

<論 説>

1990年代の多国籍企業の発展と国際経営財務

—1990年代の多国籍企業における海外直接投資の経営財務的視点による分析—

小林 康 宏

目 次

1. 序
2. 多国籍企業における海外直接投資の財務的考察
 - (1) 多国籍企業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. 1990年代の多国籍企業の合併・買収と民営化への直接投資
 - (1) 海外直接投資の相互浸透
 - (2) 大型企業合併・買収
 - (3) 国営企業の民営化と海外直接投資
4. 多国籍企業の収益性
 - (1) 多国籍企業による国際直接投資の資金構造
 - (2) アメリカへの外国直接投資
 - (3) 多国籍企業の業績—売上高，利益および株主資本利益率—
5. 結び—20世紀末の多国籍企業の合併・買収—

1. 序

本稿の課題は1990年代の多国籍企業による海外直接投資の動向を国際経営財務の視点から論ずることである。従来では、海外直接投資の資金構造やその財務的性格が十分には明らかにされてはいなかったことから、2. ではその資金構造を多国籍企業の財務活動と関わらしめて分析している。また3. では90年代の多国籍企業による海外直接投資の急増の要因として、巨大企業の国際的な大型合併・買収と、さらに加えて世界各国で急速に進められた国営企業の民営化による大量の株式発行の状況を分析し、それへの多国籍企業による直接投資の急増が顕著であることを示した。さらに4. ではアメリカを中心とした海外

直接投資の相互浸透の状況と世界の多国籍企業 500 社の売上高、利益、株主資本利益率を示しながら、現代の世界経済の不況と変動の中で多国籍企業が国際的な合併・買収によって企業の効率性を追求する姿を明らかにした。

したがって、本稿は、以上の内容からして国際経営財務研究の序論としての意味を持つものである。

国際経営財務の研究は、第2次世界大戦以後の国際経済社会において顕著となった多国籍企業の発展によって深められた。多国籍企業の活動は、労働力、商品、資本の国際間の移動を加速させたことから、経営の国際化と金融・資本市場の国際化を促進させた。国際経営財務の研究の理論的深化は、こうした多国籍企業の活動を媒介とした経済、経営、金融のグローバルな動きを背景にしている。

したがって国際経営財務は、基本的には多国籍企業の財務活動をその研究領域としているが、それは、従来からの国内市場中心の経営財務論 (Domestic Business Finance) では説明しきれない複雑な財務問題を含んでいる。それは、多国籍企業が、国内市場中心の企業と比べて複雑な財務的要素、リスクを含むことからであるが、もちろん国際経営財務 (International Business Finance) の研究は、多国籍企業も巨大株式会社であることには変わりがないことから、国内経営財務論の基本体系と異なるものではない。従来 of 経営財務論の基本的枠組みである資本調達、資本運用と管理、そして投資決定の領域を基本としていることに変わりはない。

しかしそのことは、国際経営財務が単に国内企業中心の経営財務に従属することを意味するものではないし、またその延長線上に位置づけられるものではない。なぜならば国際経営財務は、その基本的枠組みの中に多国籍企業特有の財務問題を含んでいるからである。それが国際経営財務独自の領域を形成することになる。たとえば多国籍企業は、その国際的な資本の循環運動の中に異種通貨の流れを含むために、外国為替市場が国際金融・資本市場とともにその信用基盤となる。株式会社は、商業信用、銀行信用、資本信用を利用しつつ、物的資産の取り引きと資本の回転とを加速させながら資本規模の拡大をはかる

が、多国籍企業においては、それらの信用機構がユーロ市場をはじめとする国際的な信用機構へと拡大した中で、資本の循環活動が展開されているからである。これらの問題は、従来の国内経営財務とは異なった新たな次元を必要とするであろう。今日では、国際的な次元の財務領域が国内企業の財務論に新たな課題をもたらしたことを認識しておく必要がある。

また多国籍企業は、海外に設立した金融子会社を通じてユーロ市場 (Euro market) や各国の金融センターから各種の通貨建ての資本調達を行うことができる。さらには各国の税制度や税率の違いを利用して利益の移動や資本管理を実施する。またタックス・ヘイブン (課税回避国) を利用した課税回避やトランスファー・プライシング (Transfer pricing) といわれる振替価格設定制度を利用した利益操作など、その財務活動において国内企業にはみられない管理、方法を実施することができる。また多国籍企業は、既に述べたようにその国際経営活動において異種通貨の流れを含んでいるために、その資本管理、業績評価のためにはそれを単一国籍の通貨の流れに統一する必要が生ずる。そのためには、外国為替レートの変化予測が特に重要となる。従って複数通貨の流れを含む資本循環過程の管理は国内企業に対するそれよりも強いコントロールの方法が必要になる。多国籍企業の財務活動は、固定相場制下では継続的な通貨価値の変動にそれほど影響されることもなかったことから、その当時の国際経営財務の研究も従来の国内経営財務の方法の延長で理解しうる内容であった。しかし1973年の先進工業国による変動相場制への移行以後、企業の資本循環過程が為替レートの変動に継続的に曝されるようになると、外国為替のリスク管理やそのヘッジ問題が、国際経営財務の根幹を成すほど重要な領域を構成するようになったことは、特に強調しておかねばならないことである。外国為替レートの変動が、資本調達、資本運用・管理、投資決定という財務の三つの基本領域に直接に影響を及ぼすからである。

2. 多国籍企業における海外直接投資の財務的考察

(1) 多国籍企業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、二つの方向で展開される。第一には商品や原材料、部品等の輸出入すなわち貿易であり、そして第二には資本の輸出すなわち海外直接投資 (Direct Investment Abroad) である。第一の貿易は、企業の購買と販売の流通過程の国際化であり、換言すれば商品資本の循環の国際化を意味している。

多国籍企業の特徴は、貿易に加えてさらに資本の輸出すなわち海外直接投資によって海外進出を果たし、海外で生産活動を行うところにある。それは、海外直接投資により各国に現地法人としての海外関連会社 (Foreign affiliates) や海外子会社 (Foreign subsidiaries) を設立するが、とくに製造子会社を設立することが一般的であるが、その場合には生産過程の国際化を意味することから、貿易にみられる流通過程の国際化よりもより進んだ会社形態である。なぜならば生産過程は資本主義特有の価値生産・増殖の機構であることからである。したがって多国籍企業は、個別的産業資本の循環の視点からすれば、貨幣資本、生産資本、商品資本の国際的な循環と回転を含んだ会社形態である。

ところで多国籍企業を特徴づける海外直接投資は、投下資本利益率の増加や市場占有率の拡大を目的に実施されるだけではない。それが外国企業の経営権取得の資本投資であり、経営上の支配 (Control) を目的とした資本投資であることを認識しておかねばならない。アメリカ商務省の定義によれば、海外直接投資とは、経営支配を目的に投資された資本であり、それは少なくとも相手企業の所有主持分 (議決権付き証券) の10%以上を所有するか、あるいはそれと同等の権利 (Interest) を取得することによって、その経営上の支配を目的とした投資と考えられている。したがって海外直接投資は、主に実物資産投資の形態をとっていることから受け入れ国経済の中で現実資本の運動を継続的に繰り返しながら価値増殖の機能を果たすので、受け入れ国 (host country) の経済成長と雇用の増大に貢献するという機能を持っている。しかしその投資の性格は、既述の如く相手企業の所有と支配という会社支配の目的を含んでいるところから、直接投資家 (親会社) と現地企業との間で利益の分配をめぐる対立と軋轢がしばしば生ずる。本社株主と海外関連会社の株主との間での利益分配の対

立や、また受け入れ国政府との間では、多国籍企業の現地での行動が受け入れ国経済の成長に反する場合には対立が生ずる。また現地通貨の価値下落においては、現地政府によって親会社への利益送金が規制される場合も起こってくる。

こうした対立と軋轢が生ずるのは、海外直接投資が、受け入れ国経済の中に深く組み込まれることから、海外関連会社による受け入れ国の経済構造への影響がそれだけ大きくなることからである。すなわち海外直接投資は、内外金利差によって絶えず国際金融市場（広義）で短期的な資本移動を繰り返して利子生み資本の運動を展開する間接投資（証券投資）とは異なっており、それは親会社による長期の固定資産投資を意味するものである。

ここでは、多国籍企業の財務活動の特質を要約しておこう。

多国籍企業は既に知られているように、海外直接投資によって各国に法人格を持つ子会社（製造、販売、金融の子会社）や関連会社を設立する。また外国企業を買収したり、共同出資形態をとって合弁事業（Joint venture）を設立して海外進出を遂げる。その場合に、海外子会社とは、所有主持ち分の50%以上を所有された外国企業のことであり、そして海外関連会社とは、所有主持ち分の10%以上を所有された外国企業のことである。したがって海外直接投資が外国企業の所有主持ち分の10%以上を基準とした投資と理解されていることから、特別にことわりのない限り、以下では、子会社を関連会社の範疇に含めて用いることとする。このような多くの海外関連会社（子会社を含む）を持つ多国籍企業は、生産と資本の国際化を促進しながら資本蓄積の機構を幾重にも重ねた巨大な株式会社制度である。その活動原理は、もちろん利益の極大化を指向するところは国内企業と変わりはないが、しかし多国籍企業は、各子会社ごとに個別的な利益を極大化する方法をとらないところが独特である。

すなわち多国籍企業においては企業体全体の利益が極大化するように親会社による各子会社・関連会社の総括的管理が実施される。たとえばある子会社の利益を犠牲にして全体の利益、すなわち本社の利益極大化を優先させるような利益移転の財務戦略を実施したりする。典型的には、トランスファー・プライ

シングを使って高税率国の子会社利益を低税率国の子会社または本社へ移転する方法がとられている。これは、低税率国の子会社または本社が、高税率国の子会社へ製品、部品等を適正価格 (Arm's length) よりも高い価格で販売し、低税率国の子会社または親会社へ利益の移転をはかる、あるいは逆に高税率国の親会社が、低税率国の関連会社から適正価格よりも高い価格で生産要素を購入することによって本社利益を海外関連会社へ移転したりする、という財務操作であるが、そのことによって企業体全体の税負担の軽減と内部留保の増大を達成できる効果を持っている。これらの利益の移転と管理の方法は、当然に親会社の株主の富極大化 (株価極大化) に貢献することになるであろう。もちろん近年では多国籍企業のこうした利益操作に対して、アメリカや日本では移転価格税制を課すことによって合算課税方式 (ユニタリー・タックス) がとられており、多国籍企業の脱税行為を禁止する措置が取られていることは事実である。しかし依然としてトランスファー・プライシングが多国籍企業の利益管理において重要な役割を果たしていることに変わりはない。つまり適正価格といっても、その価格設定が同一企業体内で行われるために、その価格が適正であるか否かの基準が明確にし得ないからである。

また多国籍企業は、その国際経営活動において、権限の分権化と同時にその集権化という方向をとっている。一方ではその経営活動が国際的に拡大し地理的に分散しているために、経営活動上の権限を分権化せざるを得ない。しかし他方では、海外子会社の資本や利益の移動と管理、それにトップマネジメントの人事に関わる権限は親会社に集権化される。経営活動の国際化の進展は、一方では具体的な経営上の権限を分権化させると同時に、他方では企業意思決定の中核事項に関しては集権化の度合いを強める。すなわち海外子会社に対する所有と支配の構造が分散されるのではなく、強大な単一国籍の企業の管理下に集中するようになる。換言すれば、本社への集権化が一方で強まるほど、他方では国際化にとって必要な権限の分権化を進めることが可能になると考えることができる。企業の国際競争が激化する中で、多国籍企業において分権化と集権化が進みその組織構造の二重性が顕著である。その財務活動も活動内容に

よってこうした方法が取られている。とくにアメリカ多国籍企業が、海外子会社に対して常に100%の完全所有を指向する傾向が強いことがこれを示しているといえよう。

また多国籍企業は、その資本循環過程に異種通貨を含んでいることから、それを単一通貨に換算して統一化する必要があるために本社の統一意思の下に集中管理を行う必要がある。つまりその活動業績の評価において、各種の通貨で活動する企業を全体として統一的に邦貨で評価しなければならないからである。特に1973年以後の変動相場制移行後から、為替レートの継続的変動の下でこの傾向がより強くなったことは強調されねばならない。したがってそれ以来、外国為替相場の変動予測と為替リスク・ヘッジが、多国籍企業の財務活動すなわち国際経営財務の基本領域になったことはとくに認識されなければならないことである。

(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直接投資の構成要素とその構造を明らかにしておこ⁽¹⁾う。

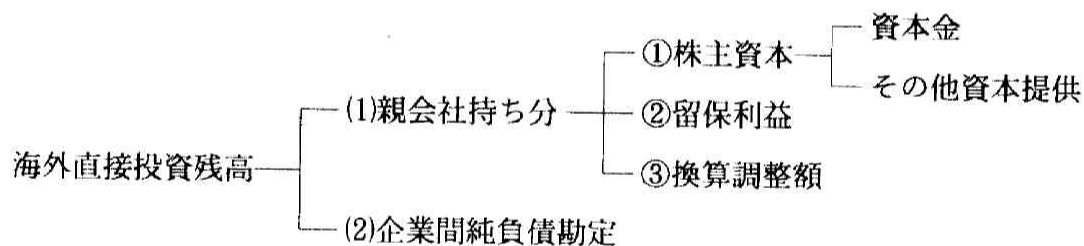
海外直接投資とは、単一人（組織を含む）が、外国企業に対して永続的な権利（持分）を持ち、その経営に影響力を行使するための資本投資である。アメリカ商務省及びOECDによれば、それは、具体的には一人の人間（組織を含む）が海外関連会社の議決権株式の10%以上を所有するか、またはそれと同等の権利（Equivalent Interest）を持つことにより、海外関連会社（以下、海外子会社を含む）に対して所有と支配を行使することである。この場合の「一人の人間」とは、個人、支店、会社、政府、州、公的な代理機関、金融機関、そしてアソシエイト・グループ（Associated Group）を意味している。このアソシエイト・グループとは、合併企業、シンジケート、国内企業の企業集団のメンバー（親会社と子会社の共同による場合も含む）のことである。

なお親会社所有の海外関連会社は、①法人海外関連会社 (Incorporated Foreign Affiliates) と ②未法人海外関連会社 (Unincorporated Foreign Affiliates) に分けることができる。すなわち海外関連会社とは、①については親会社に議決権付き株式の10%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ている外国企業のことである⁽²⁾。

次に海外直接投資残高の資金構造を明らかにしておこう。

アメリカ商務省の1989年の規定によると、海外直接投資残高 (Direct Investment Position Abroad) は、海外関連会社に対する(1)親会社持ち分 (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⁽³⁾。後者(2)は、親会社による海外関連会社への貸付金のうちで、親会社への未返済の負債 (Net Outstanding Loans) を意味している。図1-1は、投資残高の資金構造を示したものである。

図1-1 アメリカ海外直接投資残高の資金構造



すなわち海外直接投資残高とは、親会社が彼らの海外関連会社に対して行う持ち分資本 (自己資本) と貸付金形態による資本提供であり、海外関連会社への資金貢献と理解することができる。したがってその性格は、既述のように、親会社からの投資額の大きさがその海外関連会社に対する経営支配力、影響力の度合いを現わしているということである。

海外直接投資残高の内訳を図1-1によって説明しておこう。

まず(1)親会社持ち分は、①株主資本 (Capital Stock)、②留保利益、③換算調整額 (Translation Adjustment) を含んでいる。①株主資本は、海外関連会社の資本金の中の親会社所有分とその海外関連会社に対する「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い込

み資本における親会社持ち分であって、株式払い込み剰余金や贈与などであり、資本金には含まれない部分である。

②留保利益とは、海外関連会社の留保利益の中の親会社取得分のことであり、その海外関連会社の未配当利益のうちの親会社取得分を意味している。すなわち親会社に配当金として送金されずに内部留保された利益のことである。海外子会社の利益が常に親会社に送金されるとは限らない。たとえば、受け入れ国政府によって為替管理が強化されて親会社に配当金が送金規制される場合や、あるいは親会社が為替レートの変化や何らかの経営上の理由から、取得すべき配当金を海外子会社に留保する場合がある。つまり親会社は、配当金を海外関連会社に内部留保して海外関連会社の中にそれだけ親会社持ち分を多く蓄積する。そのような財務政策は、海外関連会社の自己金融を増大させるとともに、競争力を高めた海外関連会社への影響力をそれだけ強化することになる。後に触れるように成熟した海外関連会社を多く持っているアメリカ多国籍企業は、こうした財務政策すなわち海外直接投資において留保利益による利益再投資を行うようになっている。

③換算調整額は、海外関連会社の外貨建て資産・負債を、邦貨へ換算する時の為替レートの変化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)企業間純負債勘定⁽⁴⁾について説明しよう。

