

経済研究

第 36 卷 第 3 号

Jul. 1985

Vol. 36 No. 3

80 年代におけるアメリカ企業合併運動の特徴と問題点

佐藤 定幸

(1) 大型合併の時期到来

1960 年代初に始まり同 60 年代末に最高潮に達した戦後アメリカの合併運動の大波は、1970 年代に入ってやや沈静化したかにみえたが、70 年代末になって再び高揚するに至った。とはいえ、70 年代末のそれは 60 年代末のそれに比べれば、その規模においてははるかに及ばなかった。この点についてローレンス・J・ホワイトは、連邦取引委員会(FTC)、企業合併専門のコンサルティング会社 W. T. Grimm および *Mergers & Acquisitions* 誌などによって発表された諸種の統計をまとめた第 1 表を示しながらつぎのように述べている。「これら諸シリーズ統計のすべてが、アメリカ経済が 1960 年代末に、そして再度 1970 年代末に合併運動の大波の只中にあったことを、明示している。だが、明らかに 1970 年代末の波は 1960 年代末のそれよりも小さかった。このことは、絶対的な合併件数について特に真実だし、少なくとも 1978 年については鋳工業における大型合併に関連した資産の絶対額について真実である。相対的にみると、1970 年代末の波はもっと小さくさえる。最初の合併運動の大波の直前 1965 年に、内国収入局(IRS)は 1140 万の企業から所得申告書が提出されたと報告したが、それから 10 年後の 1975 年に

第 1 表 アメリカの合併および取得件数・同資産額

年	FTC: 実現した 合併およ び取得件 数	W. T. Grimm 社による 合併件数	<i>Mergers & Acqui- sitions</i> 誌の合 併件数	FTC: 資産 1000 万 ドル以上の企業が関 連した製造工業・鋳 業における合併	
				件数	被取得企業 の資産額
1960	1,345	—	—	51	\$ 1.5 billion
1961	1,724	—	—	46	2
1962	1,667	—	—	65	2.3
1963	1,479	—	—	54	2.5
1964	1,797	—	—	73	2.3
1965	1,893	2,125	—	64	3.3
1966	1,746	2,377	—	76	3.3
1967	2,384	2,975	1,354	138	8.3
1968	3,932	4,462	1,829	174	12.6
1969	4,542	6,107	1,712	138	11
1970	3,089	5,152	1,318	91	5.9
1971	2,633	4,608	1,237	59	2.5
1972	2,839	4,801	1,263	60	1.9
1973	2,359	4,040	1,064	64	3.1
1974	1,474	2,861	825	62	4.5
1975	1,047	2,297	859	59	5
1976	1,171	2,276	1,058	81	6.3
1977	1,183	2,244	1,139	100	9
1978	1,245	2,106	1,346	110	10.7
1979	—	—	1,420	—	—

Source: U. S. Federal Trade Commission, *Statistical Report on Mergers and Acquisitions*, various years; *Mergers and Acquisitions*, various issues; and Joseph M. Sheer, "Divestitures and Spin-offs," Master's thesis, New York University, 1978.

(出所) Michael Keenan and Lawrence J. White, *Mergers and Acquisitions*, Lexington Books, 1982.

は、企業数は1400万に増えていた。IRSによると、1965年における鉱工業企業資産は3881億ドルだったが、それから10年後の1975年の鉱工業資産は1兆0091億ドルだった。かくて、相対的には、70年代末の合併運動はその重要性において60年代末のその半分にすぎなかったのである¹⁾。

だが、アメリカの企業合併運動は1980年代に入って一層の高揚をみせ、1960年代末のそれをも上回る程巨大な規模に達したかにみえる。第1表に接続する統計としては、W. T. Grimm社の合併件数統計しかないが、それによると1984年の合併件数は2,543件で、前年の2,533件を上回り1974年以来の最高となった。もちろんこの件数は1969年の水準に遠く及ばないが、80年代に入ってからの合併運動の重要性はその合併件数よりは、それが史上空前の巨大合併を数多く含んでいるという点にあった。とくに1984年には、TexacoによるGettyの買収がその買収費101億ドルにおよぶ史上最大の合併と騒がれたが、それから数ヶ月とたたないうちにChevron(当時のStandard Oil of California)によるGulf Oil買収(同132億ドル)が実現し簡単に記録は更新されたのだった。

1968年の合併件数は、FTC統計(資産1000万ドル以上の企業が関連した製造工業・鉱業における合併)によれば174件、被取得会社の資産額は126億ドル、また1969年のそれは138件、110億ドルであった。しかしGulf Oilだけの資産額で209億6400万ドルと200億ドルを上回っているし、Gettyのそれも103億8505万ドルに達するので、この2件だけで69年当時のピークをすでに大きく上回っている。これにMobil OilによるSuperior Oil, NestléによるCarnation, Kiewit MurdockによるContinental Group, BeatriceによるEsmark, General MotorsによるElectric Data Systemsの買収を加算すれば、84年の企業合併が史上未曾有の規模に及んだことは間違いない。

この傾向は1985年になってからも衰えをみせ

ず、4月には病院経営チェーン最大手のHospital Corporation of America(HCA)と医療用品で最大のAmerican Hospital Supply(AHS)とが合併し、Johnson & Johnsonを上回る医療ビジネス分野で世界最大の企業が誕生している。この合併は、その規模としてはアメリカの産業史上第4位で、石油関連を除けば最大規模といわれたが、この新記録も翌5月なかばに合意をみたAllied Corporation(大手総合化学会社)とSignal Company(航空宇宙・エレクトロニクス会社)との、買収費用50億ドルにのぼる合併によって、簡単に破られてしまう有様である。

