

対米買収投資と米国産業

藤原貞雄

はじめに

少なくとも、1985年以降の対米直接投資は、従来のタイプとは次第に異なってきた。買収の激増である。米国に工場を建てたり、米国企業とともに合弁企業を設立したりするのが対米投資だろうという、日本人におなじみのイメージと現実とは著しく異なる。それとともに対米直接投資が米国経済にもたらす影響も当然異なってくる。

小稿では、まづ最初に対米買収投資の統計に触れ、次いでそれが米国経済とりわけ産業に与える影響について少し原理的に論じてみたい。

1 買収投資の激増

商務省統計から外資（外国人直接投資家およびその在米子会社）の支出が、既存米国会社の買収に用いられたか、それとも新企業の設立に用いられたのかを見てみよう¹⁾。第1表によれば、1981年を除いて、両者の比率は、1980

1) 本統計は、対米直接投資統計を作成するためのBEA（商務省経済分析局）報告から外資による買収に該当する報告を抜き出したものから作られている。外資による買収の時系列統計としては使いやすいが、他の買収統計との比較、整合性を図ることは難しい。誤解を避けるために述べておけば、ここで言う買収には合併(Mergers)を含んでいることである。それは次のようなSCBの注からも明かである。

第1表 買収と新企業設立

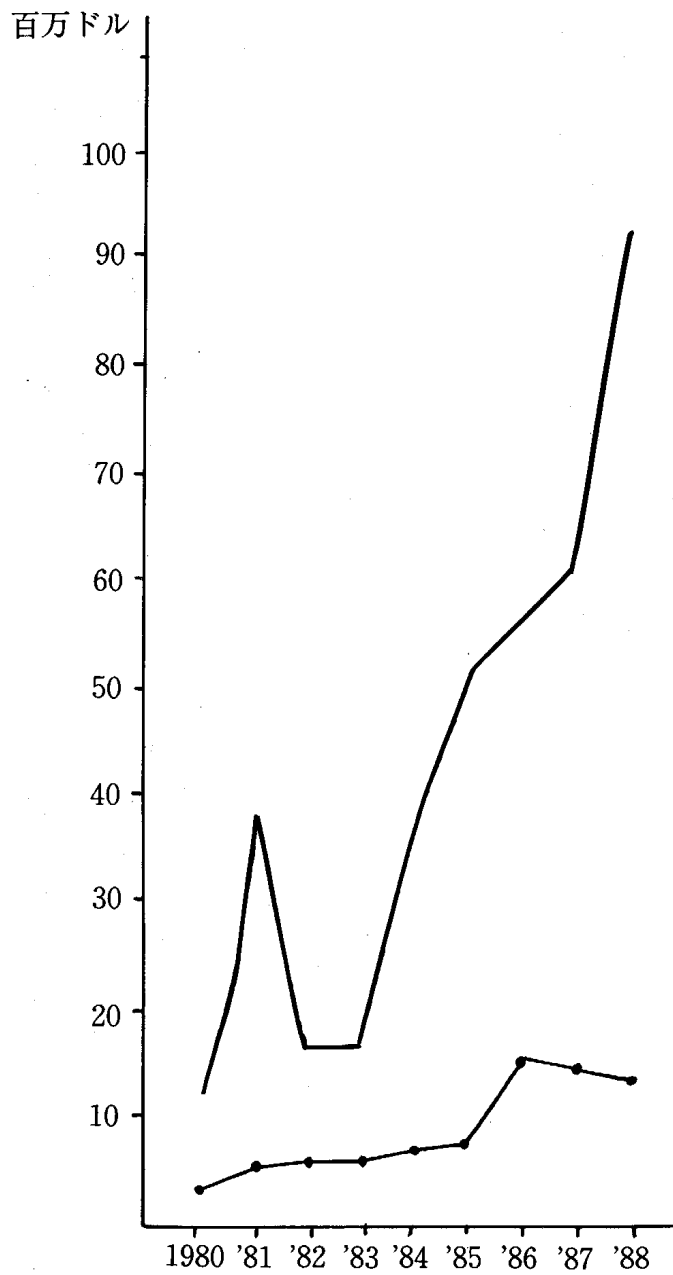
	買 収		新企業設立	
	億ドル	()は件数	億ドル	()は件数
1980年	89.7	(72)	32.0	(938)
1981年	181.5	(462)	50.7	(870)
1982年	65.6	(395)	42.5	(713)
1983年	48.5	(299)	32.4	(476)
1984年	118.4	(315)	33.6	(449)
1985年	200.8	(390)	30.2	(363)
1986年	314.5	(555)	77.3	(485)
1987年	339.3	(543)	63.8	(435)
1988年	600.0	(646)	50.2	(366)

(資料) S.C.B. 各号、1988年は暫定値。

年から83年まではそれほど大きなものではなかったが、84年からは買収が年々増大したのに対して、新企業設立が足踏みしたために次第に大きくなった。88年にはついに比率は12対1になってしまった。新設件数は、80年代後半に入り、買収件数の増加とは対照的にむしろ減少傾向を示しているかのようであり、85年からは買収件数を次第に大きく下回るようになった。

しかも一件当りの買収額は第1図に示すように、80年の1240万ドルから88年の9290万ドルへと急速に増加しているのに対して、新設額は340万ドルから1370万ドルに増加したにとどまり、両者の格差は88年には6.8倍にもなっている。そのほとんどが買収と思われる10億ドル以上の投資支出も第2表に

「これらのデータは、(1)外国人投資家が直接あるいは10%以上の議決権をもつ彼らの在米子会社を通じて獲得した既存の米国资利会社、(2)外国人投資家あるいは彼らの在米子会社が設立した新規の米国资利会社、を網羅する新規の対米直接投資についてのBEA報告から作成されている。既存の在米子会社における追加的な持ち分あるいは議決権の取得は含まない。ただし、データは総資産が100万ドルを越えるかあるいは200エーカー以上の土地をもつ会社の獲得あるいは設立に限られる。」
S.C.B., May 1989. p. 22.



第1図 1件当り買収・新設規模 (百万ドル)

示されるように、85年からは着実に増加し、88年には12件と前年の2倍となった。このように80年代後半の対米直接投資の特徴を会社新設投資の停滞と対照的な買収投資とりわけ大型買収投資の顕著な増加に求めることができよう。

第2表 規模別投資件数

	1982年	1983年	1984年	1985年	1986年	1987年	1988年
20億ドル以上	0	0	0	1	2	1	5
10～19億ドル	0	0	0	1	3	5	7
1～9.99億ドル	18	11	31	33	63	70	83
1,000～9,900万ドル	191	156	176	228	324	291	312
1,000万ドル未満	899	608	557	490	648	611	605
合計	1,108	775	764	753	1,040	978	1,012

(資料) S.C.B., May. 1989.

