

1980年代米国企業の吸収・合併運動と合併金融

——企業合併と会社の支配・統治——

水 口 雅 夫

目 次

- I. はじめに
- II. 1980年代米国企業の吸収・合併運動
 - (1) 企業合併運動の概観
 - (2) Takeover と LBO
 - (3) LBO と junk bond
- III. Junk Bond 市場の成長
 - (1) 市場の成長
 - (2) 投資家
 - (3) 収益とリスク
- IV. 1987年以降の合併金融と LBO の展開
 - (1) Junk bond 市場の興隆と合併金融の多様化
 - (2) LBO の発達
- V. むすびにかえて

I. はじめに

1980年代に発生したアメリカ企業の集中的な吸収・合併運動とその際に採用された新たな金融手段は、企業経営行動および経営者・資本供給者間関係に大きな影響を及ぼした。

本稿は、1980年代の企業合併と合併金融を研究することによって、会社支配がどのような状況のもとにあったかを解明する試みをおこなおうとするものである⁽¹⁾。

注(1) 企業の吸収・合併を考察するのは、経営者と株主の関係が、そこに、ある意味では典型的に現れると考えられるからである。会社の支配権を獲得する (take over the control of corporations) 方法には、委任状 (proxy) 獲得、株式の直接的購入 (purchase; 本稿の後段では acquisition という用語も用いられる)、合併 (merger) がある (Henry G. Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control” in *Journal of Political Economy*, April, 1965, p. 110-120)。その中で、本稿で考察しようとするのは、1980年代以降、盛んにおこなわれるようになった株式の取得と merger に関連した支配権の動きである。

この支配権の動向と含意は、現経営者 (陣) に取ってかわって新たな経営者になろうとするもの (必ずしも個人とは限らない) の規定性と、株式の取得者に保有株式を販売する株主の規定性によって性格づけられ、また、株式所有構造の分散化と株主の機関化によって影響を受けるといってよいだろう。

わが国の文献で、アメリカの1980年代の企業合併運動を会社支配の観点から論じたものには、山本哲三「株式会社と金融支配」、『早稲田商学』、第333号、1988年、田中信弘「M&Aと日本企業の特質」、『三田商学研究』、1991年、がある。

なお、近年、米英では、会社支配について論じる際に、control や manage という概念だけではなく、govern および governance という概念も用いられるようになってきている。ここでいう governance は control よりも幅広い意味内容を含んだものとして用いられていると考えられる。また、実際、近年、1980年代以降の巨大会社の支配状況や資本市場との関係を governance として捉え、その問題をめぐって、論争がなされている。

このように、会社支配についての新たな概念を用いると、従来の議論、すなわち Edward S. Herman, “Commercial Bank Trust Departments”, in *Abuse on Wall Street: Conflicts of Interests in the Securities Markets*, 1980, 同じく Herman, *Corporate Control, Corporate Power*, 1981. や John Scott, *Corporations, Classes and Capitalism*, 1979, (中村瑞穂・植竹晃久訳『株式会社と現代社会』文真堂, 1983年), 同じく Scott, *Capitalist Property and Financial Power*, 1986 (現代企業研究グループ訳『現代企業の所有と支配』税務経理協会, 1989年) などに代表される経営者支配や金融資本支配をめぐる論争と Governance との関連性が問われる。

この点を論究するには、会社支配状況に関する empirical な研究だけではなく、学説史的、論争史的考察を含めた研究を必要としていると考えられるが、本稿ではこれらの点まで議論を広げることはできない。

