

80年代末におけるアメリカ企業合併運動

—超大型合併と敵対的 TOB の盛行—

佐藤 定 幸

(1) 第5の企業合併運動期

1960年代のアメリカ合併運動の大波は、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年代の企業合併運動は60年代のそれに比べれば、その規模においてはるかに及ばなかった。したがって、その時点においてローレンス・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たのも、けっして不思議ではない。「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であつたことを、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年については鉱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」¹⁾。

このような状況は、1980年代における企業合併運動の相対的沈静化を思わせるに十分であったが、実際には、1980年代に入るやアメリカの企業合併運動は再度高揚傾向をたどり、特に80年代半ばにはいくつかの記録的巨大大合併の実現をみるにいたつた。この点はすでに筆者がその時点で書いた論文²⁾のなかで指摘しておいたところである。だが、80年代後半になると合併運動はさらに白熱化し、アメリカ企業合併史上にその名を留めるような巨大大合併が次から次へと実現していった。それは、60年代のそれ、70年代のそれをもはるかに上回る規模で現在進行中である。

Mergers & Acquisitions 誌の合併件数統計(第2表—ただし、第1表とは連結していない)によると1986年の合併件数は4323件で、前年の3428

第1表 アメリカの合併および取得件数・同資産額

	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	M & A 誌の合併件数	FTC: 資産100万ドル以上の企業が関連した製造工業・鉱業の合併	
				件数	被取得企業の資産額(10億ドル)
1960	1,345	—	—	51	\$1.5
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, p. 99.

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.

2) 佐藤定幸「80年代におけるアメリカ企業合併運動の特徴と問題点」『経済研究』第36巻第3号。

第2表 合併・吸収の取引件数・価額(1967年-1987年)

年	取引件数	対前年比増加率 (%)	取引価額 (100万ドル)	対前年比増加率 (%)
1967	1354	*	*	*
1968	1829	35.1	*	*
1969	1712	-6.4	*	*
1970	1318	-23.0	*	*
1971	1269	-3.4	*	*
1972	1263	-0.5	*	*
1973	1064	-15.8	*	*
1974	926	-13.0	*	*
1975	981	5.9	*	*
1976	1145	16.7	*	*
1977	1209	5.6	*	*
1978	1452	20.1	*	*
1979	1529	5.3	34177.2	*
1980	1565	2.4	32958.9	-3.8
1981	2326	(48.6)	67263.6	(104.1)
1982	2296	-1.3	60398.4	-10.2
1983	2387	4.0	52579.2	-12.9
1984	3158	32.3	125988.3	139.6
1985	3428	8.8	145397.8	15.4
1986	4323	26.1	204438.9	40.6
1987	3701	-14.4	167519.2	-18.1

*印の年度は M & A 誌の統計がない。
 [出所] Mergers & Acquisitions, 各号による。

件を上回り史上最高となった。取引価額でも 2044 億ドルを上回り、前年比 40.6% となった。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、むしろ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。1984 年には、Texaco による Getty Oil の買収(101 億ドル)および Chevron(当時の Standard Oil of California) による Gulf Oil の買収(132 億ドル)と巨大合併が続出したが、ついに 89 年には Kohlberg, Kravis & Roberts(KKR) の RJR Nabisco の史上最大の買収(248.8 億ドル)が実現するなど 19 世紀末から 20 世紀初にかけての第 1 の合併運動期にも比すべき大型合併の時期となった。

第 3 表は、1981 年から 88 年までに実現した買収金額 30 億ドル以上の大型合併 35 件にかんするものである。この時期の史上最大の合併・買収は Chevron による Gulf Oil 買収だった。その買収額 132 億 3125 万 3000 ドルは Gulf Oil の資産(簿価)の 129.7% に相当するが、全額現金による取得であった。Chevron による Gulf 買収の意義はたんにその規模の巨大さにのみ止まるものではない。

もちろん Gulf Oil はいわゆるセヴン・シスターズの一翼を担った世界石油産業界のメジャー中の 1 社であり、この Gulf が同じメジャー中の Chevron に吸収・合併されたことの世界石油産業界に与えたインパクトは絶大なものがあった。

だが、Gulf の被買収の意義は、それが買収されたという事実とともに、その買収され方にあったといわねばならない。経営状態に問題があったとしても、Gulf 自身に「倒産」を余儀なくされるような事情はなにもなかった。Gulf「没落」のきっかけは、80 年代に数々の買収で巨利を博し「買い占め王」の名をほしいままにしていた T. Boone Pickens によって与えられた。ピケンズが Gulf にたいして TOB 攻勢を仕掛けたところ、機関投資家を含む大半の株主がこれに応ずる動きを見せたため、Gulf 経営陣はピケンズに買収されるよりは他社に身売りした方がましだとして自ら買い手探しに奔走せざるをえなかった。Gulf 経営陣は General Electric を希望したが、GE の方にその気がなかったために、名乗りをあげた他の買い手達——Arco, Socal, Standard Oil of Ohio (Sohio), Unocal, Allied, Mobil——のなかから選ばねばならなかった。Arco と Socal が最後までせり合ったが結局 Socal に落ち着いたというわけだった。Gulf ほどの巨大企業すら TOB 攻勢への対処を誤ると被買収の憂き目に合わねばならなかった事実ほど、1980 年代の合併運動の特徴を示すものはなかった。

