

# 第5次企業合併運動と クロスボーダー M & A

上 田 慧

はじめに—世界的=歴史的水準に達した第5次企業合併運動—

- I 第5次企業合併運動の歴史的展開
- II 多国籍企業による直接投資の増大と国際 M & A
  - 1 クロスボーダー M & A 型直接投資の増大
  - 2 不明確な「直接投資」の定義
- III 史上最大の第5次 M & A の新段階
  - 1 主要な対外直接投資手段としての国際 M & A
  - 2 クロスボーダー M & A・国際 M & A の展開
  - 3 M & A を加速する規制緩和と政策
- IV リストラクチャリング型 M & A としての性格
  - 1 グローバル・リストラ戦略と国際 M & A
  - 2 株式交換型大型 M & A
- V クロスボーダー M & A の政策的枠組み
  - 1 独占禁止政策の緩和
  - 2 日本におけるクロスボーダー M & A の政策的影響

はじめに——世界的=歴史的水準に達した第5次企業合併運動——

21世紀を目前に控えたいま、アメリカを中心に、人類史上かつてなく大規模な企業合併運動が展開している。

合併・買収取引額でみて、世界史上、上位10案件のうち9件までが、1998年の1年間に生じている。この事実一つとっても、現在の M & A (Mergers and Acquisitions: 企業合併・買収、以下 M & A と略記する) ブームが、

歴史的なメガ・マージャー時代に入ったことを示している。1999年には停滞するとの海外論調にもかかわらず、99年1-3月においてもなお、アメリカのM & A件数は史上最高を記録している。

1998年の世界のM & A件数をみると、約2万4000件で、1992年の3.2倍に増え、買収額はさらに9.2倍増となった。なかでも、アメリカは1998年の公表合併件数1万1505件を数え、世界M & A件数の5割近くを占めて、世界的なM & Aの旋回軸となっている。

注目されることは、取引規模の巨大さだけではない。近年のグローバル化の進行の中で、国境を越えたクロスボーダーM & A (cross-border M & A) が顕著になってきていることである。最近のヘキスト (独) とローヌ・プーラン (仏) の医薬品部門の合併のように、ヨーロッパ諸国間のM & Aや、大西洋を挟んだ巨大自動車会社ダイムラー・クライスラー社のM & Aなど、世界最大級の巨大企業が次々に成立している。

こうした傾向は、先進国の国内志向型企業が国際規模の巨大企業 (多国籍企業) に展開するまでのややパターン化された多国籍企業像に対して、いわば例外視されてきた英国・オランダの複数国籍を持つロイヤル・ダッチ・シェル石油会社のようなタイプの巨大企業が成立していることを示しているのではなからうか。

M & Aの主役である多国籍企業は、論者によって様々な定義がなされている。当面、企業内国際分業を基軸に、調達 (購買)・生産・販売という経営の3大機能 (製造業の例) とその組織的管理を国際規模で展開するに至った巨大企業の経営戦略的企業形態と言えよう。しかし、各国の子会社群を企業内ネットワークとして連結し最適生産システムを構築して集権的管理を行うには、国境の壁よりも、時間的・空間的制約の克服が課題となる。

近年の情報通信や航空ネットワークなど世界規模のインフラストラクチャ

ヤー（社会資本基盤）の発展・高度化と、各国における外国資本の参入規制緩和、M & A 規制・独占禁止政策の緩和が、企業の経営環境を、国内市場から世界市場へと質的に高度化させている。

在来の国内市場を基盤に、各国独占禁止政策の範囲内で少数資本が市場シェアを確保することに甘んじていた「寡占」競争は、グローバル競争の下で、多国籍企業相互による「世界的寡占」体制の構築を加速させているのである。すなわち、各国産業別に、「ビッグ3ないし5」などと称されてきた寡占体制は、世界市場における「ビッグ3ないし5」といったような世界的寡占体制に転化しつつあるといえよう。

それでは、こうしたクロスボーダー M & A が改めて最近何故注目されるに至ったのか。従来論じられてきた多国籍企業による資本輸出論とどのように関連しているのか。また、それは歴史上第5次 M & A 運動として規定できるとすれば、どのような新しい特質と歴史的意義を持つのだろうか。こうした点を解明するために、以下、現在の M & A の国際的水準と、それが世界的規模の産業・金融再編成を促進していることを考察してみたい。

## I 第5次企業合併運動の歴史的展開

M & A は、莫大な出費を要する新規投資に対して、短期間に新規事業参入を果たしうるという経営戦略上の観点から利用されている。これまで、アメリカを中心として、歴史上4次にわたる企業集中運動が指摘されてきた。

19世紀末から20世紀初頭にかけての第1次企業集中運動は、1893年恐慌以降、とくに1897年から1904年不況までをピークに、事実上の全国市場独占を主眼とした同一業種内の「水平型」合同（Consolidation）形式が

主流であった。1901年成立の U. S. Steel に象徴されるように、十数社の同一業種企業が短期間に合同し、一挙に市場の70-90%を占めたので、「独占」問題が発生した。これに対して、1890年シャーマン反トラスト法が制定され、独占禁止政策がアメリカだけではなく世界各国に普及したのである。

この間、鉄道・電話ネットワークの発展は、地域的市場圏から国内統一市場の形成を促進し、競争環境をローカルなレベルから全米規模に拡大した。ネットワーク的性格を持つインフラストラチャーの発展は競争の空間的環境を拡大する。また、J. P. モルガンのような「投資銀行 (investment bank)」が議決権トラスト (voting trust) を組織して多くの疲弊した企業の再資本化と巨大企業への集中をもたらした。

1880-90年代以降、調達(購買)・製造・販売という経営の3大機能が、片や新規直接投資の社内建設によって統合された「イーストマン・コダック型」、他面で、既存企業の M & A によって統合された「デュポン型」、こうした2つの経路によってアメリカ巨大企業が成立する<sup>1</sup>。

