

M & A 戦略の実践的フレームワーク

小野崎 恒夫

I. はじめに

平成2年6月28日、我が国を代表する自動車部品メーカーの一つである（株）小糸製作所（東京証券取引所第一部上場）の株主総会が開催された。極めて短時間（約10分）で終わらなければ、総務部長の手腕が問われるとまで巷間伝えられる我が国の株主総会としては、異例に長い総会となった。約3時間に及ぶ総会は、経営者側と事実上筆頭大株主である米国のブーン・ピケنز（Boon Pickens）氏（実質的な持株比率20.5%）との対立の場となった。ピケنز氏は、米国において名立たるグリーンメーラー¹⁾として知られ、前年突然の如く、筆頭株主であったトヨタ自動車を抜いて、株主名簿の筆頭に押し上がってきたものである。前年の株主総会においても、我が国の企業行動の閉鎖性に依拠した論陣をはり、平成2年の株主総会には、20数名のデレゲーションを率いての来日となったものである。²⁾

周知のように、時期的には日米構造協議の真っ最中のことであり、当然の成り行きとして、ピケنز氏は、日米構造摩擦の一つの論点として、自らの要求の正当性を主張することになった。一方、経営者側は、トヨタ自動車を始めとする大株主と、下請け企業で構成する系列会社による安定株主を背景として、“ピケنز氏の狙いは株価の上昇によるキャピタル・ゲインの取得にあり、まともな株主として発言を聞く必要もない”という態度に出た。その結果、暖簾に腕押しの状態になったピケنز氏は、株主としての正当な権利が認められないという不満を残し、途中で退座し、そのまま帰国した。ピケنز氏が、小糸問題を日米構造協議の場に持ち出そうとしたことには、無理があるとしても、我が国企業に対する買収行為の難しさを物語る事例として、現在では逸話になっている。³⁾

我が国の企業は、多かれ少なかれ、好むと好まざるとに係わらず、国際化、あるいは

グローバル化と言われる大きな流れの中で、海外進出の有力な手段の一つとしてM&A活動を展開しており、規模の大小に係わらず、何らかの形でM&A活動の洗礼を受けていると考えてよいであろう。いわゆるバブル経済全盛期の我が国企業の経営行動を見れば、容易に理解できよう。活発にグローバル展開している企業では、すでにM&Aのテクニックに係わる問題をクリアーし、専ら戦略を考えることに時間を費やしている企業があることも確かなことである。しかしながら、こと国内のこととなると、百数十年前の攘夷論の趣さえ感じられるほど、M&A活動に対して敵対的な意識が残されていることも事実であろう。

企業経営者の世代交替が進む中で、かつての“乗っ取り”と言った、社会通念上あるいは倫理上好ましくないとされるイメージが払拭されつつあり、企業成長を指向する経営戦略を実践する有効な手段として、M&A活動が我が国にも定着したかに見えることも確かであろう。そうした背景のもとで、小糸／ピケンズ問題は、我が国企業に対する買収を目的とした株式取得についての問題点を浮き彫りにし、わが国におけるM&A活動と欧米型のドラスティックなM&A活動との本質的な差異（大きくいうならば、文化的なギャップの認識にまで係わる問題）について、考えさせられる事象となったということが出来る。

II. M & A 活動の概要

情報過多の状況下で、M&Aという言葉自体は、すでに耳新しいものではなくなって久しい。重要な経営戦略としてM&A活動を認識しなければならない時代がきていることを認めざるを得ない状況にあるといえよう。そうした状況を踏まえて、以下においては、そもそもM&A活動とはどう言ったものなのかという基本的な命題を簡単に整理しておく。

①合併・企業買収

マージャー (Merger : M) は、合併を意味する。アクイジション (Acquisition : A) は、企業買収を意味する。アクイジションには、株式取得と資産取得の二つの行為が含まれていることになる。法律上の概念としては、合併と買収との二つの事象があることになるが、欧米では、通常、M&Aとして一つの経営戦略上の概念として捉えていることになる。我が国では、従来より、合併は合併、買収は買収というように捉えてきている。従って、M&A活動として、我が国の活動と欧米における活動とを同じ次元で捉えることが難しい。⁴⁾

合併としては、次の様な例を挙げることができる。かつて八幡製鉄と富士製鉄が合併して、新日本製鉄になった例や、第一銀行と日本勧業銀行が合併して第一勧業銀行とな

った例は合併活動の顕著な事例である。商社の兼松と江商が合併して兼松江商となったり、丸紅と飯田が合併して丸紅飯田（現（株）丸紅）となったといった例を思い浮かべることが容易であろう。住友銀行が平和相互銀行を吸収合併し、三井銀行と太陽神戸銀行が合併して太陽神戸三井銀行（現 さくら銀行）となったことなどは記憶に新しいところであろう。さらに最近の例としては、国際的な業務に卓越した東京銀行と膨大な預金量を誇る三菱銀行との合併による東京三菱銀行などの例を挙げることができる。このように合併という概念は、目に見えて明らかに把握することができる。法律上は、吸収合併であったり新設合併であったりとその形態に差があるが、いずれにしろ一社に統合されたという事象を認めることができる。

吸収合併の場合には、合併当事者のいずれかが法律上の存続会社となり、一方を吸収する形を採る。この場合、社名が継承されるか否かは、合併後の新社の商号をどうするかという問題であって、本質的な問題ではない。新設合併の場合には、合併当事者のいずれもが法律的に消滅して、合併当事者の全てを母体として全く新しい企業が設立されるものをいうことになる。我が国の場合には、法手続きの繁雑さを避けて、吸収合併の形態を採ることが一般的である。実態は何も変わらないからである。新日本製鉄を例にとれば、八幡製鉄と富士製鉄との対等比率での合併であるが、法律上は、八幡製鉄が存続会社となり富士製鉄を吸収した形となっている。その上で、存続会社となった八幡製鉄が商号を新日本製鉄に変更したというのが実態である。

