

## ＜論 説＞

# 国際経営財務と多国籍企業

小 林 康 宏

### 目 次

1. 多国籍企業と経営財務の国際化
2. 多国籍企業の海外直接投資
  - (1) 多国籍企業の発展の財務的アプローチ
  - (2) 海外直接投資の財務的性格
  - (3) 1980年代の海外直接投資
3. 海外直接投資と企業合併・買収
  - (1) 80年代の国際的な企業の合併・買収
  - (2) アメリカ企業のM&Aの構成
  - (3) アメリカ企業の事業分割, MBO, LBO
4. 結 び

## 1. 多国籍企業と経営財務の国際化

現代の資本主義経済の特徴は、先進工業国の巨大企業が1960年以降から急速に海外進出をとげて多国籍企業と呼ばれるまでに成長し、それが今日の国際経済の中核に位置しその動向を左右するほどの影響力を持つまでに発展していることである。多国籍企業とは、海外直接投資によって諸外国に複数の法人子会社を設立したり、また現地企業を合併、買収したり、あるいは共同出資による合併事業を行うなどグローバルな経営活動を展開する国際企業である。従ってそれは現代の経済社会を代表する会社形態である。

その財務活動には国内企業のそれと比べて著しい特徴と優位性がみられる。例えば海外に設立した金融子会社を通じて国際金融・資本市場から複数の通貨建ての組み合わせによって低コストの資本調達を行う。また各国の税制、税率の

違いに合わせて利益管理や資本の最適配分を実施する。さらにタックス・ヘイブロン（税金回避国）を利用して課税を回避したり、トランスファー・プライシング（振替価格設定制度）を使って利益操作を行うなど、資本の調達と運用において国内企業にはみられない特性を持っている。このような多国籍企業は、1958年のEEC成立とヨーロッパ経済の復興を契機に、その市場支配を目的に西ヨーロッパへ進出したアメリカ巨大企業群をその嚆矢としている。

さて多国籍企業の成長が各国の経済・金融政策に大きな影響を及ぼしているが、ここではとくに金融・財務面について強調しておかねばならない。多国籍企業という巨大な産業資本の国際的展開は、必然的に巨大銀行資本の国際化＝銀行の海外進出を促進させたことである。多国籍企業の海外での資本需要の増加は、国際金融・資本市場の発展を誘発するが、そのことが銀行の海外進出を活発化させると共に今日の金融の自由化、国際化を促進させたといえるであろう。アメリカの巨大商業銀行は企業の多国籍化が顕著となった1960年代に、支店、子銀行及びコンソーシアムといった形態で海外進出し、銀行業務をはじめとして国内では規制されている証券業務以外にM&A仲介、その他の多くの金融情報のサービスを行うなど、その金融業務を多角化して多国籍銀行と呼ばれている国際的な総合金融機関（ユニバーサル・バンク）へと成長したことはよく知られている。

多国籍企業の財務活動すなわち国際経営財務を解明する場合に、この金融の国際化と多国籍銀行の役割を理解することは、とくに重要である。その理由は、このような企業と銀行の多国籍化現象が海外直接投資の相互浸透の中で先進諸国間で共通の動きとなっているだけでなく、多国籍企業の財務活動が、1980年代に国内市場において直接金融の比重が強まる中で「企業の銀行離れ」がしばしば指摘される状況下において、国際金融・資本市場では多国籍銀行と提携しさまざまな金融的、財務的ノウハウを受けながら、それと有機的に結びついて実施されているからである。

例えば、金融の自由化、国際化が進展する中でユーロ市場において新金融商品を開発し、通貨や金利のスワップ取引（債務交換方法）、為替リスク・ヘッジの

財務技法を考案したり、また M&A や LBO の仲介やそのための資金供与、さらにその他さまざまな国際的な金融情報サービスを提供する多国籍銀行と強く結びついて、はじめて企業の国際財務戦略が実施可能となる。そしてこの両者の関係は、80 年代の金融の自由化、国際化、証券化の潮流の中で金融機関相互の国際競争の激化によってさらに深まっているといえよう。そのことは、独占的株式会社の国際的な資本の循環運動が、その資本の集積・集中メカニズムの中に国際的な規模での銀行資本の動きを取り込みはじめ、国際金融・資本市場という新たな信用制度を必要としているものと理解できる。また産業と金融の双方における熾烈な国際競争が、国際金融・資本市場を媒介にしてより一層強い結びつきをお互いが必要としているからである。

1980 年代に先進諸国の多国籍企業は、ユーロ市場を中核とした国際金融・資本市場において、多国籍銀行が開発した新金融商品や革新的財務方法を利用しながら華々しく国際財務活動を展開し、また近年、日本企業も海外で外貨建てのワラント債 (WB)、転換社債 (CB) を発行して資本調達に国際化さらに企業財務の国際化を促進している。ここでとくに強調しておくべきことは、各国の国内市場で進行している財務と金融の国際化の内容をみると、それは既に 1960 年代から多国籍企業・銀行がユーロ市場において実施していたものであるということである。多国籍企業は従来から規制のないユーロ市場において金利自由な複数の通貨による資本調達と運用・投資を行っていた。近年、多国籍企業が直接投資の相互浸透の下で各国の国民経済の中へ進出し定着していったのに伴って、そのユーロ市場のオフショアな領域とそこで実施されている精緻で戦略的な金融上、財務上の技術や制度が各国内市場へと伝播した。そのことによって各国において経営財務 (企業財務) の国際化への要請が強まったと考えてよいであろう。従って銀行と結びついて展開されている多国籍企業の最先端の財務戦略やその方法は、今日の「経営財務の国際化」のまさに中心に位置していると理解することができる。

国際経営財務を研究する場合に、多国籍企業の財務行動の解明からはじめる理由もそこにある。その場合に重要なことは、国際金融・資本市場の構造と多

国籍企業の財務活動との関係を見捨てることはできないということである。なぜならば資本と支配の集中機構としての株式会社を重層化した多国籍企業は、国際市場において資本の循環・回転運動を繰り返しているが、それは貿易信用（外国為替市場）、さらにユーロ市場をその中心にもつ国際的な銀行信用・資本信用（国際金融・資本市場）を楨杵として促進されているからである。すなわち金融上の規制のないユーロ市場の拡大と本国の規制を受けないユーロ銀行（多国籍銀行の海外子銀行）、そしてそこで活発に展開している多国籍企業の財務戦略というこれら三者のスクランブルな関係を明らかにすることが国際経営財務研究の基本である。

なおこの問題と関連して付言しておくべきことは、既に知られているように1992年末を期限にEC域内市場統合の具体的措置がEC委員会作成の「域内市場統合白書（1985年欧州理事会承認）」によって提示されて以来、日本とアメリカの企業・銀行のEC進出が活発になったことである。そしてそのことによって日本、アメリカ及びヨーロッパの巨大企業がEC域内においてM&Aとジョイント・ベンチャーを活発に行っている。また巨大銀行間の金融競争が一段と激しくなり、金融機関の合併・買収及び提携も増加した。自由で効率的な市場の形成（EC市場統合）と多国籍企業・銀行のヨーロッパ市場への進出が、ユーロ市場の拡大を促進させて金融のグローバル化を一層展開させている。こうした動きの中で資本調達と運用・投資において、シンジケートド・ローンやNIFs（Note Issuance Facilities）、RUF（Revolving Underwriting Facilities）といった銀行クレジットの利用、さらにフローティング・レートによる変動利付債（FRN）や各種のユーロ通貨建て債券、スワップ技法（Swap）などの革新的財務方法（Financial Innovation）が次々に開発された。これらの財務的イノベーションは、それがユーロ市場で利用されてそこで成功することによってはじめて企業の国際的な財務戦略に組み入れられていくことを認識しておかねばならないであろう。

## 2. 多国籍企業の海外直接投資

### (1) 多国籍企業の発展の財務的アプローチ

経営活動の国際化あるいは企業の海外進出は2つの方向で展開される。1つは商品の輸出すなわち貿易という形態、その2つは資本の輸出＝海外直接投資(Foreign Direct Investment)である。商品の輸出は、企業の販売活動の海外延長であり販売過程の国際化であって、換言すれば商品資本の循環運動の国際化を意味するものである。

多国籍企業は、その国際的な経営活動において従来の商品輸出に加えて、さらに資本輸出＝海外直接投資に比重を置いているところに特質があることは既に知られている。海外直接投資によって世界各国に現地法人として海外子会社、とくに製造子会社を設立して生産の国際化を急速にたかめたこの企業形態は、剰余価値創出の生産過程の国際的な拡張であって、商品輸出にみられた流通過程の国際化よりもさらに進んだ形態である。従って多国籍企業は、貨幣資本、生産資本、商品資本の各循環運動の国際的な展開として理解することができる。

