

機関投資家と経営者支配（2）

佐 賀 卓 雄

目 次

1. 問題の所在
2. 機関投資家の資産規模と株式保有
3. 機関投資家の権力行使
 - (i) 会社経営に対する行動原理（以上第27巻第2号）
 - (ii) テイク・オーバーと機関投資家
 - A Great American Holding Co. のケース
 - B Reliance Insurance Co. のケース
 - C United Fruit Co. のケース（以上本号）
4. 経営者支配論と機関投資家
 - (i) 経営者支配論の構造
 - (ii) 機関投資家の役割
5. 結 語

3. 機関投資家の権力行使

(ii) テイク・オーバーと機関投資家

米国は第二次大戦後60年代末にかけて史上最大の合併運動にみまわれた。いわゆる第3次合併運動である。この過程の中で機関投資家はきわめて積極的な役割を果たした。この合併の最もきわだった特徴は、従来までの水平的合併・垂直的統合という企業結合形態にかわって、コングロマリット型合併がその主要形態となったという点にあるが、この結合形態においては相互に事業上のつながりのない複数の企業が結合し、しかもストックあるいはキャッシュによるテNDER・オファーによって企業取得がなされるために、必然的に金融的要因（一株あたり利益、株価など）が合併の決定要因とみなされることになった。企業活動の本来的展開としての合併が、市場占有率の確保や規模の経済性の追

求、あるいは製造工程の統合化による中間マージンの排除という形で直接企業利益の上昇に関連しているのに対して、コングロマリット合併はむしろ機関投資家の利害と密接に関連しているということが出来るかもしれない。⁽¹³⁾

前項で検討したように、機関投資家の対象会社経営に対するコミットはどちらかという従来までの慣行を大きくふみはずしたのではなく、むしろ消極的なものであったが、企業支配権の移転に直接関連するティク・オーバー過程へのコミットはきわめて積極的である。以下では、いくつかのケースを紹介しながら、機関投資家のティク・オーバー過程へのコミットの実態を明らかにしてゆくが、さしあたり一般的にその根拠を示しておこう。

SEC の機関投資家調査報告は9個のケース・スタディから得られた一般的な結論として次のような根拠を示している。⁽¹⁴⁾

1. 流動性

大量の発行株式を保有している機関は通常市場販売を通じてそれを処理することが非常に困難である。もし、マーケット・メーカーがその大量の株式を処理することができず、しかも機関が現金に対する緊急の必要——例えば、純買戻し状態にあるミューチュアル・ファンドのように——があるとすれば、機関は対象会社株式の残余についてティク・オーバーを試みるさきがけとして、保有株式を買いとってくれる潜在的取得会社を探そうとするかもしれない。

2. パフォーマンス

支配権の移転は機関に短期的利潤の取得機会を提供するかもしれない。会社支配のためのビッドは通常目標会社 (target company) 証券の価格上昇をもたらす。もし機関が最高価格に達する以前にそのような証券を購入できるなら

原稿受領 1978年6月8日

(13) もっともこのことはコングロマリット合併がすべて金融的要因で説明されるということではない。コングロマリット合併といえども、それなりの経済性追求から生まれてくるのであって、「シナジー効果」と一般に呼ばれるものがこれである。「シナジー効果」概念は多様な内容をもっているが、さしあたりF・ウェストン「企業評価と財務管理との関係」(A. A. ロビチェック編『企業の財務意思決定』同文館、所収) 30~32頁を参照されたい。

(14) SEC, *op. cit.*, Vol. 5, pp. 2772~4

ば、取得会社 (bidding Company) にそれらを売却あるいはテnderするかに
よって即座に利益を得ることが可能である。

3. 特殊な利益

目標会社の相当量の株式を保有しているか、あるいはそれを取
得しうる金融的能力を保持している機関は、通常の投資家に利用可能
である条件よりも有利な条件で交渉できるか、又は他の優遇措置をひき
だすことが可能かもしれない。機関あるいはその財務管理担当者は、
目標会社のすべての株主には等しく与えられない特別価格、機会、
誘因を与えられるかもしれない。これらの利益は機関の保有する株式
によって遂行される潜在的会社支配という属性に対する「プレミアム」
をなすかもしれない。これらの機関にのみ固有な利益としては次の
ようなものが認められる。

