慶應義塾大学学術情報リポジトリ
Keio Associated Repository of Academic resouces

Title	M&Aにおけるターゲット企業の評価 (澤 悦男教授退任記念号)
Sub Title	Valuation of the Target Company in M&A (In Honour of Professor Etsuo Sawa)
Author	小林, 啓孝(Kobayashi, Yoshitaka)
Publisher	
Publication year	2001
Jtitle	三田商学研究 (Mita business review). Vol.44, No.5 (2001. 12) ,p.85-
JaLC DOI	
Abstract	経営資源と事業の「選択と集中」を行う際の有力な手段はM&A (Mergers and Acquisitions)である。M&Aに関し,管理会計の観点から特に大きな問題となるのは,M&Aの対象候補企業の価値評価である。ターゲット企業の評価には,(1)不十分な情報に基づいてターゲット企業の評価を行わざるをえない,(2)企業価値評価の方法にはそれぞれ難点があり,決定的な方法が存在しないという問題がある。これらの点を踏まえ,本稿では,ターゲット企業の評価に当たって考慮すべき点およびターゲット企業評価のための望まし
Notes	
Genre	Journal Article
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=AN00234698-20011200-00686229

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

三田商学研究
第44巻第5号
2001年12月

2001年11月5日掲載承認

M&Aにおけるターゲット企業の評価*

小林啓孝

<要　約>
経営資源と事業の「選択と集中」を行う際の有力な手段はM&A（Mergers and Acquisitions）である。M&Aに関し，管理会計の観点から特に大きな問題となるのは，M&Aの対象候補企業の価値評価である。ターゲット企業の評価には，(1)不十分な情報に基づいてターゲット企業の評価を行わざるをえない，(2)企業価値評価の方法にはそれぞれ難点があり，決定的な方法が存在しないという問題がある。これらの点を踏まえ，本稿では，ターゲット企業の評価に当たって考慮すべき点およびターゲット企業評価のための望ましいモデル・プロセスを提示している。

<キーワード>
M&A，ターゲット企業の評価，交渉，企業評価のプロセス，シナリオ分析，シナジー，スタンド・アロン評価，評価の範囲

1　はじめに

現代の企業環境は変化がきわめて速く，変化の程度も大きくなっている。このような企業環境にあっては，従来の日本企業のように人材を含めた経営資源を内部蓄積し，これによって対処していくという方法では対応が遅れてしまうことになりかねない。また，企業環境の変化が速く，経済活動がグローバル化しているため，世界的な標準をベースに企業間競争が繰り広げられている。このため，従来は生存可能であった事業規模，能率では，企業の生存が困難になってきている。

企業が携わる全ての事業で世界標準を達成することは困難と思われる。激しい環境変化に対応し，グローバルな企業間競争を戦い抜いて生存していくためには，どうしても経営資源と事業の「選択と集中」を実行していかざるをえないと考えられる。このような状況に対処するため，わが国にお

＊本稿は平成13年度慶應義塾福澤諭吉記念基金の研究補助を受けて行われた研究成果の一部である。

いては事業再編を支援する法的整備も行われ，事業再編が急増している。

経営資源と事業の「選択と集中」を行う際の有力な手段はM&A（Mergers and Acquisitions）である。わが国の場合，長年にわたる不況下にあることや事業再編法制の整備後間もないということもあり，株式移転制度を利用した持株会社の設立や会社分割制度を利用した事業再編の事例が多いが，趨勢的には冒頭に述べた事情からM&Aは増加していくものと考えられる。

M&Aに関し，管理会計の観点から特に大きな問題となるのは，M&Aの対象候補企業（以下では「ターゲット企業」と記述）の価値評価である。M&Aの成功，不成功に結びつく大きな要因の1つはM&Aによって得られるであろうベネフィットとの比較でターゲット企業への支払額が過大であったか否かであり，ターゲット企業の「価格」のベースとなるのはターゲット企業の価値評価額であるからである。