(2) コングロマリットの合併の退潮

このような1980年代に入ってからの、巨大合併の特徴は、それ以前の時期に比して、同業種間の合併が多く、それまで支配的だったコングロマリットの合併の比率が低下したことにある。

ウイラード・ミュラーによれば、「最近の合併運動における最も重要な特徴の1つは、合併運動が高揚するにしたがって水平的および垂直的合併の割合が激減し、合併はますますコングロマリット型になったということである。……1960年代および1970年代に展開された製造業における一大合併運動は、アメリカ経済における集中化とコングロマリット化という大状況の一部である²⁾。コングロマリットの合併の優位は1970年代末までつづいたので、筆者は1981年に発表した論文で、「前半は低迷したが後半に再び活発化したアメリカの70年代の企業合併運動は、すでに1960年代に見られたConglomerate合併優位の傾向をますます強めた³⁾」ことを指摘しておいた。

同論文の末尾で筆者は、1980年の大統領選挙でレーガン大統領が当選したばかりか、上院議員選挙における共和党の勝利は、反独占立法の審議に

2) Willard F. Mueller, "Conglomerates: A "Non-industry"," in Walter Adams (edited), *The Structure of American Industry*, Macmillan, 1982, p. 430(金田重喜監訳『アメリカの産業構造』(第6版), 青木書店, 1984年, 419ページ)。

3) 佐藤定幸「アメリカの企業合併の最近の諸特徴」『経済研究』第32巻第3号, 214ページ。

1) Lawrence J. White, "Mergers and Aggregate Concentration," in *Mergers and Acquisitions*, edited by Michael Keenan and Lawrence J. White, Lexington Books, 1982, pp. 98-99.

第2表 1981-84年における買収額20億ドル以上の大型合併

被合併会社名	その売上高 その純益 [100万ドル]	合併会社名	その売上高 その純益	合併年	合併に要し た資金額 [10億ドル]
ガルフ石油 (石油)	28,900 978	カリフォルニア・スタンダード石油 (石油)	28,400 1,600	1984	13.5
ゲッティ (石油)	11,800 494	テキサス (石油)	41,100 1,200	1984	10.1
コノコ (石油)	18,800 1,030	デュボン (化学)	13,700 744	1981	8.0
マラソン石油 (石油)	9,800 343	U. S. スチール (鉄鋼)	12,500 504	1981	6.6
スペリオール石油 (石油)	1,800 242	モービル石油 (石油)	58,900 1,500	1984	5.5
テキサス・ガルフ (石油)	1,100 326	エルフ・アキテース (石油)	18,920 1,376	1981	4.3
シティス・サーヴィス (石油)	8,600 (49)	オクシデンタル石油 (石油)	218 29	1982	4.1
カーネーション (食品)	3,400 195	ネスル (食品)	11,400 510	1984	3.0
コンチネンタル・グループ (精肉缶詰)	4,800 199	キーウィット・マードック (投資家グループ)	na	1984	2.8
エスマーク (食品)	4,100 117	ペアトリス (食品)	9,300 433	1984	2.7
セント・ジョー・ミネラルズ (鉱産物)	1,300 31	フルーア (石油・鉱産物)	4,800 132	1981	2.7
サンタ・フェ・インターナショナル (石油開発)	1,200 81	クウェイト石油 (石油)	na	1981	2.5
エレクトロニック・データ・システムズ (データ処理)	786 71	ゼネラル・モーターズ (自動車)	74,600 3,700	1984	2.5
ケネコット (鉱産物)	2,300 192	オハイオ・スタンダード石油 (石油)	11,300 1,950	1981	2.1

[出所] The Economist, October 6, 1984.

きわめて否定的な影響を及ぼすに違いないことを述べたあと、「1980年代は1960年代末をも上回る大々的な企業合併運動の時期になるかもしれない」と書いている⁴⁾。この「予言」は適中したにもかかわらず、それはコングロマリットの合併の一層の活潑化という形ではなく、同業種間の大型合併の盛行という形で実現されたのだった。1981~84年における最大合併14件のうちに、最も目立つのが石油会社同士ないしは石油会社と鉱山会社との合併であり、コングロマリットの合併と認められるのは、Du PontによるConoco(石油)、U. S. SteelによるMarathon Oil、GMによるElectric Data Systems(データ加工)の僅か3件に過ぎなかった(第2表参照)。このように1980年代に入

って合併活動そのものは活潑化したのに、コングロマリットの合併が退潮したのはなぜだろうか。筆者のみるところ、そこには3つの理由があるように思われる。

まず第1は、レーガン政権のもとで独禁政策は大巾に後退したため、従来ならば実現不可能と思われた同業種間の大型合併が可能となった、ことをあげねばならない。すでいくつかの論文で強調したように、コングロマリットの合併が優勢となったのは、独禁法のもとで、とくに1950年のClayton法第7条改正=いわゆるCeller-Kefauver法の成立以降、水平的および垂直的合併は大巾に制限されることになったことが、その最大の原因であった。判例的には、1956年のE. I. du Pont de Nemours and Co. 事件(垂直的合併)、1962年のBrown Shoe Co. 事件、さらに1963年のProcter

4) 同上、222ページ。

& Gamble 事件(コングロマリットの合併のうちの市場拡大的ないし製品拡大的合併)が重要な意義をもっていたが、実際的には1956年のBethlehem SteelとYoungstown Steelの合併を禁止した最高裁判決によって、同一業種間の巨大企業同士の水平的合併は殆ど不可能となった。