企業買収に関しては、次の様に言うことができよう。すでに見たように、企業買収（アキュイジション）には、株式取得と資産取得との二つの側面がある。資産取得は、企業の保有している特定の資産を買収することをいう。すなわち、ある工場設備を買い取るとか、営業譲渡の形で営業権を取得するとか、といった内容になる。これは、対価を支払って商品を買収する行為と何ら変わりはない。したがって、比較的容易に理解することができる。問題は、株式の取得ということになる。我が国の場合、余剰資金の運用目的で株式を取得したり、安定株主工作を目的として株式を相互に持ち合うとか、系列化、グループ化による株式の取得といった内容の株式取得があることはよく知られており、単に持株比率が高いからと言っても、その事実だけを捉えて企業買収であるとは言い難い側面がある。そうした事実は、日常よく耳にするものである。したがって、企業買収目的の株式取得がどの程度の規模で行われているのかといった公的な統計数字も我が国には存在しないのが実情である。⁹⁾

我が国には、独占禁止法との関係で、公正取引委員会に届出を義務付けられている合併の数字と営業譲渡の数字があり、これが唯一の公的な統計数字ということになる。我が国のM&A活動の規模の一端を知ることができる。最近では、各金融機関で、欧米流の概念で捉えた独自の統計数字を発表しているが、各社の仲介取引を中心とした情報がベースとなっており、それぞれ大幅に異なることがあり、一概には信用しがたいところ

がある。そうした事実は、企業買収という事象に対する我が国企業の取り組み方が、欧米各国特に米国の企業とは異なった経緯を辿ってきていることに起因するといえよう。いわゆる経営風土の問題であろう。

②M & A活動の史的展開

M&A活動の本質を知るためには、米国におけるM&A活動の歴史を一瞥すれば足る。現在の米国におけるM&A活動は、第4次展開期が終焉し、新しい波が展開している時期にあると見ることもできる。数字の上からは、いわゆるバブル経済の崩壊に伴って、第4次展開期が終焉に向かったと見てもよかろう。但し、その後の米国経済の回復基調に従って、M&A活動も大きく展開しているという事実は看過できない。

因みに、米国における1995年のM&A活動の実績が出ているのでここにあげてみる。(表-1参照)

表-1 米国におけるM&A活動実績

	1995年	1994年	1993年
取引件数	3510件	2997件	2663件
取引総額 (取引額公開数)	3560億ドル (1735件)	2267億ドル (1348件)	2663億ドル (1081件)
平均取引額	2億520万ドル	1億6820万ドル	1億6320万ドル
中位取引額 (最多取引価額帯平均)	3050万ドル	3300万ドル	2600万ドル

出所：Mergerstat Review 1996, Houlihan Lokey Howard & Zukin, p.8より作成

全体的には、前年に比べて大きな伸びを示している。取引件数の最も多い中位の価格帯 (Median Price : 3,050万ドル) については、若干の低下がみられるが、平均価格は2億ドルを超え (Average Price : 2億520万ドル)、取引が再び大型化してきていることを見て取ることができる。こうした傾向は、1980年代に入ってから、企業結婚 (Corporate Marriage) の時代と言われてきたM&Aブームが終焉したといわれた後に、景気の回復基調を反映して産業の再編成が進んでいる現象の現れと推定することができよう。⁶⁾しかしながら、これが第4次展開期の中に含まれるものなのか、全く新たな展開期の開始と見るかについては、将来の歴史家の検討に任せたほうがよいであろう。

そもそも米国におけるM&A活動の歴史は、世紀の曲がり角と言われた今世紀の初頭から記録されている。図-1を見れば、これまで4回の大きなM&A活動期があったことを知ることができる。第1次展開期と言われるのは、1895年から1910年を目途とする時期であり、垂直的統合 (Vertical Integration) の時代と言われる。この後、資本の集中の行き過ぎを避けるために独占禁止法が強化され、一時期活動が下火となる。⁷⁾

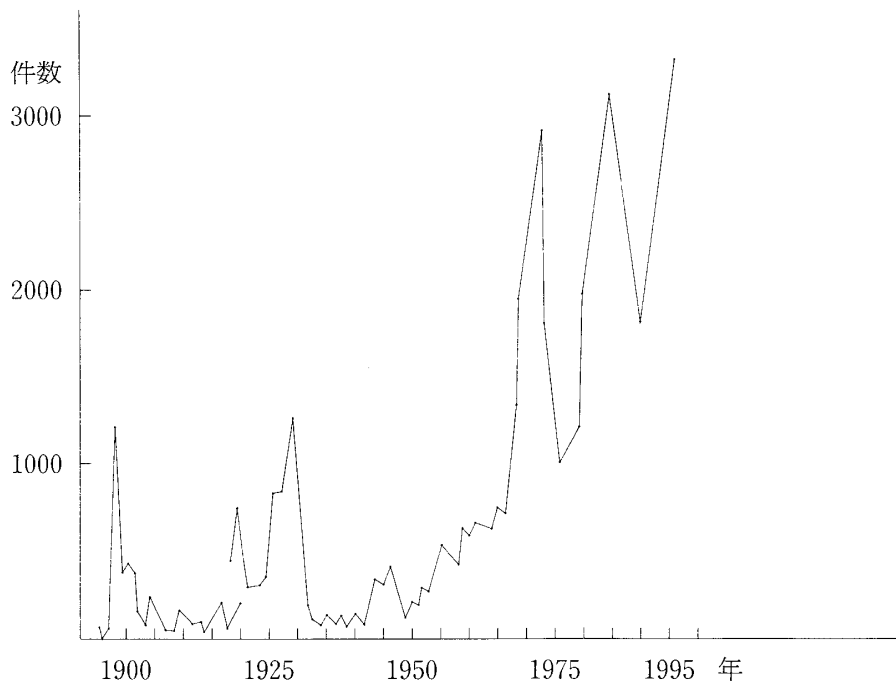
第2次展開期と言われる時代は、1920年代を中心としたもので、水平的統合(Horizontal Integration)の時代と言われ、現在の米国を代表する企業の各社がその基礎を固めた時代であった。この時期のM&A活動は、1929年の金融恐慌を境として急速に活動が沈滞していった。

