

M&A 後の経営とターゲット・レジスタンス

小野崎 恒夫

1. はじめに

企業は、内外の環境に適応しながら、常に成長を企図しているものということができる。本稿においては、企業外部に正の(積極的な)シナジー効果を求めて M&A 活動を行う企業にとって、M&A 後のシナジーが有効に効いてくるような行動が可能か否かについて、プライス・プリチェット(Price Pritchett)の所論¹⁾を中心に考察を加えていく。

1980年代において、企業の成長戦略としての M&A 活動(Mergers & Acquisitions: 合併・企業買収活動、以下においては単に M&A という)が活発に展開された。我が国や、米国における史上に残る巨額取引の M&A の事例を考察するには、枚挙に暇がない。しかしながら、主として金融市場の低迷を背景として、M&A 事例の中には、最悪の事態に陥っているものがあることも否めない。事業計画は、本来、長期的な展望をもって実施されるものであり、ある程度の市場の変動は、当然予測されていなければならないことではあるが、短期的な投資利益を追求するがあまり、長期的な展望に欠けるケースが散見されるようになったことがその背景にある、と言えはしないだろうか。いわゆるバブル経済の隆盛に伴う、安易な投資意思決定が招いた結果というには早計に過ぎるであろうが、そうした意味合いが強く反映されていることも衆目の一致するところであろう。

M&A 活動そのものは、高度な経営戦略の一つとして認知されていることに変わりはない。したがって、戦略の実施に伴う投資意思決定に、

期待利益の推定に関する見積の誤りや甘さがあったということであり、M&A を適用するという意思決定の正否そのものより、どのように適用していくかという意思決定のプロセスが問われてしかるべきであろう。M&A には、株式あるいは出資金に関わる持ち分の移動が伴うわけで、その対価(買収に関わるプレミアムを含む)の認定そのものが問題となろう。したがって、M&A 後にその戦略が失敗であったと認識される主たる原因は、将来の期待利益に比して、買収価格が過大に評価され過ぎていた(買収プレミアムが大きすぎた)ということに起因することになる。この場合、将来の余剰キャッシュ・フローに関わる期待利益には、経済変動に伴うリスクが十分に織り込まれていることが必要であり、この点に関するリスク・マネジメントの弱い例が、市場変動に伴って露見してきたということができよう。

マネジメントに関わる定量化し得る要素の推定は容易に可能であるが、定性的な要因についてはその把握自体が困難であるという理由で、ターゲットの評価が不確定になってしまっているということはいうまでもない。しかしながら、定性的な要因が把握できないからといって、戦略としての M&A が実施できないというのであれば、M&A 活動の意味自体が不透明なものになってしまうことになるわけであり、以下においては、M&A 後の利益確保について、換言すれば、投下した資本に対する利益回収の程度(投下資本利益率: ROI)の維持について、ターゲットの既存の経営陣や従業員の資質等の定性的な問題を中心に、若干の考察を加えていく。

II. ターゲットの価値評価

ターゲットの評価については、物的に評価可能なものと、そうではないものに分けて考察することが必要となる。

ターゲットが株式を市場に公開しているものであるならば、公的に容認された公開情報としての財務諸表を入手することができる。我が国であるならば有価証券報告書の類であり、米国で言うならば、フォーム10Kあるいはフォーム10Qなどがこれに当る。公開されているこの種の会計情報は、ある一定の手法の下に、比較的正確にターゲット企業を評価することに役立つ。問題は、その陰に隠されている非公開情報を、公開されている情報から如何に読み取るかということになる。株式が市場に公開されていないターゲットの場合には、過去の会計情報の入手の段階から、評価手続に困難を伴っていくことになる。通常であれば、何らかの形で、直近5期間程度の会計情報を入手することによって、表面上に現れている企業の姿を評価することが可能になる。この段階で、簿外の資産や債務あるいは債務保証等についても把握することが必要であることはいうまでもない。

定性的な評価の問題としては、経営者の経営能力に関わる資質の評価が最大の問題であり、人的資源を将来にわたっても維持するのか、あるいは全く新しい経営体制(経営陣)を作り出すことが有利であるかを判断することが必要となる²⁾。

いわゆるバブル経済といわれた1980年代のM&A活動を支えてきた大きな要因は、将来にわたって十分な期待利益を賄って余りあるコストで、買収資金を資本市場から調達することが可能であったという事実を見逃すことはできない。1980年代の米国において隆盛を極めたLBO (Leveraged Buyout)³⁾は、まさに、巨額な負債に頼った買収戦略であり、将来の市中金利の動向しだいでは損益が大きく触れることが判然としたものであった。LBOによるM&Aは、買収資金の調達に極めて大きな負債に寄っているとい