なお、株主と株式市場の機関化については、さしあたり、拙稿「アメリカにおける機関株主と会社支配」,九州産業大学『商経論叢』第33巻第4号,1993年3月,お

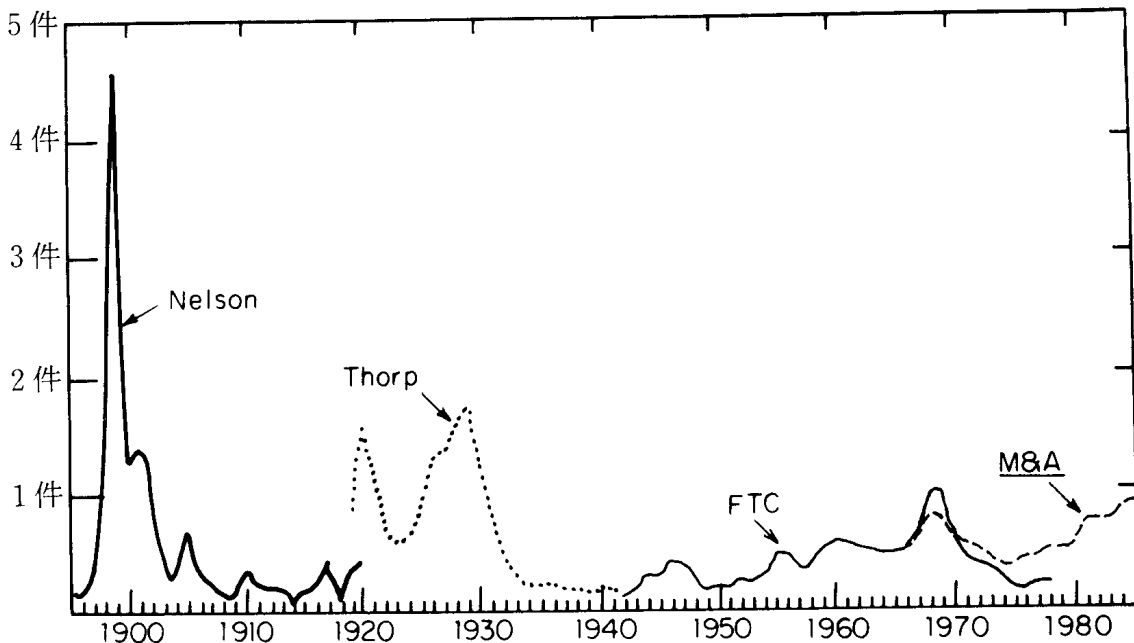
よびそこに引用された文献を参照されたい。

II. 1980年代米国企業の吸収・合併運動

(1) 企業合併運動の概観

1980年代の米国企業の大規模な吸収合併については、運動そのものがかかり収束した現在も、多様な観点から研究がすすめられて、多くの成果が生み出されてきている。まず、ここでは、これらの研究成果に基づいて、1980年代の合併運動を、アメリカの企業経営史上発生した合併運動に位置

第1図 対実質G N P 10億ドル（1982年の価値額に換算）当たり
合併件数の推移 1895—1985年



〔出所〕 Devra L. Golbe and Lawrence J. White, "A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U. S. Economy." in Alan J. Auerbach(ed), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, 1988, p. 273.

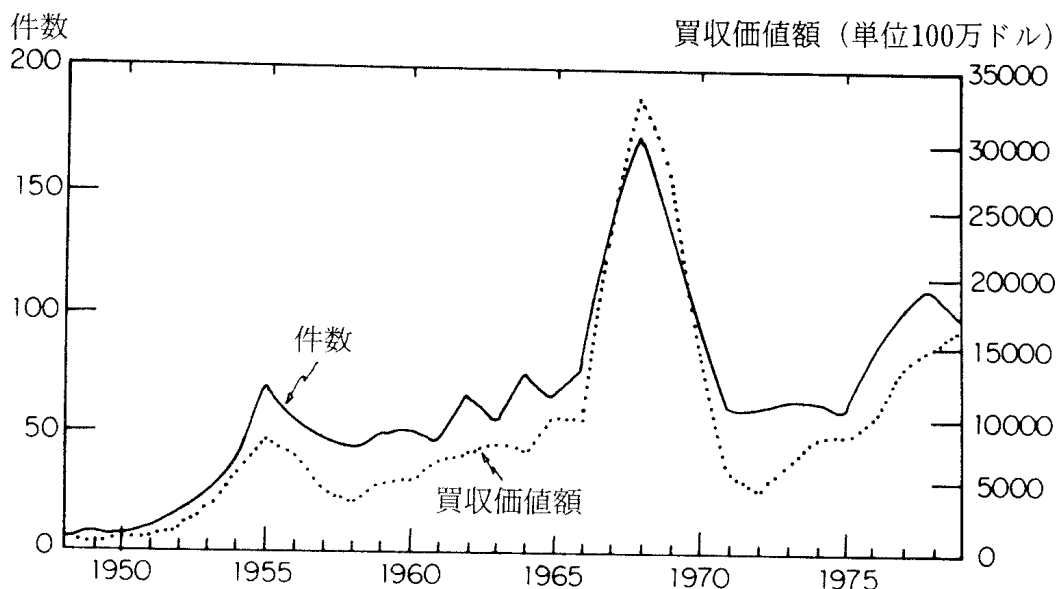
〔注〕 Nelson : Ralph L. Nelson, *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, 1959.

Thorp : W. L. Thorp and W. F. Crowder, *The Structure of Industry*, 1941.

FTC : Federal Trade Commission, *Statistical Report on Mergers and Acquisitions*.

M&A : Mergers & Acquisitions "Domestic" series.

第2図 企業の合併件数と取引価額（1982年の価値額に換算）
の推移 1948—1980年



〔出所〕 Golbe and Lawrence, *ibid.*, P. 270。

づけつつ概観しよう。吸収・合併運動の時系列的資料は第1図、第2図及び第1表によって示される。

最初の第1図は、1895年から1985年までの対実質G N P 10億ドル（1982年の価値額に換算）当たり合併件数の推移をみたものである。この図から、19世紀末から20世紀初頭にかけて第1次の合併運動が発生し、第2次合併期は1920年代後半、第3回目は1960年代後半にそれぞれ最盛期を迎え、そして最後に1980年代に4次の合併運動の盛行期があったことがわかる。この表に示された合併件数は、4種類の異なった種類の調査（これらの調査はその基準が異なっている）をもとにしており、それぞれの時期の合併運動の規模を必ずしも十分正確には比較できない点が留意されるべきである⁽¹⁾。また、合併件数だけで合併運動の規模を比較することは、誤りに導く可能性がある。

