に期待利益水準が30%であり、それが達成された(100億円に対して30億円の利益が出た)とすると、受取配当、株式売買差益、受取利息等のさまざまな形で回収された利益30億円のうち、80%の24億円についてはLPに配分され、20%にあたる6億円がGPのものということになる。

ただし、利益配分の比率やファンドのマネジメント・フィーについては、GPとしてのVCの過去の実績や信用力によって異なってくるものであり、上記は、一つの目安に過ぎないことになる。関係当事者がどこに立地しているのか、ファンドの通貨は何かといった要因にも考慮した上で、パートナーシップが組成されなければならないことは言うまでもなからう。

* Angel、Limited Partner、VB、VC等の項参照

(Unit) Management Buyout (MBO) マネジメント・バイアウト(MBO)

事業の切り離しが行われるに際して、既存の事業部なり子会社の社長のようなマネジメント自身が買収者になる場合を称して、(ユニット)マネジメント・バイアウト(MBO)という。

レバレッジド・バイアウト (LBO) を組成することによって、小額の自己資金しかない者にとっても、巨額の買収取引を可能にすることができる。事業分割の一つの典型とすることができる。

* Buyout、De-merger、Divestiture、Leveraged Buyout (LBO)、Spin-off の項参照

Management Fee 管理手数料

M&A 取引に関わる関連業者は、仲介業務ばかりではなく、何らかの形で、積極的に M&A 案件に関わることによって、さまざまな利益を得ることを考えている。成功報酬 (Success Fee) や仲介手数料などはその典型とすることができる。ターゲットの経営に関するコンサルティングや、資金調達に関する問題などについて、経営を補佐するという意味で、マネジメント・フィーが取られることは珍しいことではない。どこまでがサービスの対象なのか不明瞭な領域が多く、いくつかの名目に分かれている報酬の総額で、M&A の総コストを把握すると言ったことが行われる。したがって、経営に関わる問題と判断されるものについては、マネジメント・フィー名目の手数料 (Commission) が、発生するものと考えても過言ではない。M&A の取引額の多寡によって料率が異なるが、実態としては、ケース・バイ・ケースでさまざまな関係を考慮しながら、決定されることが多いとされている。

VCF の場合には、GP が LP に代わって、投資先の発掘・評価、投資した VB の経営参加・経営指導等を行うため、ファンドに一定率を掛けたものを、マネジメント・フィーとして、毎年受け取ることが行われる。

* Engagement Letter、Rehman Formula の項参照

Negotiated Deal ネゴシエイト・ディール

買収価格について、競り上がっていく状態になったとき、ある一定の価格に収束するように談合がもたれる。友好的に交渉が進むようであれば、買収価格が合意された上で、競り上がっていく状態になるため、こう呼ばれる。ホワイト・ナイトの存在なども友好的な交渉の結果の取引であるという意味で、この範疇に入る。

敵対的な例は考えにくいわけで、当事者間に相互の補完関係があることが前提となることが多い。当事者間に垂直的、ないしは水平的関係にある同業者と行った例が多くなる。基本的には、1対1の交渉となるので、手間、時間、コストといったことについて、削減を図ることができる。しかも、友好的な話し合いで、最も妥当な条件で合意される可能性が高くなる。

買収価格が競り上がっていく市場を管理してしまうという意味で、コントロールド・オークション (Controlled Auction) ともいわれる。

* Auction、Bid、Offer の項参照

Offer オファー (買収価格の提示)

M&Aのプロポーザルに際して、買収価格の打診が行われる。その価格が最初のオファー・プライスということになる。その行為をオファーという。買収者にとっては、M&A取引の対象であるターゲットの感触を知る程度のことに過ぎないが、具体性のある価格を提示しなければ意味がないことは言うまでもない。

プロポーザルによって、交渉が開始されるのならば、買収者のオファーに対して、ターゲットからのカウンター・オファーが提示され、交渉が進んでいくことになる。両者の力関係によって、買収価格が一定の水準に収束していくことになる。この過程は、為替、株式等の市場における売買と同じであり、ターゲットの価値の相場が創られていくことになる。したがって、ターゲットの提示する売却価格は、ビッド (Bid) ということになる。