- (a) 機関はティック・オーバーが考慮されているという事前通告あ
るいは情報を受けるかもしれない。そのような通告の目的は、機関が
ビッドの公示にともなう価格上昇を期待して目標会社の株式を取
得するのを可能にすることである。もちろん、取得会社が、その
ような情報の提供に対する報酬として、機関が取得した目標会社
株式を提供するのを期待することはいうまでもない。
- (b) 機関は将来の予想される利益を確信して取得会社に目標会社
株式を売却するように勧誘される可能性がある。そのような利益と
しては、キャッシュ・テnder・オファーあるいはセキュリティ・
テnder・オファーにおいて目標会社株式に対して後に公示され
るより高い価格を受ける権利、株式のその後の処分にあたって
取得会社によって実現されたいかなる利益にも参加する権利など
がある。
- (c) 機関は考慮されている株式取得を容易にする目的での取得
会社による資金調達に参加する権利を与えられるかもしれない。例
えば、銀行は取得会社が大量の目標会社株式を現金で取得する
か、あるいはキャッシュ・テnder・オファーを実施することが可能
となるように資金の貸付を行う。また機関は非公募で取得会社
の発行する証券を購入し、それによって得られ

た資金が目標会社株式の取得に利用される。機関が取得会社と債権者、預金者、あるいは従業員年金信託などの有利な事業上の関係をもっている時には、テイク・オーバー過程へのコミットに抵抗することは事実上困難である。さらに、取得会社による目標会社株式の取得努力は機関に追加的な業務を与える。すなわち、目標会社に重要な株主としての地位を占めているか、あるいは取得会社に対して商業的な貸手としての便宜を計っている銀行はエクステンジ・オファーの際の代理人に指定される、

- (d) 機関の財務管理担当者は、もしオファーが成功したならば得られるであろう将来の利益を保証されることと引代えに、機関が目標会社の証券を購入し、それを取得会社に提供するように勧誘される。

以上が9個のケース・スタディから機関投資家が企業支配権の移転にコミットすることについて得られた一般的な根拠、あるいは利害状況であるが、⁽¹⁵⁾ SECの調査報告は、証券市場を経由しての企業支配権の移転現象とその過程での機関投資家の役割を「自己達成的予言 (Self-fulfilling Prophecy) という市場心理の産物」⁽¹⁶⁾と特徴づけている。その意味するところは、ブローカーは株価の低

(15) 同様の根拠はイギリスについても認められるようである。ドビンズ(R. Dobbins)とマックルー(T. W. McRoe)は機関投資家が将来会社経営にコミットする可能性が強いと思われる根拠として次のようなものを指摘している。

- (a) 金融機関は、附加価値についての従業員、消費者、政府の要求に対して自己の利害を防衛するようにならねばならない。
 (b) 機関株主は多くの企業において多数株主であるため、この事実だけで関係会社の経営陣によって彼らの見解に対してより大きな注意が向けられることになる。
 (c) ここ数年、新資金のますます増大する部分が機関から流入するだろう。このことはこれらの機関からの助言に対して財務部長をより従順にさせるだろう。
 (d) 会社経営者は機関による株式への増大する需要が会社の市場資本化に好ましい影響を与えるということに次第に気づいている。このことがまた会社の財務部長を機関の助言に従順にさせている。
 (e) 比較的少数の会社への多大な利害は、投資管理者にますます助言を行わせ、保有株式を処理させないようにさせるだろう。大量の持株の処分は、販売にあたって株式価値に好ましくない影響を与えるであろう。

(R. Dobbins & T. W. McRoe, *Institutional Shareholders and Corporate Management*, 1975, pp. 19~20)