う特徴を持つために、M&A後のターゲットの経営がM&Aの成否の全てを決するといっても過言ではない。これは、M&A後の新社の資産を買収資金調達の担保として設定し、新社の事業展開によって発生する余剰キャッシュ・フローを、買収に関わる負債の返済及び利払の原資としているという点で、M&A後の新社の経営がM&Aの成否に関わる直接的な大きな要因となる。その点において、M&A後の新社の経営に特に注目していかなければならないという際立った特徴を有している。

金融費用の変動は、いかなる形態のM&Aについても言えることではあるが、LBOの事例ではそれが際立ってくることになる。その意味においては、LBO後の経営に関する課題は、M&A全般に言えることになる。かつて、小野崎(1989)で指摘したLBO後の経営について考察すべき前提の設定は、M&A全般について援用できるので、若干表現を変えて、ここに提示してみる。

- ① M&A後の新社の経営陣の資質について問題はないか。(主として定性要因の評価となる。)
- ② M&A後の新社の経営計画は確実か。(不確定な経済環境の下での市場推定の正確さが要求される。)
- ③ M&A後に期待される新社のROI(投下資本利益率)の感度分析は十分に行われているか。特にキャッシュフローの推定に誤りはないか。
- ④ 市中金利の動向についての推定は十分に行われているか。
- ⑤ 税法上の問題はないか。

こうした前提を満足するような推定には、定性的な要因をどのように定量化していくかが課題となるのは言うまでもない。定量的に把握される要因は、評価者によって大きく異なることはない。しかしながら、定性的な要因の評価については、個々の評価者が持つ評価基準によって、結果が大きく異なることになる。本稿では、ターゲット企業の中で起こるであろうM&A後

の反応を考察しながら、正のシナジー効果を如何に生み出していくかということについて、定性的な要因を中心に、以下にみていく。プリチエットは、その思考の底流に、M&Aによって、むしろ負のシナジーが発生するのではないか、という危惧を持っていると考えられる⁴⁾。後述する。

尚、M&Aにおいては、ターゲットの株式を取得した後、ターゲット企業、あるいはターゲットの事業をどのような形態で経営していくかは、業界の特性や、利益の把握に関する方針等によって様々に異なる。それぞれ異なった戦略に基づくM&A、ということになる。典型的には、ターゲットを独立した子会社として経営するか、買収企業本体に合併してしまう、といった類の問題である。M&A実施までのターゲットとの関係、業界及び市場における双方の地位の問題、関連法規の問題、ターゲットの立地を所管する行政の税法の問題等によって、最も好ましい経営形態が決定されてくることになる。しかしながら、これらは、ある意味では、形式の問題に過ぎないということもできるので、以下においては、100%の株式買収、合併、実質的な経営支配を伴う資本出資、提携としての資本参加等、いずれの場合においても、ターゲットが買収者(買収企業)の傘下に入ったという事実を踏まえて、「マージ(merge)」された状態と捉えていくことにする。すなわち、M&A後の経営の状態を総称して、アフター・マージャーの経営として捉える。プリチエットに従うものである。厳密には、戦略上異なったものとなるので、詳細は、小野崎(1989)を参照願いたい。

III. ターゲットの抵抗

ターゲットの側から、M&Aの事象を見てみることも必要となる。すなわち、買収者(買収企業)がターゲットの経営を支配するに足る株式を取得した後、ターゲットがどのように経営されるかが大きな関心事となるからである。ターゲット買収後の形態として、合併されるか否かはともかくとしても、株式を取得された側と

しては、その事実をどのように把握して、その後の現実にもどのように対応していくかが、既存の経営陣および従業員にとっての大きな課題となる。その意味では、M&A後の経営は、ターゲットが買収者に対してどのような経営上のリスクを提示するかにかかっていることになる。

プリチエットは、ターゲットが買収されるという事態を、次の様な4つの形態⁵⁾に分類して、ターゲット(買収された)側の対応を考察している。

すなわち、

- ①救済 (Rescue)
- ②協力 (Collaboration)
- ③複数による買収合戦 (Contested Situation)
- ④乗っ取り (Raid)