そこで，本稿では，M&Aのターゲット企業の評価について考察し，ターゲット企業の評価に関してどのような問題が存在するか，それらの問題に対処する方策としてどのようなものが考えられるかを論じていくことにする。

2 M&Aのプロセス

M&Aのターゲット企業の評価について論じる前に，ターゲット企業の評価がM&Aに至る一連のプロセスのどこで行われるかを確認しておこう。一連のプロセスのどの局面でターゲット企業の評価が行われるかを確認することによって，ターゲット企業の評価の問題点の一部が明らかになると考えられるからである。

M&Aを行うに当たって，企業が考慮すべき事項ないし領域を時間軸に沿って並べると，大きく，(1) M&Aの目的の明確化，(2) M&Aの手段および相手の探索・評価と決定，実行，(3) M&A後の管理，の3つに分けられる。

それぞれの領域は標準的には以下のようないくつかのプロセスによって構成されると考えられる。[1)]

(1) M&Aの目的の明確化

①企業戦略の設定，②M&Aプランの作成

(2) M&Aの手段および相手の探索・評価と決定，実行

①M&A候補企業の探索，②M&A候補企業のスクリーニング，③M&A候補企業との最初の接触，④M&A候補企業との交渉（(a)基本合意に至までの交渉，(b) M&A契約に至までの交渉），

1) M&Aのプロセスは文献リストにあげたM&Aに関する文献から標準的と思われるものを抽出した。

⑤M&Aの実施（closing）

(3) M&A後の管理

①事業統合，②M&Aの評価

先に示したM&Aの標準的なプロセスでは，M&Aの目的，プランを明確にした後，M&A候補企業を探索し，M&A候補企業を絞り込む。そして，有望な企業とM&Aについての基本合意に達することを目指して交渉に入っていく。この交渉プロセスでは，M&Aの形態（株式取得，合併，営業譲渡など），価格，支払方法（現金か株式かなど），M&Aに至までのスケジュールといった基本的枠組みについての合意が目指される。

価格の交渉を行うに当たっては，M&A実施企業側でこの企業ならどのくらいの価格まで出してよいかの腹積もりができていなければならない。価格の目安は，自社の企業戦略，M&Aの目的，予想されるシナジーその他によって影響されるが，基礎となるのはM&A候補企業がどのくらいの価値を有していると考えられるかという価値評価である。ターゲット企業の価値評価は基本合意に至までの交渉プロセスの途中で行われる。

ターゲット企業の価値評価が行われるのはM&Aの基本合意前であるから，M&A候補企業との間で機密保持に関する文書は交わされておらず，候補企業に関する内部情報も十分に入手できないのが通常である。したがって，一般にM&A実施企業は不十分な情報に基づいてターゲット企業の価値評価を行わなくてはいけないわけである。不十分な情報，相対的に信頼性が低い情報に基づいてターゲット企業の評価を行わざるを得ないという点がターゲット企業評価の問題の一つである。

3　ターゲット企業の価値の評価方法

ターゲット企業の評価に当たっては，M&A実施を考えている企業は何らかの方法あるいはモデルを使用してこれを行う。何らかの方法ないしモデルに入手した情報をインプットして評価を行うのであるが，どのような方法を用いるかによって，入手すべき情報も変わってくる。つまり，どの方法を採るかによってターゲット企業との基本合意に至までのプロセスで探索すべき情報入手の方向性が変わってくるのである。したがって，ターゲット企業の評価に当たっては，少なくとも評価のための情報探索の前にどのような方法を使用してターゲット企業を評価するか，あるいはどの方法に重点を置いて評価を行うかが決定されていなければならない。

