

M&A事始め

レーマン方式の生い立ち
—投資銀行の報酬を巡って—

(株)コーポレートパートナー代表取締役・公認会計士 加納 孝彦

1. M&Aとの出会い

私がM&Aの世界に足を踏み入れたのは、昭和60年2月。大和証券企業提携部、これが新しい職場だった。M&Aという言葉すら知られていない頃だ。

私がM&Aに近いものを（プレーヤーとしてではなく）垣間見たのは、それを遡る四年間。勤務していたサンワ監査法人（現監査法人トーマツ）は株式公開前の準備や会社更生に関する仕事比較的多かった。公開準備では松田修一先生（現早稲田大学大学院教授）、会社更生では田中亀夫先生など、超一流の先生方に私は育てて頂いた。若い会計士は、著名な大企業の監査をしたがる傾向が強く、公開前の中小企業や倒産会社の担当を好む者は少ない。結局、私は優良企業の監査にはほとんど関与せず、公開準備や更生の仕事に多く従事した。

当時、公開のハードルは今より高く、目指した会社の全てが公開できるわけではない。自力公開が困難な会社は第三者割当や株式譲渡などM&Aの手法により大手との関係を強め、公開に挑戦することも多かった。この代表例にはパソコンメーカーのソードがある。

また、公開を目指す会社は親会社やオーナーからの独立性が必要で、公開前には関係会社等の整理をする。この手法として合併、本体への営業譲渡、他社への売却などを使う。

一方、会社更生法の申請をしてもスポンサーがつかなくては裁判所は更生の開始をなかなか認めない。M&Aという買い手が必要なのだ。ところで、会社更生では会社の資産・負債の評価が重要だ。会社更生は再建が目的なので、評価においては伝統的評価方法だけでは必ずしも通用しない。例えば、土地は売却を前提としないので公示地価や路線価または売買事例に基づき時価評価する方法を採るといふより、原則として収益還元法を重視していた。不要資産は処分が前提な

ので簿価ではなく、処分費用を考えるとマイナス評価すらあり得る。負債も、例えば退職給与引当金は税法基準の自己都合退職の40%を積みれば良いというわけにはいかず、会社都合の100%とし、場合によっては割増金まで見積ることもある。また考え方として、長期債務を現在価値に割引く。こうして経営をスリム化し、入ってくるキャッシュフローを数通り見積り、弁済すべき債務などの出ていくキャッシュフローとのバランスを見極める。今はやりのキャッシュフロー経営が再建のための更生計画策定の基本となる。更生法によるM&Aで再建した例としては吉野家、大沢商会など多数あった。特に吉野家では、今でいうMBO（より厳密には従業員持株会による資本参加）とセゾングループからのMBIにはほぼ近い手法が同時に使われたケースでもあった。

このように、私はM&Aというものを比較的近くで見えていた経験があった。昭和59年秋、大和証券の社員と知り合ったのがきっかけで、当時の大和証券経済研究所（現大和総研）の幹部の方々に合わせて頂いた。その時に大和証券がM&Aの部署を新しく立ち上げることを聞き、熱心に入社を勧められ、何となくこの世界に入ることになる。今では当たり前となったが、当時の金融機関の中途入社の大先駆けだった。

2. 手探りからのスタート

当時米国では第四次M&Aブームの真っ盛り。しかし、日本ではM&Aというと何やら『後ろめたい』響きがあった。イメージとしてはレイダーがジャンク債で資金調達し、LBOによりターゲットを敵対的に買収し、その後切り売りするというフィナンシャルバイヤーの行為と紹介されることが多かった。経済界やマスコミも『M&Aはマネーゲームという名の乗っ取りであり、日本的経営にはなじまない』と否定的であった。

そんな頃、同社では『企業提携』という日本語としての適訳語を前面に押し立てて、専門部署（当然、名刺の裏は「M&A Dept.」である）として活動を開始した。私には合併や営業譲渡のドキュメンテーション作りや手続の経験はあったが、第三者間での企業売買の仲介の実務経験はない。そこで入社前にM&Aの勉強を始めたのだが、実務に関する文献はほとんど見つけられなかった。（部署のメンバーも、2～3人の小所帯であり同様だった。）実務はどのように進めるのか、手探り状態でのスタートとなった。

当初の一年間は、主に大会社のM&Aニーズのヒアリングと、当時は数が少ない売り案件の発掘に終始した。いくつかの案件はあったが、すぐ成約とはいかない。案件は、系列会社のベンチャーキャピタルの塩漬け銘柄や営業体からの紹介で、自力公開が困難な会社や救済型が多かった。しかし、成約の見込みの有無とは関係なく、部として立ち上げたからには、実務の確立が必要である。仲介する側が『何をどうしていいのかわからない』のでは、フィービジネスとして成立しない。入社前に、何とかM&Aに関する国内文献を過去20年分位集めたが、従来の合併や営業譲渡の手続の解説ばかりで、仲介者として実務上知りたいことは書かれていない。例えば、マニフェスト、フィーの取扱いをどう決めればよいのか、また買い手にはどの程度情報を提供すれば良いのか、デューデリジェンスの内容、クロージングまでに何をなすべきか、などである。

