

企業合併と金融市場 : Stephen J. Entin "Merger Activity and Bank Credit"について

野下, 保利

<https://doi.org/10.15017/4491659>

出版情報 : 経済学研究. 50 (5), pp.27-43, 1985-03-10. 九州大学経済学会
バージョン :
権利関係 :



企業合併と金融市場

—Stephen J. Entin “Merger Activity and Bank Credit” について—

野 下 保 利

目 次

1. はじめに
2. 問題の発端——超大型合併と Credit Control Act 論議をめぐって——
3. 1970—80年代合併活動と「銀行信用」
4. 銀行の企業合併融資と金融市場
5. 結びにかえて

1. はじめに

1975年を境いとして、米国で再び企業合併活動が活発化している。今回の合併活動は、過去の合併運動にくらべて、いくつかの新しい特徴点をもっている。その特徴点の一つは、現金による合併対価支払方法が大きな比率を占めていることであった¹⁾。

ところで、後述するように、この現金の多くは、銀行融資によってまかなわれた。1970年代後半から合併活動が活発化し、超大型合併が続出するにつれて、合併目的の銀行融資も巨額化し、信用拡張も大量となった。

他方、同時期、米国金融市場は、不況下にもかかわらず、巨額な財政赤字のためもあって金利は高水準に達し、また乱高下していた。そのため、中小企業、消費者金融に依存する産業の資金アベイラビリティが低下していた。

1) 1970年代後半以降の企業合併活動の特徴と、その一つである合併対価支払方法の現金支払増加については、拙稿「企業合併と資本蓄積」(九州大学『経済学研究』第50巻、第3・4合併号)第2節参照。

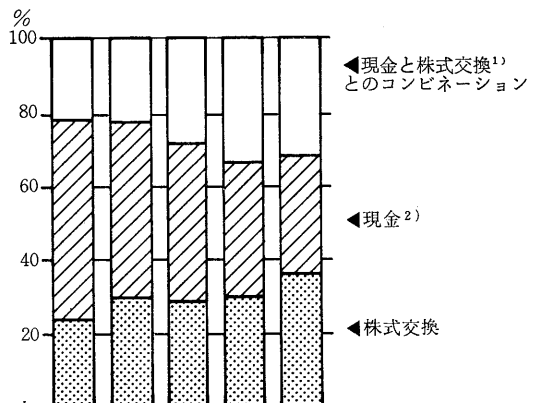
このような状況下で、米国議会は公聴会を開催し、超大型合併への銀行融資が、利子率を高騰させ、また、本来、中小企業、農業、利子・信用感応的諸産業へ回すはずの資金を金融市場から奪ったのかどうかについて論議をおこなうこととなった。

企業合併活動の高揚と金融市場との関連は、米国の合同運動史において繰り返し提起されてきた論点である²⁾。今回の新しさは、①74・5年世界リセッション後の長期不況下で生じていること、②銀行融資額が、一件あたり巨額であ

2) 過去の合同運動における企業合併運動と金融市場との関連については、R. Nelson, *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, Princeton University Press, 1960, pp. 89-100, 116-126, 133-134 参照。

3) 1980年代に入って、株式市場における TOB 合

図 1-1 合併対価支払方法



(注) 1) ノートあるいは社債を含む

2) 銀行ローンを含む

[出所] *BusinessWeek*, February 6, 1984, p.36.

表 2-1 長短金利水準の動向 (年率)

金 利 \ 年	1974	'75	'76	'77	'78	'79	'80	'81	'82	'83	'84		
											J	F	M
短 期 金 利													
① フェデラル・ファンド	10.5	5.82	5.04	5.54	7.93	11.19	13.36	16.38	12.26	9.09	9.56	9.59	9.91
② コマーシャル・ペーパー(3ヶ月)	10.01	6.25	5.24	5.55	7.94	10.97	12.66	15.32	11.89	8.88	9.20	9.32	9.83
③ プライムレート	10.81	7.86	6.84	6.83	9.06	12.67	15.27	18.87	14.86	11.79	11.00	11.00	11.21
④ T.B(3ヶ月)	7.83	5.77	4.97	5.27	7.19	10.07	11.43	14.03	10.61	8.61	8.90	9.09	9.52
長 期 金 利													
⑤ 財務省証券(20年)	8.05	8.19	7.86	7.67	8.48	9.33	11.39	13.72	12.92	11.34	11.82	12.00	12.45
⑥ 自治体債(20年以上)	6.17	7.05	6.64	5.68	6.03	6.52	8.59	11.33	12.23 ¹⁾	10.84	11.29	11.44	11.90
⑦ Aoa 社債	8.57	8.83	8.43	8.02	8.73	9.63	11.94	14.17	13.79	12.04	12.20	12.08	12.57
⑧ 抵当証券 ²⁾	9.22	9.10	8.99	8.95	9.68	11.15	13.95	16.52	15.79	13.43	13.28	13.31	—
⑨ 自動車ローン(36ヶ月)	10.97	11.36	11.07	10.92	11.02	12.02	14.30	16.54	16.83 ³⁾	13.92	—	13.32	—

(注) 1) 1974～81年は10年以上公債 2) Conventional である。 3) 82年以降は44ヶ月である。

[出所] *Statistical Abstract of the United States, 82-83*, 及び *Federal Reserve Bulletin*, 1984, 6.