1987 年の合併運動は 1986 年にくらべ合併件数および同価額ともやや沈静化したかに見えた。すなわち、87 年の合併・吸収・事業分割件数は 86 年の 4323 件にたいし 3701 件と 14.4% 下回ったし、同価額も 2044 億ドルから 1675 億ドルに減少した。被合併公開企業数も 87 年には前年の 316 件から 286 件に低下したし、これら企業の買収金額も 950 億ドルから 835 億ドルに減少した。1988 年については未だ公式統計が発表されていないが、新聞報道が伝える有力調査会社 IDD・インフォ

第3表 買収金額30億ドル以上の大型合併(1981~88年)

買収会社名	被買収会社名	年	取引価額 (1,000ドル)
1 Chevron	Gulf Oil	84	13,231,253
2 Philip Morris	Kraft	88	12,891,000
3 Texaco	Getty Oil	84	10,129,245
4 British Petroleum	Standard Oil	87	7,995,213
5 Du Pont	Conoco	81	7,214,858
6 Campeau	Federated Department Store	88	6,520,000
7 GE	RCA	86	6,406,000
8 BCI Holdings ¹⁾	Beatrice Cos.	86	6,216,200
9 U. S. Steel	Marathon Oil	82	5,964,073
10 Royal Dutch Shell ²⁾	Shell Oil	85	5,700,118
11 Mobil	Superior Oil	84	5,696,704
12 Philip Morris	General Foods	85	5,627,671
13 BAT Industries	Farmers Group	88	5,148,186
14 Eastman Kodak	Sterling Drug	88	5,093,072
15 Allied	Signal Cos.	85	4,944,967
16 R. J. Reynolds	Nabisco	85	4,889,051
17 Burroughs	Sperry	86	4,753,700
18 GM	Hughes Aircraft	85	4,712,500
19 Safeway Stores Holdings ¹⁾	Safeway Stores	86	4,284,311
20 Borg-Warner Holdings ³⁾	Borg-Warners	87	4,174,579
21 Occidental Petroleum	Cities Service	82	4,024,877
22 Baxter Travenol	American Hospital Supply	85	3,747,181
23 Owens-Illinois Holdings ¹⁾	Owens-Illinois	87	3,728,748
24 J. T. Acquisitions ⁴⁾	Southland	87	3,712,105
25 F. H. Acquisition ⁵⁾	Fort Howard	88	3,581,000
26 Macy Merger ⁶⁾	R. H. Macy	86	3,564,992
27 Capital Cities Communications	ABC	86	3,509,000
28 Campeau	Allied Stores	86	3,505,716
29 Cleveland Electrics	Toledo Edison	86	3,140,493
30 Unilever	Cheseborough-Ponds	87	3,096,092
31 News Corp.	Triangle Publication	88	3,000,000

1) Kohlberg Kravis Roberts 社にひきいられるグループ

2) Royal Dutch/Shell グループがすでに同社株の 68.8% を所有していた

3) Merrill Lynch Capital Partners にひきいられるグループ

4) Southland の創立者 Thompson 家族がつくったグループ

5) Morgan Stanley と Fort Howard の経営陣を中心とするグループ

6) 同社経営陣によりひきいられるグループ

[出所] Fortune, 各年発表の "Biggest Deal of The Year."

ーメーション・サービス社の調査結果によると、1988年のM&Aは3637件のにのぼり、金額では過去最高の3014億ドルに達した。この統計は前記のM&A誌統計と直接に比較することはできないが、1988年が件数はともかく金額において史上最高の年であったことは恐らく確実といっていよう。

とくに1988年下半期になって、Philip MorrisによるKraftの吸収合併(131億ドル)が発表されたのにつづいて、同年末にはKKRによるRJR Nabisco買収(248億8000万ドル)という正に史

上未曾有の巨大合併が公表されるに至った(それは従来の最大の合併だったChevronのGulf Oil買収—132億ドル余の実に約2倍に達する巨額だった)。KKRによるRJR Nabisco買収取引が完結するのは1989年となるが、いずれにしろ1988年はアメリカの企業合併運動が新たな頂点に達した年として歴史の上に記録されるに違いない。

いまや「安全なものはない。大きすぎるものもない。10月20日に行われた180億ドルにのぼるRJR Nabiscoのマネージメント・バイアウト[当該企業の経営陣自身による株買い戻し]発表以後の時代には、C. J. Lawrence, Morgan Grenfell Inc. 調査担当重役のロバート・レイフの言葉を引用すれば、「企業の規模はもはや障害にはならない。全てが獲物だ」という確信がひろまっている。GM, Mobil, Searsに注意せよ³⁾、といわれている有様である。こうした最近の、アメリカ史上第5次の合併運動の諸特徴とそれがアメリカ経済に及ぼすべき諸影響とについて考察を加えるの

が本稿の課題である。

(2) 大型合併がアメリカ経済にあたえた影響 ——LBOの盛行と企業財務構造の弱体化

最近の大型合併の急増がアメリカ経済に及ぼす影響を与えるかについては、かねてから種々の議論が展開されてきたが、筆者も85年の論文において特にそれがいわゆる全体的集中度(ACR)の上昇をもたらすかについて検討をくわえて

3) Chris Welles, *Business Week*, December 5, 1988, p. 29.