当時は、敵対的買収も1916年までは少なかった。アメリカ司法省は、1914年クレイトン法改正によって独占禁止政策を強化し、1911年にはスタンダード石油会社などの企業分割をもたらした。それらは、同一業種の水平型統合への規制を強めたが、両大戦間期の1916年から1929年大恐慌までをピークとする第2次企業集中運動では、原料部門=川上(上流)への後退的統合と販売市場=川下(下流)への前進的統合という「垂直的統合」が、展開した。

第2次世界大戦後のアメリカでは、垂直的合併は独占禁止政策によって

1 A. D. チャンドラー Jr. 下川浩一・岡本秀昭訳『「経営者企業」の成長戦略』季刊『中央公論』経営問題春季号、1981年春季特大号、65-66ページ参照。

なお、ここでは記載された多数の企業名のうち各々代表的な1社を示している。

厳しく規制されたが、1965-69年をピークにしたいわゆるコングロマリット型合併（凝集型・複合型合併）の急増が第3次企業集中運動として注目を浴びた。一見関連のない企業群を株式交換によって買収するコングロマリット型合併は、本来水平型合併とみるべき「地理的市場拡大型」を含むなど過大評価された定義上の問題点を持つものであった。合併後の企業群の多くも「管理的統合」を欠くものであったが、ITT, G & W, LTV, Litton Industries, Textron, Teledyne などが、株価収益率（PER）の上昇をめざす「P/E ゲーム」といわれる株式交換型多角的合併を展開した<sup>2</sup>。

そうした投機的 M & A は規制強化により 1969 年には終息するが、結果的に、株式交換による企業それ自体の売買市場・「企業売買のメカニズム」をアメリカに深く定着させることになったといえよう。

以上の3次にわたる M & A 運動が長く通説となっていたが、70年代後半以降、60年代の多角化によって肥大化し非採算化した部門を事業分割＝売却（Divestiture）する傾向と絡んで、主要巨大企業による経営戦略上のリストラクチャリング（事業再構築）型 M & A が増加し始める。1984年頃から、1987年ニューヨーク株式市場崩落とジャンクボンド市場の崩壊まで、1989年をピークとする巨大合併運動が発生した。

著名企業の敵対的合併は1973年の Inco-ESB 案件が最初といわれるが、1980年代後半には、株式公開買付（tender offer）、テークオーバー（take-over）とそれに対抗する新しい防衛戦術が発展した。Mergerstat Review 誌によれば、1983-92年間に株式市場価格を上回るプレミアムはおおよそ35.1%～42.0%であった。また、対象企業の資産を担保に債務によって買収し、その後公開会社から個人企業に転換する LBO（資産見合い買収：leveraged buyouts）はじめ、ゴールデンパラシュート、グリーンメール、ポイズン・ピルズなどと称される防衛策が発展した。敵対的合併といっても、

2 Jhon F. Winslow, *Conglomerates Unlimited*, 1973 参照。

ピークの1988年の4161件中では85件(2.04%)にすぎないが、取引総額でみると、5580億ドル中1270億ドルで、22.8%あり、大型合併において生じていることを示している。また、現金買収やジャンクボンドによる買収資金調達に依存することにより、債務依存型(他人資本対自己資本比平均=5.25:1)の敵対的金融志向取引(hostile financially motivated deals)と特徴づけることができる。P. ゴーガンは、これを1984-89年間の第4次企業合併の波(the Fourth Merger Wave)としている<sup>3</sup>。この期のM & A運動は、全米トップの巨大企業が主力になり、国際競争力の復活と事業展開の再編=事業再編を目的としたリストラ戦略の一環として持続的に増加した。

しかし、バブル崩壊後とりわけ90年代後半に至って、クロスボーダー型とかグローバルM & Aといわれるような国際的な企業合併運動に発展している。本稿では、1990年代末M & Aの興隆を「第5次企業合併運動」として規定し、その基本的特質を考察する。

ゴーガンは、これを、他人資本よりも自己資本を利用した友好的・戦略志向型取引(friendly, strategically motivated deals)と特徴づけているが、それは、同一業種のクロスボーダーM & Aが顕著となり、世界経済と国際経営に及ぼす影響から見て、19世紀末第1次M & A運動のようにさらに大きな歴史的転換期を象徴しているように思われる。

故前川恭一教授は、西ヨーロッパにおいても、1970年代後半にM & Aが一つの高まりを見せた後、EC市場統合が日程に上った1980年代後半から90年代にかけて一層大きな高まりを示したことを指摘されていた<sup>5</sup>。

3,4 Patrick Gaughan ed., *Readings in Mergers and Acquisitions*, 1994, pp. 2-6 参照。

なお、コングロマリット概念批判と第4次企業合併運動の基本的特質については、上田慧『転換期のアメリカ企業』同文館、1985年、第1章、第4章を参照されたい。

5 前川恭一『現代企業研究の基礎』森山書店、1993年、146-147ページ参照。

同氏は「米独比較企業経営論」の展開を意図されておられたが、今日、M & A と国際戦略提携によって、ドイツ資本のアメリカ参入はじめアメリカとヨーロッパの企業集中運動は、相互に関連し合い、しかもグローバル型企業集中運動に発展しつつある。国際比較視点からさらに国際企業集中論的視角が必要になってきているといえよう。そうした M & A の劇的展開を前にして逝去された前川恭一先生に、いま改めて哀悼の意を表したい。

