

敵対的M&Aとジャーゴン

——投資銀行の視点から——

西村 信勝

[Abstract] A lot of jargon, such as “poison pill” “golden parachute” “pac-man strategy” is used in M&A (mergers and acquisitions) deals, especially in hostile M&A deals. Why is this type of jargon used in the hostile M&A deals? By whom has this type of M&A jargon created? This paper aims to identify the background of the M&A jargon from two perspectives, i.e. from the conceptual metaphor's perspective and from the investment banking perspective.

From the conceptual metaphor's perspective, we can apply Lakoff and Johnson's conceptual metaphor theory. i.e. “The essence of metaphor is understanding and experiencing one kind of thing in terms of another.” By using jargon as the metaphorical expression, we can convey various M&A strategies and tactics to other people very quickly and precisely.

From the investment banking perspective, we discuss the relation between jargon and investment bankers from three view points, i.e. investment bank's position in M&A deals, investment banker's elitism, and investment bank's organizational characteristics. From the discussion of these three points, we can conclude that the M&A jargon must have been created and initiated by investment bankers acting as advisor for their clients.

はじめに

グローバル化の急速な進展に伴い、わが国企業の経営者にとって敵対的買収 (hostile takeover) が対岸の火事ではなくなってきた。外資系ファンドによる敵対的買収だけでなく、日本企業間においてすら敵対的買収が行われるようになったからである。それにつれて、「毒薬」「ゴールデン・パラシュート」「白馬の騎士」「パックマン・ディフェンス」などの用語がメディアに頻繁に登場するようになった。これらの用語は所謂「業界用語」(jargon) であるが、通常の金融用語にくらべ、戦争用語やお伽話、あるいはTVゲームなど、ある意味で派手で華やかな用語が多く登場する。本稿では、なぜ敵対的 M&A 取引にこのようなジャーゴンが多く使われるようになったのか、また誰がこれらのジャーゴンを生み出したのか、について考察していきたい。

I M&A ジャーゴンとメタファー

本章では、敵対的 M&A の中で使われるジャーゴン（以下、M&A ジャーゴン）を紹介したうえで、それらの、M&A ジャーゴンがメタファーの役割を果たしていることを述べる。

1 ジャーゴンの意味

大辞泉ではジャーゴンを「仲間うちにだけ通じる特殊用語。専門用語。職業用語。転じて、わけのわからない、ちんぷんかんぷんな言葉」と定義している。Oxford Advanced Learner's Dictionary でも、“Words or expressions that are used by a particular profession or group of people and are difficult for others to understand”と「特定の職業やグループに属する人によって使われ、部外者には理解できにくい語彙や表現」と定義されている。いずれも、一般の人々が普段に使っている語彙や表現ではないのがジャーゴンということになるのか。

秋山 [2005] は Howard [1984] を引用してジャーゴンを詳細に定義しているが、本稿でも Howard [1984] からジャーゴンを定義してみたい。

Howard [1984] が指摘するように、ジャーゴン (jargon) がもともと鳥のさえずりを意味する古代フランス語で、15 世紀までのフランスでは「悪人仲間の隠語」(argot des malfaisants)、つまり、悪人たちが作っていった部外者が理解できないよう語彙や表現を意味していたことからも領けよう。

英語でいうジャーゴン (jargon) も、「部外者が理解できないような語彙や表現」が基本となっている。Howard は英語でいうジャーゴン (jargon) には三つの意味があるという。

一番目は響きがよくなく、さまざまな理由で理解しにくい言語を意味する。たとえば異なる言語からなる混成語 (hybrid speech) でピジン語 (pidgin) と呼ばれるものがこれに相当する。

二番目が、科学、芸術、貿易、階級、派閥、専門職など特定のグループが使う語彙 (vocabulary) や使用域 (register) を意味する。ここでいうジャーゴンは、専門用語 (technical terms) や符丁 (codes) で満ちており、外部の人間にとっては理解できにくいことが多い。一方で、そのグループに属する人たちにとっては、ジャーゴンは、いちいち内容を説明する手間を省くというメリットだけでなく、手短だが正確に内容を伝達する (shorthand) 効果も持っている。Howard は、ひとつの例を挙げてこのことを説明している。化学者間では、“Chlorophyll makes food by photo-synthesis” (葉緑素は光合成によって養分を作る) というジャーゴン (専門語) を使った表現で意味が正確に理解されるが、化学に疎い人に対しては“Green leaves build up food with the help of light.” (緑の葉は光の助けで養分を増やしていく) とより平易に説明しなければならない。しかし、化学者にとっては平易な文章よりもジャーゴンを使うほうがより正確に伝えられることになる。

三番目の意味として、Howard は「一般の人に印象を与える目的で使われる、仰々しい長い

単語、回りくどい言い方や尊大な言い方」を挙げている。その例として、彼は、“Although solitary under normal prevailing circumstances, raccoons may congregate simultaneously in certain situations of artificially enhanced nutrient resource availability”（アライグマは通常的环境下では孤独だが、栄養物の供給が人工的に高められた特定の状況では、同時に集合する）というジャーゴンが多用されている難解な文章は、“Raccoons live alone, but gather at bait”（アライグマは群れないで生きるが、えさには群がってくる）のような平易な文章以上の意味を持っているのか疑問だとしている。この種のジャーゴンは、gibberish、gobbledygook などと呼ばれ、コミュニケーションを円滑にするどころか、阻害要因にもなりかねない。

上記の二番目のジャーゴンの意味（特定のグループにとって手短にかつ正確に内容を伝える語彙や表現：specialist vocabulary）と三番目のジャーゴンの意味（仰々しくもったいぶった遠まわしの語彙や表現:gobbledygook）とは、ある意味では相反しているが、Howard は二つの種類のジャーゴンを見分けることは困難だとしている。

では、本稿で取り上げようとしている敵対的 M&A 取引で多用されるジャーゴンは、果たしてどちらの種類に属すると解すべきなのであろうか。

2 敵対的 M&A とジャーゴン

M&A とは、複数の企業間の合併 (mergers) および買収 (acquisitions) を意味する。つまり、相手企業の株式を取得することによって経営に関与したり、経営の支配権を握ったりすることを指す。未上場企業の場合には経営者と株主が一致していることが多く、経営者間の合意で M&A が行われることが一般的であるが、上場企業の場合には、経営と所有の分離 (Berle and Means [1932]) の故に、被買収企業の経営者の意向に反して買収が仕掛けられることもある。たとえ被買収企業の経営者が反対したとしても、買収企業が被買収企業の株式を過半数取得すれば取締役の選任などを通じて会社の支配権を獲得することができるからである。したがって、買収企業はたとえ被買収企業の経営者が反対であっても、当該企業の株式の取得を進めていくことがある。このような経営者が持ちかけられた買収（あるいは合併）に反対している M&A を敵対的 M&A と呼ぶ。