こうした状況のもとでは、企業集中はコングロマリットの合併をつうじて、とくに「純粹の」コングロマリットの合併をつうじて展開されざるをえなかったのだが、レーガン大統領はコングロマリットの合併にたいする規制を「人為的であり、不必要であり、かつ経済的には不健全である」と斥けたばかりか、独禁政策においても水平的、垂直的の合併にたいする規制を大巾に緩和したのだった。議会内の勢力配置の変更にもなって、従来からコングロマリットの合併規制の急先鋒だったエドワード・ケネディ上院議員は上院法務委員長の椅子を共和党議員に譲り渡したが、新しい法務委員長はコングロマリットの合併規制はじめ独禁政策の厳格な施行を推進してきた同委員会反トラストおよび独占小委員会まで廃止してしまった。ワイラード・ミュラーによれば、「1971年にITT訴訟が解決して以来、巨大コングロマリットの訴訟は提起されていない。さらに、1970年代に最高裁判所は合併にたいしますます寛容になっており……。1973年以降、法務省はコングロマリット合併訴訟で9件連続敗訴し、FTCと民間団体は11件の訴訟で敗訴した」⁵⁾。すでに1970年代から勢いをえつつあった独禁政策緩和の傾向は、レーガン大統領の登場とともにますます明確化したが、1982年初におけるIBMおよびATTとの同意審決⁶⁾は、直接的にはこの2つの巨大企業を独禁法

の拘束から解放するとともに、同時にそれはアメリカの巨大企業間の大規模合併にたいする青信号ともなったのだった。

コングロマリットの合併の退潮をもたらした第2の理由は、1960年代の花形コングロマリット企業が行った幾多の金融操作がその後の景気下降時に弱点を暴露し、コングロマリット企業の業績悪化、株価暴落をもたらした、コングロマリットの合併こそ企業成長の飛躍板という「神話」を打ち挫いたことにあった。

最も代表的なコングロマリット企業たるLitton Industriesは、同社会長チャールズ・ソートンが僅かに150万ドルで買い取ったチャールズ・リットン社というエレクトロニクス専門の小会社からたった10数年のうちに全米屈指の巨大会社にまで成長したことで有名である。同社の普通株1株あたりの収益は1960年から62年までの間に倍増し、62年から65年までにさらに倍増し、65年から67年までに再び2倍弱に膨れ上がった。このため同社の株価は1960年の6ドルという低水準から1968年初には実に104.75ドルにまで上昇したのだった。だが、同社収益の減少とともに株価も反転急落し、1968年には最低62.375ドルにまで下った。その後も低落傾向は止まらず、1974年には一時は2.5ドルにまで落ち込んでしまった。同じように、これも典型的なコングロマリットとして名高いLTVも、その普通株株価は1960年の平均21ドルから1968年には108ドルへと上昇したが、その後低落に転じ78年にはとうとう5.25ドルにまで低落してしまった⁷⁾。

企業業績の上下は景気変動とともにいかなる企

業会社に統括されることになった)、ウェスタン・エレクトリックとベル・ラボラトリーズを傘下に留めておくことを認められた。この結果、新ATTの総資産は分割前の22%に縮小することになるが、新しい分野への進出を認められたことは、高度情報通信市場における同社の急発展をもたらすものとみられている。

7) こうしたコングロマリット企業の興隆の目まぐるしさを、とくにそれら企業における中心的経営者——たとえばITTのH. Geneen, LTVのJames Ling, Litton IndustriesのTex Thornton, G & WのCharles Bluhdornなど——の有為転変とからめて描いたものに、Robert Sobel, *The Rise and Fall of the Conglomerate Kings*, Stein and Day, 1984がある。

5) Willard F. Mueller, *op. cit.*, p. 469(邦訳, 481-2ページ)。

6) 1982年1月、アメリカ法務省は、年来のIBMへの反トラスト法訴訟を取下げると同時に、ATTにたいする反トラスト法訴訟についても同意審決による和解を行った。これにより、IBMは通信の分野に進出可能となる一方、ATTも従来禁じられていた情報処理の分野に進出するとともに、60年ぶりに国際市場へ復帰することが認められた。この同意審決によって、ATTは従来保有していた22の市内電話運営会社を分離することを余儀なくされたが(新たに7つの地方特

業も免れえないし、業績の悪化とともに株価の低落も避けられないことは言うまでもない。だが、コングロマリットの合併にコングロマリットの合併を重ねて急成長をとげたこれらコングロマリット企業の場合、業績のちょっとした悪化が企業の財務体質の急激な悪化の原因となる点が違っている。ここでこの点について詳細に述べる余裕はないが、コングロマリット企業が盛んに用いた資金調達方式のひとつとして「合併プラス吐き出し方式」(acquisition-plus-spinoff)について簡単に触れておこう⁸⁾。コングロマリット企業がある企業を買収した場合、それをいつまでもまるまる保有しておく必要はない。自社にとって不必要な部門、とくに不採算部門の切り捨ては、むしろ企業合併につきものといってよい。買収後に被買収会社の一部を「切り売り」して、その代金を買収資金の返済にあてることも珍しくない。しかし、この「合併プラス吐き出し方式」は、コングロマリット企業にとってその買収費用を事実上ゼロにする「魔術」的な資金調達方式として、大いに利用されたのだった。たとえば、LTVは1967年にWilson & Co.を買収したのち同社を、Wilson & Co., Inc. (精肉缶詰その他)、Wilson Sporting Goods Co. (スポーツ用品)、およびWilson Pharmaceutical & Chemical Corp. (薬品)の3社に分割し、これら3つの子会社の株式の一部を公開した。LTVの子会社ということで、これら3つの子会社の株式価格は急上昇した。高い株価で売り出すことによって多額の資金を回収したばかりか、手持ち株式の評価額も上昇したため、より巨額の資金を借り入れることができた。このような資金調達方式は1920年代に盛行した公益事業持株会社のそれを想起させるものがあるが、いったん業績が伸び悩み株価が低落するや否やカードの城のように崩壊するのは、火を見るより明らかだろう。上記のように、1960年代末、アメリカ合併運動が再高揚を示すという状況下に、これらコングロマリ