第2次世界大戦の前後のM&A活動低迷期を過ぎ、1960年代の第3次展開期となる。この時代は、強いアメリカが象徴されている時代であり、コングロマリット型の統合が全盛を極めた時代であった。この時代の活動は、1969年をピークに、1973年前後のリセッションを境として停滞期を迎えることになる。

そして、現在に続く第4次展開期が出現する。1980年代に入ってから、当時のレーガン大統領時代の規制緩和政策が功をそうし、あらゆる産業において自由なリストラクチャリングが導かれたことによるものであり、資金余剰、低金利といった経済的背景をもっていたことも活動を促進する要因になっていたといえることができるであろう。

1980年代後半から1990年代の端緒にかけて第4次展開期が終焉したとする見方には、若干の疑問も残る。1992年以降のM&A活動の伸びは、件数においても、取引金額においても顕著なものがあり、一つの大きな傾向として捉えることが可能なような状況を体している。この傾向がさらにどのように展開するかについては不透明であるが、産業の

図-1 米国におけるM&A活動推移概要



出所：Malcolm S. Salter and Wolf A. Weinhold, "Marger Trends and Prospects for the 1980s," Harvard Univ, Dec, 1980, p.3 および Mergerstat' Review 1996, Houlihan Lokey Howard&Zukin, p.1より作成

リストラクチャリングの傾向を背景とするかぎり、長い時間のスパンの中で小さな山ができていくことは明らかである。現状では、いわゆるバブル経済の崩壊によって、第4次展開期が一服した後に、M&A活動が再展開しているを見た方が、むしろ適切であろうと考えてもよい。傾向を確定させるには、前述の如く、将来の歴史家の判断を待たざるを得まい。

いずれにしろ、米国におけるM&A活動は、経済的背景を持つ社会情勢を反映したものであり、反トラスト法の強化と相反しながら展開する様相を体しながら、常に経済効率を高めることを意識して成長を指向する企業各社が、産業の再編成までも引き起こしつつ、経営活動を展開してきたことを物語るものとなっているといえる。

III. 経営戦略としてのM&A

今日の企業を取り巻く内外の環境は、量のみならず質についても、ともに大きな変化を来し、なおかつその変化の速度は、かつて経験したことがないほどの早いテンポで動いている。一昔前の10年分の変化が、まさにわずか1年の間に経験されてしまうと言っても過言ではない状況が現状であろう。そうした状況のもとで、ゴーイング・コンサーンとしての企業を見たとき、常に変動する環境と対峙しながら、あるいはその環境を取り込むことを考慮しながら、成長し続けなければならない厳しい状況におかれていることを知ることができるであろう。

何らかの手段によって、成長を維持しようとするならば、M&A活動によって成長を図ることが最もたやすい方法であると言われる。なぜならば、すでに基盤の整っているものをその場で手に入れることによって、時間と経費を節約することが可能になるからだ、というのが一般に言われているM&A活動擁護の弁である。すでに基盤のできているもの、すなわち独立した企業（あるいは事業）として実績を持つものであって、買収あるいは合併することによって、積極的にシナジー効果（Synergy Effect：相乗効果）が得られるものを入手することができるからであるということになる。ここにいうシナジー効果とは、あくまでも正のシナジーを得る効果をいう。売上高1億円の企業と同じ1億円の売上の企業とが合併することによって、相乗効果が生まれ、3億円の売上が期待されるような状況をいうものと考えればよいであろう。今日では、むしろ負のシナジーが注目されており、M&Aによる弊害をいかに排除するかが大きな問題と言えよう。アフター・マージャーの論点は、まさにここにあることになる。（この点については、紙幅の都合で別稿に譲る。）

企業の成長は、企業内部の成長要因に頼ったものと、企業外部に存在する成長要因に頼ったものとに分けて考えられることは既によく知られているところである。すなわち、内部成長と外部成長である。M&A活動は、まさに企業外部に存在する成長要因を

企業活動に取り込むことによって、自らの成長に寄与させることを考える典型的な手段として捉えることができる。企業の成長そのものは、売上高の増大あるいは売上量の増大、ないしは利益額の増大あるいは利益率の拡大として捉えれば最も分かり易いであろう。企業成長をどのような尺度で捉えるかについては、いろいろと意見が分かれる。企業成長を測定する尺度としてどのようなものが適切であるかということについては、ここで細かな論議を行うことは避けるが、概して言うならば、売上や利益といった類の何らかの尺度で見た成長を、その基本と捉えておいて何ら差し支えないであろう。⁸⁾

売上や利益を拡大するためには、自由主義経済体制下における企業を前提とするかぎりは、競争原理が働いているはずであり、自由競争の下で如何に他社より優位に立つことができるか、言い換えると、如何に競争優位の戦略を持つことができるか、ということが大きなポイントとなる。ニーズ指向が強い場合でも、シーズ指向が強い場合でも、いずれの場合についても、常に市場を念頭においていなければならないことはいうまでもない。いかに戦略優位のポジションを形成するかということが要求される。そうした場合、自らの力だけでは限りがあることは明らかであり、何らかの形で企業外部の成長要因を取り込んでいくことが必要となることになる。ここで言うニーズ (Needs:欲求) 指向とは、市場の要求に合わせたものを如何に開発していくかを中心に考えることをいう。一方、シーズ (Seeds:種) 指向とは、基礎技術 (ネタ) を如何に商品化して市場を開拓していくかを中心に考えるものをいうものである。いずれにしろ、製品の差別化による市場における戦略的優位のポジション (SEP: Strategic Excellent Position) を形成することを意味する。⁹⁾