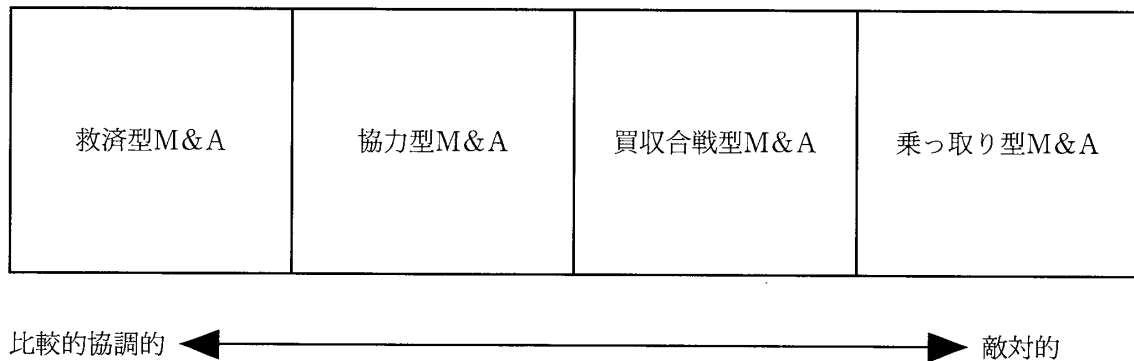
である。

上記は、①から④へ、買収者に対する態度が硬化していく。比較的協調的(cooperative)な態度で買収者を迎えるものから、敵対的な態度(adversarial)で買収者を迎えるものへと変わっていくことになる。すなわち、この4段階の形態によって、ターゲットにおける買収者に対する抵抗感(resistance)の程度の変化を表していることになる。図-1に見られる通りである。

(1) 救済型 M&A (Rescue)

「救済」という概念からすれば、買収者側には、成長を企図した積極的な意味合いはないことになる。我が国の業界再編成に関わる合併(商法上の形式としては、新設合併であろうと吸収合併であろうと、実態としては吸収合併と考えられる)などは、この範疇に入るものと考えられることができる。卑近な例で言えば、化学工業業界の再編を目指した三井石油化学工業と三井東圧化学との合併報道⁶⁾などは、これに当ることになる。我が国で言う、いわゆる「救済合併」は、言葉の上ではこの範疇に入ることは確かであろうが、こうした例は、互いに補完し合うことを前提とした談合のような要素が強く、積極的なM&Aの事例というよりも、むしろ我が国の経営風土を反映したものということができる。さ

図-1 ターゲットから見たM&Aの形態



出所：Pritchett(1985), p.20。

らには、我が国の通産省による行政指導的な要素も強く、個々の企業の独自の企業戦略として捉えるには、特殊なものといえることができよう。そうした意味においては、内容的には、プリチェットの言う「協力」(collaboration) (主として、友好的企業買収を想定して言う) としての分類の方がより適切かもしれない要素を残す。

プリチェットは、こうした「救済合併」のようなものよりも、さらにセンセーショナルな事象を想定しており、大前提として TOB(市場における株式公開買付 (takeover bid) : 以下においては、単に TOB という) による企業買収を回避する方策としての「救済」を想定している。我が国特有の事象などは、どちらかという、付随的に分類されることになる。

プリチェットのいう「救済」の範疇には、次のものが相当する。

(ア) ファイナンシャル・サルベージ・オペレーション (financial salvage operation)

(イ) ホワイト・ナイト (white knight scenario)

いずれの場合にも、「乗っ取り」(raid) に対抗する手段として、好ましい相手に買収してもらうことを想定している。米国においては、ある日突然の TOB などは日常茶飯事であり、敵対的 (hostile) な買収相手に対しては、徹底的な交戦が行われることは周知の事実である。プリチェ

ットは、そうした場合を想定しているのであって、(ア) 及び (イ) は、常套手段として使われる戦略として定着している。

いずれの場合においても、ターゲットには、買収の対象になるような戦略上の弱点があることは否めない。市場は公正な情報による競争を前提としているとすると、ターゲット企業の市場価値(株価)は、単なる会計上の評価よりも低く評価されているはずであり、市場において過小に評価されている株価に対して、アブノーマル・リターンを期待する買収者が登場しても何ら不思議はないことになる。

レスキューの対象となるようなターゲット企業は、市場において過小評価されるだけの十分な理由についての自覚があるにもかかわらず、自らの力では改善に窮している企業ということになる。したがって、買収者としては、株式取得後に行われる相当な資金投下によって、業績を改善することに戦略的な意味を見い出していることになる。

買収者を好ましい相手である、というように認識できるような買収者が登場するならば、ターゲットの心理的な軋轢は少ない。しかしながら、通常は、全く業態の異なる買収者であったり、社内の情報を公開したくない競合他社であることに多い。結果的にいずれかの傘下に入ることになるとするならば、経営陣や従業員の安泰を図る方策を講じることになるわけであり、