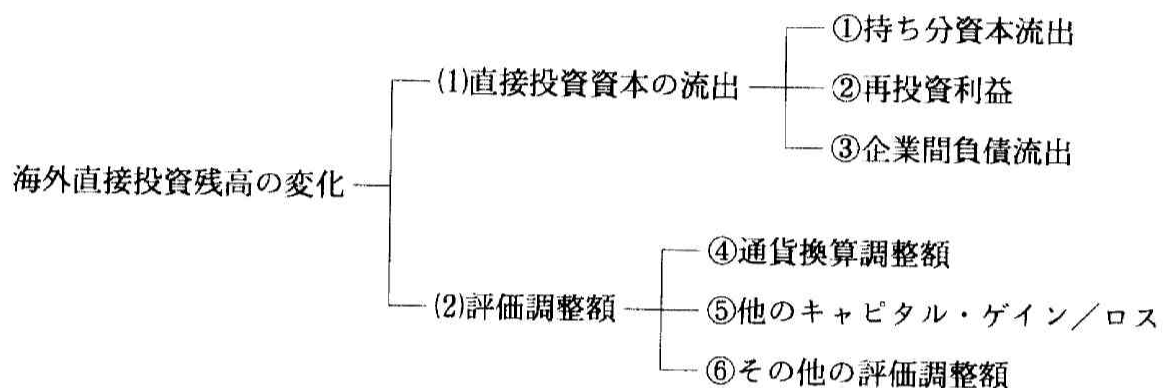
企業間純負債勘定とは、親会社が海外関連会社に対して行った貸付金のうちの親会社への未返済の資金部分である。企業間（親会社と海外関連会社間）において債権・債務関係が存在するが、純負債勘定とは、親会社が海外関連会社に対して負っている債務を超過した親会社債権のことである。すなわちそれは、まず海外関連会社に対する支払手形（Trade Notes Payable）を差し引いた親会社の売掛金の純増加分と海外関連会社が親会社に対して負っている他の流動負債及び長期負債の合計⁽⁵⁾である。

このように海外直接投資残高は、以上のような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。こうしてみると海外直接投資残高は、海外関連会社にとってはそれが親会社からの自己資本と一年以上の長期他人資本の提供であると理解することができる。このことから海外直接投資が海外関連会社の資本構成とその経営上の支配とに関連が深いことを指摘できる。

そこで次に、各年度の直接投資額の変化（フロー）の資金構成をみてみよう。図1-2がそれを示している。

図1-2 アメリカ海外直接投資残高の変化項目（フロー）



直接投資額（フロー）は、まず親会社からの(1)直接投資資本の流出と、(2)評価調整額（Valuation Adjustment）から構成されている。

(1)の直接投資資本の流出は、①持ち分資本流出（Equity Capital Outflow）、②再投資利益（reinvested Earnings）、③企業間負債流出（Intercompany Debt Outflow）の増加をその構成要素としている。⁽⁶⁾

①持ち分資本流出は、海外関連会社（法人及び未法人会社を含む）における親会社持ち分の純増加（利益の再投資は含まず）である。これは海外関連会社の新規設立や既存の外国企業の議決権を10%取得した場合（議決権付き普通株の所有）や既存の海外関連会社の持ち分を追加所有した時、あるいは資本貢献（資本提供）した場合に生ずる。このような親会社持ち分の増加は、本国からの資本流出として記録されるから海外直接投資残高の増加となる。それとは逆に、海外関連会社の清算とその資産売却による親会社への清算配当及びその所有権の売却、またその資本貢献などの親会社への返還は、すべて親会社持ち分の減少すなわち親会社への資本流入になるから、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、海外関連会社の税引き後の純利益のうちの親会社取得分を再投資したものである。その再投資利益額は、親会社の持ち分権の大きさに依存するであろう。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、それは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、もし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区分されるが、配分利益は親会社へ配当金形態で送金されることになる。しかしこの場合の配当金形態の中には株式配当 (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。

すなわち株式配当は、留保利益の資本金組み入れで行われるから、それは分配可能な留保利益の減少となる。しかしそれは、留保利益から資本金への所有主持ち分の振り替えが行われただけであって、所有主持ち分全体には変更がないために直接投資残高は変化しない。しかしながら、清算配当の場合には利益送金ではなく資本の返還であるから、海外直接投資の持ち分資本勘定の親会社への流入となるために直接投資残高の減少となる。

③企業間負債流出は、海外関連会社に対する親会社の企業間受け取り勘定純増加分のことである。それは、今年度末の企業間勘定純残高 (Net Outstanding Intercompany Account Balance) から前年度末のそれを差し引いて算出される。前年度末の純残高は、海外関連会社に対する親会社の支払勘定を超過した親会社の売上債権のことである。

したがって、海外関連会社からの親会社受取勘定増加あるい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を意味しているから、本国からの資本流出となる。たとえば、配分利益 (配当金)、利子、ロイヤルティ、ライセンス・フィーが海外関連会社から親会社に対して発生した時には、それらの金額が、もし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ために企業間負債勘定の流出 (増加) として記録される。⁽⁷⁾

次に海外直接投資のいま一つの項目である(2)評価調整額について説明しよ

う。

評価調整額は、海外関連会社の外貨建て資産・負債をアメリカ企業の場合にはアメリカ・ドルへ換算する時の為替レートの変化に対応して調整したり(FASB NO. 52のガイドラインによる)、親会社の帳簿上の取得価格と海外関連会社の簿価との差や海外関連会社の売却や清算の時の海外関連会社の簿価と実際の価格との差を調整したものである。⁽⁸⁾

以上の如く、ここでは海外直接投資の性格を理解するために、その資金構造の内容と特徴を説明してきた。それは、海外直接投資を行う多国籍企業の財務的性格を直接に表わしているといってもよいであろう。

すなわち海外関連会社は、親会社から持ち分出資と負債(長期)の両面において巨額な資本提供を受けて巨大企業として設立される。換言すれば、親会社からの直接投資は、海外関連会社にとっては自己資本と長期他人資本の調達を意味しており、特にその他人資本は、海外関連会社にとっては親会社保証付きのそれであるから、第三者からの純粋な他人資本の調達とは異なり、その用途と返済においても融通性を持った利用が可能である。しかも海外関連会社の他人資本が親会社自己資本による貸し付けの場合も多いことから、その場合には他人資本であっても企業体全体にとっては自己資本としての性格を持つと考えられる。また海外関連会社の調達資本は、持ち分所有や利益の分配、債権・債務の処理と元利返済等を親子会社間で行うことから、第三者からの調達資本と比べてその資本の利用と管理及び返済においては一段と優位性、融通性がある。このように海外関連会社は、現地企業と比べて資本調達とその運用において国際競争上、有利な方法と利用が可能である。

しかしそれは、資金的な優位性が大きいだけ親会社からの経営上の支配力と影響が必然的に強く作用すると考えねばならない。すなわち親会社は、海外関連会社に対しては一方では大株主(自己資本出資者)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、子会社や関連会社を管理、統制するであろう。また海外子会社は、公募増資をあまり行わないが、株式発行しても親会社と姉妹会社はその多くを所有する。つまり親会社は、海外直接投資によって海

外関連会社の資本構造と連結を強めてその内部蓄積を促進する財務政策を実施する。そのことは、親会社が少ない持ち分資本で、成長拡大を遂げる海外関連会社を所有、管理するという海外戦略を基本としていることを意味している。

しかしながら多国籍企業の活動は、今日まで問題なく展開されてきたわけではない。先進諸国の多国籍企業は、1973年の第一次石油危機やその後の世界的インフレ、国際通貨危機、及び79年の第二次石油危機とその後の世界経済の不況に直面するなど、戦後の資本主義経済が動揺する中で、進出、停滞、撤退を繰り返しながら成長を遂げて現代の国際経済社会の中核を占めるまでに発展してきた。先進国の多国籍企業が激しい国際競争の中で成長と発展を遂げたのも、その一つの理由として特有の財務戦略を実施できることからである。

3. 1990年代の多国籍企業の合併・買収と民営化への直接投資

(1) 海外直接投資の相互浸透

アメリカの巨大企業が、1958年のE E C成立と西ヨーロッパの経済復興を契機として大量に西ヨーロッパ市場に進出したことから多国籍企業と呼ばれるようになったことはよく知られている。その海外直接投資の形態は、製造業及び商業向け投資を中心とした市場拡大を目的としていた。また70年代には、ヨーロッパと日本の巨大企業が、活発にアメリカへ進出して行ったことから、先進諸国間で海外直接投資の相互浸透が進み、企業の多国籍化が先進諸国において共通の現象になった。また日本の企業は、80年代以降から東南アジアや中国向けの製造業投資を活発に行って生産工場をN I E S、A S E A Nそして中国に設立した。その背景には、円高、アジアの低い製造コストやアジア諸国の製造技術水準の向上さらにはアジア市場への拡大目的があったと考えられる。

ここではまず、90年代前半の世界の海外直接投資の動向を整理しておこう。

1990年以降の世界各国の共通した方向は、国内経済の規制緩和と自由化を進めていかにグローバル化に対応していくかであった。先進諸国は、日本を除いて、90年代前半には持続的な経済成長下にあったことから、各国の大企業は、相互に市場拡大を求めて海外進出を増大させていった。その結果、海

外直接投資が著しく増加し、各国の経済が統合化の方向へと進んでいった。OECDの調査によれば、OECD諸国の企業による1995年度の国際直接投資（直接投資の流出と流入）は、5,041億ドルと記録的な額に達した。内訳は、流出（投資）が2,890億ドル、流入（受入額）が2,151億ドルであった。また1996年度では流出（投資）が2,590億ドル、流入（受入額）が1,980億ドルであり前年度より若干減少したが、全体の傾向をみると80年代中頃から世界の大企業による海外直接投資と対内直接投資は、投資国及び受け入れ国の経済成長によって拡大を続けてきた。⁽⁹⁾

OECD諸国の企業の中で、1995年度の海外直接投資の最も多い国は、アメリカの955億ドルであり、OECD全体の投資額（2,890億ドル）の33%を占めている。次にイギリスが427億ドル（同14.8%）、ドイツ386億ドル（同13.3%）、日本226億ドル（同7.8%）、そしてオランダの124億ドル（同4.3%）の順であった。⁽¹⁰⁾ こうしてみるとアメリカ企業が、戦後以来、現在まで最も活発な投資家であり、特に1990年から96年までの国内経済の好景気に支えられてアメリカ企業の海外直接投資は、4,000億ドルを超えて増加した。それはOECD流出額全体の4分の1以上にあたる。⁽¹¹⁾ その投資業種は、従来から製造業が多かったが90年以降からは金融業（銀行を除く）と保険業の増加が目立つようになっている。投資先は、ヨーロッパ地域ではイギリスが多く、その他ではラテンアメリカ地域が中心である。

また日本企業の海外投資は、1980年代後半から製造業をはじめあらゆる業種で増加し、投資先もアメリカ、ヨーロッパ（特にイギリス）、そしてアジアへと拡大した。日本企業の製造業投資の急増は、円高による海外競争力低下を防ぎ、海外生産比率を高める目的があったことに加えて、国内競争の激化もその要因である。日本企業のアジア進出は、1985年の円高以降からは、中堅・中小企業の増加も目立つようになった。

表1-1は、1990年から1996年までのOECD諸国の投資の流れの純累積額（投資額マイナス流入額）を示したものである。純累積額の順位では日本が1,666億ドルと最も多く、次にドイツの1,446億ドル、アメリカ957億ドル、イギリス

表 1-1 OECD 諸国の海外直接投資の純累積額
(流出—流入, 1990—96年) 単位: 100万ドル

日本	166,634
ドイツ	144,576
アメリカ	95,693
イギリス	47,362
オランダ	38,958
スイス(90-95年)	37,368
フランス	31,103
イタリア	18,136
スウェーデン	7,647
フィンランド	7,099
韓国	6,389
ノルウェー	3,050
デンマーク	1,055
オーストリア	1,000
アイスランド	25
カナダ	-4,130
トルコ	-4,713
チェコ	-5,756
ギリシャ(1)	-6,295
アイルランド(1)	-6,317
ポルトガル	-7,871
ニュージーランド	-9,151
ポーランド	-10,864
ハンガリー	-12,717
ベルギー/ルクセンブルグ	-21,221
オーストラリア	-25,940
メキシコ(1)	-34,112
スペイン	-46,984
合計	410,024

(注) (1)の資料は流入のみの金額。

資料: OECD International Direct Investment Statistics Yearbook

出所: OECD *Financial Market Trends*, No. 67, June 1997. p. 19.

474億ドル、オランダ390億ドル、スイス(95年まで)374億ドル、フランス311億ドル、イタリア181億ドルの順であり、90年以降は日本が純累積投資額では最も多かった。つまり日本は海外投資に対して対内投資がそれだけ少ないとい

表1-2 主要国の対内直接投資の流入累積額
(1991—95年) 単位：100万ドル

1	アメリカ	194,702
2	中国	112,673
3	イギリス	81,016
4	フランス	63,455
5	ベルギー／ルクセンブルグ	49,316
6	スペイン	42,418
7	オランダ	37,397
8	メキシコ	31,991
9	スウェーデン	30,762
10	カナダ	30,373
11	マレーシア	24,335
12	シンガポール	24,161
13	オーストラリア	23,029
14	ドイツ	22,377
15	イタリア	16,736
16	アルゼンチン	16,286
17	デンマーク	13,298
18	ブラジル	12,387
19	インドネシア	11,720
20	ハンガリー	10,877
21	ニュージーランド	10,750
22	タイ	9,368
23	スイス	8,495
24	香港	8,356
25	ポーランド	8,218
26	ポルトガル	7,865
27	アイルランド	6,864
28	コロンビア	6,313
29	ナイジェリア	6,253
30	台湾	5,912
	世界	1,010,506

(注) 海外直接投資の定義は、国によって異なる。

OECD国以外は、イタリックで表示。

資料：OECD, UNCTAD, IMF.

出所：OECD *Financial Market Trends*, No. 67. p. 20.

う従来のパターンが続いており、外資受け入れでは最も少ない国である。1990年のバブル崩壊以降の日本経済の構造的な不況は、銀行の不良債権や株価の低迷などの金融システムの不安があるが、その根底にはこうした海外投資の超過による産業構造上の空洞化問題が、依然として存在していることを指摘できるであろう。

次に投資の受け入れ国（世界全体）についてみておこう。表1-2は、1991年から95年までの各国の投資流入額（累積額）を30位まで示しているが、日本以外のOECD諸国は、直接投資国であると同時に投資受け入れ国でもある。とくにアメリカの流入累積額は、5年間で1,947億ドルに達しており、世界全体の流入総額（1兆105億ドル）の19.3%を占めており、投資の受け入れ国としても第1位である。

この表1-2から明らかなことは、OECD諸国の投資流入が多いことは当然であるが、90年代の特徴は、発展途上国の流入（投資の受入れ）が増加したことである。アジアでは、中国が1,127億ドルとアメリカに次いで第2位を占めているが、これは日本からの投資の増加を反映したものである。アメリカと中国とを合わせると全体の30.4%を超えており、90年以降の両国の経済成長がいかに外国企業を誘引したかを示している。その他では、マレーシア、シンガポール、インドネシア、タイ、香港、台湾が多い。またヨーロッパでは、ハンガリー、ポーランド、そしてラテンアメリカ地域では、メキシコ、アルゼンチン、ブラジル、コロンビアが多い。日本は、投資国としては最大であるが、受け入れ国としてはこれらの国々よりも少ないことが明らかである。

OECDの報告によると、90年以降の特徴は、受け入れ額が3つの地域で増加したことを示している。一つはヨーロッパ地域であり、1994年にECをさらに拡大させ通貨・経済・政治を統合した欧州連合（EU=European Union）と中央・東ヨーロッパが増加した。その特徴は、EU域内の企業間で直接投資の相互浸透が増加したことに加えて、EU域内企業の中央・東ヨーロッパへの投資が増えたことである。第2には、アジア地域への投資の増加である。90年以降は、アジア経済の成長とともに日本とアメリカのアジア投資が増加したが、近

年の特徴は日本企業の中国投資が増大したことである。日本企業は、1980年代の後半からアジア投資を本格化しはじめたが、その投資先はNIE S（台湾、香港、韓国、シンガポール）そしてその後ASEAN諸国へと拡大したが、95年には中国への投資が増加したことから、中国への日本企業の投資は95年初めには45億ドル以上に達し、他のアジア地域よりも多くなった⁽¹²⁾。そして第3には、ラテンアメリカ地域への投資増加である。ラテンアメリカへの投資は、従来からアメリカからの投資が多いことに変化はないが、90年以降はとくにヨーロッパからの投資が増え、スペイン企業によるラテンアメリカ投資では、テレコミュニケーション分野や航空機産業、銀行業分野で民営化された部門への投資が活発になった。その他のヨーロッパ企業もラテンアメリカの自動車産業分野へ投資を増加させている⁽¹³⁾。

これら3つの投資受け入れ地域へ直接投資を行なった主要なOECD投資国をみると、1995年度では、まずアジア地域へは、日本が多く120億ドル以上（そのうち中国へは45億ドル）、次にアメリカ80億ドル、EU50億ドルであった。同じくラテンアメリカへは、アメリカが最も多く約115億ドル、EU約55億ドル、日本約15億ドルである。そして東ヨーロッパへは、EUが約76億ドルと多く、とくにドイツがこの地域では最も活発な投資を行っている。アメリカは15億ドルと少なく、日本からの投資はほとんどない⁽¹⁴⁾。