株式取得には、大別して市場で買い占めていく方法と、市場外で公開買い付け (TOB) をする方法があるが、敵対的買収の場合には、市場である程度株を取得したうえで、TOB を仕掛けることが多い。一方、敵対的買収を仕掛けられた被買収企業の経営者は、買収が成功しないようにさまざまな防衛手段や対抗手段をとっていくことになる。冒頭に述べた M&A ジャーゴンは、このような敵対的買収でとられる戦略・戦術に関連したものが多い。具体的にいくつかの M&A ジャーゴンを見てみよう。

企業の買収は企業価値¹⁾を高めることが目的なので、何らかの理由で買収が企業価値を高めると期待できる場合に行われる。そのような企業を sleeping beauty と呼び、その中から target company を選定する。株式市場で株を密かに買い増す creeping takeover strategy や株式市場

が開くと同時に大量の株を購入する dawn raid などの戦術を使ってターゲット企業の株を買い占めていく。ある程度株式を取得した上で、経営の支配権を得るべく TOB を仕掛けるが、その際にもさまざまな戦術が取られる。そのひとつが、Saturday night special と呼ばれる戦術である。これは TOB を週末に仕掛けることで、ターゲット企業の経営陣に対抗手段をとる時間的猶予を与えないという戦術で、小型のピストルの名前をもじったものである（ただし、この方法は、1968年に制定されたウイリアム法によって TOB の買い付け期間が8日から20日に延長となったので、現在ではあまり効果的ではない）。あるいは、ドイツ軍の電撃作戦を意味する blitzkrieg tender offer という作戦もある。これは、ターゲット企業の経営陣が拒否できないような魅力的な買収条件を次々に出すことで、短期間で買収を終了させる作戦を意味する。同じように、相手の経営陣が拒否できない（拒否すると株主から訴訟される可能性が生じる）ような魅力的な買収条件を出して買収を仕掛ける戦術を、bear hug、sweetheart deal、godfather offer とも呼ぶ。

一方、買収を仕掛けられたターゲット企業もさまざまな戦術で対抗していく。敵対的買収者を「鯨」とみなして、敵対的買収に対する一連の予防策を shark repellent と総称する。その中で多くの米国企業が採用しているのが poison pill と呼ばれる戦術で、敵対的買収者が一定の株式を取得した場合に、敵対的買収者を除く既存株主に新株を付与し、敵対的買収者の持ち株比率を下げたり、買収コストを高くしたりする方法を意味する。macaroni defense と呼ばれる予防策もある。これは、敵対的買収が実現すると、返済期限が直ちに到来するだけでなく、返済額も増加するような債券を発行しておくというもので、マカロニが熱湯で膨張することから名づけられた。そのほか、敵対的買収が成功した場合には、ターゲット企業の役員や従業員すべてが退社するという people pill、敵対的買収の結果職を追われることになる経営トップに多額の退職金を支給するという golden parachute（中間管理職に同様の多額の退職金を支払う場合は silver parachute、一般社員の場合は tin parachute）などの予防策がある。

実際に敵対的買収を仕掛けられた場合にもさまざまな防衛策が講じられる。多く採用される戦術が、ターゲット企業の経営陣にとって友好的な white knight と呼ばれる企業に買収をもちかけるもので、ここでは敵対的買収企業を black knight とみなしている（ちなみに white knight ととも black knight ととも判断できない買収企業を grey knight と呼ぶ）。white squire を求める場合もある。white squire は white knight と異なり、ターゲット企業の株を過半数取得せず、敵対的買収者に対抗でき得る程度（例えば、30%程度）の株を取得する。white knight を装うものの最終的には black knight の側につくという場合もあるが、これはシェイクスピアの作品からもじって Lady Macbeth strategy と呼ばれる。

ターゲット企業が敵対的買収企業に対して逆に敵対的買収を仕掛ける pac-man strategy という戦術もある。これはTVゲームを連想してこのように呼ばれる。あるいは、ターゲット企業にとって高い価値を持つ子会社や資産（crown jewels）を売却することで、敵対的買収者の意欲を殺ぐ戦術もある。この戦術は、scorched earth policy、あるいは Jonestown defense（ギアナ

のジョーンズタウンにおける集団自殺から連想）と呼ばれ、ターゲット企業にとってもリスクの高い戦術である。

敵対的買収者に対抗せず、敵対的買収者の保有する自社株式を高値で買い戻すという場合もある。これは greenmail と呼ばれるが、米ドル札の色（green）と脅迫（black mail）から合成した単語である。高値買戻しは、このほか goodbye kiss あるいは bon voyage とも呼ばれる。

図表 1-1 は、本節で取り上げたジャーゴンのいくつかをリストアップしているが、実際にはこのリスト以外に多数のジャーゴンが存在する。

図表 1-1 本節で取り上げたジャーゴン

買収側の戦術にかかわるジャーゴン	被買収側の戦術にかかわるジャーゴン
target company	shark repellent
sleeping beauty	poison pill
proxy fight	people pill
dawn raid	golden parachute
blitzkrieg tender offer	macaroni defense
creeping takeover strategy	white knight
Saturday knight special	pac-man strategy
bear hug	crown jewels
godfather offer	scorched earth policy
sweetheart deal	Jonestown defense
Lady Macbeth strategy	good bye kiss

3 メタファーとしての M&A ジャーゴン

1 節でジャーゴンには、① 特定のグループにとって手短にかつ正確に内容を伝える語彙や表現（specialist vocabulary）と、② 仰々しくもったいぶった遠まわしの語彙や表現（gobbledygook）があると述べたが、M&A ジャーゴンは specialist vocabulary あるいは gobbledygook のどちらに分類すべきであろうか。

この点を考えるうえで、Lakoff & Johnson [1980] による概念メタファー（conceptual metaphor）が参考になる。Lakoff & Johnson は、「われわれは『議論』について述べるときにただ単に戦争用語を使っているのではない」（we don't just talk about arguments in terms of war）として、「議論」（argument）と「戦争」（war）の構造の類似性に焦点を当てて概念メタファー論を展開している。つまり、「議論」（argument）には、勝ち負けがあり、そのため議論の相手を敵とみなし、敵に勝つために攻撃をし、防御をし、そして反撃をする、まさしく、ARGUMENT IS WAR というメタファーが働く、という。Lakoff & Johnson が“The essence of metaphor is understanding and experiencing one kind of thing in terms of another”と指摘しているように、戦争という具体的あるいは既知のものを使って、議論という抽象的あるいは未知のものを説明する役割をメタファーが果たしているのである。