当時、わが国に上陸していた外資系も多くなく、M&Aのプレーヤーも少なかったのか専業従事者には出会えなかった。それでも案件は持ち込まれる。特にフィーの取り決めは重要だ。世間相場がないのだから相対で決める、などとすると、案件ごとに違った報酬体系となり、後で問題が起きることは明白だ。他の会社はどうしているのだろう。部員一同、そう考えた。日本のM&A仲介業は、証券会社三社、野村・日興・大和が同時に参入した。皆、似たり寄ったりで、唯一、山一が先行していると言われた。しかしライバル社の資料は手に入る筈がない。（後日聞くと、やはり皆同じ苦労をしたそうである。）

3. 「事業売買マニュアル」を片手に

そんな中、偶然1971年に発刊された事業売買マニユ

アル（著者CHARLES. A. SCARF）に幸運にもめぐり合った。前文によると、

『本書は、事業の買収、売却、吸収合併およびテイクオーバーの方法を解説するものである。またさらに、買収とテイクオーバーに関する法律上、税金上、証券上および会計上の諸局面についての規則をも述べる。

本書は、以下の事項への特別なアプローチを展開するものである。即ち、

- (1) 買収または売却のプラン
- (2) 買手または売手の選択
- (3) 価格の決定
- (4) テイクオーバーのストラテジーの展開
- (5) テイクオーバー防衛のストラテジーの展開
- (6) 買収または売却の交渉および詳細な買収契約書の作成
- (7) 取引の完結
- (8) 買収過程のあらゆる局面において生ずる無数の問題（事業上、法律上、税務上、会計上）の一般的回避または解決（以下略）などとあった。

私は法律、税金、証券および会計上の諸局面については、技術的なことなので最新のこれらを集めれば良いと考えた。例えば、ポイズン・ピルやゴールデン・パラシュートなどは米国の文献も相当ある。しかし、インターネットのない時代であり、情報集めには骨を折った。ただ米国の実務を知り得れば、後は日本的に直すだけだと考えた。

4. 発見者と仲介人

この書物は仲介に関する諸取り決め、報酬の取り決め、取扱手数料問題をどうするかについて大変参考となった。

例えばファインダー（発見者）とブローカー（仲介人）である。私の部はもちろんブローカーである。しかし、M&Aの当事者（当時は主に売り手）の情報は、部に直接というよりは第三者（社内他部署も含め）を介しての方が数が多い。これらファインダーとのフィーの配分の問題、またファインダーはディールにどこまで関与するのかなどの一般的なルールが必要だ。当時の金融機関の社内の感覚では、M&A部署は伝統的な法人ビジネスの援護的存在に見られがちだった。しかし、独自にフィーを稼ぐという意識を持てば、自ず

と社内でもフィーの配分が問題となる。同書によると、

『事業の発見者と仲介人の間には法律上区別がある。事業の発見者とは、当事者を発見し、興味を持たせ、紹介し、当事者が交渉し決行する取引に導く者をいう。発見者は、取引の条件交渉に関与しない中立人または中間者である。』

他方、仲介者は彼を採用した者、即ち本人が彼に課した条件に従って両当事者を契約に導く義務を負う代理人である。通常は、本人から課せられた条件に基づき両当事者を契約に導くために、仲介人は、たとえその役割が特定の事業の売買が提供される条件提示に限定されるにせよ、交渉に参加することを要求される。』とある。

そしてこの区別により、米国ではフィーの請求の面で次のように区別されていた。

『ある事情のもとでは発見者は買手および売手双方から報酬を受けることができる。そしてこれは両当事者が報酬の二重支払について知らなかった場合も同様である。一般には仲介人は両当事者が知らない場合は二重の報酬を受けとれない。なぜならば、本人に対して誠実義務を負っているからである。』とあった。

後にこの区別が、あるディールで役立つこととなる。買収金額200億円を超えるこのディールでは、話を持ち込んだ買手の日本企業が、『交渉は自分たちでやる』『自分たちだけでできる。海外取引や進出のノウハウは十分に持っている』という。私たちは『M&Aのディールは通常の交渉のようにこちらの条件全てを呑み込ませれば勝ちというような単純なものではない。相手に負けたと思わせないのが勝ちなのだ。』『買収のストラクチャーや評価など、自分たちを活用できる場所は沢山ある』と訴える。だが結局はメンツで押し切れ、交渉の代理人というより『口利き及び評

価鑑定人』の地位となった。何とか、『売り手を見つけたので後は売り手と直接やって下さい』という単なるファイnderとなることは避けることができた。結果、フェーズ1、フェーズ2とディールの進行状況に応じてフィーを取ることに成功したのである。(余談だが、後にこの会社は87年当時M&Aについての知識はほとんどなく、私たちが何気なく使っていたゴールデン・パラシュートやストック・オプション、DCF評価などの用語の意味がよく解らず、関係部署を総動員して解明することになったことを明らかにしている。) 時間を買うこ時間を買うこともM&Aのメリットの一つだが、日本の企業はどうも社外アドバイザーを雇うことにより自分で調べる時間を節約するという発想は、現在においてもまだ欠けているように思う。