このように90年以降の世界の巨大企業による海外直接投資の特徴は、先進国間での相互投資の増加に加えて発展途上国及び社会主義国へと分散投資が著しく進んだことである。その背景は、80年代から急増したクロス・ボーダーの大型企業合併・買収（Mergers & Acquisitions）が90年代においても活発であったことに加えて、90年以降からの国営企業の民営化（Privatisation）が発展途上国及び社会主義国においても急激に進んだことからである。国営企業の民営化は、当然にその株式会社化を意味しているから、社会主義国及び発展途上国、また先進国においてもその株式取得のための直接投資とその投資流入を増大させることになる。そのために海外直接投資とその受け入れの自由化と規制緩和が各国内市場で著しく進んだ。その結果、各国の経済がより一層統合化の方向

を取りはじめたが、その中核に多国籍企業の活動が位置しており、それが、今日の市場経済化と国際経済のグローバル化を一層促進させたといえるのである。

(2) 大型企業合併・買収

90年代の多国籍企業による海外直接投資の増加は、各国が国内の経済発展のために自由化、規制緩和、そして民営化を進め、さらに発展途上国が経済成長を目的として外資の受け入れを積極的に行ったことから、各国の経済が一層統合化の方向を強めて、そのことが企業の海外直接投資の機会を拡大し、大企業の国際競争を一層加速させたことによるものである。そこにおける多国籍企業の行動は、一方ではクロス・ボーダーの企業合併・買収と、他方では各国の国営企業の民営化によって頻繁に行われた合併投資、株式投資の増加に象徴されている。

企業のM&Aは、1980年代にアメリカ国内における企業のリストラクチャリング(事業再構築)の過程において、事業分割(divestiture)、敵対的買収(hostile takeover)、さらにはジャンク・ボンド(junk bond)を利用したLBO(leveraged buyout)、経営者によるMBO(management buyout)や公開株式会社の私企業化(going private)といった各種の合併・買収方法とその防衛方法が考え出されたことから増加しはじめ、それが企業の成長戦略として定着したことはよく知られている。90年代のクロス・ボーダーの合併・買収の特徴は、多角化というよりも、生産における規模の経済性の追求、研究開発力の向上、流通ネットワークの拡大を通じた売上高の増加を目的としており、主に同業種間で、多くの大型合併・買収とジョイント・ベンチャーが行われていることである。被合併企業の多い国は、イギリス、アメリカ、中国そしてロシアなどであるが、他方、ドイツ企業は、95年にアメリカやイギリスおよび東・中央ヨーロッパで活発に合併活動を展開した⁽¹⁵⁾。

世界全体の企業買収の業種をみると、医薬品・製薬、テレコミュニケーション、投資銀行、電気、ガスと水利事業、食料品などの事業分野が多い。例えば

医薬品・製薬関係では、1995年に Hoechst（ドイツ）が Marion Merrell Dow（アメリカ）を71億ドルで買収、Pharmacia（スウェーデン）が Upjohn（アメリカ）を買収、Rhone Poulenc（フランス）に支配（68%）された Rhone Poulenc Rorer（アメリカ）が Fisons（イギリス）を買収、BASF（ドイツ）が Boots Pharmaceuticals（イギリス）を買収したことなどである。⁽¹⁶⁾ またテレコミュニケーション分野では、非OECD諸国における民営化によって買収が増加した。例えば、Telefonia（スペイン）の国際子会社が、アルゼンチン、チリ、コロンビア、ペルー、プエルトリコ及びベネズエラの現地テレコミュニケーション企業の経営権（stake）を6.4%から79%の範囲で取得した。このような民営化企業への外国投資は、中央・東ヨーロッパにも拡大し、オランダとスイスの協調融資団がチェコの SPT Telecom の経営権を27%所有、またドイツの Deutsche Telecom とアメリカの Ameritech が、1993年にハンガリーのテレコミュニケーション企業 Matav の経営権を30%取得した。⁽¹⁷⁾

このように90年代には、企業のクロスボーダーでの合併・買収の資本投資が増加したが、すでに示したように投資国（home country）であり受け入れ国（host country）でもある最大規模の国は、アメリカとイギリスであり、両国間での相互投資が最も活発に行われている。相互投資がなぜ行われるのかの理由が国際経済学の分野でしばしば議論されているが、OECDは、その理由としてアメリカとイギリスが、共通の言語（英語圏）であることと、発展した株式市場を背景にして経営文化（business culture）が同じであることを指摘している。⁽¹⁸⁾ イギリスとアメリカの企業経営では、経営財務論および経済学においては、企業の目的が株主の富極大化、すなわち株価極大化におかれていることは通説になっており、このような共通性が存在することは事実である。両国は、資本市場が今世紀初頭から資本調達市場としてだけでなく経営権取得市場として発達し、特に戦後は敵対的M&Aの市場として拡大してきた。それに対して日本は周知の如く戦後の貿易と資本の自由化、高度経済成長の過程で企業間での株式相互所有が進み、株式所有の法人化、機関化現象が極端に進行し株式相互持合いを通じて企業集団を形成したことが、クロスボーダーの敵対的M&Aを

皆無にしている。もともと日本は金融市場が資本調達のかなりのウェイトを占めており、企業と銀行の関係が金融システムの土台を形成しているために、それが資本市場の発展を阻害していた側面を持っていたこともその理由の一つである。

しかしながらアメリカとイギリスの資本の相互浸透は、OECDが主張するような共通性の理由だけではないであろう。企業の国際的なM&Aは、それらの共通性を越えて進むと考えねばならない。たとえばアメリカとイギリスは、広大な消費市場を抱えており、また高度の技術開発力を持った優良企業が多く存在しており、それだけに企業活動の機会が多いことなどを考慮すべきであろう。つまり現実の企業のM&Aは、自社の存続をかけて、売上高の増大、技術開発力の強化、部品や原材料及び販売網の共有化による費用の削減、市場の拡大等を目的に行われ、両社に合併の相乗効果の可能性が存在する場合に実施されるのである。従ってその投資行動においては、経営文化の共通性が存在しなくても、またその環境の異質性が存在していたとしても、それらを乗り越えて経済的合理性、効率性が追求されるのである。

例えば、1998年5月に発表されたダイムラー・ベンツとクライスラーの国際的な大型合併による新会社ダイムラー・クライスラーの誕生は、言語も経営文化も異なるドイツとアメリカを代表する世界最大の多国籍企業同士の合併であった。発表によると、合併の株式交換比率は、クライスラー株一株に対し新会社株0.547株、ダイムラー株一株に対し新会社株一株であり、新会社の株式所有比率は、クライスラー株主が約43%、ダイムラー株主が約57%を所有するという。取締役会が株主利益を重視するアメリカと、従業員代表が経営に参加するドイツの監査役会というトップマネジメントの組織構造上の差異をどのように調整し統合するかが新会社の今後の課題ではあるが、両企業はそうした経営文化・企業環境の違いを越えて合併という方法により今後の国際競争に対応した企業戦略をとった。クライスラーは97年度の売上高の89%をNAFTA(北米自由貿易協定)圏で取得しており、ヨーロッパでは3%程度であった。他方のダイムラーは、売上高の65%をヨーロッパで上げておりNAFTAでは

17%である。両社の合併によって新会社の売上高は、1,300億ドルに達し、GM、フォードに次いで世界で第三位の総合自動車メーカーになるといわれている。⁽¹⁹⁾ダイムラーにとってこの合併は、EU市場内の飽和状態が迫る中で北米、アジアへの市場拡大を図るという狙いがあった。他方、クライスラーは、売上高の低迷によりフォーブス誌(Forbes, July 28 1997)による世界の最優良企業500社の中で、96年では41位と低く自動車業界では高い評価ではなかった。そこで両社は合併によって、グローバルな生産、開発、販売体制を確立し、規模の利益を追求した世界戦略にかけたといえる。

またダイムラーは、日産ディーゼル工業に資本参加し、日本、アメリカ、アジアで生産している小型商用車技術の生産において、日産から技術供与を受けることが決定していた。ダイムラーは、日産ディーゼル工業の経営権取得を目指しており、TOB(株式公開買い付け)による株式取得の意向を強く持っていた。⁽²⁰⁾それは、ダイムラーの日本を拠点にしたアジア市場進出の戦略であったが、しかしその後、ダイムラーはアメリカ市場で販売の下落が続く日産への出資を打ち切った。その後、日産はルノーと資本提携を結び、ルノーからの資本注入で再建をはかることを決定した(1999年3月)。また99年4月には、日本たばこ産業によるRJRNビスコの海外たばこ部門の買収が決定するなど、日本企業の国際的な合併・買収、企業連合が活発になっている。

このように多国籍企業による国際的な合併・買収は、90年代において社会主義国、発展途上国をも含めて各国経済が統合化の方向を強める中で、今後さらに増加するであろう。EU域内、及びアメリカ国内で大型合併・買収が増加し、その中での企業相互の競争がそれらの市場の狭隘化が予想される中で一層強まったことから、巨大企業が、売上高増大、技術開発、市場拡大を目的に一段と国際競争を強めたことが海外直接投資を増加させた理由である。

そこで次に、投資とその受け入れにおいて最大規模のアメリカにおける企業合併・買収についてみておこう。表1-3は、Mergerstat Review誌の調査によるアメリカ企業が関係したM&A(クロスボーダー取引を含む)の状況(1990~96年)を示している。公表されたM&A件数は、過去三年間に急増をはじめ、

表1-3 アメリカ企業の関係したM&A

年度	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
公表されたM&A件数	2,302	2,258	2,366	2,074	1,877	2,574	2,663	2,997	3,510	5,848
取引価格(単位:10億ドル)	163.7	246.9	221.1	108.2	71.2	96.7	176.4	226.7	356	495
1億ドル以上の取引	301	369	328	181	150	200	242	383	462	640
支払方法(%)										
現金	41	56	46	40	34	22	25	26	27	34
株式	34	21	30	31	34	40	40	39	37	37
債券	24	22	23	28	31	37	35	34	36	28
併用	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1
M&A形態(件数)										
事業分割	807	894	1,055	940	849	1,026	1,134	1,134	1,199	1,702
公開株式会社の買収	286	462	328	185	148	227	221	344	447	478
未公開株式会社の買収	855	836	367	821	757	1,119	1,127	1,324	1,610	3,137
外国企業買収(1)	142	151	220	266	244	403	400	399	483	837
アメリカ企業買収(2)	220	307	285	266	188	167	190	219	218	333

(注) (1) は、アメリカ企業による外国企業買収であり、事業分割を含んでいる。

(2) は、外国企業によるアメリカ企業買収であり、事業分割を含んでいる。

出所: Houlihan Lockey Howard & Zukin MERGERSTAT REVIEW 1997, pp. 158~59.

表1-4 アメリカ企業によるクロス・ボーダーの企業買収の件数

年度	買収件数		アメリカ企業による外国企業の買収			外国企業によるアメリカ企業の買収		
	買収		事業分割		内居住企業		海外居住企業	
	過半数以上所有	少数所有	外国居住企業	国内居住企業	年度	内居住企業	海外居住企業	
1987	142	84	6	27	25	171	49	220
1988	151	64	8	46	33	265	42	307
1989	220	116	14	61	29	248	37	285
1990	266	128	23	57	58	225	41	266
1991	244	123	26	56	39	145	43	188
1992	403	202	51	95	55	122	45	167
1993	400	181	65	91	63	142	48	190
1994	399	195	58	99	47	169	50	219
1995	483	254	54	94	81	176	42	218
1996	837	531	42	173	91	279	54	333

出所：表1-3と同じ。p. 46およびp. 79.

1996年では前年度比67%増の5,848件に増加した。また買収総額は、前年度比の38%増の4,950億ドルにも達した。また1億ドル規模のM&A件数も前年度比27%増の640件にも達しており、さらに10億ドル以上の規模では前年度の74件から96年度には94件へと増加した。このようにM&A件数、規模ともに96年では過去最高に達している。

合併・買収方法は、現金（内部資金と借入金）、株式取得（普通株と優先株の利用）、負債（普通社債、転換社債の利用）、そしてそれらの併用（combination）に分けられるが、現金買収よりも株式取得が増加傾向にあることが明らかである。90年までは現金買収が多かったが、90年以降からは株式取得による買収が増えた。これは、90年以降のアメリカ経済の好調の中で株価の急上昇と関係が深いと考えられる。つまり高い株価が株式交換方法による買収を容易にするからである。高株価が企業の将来の成長性を表示しているから、買収後の発展の可能性がそれだけ多く存在するという認識が合併・買収を誘発すると考えられる。

合併・買収形態は、「事業分割」、「公開株式会社の買収（Publicly Traded Sellers）」、「未公開会社の買収（Privately Owned Sellers）」、「アメリカ企業による外国企業買収（Foreign Sellers）」、「外国企業によるアメリカ企業買収（Foreign Buyers）」に分けられる。それぞれの内容は、Mergerstat Review誌によると、まず「事業分割」とは、事業部門または子会社の取得、MBO及び少数持ち分権購入のことである。それは国内・国外の企業、株式公開・未公開会社のそれを含んでいる。「公開株式会社の買収」は、株式公開している企業の買収であり、テNDER・OFFER（Tender Offers）と法令に基づいた買収であるが、外国企業の少数持ち分権購入と外国企業の買収は含まれない。「未公開会社の買収」は、証券が株式取引所または店頭市場で取り引きされていない企業の買収であり、外国企業買収または未公開会社の事業分割は含んでいない。「アメリカ企業による外国企業の買収」は、外国企業の事業分割とMBO、それに少数持ち分権取得を除いたすべての外国企業買収のことである。すなわちそれは、外国居住企業の買収または外国企業の株式の過半数以上の取得を意味する。しかし表

1-4では、外国企業の事業分割の件数がそれに含まれている。

そこで次に、アメリカ企業が関係した「クロスボーダーのM&A」(1987~96年)をみてみよう。

表1-4は、アメリカ企業が買収した外国企業の件数と外国企業が買収したアメリカ企業の件数を示している。

アメリカ企業による外国企業買収は、表1-4にみるように、1996年では837件に急増した。前年度比で73.3%も増加している。その内訳は買収が573件、事業分割が264件である。買収では、少数所有権取得(Minority Interest)が減少したのに対して、経営権の過半数以上所有(Controlling Interest)が圧倒的に多くなり、その増加率も前年度比109%増の531件にも達したことが明らかである。⁽²²⁾また事業分割では、アメリカ企業による外国居住企業の事業取得件数が国内居住企業のそれよりも常に多く、96年では173件と急増している。アメリカ企業が買収した外国企業の業種を、買収金額の多い順にみると、1996年では電気・ガス・水道及びサニタリー・サービスが152億ドルで最も多く、次にレジャー・娯楽業種が39.4億ドル、各種サービス(Miscellaneous services)が38.5億ドル、エネルギー・サービスが30.3億ドルであり、これら4業種で外国企業買収総額(516億ドル)の50%以上を占めている。⁽²³⁾

アメリカ企業による外国企業買収を国別にみてみよう。表1-5がそれを示している。

国別にその買収金額をみると、イギリス企業の買収が常に多く、とくに1995年には前年比262%増の149億ドルにまで達した。さらに96年には164億ドルと金額、件数ともに過去最高であり、アメリカ企業によるイギリス企業買収がこの2年間でいかに増加したかが明らかである。全体の買収金総額は、95年には前年比183%増の498億ドルへと増加し、さらに96年には516億ドルに達した。そのうちの32%がイギリス企業買収に投資されており、アメリカ企業のイギリス進出がいかに活発であったかが明らかである。その他では、カナダ、フランス、香港、バミューダ、オーストラリア、ブラジル、オランダが多く、全体としてはヨーロッパの企業の買収が多いことと、この2年間にそれが増大し

表 1-5 アメリカ企業の関係した M&A の国別金額と件数

(買収金額100万ドル以上の上位20カ国)