海外直接投資とは、たんなる資本支出ではなく、企業経営上の支配を含んでいることに注意されねばならない。アメリカ商務省の定義によれば、海外直接投資とは、経営上の支配を目的に投資された資本のことであって、それは少なくとも相手企業の所有主持分の10%以上か、又はそれと同等の権益を取得することによって、その経営権支配を目的とするための投資と考えられている。従って産業利潤の取得を目的とする海外直接投資は、実物資産投資であり受入国経済の中で現実資本の運動に組み込まれて価値増殖の機能をはたすという意味をもっている。それは、内外金利差によりたえず国際金融市場(広義)で短期資本移動を繰り返して利子生み資本の運動を展開する証券投資(間接投資)とは性格が異なることはいうまでもない。

ここでは多国籍企業の財務的特質を示す上から、その資本集中管理の性格を述べておこう。



すでに知られているように多国籍企業は、海外直接投資によって世界各国に法人格をもつ海外子会社（製造、販売、金融の各子会社）や関係会社を設立する。また他国の企業を買収したり、あるいは共同出資によって合弁事業形態（joint venture）をとったりする。その活動原理は、市場競争によって促進され信用制度の利用を通じてその規模を拡大する株式会社の資本と支配の集積・集中を基礎にして、それに生産と資本の国際化を通じて資本蓄積の機構を幾重にも重層化させたことである。もちろんそれは利益の極大化を志向するものではあるが、多国籍企業は各子会社ごとの個別的な利益極大化の方法をとらないところが独特である。すなわち企業全体（企業集団）の利益が極大化するような子会社管理を実施する。例えば、ある子会社の利益を犠牲にして全体の利益、又は本社利益が極大化するように資本移動の管理と財務戦略を組む。典型的にはトランスファー・プライシング（transfer pricing）によって、ある子会社（高税率国）の利益を他国（低税率国）の子会社へ振替価格を通じて移転する。そのことによって企業全体の税負担額を軽減し、本社利益の増大に貢献するように子会社管理を行うことは周知のことである。<sup>(1)</sup>もちろん近年では多国籍企業のこうした動きに対して、アメリカや日本では移転価格税制を課すことにより合算課税方式（ユニタリー・タックス）がとられ、多国籍企業の脱税行為を規制する動きのあることも事実である。しかし依然としてこのトランスファー・プライシングは、多国籍企業の利益と資本の管理において重要な役割を果たしている。

また多国籍企業においては、経営活動が国際的に拡大しているために、その権限も国際的に分権化されるが、他方においては資本や利益、そして最高人事に関する権限は本社に集権化されるようになる。経営活動の国際化の進展につれて、その子会社に対する所有と支配の側面は分散されたりするのではなく、強大な単一の国籍の資本の管理下に集中するようになる。すなわち既述のように本社への集権化が強まるほど、他方において国際化のための分権化が可能になると考えられるであろう。アメリカ多国籍企業においては、子会社に対して常に100%の完全所有志向が強いことが、このことを示しているといえるであろう。

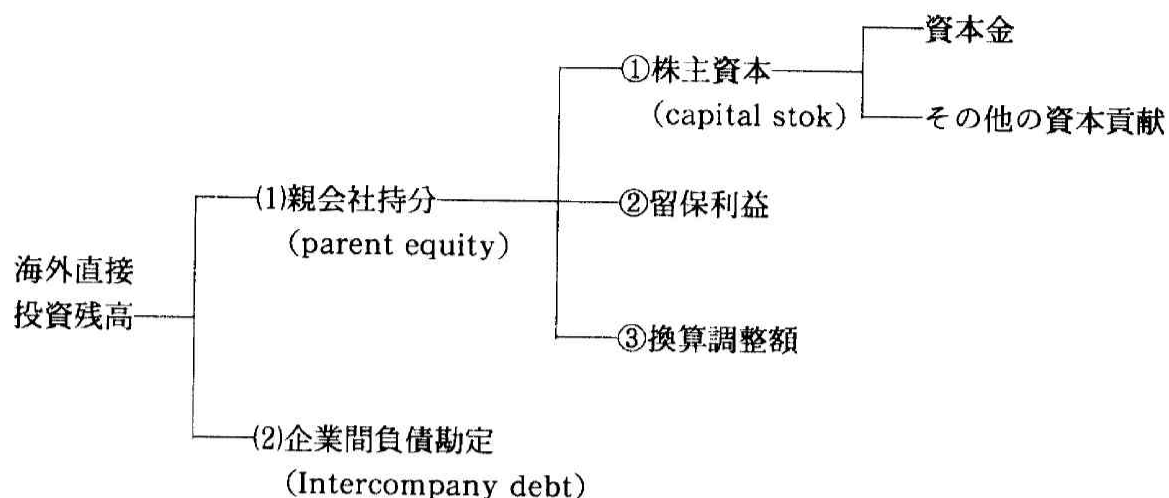
また多国籍企業は、その資本の循環運動に異種貨貨の流れが含まれてくるために、それを統合・統制するために本社の統一的意思の下に集中管理が行われることはいうまでもない。特に 1973 年以降の変動相場制移行後から、通貨価値の継続的変動の下では、この傾向はさらに強くなったことは強調されねばならない。またそのことによって外国為替市場が、多国籍企業の財務活動及び国際経営財務の基本領域になったことを理解しておかねばならないであろう。

## (2) 海外直接投資の財務的性格

海外直接投資の動向が、企業の国際化及び多国籍化の進展を示す指標である。ここでは企業の海外直接投資の財務的性格を理解するために、アメリカ商務省の定義に依拠してその基本的概念及びその資本構造を明らかにしておく<sup>(2)</sup>う。

海外直接投資とは、単一人（組織を含む）が、外国企業に永続的な権利を持ちその経営に影響力を行使するための資本投資である。具体的にはアメリカ商務省及び OECD の定義によれば、それは、一人の人間（組織を含む）が、外国関連会社（foreign affiliates）の議決権株式の 10%以上を所有するか、またはそれと同等の権利（equivalent interest）を持つことにより、外国関連会社に対して所有と支配を行使することである。ここでいう一人の人間とは、親会社のことであるが、それは外国関連会社に対して単一で所有することであって、その国すべての人の共同の所有という意味ではない。すなわち単一人とは、例えば個人、支店、会社、政府、州、公的な代理機関、金融機関及びアソシエイテッド・グループ（associated group）を意味している。このアソシエイテッド・グループとは合併企業、シンジケート、国内の企業集団のメンバー達（親会社と子会社の共同による場合を含む）のことである。なお親会社に所有される外国関連会社を定義すれば、①法人外国関連会社（incorporated foreign affiliates）と②未法人外国関連会社（unincorporated foreign affiliates）に分けることができる。すなわち外国関連会社とは、①については親会社に議決権株式の 10%以上を所有され、また②については①と同等の権利を親会社に直接、間接に所有され、支配され

図1 アメリカ海外直接投資残高の資金構造 (1989年)



ている外国企業といえるであろう。<sup>(3)</sup>

次に海外直接投資残高の資本構造を明らかにしておこう。

アメリカ商務省の1989年の規定では、海外直接投資残高 (Direct Investment Position Abroad) は、外国関連会社に対する(1)親会社持分 (parent equity) と(2)企業間純負債勘定 (net Intercompany account debt) から構成されている。<sup>(4)</sup> 後者(2)は親会社による外国関連会社への貸付金のうちで未返済の負債 (net outstanding loans) を意味している。図1が投資残高の資金構造を示している。すなわちこの海外直接投資残高とは、親会社が彼等の外国関連会社に対しておこなう持分 (自己資本) と負債の形態による資本提供であり、その外国関連会社の総資産への資金的貢献と理解することができる。その性格は、既述の如く投資額の大きさがその外国関連会社に対する経営支配力の割合を表わすということである。

直接投資残高の内訳を図1によって説明しておこう。

まず(1)親会社持分 (parent equity) は、①株主資本 (capital stock)、②留保利益そして③換算調整額 (translation adjustment) を含んでいる。

①株主資本は、外国関連会社の資本金の中の親会社所有分と、その外国関連会社に対する「その他の資本貢献 (other capital contribution)」に分けられる。後者は親会社による追加払込み資本における親会社持分であって、株式払込剰



余金や贈与など資本金には含まれない部分である。

②留保利益とは、外国関連会社の留保利益の中の親会社持分のことであり、その外国関連会社の未配分利益のうちの親会社取得分のことである。すなわち親会社に配当金として送金されなかった留保利益が含まれる。受入国政府による為替管理の強化によって、親会社に配当送金されない場合、あるいは親会社が為替レートの変更や経営上の理由によって配当金を外国関連会社に留保する場合がある。また親会社は、取得すべき配当金を外国関連会社に内部留保して親会社持分を強化し、そのことによって外国関連会社の自己金融を増大させるという財務政策をとったりする。