ット企業のカードの城はもろくも崩れ始めたのだった。コングロマリット「神話」が消えたのも、けだし当然といわねばならない。

同じく第3の理由は、LTVやLitton Industriesなど花形コングロマリット企業の合併行動だけでなく、一般に企業の多角化、多様化を目指した合併運動について重要な反省が加えられるに至ったことである。筆者は前論文において、とくに石油産業において多様化活動と合併が盛んであることを指摘しながらも、アメリカ最大の企業Exxonすら、その多様化活動において大きな誤算を犯し、必ずしも満足すべき成果をあげていないことを指摘しておいた⁹⁾。Exxonの誤算のうち最大なものは、1981年3月に発表された、その子会社であるReliance Electric Companyにおける電気自動車のエレクトロニック・コントロール導入計画の放棄であろう。同社はかつてExxonがエネルギー節約上きわめて効果的な装置としてもてはやし、12億ドルの巨費を投じて買収した会社であった。また、ExxonはOA機器事業にも参入していたが、1985年2月、同社の企業内ベンチャー事業部門Exxon Enterprises Inc.のOA機器事業子会社Exxon Office Systems Co.の事業の一部をRanier Business Products Co.に売却すると発表した。Exxon Office SystemsはExxonが多角化戦略を打ち出した際、コンピューター事業進出の中核会社として話題になった企業である。Exxonの多角化戦略は殆ど完敗に終わったといってよい。

こうしてExxonに限らず多くの企業の多角化戦略の失敗が明らかになるにつれて、企業合併が進行する一方、同時に多角化した企業がその傘下

8) コングロマリットの合併に際して用いられた種々の資金調達方式については、佐藤定幸『コングロマリット』毎日新聞社、1969年、第4章を参照されたい。

9) 佐藤、前掲論文、221ページ。なお、Chevron会長のジョージ・M・ケラーは、この時期における石油会社の多角化戦略が犯した誤謬を卒直に認めて、最近つぎのように語っている。「石油会社がすぐれたコングロマリットにならなかったことは明白である。1970年代にわれわれは資金の豊富なことに自信を抱いていた。われわれは、本当はわれわれの経営手腕に適さぬものを買込んだのだ」と。そのような「驚くべき、かつ恐るべき実例が数多く存在する」ことを認め、MobilにおけるMontgomery Ward, ExxonにおけるRelianceをその代表にあげていた(*New York Times*, March 17, 1985)。

の1部門ないし子会社を分離・売却する(divestiture)ケースが続出するようになった。現在では、全合併のうち、約30%が買収親企業によって分離・売却されたものだという¹⁰⁾。

こうした多様化したコングロマリット企業の divestiture の好例は、昨84年に実現した ITT によるその製パン子会社、ITT Continental Baking Co. の Ralston Purina Co. 向け売却(4億7500万ドル)であった。Continental Baking Co. は1967年に ITT に買収されたアメリカ最大の製パン業者であったが、その業績は ITT の期待ほど伸びず、1983年の売上高は15億ドルにのぼったが、その利潤は4100万ドルに止まった。しかも、Nestlé SA による Carnation Co. の取得(30億ドル)、Beatrice による Esmark 買収(27億ドル)など食品業界における相つぐ合併にともない、同産業における競争激化は不可避となり、Continental Baking の業績についても悲観的な観測が強まっていた。ITT 自身も金融的に窮境に立たされ、会社乗取りの有力対象に擬せられていたため、Continental Baking に追加投資を行い挺子入れするよりもむしろ売却する道を選んだといわれる。同社売却に伴い ITT は4億7500万ドルの現金を獲得すると同時に、税引後1億ドルの評価益を計上することができた。Continental Baking の売却により ITT の負債/株式比率は0.42から0.38に低下し、その財務体質の強化に貢献した(なお、ITT は1981年と82年に、その Gwaltney 食品加工部門、Morton 冷凍食品、および、C & C Cola を売却しており、今回の Continental Baking 売却により ITT は食品部門から完全撤退したことになる¹¹⁾。

近年における最大の divestiture は、1984年に発表された R. J. Reynolds Industries による同社エネルギー部門の Phillips Petroleum Co. 向け売却(17億ドル)であった。Philip Morris Inc. につぐ全米第2位のシガレット生産業者である R. J. Reynolds Industries はエネルギー産業関係では Aminoil Inc. (1983年における売上高は Reynolds

の全売上高135億ドルのうち12億ドル、また純益は14億3000万ドルのうち3億5300万ドルだった)を所有していた。原油および天然ガスの国内開発、生産、販売業務中心の Aminoil の前途は楽観を許さなかったため、Reynolds はエネルギー分野から撤退し、伝統的な消費財中心主義に復帰することを賢明と判断したからだという。このことは同社が多角化戦略そのものを放棄したことを意味しないが、当面同社利潤の76%を国内・国際シガレット事業が占めることになる¹²⁾。

Dean Witter Reynolds の合併・取得問題主任のフレッド・ミナゲルによれば、「divestiture はいまでは取得と同様に、企業戦略の1型態として受け入れられている。もしも諸君が何かを売却しても、それは諸君らが失敗したことを意味しない¹³⁾。divestiture はいまや不採算部門の清算の手段として不可欠になったばかりでなく、大型合併にともない激増した企業債務のとり崩しのためにも必要不可欠の手段となっている。とくに同業種間的大型合併の場合、重複部門の存在は避けられず、不要部門の清算は必要だが、それより以上に銀行から借入れた買収資金返済のための divestiture が盛んに行われている。84年6月に Chevron に買収された Gulf Corporation は精油所1ヵ所とガソリン・ステーション5500個所(合計10億ドルで、旧 Gulf の下流部門資産総計の約1/3に相当する)を Sohio に売却したが¹⁴⁾、Chevron は今後4ヵ年間に資産売却で合計40億ドルを獲得し、銀行からの借入れ金返済にあてる計画である。同じように、Du Pont も1981年に同社が買収した Conoco の化学工場資産6億ドルを83年中に売却済みである。

(3) 大型合併がアメリカ経済に与えた諸影響

80年代に入ってからの大型合併の盛行は、アメリカ経済にどのような影響を与えているだろうか。まず最初に検討するべきは、1970年代からくり

12) *New York Times*, September 21, 1984.