アメリカ企業の外国企業買収					単位:100万ドル	
被買収国/年度	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	
イギリス	3,983(37)	4,266(31)	4,114(25)	14,892(54)	16,386(89)	
カナダ	2,371(21)	1,220(18)	5,001(36)	5,782(41)	7,090(60)	
フランス	586(11)	1,051(9)	749(14)	8,330(21)	3,339(21)	
香港	107(1)	189(2)	114(4)	168(3)	3,308(4)	
バミューダ	0	0	0	87(2)	2,397(3)	
オーストラリア	1,376(7)	221(5)	308(3)	6,770(16)	2,341(16)	
ブラジル	100(1)	52(2)	0	0	2,118(5)	
オランダ	153(3)	403(7)	396(3)	200(1)	2,103(13)	
スイス	29(2)	176(5)	94(3)	577(7)	1,847(10)	
ノルウェー	1,660(2)	4(1)	70(3)	251(3)	1,540(2)	
メキシコ	7(2)	1,914(8)	352(5)	384(8)	1,435(9)	
ドイツ	552(7)	642(9)	2,367(10)	239(7)	1,013(18)	
イタリア	137(5)	445(6)	1,493(8)	605(7)	893(4)	
日本	160(2)	30(1)	703(3)	128(4)	888(3)	
スウェーデン	286(5)	462(6)	260(3)	7,093(3)	711(10)	
アルゼンチン	0	20(1)	202(3)	215(3)	660(9)	
フィンランド	0	70(1)	0	195(1)	500(3)	
ベルギー	0	3(1)	0	2,532(3)	499(3)	
イスラエル	273(4)	0	83(3)	290(6)	358(10)	
ペルー	0	0	307(2)	0	338(2)	
外国企業のアメリカ企業買収					単位:100万ドル	
買収国/年度	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	
イギリス	1,172(18)	7,061(31)	14,111(33)	6,856(25)	34,016(48)	
ドイツ	882(5)	669(4)	1,095(8)	8,632(9)	11,363(9)	
カナダ	666(18)	1,247(18)	2,424(28)	2,552(30)	8,755(44)	
オランダ	37(2)	841(2)	630(4)	2,097(4)	7,078(9)	
日本	1,210(6)	131(4)	300(5)	4,853(6)	2,914(10)	
フランス	3,677(4)	85(2)	3(1)	1,148(9)	2,728(5)	
オーストラリア	0	184(4)	1,910(7)	3,662(6)	2,556(3)	
アイルランド	16(1)	0	53(1)	66(5)	844(5)	
南アフリカ	0	0	1,480(1)	0	400(1)	
香港	0	248(1)	0	180(3)	359(2)	
イスラエル	37(2)	356(8)	83(5)	20(1)	301(2)	
スイス	35(2)	0	11,623(8)	3,054(6)	300(1)	
イタリア	0	0	0	1,898(3)	260(1)	
ヴェネズエラ	39(1)	0	0	18(1)	250(1)	
バーレーン	0	0	285(1)	0	250(1)	
フィンランド	10(1)	0	0	352(1)	220(2)	
バハマ	0	7(1)	5(1)	0	200(1)	
スウェーデン	71(1)	3(1)	60(1)	1,381(4)	185(5)	
ベルギー	500(1)	40(1)	0	187(1)	151(3)	
マレーシア	0	118(5)	7(1)	0	130(2)	

出所:表1-3と同じ。83及び85ページ。

(注) 1. カッコ内数字は件数

ていることが示されている。買収金額の大きいケースでは、アメリカの電力供給会社 Southern Co. が香港の電力供給会社 Hopewell Holding Ltd. の子会社 (Consolidated Electric Power Asia) の持ち分 80% を 27 億ドルで取得 (事業分割) したこと、および General Public Utilities Corp. と Cinergy Corp. がイギリスの電気会社 Midland Electricity PLC. を 26 億ドルで買収した⁽²⁴⁾ことである。

そこで次に、外国企業によるアメリカ企業買収をみてみよう。

表 1-4 に示されているように、外国企業によるアメリカ企業買収は、96 年には前年比 53% 増の 333 件に増加した。アメリカ国内企業の買収が海外居住企業よりも常に多く前年よりも 100 件以上も増加し、外国企業のアメリカへの買収投資が活発に行われたことが明らかである。またその買収金額も 96 年には 735 億ドル (95 年 395 億ドル) と前年比約 2 倍に増加し、しかも 10 億ドル以上の買収件数も 95 年の 10 件から 96 年には 24 件に増加し、企業買収の大型化が明らかになっている。その業種を買収額 100 万ドル以上でみると、96 年ではコミュニケーション業 (217 億ドル) が最も多く、買収総額 735 億ドルの 30% にも達している。その次には保険業 (64 億ドル)、小売業 (49 億ドル)、健康・医療サービス業 (47 億ドル)、自動車部品・装飾業 (39 億ドル)、卸売・流通業 (37 億ドル)、印刷・出版業 (35 億ドル)、各種サービス業 (35 億ドル)、化学・塗料業 (31 億ドル) などが買収額 30 億ドル以上の業種⁽²⁵⁾である。

外国企業によるアメリカ企業買収を、金額の多い国別でみると表 1-5 に示されたように常にイギリスが最大である。イギリス企業のアメリカ企業買収は 1996 年では 340 億ドルにも達しており、買収総額 735 億ドルの実に 46% 以上にも達している。次に多い国は、ドイツ (114 億ドル)、カナダ (88 億ドル)、オランダ (71 億ドル)、日本 (29 億ドル)、フランス (27 億ドル)、オーストラリア (26 億ドル)、アイルランド (8 億ドル) であった。スイスは 94 年に 116 億ドル、95 年 31 億ドルと巨額であったが 96 年は 3 億ドルにとどまった。このようにアメリカ企業を買収した外国企業をみると、表 1-4 と 5 から明らかなように、主に先進国の企業が多く、しかもアメリカ国内企業を買収するケースが多いことが明らかである。既に述べたように、業種では、コミュニケーション業への買収投

資が全体の30%以上を占めているが、それは、イギリスのテレコミュニケーション企業 (British Telecommunication PLC) がアメリカの企業 (MCI Communication Corp.) を216億ドルで買収したことによるものである。これは、公開株式会社の買収では最大のものであった。また1996年度の事業分割で最大規模は、ドイツの製薬会社 Fresenius AG が Grace (W.R.) & Co. の事業部 (National Medical Care Unit) を44億ドルで取得した⁽²⁶⁾ことである。

本論文末の補足資料に示したように、1990年代には、企業の合併・買収は国際的な規模で拡大傾向を示しており、特に1996年度にはアメリカ企業が関係(買収・被買収)した買収総額は、4,949.5億ドルに達する。そのうちで5億ドル以上の買収件数は、49件の3,474.3億ドルにも達しており、買収総額の70%を占めている。合併・買収がいかに大型化し、しかも同業種間でのクロス・ボーダーで活発化したかが明らかである。このような国際的な大型合併・買収活動が多国籍企業の経営・財務戦略に組み込まれて展開されているが、それは、文化や体制の差異を超えて進む。一方では、各国間の経済関係が自由化、規制緩和の過程で緊密化し市場拡大の機会を企業に創出した。また他方では金融・資本市場の国際化が海外資本調達と海外資本投資を促進し企業資本の国際的循環の信用基盤を形成したからである。

(3) 国営企業の民営化と海外直接投資

世界の多国籍企業による1990年以降の海外直接投資の増加は、一方ではすでに述べたように国際的な大型M & Aと、他方では先進国及び発展途上国でみられた規制緩和や自由化が進む中で展開された国営企業 (State Owned Enterprises) の民営化をその要因としている。

国営企業の民営化は、国家及び政府系企業の民間への売却によって企業の所有権が公的機関から民間部門へ移行することを意味している。それは同時に政府による民間への株式発行を伴うが、それは新規公開公募 (IPO = Initial Public Offering) で行われるのが一般的である。すなわち換言すればそれは、国営企業の株式会社化であるから、大量に発行された株式に対する世界各国の投資家に

よる株式投資の増加と株式市場の拡大が生ずることから、それが企業にとって直接金融（特に株式金融）の比重増大と海外直接投資の増加をもたらしたといえるであろう。

国営企業の民営化が最初に実施されたのは、1957年にドイツ連邦共和国においてアデナウアー政権（Adenauer Administration）が民営化を実施したことからである。この当時の国営企業の民営化はまだ一般的ではなく、それは“Denationalization”と言われていた。ドイツにおける最初の大規模な民営化は、1961年にドイツ政府が、自動車会社フォルクスワーゲンと1965年に鉱山・重工業のVEBAを公開株式公募（public share issue）したことに始まる。

Meggison, Nash, Randenborgh は、世界の民営化企業の財務成果を、民営化の前と後とで比較しているが、彼らの調査によると、フォルクスワーゲンが第一回目の株式公開公募（61年）では12億6,000万DM（3億1,500万ドル）を調達し、第二回目（88年）では11億4,000万DM（6億7,200万ドル）を調達して完全に民営化された。またVEBAは、第一回目（65年）の株式公開公募で8億2,500万DM（2億6,000万ドル）、第二回目（87年）に25億DM（13億8,000万ドル）で売却された。⁽²⁷⁾ この2社のIPO方式による民営化によって、ドイツでは株主数が50万人から300万人へ増加したといわれている。⁽²⁸⁾

国営企業の民営化が各国で普及するようになるのは、70年代後半にイギリスでサッチャー政府（Thatcher government）が大規模な民営化計画（privatisation program）を実施し、それが成功したことからである。Denationalizationに代えてprivatisationという用語を用いるようになったのもサッチャー政権においてであった。とくに1984年11月のBT（British Telecom）の民営化は過去最大規模であり、国内外の投資家の強い株式投資需要をもたらした。その株式発行額39億ポンド（48億ドル）は、イギリス国内で新規株主225万人を創出した。その後、BTは2回目の発行で54億ポンド（98億ドル）を調達した。⁽²⁹⁾ イギリスはサッチャー政権以来、BP（British Petroleum）をはじめとして多くの国営企業を積極的に民営化し、1991年までに新規株式公募による民営化の調達総額は約517億ドルに達した。⁽³⁰⁾

1980年代の後半には、イギリスに次いで民営化が活発に行われたのはフランスであった。フランスは1980年代後半から大規模な民営化計画を実施しはじめた。1986年3月以降から、シラク政権（Chirac government）は、国営の産業と金融業あわせて11社をわずか15ヶ月間に147億ドルで民営化した。主な企業は、St. Gobain（建設資材、21億ドル）、Paribas（金融、27億ドル）、Societe Generale（金融、36億ドル）、Compagnie Financiere Suez（金融、30億ドル）などであり、11社の株式公募総額は148億ドルに達する。⁽³¹⁾これらの企業のうちで、Elf Aquitaine（石油、5億ドル）以外は、すべて100%民営化された。なお日本とアメリカは、民営化の数は少ないが、日本の場合には、1987年のJR（日本国有鉄道）の3,600億円（26億ドル）、NTT（日本電信電話公社）の3回の発行総額10兆9,725億円（778億ドル）と巨額であった。また市場経済が成熟しているアメリカでは、民営化された企業は少なく、鉄道業のConrailの165億ドル⁽³²⁾だけであった。

このように世界各国の民営化の動きは、1980年代後半からは先進国だけでなく発展途上国（主に南アメリカ、東南アジア、アフリカなど）に拡大し、さらに90年代には東・中央ヨーロッパの社会主義諸国、およびEU域内へと広がりを見せた。国営企業の民営化の理由は、基本的には各国政府の財政的理由が最も大きい。国家財政が逼迫する中で財政支出削減の必要から国営企業を売却する方法がとられる。そのための株式公開公募が資本市場の発展を促進し、市場経済化に対応する最善の方法と考えられている。非効率に陥っている国営企業の収益性、経営の効率性を向上するには、民営化によって市場競争、市場原理に委ねることであった。各国の経済が統合化され緊密化された国際経済環境のもとで、経済競争が一段と強まる中では、一方では民営化によって合理化を実行し、その効率化を図り、他方では雇用の増大をはかり経済成長を達成することが必要であった。このような民営化は、大量の株式発行を伴うことからそれが資本市場の発展を促進するものであると考えられており、そのことが市場経済に対応する最善の方法と考えられていた。このように民営化は、企業の所有権を民間へ移転し国営企業を株式会社化することから、政府はその債務保証から開放

表1-6 民営化による調達資本額の国別分類 1) 単位 100 万ドル

国 / 年度	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997p
オーストラリア	19	1,042	1,893	2,057	1,840	8,086	9,053	16,804
オーストリア	32	48	49	142	700	1,035	1,300	2,020
ベルギー	—	—	—	956	549	2,681	1,221	1,610
カナダ2	1,504	808	1,249	755	490	3,998	1,769	—
チェコ3	…	…	…	…	1,077	1,205	994	652
デンマーク	644	—	—	122	229	10	366	45
フィンランド	—	—	—	229	1,166	363	911	825
フランス	—	—	—	12,160	5,479	4,136	5,099	7,837
ドイツ4	—	325	—	435	240	—	13,273	3,195
ギリシャ	…	…	…	35	74	44	529	1,734
ハンガリー	38	470	720	1,842	1,017	2,813	1,157	1,873
アイスランド	…	…	21	10	2	6	—	4
アイルランド	—	515	70	274	—	157	293	—
イタリア5	—	—	—	1,943	6,493	7,434	6,876	26,750
日本	—	—	—	15,919	13,773	—	6,379	4,009
韓国	—	—	—	817	2,435	480	1,866	465
ルクセンブルグ	—	—	—	—	—	—	—	—
メキシコ	3,122	10,757	6,859	2,503	766	167	73	2,689
オランダ	716	179	—	780	3,766	3,993	1,239	831
ニュージーランド	3,895	17	967	630	29	264	1,839	—
ノルウェー	—	—	—	287	118	510	660	—
ポルトガル	1,092	1,002	2,217	122	1,123	2,343	3,095	7,812
ポーランド	35	171	384	438	734	1,100	1,442	2,041
スペイン6	172	—	821	3,222	1,458	2,910	2,679	12,450
スウェーデン	—	—	378	252	2,313	852	785	1,055
スイス	—	—	—	—	—	—	—	—
トルコ	486	224	423	546	412	515	—	466
イギリス7	12,906	21,825	604	8,523	1,341	6,691	7,610	3,276
アメリカ	—	—	—	—	—	—	—	—
OECD全体	24,660	37,382	16,655	55,296	47,625	52,825	70,800	98,446
(EU15カ国)	15,562	23,894	4,139	29,494	24,932	32,681	45,277	69,410
OECD以外8	5,078	10,413	19,845	23,976	18,111	21,115	27,911	55,000
世界全体	29,738	47,795	36,500	79,272	65,736	73,940	98,711	153,446

(注) … 金額不明, — 100 万ドル以下, p 暫定額

- 金額は民営化による調達額。数字は暦年ベースで表示されており、政府予算額には加算されていないために政府発表の純額とは必ずしも一致しない。1997年の修正データはこの表に含まれている。
- 1997年の連邦政府民営化はなかった。
- 1991-93年の累積額は22億2,400万USドル。
- 大口投資家 (trade sales) に関する情報は利用不能。
- 1996年には20億5,500万USドルの転換社債発行 (INA企業); 96年に間接的民営化により26億5,800万USドル, 97年には同じく6億2,000万USドル調達。
- 1997年は政府資料とOECDの推定額。
- 1990/91年から96/97年までの年度の負債売却は53億4,700万ポンド, 79億2,400万ポンド, 81億8,900万ポンド, 64億2,400万ポンド, 24億3,900万ポンド, 45億ポンドに達する。
- 1996年まではWorld BankとSBC Warburg, 97年は国連による推定値。

資料: 他に指示がない場合には National statistics。

出所: OECD *Financial Market Trends*, No. 70, June 1998, p. 150.

される。したがって民営化企業は、負債を削減し債務比率を改善するために、より以上に内外の資本市場に資本調達領域を拡大するようになる。結果として民営化は資本調達において資本市場への比重を高めるが、それも債券よりも株式市場への依存のウェイトを増大するようになる。

民営化の傾向は1990年代以降から一段と活発になったが、その状況を次にみておこう。表1-6は90年代の各国の民営化による調達資本額の推移である。

OECDを含む世界29カ国の民営化による収入は、1997年では前年比55%増の1,534億ドルへと記録的な増加を示した。OECD諸国の民営化収入の全体に占める比率は92年を除いて70%以上であったが97年には64%に低下し、OECD以外の国々の民営化が増加したことが明らかである。

表1-6から1997年の民営化の状況を示しておこう。

民営化収入の最大規模は、イタリアの267億5,000万ドルである。通信業ではTelecom Italiaの所有権約45%（149億ドル）の売却、石油・ガスのENLの所有権17.6%（78億ドル）の売却であり、後者はこの年の世界の石油・ガス業民営化では第3位の規模であった。⁽³³⁾次いでオーストラリアは、前年度より2倍近い増加を示し168億ドルの規模であった。その金額の3分の2は、Telstreの所有権33.1%をIPO方式によって109億ドルで売却したものである。その株式の21%を国内の機関投資家が所有し、一般投資家が60%を所有した。またイタリア最大の発電所Loy Yang Aが協調融資団Horizon Energy Consortiumに38億ドルで買収されたが、これは、世界のエネルギー分野では最大の取り引きであった。⁽³⁴⁾またスペインの民営化収入125億ドルはイタリアに次ぐ世界で第3位の規模であったが、Telfonicaの公募価格44億ドルは120万人以上の投資家を引き付け、97年の最大取り引き10件の内の第7位の規模であった。またEndesaの公募は45億ドル、鉄鋼メーカーAceraliaの所有権59%の公募は22億ドルに達した。⁽³⁵⁾

フランスの民営化の収入78億ドルは、世界の通信事業で第4位のFrance Telecomの所有権が約21%売却（1997年10月）され、その金額71億ドルがIPO方式で行われたことが大きな比重を占めている。またポルトガルは、IPO

方式による Electricidade de Portugal の所有権 30% を 23 億ドルで売却したが、公募に際しての価格決定は、柔軟性を付与する目的からブック・ビルディング方式で行われた。⁽³⁶⁾ ブック・ビルディング方式(需要積み上げ方式)とは、日本では 1993 年から採用されているが、公募増資において投資家の需要を考慮して適正に募集価格を決定するために、あらかじめ投資家に一定条件を示した上でその需要状況を踏まえて発行価格を決定する方法であり、できるだけ適正な株価形成が行われるようにすることを目的としている。またドイツでは、Lufthansa の所有権 37.5% が売却されたが、これは Deutsche Telecom に次ぐ第 2 位の規模であり、国内外の資本市場から 27 億ドルを調達した。⁽³⁷⁾ また日本では、JR 東海の約 40 億ドルが 97 年の売却ではアジアの金融危機前の最大取り引きであった。⁽³⁸⁾ さらに OECD 以外の国では、ロシアでの民営化取引が大きい。とくに通信事業の Svyazinvest の 25% の売却は、18 億ドルに達し現地の Unexim bank を中心とするグループに取得され、またその他では石油会社の Aktyubinskneft の 40 億ドルの売却による民営化が最大規模の取り引きであった。⁽³⁹⁾