③換算調整額は、外国関連会社の外貨建て資産・負債をアメリカ・ドルへ換算する時の為替レートから発生するキャピタル・ゲイン/ロスの累積額の親会社取得分である。

次に海外直接投資残高の(2)企業間負債勘定<sup>(5)</sup>について説明しよう。

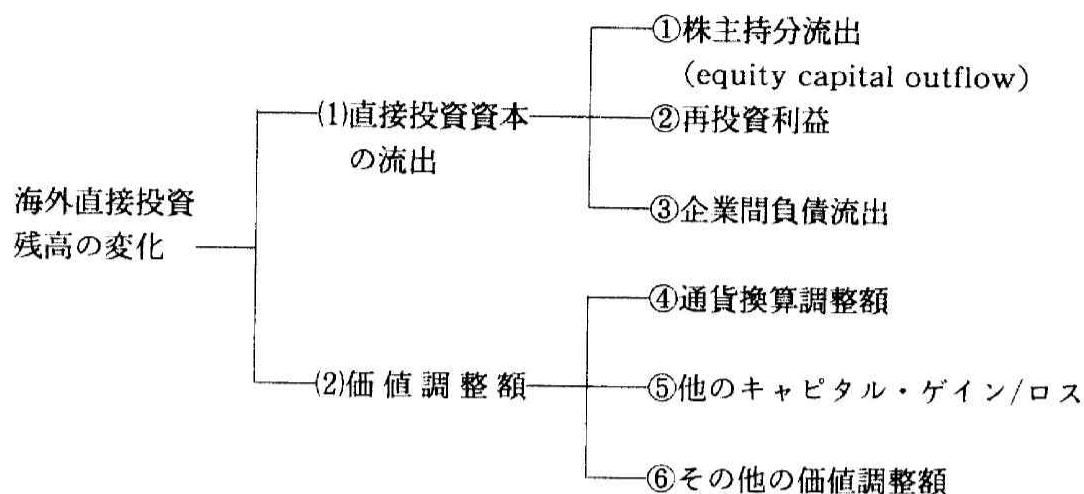
この企業間純負債勘定とは、親会社が外国関連会社に対しておこなった貸付金のうちで未返済の部分である。企業間（親会社と外国関連会社間）において債権・債務関係が発生するが、純負債勘定とは親会社が負っている債務を超過した債権を意味している。すなわちそれは、まず外国関連会社に対する支払手形（trade notes payable）を差引いた親会社の売掛金の純増加分と、外国関連会社が親会社に対して負っている他の流動負債及び長期負債の合計である<sup>(6)</sup>。

以上の如く海外直接投資残高はこれらの資金項目から構成されているが、それは前年度末の投資残高に今年度中の投資額の変化（フロー）を加えて算定される。その場合に当該年度の投資額の変化（フロー）は図2に示したように、親会社からの(1)直接投資資本の流出額と(2)価値調整額（valuation adjustment）との変化で示される。ここでは各支出項目の内容を説明しておこう。

(1)直接投資資本の流出は、①株主持分流出（equity capital outflow）、②再投資利益（reinvested earnings）、③企業間負債流出（intercompany debt outflow）の増加である<sup>(7)</sup>。

①株主持分流出は、外国関連会社（法人及び未法人企業を含む）における親会社

図2 アメリカ海外直接投資残高の変化項目(1989年)



持分の純増加（利益の再投資分は含まない）であり、それは、外国関連会社を新規設立した場合や既存の外国企業の議決権を10%以上取得した場合、また既存の外国企業の持分を追加所有した時、あるいは資本貢献（提供）した場合に生ずる。このような親会社持分の増加は、本国からの資本流出として記録されるから直接投資残高の増加となる。それとは逆に、外国関連会社の清算やその資産売却による親会社への清算配当、その所有権の売却さらにその資本貢献の親会社への返還は、すべて親会社持分の減少すなわち親会社への資本流入となるから、海外直接投資残高の減少として記録される。

②再投資利益は、外国関連会社の税引後の純利益のうちの親会社取得分の再投資であり、その再投資利益額は親会社の持分権に依存する。その親会社取得分が再投資されようと親会社へ送金されようと親会社利益となるので海外直接投資の利益として記録されるが、再投資された場合には親会社投資の増加となる。このように留保利益は再投資利益と親会社への配分利益とに分けられるが、配分利益は親会社への配当金形態で送金される。その場合に後者の中には株式配当 (stock dividend) と清算配当 (liquidating dividend) は含まれないことに注意しなければならない。株式配当は、留保利益の資本金組入れであるから分配可能な留保利益の減少となるが、所有主持分全体に変化はないために投資残高は変更ない。しかし清算配当は利益送金ではなく資本の返還であるから直接投資の持分資本勘定の親会社流入となるために直接投資残高の減少となる。

表1 アメリカ海外直接投資：取得原価による残高と国際収支フロー  
(単位 100 万ドル)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
直接投資残高	207,752	207,203	211,480	230,250	259,800	314,307	335,893	370,091	421,494
資本流出《流入(-)》	967	6,695	11,587	13,162	18,679	31,045	17,879	33,388	33,437
株主持分	9,708	4,903	1,347	-2,210	551	4,635	-6,112	-4,472	6,179
再投資利益	4,695	13,462	17,214	14,102	10,021	19,714	13,327	22,370	22,250
企業間負債	-13,436	-11,669	-6,973	1,269	8,106	6,696	10,665	15,491	5,008
利 益	24,717	26,822	29,984	28,295	30,900	40,588	50,437	53,997	54,444
ロイヤリティーとライ センス・フィーの 純受取額	3,507	3,597	3,921	4,096	5,412	6,889	8,333	9,120	11,846
他のサービス・ チャージの純受取額	1,816	2,532	2,483	2,490	3,024	2,446	3,091	4,455	4,333

(出所) Survey of Current Business, August 1991, 85 ページ第 10 表より抜粋。

③企業間負債流出は、外国関連会社に対する親会社の企業間受取勘定の純増加分であり、それは今年度末の企業間勘定純残高 (net outstanding inter-company account balance) から前年度末のそれを差引いて算出される。年度末の純残高は、外国関連会社に対する親会社の支払勘定を超えた親会社の売上債権を意味している。従って外国関連会社からの親会社の受取勘定の増加又は親会社の支払勘定の減少は、親会社の企業間負債勘定の増加、すなわちアメリカ資本の流出を生ずる。例えば、配分利益 (配当金)、利子、ロイヤリティー、ライセンス・フィーが外国関連会社から親会社に対して発生した時、それらの金額が親会社に送金されなかった場合には親会社の受取勘定の増加となるから企業間負債勘定の流出 (増加) として記録される。<sup>(8)</sup>

直接投資残高の変化のいまひとつの項目(2)価値調整額は、外国関連会社の外貨建て資産・負債をアメリカ・ドルへ換算する時の為替レートの変化に対応して調整 (FASB, No. 52 のガイドラインによる) したり、親会社の帳簿上の取引価格と外国関連会社の簿価との差や外国関連会社の売却や清算の時の外国関連会社の簿価と実際の価格との差の調整を意味している。<sup>(9)</sup>

そこで次にアメリカ海外直接投資残高の状況を見ておこう。表1は1980年代の状況を示しているが、取得原価で評価した1990年の投資残高は前年比

14% (514 億ドル) 増加して約 4215 億ドルに達した。残高の増加分 514 億ドルは、資本流出 334 億ドルと価値調整額 180 億ドルによるものである。資本流出は、80 年代後半 (87 年, 89 年, 90 年) には 300 億ドルを越えて急増しているが、それはアメリカ多国籍企業のグローバルな活動によって、株主持分の取得や再投資利益が多いためである。とくに 1992 年末の EC 市場統合に対応したアメリカ多国籍企業のヨーロッパ進出やラテン・アメリカ、東ヨーロッパ諸国の復興、さらに環太平洋地域の経済成長が支えとなっていると考えられる。なお 1988 年と 1989 年の株主持分の急減は、いくつかのアメリカ多国籍企業が、負債を縮小するためにその世界的な活動をリストラクチャリングし、石油、食品製造、金属製造の関連会社を売却したことから株主持分の流入が生じたことからである。<sup>(10)</sup>

なお企業間負債流出は、1990 年にはわずかに 50 億ドル (89 年=155 億ドル) であった。この急減は、金融業 (銀行を除く) の関連会社と深く関係している。とくにイギリスの投資銀行が、1989 年にヨーロッパの関連会社の活動に資金供給するためにアメリカ親会社から借りていた巨額な貸付金を返済したことからである。さらには外国関連会社が高収益のために親会社の貸付金への要求を低下させたためである。<sup>(11)</sup>

多国籍企業の国際的活動は、以上の如く海外直接投資によって各国に生産、販売、金融の関連会社 (子会社を含む) を設立して展開されるが、その場合に外国関連会社は、親会社から持分出資と負債勘定の両面において巨額な資金提供を受けるために最初から巨大企業として設立される。すなわち親会社からの直接投資は、外国関連会社にとっては親会社からの自己資本と他人資本の調達を意味しているが、その調達資本は、持分所有や利益の分配、債権・債務の処理、返済などを企業間 (親子関係) で実施するので、第三者からの調達資本と比べて財務政策上高い融通性を持つことになる。従って外国関連会社は、現地企業と比べてはじめからこのような資金的優位性を持ってスタートするが、しかしそれは、資金的優位性を持っているだけ親会社からの経営支配力が強く働くものと考えられる。すなわち親会社は、海外子会社に対しては一方では大