* Bid の項参照

Ordinary Stock 普通株式

株式会社が発行する最も典型的な株式といえる。1 株式 1 議決権を有する。優先株式をはじめとする特殊株式に対して普通株式という。

* Classes of Stock (Share)、Preferred Stock、Subordinated Stock、Super Stock の項参照

Preferred Stock 優先株式

株式会社が発行する株式の種類の一つ。

普通株式が 1 株 1 議決権を持つことに比して、株主総会における重要な意思決定である利益配分 (配当) について、事前に一定の配当率を確保しており、普通株式に先立って、特定の配当を享受する権利を有する株式を言う。

普通株式は、優先株式が配当を受けた後に残余資金があれば、配当を受けることができる。また一方で、事業業績が当初予定したものより好調な場合には、優先株式に配当した後であっても、普通株式が優先株式の得た配当を超える配当を得ることも可能である。但し、外部からの資金調達が困難であるという財務上の問題を解決するために、優先株式という特定の利点を与えて投資してもらっているという性格上、その配当を超えて普通株式に配当されるということは現実的ではない。言い換えるならば、そこまで財務体質が改善しているのならば、普通株式の市場評価が高くなっているはずであり、優先株式を発行しておく必要がないからである。

* Classes of Share、Ordinary Stock、Subordinated Stock の項参照

Spin-off スピン・オフ (事業分割)

事業の切り離し (Divestiture) 手段の一つ。

売却のイメージが最も強い切り離し手段となる。既に成長性がないと判断された事業について売却の意思を固めて、企業本体の外部に弾き出すというイメージがある。但し、他の形態を取る事業分割についても、戦略的には、本来の中核事業へ注力するというコンセプトを基にしていることは同じであって、大きな差異はない。大同小異である。買収者が誰であっても、どのような理由で買収するにしろ、売買取引が成立すれば良い。

あるいは、売却されることが予想される事業部ないしは子会社が、みずからの意思によって、売却先を見出してきて、売却を成立させるという場合もある。いずれにしろ、既に不用になった事業であるという認識に変わりはなく、リストラクチャリングを進める要因となる。

* Buyout、De-merger、Divestiture、(Unit) Management Buyout (MBO)

Leveraged Buyout (LBO) の項参照

Subordinated Loan 劣後融資

累積損失が拡大してくると、増資しなければならない状況に追い込まれることになる。その段階で、株主としては、これ以上資金投下しても良いか否かを判断しなければならない。株式を公開していない企業にとっては、株主が家族のような限られた者であって、実質的に一人ないしは極めて少数の株主の意思決定によって増資するか否かを決定することができるので、大きな問題にはならない。合弁企業のように、複数の株主の意向が対峙するような場合には、企業そのものの存続をどうするかという問題が大きくなる。その場合、しばらく様子見の状態に置く方策として、劣後融資が使われることが多い。また、合弁事業の場合には、株式を保有すると同時に、株主融資を最初から組み込むことも行われる。その場合には、合弁企業の財務上の負担を軽くするために、他の融資に劣後する融資（市場金利に比して極めて低い金利ないしは無利子を設定する、返済期間を長くする、返済開始までの措置期間を長くするなど）の形態を取る。主として株主が、他の融資に劣後する融資を行うことを、劣後融資と総称する。

上記のような場合に、増資に応じるということは、その資金は凍結されて戻ることではない、という可能性が強いことになる。株主としては、もっとも実行したくない状況ということになる。しかしながら、可能性が少ないにしても、融資にしておくことによって、事業業績さえ回復すれば支払利息のみならず返済が起こることも期待できる。ひいては融資元金を回収することも可能になるのである。

更に、累積損失が積み増しになるようなことになれば、融資に関わる権利を放棄し、資本に組み入れることによって、資本構成を改善することができる。そうしたことも考慮に入れた戦略が必要となる。