同じことが M&A、特に敵対的 M&A にもあてはまる。M&A も戦争と同様に、敵対するふたつの会社が、相手の会社を買収するために、戦略を立て、攻撃したり、防御したりする。まさに戦争とすることができる。HOSTILE M&A IS WAR という概念メタファーが働くことになる。target、poison pill、dawn raid、scorched earth policy など戦争用語が敵対的 M&A 取引の動向を見事に描写してくれる。しかし、敵対的 M&A の場合には、HOSTILE M&A IS WAR だけでは説明できない要素がある。たとえば、ひとつの企業をめぐって複数の企業を買収合戦を展開することもあるからである。この場合は、むしろ「戦争」というより、「求愛」「結婚」の構造に似ている。ここでは、HOSTILE M&A IS WAR ではなく、HOSTILE M&A IS LOVE あるいは HOSTILE M&A IS MAARRIAGE という概念メタファーが有効となる。white knight、goodbye kiss、bon voyage、sweetheart offer などの語彙がメタファーの役割を果たすことになる。

Koller [2002] は、1996 年から 2000 年までの 4 種類の新聞と経済誌 (*Economist*, *Business Week*, *Fortune* and *Financial Times*) に掲載された 162 の M&A に関する記事を調べて、図表 1-2 のように、戦争と結婚に関する語彙がしばしば登場することを実証している。

図表 1-2

lemma	total	lemma	total
target	92	shot/-gun/shootout, shoot	11
hostility, hostile	71	court/-ship, court, courtly	9
battle/-ground, battle	44	prey	8
marriage, marry	40	defeat	7
war/-fare/-room/warrior, war	37	killer, kill	7
fight, fighter	30	arm, arm-in-arm	6
predator, predatory	19	bruise	6
raid, raider	15	suitor	6
vulnerability, vulnerable	14	assault	5
attack	13	love, lover, lovable	5
victory, victorious	12	enemy, inimical	5

(出所：Koller, V. (2002) “A Shotgun Wedding- Co-occurrence of War and Marriage Metaphors in Mergers and Acquisitions Discourse”)

しかし、敵対的 M&A には、「戦争」や「結婚」用語だけでなく、マフィアの世界 (godfather offer、Saturday night special)、御伽噺・芝居やゲームの世界 (sleeping beauty、Lady Macbeth strategy、pac-man strategy)、言葉遊び (golden parachute、silver parachute、tin parachute や、white knight、white squire、black knight、macaroni defense) など、華やかな語彙や機知に富んだ語彙も多く見られる。注目すべきは、これらの語彙が複雑な M&A 戦術を的確にイメージさせる効果を持っていることである。

例えば、Saturday night special は、前述したように、「週末に TOB を仕掛けることで、ターゲット企業の経営陣に対抗手段をとる時間的猶予を与えないという戦術」を意味するが、元來、

Saturday night special は「簡単に手に入れることのできる安物の小型ピストル」(a cheap handgun that is easily obtained) (WordNet 3.0 Princeton University 2006) を指す軽蔑的なスラングであった。つまり、Saturday night special という用語を使うことで、この戦術が「週末に発表される買い付け」というイメージだけでなく、「脅迫的な戦術」という意味合いも含むことになる。

また、golden parachute は「敵対的買収が成功した結果、被買収企業のトップ経営者が退職を余儀なくされる際に多額の退職金を支払う」ことを意味するが、golden というカラーを使うことで「豪華な」というイメージを、また parachute という単語を使うことで、実は「退職させられる」のではなく「買収された会社から逃げ去る」というニュアンスも伝える効果を持っている。同様の退職金が中間管理者に支払われる場合には、golden ではなく silver parachute となり、さらに下位の場合には tin parachute と金属の質によってその職位の差異を明確に表している。同様に、white knight (友好的買収企業)、black knight (敵対的買収企業)、grey knight (友好的とも敵対的ともいえない買収企業) の違いは色で、また white knight (株の過半数取得を目指す友好的企業) と white squire (過半数には届かないが、相当数の株取得を目指す友好的企業) の違いは階級で表すことで、おのおのの戦術を手短だが的確に伝えている。

Boyd [2003] は以下のようなメタファーをふんだんに使った文章を書いているが、これを平易な語句を使って説明しようとすれば、この文章の数倍以上の長文となってしまっただろう。

Vulnerable companies are attacked by raiders pursuing targets with bold strategies. The target company's management, under fire, often attempts defense using weapons such as poison pills, golden parachutes, and divestiture of the target company's crown jewels, all the while hoping desperately for a white knight to rescue the embattled company and, in the process, save the jobs of the entrenched management.

以上のことから、敵対的 M&A に使われるジャーゴンは、gobbledygook (仰々しくもったいぶった遠まわしの語彙や表現) ではなく、specialist vocabulary (特定のグループにとって手短にかつ正確に内容を伝える語彙や表現) であるということができよう。

では、誰がこれらの M&A ジャーゴンを作り出したのだろうか。Koller [2002] は 4 種類の新聞と雑誌の M&A に関する記事に多数の「戦争」や「結婚」用語がメタファーとして使われていることを述べているが、エコノミストやウォール・ストリートなどのメディアがこれらのジャーゴンを創造したのだろうか。

筆者は、これらのジャーゴンはメディアが創造したのではなく、投資銀行で M&A 取引に従事したプロフェッショナル (以下インベストメント・バンカー) が創造し、メディアはその影響を受けて同じジャーゴンを使うようになったのではないかと推測している。次章では、その点について考察していきたい。

II M&A ジャーゴンとインベストメント・バンカー

前章では、M&A ジャーゴンが、未知のものあるいは抽象的なものを既知のものあるいは具体的なもので説明する認知メタファーの役割を果たしていると述べた。では、これらのM&A ジャーゴンはいったい誰によって作られたのか？ 筆者は、M&A ジャーゴンは投資銀行でM&Aを担当するインベストメント・バンカーによって作られたと推測しているが、本章では、それを、①M&Aにおける投資銀行の役割、②インベストメント・バンカーのエリート意識、③投資銀行の組織、の3つの視点から考察していきたい。

1 M&A取引における投資銀行の役割

わが国でも「投資銀行」(investment bank)という用語が頻繁にメディアに登場するようになった。投資銀行とはどのような金融機関なのか。Davis[2003]は、「投資銀行業務とは、M&Aアドバイザー業務、債券市場関連業務、株式市場関連業務という中核機能を通じた投資家と債券や株の発行体との仲介業務」(We define investment banking essentially as the intermediation between issuers and investors through the core function of advisory/M&A, debt capital markets and equity capital markets)と定義しているが、この定義は投資銀行の歴史を振り返るとよく理解できる。