ターゲット企業の価値評価を行う方法を概観してみよう。ターゲット企業の価値の基本的な評価方法は大きく分けて，(a)「収入（income）に基づく方法」，(b)「市場価格に基づく方法」，(c)「純資産評価に基づく方法」の3つがある。なお，これら基本的方法の加重平均をとるという評価方法もある。3つの基本的方法には，視点の違いなどによってそれぞれいくつかのバリエーションがあ

る。

(a)の「収入に基づく方法」では，企業は将来にわたって収入を生み出していく存在であるという考えを基礎として，企業の価値を企業が生み出していく収入によって評価する。この方法の代表的バリエーションとしては，①配当割引モデル，②割引超過利益モデル，③割引キャッシュ・フロー・モデルがある。

(b)の「市場価格に基づく方法」は，市場において形成される価格は企業の価値を正当に反映しているとの想定に基づき，市場価格（株価，M&Aの取引価格など）と何らかの財務的指標との比率をとり，これを手懸かりとして企業の価値評価を行っていく方法である。一例として，株価倍率(price multiples) に基づく方法を採り上げると，使用される比率としては，株価収益率 (price-to-earnings ratio)，株価売上高比率 (price-to-sales ratio) などがある。たとえば株価収益率を企業評価に使用する場合，対象企業の価値は「対象企業の価値＝対象企業の予想純利益×株価収益率」で計算される。

(c)の「純資産評価に基づく方法」では，簿価，売却時価，再調達原価などに基づいて計算した資産価額から負債の評価額を差し引いた純資産の評価額を算出し，これに基づいて企業の価値評価を行う。

これらの方法は，いずれも固有の特性と限界が存在する。これらのうち，論を進めるに当たって関係するのは限界であるので，ここではごく簡単に各方法の限界のみを指摘しておくことにする。[2)]

「収入に基づく方法」では，(1)年々の収入と(2)年々の収入を現在価値に割引くための割引率（＝資本コスト）を推定しなければならないが，このどちらの推定にも問題があり，これでいけばよいという合理的で異論の余地のない推定値は出てこない。この方法では，一般に企業は継続企業であるとの想定に基づき無限大の収入の系列を予測するが，そのような超長期の予測が信頼性に欠けるのは議論の余地がないであろう。

「収入に基づく方法」の問題点を際立たせる例として，この方法の代表的手法である割引キャッシュ・フロー法を取り上げてみよう。割引キャッシュ・フロー法の中では変動成長評価モデルが比較的妥当性が高いと考えられる。変動成長評価モデルは，キャッシュ・フローの成長は企業の存続期間の全体を通じて一定であるなどの単純な想定を置かず，企業のライフサイクルの局面の違いを考慮に入れ，キャッシュ・フローの成長をいくつかの期間区分に分けて予測・評価するからである。

しかし，変動成長評価モデルでも，きちんと予測を行う期間（＝予測期間）を超えた期間のキャッシュ・フローについては一定の率で成長するなどの単純化した想定を置いて評価を行うのが一般的である。この期間のキャッシュ・フローの現在価値（＝ターミナル・バリュー：terminal value）の企業評価額に占める割合は，予測期間のキャッシュ・フローの現在価値に比べてきわめて高く，

2) ターゲット企業の評価方法の特性と限界について詳しくは［小林，2001］を参照していただきたい。

一般に6割から8割程度を占める。これは当然のことで，予測期間は5年から10年程度，長くて20年（ただし，20年ともなれば予測の信頼性はきわめて低くなる）であるのに対し，それ以降の期間は無限大であるからである。企業価値評価額のうち信頼性がきわめて低い予測値に基づく数字が過半を超える大きな割合となる方法は問題のある評価方法であると言わざるを得ないであろう。

「市場価格に基づく方法」は，そもそも市場価格自体が企業価値を正当に反映しているとは言い切れないということのほかに評価の比較基準となるような同種の事例を見出すことが困難な場合が多いこと，計算に使用する財務数値が異なると当然に計算結果が異なってくるが，それらの評価数値のどれが妥当であるかについての基準が存在しないことなどの問題点を指摘できる。