その点、次に示した第2図は1948年から1980年までの合併件数に加えて、

第1表 企業の合併件数と取引価値額の推移
1982—1991年

(単位：100万^{ドル})

年	件数	取引価値額	1件当たり 取引価値額
1982	1,617	55,700	34.4
1983	1,812	48,900	26.9
1984	2,416	121,100	50.1
1985	2,773	141,300	51.0
1986	3,803	200,700	52.8
1987	3,150	171,500	54.4
1988	3,310	232,400	70.2
1989	3,061	244,100	79.8
1990	3,154	164,300	52.1
1991	2,117	98,000	46.4

[出所] *Mergers & Acquisitions*, May/June, 1992, p. 43.

買収価値額（1982年の価値額に換算）の推移を示しており、時系列的比較は可能であるが、1980年代後半の推移はあらわれていない。そこで、1980年代の合併件数と買収価値額を見たのが第1表である。同表によると、合併件数は1986年に最大規模を示し、買収価値額での最高値は1989年に示されており、その点で若干のズレはあるが、いずれにせよ、吸収・合併運動の規模は1986年から1989年にかけて高原状態を迎えたことは明らかである（このことは第1表に示した1件当たりの取引価値額をみてもわかる）。

(2) Takeover と LBO

次に、Merger & Acquisition と takeover との関係を明らかにしておく。

まず Merger とは、直接的には、いわゆる「吸収合併」のこと、すなわ

ち、ある会社が他の会社を吸収し、被吸収会社の法人格が消滅することである。

それに対して、Acquisitionは、本来的には「資産取得」のことであるが、実際におこなわれるのは、あるもの（企業）が他の会社の株式の過半数を取得して経営権を握る「企業買収 (takeover)」である。ここで対価を支払って「取得する (acquire)」「資産」は、企業全体であることもあるし、時には戦後出現した多角化したビッグ・ビジネスの1事業部門であることもある。あるいは、ある企業を買収した後、その部門の一つ、あるいはいくつかを売却することが盛んにおこなわれたことは、1980年代の合併運動の大きな特徴であった⁽²⁾。

これらの Merger と Acquisition とを含めて takeover ということがある⁽³⁾。しかしこの両者を比較すると、異なる点があることに気づく。それは、Merger の場合、合併の決定が、通常、両企業の経営陣によっておこなわれる⁽⁴⁾のに対して、Acquisition の場合、経営者の意思決定とは必ずしも関わりがなく、takeover bid を通じておこなわれるという点である。ここでいう takeover bid とは、文字どおり、公開の株式買収の提案のことであり、買い取り人 (bidder) が買い取りの提案をおこなう。また、その提案を受けて、株主は株式を販売する（ただし、takeover bid = TOB は、もっぱらイギリスで用いられる用語で、アメリカでは、tender offer が一般的に用いられる）。

もとより、なされる公開買い取りのすべてが支配権を得ようとするものではないし、その試みが常に成功するとは限らない。また、tender offer は、目標会社のすべての株式を対象とするわけでは必ずしもない⁽⁵⁾。したがって、takeover の試みが成功しても、両社がその後も存続することもありうるのであって、この点が、関係する会社の一方の法人格が消滅する

merger の場合と異なっている。しかし両者の決定的な相違は、tender offer を通じた takeover が、現経営者の意思決定とは必ずしも関係なくなされうるという点にある。

次に、公開買い取りの際の対価は、現金か証券（典型的には無担保転換社債）で支払うことができる⁽⁶⁾。しかし、1970年代末頃から、実際には現金支払いが多くなってきた⁽⁷⁾。この現金による公開買い取りに関する最も重要な進展は、takeover に関する Respectability（社会的評価）が変化してきたことにあるとあってよいだろう。すなわち、従来、不意打ちの takeover は「反倫理的」というレッテルをはられていたが、会社経営者および金融機関の執行役員が、公開買い取りを会社発展の合法的な方法だとみなすようになったといわれている⁽⁸⁾。この傾向がでてきた背景は、LBOの登場及び junk bond 市場興隆の背景と共通性があると考えてよい。