*Capitalization、Classes of Stock、Subordinated Stock の項参照

Subordinated Stock 劣後株式

株式会社が発行する株式の種類の一形態。優先株式や普通株式が配当を享受した後でなければ、配当を受けることができない株式となる。企業業績が不振で、累積損失を積み増ししていく状況の下で、資本構成を改善するために採られる方策ということになる。他の株式よりも、配当受取の権利を著しく制限する、ないしは配当を享受しないという条件をつけることによって、外部からの資金調達が困難な状況の下でも資金投下する方策の一つといえる

株主としては、企業とともに自滅することを考慮に入れた最後の決断ということになる。仮りに業績が改善されてくるなら、普通株ないしは融資に切り替えることによって、若干の資金回収の可能性は残る。現実的には、最後の資金注入であり、好ましい方策とは言えない。

*Capitalization、Classes of Stock (Share)、Subordinated Loan の項参照

Synergy シナジー

M&A については、その効果をシナジー効果 (Synergy Effect) によって測定しようということが行われてきた。相乗効果といわれるものであり、

$$1 + 1 \geq 3$$

といった式で表せるように、M&A によって、新しい相乗効果が生み出され、M&A 取引以前よりも、より効率的な経営が実践されるといわれてきた。市場規模、売上高等については、比較的容易に把握することができるが、人的要因を含むコストの面においては、どの程度のシナジーがあったか、あるいはあるのかといった測定を確実にすることに困難を伴う。コストについてのシナジーの確認が正確にできないとなると、必然的に利益についてシナジーを把握することは難しい。定量的に確認される部分は確かにあるが、すべてをシナジー効果の結果として、M&A の成果を説明することには無理が生じる。概念的には、シナジーが働いていると考えられる定性的な要因があるために他ならない。

シナジーについて、M&A の意思決定を行うに足る程度の定量的な把握ができれば、その後の意思決定である定性的な戦略策定の正否そのものが問題である、ということになる。したがって、複雑なシナジー効果の測定に依存するのではなく、よりシンプルに、M&A 取引の理由付けと成果の把握ができないか、という問題が起き始めている。たとえば、結果として株価に端的に現れる市場の評価ですべてを説明すればよい、といったものである。企業の経営者の視点より株主の富という視座に立脚するならば、それだけでもよい。しかしながら、企業経営という視座に立脚するならば、企業成長をいかに把握するかという問題になるわけであって、シナジーという成果測定尺度を手放すことはで

きない。

十分な説明ができないまま、定量的に把握可能なシナジーが、M&A の成果のすべてであるかのようにいう傾向に対して、皮肉を込めて「シナジー主義」と言う場合がある。

なお、シナジーについて注意しておかなければならないことに、負のシナジー (reverse synergy、minus synergy、negative synergy) の問題がある。複数の異なる事業が互いに成長要因を阻害してしまうような場合を意味する。そうした状況の中で、成長のポテンシャルを残している事業は、M&A のターゲットになってしまう恐れが危惧される。また、積極的に部分売却 (事業分割) することによって、中核事業に注力しようという戦略も考えられることになる。負のシナジーによって事業分割に迫られることを合わせて考えるならば、市場において高い評価を受けている事業を持ちながら、企業全体としての評価が満足なものでない場合に、別会社にするることによって、Total Market Capitalization を高くすることができる。分割することによって、現状を超えるブレイク・アップ・バリュー (Break-up value) が、期待できるのならば、当然、M&A のターゲットになる可能性が高くなることに注意を要す。

*Capitalization、Corporate Growth、M&A の項参照

Venture Business ベンチャー・ビジネス (VB)