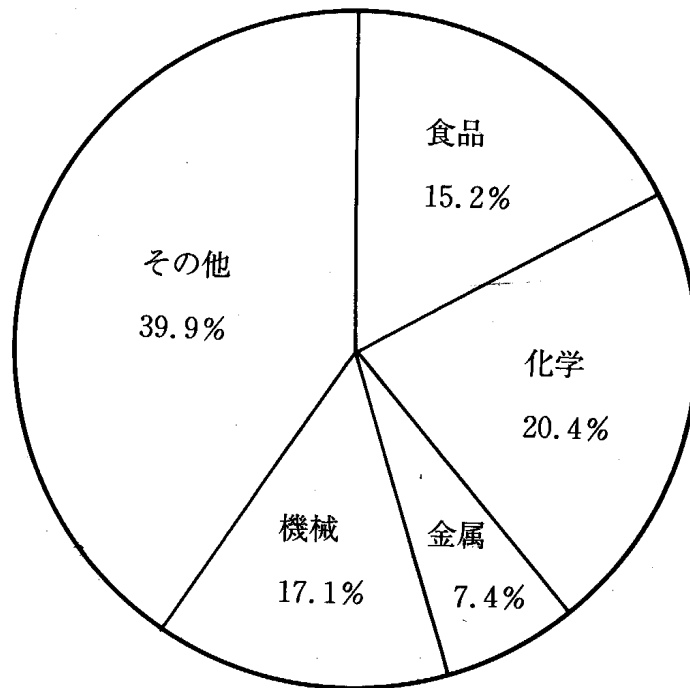
第3表 外資による買収額1985—1988年

(百万ドル)

	1985年	1986年	1987年	1988年	合計
全産業	20,083	31,450	33,933	60,003	145,469
鉱業	227	931	745	213	2,116
石油業	2,961	962	499	3,927	8,349
製造業	11,742	16,082	18,896	29,743	76,463
食品	3,548	997	4,160	2,916	11,621
化学	3,270	7,053	3,935	1,370	15,628
金属	1,005	658	923	3,100	5,686
機械	1,420	2,374	2,609	6,654	13,057
その他	2,499	5,000	7,270	15,702	30,471
卸売業	677	1,583	1,245	2,184	5,689
小売業	1,198	5,197	1,210	7,655	15,260
銀行業	222	(D)	774	1,764	(2,760)
金融業	178	672	1,333	446	2,629
保険業	891	(D)	138	5,791	(6,820)
不動産業	191	372	1,544	808	2,915
その他	1,795	3,798	7,548	7,472	20,613
サービス	1,103	3,570	6,771	4,371	15,815

(資料) S.C.B.各号、1988年は暫定値。

(D)秘匿のため公表されていない。



第2図 買収業務の分布（製造業）

85年以後の産業別投資額を見ると、第3表のようになる。年毎の産業別分布が一定しないのは、大きな買収が一件あるとそれだけで、分布が大きく変わるためである。そこで4年間を合計してみるとおよその傾向がみて取れそうである。4年間の総買収額は1455億ドルにのぼるが、そのうち半分強（52.6%）の765億ドルは製造業である。製造業内の分布は第2図に示すとおりである。86年を除けばその他製造業が一番大きな比率を占めるがその中身は秘匿データが多くはっきりしないし、年によって変動も著しい。化学の比率が高いのは86年に大型の買収があったせいである。器械では、電機電子機器の買収が目につく。この程度の資料では、米国産業の動向と関連させて製造業買収の傾向を語ることはいずれにしても危険である。

卸売・小売業が209億ドルで14.2%である。86年に銀行業と保険業で生じたはずの公表されていない買収額18億5300万ドルを加えて銀行・金融・保険業の合計が141億ドル、9.7%である。その他の産業は卸売・小売業とならぶ規模だが、サービス業がその4分の3を占めている。

では、外資に買収された企業の資産、売上高などはどのようなものだろうか。第4表に示されるように、1988年に買収した企業の総資産は1167億ドル、売上高811億ドル、純収益28.1億ドルである。またここで働く従業員は64万3100人、その所有する土地は395万エーカーに及んでいる。業種別の状況は表の通りであるが、何度もいうように傾向を示すものではない。そこで85年以後の状況を簡単に述べると次のようである。

(1) 総資産は、85年の295億ドルからほぼ4倍になった。4年間の買収資産総額は3211億ドルとなる。資産額の業種別分布は、買収額の業種別分布と

第4表 外資買収企業の資産・売上高 (1988年)

(億ドル、千人、千エーカー)

	総資産	売上高	純収益	従業員数	所有地
全産業	1,166.8	810.5	28.1	643.1	3,950.8
石油業	60.7	93.0	3.9	9.5	(D)
製造業	353.5	300.0	6.0	257.0	68.7
食品	23.4	40.4	1.2	25.0	16.8
化学	9.1	11.7	0.4	6.6	0.6
金属	92.6	64.1	1.2	41.8	8.2
機械	76.0	68.3	-3.0	62.6	2.9
その他	152.5	115.4	6.3	121.0	40.2
卸売業	31.7	52.4	0.8	20.1	12.1
小売業	92.6	147.0	2.8	171.6	4.0
銀行業	115.4	10.7	1.1	7.5	0.4
金融業	88.8	2.6	※	0.7	0
保険業	165.2	67.1	6.2	29.4	1.6
不動産業	8.3	2.3	0.3	1.4	(D)
サービス業	79.3	43.2	2.4	74.0	10.5
その他産業	171.2	92.5	4.6	71.9	3,797.4

(資料) S.C.B., May, 1989. ※ 50万ドル以下。

一致しない。なぜなら資産額・買収比率が業種によって異なるからである。4年間（データが秘匿された年を除いて）の平均値をとると、全企業では1単位の買収は2.21倍の資産の取得を可能にしたが、製造業では、1.2倍にしかならなかった。ところが、銀行業では8.4倍、金融業（銀行を除く）では32.8倍の資産を生んだ。したがって、金融や銀行業で買収が活発におこなわれた年には資産が急増する。87年が好例で、この年の買収額は339億ドルだったが資産額は1172億ドルにもなった。金融業での13億ドルの買収が688億ドルの資産をもたらしたからである。この年の金融業での資産額・買収比率が52.9倍だったように、この比率も年によって当然異なる。

(2) 売上高は、85年の306億ドルからほぼ2.7倍になっており、4年間の売上高総額は2060億ドルである。売上高・買収比率は、全企業で1.41倍となっている。石油業では2.91倍、製造業では1.2倍、卸売では2.2倍、小売業では1.8倍と買収額を上回る売上有るが、銀行業は0.8倍、不動産業は0.2倍、サービス業は0.8倍と買収額以下の売上しかない。したがって、比率が1以下の業種で買収が盛んであっても売上高はそれほど増加していない。もっともこの比率も年によって相当異なっている。