り、また融資総量も大量であること、③史上例をみない高金利の下で生じていることなどに独自の特徴が存している³⁾。

合併活動も貨幣資本の独自の運動部面となっており、米国金融システムにもたらす影響や相互関係が検討されねばならない。とりわけ、合併活動の活発化による証券市場への信用・銀行制度の現金準備のシフトは、準備金総額不変の下でも、金融システムに作用を与えることになる。この点、「金融革命」論議においても重要な一論点をなそう。

1970年代後期から80年代にかけての合併活動と金融市場との関連の全容を展開するには、十分な用意ができてはいない。したがって、その準備作業の一環として、70年代後半の合併活動

戦のたかまりをうけて、株価が上昇してきた。それにつれて、株式交換による合併が増加傾向になり、現金支払による合併の比率が低下しつつある(“How the New Merger Boom will Benefit the Economy”, *BusinessWeek*, February, 6, 1984, p. 36, 及び、図 1-1)。そのため、70年代後半以降の合併金融の特徴について結論を下すのは、いまだ早急にすぎるともかもしれない。

と金融市場との関連について、米議会公聴会のなかで、興味ある論議を展開した S.J. Entin の見解を紹介・論評することとしたい。

だが、Entin の見解をみる前に、1970年代後半以降の合併活動と金融市場との関連について、米国議会資料にあらわれた諸論議を整理し、問題の発端を明確化することから始めてみたい。

2. 問題の発端——超大型合併と Credit Control Act 論議をめぐって——

1970年代後半から、80年代初頭にかけて、米国金融市場の長短金利は、高騰をつづけた(表 2-1)。プライム・レートは、1981年には、18.87%という前例をみない水準にたったのである。

抵当証券(新規)、自動車ローンなどの消費者向け貸出し金利も、高水準に達している。そのためあって、消費者ローンに需要を規定されるところの多い建築、自動車販売といった利子

企業合併と金融市場

表2-2 住宅新規着工数と乗用車販売台数

年	住宅新規着工数 (千件)	前年比 (%)	乗用車販売台数 ^{注)} (千台)	前年比 (%)
1972	2,379	14.1	9,327	7.4
1973	2,057	-13.5	9,676	3.7
1974	1,353	-34.4	7,454	-23.0
1975	1,171	-13.4	7,053	-5.4
1976	1,548	32.2	8,611	22.1
1977	2,002	29.8	9,109	5.8
1978	2,036	1.7	9,312	2.2
1979	1,760	-13.6	8,341	-10.4
1980	1,313	-25.4	6,581	-21.1
1981	1,100	-16.2	6,209	-5.7

(注) 国内小売販売台数

〔出所〕 *Statistical Abstract of the United States*, 82-83.

表2-3 小企業向け短期利子率

金利	1980 IV	1981 I	1981 II	1981 III	1981 IV	1982 I
小企業レート	18.0	17.7	19.0	19.3	17.9	17.8
プライム・レート (4半期末)	20.2	17.2	20.4	18.5	15.8	16.5

〔出所〕 *To Extend the Credit Control Act*, p. 275, Table I.

・信用感応の諸産業の生産・販売活動は、同時期に減退することになった (表2-2)。さらに、小企業にとっては、金利の上昇は、小企業レートのいっそうの上昇をまねき (表2-3)、多くの小企業を苦況におとし入れたのである。

他方、1980年代に入ると、70年代から続いていた企業合併活動は、いっそう活発化するとともに、大手石油企業によるエネルギー部門を舞台とする超大型の合併や買収競争が続発することになった。これら合併、TOB にさいして、大手銀行を幹事としたコンソーシアムが生まれ、融資することになったが、その合併金融のための信用供与額は、巨額にのぼった。たとえば、1981年に大手銀行が、合併目的のために契約したクレジット・ラインは、小規模なものもふくめると、総額735億ドルにおよんでいる (表2-4)。

1980年前後の米国金融市場は、一方では、高

金利による消費者、農民、州及び地方自治政府向け資金のアヴェイラビリティの減少によって利子・信用感応の諸産業や小企業の苦況をまねき、他方では、大企業の合併目的巨額融資を大手銀行が続づけるという、全く対照的な状況下にあった。

この状況が、信用配分の問題、すなわち、投機的、不生産的目的への信用供与にかえて、生産的目的へ信用を配分する方法をめぐる論議をあらためて提起したのである。そして、財政ファイナンスの問題はともかくとして、今度の場合の一つの焦点は、企業合併関連融資の金融市場への作用の問題であった。

4) *To Extend the Credit Control Act, Hearings before the Subcommittee on Consumer Affairs and Coinage of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs*, House of Representatives, Ninety-Seventh Congress, Second Session on H. R. 6124.