米国における投資銀行の起源は、1800年代前半にアメリカに移住したドイツ系ユダヤ人による個人銀行(ゴールドマン・サックスやリーマン・ブラザーズなど)と、ヤンキーハウスと呼ばれたニューイングランド地方に源を持つ米国の金融業者(キダー・ピーボディやJPモrganなど)に遡る。これらの個人銀行や金融業者は、1860年代の南北戦争や、その後の鉄道建設ブームによる膨大な資金調達を、債券や株式の発行と販売を仕切ることで大きな功績をあげ、金融業者としての地位を確固たるものにしていった。当時は特定の鉄道会社が特定の投資銀行を利用するという単一な取引関係が主流であった。そのため、投資銀行は資金調達すべてを仕切るだけでなく、鉄道会社の社外取締役就任を通じて、金融アドバイザーとしての地位を固めた。その後、鉄道だけでなく銅や鉄などの基礎産業、さらには軽工業、流通業、食品産業の分野における資金調達でも、個人銀行を中心とする投資銀行が重要な役割を担った。Hayes, Spence and Marks [1983]は、投資銀行と企業との関係を以下のように記述している。

投資銀行業務は、新規発行にあたって技術的手助けを提供し、広範囲にわたる財務上の助言と側面サービスを供給することによって拡大していった。これらの係わり合いが一段と多様かつ広範になるにつれて、投資銀行家と顧客企業との間の長期の誠実な関係が自然に現れた。(宮崎幸二訳『アメリカの投資銀行』東洋経済新報社)

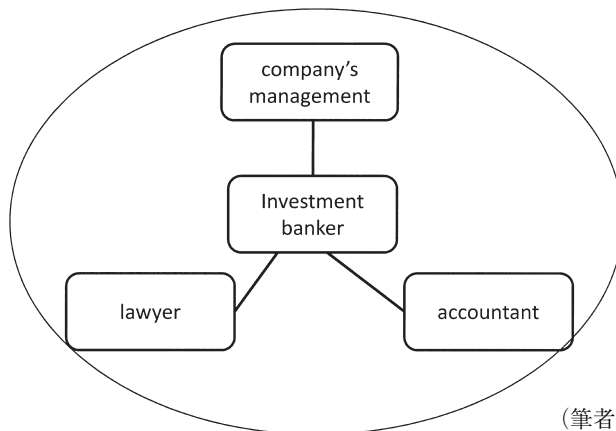
今井[2001]は、投資銀行業務の本質は、「企業金融に係わる財務アドバイザー業務」であるとして、投資銀行とは、「法人顧客に対して企業金融（corporate finance）に係るあらゆる相談に応じ、その解決策（solution）を提案し、その結果として付随する資本取引が発生したときに、資本市場部門が債券（debt）・株式（equity）などの引受け（underwriting）を執行したり、また M&A による企業提携・買収の執行を行なう」業務であるとしている。つまり、「M&A のアドバイザー・フィーや証券の引受け手数料は、財務アドバイザー業務の延長線上にある収入実現の具体的手段と見るべきである」と主張する。

では、投資銀行は M&A 取引で財務アドバイザーとして、どのように関与していくのであろうか。M&A 取引は複数の企業による合併あるいは買収であり、その取引プロセスではさまざまな事項を処理していかなければならない。一般的に M&A 取引では、M&A 戦略の策定、取引相手（敵対的買収ではターゲット企業）の選定、取引相手の企業価値の算出、取引相手へのアプローチと交渉、基本合意書の作成・調印、精査（デューデリジェンス）、最終的条件交渉、最終合意書作成と調印など多くの作業が求められる。しかも、一つひとつの作業でさまざまな分野（法律・財務会計・人事管理など）での高い専門知識が必要となる。また、M&A では当然のことながら、取引相手（ターゲット企業）と利害が対立するため、取引相手の動向を見ながら、時機を失することなく的確な戦略・戦術を策定しなければならない。それだけではなく、市場や当局の動きにも注意を払う必要がある。

このため、M&A 取引では企業内の人材だけでなく外部の専門家を招聘して M&A チームが組織される。企業の経営陣・企画関連の人材に、企業弁護士、公認会計士が M&A チームに加えられ、インベストメント・バンカーがこの混成チームの指揮を執ることになる。インベストメント・バンカーは、自分の顧客企業にとって、最もよい結果になるように、戦略的アドバイザーとして顧客にさまざまなアドバイスをし、また M&A 取引を仕切っていく。

さまざまな分野から成る混成チームのメンバーがさまざまな戦略や戦術を的確に理解し、相

図表 2-1 M&A チームの一般的な構成



手企業の動向に遅れることなく実行していくためには、概念メタファーとしての M&A ジャーゴンが不可欠となる。その意味で、M&A 取引の最前線に立って M&A チームの指揮を執るインベストメント・バンカーが、M&A ジャーゴンを作り、活用する最も中心的な立場にいたといえるだろう。(図表 2-1)

2 インベストメント・バンカーのエリート意識

ジャーゴンを使うときにはさまざまな背景が考えられる。そのひとつが、“it serves as a sort of secret handshake or shibboleth: if you know my term then you're in my world, and if you don't then you're not.” (Garber [2001]) と指摘されているように、「ジャーゴンを使うことで部外者と区別する」という一種のエリート意識であろう。秋山 [2005] も、「部外者には部内者の用いる語句が理解できないからこそ、わけの分からない言葉を使いやがってということ（つまり、軽蔑的な）になるのだが、逆に部内者としては当該グループ特有の語句、つまりジャーゴンを共有しているので、ジャーゴンが部内者であることを確認する指標となり、ジャーゴンが部内者同士の結合剤となり、コミュニケーションの促進剤にもなりうるのである」と述べている。

1983年に Gilsdorf は、米国の大企業（フォーチュン 1000 社）の管理職へのアンケートを通して、ビジネスパーソンがジャーゴン（この論文ではビジネススラングあるいはバズワードとっているが）に対してどのような見解を持っているかを調べているが、「ビジネススラングを使うことによって、その仲間内の人間であるとの意識を持つか」という質問に対して、8%が「強く思う」、45%が「まあそのように思う」と、53%の回答者が肯定的な回答をしている。ネガティブな回答は合計で 29%であることから、かなりの人がジャーゴンをを使うことで仲間意識を持っていることがわかる。

このことは、インベストメント・バンカーにもよく当てはまる。Hayes, Spence and Marks [1983] は、投資銀行のポジションを以下のように記述している。