ちなみに、イギリスの機関持株比率は1974年で全上場会社株式の約45%である。

(16) SEC, *op. cit.* Vol. 5. p. 2774

落が企業経営のまずさに起因するものとみなし、経営陣ないし経営政策の変更を求めてティク・オーバーを積極的に推進し、その結果として株式市場での新たな均衡を達成するということである。これは経営活動を資本市場の側から規制していくことに他ならないが、ブローカーあるいは機関投資家という金融取引主体に注目するならば、合併運動が金融的要因の優位の上に展開されることを意味する。SECのケース・スタディから得られる一般的結論は以上のように要約されるのであるが、具体例として比較的詳細な資料が入手可能な3個の事例を紹介しながら、機関投資家のティク・オーバー過程へのコミットを明らかにしてゆこう。

A Great American Holding Co. のケース

多様な娯楽・レジャー事業を営んでいるNational General Co.(NGCと略記)は1968年3月31日現在、195百万ドルと3.6百万の発行株式を有するコングロマリット企業であった。1967年にNGCは会社取得計画にのりだした。1968年はじめに出版会社、つづいて映画会社を取得しようとした。NGCは取得計画を推進する必要から、機関投資家の関心を喚起するために機関の投資マネジャーやブローカー・ディーラーと接触しはじめた。この努力によって、ブローカーがNGC株式に関心を示し、機関投資家や他の顧客にすすめた。1968年第1・四半期には機関投資家のNGC株式の購入は比較的少なかったが、第2・四半期には機関投資家のNGC株式の購入は693,000株に達したが、これは発行株数の18.2%に相当していた。この結果、NGCの株価は25ドルから60ドルに上昇した。NGC株を購入した機関投資家はNGCの会社取得計画とそれがもたらすであろう一株あたり利益の上昇を期待したのである。⁽¹⁷⁾

さて、1968年8月以降、ブローカー・ディーラーは財務分析家によって準備された調査研究にもとづいて顧客に損害保険会社の証券の購入を勧めていた。こ

(17) 米国証券市場では一般に株価は1株あたり利益によって決定されるといわれる。尚、ティク・オーバーを遂行するうえで自社の株価を上昇させることは株式交換を有利に遂行するうえで必要となる。この株価形成メカニズムについては、さしあたり宮崎義一『寡占』岩波新書、136～9頁、奥村茂次「アメリカの企業合併とコングロマリット」(『経済評論』昭和45年9月号)50～51頁、を参照されたい。

の報告書はこれらの会社が法定必要準備金をこえる流動資産の最適な利用を行っていないという主張を支持していた。このため、非金融会社にとってこれらの会社がその流動資産を利用できる取得目標であると考えられたのである。さらに、取得の現実条件として報告書は保険会社株式がしばしば簿価以下で売買され、そのような会社の経営者は発行株式の相当部分を保有していないということを指摘した。Great American Holding Co. (GAHと略記)はそのような会社の一つとしてリスト・アップされていた。GAHは損害保険会社であるGreat American Insurance Co.の親会社であり、1968年6月30日現在664百万ドルの資産と6.2百万の発行株数を有していた。

1968年5月13日に、NGCの社長はブローカー・ディーラーと会い、GAHの支配権の取得可能性について論じた。1968年5月28日に、GAHの株価は38ドルであったが、NGCの最高経営委員会は一株55ドルまでの価格でGAH株式を50万株購入することを決定した。この購入に必要な資金を調達するためにNGCは私募でNGCの普通株購入ワラントを個人及び機関に売却した。1968年3月に、NGCのGAH取得に関心を持っていたブローカーは代理勘定でNGCのためにGAH株式を購入しはじめた。6月11日までに403,700株が購入され、それは発行株数の7%に相当していた。

この時になって、GAHは自社が目標となっていることに気づき、投資銀行家に他の適当な合併相手を探してくれるよう依頼した。その投資銀行家はある会社を示唆し、1968年6月7日に同社はGAH取締役会に取締役を送りこんでいる銀行からGAH株式296,000株を買い入れた。しかし、投資銀行家は同社が呈示した買入価格ではGAH株式を収集することができず、6月10日には同社は撤退することになる。6月7日にNGCのブローカー・ディーラーはNGCによる大量の株式購入を提案した。ブローカー・ディーラーは保険会社から145,000株、上述の撤退会社から296,000株の買入を取り決めた。この合計441,000株のうち、NGCは266,000株を購入し、残余はブローカー・ディーラーの顧客に売却された。その中にはGAH株の最初の購入資金の調達のためにおこなわれたNGCの私募に加わった機関投資家が含まれていた。