①提携の戦略

外部要因に頼った場合に、まず、“提携” (alliance ないしは tie-up) ということが考えられる。技術提携、販売提携、あるいは経営管理に関する提携であろうと、どのような形の提携であっても、自社に欠けているものを提携先に対価を支払うことによって、自社のものとして獲得することが可能となる。この場合、提携に関わる対価を支払うことによって、相当なコスト負担が発生することになるが、自らの力によって開発・開拓することに比して、確かに即効的な手段であり、コストさえ見合えばそれでよいということになる。特許料を支払うことによって基本特許を入手し、周辺技術を開発することができれば、大きな収益につながることを想定することができると思えるのは容易である。既に他社が開拓した販売ルートに自社の製品を流通させることによって、市場の新規開拓に代えることができれば、これもまた大きな収益につながることを容易に予見することができる。

提携という形をさらに進めることによって、M&Aという概念が現実のものとなってくることになる。すなわち、資本提携と持ち株比率の関係がM&Aの概念を誘導するこ

とになる。資本提携というものについては、株式持ち合いによる若干の資本参加という場合もあり、ここでは、ターゲット企業の経営支配権を獲得することによって、ターゲット企業が保有しているもので自社の成長に積極的に貢献すると考えられるものを入手することを目的としての資本参加を、資本提携として考えればよいであろう。とするならば、連結財務諸表上に計上されることになる持ち株比率20%を超える資本参加は、まさにM&Aを実行したのと同じ効果を得ることが可能になる。¹⁰⁾

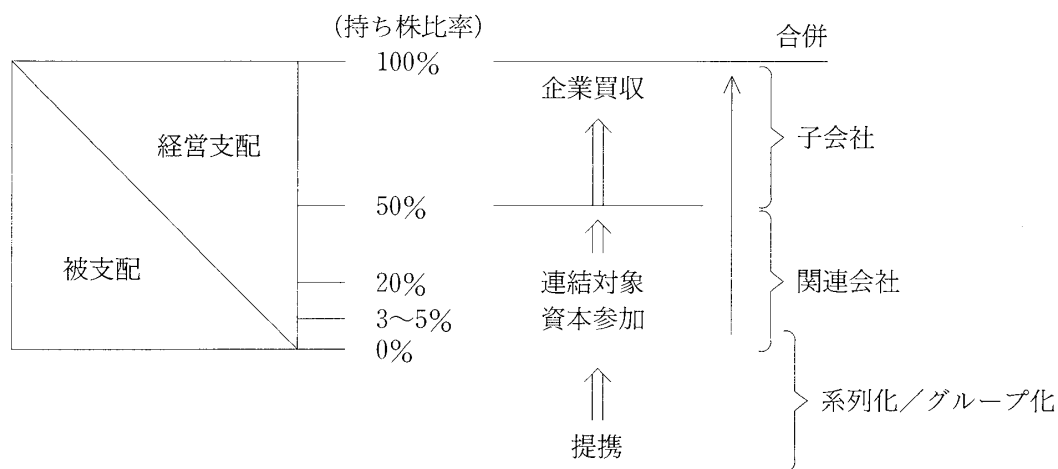
②合弁の戦略

資本提携の形を変形して、自社の外に求めることも考えられる。すなわち、互いに資本なり、現物を出資することによって、独立採算の別会社を設立することによって、自社にないものを手に入れることが可能になる。現物出資の形で、自社にない技術などを提供してもらうことができれば、自社とは別の会社として存在する企業となっても、連結決算上で業績を加算したり、投資勘定に利益を還元すること（受取配当等）によって、あるいは原材料や製品に関わる振替価格を利用することによって、自社内の業績と何ら変わらない業績を手することは可能である。

経営戦略上、合弁としたほうがよいか、あるいは、提携に留めたほうがよいか、といった問題は、他の環境要因、すなわち投資環境を制約する法的規制や、相手方の意向などを考慮して決定されることになる。いずれにせよ、合弁によって自社の保有していない外部成長要因を手に入れることは十分に可能なわけであり、合弁の戦略は、実質的にはM&A活動と同じ効果を得ることが可能になる。

特に海外に進出する場合などは、各国の投資管理法などによる直接投資に関する制約などのために、合弁形態を採らざるを得ない場合も往々にしてある。やむを得ず合弁形

図-2 持ち株比率と経営支配



(注) 会計上把握できる連結決算対象になる持ち株比率未満の資本参加については、明確な定義が難しい。ここでは、株主総会における議案の発議権の有無を目途としている。

態を採る場合は、まさにM&Aに代替したものと考えられるわけであって、実質的には、M&Aそのものと言える場合も存在することになる。従って、合弁は資本参加の変形として考えられ、提携とM&Aの中間的な形態と考えることができる。言い換えるならば、合弁は、将来のM&Aを前提とした前段階と言ってもよいであろう。

資本参加の程度、すなわち持ち株比率の水準で捉えた関係は、図-2に明らかであろう。

③系列化／グループ化の戦略

企業が株式を取得する場合には、様々な状況が考えられる。いわゆる財テクの一貫として余剰資金を運用して株式を取得する場合は、単に投資勘定に関わるポートフォリオ戦略であり、リスクを極小化し、利益を極大化する分散投資に過ぎない。株式を取得することによって、積極的にターゲット企業の経営支配権を取得する意図が明確でないかぎりには、M&Aがらみの株式取得とは言えないことになる。