「純資産評価に基づく方法」は，簿価，売却時価，再調達原価のいずれの評価方法であろうと，企業を静態的なものとして評価し，活動を通じて企業が成長，発展あるいは衰退していくというダイナミックな側面からの評価でないという共通の難点を有する。ただし，企業を取得後，これを解体して処分するという場合には，売却時価による評価は合理性を持つし，株式取得を通じた資産の取得と現金支出による資産の購入のどちらがコストがかからないかを検討している場合，再調達原価による評価は合理性を持つ。

加重平均法は，本稿で提示したようないくつかの方法による評価値の加重平均をとって，これをM&A対象企業の価値評価値としようとする方法であるが，それぞれの評価値に対して与えるウエイトの妥当性の判断基準が存在しないという難点がある。

以上を総合すれば，それぞれの評価方法には難点があり，これでターゲット企業を評価すればよいという決定的な方法は存在しないと言えるだろう。

4　ターゲット企業評価の基本的考え方

本稿では，M&Aがどのようなプロセスを経て行われるかをみた。M&Aの標準的なプロセスでは，M&Aの目的，プランを明確にした後，M&A候補企業を探索し，M&A候補企業を絞り込む。そして，有望な企業とM&Aについての基本合意に達することを目指して交渉に入っていく。この交渉プロセスでは，M&Aの形態，価格，支払方法，M&Aに至までのスケジュールといった基本的枠組みについての合意が目指される。

価格の交渉を行うに当たっては，M&A実施企業側でこの企業ならどのくらいの価格まで出してよいかの腹積もりができていなければならない。その基礎となるのはM&A候補企業の価値評価である。

この段階で行われるターゲット企業の評価には，大きく分けて2つの問題点が存在する。その第1は，ターゲット企業の価値評価が行われるのはM&Aの基本合意前であることから，ターゲット企業に関する内部情報が十分に入手できず，不十分な情報，相対的に信頼性が低い情報に基づい

てターゲット企業の評価を行わざるを得ないという点である。その第2は，企業価値評価の方法にはそれぞれ難点があり，これで評価をすればよいという決定的な方法が存在しないという点である。

これらの問題点が存在しているにもかかわらず，M&Aを実施するに当たっては，ターゲット企業の評価を行わなければならない。では，どうしたらよいのであろうか。このような事態に対処する方法を考えていくに当たり，鍵となるのは次の2点であると思われる。その第1は，M&Aを実施する目的である。その2は，M&Aの価格が交渉によって決定されるという点である。

標準的なM&Aでは，これを行う目的があるはずである。また，M&Aの価格はM&Aが成功するか否かに影響を与える大きな要因であるが，M&Aの価格は交渉によって決定される。M&Aのターゲット企業の価値評価額は価格交渉のベースとして機能するが，価値の評価方法にはいくつかの方法があり，それぞれ特性と限界がある。

これら一連の関係を考慮に入れると，ターゲット企業の価値評価に関して次の4点が指摘できるであろう。

(1)ターゲット企業の価値評価方法のうち，どの方法をメインに使用するかは，M&Aの目的との関係で決まってくる。たとえば，候補企業を取得後，これを解体して処分するという場合には，売却時価によって評価した純資産評価法をメインとするのが合理的であろう。

(2)ターゲット企業の価値評価方法には，これさえ使用すればよいという決定的な方法がなく，どの評価方法を使用するかによって評価額が違うのであるから，メインとする方法以外の方法による評価額は，メインの方法による評価額の妥当性をチェックするために使用するのがよい。

(3)評価方法や評価の際の想定などによってターゲット企業の価値評価額は異なるとともに，交渉は当事者双方がなるべく自己に有利な条件を引き出そうと行われるものであるから価格交渉のベースとする評価額は1本に絞り込むのでなく，ある幅を持った範囲（range）で設定するのがよい。