このように世界各国において 90 年代に至ってから大規模な民営化が実施されたが、この傾向は 98 年においても拡大の様相を呈している。98 年には、イタリアは巨大電力会社 ENEL の売却を 156 億ドルで予定しており、その他では Alitalia、第 4 位の投資銀行 Banca Nazionale del Lavoro、それに Aeroporti di Roma などである。またスペインは、Argentaria Bank の株式 29% 以上 (24 億ドル) の公募、ドイツは、Postbank の株式 75% を IPO 方式により 18 億ドルで売却し、また Deutsche Telecom の株式 7.5% をフランスの France Telecom 社と交換する方向である。⁽⁴⁰⁾ また民営化に積極的なフランス政府は、Air France の株式 47% を売却、それに国営銀行 Credit Lyonnais を、ヨーロッパ委員会 (European Commission) とフランス政府との交渉により民営化することを既に決定している。⁽⁴¹⁾ その他の国では、オーストラリアは今後 2 年間でマルチメディア、防衛産業、放送事業、商業施設の分野で 105 億ドルの民営化を計画しており、またブラジル政府は、98 年に 320 億ドル、99 年には 220 億ドルの民

営化を予定している。⁽⁴²⁾

このように世界の民営化の動向をみると、通信業、輸送業（航空、鉄道）、電力業の分野が多いことが明らかである。とくに通信業、輸送業は国際競争の激しい分野であり、常に新技術の導入や技術の改善の必要性が高い分野である。それだけに国営企業を民間に委ねて市場競争原理のもとで経営することによって、投資の多角化や国際競争のレベルを向上させる目的から、世界各国において民営化が実施されたといえる。しかし民営化の目的が政府の財政負担の軽減や収入増だけではなく、それがその国の雇用水準の増加と経済成長に結びつかねば意味がない。ここでは企業の財務的観点からその効果を議論しておこう。

民営化は大量の株式発行を伴うことから、新規株主数を増加させることによって株式時価総額（market capitalization）、株式取引量、市場流動性をたかめて資本市場をより発展させる。⁽⁴³⁾それは、資金循環においては間接金融から直接金融への移行をもたらす。民営化に際しての重要な問題はその株式の募集価格の決定についてである。政府は、民営化後の配当利回り、将来の利益とその現在価値の予測のもとに募集価格の計画を立てるであろうが、その方法はその国の資本市場の規模や企業のリストラクチャリングの程度いかんによる。OECDによれば、募集価格の決定は、通常はIPO方式と私募（private offering）あるいは大口投資家に対して直接的な取引販売（trade sale）で行われる。IPO方式は、発展した資本市場の存在を前提とするが募集価格を設定する場合には、今日ではできるだけ適正な価格形成のためにブック・ビルディング方式で行われるようである。また後者の私募または取引販売は、主に民営化企業に対して経営上の支配を行使する目的をもつ戦略的投資家に対して行われる。したがって、OECDは、IPO方式は資本市場が成熟しているOECD諸国で行われる一般的な募集方法であるのに対して、私募または取引販売はポスト社会主義国または大規模に市場経済化が必要な発展途上国などにおいて行われていることを指摘している。その理由は、後者の国では資本市場が未発達であり、さらに民営化企業がより早期にリストラクチャリングを必要とすることからである。⁽⁴⁴⁾

以上のように、90年代以降世界各国において大規模な民営化が実施されているが、今後の問題は、民営化による大量の株式発行が各国の金融システム、とくに資本市場に少なからずインパクトを与えることである。各国の資本市場がそれぞれにどれだけの民営化株の吸収力を持っているかということである。民営化を実施する政府の課題は、大量の株式を吸収する基盤を形成することにあるが、OECDはそのための政策として国内外の機関投資家達（保険会社や年金基金など）の投資環境を規制緩和を行うことによって拡大し、彼らの国際証券投資を育成すべきことを強調している⁽⁴⁵⁾。民営化関連株の国際募集（international offering）は、92年にはわずかに12億ドルであったが、93年には93億ドルに達し、94年には136億ドルに達した⁽⁴⁶⁾。このように株式募集とその投資の国際化、それによる株式市場のグローバル化の下では、投資家は自国の企業の成果やその将来性と外国企業のそれとを比較してポートフォリオ投資を行うようになるために、企業はますます世界の投資家達の厳格な値付け（格付け）と業績評価の下におかれるようになる⁽⁴⁷⁾。近年、企業のコーポレート・ガバナンス（企業統治）の必要性が叫ばれる背景には、こうした株式市場のグローバル化と国際的に持ち株比率を増大させた機関投資家の台頭があることを認識すべきである。多国籍企業の財務成果もこうした厳格な市場評価の下に置かれる傾向が一段と強まっていることを指摘しなければならない。さらに世界の多国籍企業は、ポスト社会主義国や発展途上国が市場経済化を進めるために実施している国営企業の民営化に際して、その株式取得、企業買収を行いながらそれらの国々へ進出し、市場の拡大戦略をとりはじめている。社会主義国および発展途上国を巻き込んだ世界的な市場経済化への流れの中で、先進国の巨大な多国籍企業はますますその中心的な役割を持つようになったが、そのことが他方では、巨大化した多国籍企業の株主層の国際化をもたらしたことから、多国籍企業の国際活動を監視しモニタリングするというガバナンスの必要性がますます増大した。従って90年代に至って、先進国において頻繁に議論されるようになったコーポレート・ガバナンス問題は、こうした多国籍企業の現実を背景にしていることを指摘しておかねばならない。

4. 多国籍企業の収益性

(1) 多国籍企業による国際直接投資の資金構造

多国籍企業による国際直接投資（流入・流出）は、各国間の経済統合が進む中で国際的な大型合併・買収と各国における国営企業の民営化を背景に企業の国際競争が激化する中で一層増大した。特に1990年以降、各国が実施した規制緩和、非独占体制、国営企業の民営化そして貿易と投資に関わる制度改革は、多国籍企業の海外進出を活発にし国際直接投資を増加させた。

ここではOECD諸国の国際直接投資の状況を示しておこう。

OECD諸国の国際直接投資総額（流出・流入）は、1997年では流出（投資）が3,550億ドル、流入（受け入れ）が2,547億ドル、合計で6,100億ドルと急増した。最大の流出国（海外直接投資国）はアメリカの1,166億ドルであり96年度より36%以上の増加であった。次いでイギリスが583億ドル、ドイツの332億ド

表1-7 国際的な合併・買収における買収・被買収国（上位15カ国：1997年）

単位：100万ドル

買収国	件数	金額	被買収国	件数	金額
アメリカ	1,655	81.8	アメリカ	937	65.1
スイス	170	38.7	イギリス	551	55.4
イギリス	642	32.4	ドイツ	333	19.3
カナダ	444	24.4	フランス	387	13.9
フランス	388	21.1	オーストラリア	139	12.7
オランダ	316	20.7	ブラジル	131	12.6
ドイツ	324	16.0	カナダ	298	11.0
スペイン	85	13.0	中国	379	9.1
日本	313	11.7	イタリア	179	8.8
オーストラリア	80	9.9	オランダ	131	8.0
韓国	77	6.7	メキシコ	70	6.7
スウェーデン	133	6.2	ヴェネズエラ	21	6.4
香港	127	5.5	ベルギー	58	6.2
シンガポール	71	4.8	スペイン	142	6.2
中国	28	4.6	香港	71	5.9

資料：KPMG Corporate Finance 1997.

出所：Financial Market Trends, No. 70, June 1998, p. 101.

ル、日本の260億ドル、フランス250億ドルであった。他方、投資の受け入れ(外国直接投資)では、やはりアメリカが1,098億ドルで最大であり、次いでイギリスの370億ドルが突出している。さらにはフランスの148億ドル、ベルギー・ルクセンブルグの125億ドル、メキシコ124.7億ドル、スイス97億ドル、オーストラリア93億ドルが外国直接投資の受け入れに積極的であった。⁽⁴⁸⁾このようにアメリカとイギリスは国際直接投資においてOECD諸国の投資総額の50%以上を占めており、しかもアメリカ企業の主要な投資先はイギリスであり、97年ではアメリカ海外直接投資の40%がイギリス向けであった。またアメリカへの外国直接投資の主要国はスイスとイギリスである。このように海外直接投資の相互浸透は、先進国間でしかもアメリカとイギリスにおいて最も活発に行われていることが明らかである。しかしアメリカ企業の海外直接投資は近年では民営化と国際的な合併・買収を背景に地域的に拡大しており、ドイツをはじめとして南アフリカやザンビア、ブラジル、メキシコへと民営化企業の買収投資を拡大している。

表1-7は1997年度の国際的な合併・買収における買収国と被買収国(上位15カ国)を示したものである。

この表1-7から明らかなように、外国企業の買収ではアメリカが最大であり、その買収投資額は8,180万ドルに達している。とくにアメリカ企業の海外での合併・買収は件数、金額ともに最も大きい。その次がスイスとイギリスが積極的にM&Aによる海外進出を行っていることがわかる。特にEU統合が進む中でEU内部の国々の企業による合併・買収活動が活発であることがはっきりと示されている。また日本企業は、海外での合併・買収の件数は多いが、金額は1,170万ドルと少なかった。

また他方、被買収国をみると、これもアメリカが最も多く、次にイギリス、ドイツ、フランスなどのヨーロッパの先進諸国での企業合併・買収が多いことが明らかである。すなわち買収・被買収国ともにアメリカとEU内の国で盛んに行われていることがわかる。近年の被買収国の特徴は、特に中国やブラジル、メキシコ、ヴェネズエラなどの発展途上国の企業が買収される件数が多くなっ

ているが、これは既に述べたようにこれらの国々で国営企業の民営化が活発であることから、それへの資本投資が盛んであることを示しているといえるであろう。日本は、買収国では第9位であったが被買収ではわずかであり、海外直接投資では盛んであるがその受け入れでは少ないことは従来とあまり変化していない。

そこで次に国際直接投資（流出と流入）の最も大きいアメリカ企業の状況をみてみよう。

アメリカの海外直接投資残高は、アメリカ商務省の調査によると1990年代には経済成長を反映して急増し時価（current cost）で見ると、10年前の87年（5,050億ドル）と比べて2倍以上増加し、97年では1兆240億ドルにまで達した。97年度のその地域別残高割合は、イギリスに対しては16.1%と最大であり、次にカナダには12%、オランダ8%であり日本及びスイスには4.1%で

表1-8 国際直接投資・利益・資本

単位：10億ドル

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
アメリカ海外直接投資残高	644.3	659.1	714.8	752.1	849.7	937.0	1,023.9
資 本							
アメリカ海外直接投資(流出)	29.1	41.6	58.1	58.6	86.7	87.8	119.4
持分資本	17.3	14.4	17.4	12.6	36.6	21.6	48.1
再投資利益	13.2	15.1	29.8	34.0	54.0	57.9	64.0
企業間負債	-1.4	12.1	10.9	12.0	-3.9	8.3	7.4
所 得							
アメリカ海外直接投資所得	49.8	50.0	57.5	66.6	90.3	98.9	109.2
配分利益	35.2	34.3	26.5	30.6	33.0	37.6	40.8
再投資利益	13.2	14.5	29.6	33.8	54.0	57.9	63.9
利子	1.4	1.2	1.4	2.2	3.3	3.4	4.5
外国直接投資残高	492.0	500.5	550.9	561.2	614.3	667.0	751.8
資 本							
外国直接投資(流入)	24.0	9.9	21.4	60.1	67.5	76.9	107.9
持分資本	42.0	25.5	21.7	31.6	45.1	53.0	47.8
再投資利益	-20.0	-11.7	-9.4	7.3	9.8	12.2	20.4
企業間負債	2.0	-3.9	9.1	21.2	12.6	11.7	39.7
所 得							
外国直接投資所得の支払	-3.0	2.2	5.1	25.2	30.3	32.1	41.5
配分利益	8.0	6.9	8.4	7.9	12.2	12.0	11.0
再投資利益	-20.0	-11.7	-9.4	7.3	9.8	12.2	20.3
利子	9.0	7.0	6.1	10.0	8.3	7.9	10.2

(注)

- 金額は、時価（current cost）で表示。
 - 外国直接投資とは、外国企業によるアメリカへの直接投資のことである。
- 出所：U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, March 1994, p. 59.
March 1995, p. 71. April 1998, p. 68. July 1998, p. 34 から引用。

(49)
あった。また表1-8は、1990年代前半(91~97年)のアメリカ国際直接投資の残高、利益、資本構成の状況を示したものであるが、アメリカ海外直接投資残高は95年から急増している。その資本流出を91年と比較してみると、わずか2年後の93年には2倍以上に達し、さらに95年には3倍に、97年には4倍以上に増大しており、持分資本、再投資利益、企業間負債も同様な増加を示している。

アメリカ海外直接投資の特徴は、投資内訳から明らかなように再投資利益が常に多いことであり、それは96年には資本流出全体の実に66%、97年には53%にも達している。海外子会社への再投資利益が多いことは従来からアメリカ多国籍企業の特徴であるが、再投資利益は93年以降から増加し、特に95年以降からは500億ドル以上に達しており、その増加が他の流出項目よりも顕著である。再投資利益とは、海外関連会社の税引き後純利益(earnings)の内の親会社取得利益分から、配当金形態で親会社に送金されずに海外関連会社に内部留保され再投資された留保利益部分のことである。

再投資利益が多いことはアメリカ海外関連会社の収益力がそれだけ高いことを意味しているが、さらに加えて、親会社が、取得すべき配当金を海外関連会社に内部留保して親会社持分をそれだけ増加させて、海外関連会社の自己金融を蓄積させる財務政策をとっているからである。

多国籍企業の国際的活動は、既述のように海外直接投資を行って各国に製造、販売、金融の子会社・関連会社を設立して展開されるが、その場合に海外関連会社(子会社を含む)は、親会社からの出資による持分資本と留保利益、それに企業間負債とによって巨額な資本提供を受けながら巨大企業として設立されその活動を展開する。従って、その資本構成は、自己資本と他人資本の両方を主に親会社からの調達によって成り立っている。その調達資本は、既に述べたように持分所有や利益の分配、債権・債務の処理や負債の返済等を企業間(親子間)で実施するために、特に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ができる。従って海外関連会社は、現地企業と比べて資本調達と運用においてこうした優位性をそれだけ持つことになるが、しかしそれは、資金的優位性を持つだけ親会社から経営支配力、影響力を強く受けるこ

とになると考えねばならない。

すなわち多国籍企業は、既に指摘したようにその海外子会社に対して持分出資と再投資利益を通じて大株主として、また企業間負債提供により巨大な債権者として、換言すれば親会社は自己資本と他人資本の両面において所有者としてのコントロールを行使する。アメリカ多国籍企業は海外直接投資において海外子会社の株式所有を通じて、さらには既にみたように再投資利益の比重の増大にみられるように、海外子会社内部に留保利益を蓄積して子会社自己金融を増大させることによって、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海外戦略の基本としている。また97年の持分投資の増加(481億ドル)は、海外での合併・買収、民営化企業への投資の増加によるものである。特にアメリカの経済成長によってアメリカ企業の株価の上昇が、アメリカ投資家の買収資金を増加させM&Aを活発にさせた。またドルの為替レートの上昇は、アメリカ企業に外国企業買収を活発にさせた要因である。更に付け加えれば、アメリカとヨーロッパの株式市場の成長と統合は、エネルギー、電気通信分野、企業民営化での買収活動を活発にさせた。

アメリカ多国籍企業において海外子会社(MOFA=Majority-Owned Foreign Affiliate)とは、ここでは親会社にその所有権(ownership)の50%以上を所有された場合の海外関連会社と定義する。1996年ではその海外子会社(MOFA)は、会社数ではすべてのアメリカ多国籍企業の海外関連会社全体の89%に達しており、その雇用数では81%を占めている。⁽⁵⁰⁾これらのことからアメリカ多国籍企業は、海外関連会社に対して完全所有の政策をとる傾向が強いことが明らかである。

(2) アメリカへの外国直接投資

アメリカにおける外国直接投資(FDIUS=Foreign Direct Investment in the United States)とは、ここでは外国企業によるアメリカへの直接投資(外国直接投資)と定義し、アメリカ「海外直接投資」とは区別している。その外国直接投資は、表1-8(時価表示)に示されているように93年以降から増加額が拡大し、

97年には残高7,518億ドルに達した。その増加の理由は、既に知られているように90年代のアメリカ経済の成長とアメリカ国内での合併・買収活動が盛んであったことを指摘することができる。外国直接投資(流入)は、1997年には前年比40.3%増の1,079億ドルを記録した。持分資本(487億ドル)が、幾つかの大型買収が成立しなかったことから減少したが、再投資利益、企業間負債ともに大幅な増加を示した。企業間負債流入(397億ドル)が記録的な増加であるが、それは多くのヨーロッパ系金融機関が、彼等のアメリカ居住金融関連会社に大量の貸付金を行ったことによるものである。また再投資利益も、日本とヨーロッパの親会社がアメリカ居住関連会社を強化するために利益再投資を行ったことから、96年の122億ドルから97年には204億ドルと巨額になった。⁽⁵¹⁾

アメリカにおける外国直接投資をアメリカ海外直接投資と比較すると、投資資金構成に対照的な違いがある。まず第一に、アメリカ海外直接投資が既述の如く常に再投資利益が多いのに対して、外国直接投資は常に持分資本が多いことである。その持分資本の投資流入額に占める比率は、97年を除けば常に50%を遙かに越えている。持分資本の比率が多いことは、それだけアメリカ居住外国関連会社の利益が少ないことを意味しているが、表1-8の直接投資所得をみると、アメリカ居住外国関連会社の所得がアメリカの海外居住関連会社と比較して極端に低く、また外国直接投資の利益率が低いことが明らかである。すなわちそれはアメリカ多国籍企業と比べて、それだけ外国企業の子会社・関連会社の収益力が低いことを意味しているといえる。

また第二には、外国直接投資の持分資本の金額が、アメリカ海外直接投資の持分資本額よりもかなり多いことは注目すべきことであろう。そのことは、外国企業が海外の関連会社の利益を、持分資本が多いだけに配当金形態で本国送金する傾向を強めるであろう。このように外国直接投資の持分資本の増加は、表1-9に示されているように、外国企業のアメリカ進出が既存のアメリカ企業の買収による進出形態をとっていることからである。それは、すでに1950年代後半から海外進出を展開したアメリカ多国籍企業が、その国際活動を成熟させているのに対して、後発の外国企業の多国籍化が成長の過程にあることがその

表 1-9 アメリカへの企業買収・設立投資(1991-97年) 単位: 100万ドル

	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
投資総額	25,538	15,333	26,229	45,626	57,195	79,929	70,819
アメリカ企業買収	17,806	10,606	21,761	38,753	47,179	68,733	64,272
新規設立企業	7,732	4,718	4,468	6,873	10,016	11,196	6,547
投資家別投資総額	25,538	15,333	26,229	45,626	57,195	79,929	70,819
外国直接投資家	8,885	4,058	6,720	13,628	11,927	32,230	15,496
アメリカ関連会社	16,653	11,275	19,509	31,999	45,268	47,699	55,323

(注) 97年は暫定数値。

出所: U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, June 1998, p.42.