## II 多国籍企業による直接投資の増大と国際 M & A

### 1 クロスボーダー M & A 型直接投資の増大

近年、アメリカを中心として世界の対外直接投資 (Foreign direct investment: 以下、FDI と略記する) が増大している。国際連合貿易開発会議 (UNCTAD) 公表統計によると、1990-96 年間に直接投資の規模が倍増している。アジア金融危機に端を発した世界経済成長の低迷にもかかわらず、97 年の対外直接投資は、4237 億ドル (前年比 27% 増)、対内投資 4005 億ドル (前年比 18.6% 増) となり、いずれも過去最高を記録した (国際収支ベース、フロー、以下同様)。1998 年上半期においても、アメリカは前年比 25.5% 増となっており、ドイツ、フランスも拡大傾向を続けている。

このような日米欧・先進国の直接投資の急増は何によってもたらされたのか。

国連の UNCTAD 1998 年調査報告 (1998 年 11 月 11 日発表) は、「対外直接投資は、1997 年に新記録を達成し、ワールドワイドな国際生産を拡大し、強めている」、そして「M & A ブームが、1997 年に先進国への資本流入を加速させた主な理由である」と明確に指摘している。

とくに注目されることは、「こうした M & A 取引は、先進国への資本流入を牽引した主要因というだけでなく、多国籍企業 (TNC) に一般的な、非基幹事業活動の分離 (売却)、M & A による基幹 (コア) 事業活動の競争優位の強化という戦略を明らに出している。こうした戦略は、自由化 (WTO: 世界貿易機関の 1997 年金融サービス合意を含む) と規制緩和 (電気通信など) によって可能になった。その一つの帰結は、各々の産業における 2, 3 の企業、通常は多国籍企業の手中に、より大きな産業集中 (industrial concentration) がもたらされるということである」<sup>6</sup>。

ここに、国連・UNCTAD の現状認識として、国際的に M & A が活発化したことが対外直接投資の原動力であること、それは多国籍企業による国際経営戦略として展開していること、日米欧 (先進国) 各国政府による市場開放 = 自由化政策と規制緩和・撤廃路線がそれを加速させ、多国籍企業への世界的な産業集中・独占化傾向をもたらしていること、以上が明確に表明されている。筆者も同様の基本認識を抱いている。

直接投資の受入形態では、米欧日の「先進国」でその 9 割、途上国でその 6.5 割が M & A である。世界の直接投資全体をみると、その 8 割はクロスボーダー型 M & A となる。

なかでも、アメリカ・英国が M & A の 8~9 割を占め、クロスボーダー型 M & A が、アメリカの M & A 全体の 4 分の 1 を占めている。

対外直接投資の主体は、ワールドワイドな国際経営を組織的に遂行する「多国籍企業 (Multinational Corporation)」であり、こうした M & A 戦略による国際経営組織網の拡大が今日のグローバリゼーションの基盤になっている。

UNCTAD は、多国籍企業を、Transnational Corporation (以下、TNC と

6 United Nations, *World Investment Report, 1998 Trends and determinants—Overview*, Geneva, Aug. 1998. pp. 7, 10.



略記する)と呼んでいるが、1997年に、TNC 5万3000社のFDI累積残高は3兆5000億ドル、その在外子会社45万社は世界売上高9兆5000億ドルを計上している。

また、在外子会社の世界市場へのグローバル輸出は、約2兆ドル、世界資産総額は13兆ドル、付加価値額は2兆ドル以上である。FDI受入残高は今や世界GDP(国内総生産)の21%に達しているのである。在外子会社による輸出額は、世界輸出総額の3分の1を占めており、その売上高の伸びは世界貿易の伸びを大きく上回り、「世界経済の相互依存」を深めている。<sup>7</sup>

## 2 不明確な「直接投資」の定義

直接投資とは、証券投資などの運用収益を目的とする「間接投資」に對比して、子会社などの経営への支配の有無を本質的特徴とする。現代の直接投資形態は多様であるが、大別すると、対外事業展開のために在外拠点を新規に設立する「グリーンフィールド(更地への)直接投資」と、在外の既存企業を買収する「クロスボーダー M & A」がある。

アメリカの直接投資を勘定別にみると、簿価ベースでは、在外子会社の利益の内部留保分である利益の「再投資」が、93年以来連続して上昇し、直接投資総額に占める比率は96年に65.9%、97年にも49.8%と高い比重を占めている。このことは、アメリカの「現地子会社の収益が拡大し、投資意欲が高まったこと」を反映している。<sup>8</sup> M & Aの増加を反映して、株式取得の増減を示す「出資資本」も急増している。

アメリカでは、「利益再投資」と「出資資本」における M & A の比率

7 *Ibid.*, pp. 1-6 参照。

8 日本貿易振興会『1998年ジェトロ白書・投資編』1998年3月、4-5ページ参照。

が高く、新規投資を伴うグリーンフィールド投資のシェアは、著しく少ないことが特徴である。

ところで、直接投資とは、IMFによれば「居住者による非居住者である直接投資企業（子会社、関連企業、支店）に対する永続的権益の取得を目的とする国際投資」とされ、株式等の取得を通じた出資については、基本的に出資比率10%以上を直接投資の対象としている。したがって、出資比率10%未満のM & Aは、国際収支上直接投資に分類されず、対外ポートフォリオ投資（FPI: Foreign Portfolio Investment）の中の対外ポートフォリオ株式投資（FPEI: Foreign Portfolio Equity Investment）に分類される。<sup>9</sup>

日本貿易振興会（ジェトロ）白書（1998年）によれば、「境界が不鮮明になる直接投資と株式投資」として、一般的な資産運用の投資であるFPIの中でも外国企業の株式購入・売却による資産運用を行うFPEIは出資比率10%未満でも、戦略的提携や、ベンチャー経営への長期的経営関与などを、直接投資の一部ととらえることができると指摘している。

事実、アメリカ国内での「5%ルール」を想起するまでもなく、出資比率10%以下のM & Aとりわけ株式取得（買収）によっても経営に大きな支配的影響力を及ぼすケースがある。国際戦略提携の場合、10%以下でも資本参加＝提携がその他の各種提携と絡んで、共同支配的に主要株主の支配権を補完する場合が多い。