(4)ターゲット企業の価値評価額は価格交渉のベースとなるのであるから，評価額は現実妥当性が高いものであることが望ましい。そのためには，評価の基礎となる想定，データの現実妥当性がなるべく高い方がよい。想定，データの現実妥当性が高いことは，評価値の範囲の信頼性を高めるのに貢献するだけでなく，交渉における説得力を増すことにも貢献する。

5　ターゲット企業評価のプロセス

前項では，ターゲット企業の評価を行っていくに当たって，どのように考えていくのがよいかについての見解を述べた。これらの点を踏まえると，ターゲット企業の評価はいくつかの要素を考慮に入れながら進めていくのが望ましいと言えるであろう。また，企業評価を行うためには，どのような評価モデルをメインに使用するかを決め，データ収集の方向性を定め，データを評価し，評価値の推定を行い，その妥当性を検討していくという具合に段階を踏んで行われていかなければなら

ないから，企業評価は一連のプロセスを通じて行われると考えられる。では，どのようなプロセスが望ましいと考えられるであろうか。

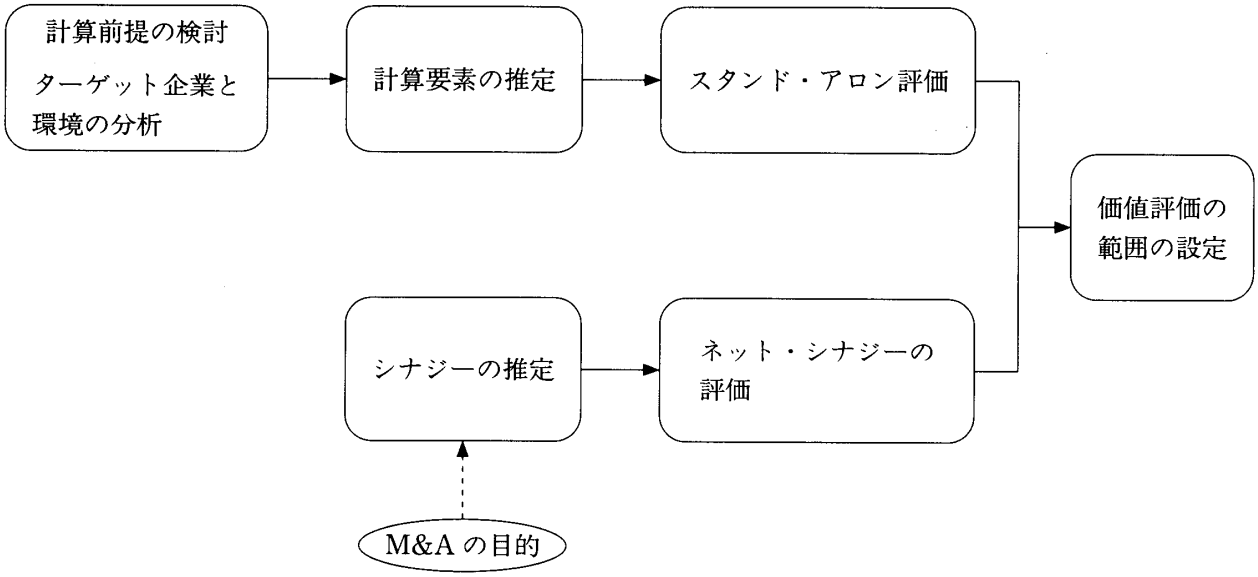
本稿ですでに述べたM&Aのプロセスのうち，「M&A目的の明確化」のプロセスはすでに終わっていると想定しよう。すなわち，企業戦略はすでに存在し，これにしたがったM&Aプランも作成されているものとする。さらに，M&A候補企業を探し出し終わり，最初のコンタクトも行われているものとする。