一方、1968年6月12日から25日までの間、NGCはGAHとの友好的な合併を交渉しようとしたが、不成功に終わった。その結果、6月25日にNGCの経営委員会はGAH株式に対するエクステンジ・オファーを行うことを決定した。GAH株式と交換されるのはNGC発行の転換社債と普通株ワラントであり、その額は400.2百万ドルに達した。オファーは6月26日に告示された。

さて6月6日以来GAHはAMK Corporation(AMKと略記。ミート・パッキングに従事し、1968年5月31日現在、資産178.3百万ドル、発行株数2.2百万株)と合併交渉を続けていたが、NGCがエクステンジ・オファーを告示した翌日に、AMKはGAHとの間に友好的な話し合いがもたれ、AMKの公式提案に配慮がなされた旨の新聞公告を掲載した。7月10日になると、GAHの示唆によりAMKは合併案を提示した。これを受けて7月16日にはNGCはエクステンジ・オファーの条件を改訂したが、AMK株式はGAHとの合併を反映する市場期待から新高値を記録した。7月28日には、NGCの改訂されたオファーにもかかわらず、GAHはAMKとの合併の同意を伝えた。こうしてGAHをめぐってAMKとNGCとの間で競合が始まった。NGC側はAMKの中心的な経営者が重病であり、いくつかのファンドはAMK株式を「ダンピング」しているといううわさを流布しはじめた。大部分の機関投資家はこれらのうわさによっては影響されないとのべていたが、NGCのエクステンジ・オファーが発効になる8月8日までに、AMK株式の価格はかなり低落した。合計471,200株に達するAMK株式が1968年第3・四半期中に六つのミューチュアル・ファンドによって売却されたが、そのうちの一つはNGCの私募に参加していたミューチュアル・ファンドであった。NGCのエクステンジ・オファーが発効となった日に、二つのファンドはNGCの経営首脳の訪問後154,000のAMK株を売却した。NGCが以前には何らの接触をもっていなかったにもかかわらず、GAH株の5%を保有している銀行がエクステンジ・オファーの代理人に指名された。その銀行はその後これらの株式の半分をNGCに提供し、残りをNGCにオファーされるということがはっきりと明らかになった締切日近くに市場で売却した。いくつかのミューチュアル・ファンドとオフ・ショア・ファンドがGAH株式の

かなりの量を取得しはじめた。

NGCのこうしたGAH株式の取得努力の結果、1968年10月4日のエクステンジ・オファー締切日にはGAHの発行株数の69%が集められ、オファーは成功した。この過程で果たした機関投資家の役割は第9表にはっきりと示されている。すなわち、NGCのエクステンジ・オファー以前である1968年5月12日

第9表 GAHの取得にはたした機関投資家の役割

A GAHの総発行株数	6,157,141
B 回答した機関投資家の普通株保有 総数(1968年5月12日現在)	1,711,538
C Aに対するBの割合	27.79%
D テンダーされた普通株総数	4,244,269
E 回答した機関投資家によってテンダーされた普通株総数	1,690,960
F Dに対するEの割合	39.84%

出所 SEC, *op. cit.*, Vol. 5, p. 2786

現在で回答した機関投資家のGAH株の保有比率は27.79%であったが、エクステンジ・オファーによって集中されたGAH普通株の実に4割弱をこれらの機関投資家が様々な方法で収集し、NGCに提供しているのである。

B Reliance Insurance Co. のケース

GAHのケースでふれたように、ブローカー・ディラーは1967年に保険業に関する報告書を作成し、損害保険会社は充分には余剰資金を利用していないということを指摘した。そして、そのような余剰資金が非金融会社によって充用されるならば、保険会社株式の価値は相当程度上昇するであろうことを予想した。このことは、非金融会社によって損害保険会社のティック・オーバーが試みられるならば、保険会社株式は機関投資家にとってすぐれた短期の投資機会を提供するものであることを意味していた。