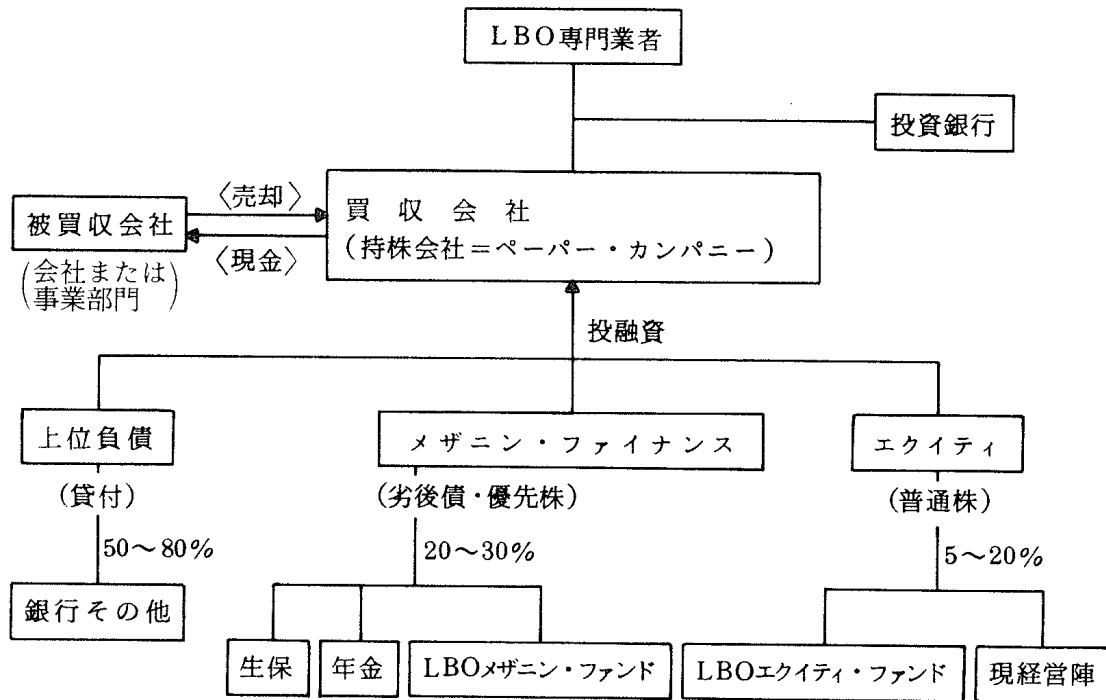
(3) LBO と Junk Bond

さて、1980年代におこなわれた企業の合併運動の特徴は、それまでの合併運動に比べて、1件当たりの取引価値額が大きく、買収側あるいは被買収側に超大型企業が登場してきたことである。これはLBO（Leveraged Buyout）によって可能となった⁽⁹⁾。

ここでいうLBOとは、文字どおり、負債をてこにしておこなう買収のことである。そして、その際の資金は、買収先会社（Target Company）の資産とキャッシュフローを担保にして調達される。

ここで、LBOの仕組みをみておく。典型的なLBOは第3図によって示される。この図によれば、買収提案者（bidder）はダミー会社を設立し、その会社が銀行その他から貸付を受け、または債券、株式を発行して資金を調達する。そして、このダミー会社が、target company を買収する。

第3図 LBOの仕組み



〔出所〕 松井和夫「アメリカにおけるLBOブームとファイナンシャル・イノベーション」、『証券研究』vol. 90, 1989年11月, 37ページ。

このようなLBOの成長要因には2つのことが考えられる。第1に、連邦税の規定が、LBOに対して、実質的に巨額な政府補助金となったこと、第2に、商業銀行による巨額の融資が得られたことである⁽¹⁰⁾。しかし、1983年中頃から、LBO本来のリスクが注目を集め初め、大銀行はLBO融資に用心深くなり始めた⁽¹¹⁾。これにかわって、新たな資金源として登場するのが、junk bondである。

そして、このjunk bondの発達とともに、LBOの本質が変化していく。つまり、現経営者（陣）に対して敵対的な性格のものになっていくのである。これは以前のLBOには必ずしもなかったものである⁽¹²⁾。そこで次に、junk bond市場の発達とその背景を見ていく。

注(1) アメリカの企業合併に関する統計資料が含む問題点については、Devra L.

Golbe and Lawrence J. White, “Mergers and Acquisitions in the U. S. Economy : An Aggregate and Historical Overview”, in Auerbach(ed.), *Corporate Takeovers; Causes and consequences*, 1988. pp. 25-47, 参照。

また、アメリカの企業の吸収・合併運動に関する文献とその解題について Leslie Hannah, “Mergers”, in Gleen Porter(ed.), *Encyclopedia of American Economic History*, Vol. III, 1980年, が比較的網羅的である。また、特に1980年代の合併運動には、多くの発生要因が認められる。これらの要因については、Alan J. Auerbach(ed.), *Mergers and Acquisitions*, 1988, Alan J. Auerbach(ed.), *Corporate Takeovers*, 1988, Margaret M. Blair(ed.), *The Deal Decade : What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, 1993, 所収の各論文が参考になる。