すると次にはM&A候補企業の評価に入っていくことになるが，この段階以降の企業価値評価に関連したステップとしては次のようなモデル・ステップが考えられる。

まず，(1)評価モデルの計算前提を検討する。ここではターゲット企業自体の分析と当該企業を取り巻く環境の分析が重要である。次に，(2)想定した計算前提に基づいてターゲット企業に関連する将来のフリー・キャッシュ・フローや資本コスト，株価などといった評価モデルの計算要素の推定を行い，(3)その企業が単独で存続していったとした場合の企業評価を行う（図表1では，スタンド・アロン（stand alone）評価と記されている）。

一方で，すでに設定してあるM&Aの目的に照らして(4)どのようなシナジーが得られるかを考える。シナジーにはプラスのシナジーとマイナスのシナジーがあるので，この両方を列挙する。そして，(5)プラス・マイナスを相殺した正味としてのシナジーがいくらになるかを計算する（図表1では，ネット・シナジーの評価と記されている）。最後に，(6)のステップで(3)のスタンド・アロン評価と(5)のネット・シナジーの評価を総合し，M&A候補企業の価値評価の範囲の設定を行う。なお，スタンド・アロン評価とネット・シナジーの評価を別々に行うのは，M&Aによってどのようなシナジーが得られるかを別個にきちんと把握し，ネット・シナジーがM&A投資を正当化する程大きいか否かを検討するためである。

図表1　ターゲット企業の評価プロセス



6　評価モデルの計算前提の検討

前項では，ターゲット企業評価のモデル・プロセスを提示したが，紙幅の関係でこれらのステップの全てを検討していく余裕はない。したがって，本稿では，これらのプロセスの中で特に重要と考えられる「評価モデルの計算前提の検討」と「価値評価の範囲の設定」に的を絞って検討していくことにする。

たとえば，ターゲット企業の評価方法として割引キャッシュ・フロー法を採用している場合には，ターゲット企業の将来のフリー・キャッシュ・フローの流列を予測し，これに基づいて評価を行う。その際，将来のフリー・キャッシュ・フロー予測のベースとなるのはターゲット企業の将来の売上予測である。

仮に，評価プロセスで売上が増加すると予測されたとしてみよう。その場合，何故増加しているのかを不問のままにしておいたのでは，このまま売上が増加し続けるという前提で計算を行っても，それには何の根拠もない。売上が増加し続けるという想定をたてるのなら，いかなる根拠でその想定が正当化されるかの理由づけがきちんと行われていなければ，その想定は説得力を持たない。

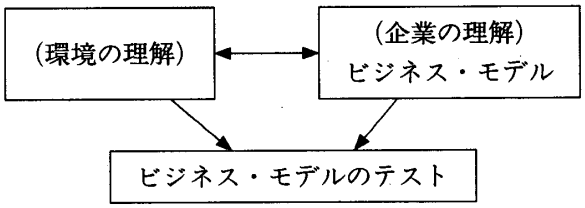
説得力のある根拠を提供するのは，評価対象企業のビジネスの仕組みと競争状況に基づいた説明であろう。図表2を見て欲しい。

説得力のある根拠を提供するためにまず行うべきはターゲット企業がどのような仕組みでビジネスを行っているかを理解することである。図表2では，ビジネスを行う仕組みのことをビジネス・モデルと表現している。かつて，デル・コンピュータの直販システムが注目され，デル・モデルとして称賛されたことがあったが，ここでいうビジネス・モデルとしては，そのようなモデルを思い浮かべてもらえばよい。

どのような流れでビジネスを行っているのか，他社に比べて強みとなっているところはどこにあり，利益を生み出しているポイントは何なのか，などを明らかにするのである。そして，そのビジネス・モデルはなにゆえに成立しているのかをできる限り解明する。

あるビジネス・モデルが優位性を保ち続けられるかどうかはその企業単独の事情だけで決まるものではない。競争企業の対応，環境変化の方向（たとえば，新しい市場の出現），法規制の改変等々，