(3) 純収益は、85年には2億1000万ドルにすぎなかったから、88年には14倍弱になったことになる。4年間の純収益総額は49億6000万ドルで、純収益・買収比率は全企業で3.41%だった。この比率は買収の効率を最も端的に示すと考えてよいが、製造業が最も低く1.77%、金融業が最も高く18.8%である。銀行業6.8%、保険業9.4%、石油業8.0%も総じて高いが、小売業1.1%、不動産業2.2%、サービス業1.8%などは低い。この比率も年によって大きく異なるからどの程度傾向を物語るのかははっきりはいえないが、金融関連の投資の増大は純収益の増加にこれまでのところは貢献してきた。

(4) 4年間の買収企業の総従業員は170万人である。85年は26万4500人だったから88年は2.4倍になっている。全企業では、100万ドルの買収は11.7人の従業員を雇用した事になる。製造業では10.6人だが、小売業では23.5人と多い。逆に石油業3.2人、不動産業1.5人、銀行業4.5人と少ない。した

がって、86年や88年のように小売業の買収が活発だった年には、全従業員のほぼ4分の1以上を小売業で占めている。

(5) 買収企業の所有する土地面積は全部で803万エーカーで、その6割弱は鉱業、農林業、建設業を含む「その他産業」で、そして残りのほとんど(37%)が製造業で生じている。全体では100万ドルの買収が55エーカーの土地を得させたことになっているが、その他産業では228エーカーである。製造業では、「その他製造業」での土地所有が283万エーカーと製造業の土地所有の94%を占めているが、ここでは100万ドル当り93エーカーとなっており、それほど高いわけではない。不動産業では5エーカーと低いのは物件単価が高いことや建物などの不動産が多いためであろう。

商務省は、国別の買収数値を公表していない。これは買収活動がもつプロボカティブな性格を政治的に考慮した措置であろう。そこで4年間の買収と新会社設立との合計が、近似的に国別の買収の傾向を示すと仮定して述べると次のようになる(第5表参照)。会社新設額が同合計に占める割合は13.2%にすぎないからまったく意味のない数値ではない。

第5表 外資による買収と新会社設立

(百万ドル)

	1985年	1986年	1987年	1988年	合計	
カナダ	2,914	6,503	1,276	10,405	21,098	(12.6%)
ヨーロッパ	15,382	21,126	25,517	34,157	96,182	(57.4%)
フランス	754	2,491	2,044	3,753	9,042	(5.4%)
ドイツ	2,270	1,351	4,664	1,375	9,660	(5.8%)
オランダ	771	4,700	391	1,937	7,799	(4.7%)
イギリス	6,732	8,572	15,142	21,520	51,966	(31.0%)
アジア太平洋	3,138	9,450	10,928	19,278	42,794	(25.5%)
オーストラリア	1,630	3,194	2,691	4,211	11,726	(7.0%)
日本	1,152	5,416	7,006	14,166	27,740	(16.6%)
合計	23,106	39,177	40,310	65,019	167,612	(100.0%)

(資料) S.C.B., May, 1988.

4年間の合計は1676億ドルである。そのうちヨーロッパが962億ドルと6割弱を占め、アジア太平洋地域が428億ドルで4分の1を占める。それにカナダの13%を加えると全体の96%になる。イギリスは一貫して最大の投資国で、全体の31%、ヨーロッパの投資の54%を占めている。フランス、ドイツ、オランダの投資は目立つほど大きなものではない。3国合わせてもイギリスのちょうど半分である。日本は、イギリスの半分強の16.6%で、先のヨーロッパ3国よりやや大きな比率となる。隣国カナダは、日本に次ぐ規模の投資国である。こうしてみると英連邦諸国からの投資が半分強を占めることが分かる。

さて、国別の買収業種はどうであろうか。残念ながら国別の業種別投資支出（買収と会社新設との合計）統計はデータが秘匿されているケースが多く、言えることは少ない。前述のように、買収規模が大きくなったために業種別分布の変動が大きく、傾向を見て取ることが困難だが、85—88年に関しては次の点が指摘できよう。

(1) イギリスは、87年までは製造業投資が半分近くを占めていたが、88年には3分の1まで低下した。これは同年に巨額の保険業投資があったためである。製造業の内訳は、88年しかわからないが、製造業72億5700万ドルのうち47億3300万ドルはその他の製造業、14億9600万ドルは機械だった。不動産業投資はいずれの年も5億ドル以下で大きな比率を占めない。他方サービス業投資の比率は上昇しており、2割から3割を占めるようになっている。

(2) 日本の投資は85年から88年にかけて12倍以上増加しており、業種別分布の変動も大きい。87年までは製造業投資は10億ドル前後だったが、88年には一挙に97億6400万ドルとなった。機械に30億ドル、その他製造業に45億2900万ドルの投資があったからである。86年、87年の両年は不動産業投資がそれぞれ27億ドル、36億ドルと全体の半分以上を占めたが、88年には14億ドル、全体の1割以下に減少しており、不動産投資の多さをあげつらうことはこの年に関してはできない。

(3) カナダの投資の変動も激しい。88年に104億ドルに増加したのは小売

業で70億ドルもの投資があったからである。その大部分は、オハイオ州のデパートのチェインストアの買収によるものだった。

(4) オーストラリアについては、秘匿データが多すぎてわからない。87年には製造業が65%を占め、そのうち食品が7割弱を占めたということ程度である。それ以前については大洋州諸国の統計はあるが、オーストラリアだけの統計はない。

(5) ドイツは87年に過去最高の47億ドル弱を記録したが88年には14億ドルに減少した。87年には、全体の95%に当たる44億5000万ドルが製造業に投資されていたが、88年には7億5200万ドルだった。

米国のように市場が開放されていると、外資による買収といっても、形式上は米国法人による買収が中心を占めるようになる。これも買収だけの数値が発表されていないので、会社新設を含む数値にならざるをえないが、第6

第6表 外国人直接投資家とその在米子会社の投資(1985—1988年)
億ドル、()内は%

	外国人直接投資家	外資系在米子会社
全 産 業	410.0(24.5)	1,266.1(75.5)
石 油 業	18.1(20.0)	72.6(80.0)
製 造 業	208.6(26.0)	593.9(74.0)
食 品	18.1(15.5)	98.6(84.5)
化 学	15.4(9.5)	146.3(90.5)
金 属	25.8(41.6)	36.2(58.4)
機 械	35.4(25.8)	101.8(74.2)
そ の 他	113.9(35.1)	210.7(64.9)
卸 売 業	14.9(24.8)	45.2(75.2)
小 売 業	14.2(9.1)	142.4(90.9)
銀 行 業	7.0(12.6)	25.4(78.4)
金 融 業	21.8(48.2)	23.4(51.8)
保 険 業	12.7(14.9)	72.7(85.1)
不 動 産 業	42.0(28.7)	104.5(71.3)
サ ー ビ ス	50.4(28.1)	129.0(71.9)
その他産業	20.4(26.4)	57.0(73.6)