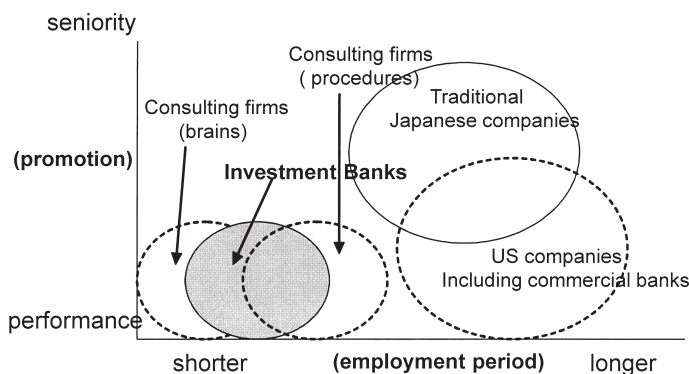
投資銀行は顧客企業との親密なリレーションシップをベースに証券の引受け業務を拡大していったが、増大するリスクを軽減する目的からシンジケート（引受け・販売グループ）という分売の仕組みを編み出した。シンジケートは複数の投資銀行による引受けグループと多数のディーラーやブローカーを含む販売グループで構成されていた。投資銀行はシンジケートというピラミッドの頂点に立って、証券の発行条件・時期の決定、引受け額や販売額の配分、販売期間における発行証券の市場価格の安定操作など、シンジケートの運用について極めて広範な自由裁量を持っていた。

現在でも、米国の証券業者を意味する用語として、投資銀行（investment bank）、ディーラー（dealer）、ブローカー（broker）と使い分けられており、投資銀行は他の業者より一段高い立場にあるとの意識が強くある。

また、米国では投資銀行はコンサルティング・ファームなど同様の高度な専門能力を顧客に提供するプロフェッショナル・サービス・ファームと見られている。ニッセイ基礎研究所 REPORT（1999年7月号）では、投資銀行とコンサルティング・ファームの共通点として、①MBA、LL.Mなど修士資格以上が採用の前提、②有名なビジネス・スクールからの直接採用が人材確保の主力、③入社までの競争プロセスが非常に厳しい、④極めて高い報酬と付随的便益が得られるが、給与の業績連動性はきわめて高い、⑤専門人材が付加価値の高い専門業務に専念できるよう組織上の仕組みが整っている、⑥業績の上がらない場合には容赦なく解雇する（常に解雇プレッシャーをかけて人材の品質を保つ）、⑦解雇リスクは大きい、職務経験が高く評価されるため有利な条件で転職が可能、などを挙げている。郷[2000]は、「投資銀行の業務は極めて知識集約的である。たとえばM&A仲介や証券化、デリバティブなどにおけるディールの成否は、どれだけ顧客にメリットをもたらすストラクチャーを提案できるかにかかっている。つまり社員の能力（専門知識や独創力、判断力、リスク許容力など）こそが付加価値を生んでいる。人材の品質を保つために採用の間口を狭くし、完全成果主義を貫く一方で、他業界とは比較にならないほど魅力的な報酬を用意している」と記述している。つまり、インベストメント・バンカーは戦略系コンサルティング・ファームと同様に極めて成果連動型の報酬体系の下にあり、勤務期間は他業界と比べかなり短い、という特徴を持っている。（図2-2）M&Aの成否がインベストメント・バンカー自らの人生に直結しているといっても過言ではない。M&Aは顧客企業にとって「戦争」であるだけでなく、自らの「戦争」でもあるといえる。このことは、実際にM&A取引に長年の経験のあるインベストメント・バンカーの以下のコメントでも裏付けられているといえる²⁾。

The choice of military words I think also conveys the underlying concept of competition. Military words sound manly and it might sub-consciously convey the idea the investment bankers are involved in life and death type of struggles.

図表 2-2



（『ニッセイ基礎研究所レポート』1999年7月号をベースに作成）

ゴールドマン・サックスは14の社則を掲げているが、その中の一文に「わが社の財産は、わが社の人材、資本、そして高い評判である」(Our assets are our people, capital and reputation.)と人材を重要な会社財産としている。その上で、「プロフェッショナルとしての質の高い仕事を大いに誇りとする」(We take great pride in the professional quality of our work.)と専門性の高さを謳っている。実際、大半のインベストメント・バンカーはMBA、LL.M、CPAなどの資格を取得しているし、弁護士や会計士からの転職組も多い。また特定の業界に精通した業界のプロフェッショナルもいる。

このように、インベストメント・バンカーは高い専門性を持っているだけに、部内者意識やエリート意識はかなり強いといえるのではないだろうか。この部内者意識やエリート意識が、華やかで機知に富んだ多数のジャーゴンを生み出すことになったと考えられる。

3 投資銀行の組織

Eccles and Crane[1988]は、さまざまな投資銀行幹部社員とのインタビューをベースに、投資銀行の組織の特徴として、「フラットで柔軟なネットワーク構造を持つ自己設計型組織」(self-designing organization with flat and flexible network structure)と定義している。

Eccles and Crane は、フラットで柔軟なネットワーク構造を持つ自己設計型組織を生み出した要因として、3つの投資銀行の業務特性を挙げている。

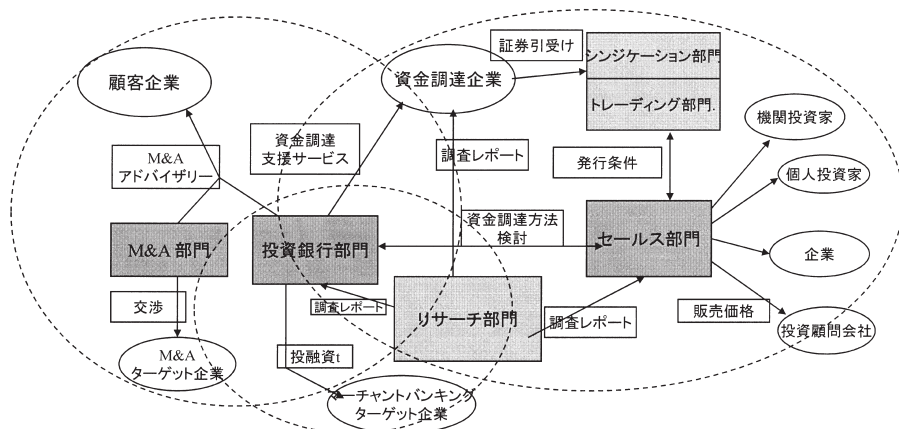
- ① 顧客や他の投資銀行との社内外でのネットワーク的仲介機能
- ② 提供するサービスと収入との間のルーズな結びつきという経済的特質
- ③ ユニークな取引をリアルタイムで行うという個別注文生産的制作プロセス