図表2　ビジネス・モデルのテスト



様々な要因の影響を受ける。したがって，ビジネス・モデルをはっきりさせるとともに環境を理解し，そのビジネス・モデルが成立し，また機能していくうえで何が大事なのか，どの要因が変わったら危うくなるのかを把握しておくことが必要なのである。

ビジネス・モデルとの関係で環境を把握したら，環境がどう変化していくかを推定し，その変化がビジネス・モデルにどのような影響を与えるかを検討する。図表2で「ビジネス・モデルのテスト」と書いてある部分がこれに相当する。

この段階での分析・検討の視点のキー・ワードは「流れ」,「場」,「変化」であろう。ここで「流れ」とは，ポーター（M. E. Porter）のいうバリュー・チェイン（value chain）に相当する。製造業の場合で言えば，分析にあたって，原材料の入手から最終製品の顧客への販売に至る複雑な流れのどの部分をターゲット企業が担当し，それをどのような仕組みで遂行しており，それが強みにつながっているかどうかを検討する。

「場」とは，各種の力のダイナミックな相互作用が行なわれる領域ないし空間を指す。分析では，ターゲット企業の生存空間である「場」の構成要素を識別し，それら構成要素間の相互依存関係，相互作用を明らかにする。さらに，その中でターゲット企業が占めるポジションを明らかにし，それが強みにつながっているかなどを検討する。ここでは，競争企業分析，顧客分析，取引先分析などが行われる。

「変化」とは，これら「流れ」や「場」に生じる変化を意味する。「流れ」や「場」の変化の検討では，今までの「流れ」を支えていた仕組みに変化が生じていないか，既存市場への新規参入者，既存市場とは別の新市場誕生の可能性その他の変化について検討する。

これらの検討にあたっては，定性的分析と定量的分析が併用されることになるが，重要なのはターゲット企業をめぐる諸関係の構造と変化の方向性を探ることである。この把握を行わないでなされた売上予測，フリー・キャッシュ・フロー予測はほとんど意味がないといってよいだろう。

ターゲット企業とそのビジネス環境の分析を行う場合，通常は最も起こりうる未来を想定し，そのもとでターゲット企業がどうなるかを分析することが多い。しかしながら，想定した未来が生じなかったとしたら，どうなるだろうか。フリー・キャッシュ・フロー予測の前提が狂い，ターゲット企業評価が正しくなかったことになってしまう。

ビジネスに多大な影響をもたらす予想もしていなかった出来事が突如として生じるということは現実に起きている。統計的手法ではこの種の出来事は予測できない。全知全能でない人間が突如として生じる変化を予測することは到底できるものではない。しかしながら，多少なりともこれに備えることは全く不可能というわけでもない。その可能性を持つ手法がシナリオ分析である。[3)]

3) シナリオ分析についてより詳しくは［伊藤，小林，2001］第10章，［小林，2001］第9章を参照していただきたい。

7　価値評価の範囲の設定

もしも，スタンド・アロン評価額，ネット・シナジー評価額ともに単一の数値が得られ，しかもそれらが正当な評価額であったとしたら，スタンド・アロン評価額（株主持分対応分）はターゲット企業との価格交渉における最低価格となり，「スタンド・アロン評価額＋ネット・シナジー評価額」は交渉における最高限度額となる。ターゲット企業側からすればスタンド・アロン評価額を下回る価格では企業を譲り渡す何のメリットもないし，「スタンド・アロン評価額＋ネット・シナジー評価額」では，ターゲット企業を入手しても買収企業側に何のメリットもなくなるからである。

したがって，交渉によって成立する価格は「スタンド・アロン評価額」と「スタンド・アロン評価額＋ネット・シナジー評価額」の中間のどこかになるはずである。どちら寄りの価格になるかは，当事者が置かれている状況，交渉力，買収希望企業が2社以上あるかなどによって影響を受ける。