他社にサルベージを依頼するか、相手として好ましくない買収者に対抗する TOB 価格を提示して救ってくれるホワイト・ナイトを期待することになる。サルベージに関しては、敵対する買収者に対して、買収しても意味がないという株価になるまで、財務内容を改善することを前提に、資金援助を依頼するオペレーションであり、プリチェットの表現を借りれば、『ウォーバックスおじさん』(Daddy Warbucks)⁷⁾の出現を期待することになる。「救済」に乗り出してくる、ターゲットと友好関係にある買収者を、孤児を援助する紳士に例えた比喻である。

どのような状態の買収であろうとも、買収者は、ターゲットの既存の経営陣や従業員をどのように処遇するのかを明確にしなければ、将来の経営が成り立たないわけであり、従属させられることによる身分上の不安を取り除くことが必要となる。これは、信頼関係が確認されない限りは、モラルの改善など有り得ないわけで、突然の TOB による株式取得などは、当然その衝撃が大きいことになる。ターゲットは、財務上の問題を抱えており、市場において過小評価されていたのであれば、当然、人的資源に関わる改善策は、経営強化の一貫として打ち出されてくることが予想されるわけであり、人事に不安を与えることになる。

事前に救い主としての立場を明確にして登場する『ウォーバックスおじさん』や友好的な意図をもって TOB 合戦に勝利することを想定したホワイト・ナイト等の場合には、買収に際しての成功報酬に相当する権利⁸⁾の移転に関する契約さえ実行されれば、ターゲットは、財務上の基盤を強固にした上で、買収者の意向に左右されることなく、従来の経営を継続することができることになる。買収者、すなわち新しい所有者に対する嫌悪感(抵抗感)は薄いことになる。但しこの場合、財務上の困難に陥った状況を改善することができなかった経営陣が、M&A 後の経営にそのまま残ることが前提であるとする、経営上のリスクが継承されることになる問題が残る。

尚、ホワイト・ナイトの例としては、コノコ社に対する、シーグラム社とモービル社の買収合戦が典型的な例として語られるが、本稿の主眼とするところではないので、別稿に譲る⁹⁾。

(2) 協力型 M&A (Collaboration)

突然の TOB というのは、確かにセンセーショナルであり、大きく報道される事実があるために、M&A 即 TOB と考えられがちな側面が強くある(特に米国においてはそうである)が、実態としては、友好的に交渉が行われて、買収、被買収の双方がお互いの利益を納得した上での M&A が、多くの比率を占めることになる。そうした事例を、プリチェットは協力 (collaboration) 型¹⁰⁾と言っている。換言するならば、友好的な企業買収 (friendly takeover) と置き換えることができる。戦略提携 (alliance) には様々な形の提携が含まれるが、資本提携が進んだ形での友好的な M&A ということになる。

ベアトリース・フーズ (Beatrice Foods) 社は、1960年代から70年代にかけて、M&A 活動を活発に展開した企業として知られているが、その経営陣のトップの一人は、自社の M&A 活動について、次のように述べている。引用する。

「ベアトリースは、友好的な企業買収のみを追い求めてきました。ターゲット企業がベアトリースのどこにも関心を示さないのなら、ベアトリースは引き下がります。でも、そうではないのです。ベアトリースが企業買収をやっているということは、ベアトリースが積み上げてきたものが沢山あるからにほかなりません。ベアトリースは、それによって、十分な成果を享受してきたのです。それは、ベアトリースの傘下に入った人的資源です。ベアトリースは人をうまく処遇する、という評判を確立してきましたし、事実、ターゲットの人々に買収後の経営を任せてきました。今では、ベアトリースが主導権を取った方が、大きな買収取引が成立します。積極的にそうしています。その結果、ベアトリースが主導権を取

ったとしても、ターゲット企業の多くが、ベアトリスの傘下に入ってきたのです。人々を公正に処遇し、経営を任せるという評判があったからできたことなのです。』¹¹⁾

ここで述べられていることは、交渉の過程において、買収者に対する不信感を払拭し、信頼関係を作り上げることによって、買収がうまく行くということに尽きる。レスキューのような場合には、ターゲットが買収者を選択しているわけであり、事前に了解が成されているが、買収に関する交渉が持たれてから、信頼関係を作り上げていくことによって企業買収を成功裏に終わらせることができるということになる。現実には、ゴールデン・パラシュートやストック・オプションのような、既存の経営陣を保護する方策も講じられることになる¹²⁾。