13) *New York Times*, July 3, 1984.

14) Chevron によるこれらの旧 Gulf 資産の売却は法務省が同社の Gulf 買収を承認する際の条件でもあった。

10) *New York Times*, July 3, 1984.

11) *Business Week*, September 17, 1984.

第3表 製造工業における ACR

(単位 %)

	1947	1950	1954	1955	1958	1960	1963	1965	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Census of Manufactures Data ^a																				
付加価値に占める比率																				
最大 50 社	17	—	23	—	23	—	25	—	25	—	—	—	—	25	—	—	—	24	24	—
最大 100 社	23	—	30	—	30	—	33	—	33	—	—	—	—	33	—	—	—	34	33	—
最大 200 社	30	—	37	—	38	—	41	—	42	—	—	—	—	43	—	—	—	44	44	—
雇用に占める比率																				
最大 50 社	—	—	—	—	—	—	19	—	20	—	—	—	—	17	—	—	—	18	—	—
最大 100 社	—	—	—	—	—	—	25	—	26	—	—	—	—	23	—	—	—	24	—	—
最大 200 社	—	—	—	—	—	—	32	—	34	—	—	—	—	31	—	—	—	32	—	—
Federal Trade Commission ^b																				
資産に占める比率																				
最大 100 社	—	37.7	—	44.3	—	46.4	—	46.5	48.2	49.1	48.2	48.5	48.9	47.9	44.7 ^c	44.4 ^c	45.0 ^c	45.4 ^c	45.9 ^c	45.5 ^c
最大 200 社	—	42.7	—	53.1	—	56.3	—	56.7	59.4	60.8	60.1	60.4	61.0	60.0	56.9 ^c	56.7 ^c	57.5 ^c	58.0 ^c	58.5 ^c	58.3 ^c

a. U. S. Bureau of the Census, *Census of Manufactures and Annual Survey of Manufactures* (Washington, D. C., various years).

b. U. S. Department of Commerce, *Statistical Abstract* (Washington, D. C., various years).

c. 1973 年以前のデータは全世界での活動を含む。73 年以降のデータは国内活動のみ。

[出所] Keenan & White, *op. cit.*, pp. 104-105.

越された宿題ともいうべき、合併運動の高揚と全体的集中度 (ACR, aggregate concentration rate) との関連である。コングロマリットの合併優位の時期には、たとえ個々の産業の集中度 (たとえば、上位 4 社の市場占拠率によって表現されているような) はさほど変化しなくとも (水平的合併が厳しく規制される以上、当然そのような結果となる)、製造工業全体、ないしは非金融部門全体をとった、全体的集中度 (ACR) は不断に上昇しつつある、と多くの論者によって主張された。たとえば、J・ブレイは 1966 年の議会証言のなかで、「最大 200 社の比率〔この場合は製造工業付加価値生産額に占める比率——筆者〕は年平均 0.7% 上昇した。また、最も急激な上昇を示した 1947~54 年の時期を除外しても、1958~63 年の年平均上昇率は 0.6% であった。もしも、この上昇率がつづいたならば、最大 200 社が製造工業付加価値に占める比率は、つぎの 10 年間に 6 ないし 7% 上昇するだろう」¹⁵⁾ と述べていた。

15) "Economic Concentration," Hearings before the Subcommittee on Antitrust and Monopoly of the Committee on the Judiciary, United States Senate, Eighty-Eighth Congress, Second Session, Part 5, Washington, 1966, p. 1981.

だが、このような「予言」は、1960 年代末における合併運動の高揚、またそれ程の規模に達しなかったとはいえ 70 年代末にける再高揚にもかかわらず、実現しなかった。筆者は前論文において、このような「予言」が実現されなかった事実を確認するとともに、ACR が上昇しなかったいくつかの理由について検討を行った。その上で、筆者は「合併運動と ACR を短絡的に結びつけたことの方に、むしろ問題があったといわねばならない」として、「ACR と企業合併運動の関係については、今後も実証的にも理論的にも、研究がつづけられなければならないだろう」¹⁶⁾ と結んでおいた。

80 年代に入ってから、とくに 84 年、85 年における大型合併運動の高揚が ACR にどのような影響を及ぼしたかについて明確な判断を下すに足る統計資料をわれわれは未だ与えられていない。にもかかわらず、現在においても ACR にはそれ程大きな変化は生じなかったものと考えられる。というのは、たとえば Chevron による Gulf Oil の吸収合併のように、全米第何位といわれる程の巨大な被合併会社が完全消滅をした場合、最大 200 社のリストには従来の 201 位の企業が繰り上げら

16) 佐藤, 前掲論文, 218 ページ。

れるわけだが、だからといって最大 200 社の比率がそれほど大きく変化するとは考えられないからである。他方、この間に最大 200 社の比率を低下させる要因も存在したことを認めなければならない。たとえば、84 年 1 月にそれまでアメリカ最大の企業だった ATT が分割されたことは、恐らく非金融最大 50 社ないし同 100 社で計測した ACR をかなり低下させたに違いないと思われる¹⁷⁾。