以下、簡単に3つの業務特性について簡単に説明してみたい。³⁾

① 顧客や他の投資銀行との社内外でのネットワーク的仲介機能

証券の引受けなど投資銀行業務の特徴は、証券発行を通じて資金調達する資金不足主体と発

図表 2-3



(さまざまな資料をベースに筆者が作成)

行された証券に投資する資金余剰主体とを結びつける役割を果たす。この仲介を効果的に実行するためには、証券発行者と投資家双方のニーズを満足させる取引形態や条件設定を行う必要があるが、そのためには引受けサイドと投資家サイドという両端に位置する担当者だけでなく、条件決定やシンジケーション担当者、流通市場でマーケットを形成するトレーダー、市場情報を投資家に提供するリサーチ担当者などさまざまな部門のプロフェッショナルがネットワークを形成することになる。このように、投資銀行はひとつの取引を実行するにあたり、社内外で幅広いネットワークを縦横に駆使する。さらにこの社内におけるネットワークは、顧客との対外的なネットワークが変動するたびに、それに応じて変動する（図表 2-3）。

② 提供するサービスと収入との間のルーズな結びつきという経済的特質

弁護士や公認会計士など知的情報サービスを提供するプロフェッショナル・サービスの対価は提供時間をベースに算定されることが一般的であるが、投資銀行の情報提供サービスの対価は、その情報提供サービスから生じる実際の取引が成立して初めて取引手数料として受け取ることになる。取引が成立しない場合には、情報提供サービスの対価を受け取ることはできない。これは、投資銀行がより高い収入を期待して、時間ベースではなく取引実現ベースの成功報酬に重点を置いていることによる。もちろん、M&A 取引など多くの取引では、成功報酬に加えて拘束時間ベースの手数料（retainer fee）を請求することが多いが、時間ベースの手数料率は驚くほど低い。一方、成功報酬⁴⁾は取引規模に一定の比率を乗ずる方式が一般的であり、取引規模次第では巨額の手数料となり得る。この提供するサービスと収入との間のルーズな関係があるからこそ、サービスの質を高め、顧客との信頼関係を維持するためにも、社内のネットワークが強化されることになる。

③ ユニークな取引をリアルタイムで行うという個別注文生産的制作プロセス

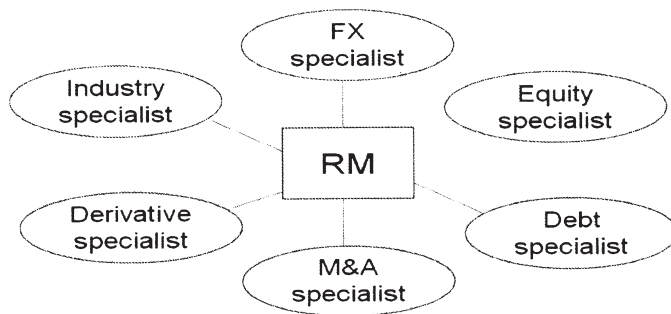
Eccles and Crane が記述しているように、「それぞれのディール（取引）は、それに関わる発行者や投資家、両者の間で交換される資産の金額、その資産の形態（債券、株式、リース、M&A など）や仕組みや資産価格、ディールのタイミング、投資銀行内で進行中の他の案件、ディールを行うときの市場環境によって異なってくる⁵⁾」。証券引受けや M&A アドバイザー・サービスには画一的な取引はなく、最初の段階からクロージングの段階に至るまで常に顧客と接触しながら、顧客の需要や市場の動向に応じたユニークな取引を制作していくことになる。また、提供するサービスは工業製品と異なり在庫として蓄えておくことはできず、常にリアルタイムで提供せざるを得ない。その意味で、顧客のニーズを的確に反映したリアルタイムで行う個別注文生産的制作プロセスという特性が生まれる。

Eccles and Crane[1988]は、以上の3つの業務特性が投資銀行の組織行動を「草の根戦略」的なものとするという。つまり、「ネットワーク的仲介機能」は発行者側と投資家側に接触している人々の間でのネットワークを強め、「提供するサービスと収入とのルーズな結びつき」は収入源を確保するためにさまざまな人々間の情報の共有化やネットワークの絆を強化する。また、「個別注文生産的制作プロセス」からは専門化されたさまざまな人々による取引ごとに

異なるネットワークが創造される。このような社内外のネットワークを効率的に実行するためには、トップが戦略を決定して下部に指示するトップ・ダウンではなく、市場や顧客に最も近い人々が戦略に関する意思決定をするというボトム・アップが求められる。これが「草の根戦略」である。さらに、この「草の根戦略」が効果的に機能するために、さまざまな部門の担当者が自由に行動できる「フラットで柔軟なネットワーク構造を持つ自己設計型組織」を生み出すことになる。

この投資銀行の組織を効果的に機能させるシステムとして、Eccles and Crane はリレーションシップ・マネジャー (RM) の存在を挙げる。RM は投資銀行全体の観点から顧客と接するという投資銀行の CEO 的役割を果たすとともに、投資銀行のさまざまな分野のプロフェッショナルを束ねるネットワーク組織の牽引車としての役割を果たす。(図表 2-4)

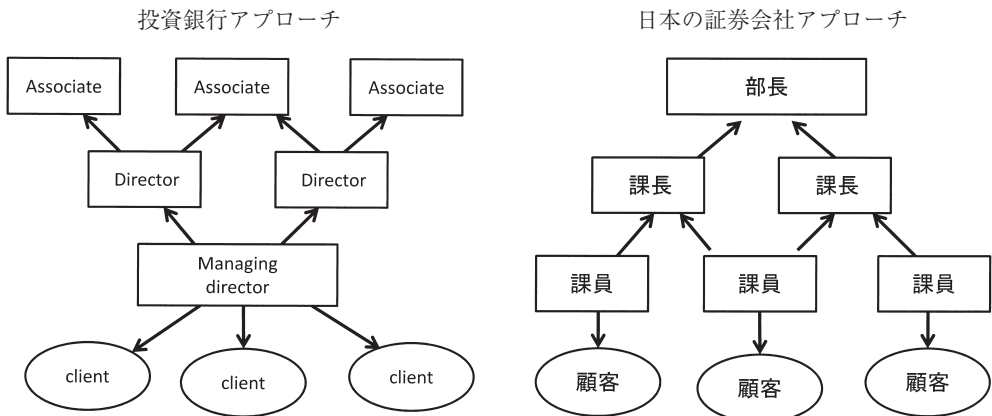
図表 2-4



(さまざまな資料や筆者の経験をベースに作成)