理由であろう。所有構造を強化し安定したアメリカ多国籍企業とその途上にある外国多国籍企業の成長段階の差が持分資本投資と再投資利益の違いに現れていると考えられる。

そこで次に、外国企業によるアメリカへの直接投資(外国直接投資)の形態に注目しよう。

1990年代にはアメリカの好景気が記録的なM&A活動を生じさせており、それが外国直接投資を誘引する背景になっていた。表1-9は、外国企業によるアメリカへの企業買収・新規企業設立の投資(銀行を含む)を示している。投資はすべて新規であり追加持分投資は含んでいない。また既存企業への拡大投資も含まれない。金額は、買収・新規設立の年度に100万ドル以上の資産あるいは土地200エーカーを所有しているアメリカ企業への投資である。投資総額をみると、1994年から急増しており97年では前年より若干減少したが708億ドル以上に達した。その金額の半分以上が、カナダ、オランダ、イギリスからの投資であった。⁽⁵²⁾前年度より若干の減少は、日本企業のアメリカ投資が、90年のバブル崩壊後の日本の銀行の不良債権問題と金融システム不安、経済不況の影響から減少したことからである。

この表1-9から次のことが明らかである。

第一に既存のアメリカ企業を買収した金額が常に新規企業設立よりも多いことである。1993年以降からは、投資額に占める「アメリカ企業買収」の比率が80%以上に増加しており97年では90.7%にも達している。外国企業のアメリカ進出は、新規企業設立よりも既存のアメリカ企業を買収する戦略が取られて

いることが示されている。また第二には、投資家別投資額では外国直接投資家（外国企業の親会社）からの投資よりも、アメリカ居住の外国関連会社による投資が多いことである。その投資比率は91年、96年を除けば常に70%以上に達しており、97年では78.1%にも達している。投資先業種では、1997年では製造業（199.6億ドル）が最も多く、次にサービス業（124億ドル）、保険（86億ドル）、金融（65.4億ドル）などである。投資国別では、ヨーロッパ地域からが最も多く、特にイギリス企業からの投資（133.6億ドル）が従来から多い。次いでオランダ（112.6億ドル）、オーストラリア（84.2億ドル）、ドイツ（64億ドル）、スイス（63.5億ドル）の順であり、日本は経済不況のために97年度にはわずかに18.4億ドルであった。⁽⁵³⁾

外国企業のアメリカ進出が、既存のアメリカ企業買収で行われていることを示したが、これは企業買収が、現地において新規企業設立よりも現地企業との競争が激しい中では経営上のリスク縮減効果を持っていることと現地での活動において時間の節約をはかることができることからである。さらに企業買収が、現地市場において市場占有率の拡大と経営の多角化を早期に達成できるという時間的メリットの理由も考えられる。そして海外進出は現地企業に比べてあらゆる面で不利が伴うために、買収によって現地企業の有利性を取り込むことができることからである。後発の外国企業が多国籍企業の本拠地のアメリカ市場へ進出することは、それだけ企業間競争が激しいだけに、以上の理由から企業買収の形態が選択されていると考えることができよう。

戦後の多国籍企業の国際活動は、既述の如く先進諸国間で海外直接投資の相互浸透（inter-penetration）が進んでいることを特徴としている。なぜこうした海外直接投資が相互浸透するのかの理由が解明されねばならないが、これに関する議論が1970年代以降、国際経済学や経営学の領域において活発に行われた。多国籍企業をめぐる議論がさまざまな学問分野で取り上げるようになったのもこの時期からであった。それらの議論は、その多くが企業の独占優位性、市場占有率、利益率、労働や資本及び取り引き上のコスト、需要層といった視点から、国内と海外の差異を比較することから説明されている。近年では、ア

リバー (R.Z. Aliber) は、期待利益率の差から海外直接投資の動機を説明している。つまりその企業の国内の期待利益率より海外の期待利益率が高いことが、まず海外直接投資の必要条件であること、そして現地企業の期待利益率よりも進出企業の現地での期待利益率が高いことがその十分条件である、という⁽⁵⁴⁾。

しかしながら、この十分条件の成立についてはさらに検討を要するであろう。例えば、資産利益率でみる限りアメリカ居住外国関連会社（金融を除く）のそれは、過去10年間（1987年～96年）において、アメリカ国内企業よりも低いのである。アメリカ居住外国関連会社の資産利益率は、1992年の2.9%から96年の5.3%の範囲であるのに対して、アメリカ国内企業のそれは、6.4%から8.0%であり、アメリカ国内企業の方が高いのである⁽⁵⁵⁾。

企業の海外直接投資が可能になる必要条件としては、海外直接投資が行えるほどの内部資本の蓄積、すなわち海外直接投資を賄えるほどの自己金融力が親会社が無ければ不可能なことを指摘しなければならない。これらの相互浸透に関するいわば、海外直接投資の財務理論は別の機会に改めて検討することにしよう。

(3) 多国籍企業の業績——売上高、利益および株主資本利益率——

海外直接投資の動機がどのような理由であれ、それが窮極的には投資の期待利益を無視しては考えられないことは言うまでもないであろう。資本投資の評価がそれ以外には考えられないからである。企業の国際競争が激化した中では、経営者は、より一層の利益極大化を追求しなければならない。巨大化した企業の活動は、その目的達成のために海外進出を果たすことは必然となる。世界各国の巨大企業が多国籍企業へと成長したのもこうした企業の資本運動の原理が作用しているからである。多国籍企業の海外関連会社は、利益獲得のマシンとして管理・統制される。従って多国籍企業の強さは、いかに将来性、収益力のある海外関連会社を多く持つかに依存する。海外関連会社が潜在的利益のある海外市場に設立され、いかに将来の期待利益を親会社に保証するかが、その成長の要となる。世界全体の多国籍企業数は、1995年には約39,000社

あるといわれているが、その数は多国籍企業をいかに定義するかによって異なってくる。フォーチュン誌 (Fortune) は世界の最大企業 500 社の国別数とその業績を示しているの、それをみてみよう。

世界の最大企業 500 社の国別数をみると、1997 年では、アメリカ 175 社 (89 年 167 社)、日本 112 社 (同 111 社)、ドイツ 42 社 (同 32 社)、フランス 39 社 (同 29 社)、イギリス 35 社 (同 43 社)、スイス 12 社 (同 10 社)、韓国 12 社 (同 11 社)、オランダ 9 社、カナダ 8 社 (同 13 社)、オーストラリア 7 社 (同 10 社)、スペイン 5 社、スウェーデン 4 社 (同 15 社) ⁽⁵⁶⁾ である。アメリカとドイツが 89 年と比べると最も多い増加数である。やはりアメリカが多国籍企業数では最も多く、その次が日本である。アメリカは 90 年代には国内の好景気に支えられて企業数が増加したのに対して、バブル崩壊後の日本はそれと対照的である。アメリカが、89 年と比べて 10 社増加したのに比べて日本はほとんど変化していない。むしろ 90 年代を通じて日本企業の海外撤退が進む傾向にあるといってもよいであろう。

世界の最大企業 500 社の業績 (1997 年度) をみてみよう。

フォーチュン誌の世界の最大企業 500 社全体では、1997 年には売上高が 11 兆 4,540 億ドル (前年比 0.2% 増)、税引き後純利益 4,520 億ドル (同比 11.8% 増)、資産額 34 兆 1,880 億ドル (同比 2.8% 増)、雇用者数 3,677 万人 (同比 3.5% 増) ⁽⁵⁷⁾ であった。500 社の業績を地域別でみると、アメリカ国内経済の繁栄とヨーロッパ経済の成長そしてアジア地域の経済不況を反映して、アメリカ国内では売上高が前年比 12.2% 増、利益 13.8% 増、ヨーロッパでは売上高が -1.4%、利益 24.5% 増、そしてアジア地域では売上高が -10.9%、利益が -53.6% であり、日本を中心としてアジア地域の不況が鮮明に現れている ⁽⁵⁸⁾。表 1-10 はフォーチュン誌による世界の最大企業 500 社のリストから売上高順位別に 50 社の業績を抽出し、売上高利益率と株主資本利益率をこの表から算出したものである。

1997 年ではアメリカ最大企業が、会社数では 500 社のうちで 35% と最も多く、しかも 45 産業部門のうちで 23 部門で売上高第一位を占めている。売上高

表 1-10 世界最大企業の売上高, 利益, 資産, 株主資本利益率: 1997 年度

	売上高 (100万ドル)	利益 (100万ドル)	売上高利 益率(%)	資産 (100万ドル)	株主資本 (100万ドル)	株主資本 利益率	従業員数
1 General Motors (米)	178,174	6,698	4	228,888	17,506	38.3	608,000
2 Ford Motor (米)	153,623	6,920	5	279,097	30,734	22.5	363,892
3 三井物産	142,688	269	0.2	55,071	5,272	5.1	40,000
4 三菱商事	128,922	388	0.3	71,408	7,569	5.1	36,000
5 Royal Dutch/Shell (英/蘭)	128,142	7,758	6	113,781	59,982	12.9	105,000
6 伊藤忠商事	126,632	-774	-	56,308	2,957	-	6,675
7 Exxon(米)	122,379	8,460	7	96,064	43,660	19.4	80,000
8 Wal-Mart Stores (米)	119,299	3,526	3	45,525	18,502	19.1	825,000
9 丸紅	111,121	140	0.1	55,403	3,564	3.9	64,000
10 住友商事	102,395	210	0.2	42,866	4,319	4.2	29,500
11 トヨタ自動車	95,137	3,701	4	103,894	45,158	8.2	159,035
12 General Electric (米)	90,840	8,203	9	304,012	34,438	23.8	276,000
13 日商岩井	81,894	25	0	40,799	2,020	1.2	18,158
14 J B M (米)	78,508	6,093	8	81,499	19,816	30.7	269,465
15 N T T	76,984	2,361	3	113,410	35,990	6.6	226,000
16 A X A (仏)	76,874	1,357	2	401,206	13,075	10.4	80,613
17 Daimler-Benz (独)	71,561	4,639	6	76,191	19,511	23.8	300,068
18 Daewoo (韓)	71,526	527	1	44,861	6,325	8.3	265,044
19 日本生命	71,388	2,118	3	316,530	5,575	38.0	75,851
20 British Petroleum (英)	71,194	4,046	6	54,099	23,221	17.4	56,450
21 日立	68,567	28	0	75,838	24,303	0.1	331,494
22 Volkswagen (独)	65,328	772	1	56,517	7,793	10.0	279,892
23 松下電器産業	64,281	763	1	64,218	28,272	2.7	275,962
24 Siemens (独)	63,755	1,427	2	55,546	15,109	9.4	386,000
25 Chrysler (米)	61,147	2,805	5	60,418	11,362	24.7	121,000
26 Mobil (米)	59,978	3,272	5	43,559	19,461	16.8	42,700
27 U. S. Postal Service (米)	58,216	1,264	2	53,138	-1,360	-	898,384
28 Allianz (独)	56,785	1,172	2	211,442	9,588	12.2	73,290
29 Philip Morris (米)	56,114	6,310	11	55,947	14,920	42.2	152,000
30 ソニー	55,033	1,809	3	48,016	13,615	13.3	173,000
31 日産自動車	53,487	-114	-	59,121	9,617	-	137,201
32 A T & T (米)	53,261	4,638	9	58,635	22,647	20.5	128,000
33 Fiat (伊)	52,569	1,419	3	69,028	14,447	9.8	239,457
34 ホンダ自動車	48,876	2,123	4	36,110	12,058	17.6	109,400
35 Unilever (英/蘭)	48,761	5,463	11	31,671	12,203	44.8	287,000
36 Nestlé (瑞)	48,254	2,761	6	37,487	16,736	16.5	225,808
37 Credit Suisse (瑞)	48,242	274	1	472,768	16,212	1.7	62,412
38 第一生命	47,442	1,492	3	214,994	2,247	66.4	64,598
39 Boeing (米)	45,800	-178	-	38,024	12,953	-	239,000
40 Texaco (米)	45,187	2,664	6	29,600	12,766	20.9	29,313
41 東芝	44,467	60	0	45,460	9,011	0.7	186,000
42 State Farm Insurance Co. (米)	43,957	3,833	9	103,626	37,635	10.2	72,655
43 VEBA Group (独)	43,881	1,621	4	44,813	12,320	13.2	129,960
44 ELF Aquitaine (仏)	43,572	960	2	42,049	13,944	6.9	83,700
45 トーメン	43,400	-179	-	17,671	640	-	10,920
46 東京電力	42,997	1,102	3	107,587	11,714	9.4	42,672
47 Hewlett-Packard (米)	42,895	3,119	7	31,749	16,155	19.3	121,900
48 住友生命	42,279	1,094	3	177,845	2,409	45.4	64,628
49 E. I. Du Pont De Nemours (米)	41,304	2,405	6	42,942	11,270	21.3	98,396
50 Sears Roebuck (米)	41,296	1,188	3	38,700	5,867	20.3	296,000

(出所) Fortune, August 1998, p. F-1 より作成。

の第一位は、表1-10に示されているように General Motors, 第二位は Ford Motor であり前年度と変わらなかった。500社の中で60億ドル以上の利益(以下税引き後純利益)を獲得した企業は8社あるが、そのうちの7社がこの50社のリストの中に入っており、残り1社は売上高順位125位のアメリカ企業 Intel であった。しかも利益60億ドル以上を獲得した超優良多国籍企業8社のうち7社までがアメリカ多国籍企業であった。このリスト50社の中では日本企業数が最も多く19社、次にアメリカ企業17社であるが、しかし日本企業は売上高では高い割合を示しているが、税引き後純利益が少なく、またトヨタ自動車とNTTを除けば株主資本額はかなり低い結果が示されている。日本企業全体の傾向として売上高が高いにもかかわらず利益額が低いことから、売上高利益率および株主資本利益率が極端に低く、他国の企業に比べれば低収益構造になっているといえよう。最大の利益獲得企業は EXXON (売上高7位), 次に General Electric (売上高12位), Ford Motor (売上高2位), General Motors (売上高1位) をはじめとしてアメリカ企業が占めている。

売上高利益率では Philip Morris の11%をはじめとして、General Electric, AT&T (売上高32位), State Farm Insurance Co. (売上高42位) が9%と高く、次に IBM の8%, EXXON, Hewlett-Packard (売上高47位) の7%とアメリカ企業が高い利益率をあげている。他方、日本企業の売上高利益率をみると、トヨタ自動車(売上高11位)とホンダ自動車(売上高34位)の4%が最高であり、他の日本企業は外国企業に比べて低率である。日本企業の売上高利益率の低い理由は、単年度の比率からでは正確なことは判断できないが、従来から言われていることはアメリカ企業の目的が利益指向が強いのに対して、日本企業の目的は売上高増大におかれていることからであるといわれている。日本は国内市場が狭隘化する中で企業数も多く、しかも激しい企業競争が存在しているために、市場の拡大志向がそれだけ強く働くことから売上高増大を指向する傾向が強いことは事実である。しかし今日の日本企業の利益低迷は、そうした一般論よりもバブル崩壊後の経済不況下で景気低迷と株価、地価等の資産価格の下落を要因として多額の含み損を抱えた企業の財務体質の悪化が低収益構造を露呈