株主（自己資本提供者）として、また他方では大口の債権者（他人資本提供者）として子会社、関連会社を管理する。また海外子会社は、株式発行をあまりしないが、発行しても親会社が多くを所有する。つまり親会社は、直接投資によって子会社の内部蓄積を増大し自己金融を形成し、さらに資産規模を拡大した海外子会社を少ない持分資本で所有することを基本としている。

しかしながら多国籍企業の国際活動は矛盾なく展開されてきたわけではない。とくにアメリカ多国籍企業は、1970年代の石油危機や世界的インフレ、国際通貨危機など、資本主義経済が動揺する中で、進出、停滞、撤退をくり返ししながら拡大を続け、現代の世界経済の中核に根をおろすまでに成長した。そこで次に80年代の直接投資と多国籍企業についてみておこう。

### (3) 1980年代の海外直接投資

戦後から70年代末までの先進工業国の海外直接投資の成長は、ロボックとシモンズ（Robock & Simmonds）によれば、<sup>(12)</sup>3段階に分けることができる。

まず第1期は大戦直後から1950年代末までであり、アメリカとイギリスが海外の石油やその他の資源採掘に投資を集中し、それら資源への支配網を確立したことに特色があった。また第2期は1958年から71年までの時期である。これは先進国の海外直接投資が、資源採掘投資から製造業、商業向け投資へ変化し、そして投資先が開発途上国からEC市場を中心としたヨーロッパ地域へと向けられた時期である。とくに58年のEEC成立及びヨーロッパ経済の復興が契機となってアメリカ企業のヨーロッパ進出が急増し、多国籍企業化が大量化しはじめた時期であった。そして第3期は、1971年以後には非アメリカ企業の多国籍化、また石油業、鉱業からの投資撤退とアメリカへの外国企業による外国直接投資の増加、すなわちアメリカへの企業進出が顕著になった。とくに西ヨーロッパと日本の企業のアメリカ進出が活発化し、国際化、多国籍化が先進諸国共通の現象となった。

こうした共通の現象の中でもアメリカ多国籍企業が投資規模、成長性において最も優れていたが、その成長を支えてきた要因は、たんに経営上の技術やノ



ウハウ、資本力などの優位性、卓越性だけではない。それは基本的には戦後のドル体制であり、アメリカ体制そのものであったIMF体制とGATT体制に支えられていた。これらの国際的機関は、アメリカが強大な軍事、政治、経済力を背景に世界経済をポンドからドルに切りかえながらアメリカの世界支配体制を確立するための骨組みをなしていた。これらの機関がアメリカ企業にとって有利に作用したことに間違いなかったが、しかしながらそれは、常にアメリカ国際収支の赤字という高価な代償を伴っていた。朝鮮戦争やベトナム戦争による巨額な軍事支出に加えて、アメリカ多国籍企業の海外直接投資が、アメリカからのドル流出に拍車をかけ過剰ドル体制を生んで世界的インフレや国際信用不安を一層深めたことは事実であった。

先進諸国はこうした中で73年までに固定相場制から変動相場制へ移行したが、その後もドル減価、ドル過剰はいっこうに回復しなかった。そして多国籍企業・銀行を媒介にして減価したドルが世界中に拡散され、インフレの国際的増幅をもたらしたことは周知のことである。<sup>(13)</sup> アメリカ多国籍企業の海外進出は、こうしたドル体制の激しい動揺の中で促進されたことは見落しえない事柄である。とくに80年以降の企業の多国籍化は投資の進出と撤退がたえず繰り返されながら投資収益率の高い産業、地域への選別投資がおこなわれている。そこでまずはじめに80年代の海外直接投資の特徴は、先進工業諸国間で直接投資の相互浸透が進んだことから、ここではとくにOECD諸国間の資本投資の動向を明らかにしておこう。この資本の相互浸透は、近年のEC市場統合の下で、EC域内、アメリカ、そして日本の三極構造の中で展開されており、この新しい変化を企業の多国籍化の第4期とみてよいであろう。<sup>(14)</sup>

海外直接投資（フロー）は1983年以来、世界の貿易量（商品取引量）が年平均9%で増加したのに比べて34%の拡大を示した。<sup>(15)</sup> とくにOECD諸国は、投資国でありまた受入国にもなったこと、そして投資産業分野が製造業からサービス業（金融を含む）へと変化したこと、さらに投資形態において国際的な規模で企業合併・買収（Mergers and Acquisition）と戦略的提携が進んだことである。これら3つの内容を整理しておこう。

表2 アメリカ直接投資・国際投資残高、1982年—89年（取得原価）

（単位 100 万ドル）

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
アメリカ海外直接投資	207,752	207,203	211,480	230,250	259,800	314,307	333,501	373,436
アメリカへの外国直接投資	124,677	137,061	164,583	184,615	220,414	271,788	328,851	400,817
直接投資純額	83,075	70,142	46,897	45,635	39,386	42,519	4,650	-27,381
アメリカ海外資産	824,755	873,457	895,912	947,723	1,073,399	1,175,932	1,265,620	1,412,515
アメリカにおける外国資産	688,052	784,453	898,074	1,066,937	1,347,085	1,553,998	1,796,704	2,076,262
国際投資純額	136,703	89,004	-2,162	-117,214	-273,686	-378,066	-531,084	-663,747

（出所） STEVENLANDEFELD & ANN M. LAWSON, Valuation of the U. S. Net International Investment Position, *Survey of Current Business*, May 1991, 40 ページ図 1 と 43 ページ図 3 より抜粋し作成。

80年代の直接投資の増加にはいくつかの理由があるが、例えば OECD 諸国の経済の回復や 70 年代末までの貿易面での各国による数量規制、貿易上の協定、そして資本投資面では自由化、為替管理の緩和が進んだことが直接投資を促進させたことである。しかし主要な要因は、1992 年の EC 単一市場の形成が多国籍企業に与えた影響であって、多国籍企業による EC 市場進出のために、新技術、新製品、新市場開発を遂行する国際的戦略を指向したことからである。また金融・資本市場の拡大と金融技術のイノベーションが、企業資本の調達と投資を一段と活発にしていることを指摘することができる。

そこでまず海外直接投資の地域パターンをみると多くの工業国が投資国でもあり同時に受入国になったことである。アメリカは今日でも投資残高では世界最大の投資国であるが、80 年代では日本とイギリスの直接投資が拡大したことから、アメリカ、日本、イギリスの海外直接投資が世界全体の 60% を占めるまでになっている。そして 1989 年には日本は、世界最大の投資国になり、OECD 海外直接投資全体の 25% を占めた。とくにヨーロッパ諸国は、92 年 EC 市場統合に対応して日本及びアメリカからの直接投資の受入国であると同時に、フランス、ドイツ、オランダ及びスウェーデン、スイスからの直接投資も拡大させた<sup>(16)</sup>。ここでは最も象徴的であるアメリカの状況を明らかにしておこう。

表3 OECD主要国の海外直接投資割合(産業別流出) 1980年—91年 (%)

	カナダ		ドイツ <sup>(1)</sup>		日 本		イギリス		フランス		イタリア		オランダ		アメリカ	
	80-85	86-91	85	90	80-85	86-91	80-85	86-91	80-85	86-91	80-85	86-91	80-85	86-91	80-85	86-91
第1次産業	39	7	3	2	11	3	14	12	29	6	15	3	1	0	11	1
製造業	40	32	64	55	27	26	46	50	30	42	16	20	62	48	50	45
サービス業	22	61	32	43	62	71	40	39	40	52	70	77	37	52	39	54

(注)(1) ドイツは1985年と90年の年度末の残高をベースに%を算出。

(出所) OECD: *FINANCIAL MARKET TRENDS* (54), February 1993, 69ページの図1から作成。

表2は80年代のアメリカ国際投資(直接投資と資産額)の残高(1982—89年)を示しているが、ここには2つの変化があった。

まず第1には、80年代初期(82年、83年)にアメリカ海外直接投資が戦後はじめて減少したことである。アメリカ海外直接投資は86年以降からEC市場統合へ向けて増大するが、1989年には82年と比べて1.8倍増の3734億ドルにとどまった。それに対してアメリカへの外国直接投資は、1989年には82年と比べて3.2倍増の4008億ドルに達した。この増加は、ヨーロッパと日本の企業のアメリカ国内市場におけるM&A投資によるものが多いと考えられる。その結果、アメリカの海外直接投資純額は、1989年にははじめて274億ドルのマイナスになった。

また国際資本投資残高では、アメリカ海外資産は継続して増加しアメリカ海外関連会社の成長が示されている。しかし84年以来、その国際投資純額はマイナスとなり89年には6637億ドルのマイナスになっている。これはそれだけアメリカ国内市場において外国人所有資産が増加、すなわち外国企業によるアメリカ向け直接投資が増加し外国企業のアメリカ進出が多くなったことを意味している。すでに指摘したように80年代はアメリカにおいて企業のリストラクチャリングが展開されたが、それが史上最大の企業合併・買収(M&A)をもたらした巨大企業相互の分割と統合がおこなわれたことが、アメリカへの外国直接投資と外国人所有資産の増加をもたらしたといえるのである。