株式が市場に公開されていないターゲットの場合には、株式譲渡制限条項によって、新たな株主が誕生することが制約されているので、当然友好的な交渉が持たなければならないことになる。TOBの場合であっても、クロージングまでの間にこうした交渉が展開されることはいうまでもない。

プリチェットは、上記の例を引くことによって、ターゲットの状況に合わせた M&A のシナリオを組むことによって、買収者が積極的な交渉を持ち込んでも、必ずしも敵対的な関係が生まれるとは限らないということを示唆しているわけであり、友好的な交渉によって、ターゲットに発生する抵抗 (resistance) の意向を和らげることができるということを指摘しているのである。ターゲット側に発生する買収者側のリスクを、買収の交渉段階から見てみようとするアプローチと言える。

(3) 買収合戦型 M&A (Contested Situation)

いわゆる、TOB 合戦の状態を想定することになる。友好的な買収交渉が頓挫し、交渉当事者の一方が強硬な態度に出た場合には、市場における株式の買い集め、ないしは、株主総会における委任状争奪戦 (proxy contest) の状態に

陥ることになる。この場合、強気に出るのは、通常、買収者側であることはいうまでもないが、前述のように、ホワイト・ナイトを立てたり、サルベージを求めることによって、ターゲットが買収者に対する TOB で抵抗することも起こり得ることになる。いわゆるバックマン・ディフェンスということになる¹³⁾。プリチェットは、そうした状況までは想定していないようだが、友好的な買収の域を越えたところでは、当然そうした状況を考慮の対象にいれる必要が出てくることになろう。

この場合には、買収者についても、ターゲットについても、強気的意思をもっているわけであり、戦略的には、ウィン＝ウィン¹⁴⁾の意思が対抗することになる。こうした状況におかれたターゲットの従業員の心理は、友好的な買収として決着する場合よりも、心理的に不安定であり、大きな不安を抱くことになる。プリチェットは、買収王のルパート・マードック (Rupert Murdoch)¹⁵⁾が、シカゴ＝サン＝タイムズ紙の買収に乗り出したときの例を挙げている。この事例では、十分な高値を着けてきたマードックに対して、株主は持ち株の売却の意向を示したが、従業員たちは、マードックを新しい所有者として好ましくないと判断し、悲観的な判断を示し、買収の実現を阻止してしまった¹⁶⁾。

所有と経営の分離という原則に立ち返って見るならば、市場における株主の行動は自由であり、公正な市場においてどのように行動してもよいわけであるが、買収後の経営を想定した場合には、明らかな生産性の低下や、モラルの低減を招来することになることが予見されるのであれば、負のシナジーしか考えられず、買収は好ましい戦略とは言えなくなることになる。上記のマードックの例は、まさにそうした状況を表していることになろう。

(4) 乗っ取り型 M&A (Raid)

経営戦略として、ターゲットの株式取得の比率を考察していくと、経営を支配できるまでの株式を取得してしまえば、明らかにターゲット

を支配することができる。この場合、理論的には、発行済株式の50%を超す株式を取得すれば、支配権を得ることはできる。不特定多数の株主が存在する市場においては、現実には、経営に関心を示さない株主の比率が高くなっている傾向が実態であろう。したがって、株主総会開催の定足数を満足する株式数の過半数を支配すれば、ターゲットを支配できるということになる¹⁷⁾。プリチェットのいう「乗っ取り」(raid)という概念には、どういう形態での経営支配なのかについての定義はない。その意味では、厳密さを欠く。

プリチェットは、ターゲットが、買収されたことによって、買収者に対する抵抗をどのように形成していくかということに主眼を置いており、最も好ましくない状態、すなわち、ターゲットの抵抗(resistance)が頂点に達する状態として、「乗っ取り」を位置付けているに過ぎない。したがって、持ち株比率の水準(経営に関与する程度)に関わらず、敵対的な買収であれば、「乗っ取り」であると判断していくことになる。プリチェットの主張は、敵対的な買収によって、ターゲットが自らの企業文化に執着する度合いが最高になり、M&A後の経営に対する抵抗が極大化するということがある。しかも、プリチェットの所論の中には、後述のように、リスク概念が包含されており、「乗っ取り」によってタ