おいた。そこでの結論は J. プレアらの主張にもかかわらず全体的集中度の明らかな上昇は見受けられなかったというものだった。むしろ問題は巨大合併を主内容とする最近の合併運動が、当面のアメリカ経済の課題とされている経済の「活性化」にいかなる影響を与えるかであることを指摘しておいた。企業合併運動高揚の問題点は、一部の反独占主義者たちが危惧するような集中度の不断の上昇にあるのではないが、さりとて逆に集中度さえ上昇しなければ問題がないわけでもない。

事実、最近アメリカで問題とされているのは、集中度が進んだかいなかということよりも、こうした巨大合併にともなう買収資金の調達、最近のアメリカにおける高金利の大きな原因になっているばかりか、より重大なことにはアメリカ企業の財務構造の脆弱化を促進しているとみられることである。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りに依存している。買収後の資産を担保としたこのような借入れを“Leveraged Buyout”(借入れ金をて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。あるコングロマリットの子会社ないしは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は部門の資産を担保にして銀行から借入れるケースを 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。M & A 誌によれば、近年 LBO の増加ぶりはめざましいが、とくに金額的には著しい伸びをみせている。1983 年の LBO 総額はわずかに 45 億 2000 万ドルにすぎなかったのに 1986 年には実に 466 億 2000 万ドルへと 10 倍以上に伸びている。1988 年の数字はまだ上半期しかえられていないがすくなくとも金額的には 86 年を上回り、87 年の水準に接近することは間違いないと思われる。

LBO は、買収取引の財務構造のみならず、この取引そのものがいかに発起されるかそのされ方

においても、古典的な企業買収とは異なっている。従来の企業買収においては、取引の提案はふつう取得側ないしは被取得側の会社のそれぞれの事実上の必要に基づいてその経営陣によって進められる。ところが、LBO では、買収取引の発起者はしばしば“sponser”と呼ばれる第三者であって、それが企業の資金調達および/ないしは活動において重要な役割を演じている。

1980 年代における LBO の盛行は、なによりも機関投資家資金の利用が拡大したと結びついているといわれる。1978 年以前は、LBO は比較的少数の有名保険会社によってその資金を賄われていた。伝統的に保守的な貸付政策をとる商業銀行は余り大きな役割を演じていなかった。ところが、1970 年代なかば、いくつかの経済的政治的事件の総合的結果、企業買収用資金調達にかかわる環境が大きく変化するに至った。「そのうち最も重要なのは持続的な高率のインフレーションで、企業資産の簿価と更新価格の乖離を増大させたのだった。これが“目に見えない資産価値”を生むに至ったが、担保物件として貸し手にきわめて魅力的となった。第 2 には、長期キャピタル・ゲインにたいする課税が大幅に引き下げられた結果ベンチャー・キャピタル・プールを激増させたが、このベンチャー・キャピタル・プールのあるものが LBO 用にイアマークされたのだった。同時に、利率制限の漸次的規制解除は銀行預金をめぐる激烈な競争をまきおこし、それがさらに銀行をして高利回りローンの追求に駆りたてたのだった。こうして、多くの新しい“資産に基づいた”貸出グループが形成されることになったが、新ローン売り出す手取り早い方法として、企業取得資金調達に飛びつかせることになったのだった⁴⁾。

しかも、この LBO 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

4) J. Terrence Greve, “Management Buy-outs and LBOs,” in Milton L. Rock (ed.), *The Mergers and Acquisitions Handbook*, 1987, McGraw-Hill, p. 348.

第4表 LBOにもっとも積極的に関係している銀行

銀行名	帳簿にのっ ている企業 買収ローン (10億ドル)	純資産にし める同ロー ンの比率 (%)
Citicorp.	4.0	43
Bankers Trust	3.5	104
Wells Fargo	3.5	138
Manufacturers Trust	3.0	98
J. P. Morgan	3.0	53
Security Pacific	2.5	67
Chase Manhattan	2.5	54
Chemical Banking	2.0	60
Bank America	1.5	39
First Chicago	1.2	53

[出所] *New York Times*, October 28, 1988.

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。

第4表はアメリカの主要銀行がいかに企業合併むけ融資にかかわっているかを示したもののだが、それによるとCiticorp.の40億ドルを筆頭に多くの銀行が巨額の合併むけ融資を行っていることがわかる。とくに、絶対額の上ではCiticorp.に劣るとはいえ、合併むけ融資とその純資産との比率の上では、Wells Fargoは138%、Bankers Trustは104%と極めて高い数字を示していることが注目される。1987、88年の両年だけでも、諸銀行のあらゆる型態の合併むけ融資額は合計約1500億ドルにのぼるといわれるが、もちろん、この全部が主要銀行の帳簿にのっているわけではない。というのは、これら大銀行は、自らが引き受けた合併むけ融資の大部分を他の金融機関に若干の値引きをした上で売り渡しているからである。たとえば、Citicorp.の場合も、1987年なかばから88年10月までに210億ドルのLBO貸付を行ったとみられているが(Loan Pricing Corporationの推計)、同行の帳簿に残っているのは上表のように約40億ドルにすぎない。LBO貸付を中心とする合併むけ貸付が内包する危険にアメリカ主要銀行がさらされている度合を強調するのは誤りだとする見解もあるが、このような事実は、危険分散が行われていることを物語るだけであって、アメリカの金融制度全体がますます危い基盤の上立っていることを否定するものではないことを明らかにしている。