表 2-4 1981年合併活動のためのローン契約

企業	クレジット・ライン (10億ドル)	幹事銀行(Lead Bank)
Mobil ←	6	
Texaco ←	5.5	
Gulf ←	5	
Marathon ←	5	
Cities Service ←	4	
Seagrams ←	3.2	
Shell ←	3	
Conoco ←	3	
Pennzoil ←	2.5	
Allied Corporation ←	2	
Sohio ←	2	
Dome Petroleum ←	1.8	
Fluor ←	1	
小 計	48.0	
その他小規模 な契約	25.5	
総 計	73.5	

〔出所〕 *To Extend the Credit Control Act*, p. 4, Table "1981 Loan Commitments for Mergers" より作成

法案 H. R. 6124 (To reduce interest rates,

5) この公聴会の目的について、議長 F. Annunzio は次のように述べている。

「利子率は、天気のようなものだといわれてきた。多くの人々は、それについて語りはするが、それについて何らかの手をうった人はいない。

今日、この小委員会は、H. R. 6124——その法案は、大統領に Credit Control Act を発動する権限を再び授与しようとするものだが——についての公聴会を開始するにあたって、利子率について、何らかの手をうとうとするために会合している。

くわえて、この法案は大統領に 高失業を減ら

control inflation, and ensure the availability of credit for productive purpose, and promote economic recovery by the Credit Control Act) を審議し、Credit Control Act の拡張の是非についての論議がかわされた米議会下院、銀行・財政・都市問題委員会の公聴会⁴⁾は、この問題を中心課題として論議をおこなっている⁵⁾。

Credit Control Act の拡張は、次のような理由から主張されてきた。

「今日、我々は、高利子率が経済の信用感応的 (credit sensitive) 産業を破壊している一方で、数億ドル規模の企業が浪費的な合併のために巨額なクレジット・ラインを契約することに困難ではないという情況に直面している。

高利子率が、仕事をうみだす小企業部門を倒産におこむ一方で、その下で借入しえる小数のもの——主としてビック・ビジネスであるが——を有利にしていることは明らかである。

信用感応的である生産的産業を大企業と同一レベル以上におくためには、何かがなされなければならない。Credit Control Act の拡張は、その建設的一步である」⁶⁾。

金融市場は、つねに生産的目的のみへ信用を配分してきたわけではない。不生産的目的への

配分、投機的な目的への信用供与をとまないうつ、生産的投資目的への信用供与がなされてきた。

だが、かつては、不生産的、投機目的への信用供与は、不生産的、投機的事業自体の崩壊を通じて縮減する機構が、少なくとも存在していた。あるいは、その目的のための信用供与が増大していたとしても、生産的投資の持続的な拡大過程において、信用配分の問題は、それほど重要性をもたなかったといえよう。

長期不況という70年代以降の米国経済特質が、不生産的、投機的信用供与の肥大化とその縮減機構の喪失という管理通貨制度下の金融市場の信用配分機構の問題性を露呈したのである⁷⁾。マージャ・マニアの活発化は、軍事費増大による財政赤字とならんで、その引きがねの役目をはたした。

T. P. Sheehan は、次のように述べる。

「市場は信用を分配する。しかしながら、何らかのガイダンスなしには、市場は、強く、成功裏に交渉しえる人々にのみ信用を配分することになる。市場は、かならずしも、適当な国民的プライオリティーを反映するわけではない」⁸⁾。

金融市場の自動的メカニズムへの不信の表明であり、それにかえて、国家による選択的な信用統制を導入し、信用を配分しなければならないという立場である。

「マネタリズムのかわりに、われわれは、適

し、リセッションをコントロールし、防ぐために信用統制の権限を行使することを許容するであろう。

この法案は、また、不必要な企業テイク・オーバーのような不生産的目的へ信用を供与することを遅らせ、あるいは禁止するために行使される信用統制をも許すであろう」(ibid., p. 1)。

法案の拡張には、事実、次のパラグラフが挿入されている。

「企業テイク・オーバーをふくむ非生産的目的のための信用に関する制限を規定するか、さもなければ生産的で必要な目的のための信用のアクセシビリティを保障する」(ibid., p. 10)。

6) Ibid., J. Weaver, Statement, p. 14.