ーゲットにおける買収者に対する抵抗が極大化し、同時に、経営に対するリスクも極大化するという指摘がある。

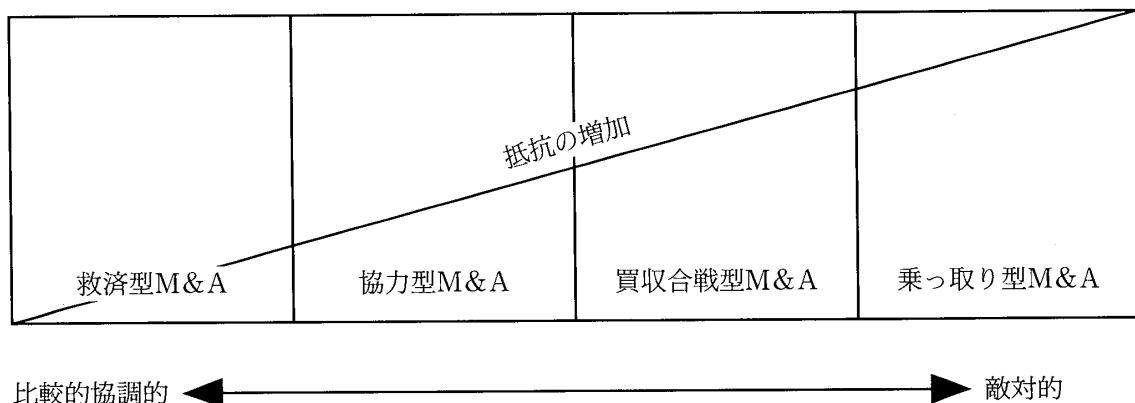
プリチェットは、感情的なバトルの後では、ターゲットにそのまま経営陣が残ったとしても、モラルが低下しており、リーダーシップも発揮されないし、ターゲットに残った従業員についても、潜在的に敵対的な意識が残し、有能な人材はターゲット外へ退去してしまうと指摘し、最も好ましくない状態が創出されるとしている。要するに、「乗っ取り」によっては、正のシナジーを期待することは、実はできないのではないかという懐疑を提示していることになる。

ターゲット内の買収者に対する抵抗をいかに低減していくかということは、M&A後の経営を成功に導くか否かの重要な課題であり、抵抗の増加は良い結果をもたらさないということになる。要は、人的資源の問題であり、組織の心理学の問題ということになってしまう。4つの段階における抵抗の増加は、図-2の通りとなる。

III. リスク・カーブ

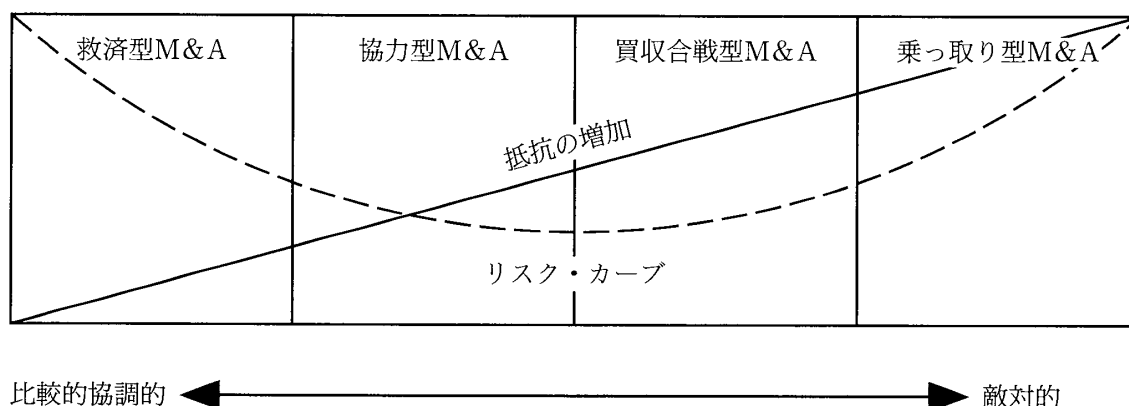
買収者の視点に立脚して、ターゲットの抵抗と財務上の負担を検証してみると、図-2にリスク・カーブが重なった図-3となる。

図-2 M & Aの形態と抵抗の増大



出所：Pritchett(1985), p.32。

図-3 抵抗の増加とリスク・カーブ



出所：Pritchett(1985), p.34。

既にみてきたように、プリチェットに従えば、買収者が対処しなければならないターゲット内の抵抗は、協調的な買収事象から敵対的な買収事象へと、直線的に増加することになる。それぞれの事象に対する定義についてのあいまいさを遮像してみると、この傾向を認めることに大きな問題はなかろう。買収者の財務上の負担については、プリチェットによると、協調的な場合にも敵対的な場合にも、財務上の負担が大きくなると指摘される。