L・J・ホワイトは、「1960 年代と 70 年代にアメリカ経済の全体的集中度は上昇したろうか?」との問いを発したあと、次のように答えている。「答はきわめて明らかにノーである。大型コングロマリット合併反対論者たちは、かれらの反対論の論拠をなにか別のものに求めねばならないだろう。適切に計算されたならば、現存統計は全体的集中度が上昇しつつあるとのいかなる主張をも支持していない。もしもなんらかの変化があったら、むしろ逆方向に進んでいるように思われる」¹⁸⁾と。ホワイトがかかげた統計(第 3 表)は 1978 年までしかカバーしていないし、大統領経済諮問委員会年次経済報告(1985 年)がかかげた第 4 表も 1981 年までしかカバーしていないが、いずれにしろ、前述のように 80 年代に入ってからこの数字にとくに大きな変化が生じたとは考えられない。だが、全体的集中度が上昇しないからといって、直ちに最近の企業合併運動にたいする規制は不要という結論に導くのは余りにも短絡的に過ぎよう。企業合併運動にたいする規制の要否は、それが現実のアメリカ経済にどのような影響を及ぼしているかについての詳細な調査に基づいて決せらるべきであろう。

近年の大型合併運動の盛行がアメリカ経済に与えている影響のうち最も重要なそれは、このよう

17) 1983 年現在、ATT の資産は 1495 億 2980 万ドルにたっし、アメリカ最大の公益事業会社だったばかりか、その資産額において同年の製造工業最大会社だった Exxon の 629 億 6299 万ドルの 2 倍以上のアメリカ最大の株式会社であった(いずれも、*Fortune* 誌大会社順位表による)。ところが、市内電話網を分離した新 ATT の資産は 404 億 8701 万ドルに減少し、1984 年の *Fortune* 誌大会社順位表では、製造工業の第 8 位にランクされるにとどまった。

18) Lawrence J. White, *op. cit.*, p. 110.

第 4 表 非金融部門における資産集中(1977~81 年)(%)

	1977 年	1978 年	1979 年	1980 年	1981 年
上位 50 社	22.7	22.3	21.9	22.4	22.2
上位 100 社	29.7	29.2	28.9	29.4	28.8
上位 150 社	35.5	34.0	33.7	34.0	33.3
上位 200 社	38.3	37.7	37.4	37.7	36.9

〔出所〕 *Economic Report of the President*, 1985, p. 200.

な大型合併運動が最近叫ばれることの多いアメリカ経済の「活性化」に果して貢献するか否かという問題であろう。一部には、企業経営者が TOB から自社を守るため業績向上に努力するから、それだけでも活性化に役立つとする見解もないではないが、概して否定的な見解が有力のようである。たとえば、ハーバード大学の経営・公共政策担当教授ロバート・ライクは、「市場の国際化の進展が多く企業の経営担当者をして、とても競争には勝てないとの結論を下させた。かれらの会社のバランス・シートを維持する唯一の方法は、ペーパー企業主義(paper entrepreneurialism)に従事することである。かれらは合併と取得で投機をすることによって、数字を操作している。企業金融の世界は、物財とサービスという現実世界とは関連がない。新しい富を生み出すかわりに、企業は、大体において、大掛かりな非生産的資産再配置ゲームをやっている。それはより長期的な経済問題——将来にたいする恐怖の兆候である」¹⁹⁾と述べている。

合併にともなう規模の利益の追求が可能な限りで企業合併は正当化のなにかの根拠をもつが、周知のように最近の大型合併にはこの種の規模の利益は殆ど存在しない。企業売買にともなう利益の追求が経済活性化と無縁なことは言うまでもない。本来ならば設備投資に向けらるべき資金が他企業の買収に投ぜられるならば、それが当該企業の利益に資することはあっても、国民経済的視点からは、資産の所有権の移転が設備投資の量的増大はもとより質的改善とも無関係なこともこれまた言うまでもない。しかも、ライクのいうように、諸外国との競争激化という条件のもとで、設備投資による生産性向上という「常道」で外国との競

19) *New York Times*, July 3, 1984.

争に対抗することとを断念し、企業売買という流通面での利潤獲得に活路を求めるといっているのであれば、大型合併の盛行は明らかにアメリカ経済活性化にとってむしろ否定的要因といわざるをえないだろう(たとえ、外国との競争云々が妥当しない場合でも、大型合併の多くは「物への逃避」として、長期的なインフレ対策としての側面をもって

いる)。ChevronによるGulfの買収をはじめ石油産業において大型合併が続出しているのも、石油会社が新規の開発に巨費を投ずるよりも確認済み埋蔵量を保有する既存会社の買収という安易な道を選んだからであった。たとえば、Chevronの掘削・開発コストは1978年から82年の5ヵ年間平均1バレル当たり9.61ドルだったが、Gulfを1株あたり80ドルで買収した場合、同社の埋蔵量を1バレル当たり4.40ドルで購入した計算になる。同じような計算をすると、TexacoはGetty Oilの埋蔵量を1バレル4.75ドルで買い取ったことになる²⁰⁾。買収会社にとって合理的な投資行動であったとしても、それが国民経済的にはなんのプラスを意味しないことはこの場合にも明らかである。

大型企業合併の盛行がアメリカ経済に与えている影響の第2は、こうした巨大合併にともなう巨額の買収資金の調達そのものが、アメリカにおける高金利のひとつの原因となっている点である。他企業の買収資金を自社の内部留保資金だけで賄える企業は少なく、殆どの買収企業はその買収資金を外部に、主として銀行からの借入に依存している。買収後の資産を担保としたこのような借り入れを“Leveraged Buyout”(借り入れ金でこととした買収の意)、略称LBOとよぶが、大型合併の多くがこのLBOに依存している²¹⁾。しかも、