したがって、株式投資には、「統計的制約から、FPEIを資産運用目的と、M & Aなど『直接投資的株式投資』に細分することは不可能」と言いうるのである。<sup>10</sup>

こうして、クロスボーダーM & A型直接投資へのシフトは、対外株式投資の一部を含みつつ、新規の設備投資や雇用の増大を伴わない寄生的な

9, 10 日本貿易振興会、同上書、31-33ページ参照。

直接投資形態として多国籍企業の主要な国際経営戦略となってきたことを示している。

また、世界の M & A の 8・9 割を米国・英国が占めているが、両国の M & A を「アングロサクソン型直接投資」とすれば、それは景気変動・株式市場に連動して株式交換制度を利用した「グローバル・リストラクチャリング＝国際事業の再展開＝世界的産業・金融再編型」であると特徴づけることができる。発展途上国においても、近年、南米の電力など国有企業の民営化＝株式会社への改組、株式市場の自由化、外資流入規制の緩和などによって、M & A が大きく促進されている。このことが、多国籍企業や国際金融機関による途上国への直接投資・証券投資増加の最近の特徴となっている。

なお、「間接投資」については、国際機関投資家 (International Institutional Investors) の台頭による世界株式市場への影響力が注目されている。とくに、途上国への株式投資 (FPEI) が 1990-93 年間に 14 倍に急増している。主要国の株式市場は、96 年に、アメリカが世界の株式市場取引額の 53% に達し、その国際的影響力が増している。また、日本が 9%、英国・ドイツをくわえると、この 4 カ国で 7 割を占めている。

外資参入規制の自由化により、外国投資家、国際機関投資家による証券投資が世界的に急増していること、ヘッジファンドなどによる短期資金の流出入による不安定性が各国金融・証券市場に大きな影響を及ぼしていること、こうした国際金融機関の役割と多国籍企業の直接投資との関連は興味深い論点であるが、本稿では以上の指摘にとどめる。

### Ⅲ 史上最大の第5次 M & A の新段階

#### 1 主要な対外直接投資手段としての国際 M & A

第5次企業合併運動の高揚は、M & A が多国籍企業による対外直接投資の主要な手段となり、グローバル競争と世界的な経済統合の旋回軸になっていることを示している。

「提携資本主義 (Alliance Capitalism)」の到来を主張する J. H. ダニングの表現によれば、クロスボーダー M & A は、多国籍企業による戦略的資産追求型直接投資 (Strategic Asset-Seeking FDI) の活発化を意味している<sup>11</sup>。彼は、M & A による内部化利益とクロスボーダー戦略提携 (cross-border strategic alliance) の重要性を指摘し、「対外直接投資にみられるように、そうした M & A と協調的クロスボーダー協定 (戦略提携のような) が、グローバル化の原因であり結果になっている」と言う<sup>12</sup>。

とりわけ、1998年4月にシティコープとトラベラーズ・グループが合併を発表し、世界的な金融再編を加速することになったが、とくに同年10月以降に相次いだ巨大 M & A は、「人類史上かつてない企業合併」といわれるように、短期間に、世界最大級の巨大企業を次々に成立させているのである (第1表参照)。

とくに、1999年初頭の EU (欧州連合) における単一通貨ユーロ導入を契機に、EU 域内でも各国相互にクロスボーダー型 M & A が展開している。とくに、ドイツはダイムラー・ベンツと米クライスラーの合併、ドイツ銀行による米バンカーズ・トラストの買収合意、ドイツ化学ヘキストと

11 John H. Dunning, *Alliance Capitalism and Global Business*, Routledge, 1997, p. 47 参照。

12 *Ibid.*, p. 38.

第1表 1998年10月以後の「超大型 M & A (企業合併・買収)」一覧

1998年

- 10月8日 米シティコープ, 米トラベラーズ・グループ新会社発足  
\* 世界最大の総合金融機関に
- 19日 米クローガー, 米フレッド・メイヤー買収発表  
\* 米スーパーマーケット最大手に
- 11月10日 米カーギル, 米コンチネタル・グレイン(穀物部門)買収合意  
\* 世界最大の穀物商社
- 17日 独ダイムラー・ベンツ, 米クライスラー新会社発足  
\* 自動車世界第3位に
- 24日 米アメリカン・オンライン, 米ネットスケープ・コミュニケーションズ社買収発表  
\* 世界最大のパソコン通信会社
- 25日 英ブリティッシュ・ペトロリアム, 米アモコ合併承認  
\* 石油世界3位に
- 30日 ドイツ銀行, 米バンカーズ・トラスト買収発表  
\* 銀行総資産世界最大に
- 12月1日 独ヘキスト, 仏ロヌ・プーラン(バイオ, 医薬品部門)合併発表  
\* バイオ・医薬品世界最大級
- 2日 米エクソン, 米モービル買収合意  
\* 石油世界最大に

1999年

- 1月28日 米フォード, スウェーデンのボルボと提携
- 3月9日 日本のJT, RJR クラフトたばこ部門買収  
\* たばこ産業世界2位に
- 3月15日 日本の日産, 仏ルノーと資本提携  
\* 自動車世界3位に
- 5月21日 オリベッティ(伊), テレコム・イタリアを買収

(出所)『日本経済新聞』1998年12月2日付参照のうえ、筆者補正。

フランスのロヌ・プーランの合併合意など大型の M & A が相次ぎ、世界平均の M & A 伸び率を上回っている。英国・ドイツなど欧州各国とアメリカとの大西洋を超えた大型 M & A が注目されているが、Business Week 誌は、こうした傾向について「新しい超大西洋企業 (the new transatlantic corporation)」の誕生と表現している。<sup>13</sup>