図-3では、モデル化された状態として、図が提示されている。現実の評価尺度で見ているのではないので、あくまでもモデルとしての考察しかできない。プリチェットは、レスキューの場合には、ターゲットの財務上の「救済」が前提となるので、その回収のためのリスクが大きく出ることになる。また、「乗っ取り」の場合には、大きな抵抗に対抗しながら経営に責任を持つこと自体に、大きなリスクが発生することになるということになる。前者の場合には、財務上の困難に陥った経営者がそのまま残ることを想定すると、心理的には、変化を好まない経営陣に新しい変革などできないのではないかと主張している。すなわち、変化を求めない(改善ができない)ような状態を作り出してきた経営陣に、新しい変革などできるはずがない。その結果、『ウォーバックスおじさん』は支援のため

に投入した資金の回収ができないし、ホワイト・ナイトは、市場におけるアブノーマルな期待利益を獲得する機会を得られない、ということになるというわけである。後者は、敵対的な意思が払拭されない限りは、財務的にも人的にも、再投資の必要に迫られる可能性が大きく、M&A後の経営について、期待利益を実現することが困難であるという否定的な考察が成されていることになる。

VI. 結びに代えて

本稿においては、プリチェットの所論にしたがって、M&A後の経営の課題について見てきた。プリチェットの視点は、ターゲットに残される買収者に対する抵抗感(resistance)の測定にある。定性的な問題を評価することには、困難を伴うわけであり、プリチェット自身も、抵抗感という定性的な問題を、どのように定量化して測定するかというところまでは論じていない。モデルとして図示することによって、示唆を与えるに留まっている。これまで見てきたとおりである。

プリチェットの言わんとするところは、図-3に集約される。すなわち、ターゲットにおける買収者に対する抵抗感が極小の場合にも、極大の場合にも、買収者が買収後の期待利益を得るには、リスクが大きすぎるということであろう。

要するに、レスキューのような比較的協調的な買収事象であろうと、「乗っ取り」のようなセンセーショナルな敵対的な事象であろうと、どちらの場合にも、買収者のリスクが極大になるという指摘である。一方においては、友好的な買収によって、あるいは買収合戦のような状態においては、買収者のリスクが極小に近付くということの意味する。これは、友好的な買収には、買収交渉過程において、買収者に対する抵抗感が少なくなるからであると指摘し、買収合戦の状態においても同様な事態に近いと指摘していることになる。

複数の買収者によってコンテストの状態が生まれると、買収者による買収プレミアムの評価は、ある一定の価格に収束することになる。公正な市場における、適正な情報管理と競走原理に基づけば、当然の帰結となる。その場合、買収者のアブノーマル・リターンは、誰が買収者であっても一定の値に落ち着くことになる。これは、プリチェットがいう比較的協調的な場合から敵対的な場合にまで、どの状況においても、理論的に言えることになろう。そうだとすると買収者は、市場においてターゲットの株式を再売却することを前提とするならば、リスク極小の、すなわち期待利益を極大化するような、友好的な買収に固執することになる。プリチェットには、市場における価格形成のことを明確に意識しているという節は見られないが、言外に、友好的企業買収による期待利益の極大化を、モデル化していることになる。

プリチェットの論述には、用語の定義の明確さに欠ける点がみられることは否めない。にもかかわらず、本稿においては、敢えてプリチェットに従った用語を使用している。人的資源に関わる心理的な定性要因に関わる問題を取り扱っている以上、やむを得ない側面がある。プリチェットの言うマージ(merge)の概念の中には、コンソリデーション(consolidation)も含まれていることが明確な表現¹⁸⁾もあり、前述のように、単に傘下に入るということを想定していると考えてさしつかえない。連結決算の対象と

なる状態(consolidation)は、一定の株式を取得した状態を表していることは明らかではあるが、他方では、ターゲットが独立した子会社として存在していることを示しているわけで、合併(merger)の状態を表すことはない。したがって、用語の定義の厳密さを追わずに、むしろ総括的な概念として、コンバイン(combine)とマージ(merge)を同じ次元で捉える程度の理解で、ここでは十分であろう。

いずれにしても、サルベージに伴う資金投入の回収と「乗っ取り」に関する期待利益の回収とを同じ基準で論じようとするところに無理があることは明らかであり、投資に関わるリスク概念が異なることは明白である。プリチェットの所論に評価できる点を見出すとするならば、買収者のリスクとターゲットに潜在する買収者に対する抵抗感の関係をモデル表示しようと試みた点であろう。プリチェットのモデルについて定量化した証明を行うには、更なる検証と時間を要する。現時点では、まず、プリチェットの言うターゲットにおける買収者に対する抵抗感を、定量化してみることから考察を加えてみる必要があるであろう。本稿においては、M&A後の経営について、プリチェットの指摘した観点の重要性を認めるに留める。