- (2) これらの他に、複数の会社が結合する様式としては、参加企業がすべて解散して一会社を新規設立する Consolidation (「新設合併」または「統合」と訳される) がある。
- (3) ちなみに、先に引用した Manne は、先述の3つの方法(委任状の獲得, 株式の取得, そして merger) をまとめて, devices for corporate take-overs としている (*Ibid.*, p. 171)。
- (4) Louis Loss, *Fundamentals of Securities Regulation*, 1983, (日本証券経済研究所/証券取引法研究会訳『現代米国証券取引法』商事法務研究会1989年, 569ページ)。
- (5) 支配権を獲得するのに十分な株式数が揃ったら, 目標会社の発行している株式の公開買い取りは終了する。
- (6) 元来おこなわれていた acquisition の場合, 支払い手段には, 現金, 普通株, 優先株, 社債, 短期証券 (short-term note) があると述べられている (William W. Alberts & Joel E. Segall, *The Corporate Merger*, 1966, p. 105)。
- (7) Louis Loss, *ibid.* (邦訳, 569ページ)。
- (8) *Ibid.* (邦訳, 569ページ)。
- (9) ただし, 先の第1図からもわかるように, 国民経済に対する規模の点では, 世紀の転換期と1920年代の合併運動が大きい (Golbe and Lawrence, p. 273)。
- (10) John Brooks, *The Takeover Game*, 1987, p. 207 (東力訳『アメリカのM&A』東洋経済新報社, 1991年, 200ページ)。
- (11) *Ibid.*, p. 207 (邦訳200ページ)。ただし, これから述べるように, 商業銀行はその後も融資はおこなうので, 正確には, 用心深くなっていったのは単独の融資に対してであるというべきであろう。
- (12) ただし, Benneth Harrison と Barry Bluestone が述べているように, takeover がすべて敵対的 (hostile) であるわけでは決してない (*The Great U-Turn; Corporate Restructuring and the Polarizing of America*, 1988, p. 60.)。

III. Junk Bond 市場の成長

(1) 市場の成長

それまでの junk bond⁽¹⁾市場では、ほとんどすべて“fallen-angels (財務状態の悪化により格付けを得ることができなくなった銘柄)”と(初期投資の)格付けが低い中規模企業の債券が売買されていたに過ぎなかった。その市場に大きな変化が生じたのは1977年のことである。つまりこの年に junk bond が大量に発行されはじめたのである。junk bond を最初に発行したのは Lehman Brothers であったが、市場のリーダーはすぐに Drexel Burnham Lambert にとって代わられた⁽²⁾。

この時、junk bond が市場に受け入れられた背景は、第1に、インフレと利子率の乱高下に悩んでいた投資家が高収益証券を捜していたこと、第2に、産業構造の転換が進展し、大量の中規模企業の成長が必要とされていたが、これらの企業は歴史が浅く、債券の格付けを得ることができず、債券を発行することができなかったことである。つまり、合州国全体で1万1千社ある公開会社の中で、わずか6%だけが社債の格付けを得ていたに過ぎなかったので、普通社債を発行することによる資金調達をおこなうことができない会社は junk bond を利用するしかなかったのである。そして、このような企業にとって、junk bond は金融仲介業者を通じた、あるいは直接的な投資家への接近を可能にした。つまり、資金の提供者も需要者も、junk bond を受け入れる点では利害が一致したのである。このようにして、junk bond の引受発行業務は高収益を保証するビジネスとなったのである。

このようにして新たに発行されはじめた junk bond は Drexel Burnham

にとって、特に魅力のあるビジネス機会となった。というのは、Drexel Burnham は高格付社債の引受発行にはほとんど確固とした地位を確保しておらず、Drexel Burnham がおこなったのは1970年代初期から junk bond 取引業務を確立することであった。そして、それは Michael Milken を中心にしておこなわれた。彼は潜在的な投資家のネットワークと secondary market (流通市場) の形成者として役に立つ能力を確立した。これらは、Drexel Burnham が junk bond の引受発行業務を支配するのに貢献した重要な要因となった。junk bond の発行者は Drexel のネットワークを巨額の資本を短期間のうちに動かし得る能力を与えるものとみなした。また、投資家にとって、一度購入した junk bond を流通市場で販売することが可能となり、したがってその流動性が確保されたとき、極めて魅力のあるものとなる。したがって、その流通市場を確保・支配していたということが、Drexel Burnham が Lehman Brothers から junk bond 市場のリーダーの地位を奪い、junk bond 市場の中心となる決定的な契機となったのである。

かくして junk bond は社債市場に接近できない中堅企業の資金調達手段となるだけでなく、商業銀行の貸付や私募 (private placement) とともに、次章以下で述べる、企業の吸収・合併のための主要な資金調達手段となったのである。

第2表は、1970年から1985年までの既発行社債額と junk bond 既発行額の推移をあらわしたものである。この第2表によると、1983年頃から junk bond の発行額が増大していることが読みとれる。1977年から1986年上半期までの各年に合州国の会社によって新規に発行された社債額と junk bond の発行額を示した第3表をみると、1984年からの変化は顕著である。つまり、それまでは一桁だった全社債発行額に占める junk bond 発行額の割合は二桁となり、junk bond 市場の成長が読みとれる。

第2表 米国企業の既発行社債額 1970—1985年

(単位10億^{ドル})