次に産業別の投資状況(1980—91年)をみてみよう。表3はOECD諸国がおこなった海外直接投資であるが、80年代を通じて第1次産業(資源採掘関連)が

極度に減少した。製造業投資は、多国籍企業の投資業種で最も大きな比重を占めているが、80年代後半からはドイツ、フランス、イタリア以外では減少しはじめている。それに代って金融機関や貿易商社を含むサービス業投資が80年代後半には増加したことが明らかになっている。ドイツとイギリス以外の国は、サービス業への直接投資が50%を越えて増大しており、とくに日本とイタリアはサービス業投資が70%以上を占めている。

もちろん製造業投資の割合は、80年代後半には低下傾向を示しているとはいえ、投資残高では大きな比率を占めている。とくに80年代では製造業投資の内容が高付加価値業種へと移行、すなわち織物、皮革や衣類、食品加工など労働集約的業種が低下し、化学やエレクトロニクス関連業種及び自動車産業の増加へと変化したことは注目すべきであろう。とくに化学への投資はOECDの製造業投資の中で1990年には30%を占めている<sup>(17)</sup>。また1991年では化学産業におけるアメリカ海外直接投資残高は400億ドルに達するが、これはアメリカ海外資産の10%にあたる<sup>(18)</sup>。

海外進出する製造業種の中で比重の大きい自動車産業は、1990年では日本、アメリカ、フランス、ドイツ及びイタリアの製造業における海外直接投資残高の8%から15%に達する<sup>(19)</sup>。世界の自動車産業は、1991年には世界的な需要停滞を反映してその国際戦略の再構成にせまられているが、その直接投資の形態も合弁事業(joint ventures)や資本提携(cross shareholdings)といった方式によって相互関係を強めるようになっている。

またエレクトロニクス関連の投資は、アメリカ、日本、フランス、ドイツ及びオランダからの海外直接投資の比重が大きい。1990年ではエレクトロニクスの投資では、日本、フランス、ドイツの製造業種の海外直接投資の20%にも達している<sup>(20)</sup>。1991年末では日本のエレクトロニクスへの投資が高い比重を占めており、1951年以来の累積では220億ドルに達していた。

またアメリカ企業は、エレクトロニクス分野の海外直接投資においては世界的な生産ネットワークをもっているために、その直接投資フローは、1991年には20%も上昇しており、その投資の半分以上がEEC向け投資で占められてい

る。とくにアメリカのエレクトロニクス関連企業は、1991年にはドイツやイギリスに関連会社を新設したり、ヨーロッパや日本の企業グループと提携して新製品開発の共同事業を行ったことから、エレクトロニクス関連のアメリカ直接投資のフローは20%ほどの増加を示した。例えばソニーはアップル社と新しいノートブック型コンピュータの小型化を開発しており、また多くの日本とアメリカの企業はソフトウェア開発システムの分野で共同開発を促進している<sup>(21)</sup>。近年では日本企業はまた、EEC諸国へ進出しており、ヨーロッパ市場へ供給する目的からビデオテープ・レコーダーやコピー、ステレオなどの生産をイギリスとオランダに集中している<sup>(22)</sup>。

なお1991年ではOECD主要国からの直接投資ではサービス業が大きな割合を占めているが、その中でも過去10年間では、金融業と保険業が急成長をとげている。1990年と91年の日本経済のバブル現象崩壊、世界的不況から金融部門の海外直接投資は減少したが、しかし資産規模はなお大きな比重を占めており、1990年ではサービス業の中の投資残高の30%から80%を各国が占めている<sup>(23)</sup>。その他のOECD主要国のサービス業投資では貿易や輸送業種及びテレコミュニケーション関連投資が多くなっている。

最後に日本企業の海外直接投資の状況をみておこう。日本の海外直接投資は1980年から88年までに10倍に増加し、とくに80年代後半からは世界で最大の投資国になった。70年代には日本はOECD諸国の海外直接投資総額の6%程度を占めていたが、89年には25%まで増加した。この投資の約半分(47%)はアメリカ向けであったが、この10年間ではECとASEANへの投資が多くなった<sup>(24)</sup>。日本企業は、1988年から91年までに直接投資を40%も増加したがそれも製造業種が著しかった。とくにそれはアジアにおいて製造関連会社の地域ネットワークを確立するためであり、主にエレクトロニクスに集中していた。アジアはとくに香港、シンガポール、韓国、タイなど80年代に経済成長率が高く、こうしたDAEs(Dynamic Asian Economies)への日本とアメリカ企業の資本投資が増加しはじめたことでも注目されるようになっている。日本企業のアジアへの投資総額は、ヨーロッパへの投資の2倍に達しており、1991年には日



本企業の製造子会社 (manufacturing subsidiaries) は、アジア地域が 10,483 社と北アメリカ (5,272 社) やヨーロッパ (2,216 社) よりも多くなっている。<sup>(25)</sup> また日本企業のヨーロッパ向け製造業投資は、1985 年の円高以来急増し 1991 年には 152 億ドルにも達した。

以上の如く 1980 年代においては、先進工業国の多国籍企業による海外直接投資は、近年経済成長を続けているアジアの DAEs 諸国への投資の増加がみられるものの、それ以上に EC、アメリカそして日本の三極間で直接投資の相互浸透をしながら拡大した。もちろんそれは、EC 市場統合やアメリカ国内のリスストラクチャリング、さらに日本の 85 年以後の円高が、これら三極間の海外直接投資を活発化させた要因であるが、さらに加えて金融・資本市場の自由化、国際化が多国籍企業の資本調達と投資を促進させたことを考慮しておかねばならない。

#### 注

- (1) 亀井正義教授は、多国籍企業の形態では、1 子会社の利潤の極大化ではなく、全社的にみて最大利潤の獲得を目的とすることを指摘している。それは振替価格制度を利用して、子会社相互間、親会社の利益操作によって行われる。亀井正義『多国籍企業論』ミネルヴァ書房、1985 年、21 ページ。
- (2) 海外直接投資の性格については以下を参照した。U. S. Direct Investment Abroad, *Benchmark Survey, Final Results*, U. S. Department of Commerce.
- (3) *Ibid.*, M-4 ページ。
- (4) 「企業間純負債勘定」の「企業間」とは、多国籍企業の親会社と外国関連会社との取引を意味しており、両者の債権、債務の差引額のことである。
- (5) 企業間勘定 (intercompany account) とは、親会社と外国関連会社との間の受取勘定と支払勘定との差額のことである。
- (6) 投資残高の資金構造の基本概念については、*Ibid.*, M-19 ページを参照した。
- (7) *Ibid.*, M-20 ページ参照。
- (8) 直接投資の流出項目①, ②, ③の内容は、*Ibid.*, M-20~21 ページを参照した。
- (9) *Ibid.*, M-20 ページ参照。
- (10) *Survey of Current Business*, June 1991, p. 28.
- (11) *Ibid.*, pp. 29~30.
- (12) Robock and Simmonds, *International Business and Multinational Enter-*

*prises*, Richard Irwin, 1983, pp. 25~26.

- (13) 生川栄治編『現代の金融資本』有斐閣, 1977年, 240ページ参照。
- (14) 1980年代前半までのアメリカ多国籍企業の行動については以下を参照。拙稿「最近のアメリカ多国籍企業の活動」『経済貿易研究』No. 12, 13, 1987年, 神奈川大学経済貿易研究所。
- (15) OECD, *International Direct Investment, Policies and Trends in the 1980s*, 1992, p. 12.
- (16) *Ibid.*, p. 13.
- (17) OECD, *Financial Market Trends* 54, February 1993, p. 77の第4図を参照。
- (18) *Ibid.*, p. 70.
- (19) *Ibid.*, p. 71.
- (20) *Ibid.*, p. 74.
- (21) *Ibid.*, p. 76.
- (22) *Ibid.*, p. 78.
- (23) *Ibid.*, p. 78.
- (24) OECD, *International Direct Investment, Policies and Trends in the 1980s*, 1992, p. 18.
- (25) OECD, *Financial Market Trends* 54, February 1993, p. 83.