(1996年10月29日脱稿)

注

- 1) Price Pritchett, "After the Merger: Managing the Shockwaves," Dow Jones-Irwin, 1985
- 2) 企業評価、特にM&Aにおける買収価格の設定については、会計情報を基にした議論が一巡して、一定の技術論に収まった感がある。しかしながら、経営者の経営能力に関する資質の評価であるとか、グッドウィル(goodwill)として評価されるものに代表される定性的な要因についての評価手法については、決着を見ない。どのような要因を定性的な要因として把握すればよいかについてすらも、意見の分かれるところである。評価実務の助けを求めるとするならば、次のものが参考となる。中央新光監査法人編『M&A 経営力評価チェックリスト』中央経済社、平成2年。個別の詳細は、企業秘密として提示されていない。しかしながら、一般的な状況を知るには

- 十分である。Coopers and Lybrand の評価基準に準拠したものであり、信頼に足る。参照願いたい。
- 3) LBO (Leveraged Buyout) 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。
 - 4) Pritchett, op. cit., pp. 35-36.
 - 5) Ibid., pp. 20-35.
 - 6) 平成8年9月9日付日本経済新聞
 - 7) サルベージ・オペレーションのような場合に、財務上の支援を行う救済者を、この分野では、シュガー・ダディー (sugar daddy) と総称する。何でもいうことを聞いて、甘やかしてくれる父親とでもいったニュアンスである。プリチェットは、“Looking for Daddy Warbucks” (Pritchett, op. cit., p. 21) という表現で、サルベージ・オペレーションを解説している。救済者を、より一的な表現で、比喻したものである。ウォーバックスは人名であり、1980年代に一世を風靡したミュージカル『アニー』(Little Orphan Anny)の中で、主人公アニーを支え、慈しみ育てるウォーバックス氏のことである。プリチェットは、アメリカ人であるならば、誰にでも分かる存在として、サルベージの解説に使ったものと思われる。この訳出にあたっては、アメリカ文化に造詣の深い、瀬谷廣一 流通経済大学教授(流通情報学部, 英語担当)のご協力を得た。記して、謝意を表す。
 - 8) ホワイト・ナイト (White Knight) として行為する買収者は、ターゲットとの間の事前の交渉によって、買収成功後の見返りとして、成功報酬的性格を有する特定のインセンティブを与えられることが普通である。代表的な形態としては、ロック・アップ・オプションのようなものである。詳細については、前掲の小野崎 (1989) ならびに、拙訳『企業買収・売却戦略』同友館、1987年 (Hopkins, Thomas H., “Mergers, Acquisitions and Divestitures,” Dow Jones-Irwin, 1983) を参照願いたい。
 - 9) 詳細は、上掲8)の小野崎(1987)第4章 pp.99-127.
 - 10) Pritchett, op. cit., pp. 25-27.
 - 11) Ibid., p. 25.
 - 12) M&A 活動における戦略上のテクニカル・タームについては、上掲8)の小野崎(1987)に添付した『M&A 基本用語解説』を参照願いたい。
 - 13) 同上
 - 14) 買収価格について、買収者にとって最も有利に働くバーゲン・プライスになる買収戦略となる。詳細については、小野崎(1987)p.124.を参照願いたい。
 - 15) ルパート・マードック (Rupert Murdoch)氏は、オーストラリアのニューズ社のオーナーとして知られるばかりでなく、メディア分野における著名な企業買収者としても知られている。我が国においても、平成8年6月21日に、ソフトバンク社(孫正義社長)と組んだテレビ朝日の株式取得の発表(日本経済新聞他)で耳目の注目を集めたことは、未だ記憶に新しい。
 - 16) Pritchett, op. cit., p. 28.
 - 17) 経営支配の問題については、純粋に経営財務論として論じられる技術上の問題があることも事実であるが、経営戦略論として、支配のあり方を包括的に考察しなければならないこともまた重要である。そうした観点からすると、次のものが、明確な理解を示していると言えるであろう。併せて参照願いたい。
Monks, R.A.G. & N.Minow, “Corporate Governance,” Blackwell, 1995.
 - 18) Pritchett, op. cit., p. 28. 等に見られる。そもそもプリチェット(1985)においては、買収された企業(acquired company)と合併された企業(merged company)との用語の使い方が、明確ではないことを付記する。