ブローカー・ディラーは報告書を顧客に回覧させ、同時にその中に掲載されている保険会社と接触を行った。Reliance Insurance Co. (Reliance と略記)はそのような保険会社の一つであり、ブローカー・ディラーはRelianceに自発的な合併を勧めたが、Relianceの経営陣はこの提案を拒んだ。しかし、ブ

ローカーは躊躇せずに Reliance の合併相手を探し始めた。

Leasco Data Processing Equipment Corp.(Leascoと略記)はコンピューターのリース会社であり、当時の成長産業の一つに属する高株価収益率を誇る企業ではあったが、規模は Reliance よりはるかに小さかった。1967年に Leasco はブローカーからの報告書を受け、損害保険会社について知り可能な合併相手を見いだすためにブローカーと相談した。ブローカーはいくつかの会社名を示唆したが、その中には GAH と Reliance が含まれていた。

1968年1月にブローカーは Leasco に対して顧客が Reliance 株式600,000株を保有し、さらに適当な価格で Reliance の4.7百万の発行株数のうち2百万株を取得可能であることを伝えた。しかし、Leasco はブローカーの要求する報酬が法外なものであったために決断しかねた。一方では、ブローカーは Reliance 株が簿価以下で売買されており、そのような状況は Leasco がティック・オーバーを試みるならば変化するであろうと予想して顧客である機関投資家に Reliance 株の購入を強く勧めた。

Leasco はブローカーの強い勧めに譲歩して、1968年3月13日に Reliance 株をいくらか保有することを決定した。この購入規模はブローカーを失望させたが、Leasco はブローカーに対して他のアンダーライターを通じて普通株とワラントの公募を行うまでは、将来の取得計画に関しては何らの決定を行わないことを伝えた。ブローカーは緩慢ではあるが Leasco のティック・オーバーの試みの方向性がはっきりしたものと判断し、機関投資家に Reliance 株の購入を勧める方向に動き出した。このような情報は一般の投資家には提供されなかった。4月10日から5月28日にかけて大手のミューチュアル・ファンドがブローカーを通じて Reliance 株200,000株を購入した。情報は同系列内の他のファンドにも伝えられ、Reliance 株の購入が行われた。Leasco がはじめて Reliance の総発行株数の3%を取得したと公表したのは5月24日のことであった。同様の予想買いはミューチュアル・ファンドを中心として他の機関投資家によっても行なわれた。これらの購入によって取得された Reliance 株の大部分はその後のエクスチェンジ・オファーの過程で Leasco に提供されるこ

とになる。1968年の前半期の間、ブローカーの顧客の Reliance 株の購入は合計1.2百万株に及び、これは総発行株数の約26%に相当するものであった。個々の機関投資家は決して10%以上は購入しなかったが、これらの機関買いの行動はすべて予想されるティク・オーバーの試みとエクスチェンジ・オファーの過程でこれらの取得株式を相当の利益を得て処理することが可能であるという同一の情報にもとづいて行なわれたものであった。

1968年6月11日、一方でのブローカーの Reliance 株の取得努力を背景として、ブローカーは Leasco の優柔不断に対して不満を表明した。6月17日、Leasco は Reliance の経営陣と会見し、友好的な合併を伝え、Reliance の取締役会に対して公式の提案を行った。この提案は即座に脚下され、これを受けて6月21日に Leasco は Reliance 株に対するエクスチェンジ・オファーを告示した。Reliance 株と交換されるのは Leasco の普通株ワラントと転換社債であった。8月末のエクスチェンジ・オファーの発効時点までに、ブローカーの顧客である機関投資家の Reliance 株取得は総発行株数の約25%に及んでおり、これらの株式はすべてエクスチェンジ・オファーの過程で Leasco に引渡された。

当初、Reliance の経営陣は Leasco のオファーに対して強硬に反対し、他会社との防衛的な合併のために数社と接触していたが、1968年8月1日に Leasco がオファーの条件を改訂し、同時に Reliance の経営陣に対してエクスチェンジ・オファーが成功した場合には上層経営者を向こう5年間雇用しつづけることを確約したために、Reliance の経営陣は5年間は Leasco が Reliance に対して完全な経営支配を行なわないだろうと理解して、オファーに対する反対を撤回した。