13 Business Week, Feb. 8, 1999, p. 22.

以上のように、クロスボーダー M & A は、米欧・ないし欧州連合内の各国間の国境を越えた M & A を意味している。しかし、第1表をみても推察されるように、アメリカ国内の M & A といっても、巨大な多国籍企業の親会社同士の合併は、各社が世界に配置している子会社・支店など在外拠点の所有面からの統合を意味する。したがって、同一国の巨大多国籍企業の親会社同士の M & A も、在外の戦略提携先、各種取引先など関連企業への影響を含めて、所在国が相異なる親会社の合併に劣らず、世界的影響力を及ぼすことに注意が必要である。

その意味で、本稿では、クロスボーダー M & A を含めてより広いワールドワイドな（世界的規模の）M & A を「国際 M & A」ないし「グローバル M & A」と呼ぶことにしたい。

## 2 クロスボーダー M & A・国際 M & A の展開

世界の M & A（企業合併・買収）は、1980年の183億ドルから、97年1-10月1兆4241億ドルと80倍近くに増大した。アメリカは、1985年の世界 M & A 総額の83%と圧倒的であった。しかし、EU 統合化とともに90-91年には欧州の M & A がアメリカを上回り、93年以降はアメリカが50%強、欧州が30%弱を占めている。

すでに述べたように、1997年のクロスボーダー M & A 総額3417億ドルは、世界の対外直接投資（FDI）額の80.6%に相当する。なかでも、途上国の直接投資受け入れ額に占めるクロスボーダー型 M & A は、80年代末には10%以下にすぎなかったが、90年代には50-60%台に急増した。先進国の直接投資受け入れ額のうち、94、96年のクロスボーダー M & A は約90%にのぼる。これには公表直接投資に含まれない出資比率10%以下の投資を含むが、先進国への直接投資はほとんどクロスボーダー M & A といいうる。<sup>14</sup>

発展途上国への直接投資形態については、かつて M & A はほとんど例外的であった。しかし、90年代には、中欧諸国の旧国有企業の民営化による内外投資家への株式売却、アルゼンチンなど中南米諸国の民営化により、クロスボーダー M & A は 89-96 年間に 9 倍以上に急増したのである。

業種別では、「世界規模のクロスボーダー合併 (cross-border M & As) は、ほとんどが銀行・保険・化学・医薬品・情報通信で生じており、グローバルなリストラクチャリング (事業再構築: global restructuring) をすすめる、各産業での戦略的位置の確保を目的としており、1997 年に急増した<sup>15</sup>」。

クロスボーダー M & A のうち、97 年の過半数所有の majority-owned M & A (以下、多数所有型 M & A と略記する) は、取引額 2360 億ドルで、世界 FDI 流入額の 5 分の 3 を占めている。同年の M & A の内 58 件は各々 10 億ドルを超え、先進国が多数所有型 M & A 買収額の約 90% を占めている。クロスボーダー型 M & A は、EU、アメリカ、日本、スイスが、買収の 87.6%、売却の 68.4% を占めており、米欧日 3 極間相互の M & A が主流となっているのである。<sup>16</sup>

### 3 M & A を加速する規制緩和と政策

クロスボーダー M & A の興隆をもたらした有力な要因としては、各国の外資参入規制などの規制緩和・市場開放・自由化政策が挙げられる。1997 年 1 年間で、76 カ国が FDI 規制制度を 151 件変更した。その 89% が FDI にとってより良好な投資環境を創出する方向で行われたという。「TNC は、M & A だけでなく企業間協定によっても自社の戦略的位置と

14 以上は、『1998 年ジェットロ白書・投資編』前掲書、26-27 ページ参照。

15, 16 United Nations, *op. cit.*, pp. 10-11 参照。

「リストラの目的を達成しつつある」。こうした提携は、とくに技術的競争優位を強めるために重要であり、技術競争力の企業間提携は、1980年代初頭の年平均300件から90年代半ばには600件以上に急増した。技術集約型や共同研究開発によって、開発費負担の分散をねらう情報産業・医薬品・最近の自動車などで多い。<sup>17</sup>

次に、業種別に概観しよう。世界のクロスボーダー型 M & A は、化学・石油・天然ガスのほか、電力・ガスが96年の最大比率（クロスボーダー型 M & A の8.8%）を占め、金融・通信など規制緩和業種に多い。電力は、英国では90・94年大口需要家市場への電力供給自由化、98年の家庭用消費市場自由化がすすみ、アメリカ企業による買収が続いている。ブラジル・メキシコなど途上国やチェコなど東欧諸国は、民営化による国有企業の株式売却による外資の導入が顕著である。

とくに、1998年の最上位10案件のうち7件を金融と通信が占めているのである。

金融では、1997年12月、70カ国・地域によるWTO（世界貿易機構）における金融サービス合意、各国の外資参入規制の緩和の影響によって、97年にはクロスボーダー型 M & A 10億ドル案件58件中11件が金融機関同士の M & A となった。99年1月の単一通貨ユーロ導入による競争激化は、各国金融機関の自国通貨建て取引における有利性の消失などにより、金融機関は競争力強化のために、80年代に総合化戦略で買収した投資銀行事業などを売却し、主力コア事業の見直しを図っている。

1997年には、英国パークレイズは、投資銀行事業をスイスのクレディスイスに売却し、英国ナットウェストが投資銀行事業の欧州株式事業を米バンカーズトラストに、米国・アジア株式事業を独ドイッチェ・モルガン・グレンフェルに売却している。資産運用会社の買収としては、97年に

17 United Nations, *ibid.*, pp. 11-12 参照。



独コメルツ銀行が米モンゴメリー・アセット・マネジメントを買収, 米メリルリンチが英マーキュリー・アセット・マネジメントを買収している。

また, 通信では, 1996年米国通信法改正, 98年 EU 電気通信市場の自由化, WTO 基本電気通信サービス自由化合意の発効を契機に再編成がすすんだが, 97年に英米間の BT-MCI 合併がワールドコムによる MCI 合併で中止になったことから, <BT-MCI>, <AT & T>, <ドイツテレコムとフランステレコム>の世界3大テレコム・グループは崩壊し, さらに情報通信の世界的な再々編成が展開している。1998年に英米の BT-AT & T による国際合併事業が開始され, 98年自由化に伴い EU 市場への新規参入が活発化した。