7) 現代における金融の投機化と、その意義につい

ては、大内秀明「なぜ金融は投機化するか」及び徳永正二郎「多国籍企業と現代の錬金術——グローバル生産をめぐるモノとマネー——」(『エコノミスト』, 1984, 3, 19)を参照。

8) T. P. Sheehan, Statement, *To Extend the Credit Control Act*, op. cit., p. 31.

9) Ibid., S. Friedman, Statement, p. 144.

10) 法案の経過及び、Credit Control Act の問題性については、*Credit Control Act of 1983*, (GPO, 1984) 参照。

切な信用，許容できる利子率が必要である。そして，その目的を達成するためには，信用統制が，信用を生産的な信用へ向けるための重要な武器である」¹¹⁾。

Credit Control Act の拡張への主張である¹⁰⁾。

企業合併の金融市場への作用という論点について，公聴会では，合併融資，クレジット・ラインの設定が，利子率を高騰させ，合併目的以外の信用供与にあてられるべき資金が不足するにいたったという見解が多数を占めている¹¹⁾。

たとえば，証人の一人である J. C. Turner は，S. Brobeck のレポート¹²⁾ を要約して次のようにのべている。

「1981年までに，合併活動は空前のたかまりをみせており，1975年の118億ドルから1980年の443億ドルへ，そして最終的には1981年の826億ドルまで増大した。ブルー・チップ大企業によって計画された合併に融資するために，国内の諸銀行によって開設されたクレジット・ラインが，推計700億ドルを固定したことになる。/これらの合併融資とこれら非生産的投資へのクレジット・ラインとが，産業，住宅，農民，そして州や地方政府のような生産的な信用利用者を絞めだしたのである」¹³⁾。

この立場の論理は，次のようなものである。

- 11) 法案自体の目的からして，どうしても，合併活動に対する批判が主になることはやむをえない。
- 12) “Merger Boom and High Interest Rates”
- 13) J. C. Turner, Statement, *To Extend the Credit Control Act*, *op. cit.*, p. 62.
- 14) 「このタイプのマージャー・マニアは，二つの否定的な作用をもっている。一つは，他の目的のために信用をほとんど与えないことである。単一の顧客に数十億ドルを契約した銀行は，他の借入者には小額しかようだてようとはしない。
そして，第2に，他の目的のために残された金額は，高価なものである。なぜならば，それが少なくなるからである。そして，そのことが，プライム・レートを上昇させた主な理由なのである」(*ibid.*, p. 2)。

超大型合併，テイク・オーバー戦への貸付及びクレジット・ラインの設定は，銀行から資金を引きだし，そのため，合併目的以外の信用供与への資金が不足することによって利子率の高騰とともに資金アヴェイラビリティの不足が生じた¹⁴⁾。

この見解は，全信用取引における合併関連融資のシェア，株式取得資金の環流問題の欠如，さらにクレジット・ラインの設定と現実の貸出との差額等の諸論点，総じて，金融（流通）市場の機構についての分析を欠いているため，主に金融問題のスペシャリストからの批判をあびざるをえない¹⁵⁾。

最近おこなわれた大手石油企業の合併の影響を検討するために開催された公聴会の論議を要約したレポート¹⁶⁾ は，次のように結論づけている。

「最近の石油企業の合併は，その規模にもかかわらず利子率の上昇をうみださなかったし，また巨額な借入資金が必要とされたにもかかわらず金融市場（credit market）へ負のインパクトをもたらさなかった。

合併は，資産の交換である。その結果，それは，信用への新たな需要増大とならない。また，それは，競争的借入者から信用を奪い去らない。さらに，合衆国の資本市場と金融市場の全体システムのために，金融市場に重大な混乱をひき

- 15) 単純な資金拘束論にとどまっているといえよう。この点については，川合一郎『株式価格形成の理論』有斐閣，121ページ。
- 16) The Majority Staff of the Committee on Energy and Natural Resources, U. S. Senate, *Impact of Oil Company Mergers—Report to The United States Senate*, GPO, 1984.
- 17) *Ibid.*, pp. 1~2.
- 18) 「Merrill Lynch Economics の証言は，他による一つの企業の取得は，純粹の金融取引であると説明している。金融資産の一タイプが，他のタイ

企業合併と金融市場

おこすような大きさをもった単独な取引などけっしてありえない¹⁷⁾。

企業合併活動、とりわけ80年代初頭の大手石油企業の合併活動が、金融市場へ負の作用を与えないという主張の主な論理は、次の諸点である。

①合併のための株式買収も金融資産の交換の一つのタイプである。したがって、信用供与残高に新付加をもたらし¹⁸⁾。

②取得された企業の株式販売者は、販売資金

を再び金融市場へ再投資する。その資金の環流（リサイクル）が、金融市場全体のバランスをたもつ¹⁹⁾。

③米国金融市場における全金融取引総額に比べれば、合併目的のための金融は小さい²⁰⁾。短期資金の需給についてみても、そのことはいえ、短期金利の上昇はもたらし²¹⁾。