「フラットで柔軟なネットワーク構造を持つ自己設計型組織」のなかで、RM を中核とした幅広い分野のプロフェッショナルで構成されるチームにおいて、複雑な M&A 戦略・戦術を時機を失することなく伝えていくためには、概念メタファーとしてのジャーゴンが不可欠であったことは十分に頷ける。

図表 2-5



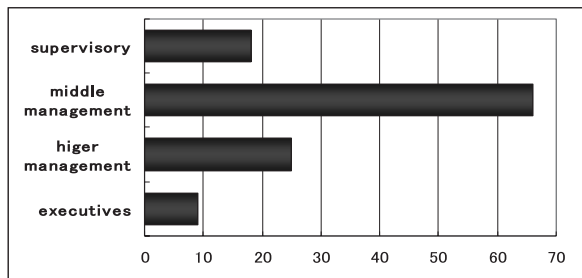
(さまざまな資料や筆者の経験をベースに作成)

さらに注目すべき点として、RMの任務を担うのがマネジング・ダイレクター（MD）と呼ばれるポジションのプロフェッショナルであることが挙げられる。このポジションは日本企業でいえば部長職に相当する。このように、投資銀行ではMDを中核としてさまざまな分野のプロフェッショナルで構成されたチームが、M&A案件に取り組んでいくことになる。

しかも、投資銀行の場合には、日本の組織とは異なり、顧客をはじめとする社内外の関係者とのコンタクトはMD自らが行っていく。日本の組織の場合には、部長職は下位の職位者から報告を受ける立場にあるが、投資銀行の場合にはMDが最前線に立ってM&A取引の指揮を執るのである。（図表 2-5）

前述した Gilsdorf [1983] は同じ論文の中で、職位別では中間管理者層がビジネススラングをもっとも頻繁に使うとのアンケート結果を示している。中間管理者より1ランク低い職位（supervisory）よりも頻繁にビジネススラングを使っている。（図表 2-6）この結果から、Gilsdorfは「ビジネススラングは、現場からの仕事に付随して（同時発生的に）生まれたものであろう」と結論付けている。この結果は、中間管理者であるRMが最前線に立ってM&A取引の指揮を執る投資銀行の組織とも合致する。

図表 2-6



（出所：Gilsdorf [1983]）

そのうえ、M&A取引の場合、社内だけでなく、顧客、顧客側の弁護士や公認会計士、M&Aの相手企業とそのアドバイザーなど多岐にわたる人々との緊密なコミュニケーションが求められる。またM&A取引を成功させるためには、さまざまな戦略・戦術を時機を失することなく効率的に策定・実施しなければならない。複雑な内容を手短にかつ的確に伝える手段としてジャーゴンが活用されたことは容易に推測されよう。Gilsdorfは同じ論文で、ビジネススラングを使う理由についても質問しているが、

- ・コミュニケーションがよくなるから
- ・何かを表現するときに正確に伝えることができるから
- ・コミュニケーションを容易にしてくれるから
- ・コミュニケーションを楽にしてくれるから
- ・新しいことを説明するのに便利だから

などの回答を得ている。この結果も、複雑でさまざまな戦略・戦術を時機を失することなく策

定・実施しなければならない M&A 取引において、ジャーゴンが不可欠であることを示している。

4 投資銀行業務の特性からみた相違点

以上、3つの視点から、インベストメント・バンカーと M&A ジャーゴンの関係について考察してきたが、最後に商業銀行との比較においてジャーゴンの存在を考えていきたい。

M&A、特に敵対的 M&A 取引にはさまざまなジャーゴンが使われていることを前節で見たが、商業銀行の世界では驚くほどジャーゴンが少ない。例えば貸出取引でみても、貸出、返済、一括返済、金利、担保、信用など部外者でも容易に理解できる用語が使われる。

Eccles and Crane [1988]は、前節で述べた投資銀行業務の3つの特性から投資銀行と商業銀行の相違点を説明する。つまり、投資銀行が発行企業と潜在的な投資家という両端に位置する関係者を結びつけるために、社内外に常に変化するネットワークを持っているのに対し、商業銀行の伝統的商品である貸出は自己の資金で貸出を行うため、投資家サイドを意識する必要がない。また、投資銀行のサービス提供と収入の関係がルーズであるのに対し、銀行貸出の場合には利息という形で明確にリンクされている。さらに、商品制作のプロセスについても、投資銀行が顧客企業のニーズに対応するためにリアルタイムで社内のさまざまなネットワークを活用して独特な商品を作成するのにに対し、商業銀行の貸出は比較的変数の少ない標準化された商品であり、信用審査の過程も標準化されている。

以上の業務特性の相違によって、商業銀行と投資銀行間で組織や戦略策定方法、報酬システム、さらには企業文化や専門性などに相違が生じることになる。組織構造では、投資銀行がフラットで「柔軟なネットワーク構造を持つ自己設計型組織」となっているのに対し、商業銀行

図表 2-7 投資銀行と商業銀行の相違点

経営慣行	投資銀行	商業銀行
戦略策定	トップ・マネジメントによって設定された大枠のガイドラインの範囲内における草の根的戦略策定。	顧客と接触する人々が革新的なことを行う余地の少ない、格式張ったトップダウンによる戦略策定。
組織構造	フラットで柔軟かつ複雑なネットワークを持った自己設計的組織。	部門間の壁の高くかつ柔軟性の薄い階層的組織。
ボーナス決定方法	経営上層部による主観的なボーナス決定プロセス。報酬の大きな部分を占める。ボーナス支給額は人により大きく異なり、階層の地位に関係がない。	経営上層部はボーナス決定に多くの時間を割かない。報酬に占める割合は小さい。個々人の格差は小さく、支給額は階層の地位と連係する。
企業文化	アグレッシブでリスク・テイクを恐れない。企業の経営陣 (CEO, CFO) に対して戦略的アプローチを行う。	リスク・テイクに消極的で、決断も遅い。企業経営陣にアプローチを行うことを好まない。

(出所：Eccles and Crane [1998] 217p を基に作成)

では部門間の壁が高い柔軟性を欠く組織構造となっている。部門間の壁が高い階層的組織では、コミュニケーションが部門内で上下に行われがちになり、この結果部門を超えてさまざまな人々がひとつのチームとなって働くことを難しくする。したがって、戦略策定方法も投資銀行がボトム・アップの「草の根的戦略策定」となるのに対し、商業銀行の戦略策定はトップ・ダウン型となる。