ところが、7月末になって Leasco は Reliance 普通株の総発行株数の約14%が、3人の Reliance 取締役、彼らの家族、ファミリー・トラスト、家族支配会社からなる小グループのクラスAの普通株主によって保有されていることに気づいた。これらクラスA普通株は Reliance 取締役会の承認にもとづいて各クラスA普通株1株に対して普通株10株と交換されることになっていた。

Leasco は Reliance の取締役会がこの交換を承認しないと考えながらも、それらが Reliance によって防衛に利用される可能性を排除するためにクラスA株主と購入の交渉を始めた。この交渉はクラスA株主が現金での支払を望んだため難航⁽¹⁸⁾した。しかし、この問題は7月23日に次のような取り決めを行うことによって解決された。すなわち、クラスA株主は Leasco にその保有株式を Leasco の発行する証券と交換に引渡し、Leasco は自社発行の証券を現金で買いとってくれる買手を探してくるというものである。Leasco はこの取り決めを実行するために約20の機関投資家に自社発行の証券を買いとらせたのである。このうち約半分は商業銀行の信託部門が買いとった。

このようにして Leasco は Reliance の取得に成功するのであるが、この過程ではたした機関投資家の役割は第10表に示されている。すなわち、Leasco は Reliance の総発行株数の約97.8%を取得するのであるが、このうち32.05%が

第10表 Reliance の取得にはたした機関投資家の役割

A Reliance の 総発行株数	4,713,220
B 回答した機関投資家の普通株保有 総数(1967年12月31日現在)	1,149,332
C Aに対するBの割合	24.38%
D テンダーされた普通株総数	4,571,823
E 回答した機関投資家によってテンダーされた普通株総数	1,465,365
F Dに対するEの割合	32.05%

出所 SEC, *op. cit.*, Vol. 5, p. 2792

投資会社28社を中心とする機関投資家によって提供されているのである。

C United Fruit Co. のケース

1967年5月、ブローカー・ディラーは顧客に United Fruit Co. (United と略記)株の購入を勧めた。この勧誘は同社の経営状態の包括的な分析に裏づ

(18) Leasco 側が現金での購入に難色を示したのは、第1に購入資金がなかったこと、第2に、現金での購入は有利な会計処理である「持分プーリング」方式の適用を不可能にするためである。(SEC, *op. cit.* Vol 5, p. 2790) - コングロマリット合併と「持分プーリング」方式による会計処理については、さしあたり一ノ瀬秀文「コングロマリット合併と持分プーリング会計[序説]」(『経営研究』143, 145号)参照。

けられたものであり、これによって機関投資家の United 株の購入は相当量に達した。1968年初期には、United 株の株価は上昇したが、同年末には低下しはじめた。ブローカーは同社に対していくつかの取得機会を示唆したが、同社はそれに対して乗り気ではなかった。そこで、ブローカーは顧客に United の経営状態について否定的評価を伝えていること、さらに同社の株式が機関投資家によって大量に保有されていることをのべた。その結果、United は他社との合併が避けられないことであることを認識した。他方、1968年9月19日にブローカーは AMK Corp. (AMKと略記) の経営陣と会い、United の総発行株数の9.5%に達する株式を取得することを提案した。もちろん、この提案には United に対するエクスチェンジ・オファーと究極的には AMK との合併が続くものであった。AMK はこの計画に関心を示し、数日後9.5%の United 株を購入することをブローカーに伝えた。

そこで、ブローカーは顧客である機関投資家に接触し、United 株に対してプレミアムが支払われることを購入促進のポイントとして利用した。AMK が機関投資家に対して与えた最も有利な条件とは次のようなものである。すなわち、もし将来において AMK が United 株に対してキャッシュ・テnder・オファーを試みるならば、AMK に最初に United 株を売却した機関投資家は最初の売却価格と後に United に対して支払われるより高い価格との差額を受け権利を有する。もし AMK が証券とのエクスチェンジ・オファーを実施するならば、機関投資家は最初の購入価格の払い戻しを受け、代わりにそれより高い価値を有する一組の証券を受け権利を有する、というものであった。これによって機関投資家はいかなる時点で AMK に United 株を提供しようとも、それ以後に生じうる価格変動からもたらされる利益取得機会を逸するというリスクを除去することが可能となったのである。