している。

とくに問題視されているのは、これらLBOローンのかかなりの部分がいわゆる劣後債(subordinated debt)によって占められていることである。たとえば、KKR RJR Nabisco買収に際しては、買収総額約250億のうち137億5000万ドルが銀行融資で賄われるが、このほか自前の資金20億ドルに加えて50億ドルの買収資金用債券が発行されている(ついでに付け加えると、買収費用の26%分は優先株や転換社債によって支払われる)。そして、この50億ドルは支払い順位が無担保債よりさらに低い劣後債である。銀行が保有する債券のなかで劣後債の占める比率の増大がはらむ危険性を指摘して、V. ブラウンステインはつぎのように書いている。「最近まで銀行はいわゆる優先債一会社破産のさいには会社資産にたいし第1次の請求権をもつ債券一しか保有しなかった。だが、最近では、“中二階”(mezzanine)資金調達といわれる劣後債をとり入れ始めた。劣後債は儲けは多いが、安全度は低い。危険水域に飛び込んでいるのは大銀行だけではない。ゴールドマン・サックスのロバート・アルバートソンが述べているように、『本当の危険は、中小銀行がその規模に比して余りにも多くの劣後債をかかえこんでいるという点にある』⁵⁾。

LBOで重要な役割を果たしているのは(したがって利益の大きなおこぼれにあずかっているのは)銀行だけではない。多くの場合、LBOにさいしては銀行以外に、特定の投資家グループが結成され、その重要な資金源泉となっている。LBOの事実上のパイオニアであり、かつ現在でもその中核的推進企業たるKohlberg, Kravis Roberts & Co.が行ったLBOを例にとって説明しよう⁶⁾。

KKRは1979年にHoudilleの買収にさいしLBOを行ったが、それはニューヨーク証券取引所上場の主要企業として最初のLBOだったし、1984年のWometco買収の際のLBOは最初の10億ドル超LBOだったし、1984年のMalone & Hyde買収は同社が行った最初の公開テnder・

5) *Fortune*, January 2, 1989.

6) *Fortune*, July 4, 1988.

第5表 企業非公開化をもたらしたLBO史上最大10ケース

被買収会社名	買収企業名	買収価格 (10億ドル)	年
Beatrice Cos. Inc.	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	\$6.25	1986
Safeway Stores Inc.	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	5.34	1986
Southland Corp.	Thompson Co.	4.00	1987
Borg-Warner Corp.	AV Holdings Corp.	3.76	1987
Owens-Illinois Inc.	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	3.69	1987
R. H. Macy & Co. Inc.	Macy Acquiring Corp.	3.50	1986
Continental Group Inc.	Kiewit-Murdock Investment Corp.	2.75	1984
Jim Walter Corp.	Hillsborough Holdings Corp.	2.44	1988
American Standard Inc.	Kelso & Co.	2.43	1988
Burlington Industries Inc.	Burlington Holdings Inc.	2.16	1987

[出所] *Mergers & Acquisitions*, Nov/Dec 1988, p. 50.

オファーによる大型LBOだったし、さらに1986年のBeatrice買収のさいのそれは史上最大のLBOだった(第5表)。その意味でKKRは正にLBOそのものといって過言ではないだろう。最初のころ同社はTOB攻勢に悩まされている企業をより有利な条件で買収している(その限りで合意的な買収だった)いわゆる“白馬の騎士”(White Knight)として行動したが、84年以降は敵対的合併をも辞さぬ積極的経営方針が目立ってきた。

KKRはある企業を買収するために必要な資金を集めるために、各年ごとに特定の資金グループを結成している。たとえば、1986年には56億ドルの資金が集まった。これは同社が集めた資金としては、第6年目の資金であり、1992年までに投資される(ないしは資金の底をつく時期までか、そのどちらか先の時期まで)。この資金に投じられた金は、KKRの金庫に送られることなく、取引のための資金の利用が必要となるまで、出資者のもとにとどめ置かれる。しかし、この資金の管理費は直ちに課されて、KKRの収入となる。管理費は年率1.5%なので、この56億ドルにのぼる第6次資金についていえば、毎年8400万ドルもがKKRの収入となる。

つぎに必要な経費は取引手数料(transaction fees)で、これは実際に行われた取引にたいし支払われるもので、これを受け取るのはKKRだけでなく、商業銀行、投資銀行、弁護士などにも支払われる。しかし、KKRのもらい分もけっして少なくはない。Beatrice, Safeway, Owens-Illinoisなど3社の買収にさいしてKKRが受け取った手

数料は、それぞれ4500万ドル、6000万ドル、6000万ドルであった。この手数料を取引額の比率でみると、Beatriceの場合は買収額62億ドルの僅かに0.73%だったのに、Owens-Illinoisの場合には1.36%に上昇している。一般に取引手数料の比率は上昇傾向にあるとってよい。