さまざまなネットワークを駆使して高度な専門性を発揮する投資銀行社員は高いボーナスを期待する。しかも、フラットな組織構造となっているので投資銀行社員間のボーナス格差は大きくなる。一方、商業銀行では高い階層組織であることや商品が標準化されていることなどから、社員間のボーナス格差は小さい。

また、企業文化における相違も無視できない。貸出担当者は基本的にリスクを嫌って保守的になる傾向が強いが、リスクが高くかつ複雑多岐にわたる金融商品を扱う投資銀行社員は一般的にアグレッシブとなる。（図表 2-7）

まとめ

本稿では、敵対的 M&A で使われるジャーゴンになぜ所謂専門的な金融英語ではなく、戦争用語やお話に出てくる言葉など金融とは直接関係のない語彙、しかも華やかで機知に富んだ語彙が多用されているのかについて、メタファーの視点と投資銀行の視点から考察した。

まず、Howard [1983] のジャーゴンの定義から、敵対的 M&A で使われるジャーゴンは、果たして、specialist vocabulary なのか、あるいは gobbledygook なのかについて、概念メタファーの視点から考察した。その結果、敵対的 M&A の持つ構造が戦争や求愛あるいは結婚のそれと類似していることから、敵対的 M&A の内容や戦略・戦術を、手短にかつ的確に伝達する手段として概念メタファーが活用されている。つまり、M&A ジャーゴンは有効な伝達手段（specialist vocabulary）であるとの結論に達した。

また、M&A ジャーゴンは投資銀行のプロフェッショナル（インベストメント・バンカー）が創造したとの仮説を、投資銀行の3つの視点（投資銀行の役割、インベストメント・バンカーのエリート意識、投資銀行の組織）から考察した結果、以下の結論を導くことができた。

- ① 敵対的 M&A 取引においてインベストメント・バンカーが中核的存在として最前線で M&A チームの指揮を執っていることから、ジャーゴンを創造する最も近い立場にあった。
- ② インベストメント・バンカーは、高い専門性に裏付けられたエリート意識が強いため、部内者意識やエリート意識がかなり強く、この部内者意識やエリート意識の故に、華やかで機知に富んだ多数のジャーゴンが創造された。
- ③ 投資銀行の組織は「フラットで柔軟なネットワーク構造を持つ自己設計型組織」であるうえ、敵対的 M&A 取引の性格上、社内外に幅広い分野にわたる専門家とのネットワークを維持しつつ、複雑な戦略・戦術を短時間でネットワークの構成メンバーに伝達する必要がある。そ

の意味でも、ジャーゴンが有効な伝達手段で活用された。また、先行研究で「ビジネススラングは、現場からの仕事に付随して（同時発生的に）生まれたものであろう」とされているが、インベストメント・バンカーが最前線で陣頭指揮を執る M&A 取引にもよく当てはまる。

注

- 1) 企業価値は、株主価値（一般的には時価総額）と有利子負債の合計を意味し、DCF 法などさまざまな方法で算出されるが、本稿の目的ではないので詳細は述べていない。
- 2) 筆者が所属していた CIBC World Markets の M&A 部門責任者へのインタビューから。
- 3) 本項の①②③は Eccles and Crane, *Doing Deals*, Harvard Business School Press, USA, 1988, pp.34-47 をベースに実際の投資銀行業務から説明したものである。
- 4) M&A の成功報酬は取引規模によるが、1%から4%の範囲内で設定されることが多い。規模が大きくなると1%を下回ることもある。小規模の M&A 取引では、規模に応じて段階的に手数料を定めるリーマン方式が採用されるのが一般的といえよう。
- 5) Eccles and Crane, *Doing Deals*, Harvard Business School Press, USA, 1988, pp.44-47

参考文献

- Anand, B. and Galetovic, A. (2000) "Relationships, Competition and the Structure of Investment Banking Markets" *Harvard Business School Competition & Strategy Working Paper Series #01-038*
- Berle, A. and Means, G.C. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace & World
- Boyd, J. (2003) "A quest for Cinergy: The war metaphor and the construction of identity" *Communication Studies*. Fall 2003
- Davis, S. (2003) *Investment Banking*. Palgrave Macmillan
- Downes, J. and Goodman, J. E. (2003) *Dictionary of Finance and Investment Terms*. Barron's Educational Series, Inc.
- Dunne, J. III (2002) "Investment banking and the Importance of Relationships" *Inside the Minds: Leading Investment Bankers*. Aspatore Books, inc.
- Eccles, R. and Crane, R. (1988) *Doing Deals, Investment Banks At Work*. Harvard Business School Press
- Garber, M. (2001) "The beauty of buzzwords" *Harvard Business Review*. May 2001
- Hayes, S., Spence, M. and Marks, D.V. (1983) *Competition in the investment banking industry*. Harvard University Press 宮崎幸二訳 (1984) 『アメリカの投資銀行—ピラミッド構造と競争』東洋経済新報社
- Howard, P. (1984) *The State of the Language*. Hamish Hamilton
- Gilsdorf, J. W. (1983) "Executive and Managerial attitudes toward business slang" *Journal of Business Communication* 1983
- Koller, V. (2002) "A Shotgun Wedding Co-occurrence of War and Marriage Metaphors in Mergers and Acquisitions Discourse" *Metaphor and Symbol*. 17 (3), 179-203 Lawrence Erlbaum Associates, Inc.
- Lakoff, G. and Johnson, M. (1980) *Metaphors We Live By*. University Of Chicago Press
- 秋山武清 (1996) 「ビジネス・ジャーゴンの構造」『青山経営論集』第31巻第3号 青山学院大学経営学会
- 秋山武清 (1999) 『国際ビジネスコミュニケーション論—商業英語学の視点から—』南雲堂フェニックス
- 秋山武清 (2004) 「ジャーゴンとビジネスコミュニケーション」『青山経営論集』第38巻第4号、青山学院大学経営学会
- 井出正介・高橋由人 (1977) 『アメリカの投資銀行』日本経済新聞社

- 今井光（2001）「企業への財務アドバイザー・サービスこそが真髄—組織ではなくコンセプトの転換が不可欠—」『金融財政事情』2001年5月14日号
- 郷一尚（2000）「米国専門人材育成システムから得られるインプリケーション—金融業界を中心に—」『ニッセイ基礎研究所所報特別号』2000年1月号
- 中村巳喜人（1978）『ビジネス・コミュニケーション論』同文館
- 服部 暢達（2004）『実践 M&A マネジメント』東洋経済新報社
- 松井和夫（監訳）（1991）『投資銀行のビジネス戦略—ネットワークにみる「強さ」の秘密』日本経済新聞社