とりわけ, 多国籍企業の国際データ通信需要への対応が焦点になっており, 「シームレス (継ぎ目のない) 型通信網」構築を目指した長距離・地域通信・CATV (有線テレビ)・インターネットの接続を統合しようとする合併が, AT & T を中心に展開し, アメリカでは, SBC のアメリテック買収 (98年 626億ドル) など, 巨大メガキャリアが成立している。イタリアではオリベッティによる敵対買収攻勢にさらされたテレコム・イタリアがドイツ・テレコムと急遽合併を発表したが, 結局はオリベッティに買収された。最近発表された日本テレコムへの米 AT & T, 英 BT の資本参加も, 日本の情報通信業界がこうした世界的通信再編の影響を逃れられないことの証左といえよう。

アメリカでは, 番組制作規制撤廃などで娯楽・放送分野でもかつての3大放送ネット体制は大きく変貌した。AOL のネットスケープ・コミュニケーションズ社買収もインテル=マイクロソフト連合に対抗する世界的な企業統合である。先端技術産業の航空宇宙・軍事産業では, 軍需最大企業ロッキードが巨大化し, 欧州の軍需産業の対抗的な企業集中を促進している。

#### IV リストラクチャリング型 M & A としての性格

##### 1 グローバル・リストラ戦略と国際 M & A

今回の第5次 M & A では、アメリカの、長期的な株式市場の上昇を利用し、「株式交換」型の「友好的」合併が多く、現金買収ではとても調達できないような巨額の M & A を可能にしている。しかし、産業別にみると、一般的な生産過剰傾向が顕在化する中で市況や輸出に左右される産業、過剰設備をかかえる素材産業などはとくに厳しい経営状況にあり、M & A は、リストラクチャリング戦略の主要な手段になっている。

そうした防衛的な M & A に対して、グローバル競争の中でコスト優位を確保するためにも、M & A を国内だけでなく世界的な在外拠点網を対象に、グローバル・リストラ (Global Restructuring) 戦略の要に位置づける企業も多くなってきている。

原油価格低迷で採掘部門中心に、過剰設備を抱える石油産業では、リストラが関連産業にも波及している。合併したエクソン・モービルが、9000人の人員削減、設備投資1割削減を明らかにするや、他の石油大手もこれに追随し、石油・関連産業全体にリストラが波及している。1911年に分割されたエクソン・モービルの復活合併後、両社が出資する日本の外資系石油会社の大合同など、産業再編とリストラの国際的波及が懸念されている。

GM は、99年に全世界で40億ドル規模のコスト削減計画を発表し、米銀バンカメリカも、ここ数年で世界全体で1万8000人を削減する計画であり、ボーイングも2万人の追加人員削減を決めている。「リストラのグローバル化」といえよう。アメリカでは、1998年に、合併後の「重複」組織の人員削減など M & A 関連の人員削減数が前年比倍増の7万3903

人で、過去最高となったが、その数は失業者総数の約10%に相当する。エレクトロニクス業界・自動車など工業品製造・金融業界が多い。

グローバル競争に対応した産業再編は、通信・電力などの被規制業種や小売・流通の地域的商圈を持つ業種を含め、石油化学、医薬品・バイオ(生命科学)、航空宇宙・エアライン、自動車、金融など主要業種に広がっている。

自動車業界では、生産過剰圧力の下で、世界市場シェア確保を目指し国境を越えた再編が展開している。すでに、欧州では、独フォルクスワーゲンが英国の名門ロールスロイスを買収し、98年のダイムラー・クライスラーの合併は、欧米市場や車種構成を相互に補完し合い、次世代の環境対応技術の共同開発による負担軽減などを戦略的目的としている。

これに対抗して、フォード社はスウェーデンのボルボ乗用車部門を買収し、仏ルノーは日産自動車と資本提携を行った。欧州進出をすすめるトヨタ自動車は、2000年に持ち株会社に移行する方向でデンソーなど系列自動車部品メーカー主要3社に対し、副社長を派遣するなどグループ企業の結束力を強化している。自動車の世界的再編は、住友ゴムと米グッドイヤーの戦略提携で、世界のタイヤ業界の「3強」体制成立を加速させ、自動車部品業界においても数社の国際寡占体制が形成されつつある。

医薬品・バイオ産業は、独化学ヘキストと仏ローヌ・プーランの合併合意など、国際化学資本を中心に、予想される巨額の研究開発費の負担軽減と市場確保を目的に再編された。

現在の産業・金融再編の主役は、世界的な多国籍企業である。グローバル競争に対応し、M & A、戦略提携などの主要経営戦略だけでなく、非採算部門の事業分割(売却)・新規高収益事業の買収などによる資産の組替え＝資産再展開を軸に、工場閉鎖などの資本撤収戦略、アウトソーシング(外注)戦略などを通じて、中核(コア)事業能力を強め、外部との企

業間取引関係によって補強していくという国際経営戦略を展開している。なお、事業分割の比重を確認すれば、98年第3四半期のM & A件数のうち、事業分割(売却)は件数で26.9%、価格で16.6%を占めている<sup>18</sup>。

しかし、こうして先を争うように発表される国際M & Aや国際戦略提携などに、大きな問題点がないといえるのであろうか。

## 2 株式交換型大型 M & A

今回の第5次M & Aの興隆をもたらしている要因をM & A方式で見れば、上位企業のM & Aはいわゆる「株式交換方式」で行われていることである。アメリカの株式市場の活況に支えられ、巨額の国際合併取引を可能にしている。