(資料) S.C.B.,各号。

第7表 外国人直接投資家とその在米子会社の
投資規模 (1985—1988年) (百万ドル, %)

	在米子会社による投資額の比率	1件当り投資規模 [㊦]	1件当り投資規模 [㊧]
1982年	63.4	5.5	13.8
1983年	68.8	5.5	14.3
1984年	72.4	9.6	27.7
1985年	81.7	13.2	38.0
1986年	78.0	18.1	47.4
1987年	70.8	24.5	50.0
1988年	74.8	39.4	72.1

(資料) S.C.B.,各号による。1988年は暫定値。

表が示すように最近4年間の合計をとれば、外資の在米子会社による投資が4分の3を占める。産業別にみれば、かなりのばらつきがある。一般的にいえば、在米子会社の歴史が長くなり、米国での信用力が増し、また資本蓄積が進むほど、在米子会社を主体とした買収活動が活発化するだろう。したがって、外資のシェアが大きい産業ほど在米子会社による買収が活発化するはずである。他方、買収規模が大きくなればなるほど、たとえば親会社と並ぶあるいはそれ以上の規模の買収は一般的には外国本社の直接関与する割合が高くなるはずである。これは一面では資本調達上の問題だが、他面では戦略上の問題である。したがって在米子会社のシェアとは関わりをもたないだろう。いずれにせよ、第6表から一定の傾向を読み取ることは困難である。

在米子会社による投資の比率は、第7表にみるように82年は63.4%、83年は68.8%だったが、以後は70%を超えており、とくに85年は81.7%という高い比率を示した。件数だけでみれば、82年から84年までは在米子会社による投資件数の方が少なかったが、以後は件数でも子会社の方が多くなった。また1件当りの投資規模も88年には、在米子会社7210万ドルに対して外国人直接投資家3940万ドルとなっており、前者の投資規模の方が大きい。規模の拡大率(85—88年)では、後者の3倍に対して前者は1.9倍にとどまってお

り、この間の超大型買収の増加には、外国の親会社の直接関与が大きな意味をもっていると推察される。

2 買収激増の背景

以上で外資による買収の現状について輪郭は少しは明らかになった。そこで買収が米国経済にもたらす影響について述べる前に、こうした買収激増の背景について簡単に明らかにしておく必要があるが、さらにその前に次の二点を確認しておきたい。

第1に述べておく必要があるのは、こうした外資による買収は広範な買収活動の一部を占めるに過ぎないことである。第8表に示されるように、米国の買収活動（合併・吸収）取引価額は84年に対前年比2.4倍の1260億ドルになり、その後も高水準の取引が続いている。仮にこの取引額に先の外資買収

第8表 外資による買収の占める比率推移

(億ドル, %)

	(1)買収総額	(2)外資買収の比率
1980年	328.8	27.3
1981年	700.6	25.9
1982年	607.0	10.8
1983年	526.9	9.2
1984年	1,260.7	9.4
1985年	1,454.6	13.8
1986年	2,048.9	15.3
1987年	1,772.0	19.1
1988年	2,266.4	26.5

(1) Mergers & Acquisitions, May/June 1989.
の合併、吸収の取引価格

(2) (1)にたいする第1表の買収額の比率

額を重ね合わせてみると、80年代初頭は、外資による買収がむしろ4分の1以上を占めていたが、買収運動が次第に活発になるやその比率はいったん低下し、80年代後半には、買収運動それ事態が国際的広がりを強めながら一段と活発になっていることが読みとれる。

第2に国際買収（外資による国内企業の買収及び国内企業による外国企業の買収あるいはその一方）の増加は米国に限った減少ではないことである。国際的な比較可能な統合的な統計は手に入らないが、ヨーロッパでも、カナダでも国際買収は目立って増加している。OECDの最近の報告²⁾によれば次のようである。

- (1)米国では86年には、国際買収（非米国企業による米国企業の買収及び米国企業による非米国企業の買収）は買収総額の13%を占めた³⁾。
- (2)日本では国際買収（買収後総資産2億ドル以上の外国企業による日本企業の買収）は例外的に少なく、85年には50件中4件だった。
- (3)カナダでは86年の買収件数の内70%が外資によるものだった。
- (4)スイスでは73—85年の全買収件数のうち33%に外資が含まれていた。
- (5)フランスでは86年9月から87年12月までの768件の合併のうち108件がEEC企業、151件が非EEC企業との合併だった。
- (6)西ドイツでは86年に届出された合併のうち84%が国境内のもので（57%は外国が関わっていない）、16%が外国でのものだった⁴⁾。
- (7)オランダでは86年に全体のほぼ8%に当たる31件が外国企業との合併だった。
- (8)イギリスでは84—86年の間の全合併の3分の1が外国企業によるものと外国企業を対象としたものだった⁵⁾。

2) OECD, *International Mergers and Competition Policy*, 1988.

3) 第7表の数値とは一致しない。

4) 西ドイツについては、貴志幸之佑、西欧におけるM & Aの動向—西ドイツを中心に—（上、下）、『東京銀行月報』1989年8月号、9月号、参照。

上の事実は、外資による米国企業の買収を一面では米国における巨大な買収運動の一構成部分として、他面では世界的な国際買収運動の一構成部分として、その背景を探る必要があることを伝えている。しかし、本稿ではそのような本格的な分析の用意がないので、次の点を指摘するにとどめる。

国際買収も国内買収も、企業が次のような動機から行う点では変わらない。つまり、合理化、拡張、補完、多角化、市場地位の強化、研究開発、特化、さらに保護市場への参入をこれらの動機に加えてもよい。特に80年代の買収合併活動の盛り上がりは、技術革新から説明できるとされる。つまり製品及び製造方法の技術革新によって大量の投資が必要となることや既存市場の陳腐化が頻繁に引き起こされるために市場の多角化、危険の分散を図ることが必要になり、それが買収合併という投資行動に結びつくからである⁶⁾。

第4次とも5次ともいわれる80年代の米国の買収・合併の背景については様々に言及されているが、最大公約数的にいえば、次のようになる。第1は、企業のリストラクチャリング（後述）の最重要な手段として企業買収が盛んになったことである。これにはOECDが挙げた技術革新・産業構造再編への対応といったことや第3次ブームによるコングロマリット化が多数生み出した低収益部門の再編が不可欠となったことなどが含まれる。第2は、金融革命に根をもつ資金調達手段の多様化・容易化である。周知のジャンク・ボンド(junk bond)発行による資金調達やレバレッジド・バイ・アウト(leveraged buy out)が大規模買収を夢のように可能にした⁷⁾。第3は、レーガン

5) 別のデータ(Business Monitor MQ7)によれば、外資による英国企業買収が英国企業買収総額に占める比率は、84年9.4%、85年3.2%、86年3.6%だった。Terence E. Cooke in association with Arthur Young international, *International Mergers & Acquisitions*, chapt. 12, Basil blackwell, 1988. また、村松司叙、英国のM & A, 『商工金融』1989年1月号、大角玉樹、企業買収・合併の動向—アメリカ、イギリス、日本—, 『愛知学院大学経営研究所所報 地域分析』第26巻第2号(1989年3月)参照。

6) OECD, op cit., pp 13-14.