このLBO用貸付の金利は、銀行側の資金調達コスト・プラス約2.5%であるのが一般的である(もしもその資金を銀行がロンドンで調達すれば、ロンドン銀行間取引金利LIBORプラス2.5%となる)。これにたいして一般の優良貸付先向けの金利は、1/4%ないし3/8%プラスが精一杯であるので、銀行はむしろLBO用ローンの獲得に懸命となっている。

このようなLBO用ローンは銀行にとってはこの上もない取引だが、一般に借り入れた企業にとってそれだけ金利負担が重くなることを意味する。そうでなくとも、借り入れ金の増大はその会社の財務内容を悪化させるので、買収した資産を早急に処分し、借金返済にあてる必要がでてくる。1981年にConocoを80億ドルで買収したDu Pontの場合も、この買収のため従来比較的借金の少なかった同社の債務が一挙に3倍以上にふくれ上り、新規借り入れ分の金利だけでも年間6億ドルの利子支払いが必要となった。この額は1980年におけるDu Pontの税引後利潤7億1600万ドルを下回るとはいえ、かなりの負担であることは間違いない。「その債務が資本総額のわずか21%に過ぎず、AAA格付けをもっているDu Pontにとって、それは背負えないほど重い負担ではない。

Lynchのあっせんで23億ドルのLBOに同意するなど、84年に入ってLBOは隆盛を極めるに至った。あるコングロマリットの子会社ないし特定部門を、それらの経営担当者たちに売却することが少なくないが、これら経営担当者たちがそれぞれの子会社ないし部門の資産を担保にして銀行から借り入れるケースをmanagement buyoutといい、これにたいして公開済みの会社をまるまる私的投資グループないし個人に売却するケースだけをLBOということが多いが、W. T. Grimm & Co.の発表によると、LBOは1979年の6億ドル、80年の9億ドル、81年の23億ドル、82年の28億ドルから83年には一挙に71億ドルに増えている。1984年に入っても増加の一途をたどり、1~9月のLBOは合計76件、貸出額は279億ドルにも達している(これにたいし、83年1~9月のそれは27件、41億ドルであった)。とはいえ、84年第3・四半期には、11件のLBOローン申し入れ(合計79億ドル)が、キャンセルされている。それらはいずれも、貸出にたいする資産の担保価値に疑念が残ったからだという(*New York Times*, June 9, July 3, December 20, 1984)。銀行側がLBOに警戒感をもち始めたので、今後そう大きく伸びることはないものとみられている。

20) *New York Times*, March 19, 1984.

21) これまで実現した最大のLBOは、Metromedia Inc.による11億ドルの借入れだった。これにつづくものに、Wometco(9億7000万ドル)、Dr. Pepper(6億6270万ドル)、ACF Industries(4億6900万ドル)があった。ところが84年5月になって、LBO専門の投資銀行Kohlberg, Kravis, Roberts & Co.がEsmarkにたいし24億ドルという史上最高のLBOを提示し合意に達した。つづいてCity InvestingもMerrill

だが、この結果生ずるキャッシュ・フローの利子支払額が、しばらくの間、同社の他の活動——生命科学ないしはエレクトロニクスといった Du Pont にとって比較的新しい活動への支出の抑制が起りうるだろう²²⁾。Du Pont の財務内容の悪化をみてとった Moodys Investors Service 社は直ちに Du Pont の格付けを AAA から AA に引き下げてしまった。Du Pont が買収後の Conoco の資産売却に熱心なのは当然といえよう。

乗取りの対象にあげられた企業が TOB 攻勢を未然に防止するために、自社株を買い戻すケースがしばしば見受けられるが、これもまたアメリカ諸企業の財務体質を悪化させるのではないかと懸念されている。もちろん自社株の買い入れはアメリカでは珍しいことではなく、Exxon ですら 1983 年中に同社株 4900 万株を 19 億ドルで買い戻している。それは市場から自社株を買い戻すことによって、残存社外株の需給をそれだけタイトにし株価を上げるためであった。だが、株の買い占めを防止するための自社株買い戻しは自社株を必要以上に高値で買い戻すため、当該企業の財務内容を徒らに悪化させることが少なくない。その企業の株式の 10 ないし 25% を買い集めた「買い占め屋」が会社側にプレミアム付価格で買い戻さない限り乗取るだろうという合法的脅迫を“greenmail”というが、この greenmail に屈してプレミアムを支払ったため、たとえ乗取りは免れても財務内容が悪化し、やがて他に合併を申し込まざるをえなくなった例が続出している。たとえば、St. Regis は James Goldsmith の greenmail に屈して 1984 年 2 月に 1 株当たり 52 ドルで同社株を買い戻したが(平均買入れ価格は 35.50 ドル)、同年 11 月には Champion International に買収されてしまったし、同じく 1984 年 8 月に 62 ドルのプレミアムを Leucadia National に支払った Avco は同年 12 月、Textron に合併されてしまった。

逆に、買収攻勢を仕掛けられた企業が防止のため、その既存の株主に特別価格で株式を購入したり、ないしは他の便益を認めたりすることも、しば

しば行われている。これは“poison pills”(毒薬)と呼ばれているが²³⁾、乗取り屋の買収費用を禁止的な高さにまで引上げようとするものである。この poison pills 方式は、1983 年に Brown-Forman Distillers Corp. の TOB 攻勢をうけた時 Lenox Inc. が初めて採用し、以来現在まで 14 社が採用している(Lenox Inc. 自身は最後にはこの方式を放棄し、Brown-Forman Distillers Corp. に買収されることに合意した)。その後、主だったケースとしては、Phillips Petroleum Co. が Carl C. Icahn の買占めにたいして、また、Colgate-Palmolive Co. が James Goldsmith 買占めに対抗して、“poison pills”条項を動員している。