さらに、LBOを用いての買収取引によって生じた利益から

支払われる特別報酬がある。この特別報酬はその総利益の20%にも及んでいる。たとえば、KKRが1984年に行った精糖会社Amstar取得にさいしては、1982年に同社がつくった資金が利用された。Amstar買収費4億6500万ドル調達のためには5200万ドルの純資産が必要だった。KKRはゼネラル・パートナーとして総額の約1.6%、すなわち83万ドルを拠出したが、残りの5120万ドルは他の機関投資家たちが提供した。KKRはAmstarを3年たためうちにMerrill Lynch LBOパートナーシップに2億3200万ドルの儲けを上乗せして売却してしまった。すなわち、純資産利益率としては複利で年81.5%の高率だった。有限出資者だった機関投資家(そのなかには、オレゴン州、ワシントン州、ミシガン州、の州退職基金も含まれていた)が、総利益の80%を獲得したのだった。KKRの取り分は残りの20%、すなわち4600万ドルだった。

KKRの買収・取得活動は、その買収取引のために特別に結成された1つないしそれ以上の有限出資組合(limited partnership)をつうじて行われる。この出資組合参加者の名が明らかにされることは余り多くないが、参加者リストを一覧すればいかに多くの機関投資家がこの“ぼろ儲け”事業に手を貸しているか驚く程である。第6表は、1984年にKKRが16億ドルの資産(その後Pace Industriesと名付けられた)購入のために1億8900万ドルの共同出資がつのられた時に出資した機関投資家のリストである。最大の出資者がオレゴン州とワシントン州の退職基金であるのをは

第6表 Kohlberg, Kravis, Roberts が1984年に設立した出資組合の出資者リスト

GENERAL PARTNER: KKR Associates 1.1 %

LIMITED PARTNERS:

- 10% each State of Oregon retirement fund,
State of Washington investment board
- 6.8% First Chicago Investment
- 5% each Equitable Life, GTE Service pension fund,
Metropolitan Life, New York State retirement fund,
Security Pacific Capital
- 3.5% each Aeneas Venture(Harvard), State of
Michigan pension funds
- 2.5% each Bank America Capital, Bank of New York
Bankers Trust New York, Continental Illinois Equity,
First Interstate Equities, Hillman/Wilmington,
Hughes Aircraft retirement plan, Minnesota board of
investment, U. S. Bancorp
- 2% Government of Singapore Investment
- 1.5% First Bank System
- 1% each Alcoa master trust, British Gas pension
scheme, Henry Crown & Co., First Bank System pen-
sion fund, H. J. Heinz retirement fund, Rowney Inc.,
Tektronix retirement trust, United System master
trust, Water Authorities superannuation fund(London),
Yale
- 0.8% Madison Dearborn Partners
- 0.7% Salvation Army
- 0.5% each Carnegie Mellon, Electra Investment Trust
(London), John Hancock Mutual Life,
London Mortgage Trust(Samuel Montagu),
Sun Life Assurance Society(London)
- 0.3% Massachusetts Institute of Technology

[出所] Fortune, July 4, 1988.

じめ、多くの公的機関、大学、銀行、生命保険会社の名をそこに見出すことができる。それ以後、KKRはそのパートナーシップのリストを公開していないが、その主たるメンバーには変化はないものとみられている。アメリカ社会全体がいまや完全にいわゆる“財テク”依存型構造をもつに至ったことに今更ながら驚かされる。こうした“財テク”依存型構造がいったん大恐慌に見舞われた場合どのようなことになるか、寒心にたえないものがある。

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、このこともアメリカの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

にし株価を引上げるためであった。

もともと自社株の買い戻し(buy back)は、従来、企業がその社外株式数を減らすことによって、1株当りの資産、1株当りの利益額を増大させるべく、しばしば用いられてきたし、現在でも用いられている。巨額の資金を事業拡大に振り向けず自社株購入にあてることは、企業戦略上問題なしとしないが、社外株数を減らすことによって1株当り資産と利潤を増大させ、その結果株価上昇がえられるとすれば、株主への利潤還元の一形態として一概に否定はできない。しかしながら、敵対的TOBへの対抗策として社外株を買い集めることは、まず第1に、本来事業拡大に投すべき資金を取り崩させる(適当な投資先をもたない巨額の社内留保利潤が存在しない限り、社外株の買い集めは実際には巨額の借入れ金によって行われることが多い)という意味で、当該企業の発展にとってマイナスの効果しか持たない。1986年1月、GAFの敵対的TOB攻勢にさらされたUnion Carbideは、同社社外普通株の55%、3880万株を33億3285万3000ドル(簿価の141%)で買い戻すことでそれに対抗した。インドのボパール事故への補償などで経営状態の苦しい同社にとって、33億ドル余の負担がいかに大きいかはいうまでもないだろう。