7) 坂本恒夫、企業買収資金の現状と課題(1, 2)『創価経営論集』第13巻第2号(1988年12月)、3号(1989年3月)、参照。

政権の独占禁止法の緩和政策によって買収が以前よりはるかに容易になったことである。これには放送事業、電気通信事業、商業銀行、民間航空事業などの諸規制緩和が新規参入、競争激化をもたらしたことを含めねばならない。

もちろんこれらは、対米国際買収が激増した背景の説明としては不十分である。これら米国の国内要因に次のような国際的なあるいは国際的に相対的な要因が加わっている。ただし、すでに述べたように、外国企業による買収といっても、外資系企業の在米子会社が買収の主体になる場合、とりわけ彼らが米国内で蓄積したドル資金、あるいは米国内で調達したドル資金で買収に乗り出す場合は、国内企業による買収と同じで、ほとんどが上の背景で説明し尽くされるだろう。

第1は、S・ハイマーがかつて指摘した米国に対する欧日の均衡回復運動である⁸⁾。つまり、いち早く多国籍企業化した米国企業にくらべて遅れて出発した欧日企業の多国籍化運動が、米国企業買収という最短距離を選択させているのである。言葉をかえれば、米国企業より外国企業の方が、多国籍化のポテンシャルが高いことが、対米国際買収を説明する基本理由であろう。第2は、米国と外国との間に企業商品市場の相違があるからである。それは一言でいえば、市場の完成度の相違、企業が商品として売買できる容易さのちがいである。レーガノミクスによる規制緩和が企業商品化を一層促進したことは上述の通りである。またここには、同じくレーガノミクスによって企業の負担する実効税率が国際的に低下したことも含められる⁹⁾。米国で最も企業商品市場が発展したからこそ売買が最短距離となるのである。第3は、1985年プラザ合意後のドル相場の低下である。ドルの実質名目実効為替レートは、85年を100とすれば、86年82.0、87年72.2、88年68.0と低下を続けた。

8) S. Hymer/宮崎義一訳『多国籍企業論』岩波書店、1979年、特にⅡ—1参照。
また、拙稿、日米関係と対米直接投資（佐藤定幸編『日米経済摩擦の構図』有斐閣、1987年、所収）、参照。

9) 西村陽造、対米直接投資増大の背景と効果、『東京銀行月報』1980年10月号。

それは外国投資家の買収資金の自国通貨建て価値の急増とドル建て買収コストの急減をもたらし、対米企業買収を増加させたと考えられる。第4は、レーガノミクスが一定功を奏して、米国の実質GNP成長率が80年代半から安定したことである。1982年は-2.5%、83年は3.6%だったが、84年には6.8%、85年から88年まで平均3.4%となった。それが米国市場の将来に期待を与え、米国企業買収に踏み切る原因になっていることは否定できない。国際的にみれば、米国は必ずしも高い成長率を示している市場ではない。英国の実質成長率は85—88年のどの年をとっても米国より高かったし、日本も86年を除けばそうであった。米国が高かったのは、西独やフランスに対してだけだった。にもかかわらず、英国や日本の企業が大規模な買収を展開したのは安定した成長率を示す米国市場に魅力を感じたからであろう。

この他の背景として、米国の保護主義の高まりを挙げることもできるだろう。貿易障壁回避手段として米国へ進出するのが企業の普通の投資決定パターンとなっていることからすれば、買収の背景に米国の保護主義があることも否定できない。いずれにせよ、上に掲げた幾つものが重なり合って完全な背景を形成しているのであり、あらゆる買収において一つ一つの背景の占める割合とその位置は異なっているのが普通であろう。

3 買収のもたらすもの

米国で新しく企業を設立するのはおそろしく骨の折れることである。第9表が示すように、1988年に外資が設立した企業の総資産は101億ドル、売上高43億ドル、雇用者数3万3871人となっていた。そして純収益は赤字1.3億ドルである。つまり買収が1件当たり435万ドルの純収益を生んだのに対して、企業設立は同じく36万ドルの赤字を生んだ。外資が赤字よりも黒字を、つまり企業設立より企業買収を選んだのは当然だった。

だが、外資にとって当然であっても、米国経済のマクロ視点からは必ずし

第9表 外資による新設企業の資産・売上高 (1985—1988年)

(億ドル、千人、千エーカー)

	総資産	売上高	純収益	従業員数	所有地
1988年	100.8	43.0	-1.3	33.9	354.1
1987年	139.0	30.1	-0.6	19.9	213.7
1986年	141.0	36.7	1.4	19.0	147.0
1985年	65.9	15.7	-0.6	11.0	143.2
合計	446.7	125.5	-1.1	83.8	858.0

も当然とはいえない。企業設立と買収とが米国に与える影響は大きく異なるからである。以下では外資による買収が米国経済に与える影響を考えてみる。当然、それは買収それ自体をどのように評価するかという基本問題に関わっているが、ここでは国際買収ということに限定して論じるようにしよう。

(1) リストラクチャリング効果と買収規制

国際買収であれ国内買収であれ、次のような点では基本的には変わりはない。買収には様々の経済機能を指摘できようが、最も重要な機能は、企業（あるいはその事業部）を徹底して商品化し、売買の対象とすることにより、迅速に企業の再編成を行えることであろう。いわゆるリストラクチャリングである。松井らは次のようにいう。企業の再編成¹⁰⁾には、買収 (M&A&D というべきだが、ここでは簡略に買収という) は欠かせない手段で、第4次