(4) 敵対的買収規制への動き

企業買収、とくにいわゆる敵対的企業買収攻勢が被買収目標企業のみならず、アメリカ経済全体の財務体質悪化をもたらしていることに世論の注意を喚起しつつ、SEC(証券取引委員会)の S・R・シャド委員長は、「アメリカ企業がやっている借金による投機(leveraging-up)は、来るべき景気後退の悪結果をひき起すか、ないしは利子率の大巾上昇をもたらすだろう……LBO による企業買収が多ければ多い程、明日の破産は多くなるだろう²⁴⁾と語っている。

敵対的買収、そのための LBO とならんで、同じく大きく取り上げられているのが、買占めグル

23) 乗取り屋の攻撃にさらされた企業の経営者はしばしば、かれらにたいしてより友好的で、かつより高い買収価格を提示してくれる企業に買収してくれるよう持ちかけることがある。Gulf が Chevron に買収を持ちかけたのも、T. B. Pickens らの乗取りを回避するためだった。Avco の場合も、ミネアポリスの投資家 Irwin L. Jacobs からの 13 億ドルでの買収攻勢を回避するために Textron の買収話に乗ったといわれる。Textron は Avco の株式を 1 株 50 ドルで、合計約 14 億ドルで買い取ることに同意した。このように、ある買収攻勢から免れるべく努力している企業に友好的な買収申し出を行う企業はしばしば“white knight”(白馬の騎士)と呼ばれている。また、友好的な買収の結果、被買収企業の経営者が別の恵まれたポストへ移行することは、しばしば“golden parachute”(金色の天下り)と呼ばれている。いずれも最近の合併運動の高揚のなかで生れた「経済新語」である。

24) *Business Week*, July 2, 1984.

22) *Business Week*, July 20, 1981.

ープ側が発行する、いわゆる“junk bond”である。ジャンク・ボンドは、格付けは低いが高利率は高い債券で、一部の買占め勢力の最大の資金源となっている。アメリカでは、保守的な投資家はBaa以上の格付けをもつ債券しか取扱わないが、ジャンク・ボンドの格付けはそれを下回っている。にもかかわらず、利率が高いこともあって一部では好んで購入されているのが現状である。大手の社債取扱業者が躊躇しているなかで、Drexel, Burnham, Lambert Inc. 1社だけがジャンク・ボンドを取扱って好業績をあげているため、他の大手業者のなかにも取扱いを考慮中のものもあると伝えられている。Saul Steinbergが昨年6月、Walt Disney ProductionにTOB攻勢を仕掛けた時にも、このジャンク・ボンドが発行されたし、本年2月、Carl IcahnがPhillips PetroleumにTOBを申し入れた時にもそれが用いられている。「今日の企業買収海賊たちの武器庫なかで、ジャンク・ボンドは最新の——そして恐らくは最も致命的な武器である」²⁵⁾。

T. Boone PickensのTOB攻撃に対抗するため、UnocalはPickens一派に買い取られなかった株式も(買収申し入れ価格は54ドル)を額面72ドルの社債で買い取るという「奇策」を打ち出したが、同時に、4月22日、連邦準備制度への請願書のなかで、Pickensグループのジャンク・ボンド利用を制限するよう要求した。敵対的企業買収を防止する最も有効な手段は、ジャンク・ボンドによる

糧道を断つことにあるという考えはかなり広まっており、4月23日、ドミニチ上院予算委員長は敵対的な株式買収、合併を今年末まで暫定的に禁止する法案を上院に提出したが、それはつぎのような内容となっていた。(1)ジャンク・ボンドで資金の20%以上を賄う敵対的な株式買収、合併の一時禁止、(2)各種の連邦預金保険機関に加盟している金融機関によるジャンク・ボンドの保有禁止。同法案は、敵対的な買収を一時禁止するとともに、このような買収が国民経済に与える影響を議会が調査するよう求めている²⁶⁾。また、4月26日にはブロクシマイア上院議員が各種の連邦預金保険機関に加盟する金融機関がジャンク・ボンドに投資することを禁止する法案を提出するなど、敵対的買収を制限するなんらかの法的規制を要求する動きは漸く高まりつつある。だが、他方、敵対的買収が国民経済に与えている否定的影響について、政府・議会・財界に未だに意見の一致がみられないとして、規制法案の成立の可能性は少ないとする見解もあるほか²⁷⁾、レーガン政権の態度も、85年大統領経済諮問委員会報告を「企業買収にたいする連邦規制を強化することは、時期尚早かつ不必要であり、また、賢明とはいえない」²⁸⁾と結んでいることから明らかなように、極めて消極的である。

(一橋大学経済研究所)

25) *New York Times*, April 21, 1984. 因みに、Drexel, Burnham, Lambert Inc. は1984年に発行された総額143億ドルのジャンク・ボンドの73%を引受け、また流通ジャンク・ボンド市場での取引高650億ドルについてもそれと同率のマーケット・シェアを占めた(*Business Week*, March 4, 1985)。

26) ワシントン発時事通信社、1985年4月23日電。

27) *Fortune* 誌(May 13, 1985)はつぎのように伝えている。「新規反企業買収法案が続々提出され、議会公聴会があわてて開かれてはいるが、法案が急速に可決される可能性は薄い。……問題は、企業合併が、敵対的な企業合併ですら、経済に悪影響を与えるという点について合意が存在しないことにある」。

28) *Economic Report of the President*, 1985, p. 216.