しているものと考えることができる。

また株主資本利益率では日本の金融機関を除けば Unilever (売上高 35 位) が 44.8%, Philip Morris (売上高 29 位) が 42.2%, General Motors が 38.3%, IBM (売上高 14 位) が 30.7%, Chrysler (売上高 25 位) が 24.7%, General Electric が 23.8% と高い割合を示している。金融機関は元来、株主資本 (自己資本) が少ない業種であるから他企業と単純には比較できないので除いて考えねばならない。それに対して日本企業の株主資本利益率は、全体に低くホンダ自動車 (売上高 34 位) の 17.6% が最も高く、次にソニー (売上高 30 位) の 13.3% であり、その他はすべて 10% 以下である。売上高順位で第三位の三井物産および第四位の三菱商事でも株主資本利益率はわずかに 5.1% でしかない。またフォーブス誌 (1998 年 6 月号) によると 98 年度の予想配当利回りの国別平均は、アメリカは 1.5% であるが、日本は僅かに 0.9% と低い。その他の国をみるとカナダ 1.6%, フランス 2.1%, ドイツ 1.7%, イタリア 1.4%, オランダ 2.1%, スペイン 1.7%, スイス 1.2%, イギリス 2.5% であり、1% 以下は日本だけである。⁽⁵⁹⁾ 株主利益が重視されるアメリカ企業とは対照的な日本企業の財務体質の表われと理解することができる。日本ではバブル崩壊後、株式市場が低迷し、企業の株式発行による資本調達が困難な状況が続く中で、株価の上昇により証券市場を再生して直接金融を復活させることが日本経済再生の方法であると指摘されている。一般投資家を株式市場に呼び戻すことによって株式の市場流動性を増大させる必要性が主張されているが、そのためには企業が投資家に対して株式所有の魅力を如何に増大させるかが課題である。日本の大企業は、今日ではそのための対策として株主資本利益率 10% 以上を企業目標に掲げる経営者の主張が見られるようになった。株主資本利益率は、株主からの出資金をいかに効率的に利益増加に結び付けたかを示す指標であるから、この比率が低いことは、バブル期にエクイティ・ファイナンスを頻繁に実施してそれだけ自己資本を増大させたが、その効率的な利用が行われていないことの証左である。日本の投資家の株式市場離れの主な原因も、こうした株主軽視の企業の姿勢から発生したものであるから、この比率の増加は日本企業の財務活動の主要な課

表1-11 アメリカ多国籍企業の売上高、純利益、資産の国内・外比較・1997年度

(単位:100万ドル)

	売上高			純利益			資産		
	海外売上	内外合計	海外(%)	海外利益	内外合計	海外(%)	海外資産	内外合計	海外(%)
1 Exxon	92,540	120,279	76.9	5,072	8,460	60.0	54,579	96,064	56.8
2 General Motors	51,046	178,174	28.6	2,884	6,645	43.4	不明	228,888	不明
3 Ford Motor	46,991	145,348	32.3	2,232	9,163	24.4	66,532	221,864	30.0
4 IBM	45,845	78,508	58.4	3,717	6,093	61.0	40,618	81,499	49.8
5 Mobil	35,606	59,978	59.4	2,169	3,640	59.6	29,159	43,559	66.9
6 Texaco	33,292	59,828	55.6	1,313	2,603	50.4	15,303	34,068	44.9
7 General Electric	26,981	90,840	29.7	1,702	8,203	20.7	97,547	304,012	32.1
8 Hewlett Packard	23,819	42,895	55.5	2,005	3,119	64.3	18,259	31,749	57.5
9 Chevron	23,055	48,836	47.2	2,009	3,256	61.7	17,570	39,445	44.5
10 Citicorp	21,566	34,697	62.2	2,498	3,591	69.6	185,000	295,000	62.7
11 Philip Morris Cos	19,797	56,114	35.3	1,188	6,310	18.8	19,353	55,947	34.6
12 Procter & Gamble	17,457	35,764	48.8	1,239	3,415	36.3	10,653	27,544	38.7
13 American Intl Group	16,461	30,602	53.8	2,292	3,332	68.8	58,213	163,971	35.5
14 El du Pont de Nemours	16,283	39,730	41.0	1,240	2,405	51.6	16,588	42,942	38.6
15 Intel	14,017	25,070	55.9	2,256	6,945	32.5	5,332	28,880	18.5
16 Motorola	E 13,480	29,794	45.2	1,108	1,180	93.9	10,064	27,278	36.9
17 Xerox	12,371	21,562	57.4	810	1,452	55.8	14,772	28,976	51.0
18 Coca-Cola	12,357	18,868	65.5	3,100	4,129	75.1	6,045	16,940	35.7
19 Dow Chemical	11,271	20,018	56.3	773	1,907	40.5	14,295	24,040	59.5
20 Compaq Computer	11,153	24,584	45.4	722	1,855	38.9	3,779	14,631	25.8
21 Johnson & Johnson	10,872	22,629	48.0	1,825	4,777	38.2	9,542	21,453	44.5
22 United Technologies	10,120	24,713	41.0	674	1,191	56.6	5,877	16,719	35.2
23 Chrysler	9,141	61,147	14.9	489	2,805	17.4	10,017	60,418	16.6
24 Merrill Lynch	E 8,900	31,731	28.0	484	1,953	24.8	136,448	292,819	46.6
25 Chase Manhattan	8,863	30,381	29.2	1,101	3,708	29.7	130,851	356,346	36.7
26 Digital Equipment	8,650	13,047	66.3	150	141	100	5,044	9,693	52.0
27 Sara Lee	8,245	19,734	41.8	469	1,009	46.5	6,820	12,953	52.7
28 Amoco	7,978	32,836	24.3	682	3,015	22.6	9,910	32,489	30.5
29 Minn Mining & Mfg	7,802	15,070	51.8	480	2,199	21.8	5,170	13,238	39.1
30 Eastman Kodak	7,648	14,538	52.6	290	5	-	5,333	13,145	40.6
31 Wal Mart Stores	7,517	117,958	6.4	262	6,503	4.0	7,390	45,384	16.3
32 Bristol Myers Squibb	7,057	16,701	42.3	1,200	3,205	37.4	5,482	14,977	36.6
33 PepsiCo	7,039	20,917	33.7	453	1,491	30.4	6,080	20,101	30.2
34 McDonald's	6,806	11,409	59.7	1,056	1,643	64.3	9,970	18,242	54.7
35 JP Morgan & Co.	6,778	17,701	38.3	645	1,465	44.0	123,694	262,159	47.2
36 Texas Instruments	6,534	9,750	67.0	378	302	100	不明	10,849	不明
37 Merck	6,485	23,637	27.4	E 1,400	4,614	30.3	5,135	25,812	19.9
38 Colgate-Palmolive	6,389	9,057	70.5	560	740	75.7	4,453	7,539	59.1
39 Kimberly Clark	E 6,387	13,561	47.1	123	912	13.5	4,708	11,631	40.5
40 Gillette	6,380	10,062	63.4	704	1,427	49.3	6,679	10,864	61.5
41 RJR Nabisco	E 6,275	17,057	36.8	365	1,016	35.9	5,998	30,678	19.6
42 Goodyear Tire & Rubber	6,234	13,115	47.4	381	559	68.2	3,831	9,917	38.6
43 Alcoa	6,130	13,319	46.0	624	1,073	58.2	5,731	13,071	43.8
44 UAL	6,121	17,378	35.2	574	1,226	46.8	不明	15,803	不明
45 American Home Prods	5,917	14,196	41.7	775	2,043	37.9	6,926	20,825	33.3
46 Aflac	5,697	7,251	78.6	504	955	52.8	25,589	29,454	86.9
47 International Paper	E 5,640	20,096	28.1	19	22	-	7,809	26,754	29.2
48 Pfizer	5,637	12,504	45.1	1,269	2,223	57.1	6,240	15,336	40.7
49 Morgan Stanley, DW	E 5,570	27,132	20.5	316	2,586	12.2	E 102,000	302,287	33.7
50 Electronic Data Sys	5,297	15,236	34.8	52	731	7.1	4,149	11,174	37.1

(注) 記号Eは、予想額を示す。

(出所) Forbes, July 1998, p. 163.

題である。まして株主資本利益率は、国際競争下における多国籍企業においては直接に企業評価の国際的基準を示すといっても言い過ぎではないことから、この比率の改善は日本企業にとって大きな課題である。

また別の調査機関フォーブスは、世界の超優良企業の業績を示しているのもそれをみてみよう。フォーブス誌 (Forbes) は、世界の超優良企業 50 社の業績を売上高、税引き後純利益、資産、株式時価総額などの財務項目を合成したランキングを示しているが、その企業数の内訳は、アメリカ企業 27 社、イギリスとドイツが各 5 社、日本とオランダが各 4 社、スイスとフランスが各 2 社、イタリア 1 社である。上位 5 社では、General Electric, HSBC Group (英), Royal Dutch/Shell Group (蘭), Ford Motor, General Motors の順であった。日本企業は、トヨタ自動車 (第 7 位)、NTT (11 位)、ソニー (45 位)、ホンダ自動車 (49 位) の四社のみであった。⁽⁶⁰⁾

表 1-11 はフォーブス誌による 1997 年度のアメリカ多国籍企業の海外売上高のランキング 100 社から上位 50 社を抽出したものであり、売上高、純利益、資産の国内・外の金額と割合を示したものである。アメリカ多国籍企業 100 社の 97 年度の総売上高は、2 兆 5,000 億ドルであったが、そのうちの 40% にあたる 9,600 億ドルが海外活動によるものである。特に、この表には入っていないが Lucent Technologies (第 61 位)、Dell Computer (第 79 位)、Seagate Technology (第 81 位) などのコンピュータ関連企業の海外売上高の成長率が高い。⁽⁶¹⁾ 海外売上高の第一位は、EXXON であり 76.9% の 925 億ドル、また純利益の実に 60% を海外で取得している。

海外売上高、海外純利益ともに 50% を越えている優良多国籍企業は、EXXON (第 1 位) をはじめとして IBM (第 4 位)、Mobil (第 5 位)、Texaco (第 6 位) など 50 社の中では 12 社を数える。海外売上高割合 (%) が 60% 以上の企業は、EXXON (76.9%)、Aflac (78.6%)、Citicorp (62.2%)、Coca-Cola (65.5%)、Digital Equipment (66.3%)、McDonald's (59.7%)、Texas Instrument (67%)、Colgate-Palmolive (70%)、Gillete (63.4%) である。また純利益をみると、純利益そのものは多くはないが海外利益が国内利益を上回った企業

は Digital Equipment と Texas Instrument である。これら 2 社以外に海外純利益が 60% を越えた企業は多く、EXXON (60%), IBM (61%), Texaco (59.6%), Chevron (64.3%), Citicorp (61.7%), Phillip Morris (69.6%), American Intl Group (68.8%), Coca-Cola (75.1%), McDonald's (64.3%), Colgate-Palmolive (75.7%), Goodyear Tire & Rubber (68.2%) であり、Motorola は実に純利益の 93.9% を海外で取得している。

世界の多国籍企業の業績をみると、アメリカ多国籍企業が、企業数、売上高、純利益、資産、ともに圧倒的に多いことが明らかである。しかし多国籍企業の活動は、国際的規模に拡大しているために、それだけ各国の経済変動に直接に曝されており、各国の景気変動をはじめ外国為替レートの影響を受ける。表 1-10, 11 の多国籍企業の業績は単年度であるために数年間の動向をみてその業績の変化傾向から業績判断をしなければならない。1997 年からアメリカ経済は、90 年代の好景気が終焉し徐々に後退局面に転化しはじめた兆候が現れている。例えば、この数年間の原油価格の下落によって石油関連企業は、停滞を余儀なくされている。Mobil はそのためにこの 2 年間で海外売上高を 20% も減少させ 3,560 億ドルに低下し、その結果海外利益も 10% 以上下落した。世界最大の石油企業 Mobil が、最優良多国籍企業 EXXON に買収されるニュースが伝わったのは 1998 年 12 月のことであった。バブル崩壊後の日本と 90 年代後半のアジア諸国の経済不況、それにドル高は世界の多国籍企業の活動にマイナスの影響を与えはじめている。アメリカ多国籍企業の利益成長は、1990 年代中頃から緩やかに低下しはじめ、97 年にはその低下が明確になってきた。既述したフォーチュン誌のリスト 500 社の利益総額は 1997 年には前年比 7.8% 増であったが、96 年度の 23.3% 増と比べれば急減しはじめたことが明らかである。特にアメリカ最大の多国籍企業 175 社の純利益は、1996 年度の 36.8% 増から 97 年度には 13.8% 増とわずかな増加にとどまり利益成長のスピードが低下しはじめている。⁽⁶²⁾ このことは、アメリカ企業が実施した 90 年代におけるリストラクチャリング(事業再構築)、コストリダクション、ダウンサイジングやリエンジニアリングなどの企業合理化の方法や企業構造の改革が利益成長をもたらした

時代が確実に終焉しはじめたと考えてよいであろう。こうした中でアメリカをはじめ世界の多国籍企業が2000年以降の企業存続の方途として、クロス・ボーダーの企業合併・買収にける戦略が国際経済の統合と金融・資本市場の国際化の中で進行しはじめたものと指摘することができる。

5. 結び——20世紀末の多国籍企業の合併・買収——

1990年代は、世界の多国籍企業によって海外直接投資の相互浸透が著しく増加し、しかも社会主義国、発展途上国をも含んで国営企業の民営化が活発に行われ、それへの株式投資も加わったことから、世界的な規模で巨大企業の海外進出が拡大したことに象徴されている。市場経済化の進行は、各国内で規制緩和、自由化を促進させて国家間の経済競争を必然的に強めるが、それを牽引している主体が多国籍企業であることはいうまでもない。不況下の日本、経済危機のアジア、それに97年以降、企業合理化とリストラクチャリングの成果が終焉しはじめ、利益成長のペースが低下しつつあるアメリカ、さらにEUを結成し単一通貨「ユーロ」を基軸通貨として国際化に対応するヨーロッパ（欧州連合）において、アメリカをはじめ世界の多国籍企業は、国際的な大型合併・買収を活発に行い始めている。それは、多国籍企業が国際経済の変動の中でM&Aをその成長戦略として位置づけ、規模の利益を指向することを模索し始めていることを意味するものである。

先進国の多国籍企業のM&A活動は、97年以降急増し、98年だけで約24,000件にも達しすでに過去最高の件数である。投資総額では、既に昨年を5割近く上回り2兆3,100億ドルに達している⁽⁶³⁾。自動車産業、石油業、金融業、通信業、ハイテク関連業の分野での国際合併・買収が増加している。自動車産業のダイムラー・ベンツによるクライスラーの合併については既に指摘したところである。合併後の新会社「ダイムラー・クライスラー」は、General Motors, Ford Motorに次いで世界で売上高第三位になると予想されている。また98年12月1日に発表された最大石油企業EXXONによるMobilの買収は、株式交換方式によるものであり買収金額は約800億ドルであり、買収後の

新社名は「エクソン・モービル」となる。99年のその予想売上高は、世界の売上高第一位の General Motors を抜いて2,031億ドルに達するといわれている。⁽⁶⁴⁾この買収は、単なる経費削減、合理化効果を目的としただけでなく、石油・エネルギー産業が地球の温暖化防止策や長期化している原油価格低下によって成長戦略の転換に迫られているからである。もともとこの二社は、1911年にアメリカの反トラスト法の独占禁止によりスタンダード石油トラストが分割されたことから生まれた企業であった。しかし国際競争の激化する中で再び統合され独占形成が法の下で認可されたことは、ますます法律の無力化を進めることになる。そしてこれが世界的な傾向となって、各国の主要産業分野にも波及している。

例えば金融業分野では、ドイツ銀行が、アメリカで第8位の銀行持ち株会社バンカーズ・トラストを買収し、99年5月までにその手続きを完了するという。この多国籍銀行による国際的合併の買収総額約101億ドルは、アメリカの銀行が買収される金額としては過去最高額である。ドイツ銀行は、すでにイギリスで投資銀行モルガン・グレンフェルを買収し、さらに日本生命と企業年金や投資信託分野で業務提携を結んでおり、ヨーロッパとアジアの金融・資本市場で積極的な金融業務を展開している。この買収によってドイツ銀行はアメリカへの進出を加速させることになるが、その目的は、規模拡大ではなく大企業向けの収益性の高い資産運用や投資銀行業務を備えた総合的金融機関を目指すことにあるという。⁽⁶⁵⁾

このような多国籍企業の大規模合併・買収による産業と金融の再編強化の国際的な広がり、不況が深刻な日本にも波及しており、既に三菱銀行と東京銀行の合併により東京三菱銀行が成立するなど、不良債権を抱えた金融機関や含み損を抱えた企業が海外の企業、銀行と合併・買収をはじめ、多角的に業務を提携するケースが盛んになってきている。特に、日本政府は、国際競争力の低下した日本企業を再編強化し日本経済を回復させる政策としてM & Aを促進させることを考えており、そのための商法改正を検討しはじめた。1999年中に新たに「株式交換制度」を創設することがそれである。この制度は、合併に際し