10) 厳密には、資産再展開計画 asset redevelopment すなわち企業が不採算部門や不要な事業部門・子会社を処分し、その売却代金等を使って、企業の中核 (コア) 部門を補強するような企業買収をするという一種の事業再編計画とリストラクチャリング restructuring すなわち企業の事業部門別=製品種類別構成・資本構成を M & A & D や自社株の買戻しや債券の償還、債権と株式とのスワップ等をつうじて編成替えし、そのことによって企業のグランド・ストラテジーを追求し、収益率や財務構成の改善を図ろうというものは区別される。しかし、ここでは企業の再編成を一般リストラクチャリングとよんでおく。松井和夫・奥村皓一『米国の企業買収・合併 M & A & D』東洋経済新報社、1987年、4頁。

ブームでは多角化よりも企業の再活性化のために買収は展開されている。企業レベルでの買収による再編が多数の業種で同時並行的に進むと、結果として産業構造全体の再編が実現されることになり、主要な先進国でこのようなリストラクチャリングがやはり同時進行すれば、極端に言えば、世界経済全体の再編も進むことになる¹¹⁾。

明らかに、買収は、参入・撤退障壁を低める分だけ再編成を容易にする。外資は米国企業を買収することで、より容易に米国市場に参入し、米国企業は、不要なあるいは不採算部門からより容易に撤退できる。いろいろなシナリオが描ける。売却される米国企業が国際的な競争力を失いつつある企業だとすれば、そして米国企業が売却で得た資金をより競争力のある事業に投資したり、新たな研究開発に注いだとすれば、さらに、外資が買収した企業をより革新的な手法で経営し、国際競争力を回復したとすれば、米国経済はこの国際買収（売却）から利益を得るだろう。米国経済は全体として以前よりは高い国際競争力を得るからである。

もしなんらかの理由で、例えば無謀な過去の買収が生んだ負債の返済のために、まだ国際競争力のある企業や将来の成長が期待できる企業を外資に売却した場合、米国経済は利益を失うのだろうか、それとも利益を得るのだろうか。少なくとも売却資金が積極的な投資に向かわない分だけ、前のシナリオより利益は小さいが、米国経済が利益を失うか得るのかは一義的に言えない。外資が売り主の米国企業より劣った経営を行い、その結果生み出される利潤が売却しなかった場合より小さかったときには米国経済は利益を失うだろう。しかし売却できなかつたために倒産した場合よりはるかに利益は大きいだろう。逆により優れた経営を行い、より大きな利潤を生み出した場合でも利益とはいいい切れぬことも十分にありうる。例えば、その利潤が本国にすべて送金されたような場合や買収で得た企業の知的財産が本国に移転された場合は利益とはいえないかも知れない。

11) 同上書，5頁。

つまり、国際買収には国内買収とは異なる機能が作用するために、国際買収が米国経済のリストラクチャリングを促進し、米国の国際競争力を高めるには多くの条件が必要になるのである。列挙してみると次のようなものが考えられる。

(1) 買収した外国企業が売却した米国企業より優れた経営を行うことである。

外資がただ買収しただけで、経営は従来と何も変わらないのでは、所有権が外資に移っただけで何の効果も生まない¹²⁾。買収によって、従来とは異質の株主・経営者・従業員の関係が形成され、異質の経営が持ち込まれることによって優れた経営が可能になる。なにをもって「優れた経営」とするかが最大の問題であろうが、ここでは、アメリカン・マネージメントの特質とされる短期収益重視型の経営が革新されることをもって「優れた経営」としておきたい。88年にブリジストンがファイヤーストーンを26億ドルで買収した際、ブリジストンがそれまで米国工場で首切りを避けてきた実績から、米ゴム・タイヤ労働組合ストーン代表が「ブリジストンによる買収を歓迎する」と述べた¹³⁾のが一例である。

米国の経営の特質とされるいわゆる短期収益重視型の経営は、株主＝所有者がそれを求めるからにはほかならない。しばしば、米国の経営が避難されるが、問題は株主との関係にあるとあってよい。株主が長期収益重視に変われば、経営者が米国人であっても当然経営のスタンスも変わりうる。

米国経済の衰退の根が、短期収益を追う株主とそれに追随する経営スタンスにあるだけに、買収によって、会社を商品化せず長期収益を重視する株主に変化する意義は大きい。当面、買収が新しい仕事も新しい生産力も生み出さないとしても、外資買収企業の成功の長期の効果は大きいし、そのデモンストレーション効果に期待することもできよう。

(2) 売却金が有効に国内に投資されることである。

85年から4年間に米国の経営者と株主が得た売却金1455億ドルはどの様に使われたのであろうか？次の買収資金と化したのか、生産的投資に回されたのか、負債の清算に消えたのか、それとも蕩尽されたのか。これこそが問題だが、その全容はわからない。米国企業の買収活動の破綻が外資による買収を招いた例も少なくない。借入金で買収を展開してきたサウスランド社が、債務返済のために石油子会社を6億2500万ドルでベネズエラの石油会社に、ハワイのセブン

12) 売却される企業の業績が悪いわけではないこともあり、また、経営スタッフを含め従業員との摩擦を避けたいとする買収企業側の経営方針もあり、所有権が移転しただけにとどめる例も少なくない。林 伸二、合併・買収と異文化統合—日本企業の現状と解決策を求めて—、『青山経営論集』第23巻第3号、1988年11月、参照。

13) 日経、1988年4月14日。

イレブンの58店舗をセブンイレブン・ジャパンに売却せざるを得なくなった¹⁴⁾のがその一例である。

ここでも「有効に」の内容が問題になるが、米国経済のアキレス腱が国内製造業の空洞化にあることを考えれば、売却金が研究開発や設備投資など生産的な投資に向けられてはじめて「有効に」使われたということになる。

(3) 買収資金が海外から流入することである。

米国内の貯蓄不足が、海外貯蓄依存をもたらしていることは周知の通りであるが、買収資金が海外から流入することは、国内資金不足をいくらかは解消するだろう。しかし、米国市場での調達コストが一番低ければ、資金は米国で調達されるということ、買収は必ずしも現金で行われるとは限らないということ、TOB, LBO の場合、米国の銀行その他諸々の買収のプロからの融資、支持を不可欠とすること、これに、買収の四分之三は在米子会社によって行われたことを考え合わせると、買収額だけの資金流入があったとは考えにくい。

他方、買収活動は米国経済に新しい仕事も新しい生産力も与えないとして、買収にたいする反対意見も強い。とくに、今回のブームがLBOによるかつてない巨額の買収資金調達を前提に展開していることが深刻な危機感を引き起こしている。たとえば、H.カウフマンは、合併・買収・LBOが余りにも魅力的な見返りを関係者に与えるために関係者は揃って正当化するが、行きすぎたブームは厄介な事態を引き起こすとして、いくつもの危険を指摘している。その一つに国際競争力の弱体化をあげて次のように述べている。「なぜなら、企業の資金的リストラクチャリングに伴うレバレッジとその元利支払が長期にわたって大きく増える結果、多くの米国企業にとって重要な投資プロジェクトに乗り出すことが難しくなるからである。しかし、他の主要な国の企業は貸借対照表を改善しており、したがって生産的投資の資金を調達し、競争力を維持する能力も強化している。」¹⁵⁾いい替えれば、LBOによる合併・買収が企業の財務体質を弱体化させ、設備投資や新分野進出の機会を奪