「先進国間の直接投資を拡大させたのはクロスボーダーM & Aだが、この拡大を容易にしたのが、株式交換制度である。株式交換制度は米国において企業買収手段として発達したが、近年はクロスボーダーM & Aでも多用されるようになった<sup>19</sup>」。

アメリカでは、1997年のM & Aの67%が株式交換であり、10年前は7%に過ぎなかった。また97年に取引件数の96%が友好的合併であったが、88年には24%であった。

こうして、株式交換による友好的M & Aが増加し、とくに最大級のM & Aのほとんどが株式交換によっている。つまり、株式が買収資金化しているのである。この点、アメリカで上場していないドイツ銀行がバンカーズ・トラストの現金買収に苦慮したことと対照的である。株式交換は、現金でなく、存続企業の株の交付によって行う。買収企業と売却企業との

18 Mergers and Acquisitions, Vol. 33/No. 4, pp. 57-58 参照。

19 『1999年ジェトロ白書・投資編』インターネット要約版 (<http://www.jetro.go.jp/top-j/ged/Press>) 参照。

株の交換比率決定後、売却企業の株主は保有株を提出し、存続企業の株式と（基本的には新株）交換する。

「人類史上かつてない企業合併」を記録した1998年は、取引金額が数100億ドル規模のメガ・デールが相次いだことで空前の規模に達した。それは、アメリカの株式市場の活況と関連したアメリカ多国籍企業の株式交換方式によって可能になったのである。しかし、1997年前半期のアメリカでは、地域通信 GTE の MCI 買収計画（撤退）、ヒルトン・ホテルの ITT（シェラトンホテル所有）買収攻勢など、欧州各国における案件を含め、「敵対的 M & A」の存在も重視すべきであろう。

合併の評価については、いまだ流動的であるが、拙速のあまり、合併完了後に思わぬ経営上の問題に直面する場合がみられる。

98年9月の合併で独銀2位となったヒポ・フェラインス銀行は、合併した銀行の旧東独向け融資が原因で10月に約3600億円相当の貸倒引当金の計上を余儀なくされた。スイスで98年6月に誕生したUBS銀行も、9月、旧スイス・ユニオン銀行による米ヘッジファンドLTCMへの投資に伴う損失が表面化し、会長が辞任した例がある。十分な調査を行う前の段階でM & Aの合意がなされると、リスクを回避することは困難である。ここで、『ウォール・ストリート・ジャーナル』紙の記事から幾つか気になる点を指摘しておく。

今回のM & Aの目的については、石油業界などの効率性重視・リストラ型や、トラベラーズ＝シティコープ型のワン・ストップ金融サービス志向型もあれば、シナジー効果を追求する型などがあり、総じて戦略的に行われている。しかし、シナジー効果と効率性を追求したとしても、双方の異なる企業文化の衝突がいわゆる「内部の南北戦争（internal civil wars）」となって噴出する場合がある。今回は、友好的な「対等合併」が多く、敵対的合併は98年ではワールドワイド型M & A件数の5%にも満たなか

ったが、合併後の経営人事では主導権をめぐる対立が生じる場合も多かった。

さらに、98年に株価が上昇したが企業収益は低迷し、P-E レシオ（株価収益率）は悪化し、資産インフレを主張するエコノミストも現れた。<sup>20</sup> McKinsey & Co. 調査によれば、米英企業が含まれる90年代初頭の合併のうち115件を調査した結果、資本収益率で「成功」したのは23%に過ぎなかった。

なお、ドイツでも、大型のM & Aが相次ぎ、件数、額とも世界平均の伸び率より大きいという。しかし、ウィッテン・ヘルデケ大学研究所のシュテファン・ヤンゼン所長は「各種調査を総合すると、これまでの企業合併の60%以上は失敗に終わった」と指摘している。<sup>21</sup>

ところで、すでにアメリカなどの対外直接投資形態が、新規投資の波及効果を持たないM & A主導型になってきていることを指摘したが、このことは、外国企業によるアメリカ企業の買収についても言えることである。セキュリテイズ・データ社によると、1998年の外国企業による米企業買収の総額は前年比3.5倍の2335億ドルを記録したが、90年代前半まで盛んだった工場や設備の新設投資は低調であり、米商務省の調査によると、海外からの長期投資のうち97年は9割以上が買収であったという。日本の自動車メーカーなどが多用した「グリーンフィールド直接投資」は92年には3割超だったが今や1割以下である。世界経済が生産過剰に直面する中で、生産能力純増につながる「新設投資」を選ぶ企業は少なく、むしろM & Aを機にリストラを断行し、雇用を減らす場合が多いという。

20 The Wall Street Journal, Jan. 4, 1999, p. A 23, 『日本経済新聞』1998年12月2日付参照。

21 『佐賀新聞』1998年12月21日付参照（インターネット検索による）。

## V クロスボーダー M & A の政策的枠組み

### 1 独占禁止政策の緩和

次に、こうした超大型合併が生じた要因としてアメリカ独占禁止法の規制緩和が挙げられる。現在の合併は、中核事業の「効率性の強化と市場支配力の拡大」を目的としたものであるが、ボーイングとマクダネル・ダグラスの案件も事実上無条件で認可されたように、独禁当局はほとんどの大型 M & A を認可してきた。<sup>22</sup>

アメリカでは、1997年4月に合併審査基準が変更されたが、その主眼である「コスト削減など経営効率の拡大効果を重視する」という措置は、明らかに合併基準の緩和であり、リストラ型合併を促進することになっている。アメリカでは、伝統的に、「市場構造主義」の下で「市場集中度や市場シェア」が重視され、1968年の合併ガイドラインでは、「4社の集中度が75%以上の高集中度の場合、合併企業および被合併企業の市場シェアがそれぞれ4%以上であれば、訴追の可能性あり」といった基準が明記されている。