第2には、社外株の買い集めは、敵対的TOBを仕掛けた側との間の激しい浮動株争奪戦を引き起こし、株価の急上昇をもたらす。こうした社外株争奪戦はしばしば敵対的TOBを仕掛けた企業の持株をその平均的買値以上の価格で引き取ることによって幕を閉じていることが多いが、それは買取仕掛人の側に巨利をもたらすことの是非を離れても、敵対的TOBから自己を防衛した企業の財政状態に重大な打撃を与える結果になる。浮動株争奪戦の過程で株買い集めに要した資金に加えて、敵対的TOB仕掛人からの株引き取りに必要な資金が企業の負債を増加させ、その財務状態を悪化させるケースが少なくない。

第3に、敵対的TOBへの対抗策として全社外株を買い戻し、非公開会社になる最も極端な場合には、それが近代的企業形態としての株式会社の

自己否定につながることは云うまでもない。近代的巨大企業が個人ないし少数の私的な株主グループではなく、広く全社会の資金を公的に調達することによってはじめて発展可能だったことを考えれば、非公開の私的所有企業が現代主義に占めうる余地はけっして大きくはないだろう。にも拘らず敵対的 TOB を免れるというだけの理由で非公開会社への道をたどるのは、近代的企業として自殺的行為にも等しい。敵対的 TOB を回避するために従来の支配的株主グループが残余の株式を買い戻し非公開株会社となる例がいかにも多いかは、たとえば 1985 年には *Fortune* 誌の「年間最大合併取引 50」表のうち、第 19 位のレヴィ・ストローズ (Levi Strauss)、第 21 位のコックス・コミュニケーションズ (Cox Communications) および第 40 位のユニロイヤル (Uniroyal) の 3 社を数えることから明らかだろう。

逆に買収攻勢を仕掛けられた企業が防衛のため、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⁷⁾、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. が初めて採用したといわれている (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 の買占めにたいして、“poison pills” 条項を採用している。最近では、大手食品メーカーの Borden の経営幹部 25 人が、もしも同社にたいする TOB 買収価格が一定基準を下回ったならば全員辞職する意向を表明したが、これも新手の “poison pills” とみてよいだろう。

ともあれ、LBO による企業合併・買収には、いくつかのメリット、デメリットが存在するが、その最終的評価にはまだ若干の時間的経過が必要だろう。B. D. フロムソンがのべているように、「もちろん、この一切のマジックは不況なき高度成長期におこなわれてきたのである。LBO の窮極的評価には、次の景気下降を待つ必要がある」⁸⁾。

(3) 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 (当時) 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こすか、ないしは利子率の大幅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う」⁹⁾と語っていた。

敵対的買収、そのための LBO にひそむ危険性として大きく取り上げられているのが、買占めグループ側が発行する、いわゆる “junk bond” である。ジャンク・ボンドは、格付けは低いが利率は

7) 「その活動に他から介入されることを望まぬ諸企業は、その資本構成のなかに毒入り丸薬 “poison pill” を仕込むことができ——買収仕掛人たちにとって障害となるような証券がそれである。この毒入り丸薬を呑み込ませないようにする条項などは、ふつう目標とされた企業の重役たちによって決定される。大抵の条項は、発行される普通株および優先株の数量にたんに量的制限を加えているだけで、その条件および要件については触れていない。これらの株式は “白紙委任” (blank check) 株として知られている。量的制限をこえないかぎり、種々の条件をつけることでこの白紙に自由に書き込むことができる。毒入り丸薬 (poison pill) は種々の形態で発行される。ある場合には、一般の普通株が 1 株 1 票であるのにたいして 1 株 10 票の議決権をもった株式のような多数票決権つき普通株や優先株が発行されている。そのひとつの変種に、一定の条件が備わった場合に活動するような起爆装置がある。たとえば、単一の購入者が同社株式の 20% を獲得するとか、あるいは同社株式の 30% にたいしてテNDER・オファーを行ったとかの場合に発効するような、追加的株式購入権を、重役会は割り当てる」(Martin Sikora, “Defensive Tactics,” in Milton L. Rock (ed.), *The Mergers and Acquisitions Handbook*, 1987,

McGraw-Hill, pp. 467-468).

8) Brett Duval Fromson, “Life After Debt: How LBOs Do It,” *Fortune*, March 13, 1989.

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

高い債券で、一部の買い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. 一社だけがジャンク・ボンドを取扱って好業績をあげたため、他の大手業者のなかにも後を追うものが続出し、ジャンク・ボンド全盛時代をみるに至った。こうしたジャンク・ボンドの購入先は主として投資信託および保険会社であった。1987年の実績をみると、投資信託および保険会社が各30%、年金基金が15%、貯蓄貸付組合が8%、外国人投資家が5%、個人が5%、企業が3%、証券業者が1%、その他が3%となっている。ジャンク・ボンドを主体とする投資信託の利回りはきわめて高く財務省証券に投資している投資信託の平均収益率が5.7%だったのにたいして、また優良企業債に投資している投資信託の平均収益率が6.4%だったのにたいして、高利回りジャンク・ボンドに特化している投資信託の収益率はじつに19.6%の高率にたっている。1988年1月～9月の実績をみても、Executive Investment High Yieldの場合総収益率は19.38%にもなっている¹⁰⁾。

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、1985年4月23日、ドメニチ上院予算委員長は敵対的な株式買収、合併を85年末まで暫定的に禁止する法案(「1985年証券健全化法案」)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¹¹⁾。

10) *New York Times*, October 30, 1988 および November 17, 1988.