AMK の最初の United 株の購入資金は7銀行からの35百万ドルの借入によって調達された。融資グループは AMK のメイン・バンクによって組織されたが、この銀行は後にエクスチェンジ・オファーの過程で代理人として行動することになる。AMK の United 株の購入は着々と進められていったが、1968

年9月27日に Zapata Norness Co. (Zapata と略記) が突然 United に対してエクステンジ・オファーを実施することを伝えた。しかし、United の経営陣はこのエクステンジ・オファーに反対であることを公式に表明した。1968年9月30日に United 経営陣の要請を受けて Dillingham Corp. がエクステンジ・オファーの実施を伝えるが、10月22日には撤回してしまう。そこで、United は11月4日にコングロマリット企業である Textron Corp. との合併を望んだが、投資業界は Textron が United に払いすぎであるとの理由から、この合併には好意的でなく、Textron の持株を売却する行動に出た。こうした動きを見て、United の経営陣はティク・オヴァーが不可避であると判断して、AMK のオファーを支持することを選択した。こうしてAMKは1968年12月4日に公式にエクステンジ・オファーの実施を伝え、その5日後に Textron は合併案を撤回した。

United に対するAMKと Zapata の競合するオファーを受けて United の株価は次第に上昇していった。同時に、AMK の合併案を支持するブローカーは機関投資家による United 株の予想買いと Zapata 株の売却を促進した。この結果、Zapata 株の売却は株価の低落を帰結し、エクステンジ・オファーの条件を不利にさせ、他方では競合する AMK のビッドを一層魅力あるものにした。予想買いは1968年9月にAMK に対して United 株を大量に売却した機関投資家によってなされた。エクステンジ・オファーの過程で United 株と交換される AMK 発行の証券はこれらの機関投資家が受けとった価格をこえて評価されたので、彼らは最も有利な株主選択権——すなわち、当初の価格を払いもどし、より高い評価の証券を受けとること——を行使し、AMK のオファーを成功させるために追加的に United 株を購入し、それを AMK にテnderするという誘因を与えられていた。それ故、AMK の経営陣は United の経営陣との初期の話し合いの中でこれらの機関投資家を AMK に「ロック・インされており、United の支持を保証するように工夫されているとのべた。

さて、Zapata とそのブローカー・ディラーは1969年1月3日に AMK の保有する大量の United 株を購入しようとした。AMK がその取得努力を続行す

ることを決定して、Zapata の申し出を断ったために、Zapata のブローカーは自己の指導の下に大量の United 株を手に入れることが肝要であることを認識した。裁定業者が相当量の United 株を保有しており、Zapata とAMKはともにこれらの業者の支持を得ようと試みた。Zapata のブローカーは業者から、最も高い価格を支払うビッドナーに United 株を売却し、もし価格に差がないならば、AMKにテnderするという通告を受けた。それ故、Zapata が自ら大量の United 株を入手することがますます重要となってきた。

Zapata のブローカーは機関投資家が裁定業者から United 株を購入し、それをエクステンジ・オファーとは別に Zapata の普通株と交換に提供させるような方向を提案した。もちろん、United 株にはプレミアムがが付くような交換条件で、しかも機関投資家は一定の条件下で United 株と引代に Zapata の普通株あるいは現金のいずれかを受け取る選択権を与えられることになっていた。しかし、この試みは Zapata の顧問弁護士がNYSEはそのような形で発行される普通株は上場しないであろうと助言したことから断念された。

1969年1月20日に相当の裁定業務を扱っているブローカー・ディーラーがAMKに370,000の United 株が入手可能である旨を伝えた。AMK はそれまでに裁定業者と頻繁に接触しており、彼らの協力が得られるであろうことを確信していた。こうして、裁定業者の動向が明確になると、それまで United 株を保有しつづけていた機関投資家もAMKのエクスチェンジ・オファーに応じはじめた。競合するエクステンジ・オファーの帰趨は決せられた。