若干の資本参加が認められる場合でも、資本参加することに対する意図が明確でない場合があり得る。余剰資金の運用でも、将来の経営支配権の獲得でもない場合があり得る。企業グループを形成していく過程で、系列内あるいはグループ内の各社が若干の資本を持ち合うことがよく知られている。この場合には、系列あるいはグループに対する忠誠心の証と言ったような意味合いが強く、資本を提供することに積極的な意味があるとは考えにくい。我が国の化粧品、医薬品、電器、自動車等の販売に係わる業界にみられるような系列化に典型的な例を見ることができる。集団となることによってより大きな業績を達成しようとする意図の下に、系列やグループが形成される意味合いが強い。このような場合、確かに企業外部の要因に頼っていることも明らかであるが、資本参加に積極的な意味を認めることはできない。

尚、系列化やグループ化についての概念については、学説上確定したものがあるとは言いがたい。概して言うならば、社会通念上認識されているものが現に存在していることを、思い起こせばよいであろう。

④M&Aの戦略

M&A活動は、企業の外部成長戦略として最も典型的な戦略ということができる。これまで見てきた提携や合弁といった戦略よりもさらに進んで積極的にターゲット企業(事業)を飲み込んでしまうという戦略ということになる。あくまでも、ターゲット企業の経営に関わる支配権の取得が目的であって、自社の中にターゲット企業(事業)を取り込むことによって成長を企図することが基本になれば、単なる投資案件に過ぎないことになる。従って、投資の意図がどこにあるのかを見極めることが必要となる。しかもこれまで見てきた提携や合弁ではなく、なぜM&Aでなければならないのか、といっ

た戦略上の意図を明確にすることが必要であろう。

1989年の12月に、米国において当時史上最高額の大型のM&A取引が記録された。M&A仲介業務を主たる業務とするKKR (Kohlberg, Kravis & Roberts) 社が、煙草および食品産業の雄たるRJR ナビスコ社をLBO (Leveraged Buyout) によって、247億7千万ドル (約3兆7千億円) という、当時としては途方もない金額での買収劇であったので、極めてセンセーショナルな話題となったものである。約2ヶ月半にわたる経営陣との攻防の結果、既存株主は、KKR社の買収プロポーザルを認めるに至ったのである。攻撃側のKKR社も防衛側のRJR ナビスコ社の経営陣も、いずれのサイドも同社の株主に対して、LBOによるプロポーザルを行った。いわゆるマネジメント・バイアウトと部外者による敵対的な買収とのそれぞれ異なる思惑による攻防戦となったのである。通常であれば、現役の経営陣によるマネジメント・バイアウトの勝利に帰するところであるが、このケースでは、明らかに経営陣の敗北となった。

買収のターゲットとされる企業は、通常3～5割程度は過小評価されていると言われるのが一般的であり、過小評価の状態を改善することができなかった経営陣が責任を負わされた形となっている。KKR社は、RJR社の事業そのものについては、精通したものはなかったわけであるが、RJR ナビスコ社をリストラクチャリングすることによって、RJR ナビスコ社の評価を引き上げた上で、株式を市場に再度公開し(株式再上場)、市場における株価水準を高めた上で、保有するRJR社の株式を再売却することによって、キャピタル・ゲインを得ようとしていたものと見られている。

この例では、買い手が事業会社ではないという点で、投資運用の手段としてM&Aを使ったということが出来るが、株主の利益を復元することに関しては、大きなメリットを残したことになる。又、金融収益を主たる業務とするKKR社としては、自らの事業を拡大したということもできる。その意味で、KKR社は、このM&Aを戦略として成功させたということができる。¹¹⁾

IV. M & A活動の実際

ここでは、実際にどのような手順を踏んで、M&A活動が展開していくのかを以下に考察する。手がかりとして、米国のABC放送買収劇の概要を使用する。¹²⁾

1985年12月、米国の三大放送ネットワークの一翼を担うABC放送ネットワーク社が、ほとんど知名度のないCCC (Capital City Communications) 社に、35億ドルで買収された。我が国の放送業界の場合には、民放各社の陰にそれぞれ新聞社が大株主としてついており、米国の放送業界とは状況が大きく異なるので、日米の状況をいちがいに比較することはできない。全国放送網を持つ東京のキー局が、名もない地方の有線放送会社を買収されたといった状況に等しい。

この買収劇は、ほぼ1年前からのCCC社のアプローチに始まったとされる。この経過を見てみると、買収側及び売却側の意図を知ることができるであろう。

買収者側のCCC社は、更なる事業の拡大を図るため、買収ターゲットを求めている。株式市場において過小評価されていたABC社は、CCC社にとって格好なターゲットとなった。一方、被買収者側のABC社は、業績が思うように改善できず、三大放送ネットワークの他の二社、すなわちCBS社とNBC社とに遅れを取っていることが、当面の経営上の課題となっていた。なおかつABC社としては、90才になろうとするカリスマ的存在のジョンソン社長の後継者難に悩んでいたということが出来る。したがって、買収者側のCCC社と被買収者側のABC社との両者の思惑が一致したところで、友好的に買収が完了したと見てよい。

この例を前提として、M&A活動の実際を見てみると次のようになる。

①M & A戦略の決定

企業成長を企図して、どのような方策があり得るかを検討し、外部成長としてM&A活動の実施を決定することが、まず第一段階となる。この時、いくつかの代替案の中から、

*ターゲットとなる企業（あるいは一部の事業）についてのあらかじめのアイデアがあること、

*買収資金についてのある一定の範囲での承認が得られていること、
当然シナジー効果を考えて、

*十分な期待利益（どの程度の投下資本利益率が期待できるか）を望めるか、
ということについてのコンセンサを持つことが必要となることはいうまでもない。

②ターゲット企業の選定

独自にターゲットを探索すると同時に、M&A仲介専門業者や金融機関（銀行、証券会社等）、あるいは、弁護士、公認会計士といった専門アドバイザーによる情報の提供を受け、ターゲット企業を絞り込んでいくことが必要となる。最終的に欲しいものは何か？買収資金の調達の可能性を考慮しながら、ターゲット企業のプライオリティー（優先順位）を決定し、どこ（どのターゲット企業）とどのような話に入るかを検討する。