年	普通社債 (公募)(A)	junk bond (公募) (B)	(B)/(A) %	全社債 (C)	(B)/(C) %
1970	116.2	7.0	6.0	176.5	4.0
1971	132.5	6.6	5.0	200.2	3.3
1972	145.7	7.1	4.9	219.1	3.2
1973	154.8	8.1	5.2	233.2	3.5
1974	167.0	11.1	6.6	251.9	4.4
1975	187.9	7.7	4.1	277.7	2.7
1976	209.9	8.0	3.8	304.4	2.6
1977	228.5	8.5	3.7	333.1	2.6
1978	245.0	9.4	3.8	370.8	2.5
1979	245.0	9.4	3.8	370.8	2.5
1980	282.0	15.1	5.4	431.7	3.5
1981	303.8	17.4	5.7	458.6	3.8
1982	320.9	18.5	5.8	487.4	3.8
1983	339.9	28.2	8.3	518.0	5.4
1984	371.1	41.7	11.2	568.9	7.3
1985	410.0	59.1	14.5	653.7	9.0

[出典] Robert A. Taggard, "The Growth of 'Junk' Bond Market and Its Role in Financing Takeovers", in Auerbach(ed.), *Mergers and Acquisitions*, p. 9.

第3表 米国企業の新規発行社債額 1977—1986年

(単位 10億^{ドル})

年	普通社債公募 発行額 ⁽¹⁾ (A)	junk bond 公募 発行額 ⁽¹⁾ (B)	(B)/(A) (%)
1977	24.1	1.1	4.6
1978	19.8	2.1	10.8
1979	25.8	1.7	6.5
1980	41.6	2.1	5.0
1981	38.1	1.7	4.6
1982	44.3	3.2	7.2
1983	47.6	8.5	17.8
1984	73.6	15.8	21.4
1985	120.0	19.8	16.5
1986 ⁽¹⁾	114.3	15.8	13.8

[出典] Taggard, *ibid.*, p. 10.

注1) 上半期だけの数値。

さて次に、junk bond と企業の吸収・合併運動との関連性について検討しておく⁽³⁾。Drexel Burnham が L B O 金融に用いるための junk bond を販売し始めたのは、1981年である。また敵対的合併に関連した junk bond 業務を始めることを考案したのは、1983年のことである。

Drexel Burnham によると、1984年に公開市場を通じて発行した junk bond のうち、約17億ドルは合併・L B O 関連のものであったという。この中で、Drexel Burnham は、1984年に公開市場を通じて発行された junk-bond 発行額のうち、6億ドル、4%は敵対的合併に関連して発行されたものと推測している。

また、1984年に発行された全 junk bond の中で、65万ドル、41%が何らかの形で吸収・合併と関連していたという報告が、F R B によってなされている。さらに、公開市場を通さずに発行された43億ドルの junk bond も企業の吸収・合併と関連して発行されたものであったから、1984年に実施された企業の吸収・合併のうち、9%は junk bond による融資によるものであったという報告がある。

また、Morgan Stanley によると、合併金融と L B O 金融に用いられた junk bond 発行高は1984年の33億ドルから1985年の62億ドルに増大し、全 junk bond 発行額に占める割合は、それぞれ21%と31%となり、この時期に junk bond が合併金融と L B O 金融に強く向かい始めたことを示唆している。

しかし、先の第2表と第3表では、1985年以降の junk bond 市場の様子はわからない。問題は L B O を用いた合併の件数と価値額が急増する1987年以降の推移である。この点については、他の金融手段を含めて、次章で別の文献・資料を用いて検討しよう。

(2) 投資家⁽⁴⁾

次に、junk bond に投資する投資家をみておく。junk bond に投資する投資家の中で、金融機関 (financial institutions) が大部分を占めており、Drexel Burnham は、80%から90%にのぼると評価している。

その金融機関の中で、貯蓄貸付組合 (Savings and loan Associations) は、1985年末の時点で 55万ドル、既発行の全社債額中 7%を占めた。また、同じく1985年末には、50の高収益ミューチュアル・ファンドがあり、全資産額120億ドル、既発行全社債額中 15%を占めていたが、1986年央になると、その資産額はほぼ210億ドルにまで増大した。他の junk bond 投資家には、年金基金、保険会社、商業銀行などの機関投資家や投資銀行などがある⁽⁵⁾。

(3) 収益とリスク⁽⁶⁾

junk bond は higher risk, higher return の金融商品である。1974年から 1985年までの間に、junk bond の債務不履行 (default) の年率は1.53%であり、それに対して、社債全体の default の年率は0.09%であった。

junk bond の return は、時期設定によっておのずと異なってくるが、高格付社債と比較して高くなるのは当然である。たとえば1978年から1985年までの期間をとると、シェアソン・リーマンの長期政府債券指標 (Long-Term Government Bond Index) が複利で9.7%であったのに対して、junk bond の場合、同じく複利計算で12.4%であった。

いずれにせよ、このような収益 (return) 上の有利さが、多くの機関投資家と金融機関を junk bond に買い向かわしめた。そして、このことがさらに、1980年代後半になって junk bond 市場の隆盛を生み出していったのである。