1988年KKRによるRJR Nabisco買収という史上最大のLBOが実現するとともに、LBO規制の動きは議会内外で急速にたかまりつつある。通貨監督官事務所(OCC)も88年12月15日、LBOにたいする融資や出資にかんし、融資限度や決裁手続きなど銀行の内部管理について検査を拡充することを通告したが、連邦預金保険会社(FDIC)も近く検査基準を通告するといわれる。

敵対的買収を制限するなんらかの法的規制が実現される可能性も増大しつつある。事実、それはすでに州段階において新しい合併規制として実現をみている。1986年にオハイオ州会議が制定したOhio Control Share Acquisition Actがそれで、同法はある会社の株式の20%以上を同社株主の承認なしに取得することを禁止することによって、事実上敵対的買収を非合法化している。もちろん、このような合併禁止法を州法として規定することの有効性については問題がないわけではなく、1988年6月、第6巡回裁判区の合衆国控訴裁判所は、オハイオ州コロンバスにある合衆国地区判事ジョン・ホルシューが1986年にかれが下した判決が今なお有効であるか否かについて審理すべきことを、2対1で決定した。この再審理の結果はまだ明らかにされていないが、同じような敵対的合併禁止法が州法で成立せんばかりのひとときの傾向に冷水を浴びせたことは事実だった。

(4) 外国企業のアメリカ企業取得合併の増大傾向

1980年代におけるアメリカ史上第5の合併運動のもうひとつの重大な特徴は、それが外国企業によるM&Aを、しかも巨大なそれを数多く伴っていたという点である。これはこれまでの4回の合併運動の時期には、ほとんど見受けられなかったところである。

第7表は、外国企業によるアメリカ企業の買収のうち主要なものを表示したものであるが、金額的にみてもっとも大きかったのは、カナダのCampeauによるFederated Department Storesの買収(65億2000万ドル)だった。Federated Dept.

11) 時事通信社ワシントン発、1985年4月23日電。

第7表 1980年代における主要な外国の取得

	アメリカの会社 [ブランド名または主要事業]	外国の買い手 [国名]	買収額(百万ドル)
1989	Triangle Industries [包装]	Pechiney フランス	\$1,251
	Pillsbury [Burger King, Haagen-Dazs]	Grand Metropolitan イギリス	\$5,717
1988	Farmers Group [保険]	BAT Industries イギリス	\$5,148
	Macmillan [出版]	Maxwell Communication イギリス	\$2,558
	Triangle Publications [TV Guide, Seventeen]	News Corp. オーストラリア	\$3,000
	Gould [エレクトロニクス]	日本鉱業 日本	\$1,061
	Intermedics [ペースメーカー, 医療製品, エレクトロニクス]	Sulzer Brothers スイス	\$ 800
	Federated Dept. Stores [Abrahams & Straus, Bloomingdale's]	Campeau カナダ	\$6,520
	Telex [コンピューター端末機]	Memorex International カナダ	\$ 920
	Stanley Continental [コンクリート製品, フード・サービス]	Tate & Lyle イギリス	\$1,572
	Firestone Tire & Rubber [タイヤ]	ブリッジストーン 日本	\$2,621
	Tropicana Products [フルーツ・ジュース]	Seagram カナダ	\$1,200
	G. Heilman Brewing [Old Style, Colt 4I]	Bond Corp. Holdings オーストラリア	\$1,275
	First Jersey National [銀行]	Nat' l Westminster Bank イギリス	\$ 820
	CBS Records [Columbia, Epic]	ソニー 日本	\$2,000
1987	Kidde [Jacuzzi, Farber, PGA ゴルフ・クラブ]	Hanson イギリス	\$1,708
	Manpower [雇用サービス]	Blue Arrow イギリス	\$1,342
	Reichhold [化学製品]	大日本インク 日本	\$ 550
	Heublein Smirnoff, Inglebrook	Grand Metropolitan イギリス	\$1,200
	Celanese [化学製品]	Hoechst 西ドイツ	\$2,886
	Chesebrough-Pond's [Prince Matchabelli, Ragu, Vaseline]	Unilever イギリス	\$3,096
1986	Allied Stores [Ann Tayler, Jordan Marsh]	Campeau カナダ	\$3,506
	Big Three Industries [工業用ガス]	L'air Liquide フランス	\$1,044
	SCM Corp. [Smith-Corona タイプライター]	Hanson イギリス	\$ 926
1985	Inmont [インク]	BASF 西ドイツ	\$1,000
	Carnation [Coffee-mate, Contadia, Friskies ベット用品]	Nestlé スイス	\$2,941
1984	Sedco [石油掘削]	Schlumberger オランダ領アンチルス諸島	\$ 970
	Utah International [天然資源]	Broken Hill Proprietary オーストラリア	\$2,400
1981	Santa Fe International [石油・ガス掘削]	Kuwait Petroleum クウェイト	\$2,501
	Texasgulf [天然資源]	Elf Aquitaine フランス	\$2,742

[出所] Fortune, February 13, 1989.