この場合、最終的に欲しいもの（ターゲット企業そのもの、あるいは一部の事業、ないしは特許や工場設備といった資産等）をクラウン・ジュエル（Crown Jewel）という。これは、キラキラきらめく王冠の宝石のように魅力があるものという意味であり、M&A取引でよく使われる表現である。¹³⁾

③事前調査

選定された具体的なターゲット企業に対して、調査を開始することになる。この段階では、具体的な買収金額についても目途を立てる必要がでてくる。したがって、可能なかぎり、あらゆる情報を入手することが要求されることになる。

主として求められる情報は、

* ターゲット企業の市場における地位、

* 経営の状況（特に労使関係にも注意を払うことが必要となる）

さらに、

* 株価水準（株式非公開会社の場合には、株価を推定する）

そして最も重要なことは、

* ターゲット企業の売却意思の確認

ということになる。

この段階の調査は、入手可能な情報が限られた公開情報しかないわけであって、より密度の高い情報を入手することがM&A取引の成否の鍵を握ることになる。より客観的な評価を可能にするためには、ターゲット企業の貸借対照表や損益計算書等の財務諸表を入手することが必要となる。ターゲット企業が株式を公開している場合には、株主向けに公開している資料があり、比較的入手しやすい。しかしながら、ターゲット企業が株式非公開会社の場合には、初歩的な財務諸表の入手すらかなり困難な作業となる。

この時点で、確認しておかなければならないことは、先に述べたようにターゲット企業が買収に応じる可能性があるや否や、という相手の意思の確認である。最終的に敵対的なM&Aになるとしても、ターゲット企業を傘下に収める可能性があるか否かということである。買収の可能性がないターゲット企業に対しての攻撃は、結果的に効率的ではない可能性が強い。「強み」を発揮する可能性があるならば、余分なコストが嵩さむことを避けて、友好的なM&Aを実施することが望ましい。あくまでも友好的なM&Aを想定し、最初から敵対的M&Aの方策を採ることを避けることが交渉の重要なポイントとなる。

ここまでの段階は、杓子定規に段階を踏んで進んでくるものとは言い難い。M&A取引にはタイミングが重要であり、一気に交渉が進むことも当然あるわけであり、実際には、これまでの①②③が一緒に取り進められる、と考えた方がより現実的であろう。

④プロポーザル(Proporsal)

この段階から実際のM&A取引交渉が開始されることになる。プロポーザルとは、M&Aの申込を行うことおよびその申込の内容をさして言う。ターゲット企業に対して、買収者側の意思を伝え、交渉を開始したい旨を提案する。この時、買収価格についても提示し、現在の役員および従業員の処遇をふくめたM&A後の経営についても指針を提示

することになる。

ターゲット企業側に、プロポーザルを検討する余地さえあれば、交渉が継続されることになる。仮にターゲット企業にプロポーザルを検討する意思がなければ、その時点で撤退するか、敵対的なM&Aの方策を採ってあくまでも攻撃に転ずることになる。M&A取引が成功するか否かについては、ある程度までの成功の可能性を前提として交渉が開始されるわけであるから、交渉の過程で、交渉を継続する可能性を見いだすことができれば、あくまでも友好的に交渉を展開していくことができることになる。

ターゲットとされた企業にとっては、何らかのメリットがなければ、取引に応じることはできない。これは、当然の成り行きであって、ターゲット企業としては、買収者に対して好意を抱くことができ、かつ、そのプロポーザルがよほど魅力のあるものでないかぎり、M&Aのプロポーザルに対して拒否反応を示すことになっても致し方ないのである。

⑤秘密保持契約 (Confidentiality Agreement)

M&A取引には、情報の漏洩がつきものである。インサイダー（内部者）による行為であろうとアウトサイダー（外部者）による行為であろうと、情報が漏洩するということはM&A取引を歪んだものにし、取引自体が失敗に帰する可能性が高くなる。M&A取引は、最終的な合意に至るまで極秘裡に話が進まなければ、公正な取引ができない。

プロポーザルを提示した後、交渉が展開されるようであれば、取引交渉が進んでいること自体を秘密にしなければならないことはいうまでもない。しかも、交渉の過程で開示される情報については、交渉が決裂したとしても公開しないことが条件となる。交渉に際しては、公正な評価の下に妥当な買収価格を決定しなければならないために、徐々に必要とされる情報が開示されていくことになるが、かりに交渉が決裂した場合には、ターゲット企業としてはかなりの情報を開示してしまった状態で、市場に残されることになる。そのような状態は、ターゲット企業にとって好ましいわけではなく、何らかの形で歯止めを掛けておく必要があることはいうまでもない。したがって、買収者側、被買収者側のいずれのサイドにも取引に関わる守秘義務を負わせることになる。これを成文化しておくことによって、買収者側も被買収者側も、落ち着いて交渉に臨むことが可能になる。守秘義務を成文化して残すことが、秘密保持契約と言われるものである。どの範囲までを契約として残すかは、ケース・バイ・ケースで異なることになり、アドバイザーとして取引に関与することになる弁護士が契約の締結を担当することになる。