14) 日経, 1989年12月7日。

15) ヘンリー・カウフマン, LBOはアメリカ経済を破壊する, 『エコノミスト』1989年2月21日号, 70頁。

い、国際競争力を低迷させると批判するのである。

先に挙げたリストラ効果を買収の光の部分とすれば、財務体質脆弱化効果は影の部分ということができよう。こうした影の部分に伴う限り、国際買収も規制の対照に含まれざるを得ない。しかし、それは、あくまでも買収一般が規制対照となる限りの事であり、国際的であるが故に規制されるわけではない。

カウフマンに限らず、買収の盛行に対する反対は強く、レーガノミクスが独占禁止の緩和に向かったのに反比例して、州レベルではむしろ買収規制が進行してきた。実際に米国企業を買収する場合にクリアしなければならない大きな関門は州法だとされる。とくに、敵対的 TOB にたいしては、かなりの州政府は、Antitakeover Statute を制定して、厳格な対処をしている¹⁶⁾。最近では、買収規制はさらに「反企業支配法」的になる傾向を示しており、ペンシルベニア州では、今年4月末に、利益返還の義務付けによって買収の意欲を低下させ、企業支配を事実上制限するために、買収を仕掛けた者が取得株を18カ月以内に売却して得た利益を企業に返還させる法案が成立した。マサチューセッツ州では、州内企業の役員任期を3段階に分け、買収や委任状合戦しても経営陣の大幅な変更ができないようにする法案が4月中旬に成立した。これら州法にたいして証券取引委員会や機関投資家が「株主の権利を侵す」として反対していることが伝えられるが¹⁷⁾、国際買収も明らかに曲がり角に立たされることになるだろう¹⁸⁾。

(2) 保護主義と国際買収

国際買収は保護主義を刺激する。また逆に保護主義の勢いは必然的に国際

16) 石角完爾編著『国際企業買収ハンドブック』東洋経済新報社、1987年。第7章、参照。

17) 日経、1990年5月1日。

18) 佐藤定幸、巨大合併の波はいつまで続く、『エコノミスト』1989年4月25日号、参照。

買収に向かう。この両者の相互促進関係が90年代の日米摩擦の核心を占めるだろう。国際買収にたいする保護主義（外資であるが故に、差別的に買収が規制されること）は、相互主義原則の実現という意図あるいはなんらかの他の「国益」の保護という意図から発している場合とに分けることができる。

周知のように米国は会社の商品化が最も進んだ国だから、相手国での米国の企業買収が制度上許容されない場合、米国での買収を規制するという相互主義を実行すれば、外資による買収は困難になる。とりわけ、日本のように、外資による企業買収が実質的に困難な環境がある意味では風土として出来上がっている場合、厳格な相互主義の要求は、日本の買収を排除することを意味している。米上院銀行委員会は、5月24日、米金融機関に市場を開放しない国の銀行・証券会社に対して米国での業務拡大を制限する「金融サービス公正取引法案」を可決したが、同法案は日本を標的としたもの、邦銀の買収阻止を狙いとしているとされている¹⁹⁾。一つの典型例であろう。

こうした特定業種における相互主義の要求は、当該業種での国際買収が激しいことを物語っており、一面では、米国での買収規制につながり、他面では相手国での国際買収の条件を切り開くことにつながっている。長期的には、両国での国際買収の条件を均衡化していくだろう。

買収のリストラクチャリング機能は、いかえれば時間の節約機能である。先端技術の開発にかかる時間は、そうした技術を蓄積している企業を買収することで節約できる。技術の購入が難しければ、会社ごと購入するのである。まさにコンピュータや半導体などの米国ハイテク産業の歴史は、大企業からスピアウトした技術者・経営者がベンチャー企業を設立し、またそうした技術以外には取柄とてないベンチャー企業を大企業が買収するというサイクリカルなものだった。そうした買収が国際的に展開しても不思議はなく、国際買収は技術の国際移転の有力なチャンネルをつくる。

こうして米国が国際的較優位をもついわゆるハイテク企業は、国際買収の

19) 日経、1990年5月26日。

格好のターゲットになる。ハイテク企業が外資に買収された場合、膨大な時間と費用をかけて開発した技術が外資側に移転するのを阻止することは困難である。したがって、技術流出を防止しようとするれば、買収それ自体を規制する以外にはない。今日の軍事技術がハイテクの塊だということやハイテク分野が先進国間の国際競争の檣舞台となっていることを考えれば、外資によるハイテク企業の買収を政府が法的に規制することはやむを得ないことであろう。

1988年8月成立した〈1988年包括通商・競争力法第5021条〉いわゆるエクソン・フロリオ条項は、こうした国際買収をも国家安全保障の観点から規制しようとするものである。同条項を簡単に紹介すれば次のような内容である。外国人または外国人とともに行われる合併、買収、経営支配権取得の案件が米国の国家安全保障に与える影響を判断するための調査権限（案件通知以後30日以内に調査開始、45日以内に調査完了）を大統領に与え、大統領が国家安全保障を害する可能性があるとして認定した場合には、大統領は当該案件を停止または禁止するために適切な措置を取ることができる（調査完了後15日以内に決定を発表）。大統領は、これらの権限を対米外国投資委員会（the Committee on Foreign Investment in the United States, CFIUS, 1975年設置、財務長官を議長、米国通商代表部、経済諮問委員会、商務省、国防省、国務省の各議長、長官を委員に含む）に委任した（同年12月）ので、現実には同委員会が条項実施をめぐる舞台となる。

同条項では、国家安全保障の範囲が明示されず、その認定はCFIUSの判断に一任されているために、拡大解釈が可能である。この点について米国弁護士ウォール氏は「同条が積極的に実施されると、外国企業のほとんどあらゆる買収取引を、伝統的な意味では国家安全保障上の意義をもたない産業でさえ、阻止できることになろう」と述べている。この条項の意義は、CFIUSが買収停止の決定を出すことによって、国際買収を阻止するところにあるのではなくて、買収取引コストを高める事で、外資側の意欲を阻喪させるところにあるといえよう。と言うのは、ウォール氏も勧めるように、ハ

イテック分野での買収を考えている場合には、財務その他の経営上また法律上の問題点だけでなく、政治的背景への認識を深め、取引の国家安全保障面の全ての問題に対処することが必要で、そのためには、「財務省、商務省、または国防省の役人と非公式に打ち合せをするようにすべき」²⁰⁾だからである。