以下では、財務省を代表して、このような諸論点を論じている S. J. Entin の見解を検討することにしたい。

表3-1 合併・取得公示

年	合 併 公 示 数								報告支払額 ²⁾ 総計 (10億ドル)
	総 計		1 億ドル以上の買収額			5 億ドル以上の買収額			
	計	対前年 増減率	数	対前年 増減率	比率	数	対前年 増減率	比率	
1973	4,040	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
1974	2,861	−29.2%	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
1975	2,297	−24.6	14	n. a.	0.6%	1	n. a.	0.04%	11.8
1976	2,276	− 0.9	39	178.6%	1.7	4	300%	0.2	20.0
1977	2,224	− 2.3	41	5.1	1.8	2	−50	0.10	21.9
1978	2,106	− 5.3	80	95.1	8.8	5	150	0.24	34.2
1979	2,128	1.0	83	3.8	3.9	14	180	0.66	43.5
1980	1,889	−11.2	94	13.3	5.0	15	7.1	0.79	44.3
1981 ¹⁾	2,409	27.5	125	33.0	5.2	16	6.7	0.66	81.7

(注) 1) 9ヶ月計1,809にもとづいて年間推計をだしたものである。

2) 記録されている支払額は、全合併・取得件数の半ば以下である。1979年49%，1980年47%である。

[出所] S. J. Entin, *op. cit.*, p. 158, Table 1 より作成。

プと交換されるのである。現金が、被取得企業の株式と交換され、株式は現在の資本の所有権を代表している。合併あるいは取得は、信用供与残高総計に新たに付加するものは何も生じさせない」(*ibid.*, p. 19)。

- 19) 「企業取得のために必要とされる借入は、(金融) システムにネットの信用需要をもたらし¹⁸⁾ないし、他の借入者から資金を引きあげることもない。その理由は、次の事実である。被取得企業の株式所有者は、株式販売代金を一様に再投資するということである。そのような投資は、直接に投下された資金を貸しつけた機関を通じてか、あるいは、間接的に借入資金を置換する証券への投資を通じてかして、金融市場へ資金を再投下する。貨幣の代替性が、被取得企業の株式所有者による

投資が、彼らが信用ニーズを金融することをなしうる場である貨幣市場や資本市場へ環流することを、保障するのである」(*ibid.*, p. 19)。

- 20) 「(1983年の合併目的のための) 132億ドルの取引は、絶対額では巨額だが、昨年の株式市場の粗取引 (gross transactions) が1兆2000億であったということを考えれば、それは、1.4%を表わすにすぎない。それは、1983年における粗銀行貸出・投資の4兆ドルの1パーセントの3分の1でしかない」(*ibid.*, p. 21)。

21) *Ibid.*, p. 21.

- 22) Stephen J. Entin, "Merger Activity and Bank Credit", *To Bring and Keep Interest Rates Down, Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on*

3. 70—80年代の合併活動と「銀行信用」

財務省次官補代理 S. J. Entin の論文 *Merger and Bank Credit* は、財務省を代表して1970—80年代の合併活動の金融市場への作用について研究をおこなっている²³⁾。研究は、①70—80年代合併金融活動の歴史的評価、②諸銀行による合併融資の金融市場へのインパクトの二点について検討をおこなっている。

まず、1970—80年代の合併金融の歴史的評価について検討しておこう。

①対価支払方法の特徴——現金による支払増加——

1970—80年代合併活動の特徴は、合併件数は漸減する一方で、買収金額が増大していることであった。もっとも、81年に入ると件数も増大を示すことになるが、買収金額の増大、したがって一件あたり買収金額の巨額さが、今度の合併活動の特徴であるといえよう。

事実、Entin が、かかげている資料をみて、買収金額1億ドル以上と5億ドル以上の大

表3-2 合併のタイプ（合併公示総数に対する比率）²⁴⁾

年	ディベス テイチャ ー ²⁾	個人所有 企業	公開企業	
			総計	テNDER・ OFFER
1976	46%	38%	7%	2.2%
1977	45	44	9	2.6
1978	39	46	12	3.4
1979	35	49	12	3.7
1980	35	52	9	2.1
1981 ³⁾	34	56	n. a.	n. a.

(注) 1) 残余は外国人所有企業の販売を含む。

2) 10%以上の株式の買収か特定事業部門、子会社などの部分的な買収。

3) 9ヶ月のデータである。

〔出所〕 Entin, *op. cit.*, p. 2, Table 2.