### 3. 海外直接投資と企業合併・買収

#### (1) 80年代の国際的な企業の合併・買収

企業の海外直接投資は、主に海外に現地法人を設立するか、外国企業を合併・買収するという形態をとる。それは、具体的には外国に関連会社 (affiliates) や子会社 (subsidiaries) を新規設立した場合、または既存の外国企業やその事業の一部を合併・買収した場合、さらには外国企業への出資を通じてその営業権を取得する場合などを意味している。

すなわち海外直接投資とは、すでに述べたように親会社が外国法人企業の議決権株式の10%以上を所有するか、あるいは外国の未法人企業に対してはそれと同等の権利を所有することによって直接的、間接的に外国居住の関連会社の経営にコントロールを行使することである。<sup>(26)</sup> 従って直接投資か間接投資 (証券投資) かの判定は以上の基準でもって行われる。前節では1980年代の先進工業諸国の海外直接投資が、日本、EC、アメリカの三極間で相互浸透しながら増大

したことを明らかにしたが、それが多国籍企業による史上最大の規模の企業合併・買収ブームをひき起こしていた。ここではアメリカ市場を中心に展開された 80 年代の M&A ブームの特徴を示しておこう。

80 年代の第 4 次合併ブームは、それが直接投資の相互浸透によってクロス・ボーダーの大型合併であったこと、そして合併・買収の資本調達において国際化した金融・資本市場が重要な役割を果たしたことである。さらにこのようなクロス・ボーダーのテーク・オーバー (takeover) 活動によって企業の M&A 戦略が企業の成長戦略の 1 つに定着したことである。もちろんクロス・ボーダーの合併は新しい現象ではなく、19 世紀末から今世紀初頭にかけてアメリカ企業のイギリス進出の中でもみられた。アメリカ企業によるイギリス企業の買収は、1901 年から 1902 年、1920 年代後半、そして 1960 年代と過去 3 つの大きなブームがあり、1901 年から 2 年にかけてモルガン銀行によるイギリス船舶会社の買収やアメリカのタバコ会社によるイギリスのタバコ製造会社の買収がその典型であった。アメリカ企業によるテーク・オーバー活動がヨーロッパとくにイギリスで顕著となるのは 1960 年代からであり、とくにイギリスが 1958 年に<sup>(27)</sup>為替管理の規制を緩和してからのことである。ここでは過去の国際的な企業合併・買収については省略し 80 年代に焦点をあてて述べておこう。

80 年代の企業合併・買収ブームは、日本とヨーロッパの企業のアメリカ進出が増加する中でアメリカにおいて買収件数が増加したことと、他方ではヨーロッパにおいてはクロス・ボーダーのテーク・オーバーが増加したことである。このような国際的な企業の集中は、2 つの要因を背景としている。すなわち国内市場が生産やサービスの提供にとってますます自由化されたことと、資本市場のグローバリゼーションが、株式や社債、借入金及びその他メザニン資金 (mezzanine funding) やジャンク・ボンド (junk bond) などの新しい調達方法によって合併・買収の資金調達をより促進させたことである。<sup>(28)</sup>

そこでまずはじめに 80 年代のアメリカ国内における合併・買収活動をみておこう。

表 4 は、諸外国の投資家 (企業) が、アメリカへの外国直接投資によって企業

表4 外国投資家によるアメリカ企業の買収・設立——投資額と投資家の形態——

	支 出 額 (単位 100 万ドル)									割合(%)
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
投資総額	15,197	23,106	39,177	40,310	72,692	71,163	65,932	25,538	13,469	100%
買 収	11,836	20,083	31,450	33,933	64,855	59,708	55,315	17,806	10,191	75.7%
新規設立	3,361	3,023	7,728	6,377	7,837	11,455	10,617	7,732	3,278	24.3%
投資家 (総額)	15,197	23,106	39,177	40,310	72,692	71,163	65,932	25,538	13,469	100%
外国直接投資家	4,181	4,225	8,602	11,773	18,569	22,538	14,026	8,885	3,616	26.8%
アメリカ居住の 外国関連会社	11,016	18,881	30,575	28,536	54,123	48,625	51,906	16,653	9,853	73.2%

(出所) Mahnaz Fahim-Nader and Sylvia E. Bargas, *U. S. Business Enterprises Acquired or Established by Foreign Direct Investors in 1990* 及び *1992, Survey of Current Business*, May 1991, 30 ページ及び May 1993, 113 ページより抜粋し作成。

買収と新規設立した状況を示している。<sup>(29)</sup> 外国企業によるアメリカ企業の買収と新規設立は 1990 年まで年度により変動はあるものの支出額では増加している。しかし 90 年以降から激減し 92 年には 135 億ドルとなった。支出額の内訳では新規設立よりも常に買収が多く、割合でみると 92 年には買収が 101 億ドルと新規設立の 3 倍以上であり全体の 75.5% を占めている。つまりアメリカへ進出する外国企業は、新規設立よりも既存のアメリカ企業を買収 (acquisition) する進出戦略をとっており、とくに 88 年では買収金額は新規設立の 8.28 倍にも達した。

またその投資主体者をみると、外国に居住する外国直接投資家 (企業や組織を含む) よりもアメリカ居住の外国関連会社による投資が常に多く、1992 年ではその投資割合は 73.2% にも達していることが明らかである。すなわち日本やヨーロッパの企業のアメリカ進出は、アメリカに進出した彼等の関連会社によって、既存のアメリカ企業を、買収を中心とした M&A 戦略の実施によって取得しているのである。

## (2) アメリカ企業の M&A の構成

1980 年代は、イギリスや日本の企業のアメリカへの進出が増加し、またアメリカ企業によるリストラクチャリングによって、アメリカ国内市場において史

表 5 M&amp;A の構成 (件数と割合)

年度	事業分割 (件数) (%)	株式公開の 被買収企業 (件数) (%)	株式未公開の 被買収企業 (件数) (%)	被 買 収 外国企業 (件数) (%)	合 計
1981	830 (35)	168 ( 7)	1,330 (55)	67 ( 3)	2,395
1982	875 (37)	180 ( 8)	1,222 (52)	69 ( 3)	2,346
1983	932 (37)	190 ( 7)	1,316 (52)	95 ( 4)	2,533
1984	900 (36)	211 ( 8)	1,351 (53)	81 ( 3)	2,543
1985	1,218 (41)	336 (11)	1,358 (45)	89 ( 3)	3,001
1986	1,259 (38)	386 (11)	1,598 (48)	93 ( 3)	3,336
1987	807 (40)	286 (14)	855 (42)	84 ( 4)	2,032
1988	894 (40)	462 (20)	836 (37)	66 ( 3)	2,258
1989	1,055 (45)	328 (14)	867 (37)	116 ( 4)	2,366
1990	940 (45)	185 ( 9)	821 (40)	128 ( 6)	2,074

(出所) *MERGERSTAT REVIEW*, 1990, Merrill Lynch., p. 6.

上最大のクロス・ボーダーの大型合併ブームが起っていた。その状況を *Mergerstat Review* 1990 誌の資料を参照しながらみておこう。

表 5 は、購入価格 100 万ドル以上の取引で公表 (announced) された M&A の構成を示したものであり、アメリカ企業がかかわった (買収・被買収) 件数と割合を表わしたものである。事業分割 (Divestiture) とは、外国企業とアメリカ企業及び株式公開企業と株式未公開企業などの事業単位 (corporate units) の売却、事業単位のマネジメント・バイアウト、それに少数持株の取得を含んでいる。また株式公開の被買収企業 (Publicly Traded Seller) は、株式公開企業の買収やテNDER・オファー (Tender Offer) 及び法令に従った合併を意味しているが、少数持株の取得と外国企業の買収を除いた件数である。そして株式未公開の被買収企業 (Privately Owned Sellers) は、株式未公開企業の買収であって事業分割と思われる買収と外国企業の買収を除いたものになっている。最後の被買収外国企業 (Foreign Sellers) は、外国企業の事業分割、外国企業の事業単位のマネジメント・バイアウト、外国企業の少数持株の取得を除いた外国企業すべての買収を意味している。<sup>(30)</sup>

表 5 から 1990 年の状況をみると、事業分割が減少したとはいえ 940 件



表6 外国企業によるアメリカ企業の買収（買収価格  
100万ドル以上の件数）

年度	アメリカ 国内企業	アメリカ企業の 外国関連企業	合計（アメリカ 企業を買収した 外国企業数）
1981	185	49	234
1982	117	37	154
1983	102	24	125
1984	129	22	151
1985	143	54	197
1986	228	36	264
1987	171	49	220
1988	265	42	307
1989	248	37	285
1990	225	41	266

（出所）MERGERSTAT REVIEW, 1990, Merrill Lynch., p. 43.