交渉の過程で、その事実が漏洩することに起因して発生する事象は、次の四つの事項に集約することができる。商法上の「風説の流布」に該当する問題である。

*漏洩した一部の情報にもとずく噂が市場に流れることによって、ターゲット企業の株価が上昇してしまい、買収のために用意された資金量を超える買収価格となって

しまい、買収の実現が難しくなる可能性がある。

*噂によって、ターゲット企業の従業員に動揺が広がり、M&Aに反対する行動が起こり、収拾が着かなくなり、取引を放棄せざるを得なくなる可能性がある。(これは、被買収側の抵抗感の問題であり、ターゲット・レジスタンス(a target's resistance)¹⁴⁾といわれる。

*交渉の過程で、噂を耳にした第三者(ターゲット企業のホワイト・ナイトの場合もある)が現れ、競合ビッドの状況が生まれることによって、必然的に買収価格が上昇してしまい、成功したとしても買収価格が高いものになってしまう可能性がある。

*結果的に失敗したとすると、買収者側としては、M&A戦略をもっていることが周知の事実となってしまうことによって、次のターゲットへのアプローチが難しくなる可能性がある。また、ターゲット企業としては、ターゲットとされるような弱点があることが広く知られてしまうことになり、引き続きM&Aのターゲットにされる可能性が出てくる。

⑥カウンター・オファー (Counter Offer)

プロポーザルに対して、ターゲット企業から対抗案が出されてくる。買い手としてはバーゲン・プライスで買収することを目論み、売り手としてはボーナス・プライスで売却することを目論む。M&A取引も、売買という点についてだけみれば、商取引と何ら変わるところはない。買収プレミアムの幅の問題である。

最初のプロポーザルに対して要求が出されてくるものをカウンター・オファーという。カウンター・オファーは、当然一回とは限らない。ターゲット企業に売却の意思があるかぎり、何度かの条件交渉が繰り返されることになる。表面上の買収価格についてのみならず、役員のゴールデン・パラシュートや、従業員の福利厚生費や、その他の条件についても交渉が行われることになる。

買収者側としては、ある一定の基準日における表面上の買収価格のみならず、買収に関わる総コストを考慮して交渉が進められることになる。結果的に買収側に有利に決着した場合には、バーゲン価格(Bargain Price)となり、ターゲット企業側に満足な価格で決着した場合には、ボーナス価格(Bonus Price)ということになる。

一定の基準日とは、取引の直近の決算日とか、交渉によって妥当な日が決定されることになる。いつを買収価格算定の基準日とするかについても、ターゲット企業の業績が上向きか下向きかによって論点の分かれるところとなるわけで、ここでも取引当事者間の綱引きが行われることになる。

⑦レター・オブ・インテント (Letter of Intent)

買収価格についての合意ができると、M&A取引に関する合意を明記した書類を取り

交わすことになる。これをレター・オブ・インテント（趣意書、基本合意書）という。ここでは、お互いの意思を確認し、ターゲット企業は、取引が完了するまで、他のプロポーザルには応じないことが明記される。買収者側は、取引が完了するまでに、買収コストに大きな変化が生じるような事態が発生した場合には、取引をキャンセルする権利が留保されることになる。この時点までは、若干の情報の開示があったにせよ、ターゲット企業の内部には入り込んで全ての情報を開示させた上で、詳細な検討は成されていないわけであって、買収者側としては、さらに詳細な検討を行う時間を持つことが認められる。しかしながら、基本的な合意はできたことになるので、よほどのことがないかぎりには、微調整がある程度で、取引完了の日を迎えることになる。

⑧ デュー・ディリジェンス (Due Diligence)

レター・オブ・インテントを取り交わした後に初めて、買収者側がターゲット企業の全ての情報を開示させることができる。この段階で買収価格の妥当性の確認が行われる。この時点では、公認会計士を中心とした専門家による分析が行われ、詳細に調査されることになる。これを、デュー・ディリジェンス（詳細調査、詳査）という。

ここでは、主として隠された偶発債務はないか、特定の訴訟を抱えていないかなどを中心に、ターゲット企業の全貌が明らかにされていくことになる。この段階で、買収コストに大きな影響を与えるような事項が発見されれば、買収価格の見直しということになる。見直しができないということになれば、高度な政治的判断で妥協するか決裂するかということになる。通常は、かなり多くの情報が既に開示されているはずであり、事実を確認するということが主たる業務となる。

⑨ クロージング (Closing)

取引の完了を意味する。デュー・ディリジェンスによって問題が生じなければ、レター・オブ・インテントによってあらかじめ決められた手続きを経て、取引完了日 (Closing date) に取引が完了することになる。被買収者、すなわちターゲット企業が、株式公開会社の場合には、最終的に TOB (Takeover Bid, Tender Offer: 株式公開買付) の完了を待たなければならないこととなるが、株式非公開会社の場合には、株式と資金との交換授受によって、取引が完了することになる。

但し、特定の法律によって、M&A取引が公正であるかどうかの審議を必要とされる場合には、その審査の終了を待たなければ、M&A取引が最終的に成立したとは言えないことになるので注意を要することになる。国防関連産業に指定を受けている場合、あるいは独占禁止法によって規制されている場合など様々なケースについて、事前に状況を把握しておく必要がある。冒頭にあげた ABC 放送の場合などは、放送事業の公正さを保持する目的で、連邦公正取引委員会 (Federal Trade Commission) の審査に付され、