て当事者企業がお互いの株主総会で多数決で合併を承認した場合には、少数株主が反対しても強制的に100%の子会社にできるという制度である。現行商法では、合併に反対の株主が株式譲渡に応じない時には100%子会社にはできないことから、親会社は抜本的な企業改革ができず、戦略的合併・買収ができなかったというのがこの制度創設の理由である。

したがって、この新制度導入の下では、株主総会で合併決議が行われた場合にはすべての株主は株式交換に応じなければならない⁽⁶⁶⁾。日本政府は、この株式交換制度創設のために商法改正して企業のM & Aを容易にして、企業の国際競争力を強化し日本経済再生をはかり、2000年以降の国際企業競争に対応しようと考えている。巨大企業をさらに巨大化させるためのこうした法改正は、独占禁止法の趣旨に反することになり大企業間の規模の経済性追求の競争を国際的な規模で強めることになる。国際間の多国籍企業による合併・買収は、まさに一国の法律を越えて突き進むことから、国内向けの法律は、国際的に拡大した多国籍企業にはますます無力化してくる。法律の役割は、企業と国民の利益が一体となるような企業の行動指針を提示し遵守させることである。国際的な企業活動に対しては、それに対応する国際基準を適用しなければならない。そのためには国連をはじめ国際機関による多国籍企業に対する統一的な行動指針が確立されねばならないであろう。

こうした巨大企業の国際的な結合、連合は、他方ではまた金融機構の統合をもたらす。例えば、ヨーロッパでは、イギリス、ドイツ、フランスが中心となり、イタリア、スペイン、ベルギー、オランダ、スイス、スウェーデンなど欧州九カ国の証券取引所を統合し統一資本市場を形成するという。これらの取引所の時価総額は約6兆5,005億ドル(98年10月末)となり東京市場の約3倍の規模の巨大資本市場となる。統一通貨「ユーロ」が流通しはじめる2002年を目途としているが、最終的には欧州十五カ国の証券取引所が統合される予定である⁽⁶⁷⁾。この欧州連合の共通の証券取引所、いわゆる「ユーロ証券取引所」は、一ヶ所に上場すれば他のすべての取引所に上場したことになるので、企業にとってはそれだけ資本調達と証券投資の領域・規模の拡大につながる。現在、日本企

業は、三菱商事をはじめとして100社以上の企業が主にロンドン市場に上場しているが、今後は、統一通貨「ユーロ」建ての金融商品の開発が増えることが予想されるために各国の機関投資家の投資がそれだけ活発化するとともに、従来のアメリカ・ドル中心から「ユーロ」建てへの国際資金循環の流れが進み、二つの主要な通貨の流れが創出されてくるであろう。また国際的な「ユーロ証券取引所」と統一通貨「ユーロ」の誕生は、いうまでもなく日本の証券市場と円の国際化を後景に押しやることが危惧される。

このような金融機構の国際的統合と変革は、多国籍企業の資本調達・運用構造に従来のドル偏重から「ユーロ」建てへの変化をもたらす。こうした信用制度の国際的拡大は、企業の資本循環過程に新たな影響を与える。EU内部でも90年代に合併・買収が頻繁に行われており、特に97年以降からは世界経済のデフレ傾向が強まる中で、企業は、技術開発、販路拡大を自らの努力では困難な状況であることから、合併・買収で規模の効率・効果を追求して利益確保をする必要に迫られている。こうしたことから今後、さらに世界的規模で多国籍企業をはじめ大企業による合併・買収の合従連衡が続くことが予想される。

※ この稿を、1998年4月15日に他界された本学経済学部教授 富岡倍雄先生に捧げる。編集上の都合により追悼論文集(前号)ではなく、ここに載せることとした。先生とは専門を異にしていたにもかかわらず、日頃親しくしていただいた。ここに深く感謝し、心より先生のご冥福をお祈り申し上げます。

(注)

- (1) 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*, 1989 Benchmark Survey, Final Results, U. S. Department of Commerce.
- (2) *Ibid.*, p. M-4.
- (3) 「企業間純負債勘定」の「企業間」とは、多国籍企業の親会社と海外関連会社との取り引きを意味しており、両社の債権・債務の差し引き額のことである。
- (4) 企業間勘定とは、親会社と海外関連会社との間の受取勘定と支払勘定との差額である。
- (5) 投資残高の資金構造の基本概念については、*Ibid.*, p. M-19を参照した。
- (6) *Ibid.*, p. M-20を参照。
- (7) 海外直接投資の流出項目①②③の内容については、*Ibid.*, p. M-19を参照。

(180)

- (8) *Ibid.*, p. M-20 を参照。
- (9) OECD *Financial Market Trends*, No. 67, June 1997, p. 15.
- (10) *Ibid.*, p. 16 の図 1 を参照。
- (11) *Ibid.*, p. 17.
- (12) *Ibid.*, p. 25.
- (13) *Ibid.*, p. 27.
- (14) *Ibid.*, p. 28 の図 7 ~ 9 を参照。
- (15) OECD *Financial Market Trends*, No. 64, June 1996, p. 41.
- (16) *Ibid.*, pp. 41-42.
- (17) *Ibid.*, p. 42.
- (18) OECD *Financial Market Trends*, No. 67, June 1997, pp. 21-22.
- (19) 日本経済新聞 1998年5月8日付
- (20) 日本経済新聞 1998年5月12日付
- (21) Merrill Lynch *Mergerstat Review*, 1997, p. 6.
- (22) 少数所有権 (minority interest) とは、被買収企業の発行済株式の10%から50%の購入を意味している。また過半数以上所有 (controlling interest) とは、その50%以上の買収を意味する。
- (23) *Ibid.*, p. 74.
- (24) *Ibid.*, p. 144.
- (25) *Ibid.*, p. 80.
- (26) *Ibid.*, p. 143.
- (27) William L. Megginson, Robert C. Nash, and Matthias Van Randenborgh 'The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis', *The Journal of Finance*, Vol. XLIX No. 2, June 1994, p. 410 の表 1 参照。
- (28) *Ibid.*, p. 407.
- (29) *Ibid.*, p. 415
- (30) *Ibid.*, pp. 412-413 の表を参照。
- (31) *Ibid.*, p. 409 の表を参照。
- (32) *Ibid.*, p. 411, p. 413 の表を参照。
- (33) OECD 'Privatisation: Recent Trends', *Financial Market Trends*, No. 70, June 1998, p. 151.
- (34) *Ibid.*, p. 152.
- (35) *Ibid.*, p. 151.
- (36) *Ibid.*, p. 151.
- (37) *Ibid.*, p. 152.

- (38) *Ibid.*, p. 154.
- (39) *Ibid.*, pp. 154-6
- (40) *Ibid.*, p. 156.
- (41) *Ibid.*, p. 157.
- (42) *Ibid.*, p. 157.
- (43) *Ibid.*, p. 163.
- (44) OECD 'Privatisation and Capital Market in OECD Countries', *Financial Market Trends*, No. 60, February 1995, p. 20.
- (45) *Ibid.*, pp. 25-6.
- (46) *Ibid.*, p. 26.
- (47) *Ibid.*, p. 27.
- (48) OECD 'Recent Trends in Foreign Direct Investment', *Financial Market Trends*, No. 70, June 1998, p. 97. 外国直接投資とは、ここでは海外直接投資と区別するために、外国企業による対内直接投資の意味で用いている。
- (49) *Survey of Current Business*, July 1998, pp. 36-7.
- (50) *Survey of Current Business*, September 1998, p. 58.
- (51) *Survey of Current Business*, April 1998, p. 78.
- (52) *Survey of current Business*, June 1998, p. 39.
- (53) *Ibid.*, p. 43 の表 4 を参照。
- (54) Robert Z. Aliver *The Multinational Paradigm*, The MIT Press, 1993, pp. 181-2. (岡本康雄 訳『多国籍企業パラダイム』, 文真堂, 1996 年, 140~141 ページ)。
- (55) *op. cit.*, pp. 55-6.
- (56) *Fortune*, August 1989, August 1998.
- (57) *Fortune*, August 1998, p. 83.
- (58) *Ibid.*, p. 84.
- (59) *Forbes*, July 1998, 24 ページ以下の外国企業ランキングを参照。
- (60) *Ibid.*, p. 118.
- (61) *Ibid.*, pp. 162-4.
- (62) *Fortune*, August 1998, p. 83.
- (63) 朝日新聞 1998 年 12 月 18 日付
- (64) 日本経済新聞 1998 年 12 月 2 日付
- (65) 日本経済新聞 1998 年 11 月 24 日付, 12 月 1 日付
- (66) 日本経済新聞 1998 年 11 月 26 日付
- (67) 日本経済新聞 1998 年 11 月 28 日付

最後に 1996 年度におけるアメリカ企業が関係（合併・被合併）した 5 億ドル以上の国際的な M & A を補足資料として示しておく。

補足資料：アメリカ企業の関係した国際的 M&A：1996年（5億ドル以上）

単位：100万ドル

買収企業（業種）	被買収企業(業種)	買収額	形態	取得持分
British Telecommunication PLC(イギリス) テレコミュニケーション・サービス	MCI Communication Corp.(アメリカ) テレコミュニケーション・サービス	21,609	2	80%(REM)
Fresenius AG(ドイツ) 医薬品製造	Grace(W.R.) & Co.(アメリカ) (National Medical care Unit) 人工透析	4,400	1	
Thomson Corp.(カナダ) 新聞・雑誌/オンライン・サービス	West Publishing Co.(アメリカ) 書籍・印刷	3,425	3	
Munich Reinsurance Co.(ドイツ) 保険サービス	Kohlberg Kravis Roberts & Co.(アメリカ) Co.(American Re Corp.) 財産・損害保険	3,300	1	
Farnell Electronics PLC(イギリス) 電気供給	Premier Industrial Corp.(アメリカ) 電気供給	2,800	2	
Southern Co.(アメリカ) 電気供給	Hopewell Holdings Ltd.(香港) (Consolidated Electric Power Asia) 電力設備	2,700	1	80%
Aegon N.V.(オランダ) 保険サービス提供	Providian Corp.(アメリカ) (Insurance Operations) 保険サービス提供	2,620	1	
General Public Utilities Corp./Cinergy Corp.(アメリカ) 電気供給	Midlands Electricity PLC(イギリス) 電気供給	2,610	4	
News Corp.(オーストラリア) 出版・放送	New world Communication Group Inc.(アメリカ) テレビ放送局	2,480	2	82%(REM)
LVMH Moet Henessy Louis Vuitton.S.A.(フランス) 奢侈品製造	DFS Group Ltd.(アメリカ) 免税チェーン店経営	2,470	3	58.8%
Western Resources Inc.(アメリカ) 電気・ガス設備	ADT Ltd.(バミューダ) 電気保安サービス	2,317	4	73%(REM)
Dominion Resources Inc.(アメリカ) 電気供給	East Midlands Electricity P.L.C.(イギリス) 電気供給	2,212	4	
Entergy Corp.(アメリカ) 電気設備	London Electricity PLC(イギリス) 電気設備	2,058	4	
Lucas Industries PLC(イギリス) 自動車部品製造	Varity Corp.(アメリカ) 自動車部品製造	2,040	2	
ABN AMRO Holding N.V.(オランダ) 商業銀行	Standard Federal Bancorporation Inc.(アメリカ) 商業銀行；持ち株会社	1,844	2	
Great Universal Stores P.L.C.(イギリス) 衣類・家具ストア	Bain Capital Inc. & Thomas H. Lee Co.(アメリカ) (Experian Corp.) 信用情報サービス	1,700	2	
Private Group(アメリカ) 電気供給	Light Servicos de Eletricidade SA(ブラジル) 電気設備	1,700	1	

Royal Ahold NV(オランダ) 食品小売	Stop & Shop Cos.Inc.(アメリカ) スーパーマーケット	1,665	2	
Allied Waste Industries Inc.(アメリカ) 安全性商品収集・リサイクリング	Laidlaw Inc.(カナダ) (Laidlaw Waste Systems) 安全性商品収集・リサイクリング	1,652	1	
Invesco PLC (イギリス) ポートフォリオ・マネジメント	Aim Management Group Inc. (アメリカ) 投資アドバイス・持ち株会社	1,612	2	
Robert Rosch GmbH(ドイツ) 電気製品	AlliedSignal Inc.(アメリカ) 油圧式安全ブレーキ製造	1,500	1	
Battle Mountain Gold Co.(アメリカ) 鉱山業・貴金属加工	Hemlo Gold Mines Inc.(カナダ) 金・鉱石販売	1,500	4	
Softbank Corp.(日本) PC ソフトウェア卸売り・出版	Kingstone Technology Corp. (アメリカ) PC メモリーボード製造	1,500	3	80%
Sonat Offshore Drilling Inc.(アメリカ) 石油・ガス採掘請負	Transocean ASA (ノルウェー) 油田採掘請負	1,498	4	
Mobil Corp.(アメリカ) 石油・ガス採掘精製	Ampolex Ltd.(オーストラリア) 石油・ガス採掘精製	1,400	4	85.1%(REM)
P & F Acquisition Corp.(アメリカ) 持株会社	Consortium De Realisation(フランス) (Metro-Goldwyn-Mayer Inc.) 映画会社	1,300	1	
CalEnergy Co. Inc.(アメリカ) 天然資源・電力開発	Northern Electric PLC (イギリス) 電気設備	1,300	4	
Henkel KGaA(ドイツ) 化学品製造	Loctite Corp.(アメリカ) 化学薬品製造	1,268	2	65%(REM)
Potash Corp. of Saskatchewan (カナダ) Inc. 鉱業・カリウム肥料製造	Arcadian Corp. (アメリカ) 窒素肥料・化学製品販売	1,180	2	
Coca-Cola Enterprises Inc.(アメリカ) 飲料製品製造販売	Cadbuly Schweppes PLC (イギリス) (Coca-Cola Beverage Ltd.) 飲料販売	965	1	51%
Quintiles Transnational Corp.(アメリカ) 医薬品研究請負	Innovex Ltd. (イギリス) 医薬品卸売	808	4	
Doubletree Corp. (アメリカ) ホテル経営	New World Group (オランダ) (Renaissance Hotel Group N.V.) ホテル経営	780	1	
Unilever PLC/Unilever N.V.(イギリス) 各種消費財供給	Helene Curtis Industries Inc. (アメリカ) 日用品製造	770	2	
AEA Investor Inc. (アメリカ) 投資ファンド	Chiba-Geigy A.G. (スイス) (Mettler Toledo) 計量機設備製造	769	1	
VIAG A.G. (ドイツ) 各種製品サービス	Johnson Controls Inc. (アメリカ) (Plastic Containeer Division) プラスチック容器製造	650	1	

Bristol Hotel Co. (アメリカ) ホテル経営	Bass PLC (イギリス) (Domestic Holiday Inn Hotel) ホテル経営	650	1	
Haxter International Inc. (アメリカ) 各種医療製品サービス	Immuno International A.G. (スイス) 血液関連医療製品供給	623	4	
Elan Corp. PLC (アイルランド) 医薬品製造	Athena Neurosciences Inc. (アメリカ) 治療診断製品開発	589	2	91%(REM)
TA Associates Inc. (アメリカ) 投資アドバイザー	Altamira Management Ltd. (カナダ) 投資アドバイザー	584	4	
Owens-Illinois Inc. (アメリカ) ガラス・ビン・容器製造	AVIRS.p.A (イタリア) ガラス・ビン・容器製造	580	4	
BJ Services Co. (アメリカ) 石油圧力ポンプサービス	Nowasco Well Service Ltd. (カナダ) 石油圧力ポンプサービス	575	4	
Texas Instruments Inc. (アメリカ) 各種電気製品	TDK Corp. (日本) (Silicon Systems Inc.) セミコンダクター製造	575	1	
Private Group (カナダ) Onex / Celestica の管理グループ	I B M Corp. (アメリカ) (Celestica Inc.) コンピューター部品製造	551	1	
Anheuser-Bush Cos. (アメリカ) ビール醸造	Grupo Modelo S.A. (メキシコ) ビール醸造	550	1	19.3%
Fuji Photo Film Co. Ltd. (日本) 写真フィルム・カメラ製造	Wal-Mart Stores Inc. (アメリカ) (Photofinishing Operations) 写真	550	1	
Paccar Inc. (アメリカ) 大型トラック・関連部品製造	DAF Trucks (オランダ) トラック製造	543	4	
Petro-Canada (カナダ) 石油関連事業	Amerada Hess Group (アメリカ) (Canadian Oil and Gas Unit) 天然ガス供給	543	2	
Toronto-Dominion Bank (カナダ) 外国銀行	Waterhouse Investor (アメリカ) Services Inc. ミューチュアル・ファンド、ブローカー業	525	2	
TRT Holding Inc. (アメリカ) 石油採掘・パイプライン、ホテル経営	Omni Hotel Corp. (香港) ホテル経営	500	4	
Sara Lee Corp. (アメリカ) 食料品・包装用品製造供給	Aoste (フランス) 食肉加工	500	4	

出所：表 1-3 に同じ。141 ページから 155 ページ。