（45％）と多く前年度と同水準になっている。株式公開の被買収企業の件数は継続的に低下し、90年にはすべてのM&Aの割合の9％まで低下した。それに対して被買収外国企業の件数は89年から急増し90年には128件（6％）に上昇した。

また80年代のM&Aの特徴はこのように外国企業相互の買収件数の増加や買収形態の増加もさることながら、買収価格が増加していることである。1億ドル以上の事業分割の件数は、1990年では事業分割全体の11％を占めるにすぎないが、買収価格では80％に達している。最大の事業分割は、Clayton & Dubilier社（アメリカ）によるIBMのタイプライター事業部の買収（23億ドル）である。また株式未公開の被買収企業ではChinese Petroleum Corp.によるHuffington Corp.の買収（9億ドル）でありこの種のものでは最大規模である。被買収外国企業は、Phillip Morris Companies Inc.によるJacobs Suchard AGの買収（38億ドル）が最大規模であった。<sup>(31)</sup>

表6は、外国企業によるアメリカ企業の買収（Acquisition）を示しているが、80年代後半から増加傾向にあり90年には266件であった。産業別の買収状況

表7 最大規模の企業買収

外国企業によるアメリカ企業の大型買収 (単位 100 万ドル)			
買 収 企 業	被 買 収 企 業	買収価格	公表年度
British Petroleum Co. (イギリス)	Standard Oil Co.	7,762.2	1987
松下電器産業 (日本)	MCA Inc.	6,588.8	1990
Campeau Corp. (カナダ)	Federated Department Stores Inc.	6,544.5	1988
Grand Metropolitan PLC. (イギリス)	Pillsbury Co.	5,635.6	1988
Royal Dutch/Shell Group. (オランダ)	Shell Oil Co.-Rem.30.5 <sup>1)</sup>	5,467.9	1984

(注) (1) Rem とは、買収において取得すべき株式所有のうちで残りの所有割合のことである。  
50%未満の所有の場合には、その取引は、事業分割又は少数所有の形態に分類される。

(出所) MERGERSTAT REVIEW 1990, Merrill Lynch., p. 106.

では、1986年から90年の累積件数では、薬品・医療機器(66件)、化学・塗料コーディング(74件)、雑貨(97件)、コンピュータ・ソフトウェア関連サービス(44件)、エレクトロニクス(56件)、食品加工(59件)、レジャー・娯楽(41件)、投資仲介とコンサルティング・サービス(36件)、保険(37件)、農・工業用設備機械(58件)、事務機器とコンピュータ・ハードウェア(35件)、小売業(52件)、写真機器(45件)、農業生産物(36件)、銀行・金融(42件)、印刷・出版(59件)、卸売・流通(42件)などが買収業種として多かった。<sup>(32)</sup>

またアメリカ企業を買収した企業の国別状況をみると、1981年から90年までの累積取引数では、イギリスが最も多く713件、日本(191件)、カナダ(399件)、フランス(137件)、西ドイツ(138件)、スイス(91件)、オランダ(98件)、スウェーデン(76件)、オーストラリア(85件)であり、アメリカへの企業進出ではイギリスが積極的であることが明らかである。<sup>(33)</sup>しかしながら公表された買収金額では、90年をみると日本が94億5690万ドルと最も多く、イギリス(74億7260万ドル)を凌駕している。<sup>(34)</sup>日本のこの金額は、90年のアメリカ企業買収価格の総額(330億5900万ドル)の28.6%に達する。

表7は、その最大規模の企業買収5件を示しているが、日本企業によるアメリカ企業の買収価格がイギリスを抜いて1位になるのは89年(約104億ドル)以来であるが、90年の増加の要因は、松下電器産業のMCA Inc.の買収によるものであった。日本企業によるアメリカ企業買収が増加するのは、1985年から

の円高以降である。それまでは買収価格100万ドル以上の取引では年間4～9件であったのが、86年には16件、87年15件、88年35件、89年53件、そして90年には38件と増加を辿った。<sup>(35)</sup>日本企業のアメリカ企業買収の特徴は、80年代では件数ではイギリスやカナダよりも少ないが、買収価格が最も多いことである。参考までにその買収価格を示すと、86年には8億9900万ドルであったが、87年33億5000万ドル、88年59億6600万ドル、89年103億7300万ドル、90年約95億ドルと顕著な増加を示した。<sup>(36)</sup>このような日本企業によるアメリカ企業買収価格の増加は、一方では80年代においてアメリカにおける最大の大型合併ブームが、アメリカ経済再生のために実施されていた企業のリストラクチャリングによって引き起こされていたことである。日本企業のアメリカ進出による市場確保と企業成長が、アメリカ産業界のリストラクチャリングのためのM&A戦略と結びついたために、それに参入する日本企業と合併仲介やそのための資金供与の目的をもった日本の金融機関のアメリカ進出を増加させたことからである。また他方では金融・資本市場の要因を無視することはできない。例えば85年以降の円高・ドル安、日本の低金利、高株価といった日本企業にとってのトリプル・メリットが働いたことである。円高下でのアメリカ企業買いが加速する中で、合併・買収の資金調達、低金利に加えて、高株価の下でのエクイティ・ファイナンスによって多額な自己資本調達が低コストで可能であったことからである。

次に視点をかえてアメリカ企業による外国企業の買収をみておこう。

表8はアメリカ企業による外国企業買収の件数（1981年—90年）を示している。すべての部門において件数の増加がみられるが、50%以上の株式所有を通じた買収が多いことと、事業分割では外国居住企業の取得が平均して多くなっている。また表9は、買収価格が最大の取引を5件示しているが、地理的に近接することからカナダ企業の大型買収が目立っている。過去10年間（1981年—1990年）にアメリカ企業が買収した外国企業の件数（買収価格100万ドル以上）は、1,649件であるが、その中でイギリス企業の買収が475件（90年80件）と最も多い。次にカナダ企業338件（同41件）、西ドイツ企業142件（同25件）、フラ

表 8 アメリカ企業による外国企業の買収（買収価格 100 万ドル以上の件数）

年度	買 収		事 業 分 割		合 計
	50%以上持株	少数持株	外国居住企業	アメリカ居住企業	(被買収外国企業数)
1981	67	14	9	11	101
1982	69	15	22	15	121
1983	95	15	17	19	146
1984	81	16	28	22	147
1985	89	17	37	32	175
1986	93	8	36	43	180
1987	84	6	27	25	142
1988	64	8	46	33	151
1989	116	14	61	29	220
1990	128	23	57	58	266

(出所) MERGERSTAT REVIEW 1990, Merrill Lynch., p. 51.

表 9 アメリカ企業による外国企業の大型買収（単位 100 万ドル）

買 収 企 業	被 買 収 企 業	買収価格	公表年度
Amoco Corp.	Dome Petroleum Ltd. (カナダ)	4,180.0	1987
Exxon Corp.	Texaco Canada Inc. (カナダ)	4,149.6	1989
Philip Morris Companies Inc.	Jacob Suchard AG. (スイス)	3,825.2	1990
Private Group-Wasserstein Perella & Great APT.	Gateway Corp. (イギリス)	3,280.0	1989
Sun Co. Inc.	Seagram Co.Ltd. (カナダ) (Texas Pacific Oil Co.)	2,300.0	1980

(出所) MERGERSTAT REVIEW 1990, Merrill Lynch., p. 106.

ンス企業 131 件 (同 21 件), オーストラリア企業 77 件 (同 19 件), オランダ企業 59 件 (同 11 件), イタリア企業 59 件 (同 11 件), ニュージーランド企業 14 件 (同 7 件), スウェーデン企業 33 件 (同 7 件), スイス企業 53 件 (同 7 件), スペイン企業 31 件 (同 5 件), そして日本企業の買収は 29 件 (同 4 件) であった。この他に多い件数国をあげるとベルギー企業 22 件, デンマーク企業 10 件, プエルトリコ企業 15 件, ブラジル企業 19 件, 香港企業 18 件であり, アメリカ企業が買収した外国企業がヨーロッパ諸国に多いことが明らかである。<sup>(37)</sup>それは既に指摘したように 1992 年のヨーロッパ市場統合によって 3 億 2,000 万人の消費者を抱えた単一市場が形成されるために, それがアメリカ企業のヨーロッパ進出の

強い吸引力となっていることからである。もちろんヨーロッパ内部においてもクロス・ボーダーの M&A が頻繁に行われ、ヨーロッパでの産業集中が促進されたが、市場確保のために多くのアメリカ企業がそれに参入したことからである。

もちろんアメリカ企業の海外進出は、ヨーロッパだけではなく日本や他のアジア諸国の企業の株式取得を通じた経営参加を進めている。例えば国際分業体制が最もすすんでいる自動車産業においては、フォード社は、マツダ自動車会社の経営権 25% を所有し、また韓国のキア・モーターズの経営権 10% を取得した。ゼネラル・モーターズはスズ自動車<sup>(38)</sup>の経営権 34.2% とスズキ自動車の経営権 5% を所有している。またクライスラー社も同様に三菱自動車の経営権の 15% を所有するなど、グローバル市場でのシェア確保が激しく展開されている。

### (3) アメリカ企業の事業分割, MBO, LBO

1980 年代のアメリカ企業の M&A は、1960 年代と 70 年代初頭まで隆盛をみたコングロマリットに象徴された合併ブームとは異なっている。80 年代の企業買収は、無関連業種の企業買収によって多角化をはかるよりもむしろ、同業種や関連業種企業の買収によってリストラクチャリングをはかるか経営能力を強化するという特徴をもっていた。それは経済市場において業績の優れた企業やその事業部を買収するが、この場合に「買収企業は、特定の事業体 (unit) を支配するためにその企業すべてを買収し、不必要な資産を処分することによって多くの買収価格を償う (例えば、Hanson による SCM 買収, Unilever による Chesebrough-Ponds 買収, ICI による Stauffer 買収, Beazer による Koppers 買収)<sup>(39)</sup>」ことである。

すでに表 5 で示したようにアメリカ企業が関係 (買収・被買収) したうちでは、企業の一部を部分売却又は事業売却する事業分割 (divestiture) が最も多かった。そのための買収方法としてマネジメント・バイアウト (Unit Management Buyout) やゴーイング・プライベート (Going Private) が行われたが、後



表 10 最大の事業分割 (単位 100 万ドル)

買 収 企 業	被買収企業 (売却事業)	買収価格	公表年度
Ford Motor Co.	Paramount Communications Inc. (Associates Corp.)	3,350.0	1989
BSN SA (フランス)	KKR (5 RJRNabisco European Food Units)	2,500.0	1989
Broken Hill Proprietary Co. (オーストラリア)	General Electric Co. (Utah International)	2,400.0	1983
General Electric Co.	Borg Warner Corp. (Chemical Business)	2,310.0	1988
Clayton & Dubilier, Inc.	International Business Machines (Typewriter Division)	2,300.0	1990

(出所) MERGERSTAT REVIEW 1990, Merrill Lynch., p. 105.