TOB 完了後、1年の審査を経て、M&A後の新会社が承認されている。

V. むすびにかえて

近年、我が国でもM&A活動に対する関心が高まってきていることは、周知の事実である。しかしながら、実際に国内でどの程度の規模でM&A活動が展開されているのか判別しにくいところがある。企業成長を企図した経営戦略の一つとしてM&A活動が展開されていることは確かであるが、欧米流の展開をみるには至っていないのが実情であろう。欧米では、ある日突然に経営主体が変わってしまうということが、日常茶飯事の如く行われているが、翻って我が国の状況を見てみると、表面上はM&A活動がないに等しい状況といえる。ほとんどの取引が水面下の動きとして終わってしまっており、表面上に現れるものは、新聞紙上を賑わすような一部の大企業によるセンセーショナルな話題に過ぎない。あくまでも内部成長を指向して、ドラスティックなM&A活動を避ける傾向があると見てよいであろう。少なくとも最近までは、明らかにそうであったということができる。

我が国には、百万社を超える株式会社が存在するが、株式を公開している（上場している）企業は、そのうちのわずかに約二千数百社に過ぎない。すなわち、近代的な企業組織の形態と言われる“所有と経営が分離した”，本来の意味での企業が極めて少ないということになる。株式会社を設立する本来の目的は、不特定多数の有限責任の株主に出資を仰ぐことによって、多額の資金調達を可能にするというメリットにあったはずである。しかしながら、我が国の株式会社の多くは、多額の資金調達を可能にするために株式会社組織の形態を採るというよりも、どちらかと言えば、株式会社の形態を採った方が社会的に信用が高く、商取引上より有利であるといった定性的な理由によって設立されていると言えるのではないだろうか。すなわち、株式会社は社会的なステータスとなっているということができる。ほとんどが有限会社であって、株式市場の規模が極めて小さいドイツなどと比べて特異な状況が生まれているのである。

したがって、今日衆人の耳目を集めているM&A活動のような、高度なマネジメント・テクニックを駆使した経営戦略、ないしは経営方針といったようなものの必要を感じないという側面があることも否めないであろう。換言すると、高度なテクニックを駆使しなくとも、友好的に話し合えば、合併も容易に可能であるし、買収も簡単に決まってしまうということになる。我が国の約百万社の株式会社の中のほとんどを占める個人経営と言われる中小企業に、M&A活動がないというわけではない。いかなるレベルの企業においても、成長概念がある以上は、外部成長としてのM&A戦略があつてしかるべきである。但し、卓越した一人のカリスマ的存在の人間の意思決定だけで済む場合と、高度に成熟した近代的な企業組織の中での意思決定とでは、自ずから異なった環境を考慮

しなければならないことは言うまでもない。近代的な組織形態を持つ企業の場合には、単にカリスマ性を持つ一人の意思決定によって行動指針が決定されるのではなく、組織の総体としての合意を背景とした意思決定が成されている。しかもそれは、経営の公正さについてのチェック機能をも果たしていなければならない。この点が中小企業との大きな違いとなって現れてくることは否めない。したがって、それぞれの状況に応じたM&A戦略を創り上げ、それを実践することが重要となる。

本稿においては、成長を企図する重要な経営戦略として規定されるM&A活動について、その基礎的な概念を明確にするために、その実際のフレームワークを中心に考察することを主眼とした。経営戦略上の諸問題についての考察は、別稿に譲る。¹⁵⁾

(1996年12月末日脱稿)

注

- 1) グリーン・メイラー (a green mailer) については、脅迫状を意味するブラック・メールから発想されたものと言われている。M&A市場において活発に活躍(暗躍)している専門家をさして言う。グリーン・メイラーに関しては、拙著『M&A 成長へのシナリオ』同友館、1989年に詳述しているので、参照願いたい。
- 2) 日本経済新聞、平成2年6月29日付、他一連の関連記事
- 3) 1990年7月16日放映のNHKスペシャルにて、(株)小糸製作所の株主総会(平成2年6月28日)の実録が紹介された。臨場感たゞよう株主総会会場の状況が興味深い。
- 4) 公正取引委員会年次報告(独占白書)として、各年の営業譲渡、合併の状況が報告される。
- 5) 我が国においては、現状では、純粋持ち株会社は法律上認められていない。法改正の動きがあり、近い将来認められることになるであろう。
- 6) この分野における統計資料としては、Mergerstat Review がもっとも信頼性が高いと言えよう。創業後30数年になる同社自体もM&Aの対象となり、W.T.Grimm社からMerrile Lynch社を経て、現在、Houlian Lokey Howard & Zukin社の一事業部となっている。
- 7) 1911年発効のグラス・スティーガル法に代表される。
- 8) 成長概念については、前掲(1)の小野崎(1989)を参照願いたい。
- 9) Strategic Excellent Position (SEP) については、スイスのCuno Pünpimが提唱した概念である。Pünpim, Cuno, "The Essence of Corporate Strategy," Gower, 1987.を参照願いたい。戦略優位のポジションとして、我が国のコンサルティング実務界に紹介された。アーレスト・ヤング・コンサルティング社(現朝日親和会計社の子会社)の手によるものであった。
- 10) 前掲(1)の小野崎(1989)の第8章に、M&A前後の評価問題として、経営支配の関係を取り扱った。出資比率と支配形態の分類に関する考察として、同書を参照願いたい。
- 11) 当該買収事例の経緯については、同上小野崎(1989)第4章に詳述している。
- 12) 同上小野崎(1989)第5章に詳述している。

- 13) M&A分野において使用される専門用語については、拙訳『企業買収・売却戦略』同友館、1988年 (Hopkins, Thomas H., "Mergers, Acquisitions & Divestiture," Dow Jones-Irwin, 1983) に、基本用語集として添付した。参考にされたい。
- 14) ターゲット・レジスタンス (a target's resistance) については、アフター・マージャーの問題として、流通経済大学論集1996年第3号に、プリチェット (Price Pritchett) の所論を中心に考察した。参照願いたい。
- 15) 本稿は、かつて、三和銀行の月報に掲載した論文を下敷きに、大幅に加筆修正したものであることを注記するとともに、小野崎(1989)で論じた論点を再考したものであることを付記する。