5. フィーの決定：レーマン方式を巡って

さて次に、フィーの水準である。基準がない相対交渉に任せると、社内のファイnderも売り手や買手は何と言っているのか困ってしまう。本にはこう書かれていた。

『仲介手数料または発見者の報酬額が場合に依り非常に異なるが、一定の公式が展開され、取引が完了したときの仲介手数料及び発見者の報酬を決定するための公式としてしばしば提案されている(下表)。

公式(下表)は仲介手数料の決定にあたり利用可能なものであるが、必ずしもこれに従う必要はない。しばしば、巨大な取引においては仲介手数料または発見者の報酬の額は、支払われる対価の1%から2%の間の一定割合で示される。

買手または売手及び仲介人の権利は契約条件によって決定されるので、仲介人はその義務を実行し終えた後に合意済の手数料を受け取ることができる。しかし契約が黙示の場合は、仲介人の報酬額も決定されてい

支払われる対価の額	手数料または報酬
100万ドル以下	対価の5%
100万ドルを超え200万ドル以下	5万ドルプラス100万ドルを超える部分の4%
200万ドルを超え300万ドル以下	9万ドルプラス200万ドルを超える部分の3%
300万ドルを超え400万ドル以下	12万ドルプラス300万ドルを超える部分の2%
400万ドルを超える場合	14万ドルプラス400万ドルを超える部分の1%

ないであろう。にも拘らずその契約は有効であり、支払われる手数料の額が未定の場合には妥当な対価が暗黙のうちに了解されているわけである。特定の買取において妥当な対価を決定するのに非常に多くの要因を考慮しなければならないので、あらゆる場合における妥当な対価決定の一般的な法則を作ることは不可能である。しかし黙示の手数料を決定する方法を示唆すれば、一般的な原則としては、仲介人または発見者に対し、(1) 慣習その他で決まっているかかる仲介人の標準報酬と等しい、(2) 準拠州の制定法が手数料を決定している場合にはその法に述べられている、または(3) 当該仲介人または発見者の通常の報酬が妥当な場合にはその通常の報酬の、手数料または報酬を十分に支払うものでなければならないということである。』

公式は、いわゆるレーマン方式である。私はここで上記(2)の『準拠州の制定法が手数料を決定している場合〜』という文言に米国ではフィーが法定されているのかと驚嘆すると同時に判例等を調べ、上記表が当時の標準的な料金であるとおおよその確証を得た。あとはどう日本風に変えるかであったが、いろいろ調べ上げた割にはあっさりと決まる。同書の刊行時は71年、つまり、ドル・ショック前の固定相場の1ドル360円で計算した。すると表の区分は3.6億円の区切りで14.4億円を超えた部分が1%となる。これを元に余り深く考えずに、物価水準から見て5億円以下は5%、そしてM&Aブームの米国では100億円を超えるディールが次々成立していたので、特に根拠もなく100億円を超えれば1%ということにした。

その半年後、社団法人日本工業技術振興会がM&A研究会を作った。M&Aの仲介者ばかり多い会合で、大手証券は幹事役となり、このフィー体系は広く知れ渡ることとなる。銀行が国内のM&A部署を正式に設

立する以前の頃だ。(とは言っても、他にもフィー体系の元祖決定者は自分だという人もいるだろう。ただ、偶然見つけた前著作は71年と古く、また相当な厚さの本でもあり、原典はおそらく同じではないかと私は思う。)

6. ディールメーカーの第一歩を踏み出す

さて、他にも実務上必要だったものは、マンドイト(授權証書とも言うが、一般用語では依頼状だろう)、コンフィデンシャル・アグリーメント、レター・オブ・インテント、売り手及び買い手の表明と保証書などがある。これらの多くは、国際金融で使われ始めたシンジケート・ローンに関する契約書をM&A向けかつ日本風に焼き直した。

これらの契約書は一般化されつつあった。日本企業がユーロCPやNIFに興味を示していた時期であり、文書の内容に抵抗感が少なからうと考えたのだ。また売り手の概要書であるインフォメーションメモランダムは、ブックランナーから文字通りブックと呼んだ。この他、大和証券では85年より国内初のM&A関連のニューズレター(M&Aニュース)を発行し、M&Aの実務、例えば売り手経営者の陳述書、従業員の処遇の協定書やオーナー経営者に対する日本型ゴールデン・パラシュートなど、種々の事例を公表、またM&Aに関する統計作成もこの頃から行った。

私のM&A事始めの当初一年間は、実務上の枠組み作りに相当時間を費やした。その間の成果の一部はM&Aニュースや88年春から89年末にかけての旬刊商事法務に『企業買収の実務』と題して連載させて頂いた。今、読み返せば赤面しそうな内容ではあるが、M&Aのディールメーカーとしての第一歩を踏み出した頃のいい思い出である。