新規に事業を起こす企業 (ないしは個人) をベンチャー・ビジネスとして総称することがある。ただし、いくつかのカテゴリーにおいて、特化される。

市場に関して、

まったく新しい市場を開拓するようなもの、
あるいは、既存市場に参入するが、市場を変容させるような行為をなす
可能性がある場合

ということになる。

技術 (あるいはサービス) についても同様なことが言え、

まったく新しい技術革新に基づくものであるか、
まったく新しい発想で改良されたもの

ということになる。

そして、資金力を持たない小企業であり、

将来の成長力に期待が持たれるもの

ということになる。

社会のニーズに応じて、VB 自体がその様相を変えてきており、学問上の確立した定義は、意味を成さなくなってきた。ただ単に、上記のような概念で大枠を捉えておけばよいであろう。すなわち、組織の大きな、いわゆる大企業では対応できないようなニッチ産業の分野を開拓するとか、新規開発による新技術 (サービス) を上梓し、短期間

のうちに大きな利益を実現する小規模企業、ないしは個人事業をさして言うと考えればよい。起業家 (Entrepreneur) と同義語として使われることもある。

M&A の買収者は、ターゲットの期待利益が高ければ高いほど、触手が大きく動くのは当然であり、製品 (サービス) の開発コストと費やす時間を考慮するならば、VB をターゲットの一つとして選好することは十分にあり得ることとなる。VB がシードの段階で、すなわち市場における評価が確定しないうちに、ターゲットにしてしまえば、比較的小額の資金での買収が可能と考えられる。また、株式の上場 (公開) 前に株式を取得するほうが、評価が上ってしまった株式を市場で買い集めたり、TOB を掛けたりするよりも、キャッシュ・フローに与える影響がはるかに少なく済むという利点が考えられる。

* Entrepreneur、Limited Partnership、Venture Capital の項参照

Venture Capital ベンチャー・キャピタル (VC)

ベンチャー・ビジネス (Venture Business : VB) の発掘・育成のために資金上の方策を講じることを目的として、事業展開してきたものである。我が国においては、銀行や証券会社の子会社・関連会社として、専門分野を分離させたり、新規に投資顧問会社として設立したりする形で、市場に対応してきた経緯がある。また、各地域ごとに中小企業投資育成会社法によって、制度化されているものもある。米国においてみられる独立系の VC は、我が国においても増加傾向にあることは認められるが、数として未だ少ない。米国においては、SBA (Small Business Administration : 中小企業監督庁) のもとに、独立系の VC が大きく活躍している。

VC は、シードやスタートアップの初期段階から VB についての事業審査、市場推定を得意とすることによって、VB の発展に寄与し、同時に投資家に利益をもたらすことを事業目的としている。したがって、そうした秀でた特異な能力を基礎として、M&A 取引の市場に参入してきたものである。大量の買収資金を VC ファンド (VCF) によって調達したり、M&A の仲介業務による手数料収入や、場合によっては、インベストメント・バンカー同様の成功報酬を得て活躍することにより、市場を拡大してきている。

銀行 (Commercial Bank)、証券会社 (Investment Bank)、をはじめとする金融業界における垣根がなくなってきたことによって、M&A 取引に関わる業者達は、より高度な評価技術と、よりの確な必要情報を買収者に提供することによって、競争優位なポジションを維持していかなければならない状況に置かれている。そうした背景の下で、リミテッド・パートナーシップを組成することによって、市場の投資資金を VB や M&A の資金需要に対応させることによって、小規模に活動しながらも大きな利益を上げる VC の価値を見出すことができる。

* Limited Partnership、Venture Business (VB) 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) Thomsett, Michael C., “Webster’s New World Investment & Securities Dictionary,” Prentice Hall Trade, 1988.
- 13) 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
- 14) 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
- 15) 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
- 16) 徳永善昭著『戦略経営管理論』白桃書房、1995年
- 17) 村松司叙著『現代経営学総論』中央経済社、1991年
- 18) 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
- 19) (社)金融財政事情研究会編『ベンチャー・キャピタル』ギンザイ、1985年
- 20) 石角完爾編著『国際企業ハンドブック』東洋経済、1987年
- 21) 村松司叙著『合併・買収と企業評価』同文館、1987年
- 22) 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 取引の実務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。