1969年1月21日のAMK株主総会において、同社は株主に United の発行株数の40%がテnderされたという確認を受けていることを報告した。1月27日には、Zapata がエクステンジ・オファーを取り下げ、すでにテnderに応じた株主に対してはその株式を返還してもらい権利を与え、残りの United 株をAMKに売却した。AMKと United は合併した。

この過程で果たした機関投資家の役割は第11表に要約されている。すなわち、AMKは United 株の総発行株数の約82.2%を集中することに成功するのであるが、そのうち機関投資家が提供した株数は46.39%に達している。その中で

も投資会社の比動がとりわけ高く、36社で36.83%を提供しているのである。

第11表 United Fruit の取得にはたした機関投資家の役割

A	United Fruit の総発行株数	7,834,347
B	回答した機関投資家の普通株保有総数 (1968年9月24日現在)	2,608,801
C	Aに対するBの割合	33.29%
D	テnderされた普通株総数	6,442,556
E	回答した機関投資家によってテnderされた普通株総数	2,988,751
F	Dに対するEの割合	46.39%

出所 SEC, *op. cit.* Vol. 5. p. 2798

以上が、SEC の調査報告でとりあげられた9個の事例のうち比較的詳細な資料が入手可能な3個のケース・スタディの紹介である。これらのティク・オーバー事例にはかなり共通したパターンが見られる。すなわち、ティク・オーバーの第1段階は合併周旋業者ともいべきブローカーによって適当な合併相手が見つけたされる。この契機は機関投資家の保有株式が市場でさばききれない時には、積極的に機関投資家の側からブローカーに働きかけることによって与えられる。⁽¹⁹⁾あるいは、以上でとりあげた事例の場合のように、ブローカーが自己の利益のために合併の組合せを決めることもある。第2段階は、こうして明確な合併相手が決定されると、これを推進するために顧客である機関投資家を動員して被合併会社の株式の買占めが行なわれる。さらには、合併会社のエクステンジ・オファーを容易にするためにその株価の上昇が計られる。この過程で、もし競争会社が登場するような事があれば、積極的に株式の売却を進めることによって株価を低落させ、エクステンジ・オファーの実施そのものを困難にすることが画策される。もちろん、この過程で機関投資家によって集中された被合併会社株式は有利な条件で合併会社に提供されることがあらかじめ取り決められる。こうして、第3段階のエクステンジ・オファーの実施がなされる。この段階では以上の経過を経ていることからかなりの比率の被合併

¹⁹ Home Insurance Co. の事例がこれに相当するが紙数の関係上紹介できなかった。
Cf. SEC, *op. cit.* Vol. 5. pp. 2778~81,

会社株式が集中されており、帰趨は決せられているといえよう。

このように合併過程を整理してゆくと、機関投資家の役割は単にその提供株数など表面にあらわれた数字では正確には把握しきれないことは明らかであろう。いまだ機関投資家の持株比率が低く「サイレント・パートナー」とよばれる段階では、経営へのコミットをさけようとしてとられた消極的な持株の売却という行動が、機関持株の増大とともに積極的な企業支配権の移転という行動に転化しているのである。もっとも、このことは経営者支配論で問題とされるような企業支配権の争奪戦に機関投資家が直接コミットすることを意味しておらず、それほど重要な問題ではないと考えられるかもしれない。しかし、経営者支配論が専門経営者の自己永続的権力を主張するかぎり、機関投資家による持株の売却は重大な反証になりうるとしなければならない。ここでわれわれはパラドックスに直面することになる。機関持株の増大が経営者支配を補強するものと理解する立場は、本来経営者支配論がその根拠とした株式分散論に対して、機関への持株の集中が何故「経営者支配」を補強するのかという問いに答えねばならない。しかし、現在のところこの問いに対する説得的な解答は提示されていない。われわれはむしろ機関持株の増大を「経営者支配」の根拠とされた株式の分散化傾向そのものに対立する現象であると捉えるのであるが、この根拠を十分に明らかにするためにはこれまでの研究史の検討を通じて経営者支配論の構造を明らかにすることが必要である。 (未完)