では、こうしたハイテック企業囲い込みをも可能とした立法は、米国経済にどのような影響を与えるのであろうか。第1に、ハイテック企業を買収し、リストラクチャリングを進めようとしている米国企業は、外資より有利な立場に立つことになるし、また国際買収の不安から解放されるハイテック企業もあるだろう。ハイテック企業の囲い込みは成功する可能性は高いだろう。しかし、他方では投資の自由化、外資の内国民待遇を求める米国の一貫した政策との矛盾は深刻になるだろう。第2に、外資は、国家安全保障を損なうとされそうなハイテック分野の国際買収をあきらめ、米国の疑惑を生まないような分野に買収投資を集中せざるをえない。その結果、外資系企業の力は、ハイテック分野市場より遙かに広大な市場でかえっていっそう力を増すかもしれない。第3に、軍事関連ハイテック企業を買収は不可能であろうし、民生ハイテック部門ですら、国家安全保障との境界は灰色である。とすれば、外資は、民生ハイテック部門では買収より会社新設を選択し、技術移転の自由の確保を図るようになるだろう。その結果、政府の意志は、ハイテック部門でより弱くしか働かなくなるかもしれない。

20) Christopher R. Wall/松下満雄監修, 外国資本による米企業買収に対する国家安全保障上の審査—1989年包括通商・競争力法第5021条—, 一立法の拝啓事情とその実施—, 『国際商事法務』 Vol. 17 No. 5 (1989), 484頁。なお同条項施行規則案については、吉川 満, 米国における外国人の企業取得の規制—エクソン・フロリオ条項施行規則案の概要—, 『商事法務』 No. 1194 1989. 9. 25, 参照。

おわりに

米国はこれまで外資にとって最も魅力もあれば、開放された市場でもあった。88年末の対米投資残高が世界の総投資受入れ残高のほぼ3割、3288億ドルにも達したのは、こうした市場の性格によるものだった。すでに米国経済は、かなりの程度外資系企業を包み込んだ構造になっている。外資系企業（銀行を除く）の従業員316万人は全米のその3.6%に当たるし、製造業だけでは7.3%を占める。同じく製造業の総資産2184億ドル、売上高2207億ドルは、全米のそれぞれの13.2%、11.5%に当たる²¹⁾。これに88年の買収企業が加われば、さらにその比率は1%程度上昇する。また外資系企業の87年の設備投資は全米（農業を除く）の8.1%を占める。日本での外資系企業がほぼ1%という限界的存在（ただし、石油等例外はある）であるのに対し、米国ではほぼ1割、限界的というには遙かに大きな位置を占めるといってよからう。

だが、プラザ合意の85年から88年末の4年間に對米直接投資総額の47%、1535億ドルが集中していることは、米国市場の開放性や魅力からだけでは説明できない。それは、米国経済の弱体化の現れでもあった。88年末には對米直接投資残高が、米国の對外直接投資残高を上回ったという点も記憶しておいてよい。簿価表示の残高統計では、對外投資残高が著しく過小評価されることを別にすれば、ネットでみて米国は直接投資でも純受入国となった。

こうした歴史的な変化の中で、貿易に向けられていた保護主義の矛先は、今では外資による買収に向けられている。いかに米国企業の多国籍化が進んでいようと、国民は依然としてナショナルな存在に過ぎない。彼らの感情のなかで、あり余る資金を手にも米国の企業や土地を買い上げる外資（とりわけつい最近までは貧しかったはずの日本、アジアなどの企業）への怒りと賞賛

21) 数値はいずれも、S.C.B., July, 1989. に発表された商務省87年ベンチ・マーク・サーヴェイによる。

は、売り手の米国経営者の身勝手さや不甲斐なさへの怒りや悲しみと同居している。こうした米国民のアンビバレントな感情こそ、現代の米国経済を象徴しているといえよう。(1990年5月5日)

参考文献

- * 高木健紀, 米国のM & A について, 『商工金融』1987年5月号
- * 佐藤定幸, 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—, 『経済研究』Vol. 40. No. 2. Apr. 1989.
- * James Rider/中田浩一郎監訳, 1992年 EC 会社法—合併および買収を中心に—, 『国際商事法務』Vol. 17 No. 1 (1989)
- * Charles F. Rule/滝川他訳, 米司法省「国際事業活動に関する反トラスト施行ガイドライン」正式版について, 『国際商事法務』Vol. 17 No. 2 (1989)
- * Joseph, P. Griffin, Michael R. Calabrese/野木村忠邦他訳, 国際ジョイント・ベンチャーに関する米国版トラスト法上の考察 (上, 下), 『国際商事法務』Vol. 17 No. 4, No. 5 (1989)
- * 高橋洋一, 日米のリストラクチャリングについての比較, 『公正取引』No. 451, 88.5
- * 関岡誠一・榎原裕芳, 諸外国に於ける合併規制の最近動向について, 『公正取引』No. 464. '89.6
- * 企業結合に関する最近の OECD レポートの紹介, 『公正取引』No. 464. '89.6
- * 荒井信幸, 近時米国製造業の動向, 『調査』132号 (日本開発銀行), 1989年6月。
- * 曾根憲二・篠塚正明, レーガノミクスの米国経済に与えた影響とその評価—80年代の米国経済の構造変化と90年代に向けた展望—, 『興銀調査』243 (日本興業銀行), 1989年3月。
- * 土井秀生『企業の買収と合併—企業成長のための投資戦略—』ダイヤモンド社, 1985年。
- * 桜井雅夫『投資摩擦—欧米での現状と回避策—』東洋経済新報社, 1988年。
- * ロバート・スレーター/三菱商事企業情報部M&Aチーム訳『M&Aの仕掛人—巨大企業買収の驚くべき内幕—』ダイヤモンド社, 1988年 (Robert Slater The titans of Takeover, Prentice-Hall, Inc., 1986)。
- * モイラ・ジョンストン/東 力訳『テイクオーバー』竹井出版, 1989年 (Moira Johnston, Takeover, William Morris Agency Inc., 1986)。
- * トーマス・H・ホプキンス/小野崎恒夫訳『企業買収・売却戦略』同友館, 1987年 (Thomas Hollis Hopkins, Mergers, Aquisitions, and Divestitures A Guide to Their Impact for Investors and Directores, 1983)。
- * 大和証券経済研究所『経営戦略としての企業買収』商事法務研究会, 1986年。

- * Martin and Susan Tolchin, *Buying into America ; How Foreign Money is Changing the Face of Our Nation* TIMES BOOK, 1988.
- * 松村司叙『企業合併・買収—戦略, 評価, アフター・マネージャー—』, 東洋経済新報社, 1989年。