注(1) junk bondとは格付 (rating) が Moody's Investors Service の Ba あるいはそれ以下の債権券, Standard & Poor's Corporation の BB あるいはそれ以下の債券をさす (Robert A. Taggart, Jr., "The Growth of the 'Junk' Bond Market and Its Role in Financing Takeovers", in Auerbach(ed.), *Mergers and Acquisitions*, 1988, p. 20)。

なお junk bond は, high-yield bond や low quality bond という用語で表わされることもある。この点も含めて, アメリカの junk bond については, 柴田武男, 「アメリカ資本市場におけるジャンク・ボンド発行の意味」, 『証券研究』 Vol. 80, 1987年 Feb. 及び同「ジャンク・ボンドと企業金融」, 『証券研究』 Vol. 81, 1988年 Jan. 参照。

- (2) 1978年から1985年までの間に発行された junk bond のうち, 56%が, Drexel Burnham Lambert を主幹事 (lead manager) として発行されたものである (Taggart, *ibid.*)。
- (3) 以下の叙述は, Taggart, *ibid.* pp. 12~, に基づいている。
- (4) 以下の叙述は, Taggart, *ibid.* p. 11, に基づいている。
- (5) また, 別の資料は, Mutual Fund と保険会社, 年金基金, そして貯蓄機関だけで, すべての high-yield bonds の79%を保有していると述べている (Peter Tufano, "Financing Acquisitions in the Late 1980s: Sources and Forms of Capital", in Margaret M. Blair, *ibid.*, p. 318。なお, この原資料は General Accounting Office, *Financial Markets*, app. 2, p. 20)。
- (6) 以下の叙述は, Taggart, *ibid.* p. 12, に基づいている。

IV. 1987年以降の合併金融と LBO の展開

(1) Junk Bond 市場の興隆と合併金融の多様化⁽¹⁾

本章では, 視点をやや広くとり, junk bond 市場の発展を含めて, 1980年代後半の合併金融の傾向を見ていく。

まず, LBO市場と吸収・合併の規模が拡大し, 最盛期をむかえた1987年から1989年の間におこなわれた取引価額と支払形態を示した第4表によると, 債券による支払いも1988年になって急速に増加しているが, 全体の中では, 現金による支払いの割合が依然として高い。この表は, その現金

がどのようにして調達されたかという点までは示していない。

そこで、次に、第5表によって、合併関連・非関連の外部金融の資金源泉をみる。この表によると、1980年代後半の合併金融の第1番目の特徴は、合併をおこなおうとするもの (raider) に対して、公開市場を通さないで資金が融通されていることである。銀行融資は、商業銀行と投資銀行からのものであり、これに私募債が加わって、公開市場を通さない資金の源泉が形成されている。商業銀行と投資銀行を別にすると、raider が公開市場で資金を調達する程度が低いのは、raider が債券市場と株式市場で重要性を増してきている機関投資家と公開市場を通さないで取引をおこなっていることの反映である。

さらに、junk bond の目的別区分を見ておく。この点について、詳細な時系列的資料を入手しているわけではないが、1985年から1989年までの間

第4表 吸収・合併取引価額⁽¹⁾と支払形態 1987—1989年

(単位100万ドル)

取引量	1987年	1988年	1989年	計
件数	716	904	746	2,366
被買収企業の価値額	249,216	371,268	239,449	859,933
取引の平均額	348.1	410.7	321.0	363.5
支払形態				
全額現金	151,087	271,678	142,594	565,359
証券				
全額株式	38,408	33,076	34,867	106,351
全額債券	11	5,859	1,198	7,104
株式・債券の 組合わせ ⁽²⁾	59,711	60,619	60,789	181,119
合計	249,217	371,268	239,448	859,933

[出所] Peter Tufano, "Financing Acquisitions in the Late 1980s: Sources and Forms of Capital", in M. M. Blair (ed.), *Ibid*, p. 290.

注(1)一件の取引価額500万ドル以上。

(2)現金と証券の組合わせを含む。

第5表 合併関連・非関連の外部金融の資金源 1987—1989年
(単位10億ドル)

資金源	合併関連	非合併関連
公開市場債 (A)	73.29	438.11
私募債 (B)	107.05	414.68
(A) / (B) (%)	0.68	1.06
銀行融資	345.41	—
ブリッジローン	141.60	—

[出所] P. Tufano, *ibid.*, p. 292。

に raider により、公開市場を通じて発行された債券の中で、junk bond は 76% を占めていたという報告がある。また、(公開市場と私募市場の双方を含めた) junk bond の中で、合併金融に向けられていた比率は、1985年の段階では 35% であったが、1989年になると 60% にまで上昇したという報告がなされている。これらのことから、前章で見た junk bond は、1980年代後半には、ますます合併金融に向かっていったことが推定できる。