型・超大型合併は、件数においても、70年代後半には増大している（表3-1）。

Entin は、1981年合併活動について、「1967年から69年のブームに生じた合併活動のレベルに近づきそうもない」²³⁾と論評してはいるが、実際には、ほぼそれに等しい規模となっている²⁴⁾。

Entin は、合併のタイプについての資料も作成している。表3-2がそれである。

表3-2をみると、個人所有の非公開企業の合併が40%から50%を占めている。全合併件数のほぼ半ばが、非公開企業の合併であった。

「この後者のタイプの合併（非公開企業の合併——筆者）は、典型的には株式交換に大きく依存し、現金の使用はあまりみられない」²⁵⁾。

したがって、1970年代後半以降の合併活動の全てが金融市場に直接インパクトをあたえるわけではない。主に現金の使用が一般的である公開企業の合併は、10%前後であり、とりわけ、公開買付は、全合併公示数の4%以下（2.1～3.7%）を占めているにすぎない。

しかし、Entin も、1970—80年代合併活動の

Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, Ninety-Seventh Congress, First and Second Sessions on H. J. Res. 365, 1981, 1982, GPO, 1982.

本稿で「銀行信用」という場合、Bank Credit の訳であり、単に、商業銀行による信用供与一般をさしている。

23) *Ibid.*, p. 162.

24) 拙稿、前掲論文、第二節参照。なお Entin は、1975年以降の買収金額の急上昇の理由として、大型 TOB の増大への動向とインフレーションとをあげている (Entin, *op. cit.*, p. 160)。Entin は、70年代後半の合併活動の規模の大きさをみとめるとしても、若干過少評価する傾向がある。

「これらのデータは、それらが上方へのバイアスをもつため、合併活動の相対的成長度の適切な尺度ではない。まず第1に、経済が成長するにつれて、経済における企業数は増大し、それにしたがって、合併件数が増大しないという理由がないからである。同様に、インフレーションと同じく、新たな経済成長は、資産価値の増大傾向をずっと支持するはずである」(*ibid.*, p. 160, Note 6)

25) *Ibid.*, p. 157.

表3-3 支払総額と現金支払合併活動の比率

年	(1) 支払総額	(2) 現金 (%)	(3) 現金と株式交換 とのコンビネー ション (%)	(4) 現金関連 (%)	現金合併指数	
					(5) 現金のみ	(6) 現金関連
1967	2,955.3	3.1	2.7	5.8	0.065	0.122
1968	11,894.7	10.8	5.5	16.3	0.317	0.479
1969	5,390.3	8.2	7.2	15.4	0.190	0.857
1970	3,282.0	28.6	7.5	36.1	0.326	0.412
1971	1,611.6	25.8	6.3	32.1	0.132	0.164
1972	2,070.0	21.8	5.6	27.4	0.089	0.112
1973	2,073.3	22.6	2.2	24.8	0.113	0.124
1974	3,324.2	60.8	5.5	66.3	0.420	0.457
1975	2,826.8	59.4	13.7	73.1	0.416	0.512
1976	3,530.1	64.3	6.8	71.1	0.514	0.569
1977	5,637.8	39.1	14.9	54.0	0.422	0.583
1978	7,792.8	75.2	8.8	84.0	0.857	0.958
1979	7,796.3	65.6	32.9	98.5	0.892	1.340

(注) コラム(5)は、全鉱工業資産に対する取得資産の比率にコラム(2)を乗じたもの。コラム(6)は、同じくコラム(3)を乗じたものである。〔出所〕Entin, *op. cit.*, p. 163, Table 4.

金融市場へのインパクトが歴史的に非常に大きい可能性が存することを認めている。

まず、今度の合併活動は、現金対価支払が過去に比べて圧倒的に大きな比率を占めている。表3-3に依りながら、Entin は次のようにべる。

「1967年から1969年にかけて、取得された鉱工業企業への報告された支払総額の80%以上が、株式交換の形態であった。／このパーセンテージは、最近、支払総額の60%以上が現金で支払れ、また残りのほとんどが現金と株とのコンビネーションであるという水準にまで落ちている」²⁶⁾。

さらに、二つの現金対価支払の指数（表3-3、コラム(5)、(6)）を作り、今度の合併活動と金融市場との関連について次のように結論づける。

「これらの指数は、現金による合併取引の重要度が増大していることを、ありありと示して

表3-4 合併対価の種類別百分比（1974-80年）

年	現金	株式	現金と株式交換とのコンビネーション注
1974	48(%)	33(%)	16(%)
1975	48	27	23
1976	52	26	20
1977	54	26	18
1978	46	30	23
1979	53	26	20
1980	47	31	21

(注) 佐々木論文では、「組合せユニット」としてある。

〔出所〕佐々木、前掲論文、表2-5

いる。／相対合併指数において、最も近時である1979年は、1968年のピークの半分以下しか示していない。しかし、現金取引の使用に関して、1968年の活動は、1979年の三分の一である。

これは、合併活動の金融市場（credit market）への潜在的インパクトが、歴史的レベルから増大していたことを示している」²⁷⁾。

だが、現金支払の重要度についてのEntinの評価は、相対的に過少評価をのがれがたい。別の資料によると、合併における現金関連の比率は、株式とのコンビネーションも含めて、1974

26) *Ibid.*, p. 162.