者はレバレッジド・バイアウト (LBO=Leveraged Buyout) とも呼ばれている。ここでは、これらの買収方法をみておこう。

アメリカ企業が関係した M&A のうちで、80 年代後半には表 5 に示されているように事業分割が最も多く、それは 1990 年では 940 件であり前年度より減少はしたが、M&A 全体の 45%にあたる。事業分割とは、企業組織の一部が売却 (買収) されることであるが、例えば生産ライン (product lines) や子会社、事業部を売却することである。<sup>(40)</sup> 表 10 は過去最大の事業分割の事例を示しているが、この事業分割は、第 3 次企業合同運動において隆盛をみたコングロマリット合併や経営多角化で拡大した企業が、70 年代のアメリカ経済停滞の中で肥大化した無関連事業や非効率な事業部を売却・処分し、その売却資金を、買収のためにジャンク・ボンド (junk bond) 発行によって抱え込んだ負債の返済にあてて運転資本を確保する必要から活発に行われた。この買収形態の中には、事業マネジメント・バイアウト (UMBOs=Unit Management Buyouts) や少数持株所有 (発行済普通株の 50%未満) 及びテNDER・オファー (Tender Offer) が含まれている。

また事業マネジメント・バイアウトは経営者による自社事業の買収のことであり、親会社の経営陣又は事業部の経営者達が買収グループに含まれた場合のことである。表 11 は、過去において買収価格 10 億ドル以上の大型事業マネジメント・バイアウトを示しているが、1990 年ではアメリカ経済の停滞により生じたジャンク・ボンド市場の不振によってその件数も減少し、事業分割 940 件

表 11 大型の事業マネジメント・バイアウト (単位 100 万ドル)

買 収 企 業	被買収企業 (売却事業)	買収価格	公表年度
Private Group - KKR による -	Allied Corp. (Union Texas Petroleum を 50%取得)	1,700.0	1985
Private Group - 経営陣による -	Mobil Corp. (Montgomery Ward & Co.)	1,500.0	1988
Private Group - 事業部門の経営 陣による -	Exxon Corp. (Reliance Electric Co.)	1,350.0	1986
Private Group - Ford Motor Co. と Hertz の経営陣による -	Allegis Corp. (Hertz Corp.)	1,300.0	1987
Private Group - KKR による -	City Investing Co. (Rheem Manufac- turing., World Color Press Lnc., Uarco Inc.)	1,251.0	1984

(出所) MERGERSTAT REVIEW 1990, Merrill Lynch., p. 107

表 12 大型 “ゴーイング・プライベート” (単位 100 万ドル)

買 収 企 業	被 買 収 企 業	買収価格	公表年度
Kohlberg Kravis Roberts & Co.	RJR Nabisco	24,561.6	1988
Kohlberg Kravis Roberts & Co.	Bertrice Companies	5,361.6	1985
SSI Holdings Corp.	Safeway Stores Inc	4,198.4	1986
Private Group - Merrill Lynch Capital Partners による -	Borg-Warner Corp.	3,798.6	1987
Private Group - John & Jere Thompson による -	Southland Corp.	3,723.3	1987

(出所) MERGERSTAT REVIEW 1990, Merrill Lynch., p. 106.

のうちの 63 件が MBO であった。80 年代の経営戦略として M&A が頻繁に行なわれたアメリカ産業界では、テンダー・オファーや T・O・B (Take-over bid) のような敵対的買収から自社を防衛する目的から、こうした経営陣による買収方法がとられた。

またこれと似た方法として、私的な投資家グループによる買収としてゴーイング・プライベート (株式公開企業の私企業化) 又は LBO (負債利用による買収) がある。表 12 は過去最大のゴーイング・プライベートを示しているが、KKR グループ (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) による R J R Nabisco 社の買収は、その買収価格 245.6 億ドルと史上最高であったことからあまりにも有名である。

ゴーイング・プライベートとは、私的な投資家グループ又は個人 (事業経営者ではない) が、株式公開企業を買収する方法であり LBO ともいわれている。そ

の場合に買収企業グループは、買収企業の経営者とそれを調整する保険会社、<sup>(41)</sup>ペンション・ファンド、及び買収専門家などの投資家達から構成される。この買収の特徴は、被買収企業（株式公開企業）を私企業化（going private）する、つまり被買収企業の株式を取得して閉鎖会社化することであって、被買収企業の資産価値及び収益性を評価し、それを担保とした借入金を主に利用した買収方法であるところから LBO といわれるようになった。そして買収した資産の一部を負債返済のために売却したり、その利益を負債償却に利用するという方式である。従って買収後、業績が低下した場合には巨額な負債を抱え込むことになる。アメリカ企業が 1980 年代後半に経済不況から企業業績が低下し巨額な借金漬けに陥ったのも、頻繁に行われた LBO の結果であるともいわれている。

#### 4. 結 び

先進諸国の大企業による海外直接投資の相互浸透が進む中で、1980 年代にはアメリカやイギリスを中心に史上最大とも思われる大型の国際的 M&A が頻繁に行われた。本稿ではとくにアメリカを中心に多国籍企業の活動を財務的視点から明らかにした。アメリカ産業における最大規模の M&A ブームと企業のリストラクチャリングが実施されたことから、先進諸国の多国籍企業のアメリカ進出とそれに参入する多国籍銀行のクロスボーダーの資本投資が促進した。こうした企業と銀行の国際的活動と大型 M&A が株式の取得、売買そして融資を活発にし 80 年代の株式ブームを創出した。それがまた国際金融・資本市場において革新的財務方法をつくり出した。

このような企業と銀行の多国籍化は、経営財務の研究に様々な新しい問題を発生させたことは事実である。多国籍企業の経営財務の研究（国際経営財務）は、従来からの既存の経営財務論における基本的枠組だけでは新しい問題を包摂しきれものではない。例えば、世界各国の金融・資本市場の制度や特徴はもちろんのこと、国際金融・資本市場におけるスワップ取引や変動金利を利用した多くの革新的財務方法と資本調達の問題、及び国家間の資本移動と関連するが企業の内部振替価格制度や利益プールなど企業内資本管理の問題、そして海外

資本投資の決定などについては新しいアプローチが必要である。とくに異種通貨の国際的な循環を含む多国籍企業にとっては外国為替市場の動きとそのリスク・ヘッジは新しい財務領域として考察されねばならない。

それらを研究する場合に、既に検討したように多国籍企業が巨大金融機関と連携して展開する国際的な財務行動とその構造を理解することが前提であると考ええる。

#### 注

- (26) 外国関連会社 (foreign affiliates) とは、親会社が外国法人企業の議決権株式の10%以上を所有、又は外国未法人企業に対してはそれと同等の権利を所有した外国企業のことである。従って外国関連会社の中には、法人企業であれば50%以上の株式所有による子会社 (subsidiary)、未法人企業であれば支店 (完全所有) やパートナーシップを含んでいる。U. S. Department of Commerce, U. S. Direct Investment Abroad, 1989 *Benchmark Survey*, M-6 参照。
- (27) Brian Stargess, Booming in International M&A, *International Merger and Acquisitions*, IFR Books, 1989, p. 19.
- (28) *Ibid.*, p. 20.
- (29) ここでの外国直接投資の意味は、アメリカへの諸外国からの直接投資のことである。
- (30) *Mergerstat's Review 1990*, Merrill Lynch., p. 5.
- (31) *Ibid.*, p. 10.
- (32) *Ibid.*, p. 47.
- (33) *Ibid.*, p. 49.
- (34) *Ibid.*, p. 50.
- (35) *Ibid.*, p. 49.
- (36) *Ibid.*, p. 50.
- (37) *Ibid.*, p. 55.
- (38) 自動車会社の経営権取得の割合は以下を参照。  
UNITED NATION, *op. cit.*, p. 29.
- (39) *Ibid.*, p. 24.
- (40) *Mergerstat's Review 1990*, p. 59.
- (41) *Ibid.*, p. 75.