また、合併金融のための貸付と発行債券の規模と融資期間を見た第6表によると、ブリッジローンは、金額の点で額が大きく、また融資期間が極めて短期であるという特色をもっていることが指摘できる。

(2) LBO の発達

次に、これまで見てきた junk bond その他の金融手段によって調達された資金を用いておこなわれた LBO の、1980年後半の動向について見ておく。第7表によると、1980年代後半が推移していくにしたがって、合併の取引価値総額に占める LBO の割合は増加傾向を辿っている。特に、1件当たりの取引価値額の動きを見ると、1986年から1989年までの4年間に、急激に高くなっていることがわかる。これは、特に大型合併をおこなう場

第6表 合併金融の引受金額と貸付期間 1987—1989年

	引受金額 ¹⁾ (単位：100万ドル)		貸付期間 (単位：月)	
	平均	中央値	平均	中央値
債券・公開市場	165	125	160	120
債券・私 募	102	40	104	96
銀行融資				
RCF ²⁾	208	50	51	48
タームローン	253	65	66	72
ブリッジローン	420	385	11	6

[出所] P. Tufano, *ibid.*, p. 293.

注1) Size of commitment

2) Revolving credit facilities

第7表 LBO市場の発達

(単位 100万^{ドル})

年	件数	取引価額	1件当たり 取引価値額
1985	240	19,800	52.5
1986	330	45,200	137.0
1987	270	36,200	134.1
1988	379	47,400	125.1
1989	373	66,900	179.4
1990	243	16,000	65.8
1991	116	5,600	48.3
1992	37	1,800	48.6

[出所] *Mergers & Acquisitions*, November/December, 1992, p. 41.

合にLBOが用いられたことを示しているといつてよい。

注(1)以下の叙述は、Peter Tufano, *ibid.*,に基づいたものである。

V. むすびにかえて

最後に、本稿の考察から明らかになったことをまとめ、本文では十分明確にしえなかった LBO の評価に関連して、補足しておきたい。

まず、本稿の考察から明らかになったことは、次の点である。第1に、1980年代の吸収・合併運動の規模は件数、価値額ともに、1986～7年から1989年までの間にピークをむかえたことである。そして第2に、合併金融の中で、junk bond は、1980年代前半までの制度的準備期間を経験した後、後半になって、本格的に合併金融に向かっていったことである。また、合併のために調達された資金の中で、銀行融資と private placement による資金の占める割合も大きいということが明らかになった。

合併をおこなおうとするものが、多様な合併金融手段の中から資金を調達する選択をおこなったのは、会社支配をめぐる競争的市場の中で、その目的を達成するためである。つまり、合併金融の多様化（この点で、合併の際の支払い手段に関しては、1970年代末から始まった現金支払いの増加から、さらに1980年代にもう一度傾向的变化が生じたと考えられる）、およびそれらと強い関連性をもった LBO の登場は、少ない自己資本によって、しかも巨額の「資産」の取得を通じて、会社の支配権を take-over することを可能にした。

このことは、経営者にとって、敵対的買収によって経営者としての地位を失う可能性を高めると同時に、逆に相手に対して合併攻勢をかけることを可能にすることを意味する。そのような中で、合併に必要な資金を迅速に調達することができるかどうかは、買収の成否ひいては支配の帰趨を決

定づける重要な要因となった。この点で特徴的なのは、先の第7表によって見たブリッジローンであろう。

いずれにせよ、このようにして、LBOは敵対的な合併に用いられ、逆にそれに対抗するために、経営者による Management Buyout (MBO) に用いられていったことはよく知られていることである。

また、合併がなされるに際して、一方では資金を提供し、他方では吸収・合併を行おうとするものに対して、株式を売却する行動を選択したのは、機関投資家・株主であった。つまり、合併の盛行に伴う株式売買過程の中で、彼らは、保有する株式の売買行動によって、経営者の行動にある種の制約を加えたといつてよい。

さらに、企業の資本構成の面からすると、LBOは企業の負債を増大させ、資本構成に変化をもたらすことになる。その点で、LBOと資本構成の restructuring を経験した企業の中には、業績を上昇させたものがあるが、公開会社から閉鎖会社へ転換 (going private) したことによって、柔軟な財務戦略をとることが困難になり、経営上の苦境に陥っていくものがでてきたことも指摘されている。

ここで、LBOの評価が分かれる。本稿はこの分岐点の先に踏み込むことはさしひかえなければならないが、吸収・合併とLBOを経験した企業の、その後の業績については、会社を支配することの含意を含めて、検討すべき課題が残されている。しかし、それらの点については稿を改めて考察することにしたい。

本稿は、1993年6月26日、九州産業大学で開催された「日本経営学会136回九州部会」において発表した「米国における機関株主とコーポレート・ガバナンス」の一部を加筆訂正のうえまとめたものである。部会報告に際して、司会を引き受けていただいた

佐賀大学荒川米一郎先生，九州国際大学 原田實先生，そして福岡大学 市村昭三先生には，貴重なコメントをいただいた。この場を借りて，感謝申し上げます。