本稿でみてきたように，ターゲット企業を評価するに当たり，どの評価方法を使用するか，評価の際の想定をどうするかによって評価額は異なり，しかも，そのどれが妥当であるかは分からないので，特定の方法（「加重平均法」を含む）によって特定の値が算出されたとしても，それを正当な評価額だとする根拠は全くない。したがって，先の議論も成立しない。

このことを考慮すれば，望ましいアプローチは，ターゲット企業の経営上の打ち手と競合企業の出方，それらプレーヤーと企業が関係する環境との相互作用とに関するシナリオを作成し，それらシナリオに応じた「スタンド・アロン評価額」，「スタンド・アロン評価額＋ネット・シナジー評価額」を計算しておき，それら幾通りかの評価額を参照したうえで，交渉に望む際の相手が乗ってくる可能性のある最低価格とここまでなら出してよいという最高価格を設定しておくアプローチであろう。

付言すれば，ターゲット企業が上場企業の場合，実質的には，その企業の株式の時価総額が価格交渉の際の最低価格となる。株式市場である特定の価格（＝時価）の近傍で株式を売却できるのに，それ以下の価格で株式を買収企業に売り渡そうとする株主はよほどの特殊な事情がない限りは存在しないと考えられるからである。

ターゲット企業の株式の時価総額を価格交渉の最低価格とすると，価格交渉によって成立する価格は，時価総額といずれかのシナリオにおける「スタンド・アロン評価額＋ネット・シナジー評価額」の間ということになる。合意価格はこれら2つの価格水準の間であって，時価総額よりも高い水準となるのが一般的であろう。

文　献

Clemente, M. N., D. S. Greenspan, 1998, *Winning at Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Inc
DePamphilis, Donald, 2001, *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities*, Academic Press
Galpin, T. J., M. Herndon, 2000, *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, Jossey-Bass Publishers
Gaughan, Patrick A., 1999, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings* (2nd ed.), John Wiley & Sons, Inc
Haspeslagh, P. C., D. B. Jemison, 1991, *Managing Acquisitions*, The Free Press
Hooke, Jeffrey C., 1997, *M&A*, John Wiley & Sons, Inc
Lajoux, A., C. M. Elson., 2000, *The Art of M&A Due Diligence*, McGraw-Hill
Lajoux, Alexandra R., 1998, *The Art of M&A Integration*, McGraw-Hill
Marren, Joseph H., 1993, *Mergers & Acquisitions*, McGraw-Hill
Reed., S. F., A. Lajoux,1999, *The Art of M&A* (3rd ed.), McGraw-Hill
Schwartz, Peter, 1996, *The Art of the Long View*, Currency and Doubleday
Sirower, Mark L., 1997, *The Synergy Trap*, The Free Press
Van der Heijden, Kees, 1996, *Scenario : The Art of Strategic Conversation*, John Wiley & Sons, Inc
伊藤邦雄，1999，『グループ連結経営』，日本経済新聞社
伊藤嘉博，小林啓孝編著，2001，『ネオ・バランスト・スコアカード経営』，中央経済社
薄井 彰編著，2001，『M&A 21世紀II　バリュー経営のM&A投資』，中央経済社
久保光雄編著，2000，『事業再編の仕組みと活用法』，かんき出版
小林啓孝，2001，『事業再編のための企業評価』，中央経済社
西澤 脩編，2001，『グループ経営ハンドブック』，中央経済社
村松司叙編著，2001，『M&A 21世紀 I　企業評価の理論と技法』，中央経済社
森信静政，川口義信，湊 雄二，1999，『M & A の法務と実務』，日本経済新聞社
森綜合法律事務所編，2000，『事業再編ハンドブック』，中央経済社
安田荘助，松古樹美，高谷晋介，2000，『株式交換と会社分割』，日本経済新聞社
渡辺章博，1998，『M&A のグローバル実務』，中央経済社