しかし、西田幸徳氏によれば、1980年代初頭のレーガン政権の下で、「規模の経済」による生産効率の改善を優先するため、市場集中度よりも、「価格上昇など消費者の不利益につながる競争排除的行動を厳しく監視すべき」という「市場行動主義」が主流となった。<sup>23</sup>

確かに戦略的貿易政策・戦略的産業政策を展開しているクリントン政権も、1998年「大統領経済諮問委員会年次報告」では、「合併によって高価格と産出低下をもたらすような独占が作り出されてはならない」とし、共

22, 23 西田幸徳「“合併容認”の嵐 米独禁当局の新基準とは」『エコノミスト』1997年8月5日号参照。

謀を防ぐ必要性などを指摘する一方、「規模の経済」が作用する産業では、「合併によって重複した固定費用を取り除くか、あるいはより長期の操業を可能とすることによってコストを削減できる。合併企業がこれらの節約を価格低下という形態で流通に回すならば、消費者も合併から利益を得る」と明言している。価格上昇など消費者が不利益を被らない限り、かなりの程度まで市場の独占・寡占が認められるということになる<sup>24</sup>。

## 2 日本におけるクロスボーダー M & A の政策的影響

日本の1997年度の対外直接投資は、非製造業投資中心に前年度比12.4%増であったが、98年度上半期には金融・保険部門（前年比53.9%増）中心に、対日直接投資が急増した。

大和証券がまとめた1997年度のM & A統計によると、外国企業による日本企業のM & Aは、前年度比58%増の93件、取引金額は同80%増の8757億円と、件数、金額とも過去最高を記録した。国別では米国が49件とトップで半数を占め、次いで香港7件、ドイツ6件などとなっている<sup>25</sup>。

こうしたなか、政府は98年4月末の対日投資会議で、外資系企業による日本企業のM & Aを政策支援する方針を打ち出した。日米包括経済協定では、98年10月、対日直接投資が少ないことから、両国は企業の合併・買収(M & A)促進、労働問題、土地問題の3分野を中心に具体策を検討してきた。

現在、日本の「持株会社」構想と「株式交換制度」が、M & A促進機能を高める方向で導入されようとしている。98年の商法改正案の中で株

24 『1998年米国経済白書』（『エコノミスト』1998年5月4日号、160-161ページ参照）。

25 『佐賀新聞』1998年4月24日付参照。



式交換制度の導入が柱になっているが、企業が戦略部門の買収や子会社の経営権移転を迅速にできるようにすることが主な狙いとされている。単純に株式交換するため、親会社は買収コストを圧縮できることになるために、アメリカ側は、早くから日本に導入を迫っていた。

1999年2月16日、法制審議会は、親会社が子会社の株式を100%保有する「完全親子会社」関係を円滑にするため、株式交換制度の創設を盛り込んだ商法等改正要綱を決定し答申した。完全子会社となる会社の株主の保有する株式を完全親会社となる会社に移転し、その代わりに子会社株主には親会社新株を割り当てるというアメリカ型 M & A の方式を採用することにより、持ち株会社を活用した企業グループのリストラや再編が促進されることを想定している。

しかし、日本の国際的な企業売買・M & A 市場の基盤はどのような状況にあるだろうか。現在、クロスボーダー M & A や国際戦略提携など企業間交渉の仲介業務は、アメリカの投資銀行 (investment banker) など外資系大手金融機関がリードしている。1998年のアメリカ国内 M & A 取引の上位5大 M & A アドバイザーは、ゴールドマンザックス、メリルリンチ、モルガンスタンレー・ディーンウィッター、ソロモン・スミスパーニー、クレディスイス・ファーストボストンであった。<sup>26</sup>

M & A には、資金調達はじめ多様な業務が付随する。多国籍企業の M & A に対しては、資金調達をも含む総合的な「ワンストップサービス」を提供しうる一握りの総合国際金融機関が優位に立つ。近年、日本企業の国際的な M & A 仲介業務にも外資系大手金融機関が進出している。日本電信電話 (NTT) のアドバイザーとなっているのは、米ゴールドマン・ザックス、ソニー上場子会社3社の株式交換による100%子会社化では、メリルリンチ証券とモルガン・スタンレー証券が仲介し、JTによる RJR ナ

26 The Wall Street Journal, Jan. 4, 1999, p. R 8 参照。

ビスコタバこ部門買収では、シティバンクが主幹事となった協調融資団によって50億ドルが調達されるという。

こうしたM & A仲介業務での競争も激化するであろう。

また、M & Aや戦略提携が急速に進む背景として、各国政府相互に独占禁止政策を調整する国際的な枠組み作りがなされている。日米両国政府は、1999年4月23日、国際合併審査を迅速に進めるために、独占禁止政策の二国間協定で合意し、同年5月上旬の日米首脳会談で確認された。同協定は、グローバル化に対応し、日米両国が国際的な談合行為規制、米国反トラスト法の外国企業適用＝「域外適用」の予防措置を講じる一方、日米間のクロスボーダーM & Aや国際戦略提携の審査の迅速化と相互調整の仕組みを定めたものである。<sup>27</sup>

例えば、米ボーイングとマクドネル・ダグラスの合併は、米国企業同士の合併とはいえ、欧州などへの影響が著しいので、米国と欧州連合(EU)間で結ばれた独禁協定によって両者が調整した上で認可されている。今後、日本も世界の主要国とともにほぼ同じ競争政策の国際的枠組みに組み込まれることになる。

このような日本におけるクロスボーダーM & Aの展開を促進する枠組みが政府間で国際的に形成されつつあるこんにち、欧米における多国籍企業のグローバル競争と国際経営戦略の影響が日本経済・産業のゆくえにどのような影響を及ぼすのか、今後とも注目していきたい。

27 「日本経済新聞」1999年4月23日付参照。