27) *Ibid.*, p. 162.

表 3-5 公開買付の件数と対価の種類の比率 (%)
(カッコ内は件数) (1968-72, 1972-75, 1978-81)

年	現 金	株 式	組合せユニット	合 計
1968	53.2 (33)	43.5 (27)	3.2 (2)	100 (62)
1969	38.8 (19)	59.2 (29)	2.0 (1)	100 (49)
1970	46.7 (7)	46.7 (7)	6.7 (1)	100 (15)
1971	16.7 (1)	83.3 (5)	— (—)	100 (6)
合 計	45.5 (60)	51.5 (68)	3.0 (4)	100 (132)
1972	100 (9)	— (—)	— (—)	100 (9)
1973	94.6 (25)	5.4 (2)	— (—)	100 (37)
1974	93.3 (42)	6.7 (3)	— (—)	100 (45)
1975	100 (14)	— (—)	— (—)	100 (14)
合 計	95.2 (100)	4.8 (5)	0 (0)	100 (105)
1978	92.2 (153)	6.0 (10)	1.9 (3)	100 (166)
1979	95.7 (111)	1.7 (2)	2.6 (3)	100 (116)
1980	89.2 (74)	10.8 (9)	— (—)	100 (83)
1981	87.6 (106)	8.3 (10)	4.1 (5)	100 (121)
合 計	91.4 (444)	6.4 (31)	2.3 (11)	100 (486)

〔出所〕 佐々木利充「現代米国における合併財務政策」, 北九州大学『商経論集』第19巻1・2号, 表2-3より作成。

—80年まで60%以上を占めている(表3-4)。

とりわけ, 1970年代後半以降の合併活動において重要な意味をもつ公開買付についてみると, 70年代の公開買付の90%以上が, 現金による対価支払方法であった(表3-5)。

公開買付は, 石油企業による水平的合併や石油・天然ガス部門での垂直的合併といった超大型合併における主要な型態であった。したがって, 70年代の合併活動の金融市場へのインパクトは, Entin の評価よりも高かったともいえよう²⁸⁾。

28) この点について, より詳しくは, 拙稿, 前掲論文, 第2節, 及び, 佐々木, 前掲論文, 93~94ページ参照。もっとも, 1970年代合併活動における現金による対価支払方法の正確な規模を推計するのは, いくつかの点で困難である。

29) 公開買付の意義については, 佐々木, 前掲論文, 92ページ, 及び U.S Congress, *Corporate Takeovers, Hearings of Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*, Senate, p. 1 参照。

②「銀行信用」への依存増加

以上のように, 1970年代, とりわけ後半以降の合併活動において, 現金が主要な支払形態であった。とくに, 今度の合併活動において重要な役割を占めている公開買付において²⁹⁾, 現金での対価支払の比率は圧倒的に高かった。

このことは, 70年代の合併活動が, 金融市場へかかってない影響を与えていることを予想させる。だが, 現金での支払形態は, かならずしも, 銀行の信用に依存していることを意味してはいない。内部資金源を利用する場合も存している。

1970年代後期の合併活動, とりわけ, ほとんどが現金による対価支払方法をとっている公開買付が, どの程度, 銀行の信用供与に依存して

30) Congressional Research Service が編集したものを使用している。

表 3-6 成功したテイク・オーバー買付に使われた資金源泉 (単位: 100万ドル)

資 金 源 泉	1979年					1980年				
	公開買付		支払コスト		平均支払 金 額	公開買付		支払コスト		平均支払 金 額
	件数	シェア	金 額	シェア		件数	シェア	金 額	シェア	
銀行関与計	44	54.3%	4,009.32 ³⁾	75.9%	91.12	26 ¹⁾	45.6%	758.02 ¹⁾	17.5%	29.15
無担保銀行貸 付無担保銀行貸付 + 内部金融 担保銀行貸付	14	17.3	2,187.03 ²⁾	41.4	156.2	7 ²⁾	12.3	145.36	3.4	20.77
	23	28.4	1,447.97 ¹⁾	27.4	62.96	12	21.1	506.80 ¹⁾	11.7	42.23
	7	8.6	374.30	7.1	53.47	7	12.3	105.86 ¹⁾	2.4	15.12
内部金融のみ	33	40.7	1,239.42	23.5	37.56	27	47.4	3,259.12 ²⁾	75.3	120.71
株式交換	3	4.7	692.80	13.1	230.93	5	8.8	352.23 ²⁾	8.1	70.446
外部金融: 非銀行 融資	1	1.2	35.00	0.7	35	0	0	0.00	0.00	0.00
資金源泉不明	3	3.7	— ³⁾	—	—	4	7.0	312.00 ²⁾	7.2	78
総 計	81	100%	5,283.74 ⁵⁾	100%	65.23	57	100	4,329.14 ⁴⁾	100	75.95