Stores は Abrahams & Straus, Bloomingdale's などを持つ巨大小売チェーンだが, Campeau はすでに 1986年に Allied Stores を 35 億ドル余を投じて買収している。Campeau はもともとはカナダの不動産業者だが, アメリカでの活動はもっぱら巨大小売チェーンの買収に集中している。かれの活動の特徴は, 買収した企業の徹底した合理化と, さらに仮借ないまでのダイベスティチュアである。Federated においても Allied においても衣類小売メーカーの Brook Brothers をはじめ多数の傘下企業を売却しており売却額は合計 40 億ドルにたっている。これが Campeau の負債の大幅

軽減に貢献していることはいうまでもない,

つぎに目立つのは, Grand Metropolitan(イギリス)による 1989年の Pillsbury 買収(57 億 1700 万ドル)および 1987年における Heublein 買収(12 億ドル)である。これらは, 1985年におけるスイスの Nestlé の Carnation 買収(29 億 4100 万ドル), 1987年の同じくイギリスの Unilever による Chesebrough-Pond's の買収(30 億 9600 万ドル), 1988年におけるイギリスの Tate & Lyle による Stanley Continental の買収(15 億 7200 万ドル)およびカナダの Seagram による Tropicana Products の買収(12 億ドル)などと並んで外国食品多国籍企業の

第8表 アメリカ製造工業にしめる外国企業の比率
(資産額)

	アメリカ全体にしめる 外国子会社の比率(%)	
	1977年	1986年
製造工業全体	6.3	12.1
化学・同関連製品	15.4	32.5
石・粘土・ガラス製品	7.3	22.8
基礎金属産業	6.2	20.5
石油・石炭製品	12.0	14.9
印刷・出版	4.5	11.8
電気・エレクトロニクス設備	5.1	11.3
食品および関連製品	4.4	9.5
紙・同関連製品	3.8	8.1
加工金属製品	2.8	7.6
器具および同関連製品	3.3	6.4
機械、電気機械をのぞく	3.7	5.5
繊維製品	3.2	4.4
ゴム・プラスチック製品	2.6	4.0
輸送設備	0.6	2.9
その他	2.1	5.6

[出所] Survey of Current Business, May 1988.

最近における急激な対米進出を物語っている。

しかしながら、最近の外国企業によるアメリカ企業の買収・合併で注目すべきは、化学産業におけるそれであろう。「化学産業ほど近年外国企業にとって興味深い産業はない」¹²⁾といわれているように、アメリカ化学企業にたいする外国化学産業多国籍企業の買収攻勢は目覚ましい、外国化学会社の買収攻勢の口火をきったのは、1985年における Imperial Chemical(イギリス)の Beatrice の化学部門買収だった。それは同部門年間利益の19倍という高価格で取引されたとして世間の注目を浴びたのだった。同年後半になって西ドイツの BASF が同じくよい値で United Technology の Inmont 部門(インクの大手メーカー)を買いとった。87年には、日本の大日本インキ化学がこれまた高値で Reichhold Chemicals を買収している(しかも敵対的買収を敢えてしてまで)。

このような食品産業ならびに化学産業における集中は、アメリカ製造工業にしめる両産業の地位(第8表)からみて当然といわねばならない。すなわち、1986年の時点でアメリカ製造工業のうち

12) John J. Curran, "What Foreigners Will Buy Next," *Fortune*, February 13, 1989.

外国企業のしめる比率がもっとも高かったのは化学および同関連製品部門で実に32.5%をしめていたし、食品および同関連製品部門も9.5%をしめていた。

外国資本の買収・合併においても、かつてと違って敵対的買収が増大傾向にあることが注目されている。マーチン・トルチンが会計検査院(GAO)の調査報告として報ずるところによると、1988年上半年だけをとりても、外国企業によるアメリカ企業の敵対的買収は合計155億ドルにもたっしている。これは同期間における外国資本による全買収額の75%にたっしていた¹³⁾。

外国資本による敵対的買収は、1984年の2件、85年の3件、1986年の4件、1987年の5件から1988年上半年には一挙に11件に増加した。1987年にはアメリカ企業買収のために外国企業が支払った420億ドルのうち、合計27億ドルにたつする4件が敵対的買収だった。1988年上半年中における最大の敵対的買収はカナダの Campeau Corporation による Federated Department 買収だった(66億ドル)。従来の最大の敵対的買収は Royal Dutch/Shell Group による Shell Oil Co. の買収(57億ドル)だったが、1988年上半年中に、イギリスの Grand Metropolitan P. L. C. による Pillsbury Co. の買収(57億ドル)が実現した。このような外国資本による敵対的買収の増大は、アメリカ国内の買収資金の最大提供者が外国銀行(とくに日本の銀行)であることとならんで、対外経済摩擦の新しい焦点として浮かび上がりつつある¹⁴⁾。

(一橋大学経済研究所)

13) Martin Tolchin, "Hostile Bids By Foreigners On the Rise," *New York Times*, December 27, 1988.

14) KKR の RJR Nabisco 買収にさいしては、日・米・欧の主要銀行が合計107億5000万ドルを融資したが、邦銀は10行で51億5000万ドルと全体の48%を占めアメリカの9行で42億ドルを大きく上回っていた。最終的には日本の出資額は60億ドルにたっし、全体の約半分を占めるものと見られている。