(注) 1) コストが評価しえない一つのテイク・オーバーを除く。 2) コストが評価しえない二つのテイク・オーバーを除く。 3) コストの評価がしえない三つのテイク・オーバーを除く。 4) コストが評価しえない五つのテイク・オーバーを除く。 5) コストが評価しえない九つのテイク・オーバーを除く。

〔出所〕 Entin, *op. cit.*, p. 165, Table 5 より作成。

表 3-7 公開買付資金の供給源

年	銀 行 借 入		内 部 資 金		親 会 社 資 金		そ の 他	
	件 数	比 率	件 数	比 率	件 数	比 率	件 数	比 率
1978	40	35%	45	39%	11	10%	3	2.6%
1979	24	32	36	48	2	2.7	—	—
1980	19	37	17	33	—	—	5	9.6
1981	44	44	33	33	21	21	2	2

〔出所〕 佐々木, 前掲論文93ページ, 表 2-4。原表は, D. V. Austin and J. R. Boucher “Tender Offer Update”, *Mergers and Acquisitions*, Fall 1982, p. 50。

いたかという論点について, Entin は証券取引委員会の調査資料に基づいて推計している。

この調査資料は, 1979年と80年とについて成功したテイク・オーバー・ビットに使用された資金源について調査したものであった³⁰⁾。表 3-6 が, それである。

表 3-6 に 明 ら か な よ う に, 「1979年 には, 買収企業の半分以上が, 公開買付を融資するために, ある種の銀行の信用供与にたよってい

る。そして, 必要とされた資金の約4分の3が, 直接に銀行によって融資された」³¹⁾。

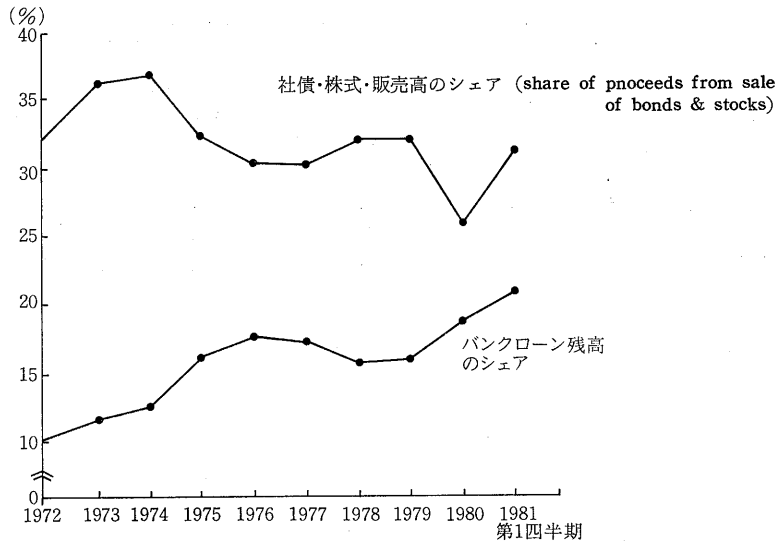
もっとも, 1981年には, 件数については, 銀行融資による買収の比率は若干低下し, 内部金融の比率が上昇している。支払金額については, 内部金融の比率が, 急激な上昇を示している。

この点について, Entin は, カーター政権による通貨・信用統制政策の作用により銀行融資

32) *Ibid.*, p. 164.

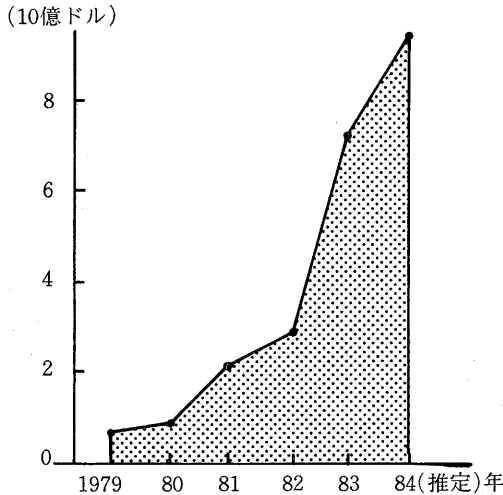
33) *Ibid.*, p. 164.

31) Entin, *op. cit.*, p. 164.



〔出所〕 *Capital Formation and Industrial Policy*, Part-II, p. 31, Figure 3.

図3-1 エネルギー部門の“Share of Bank & Long-term Financing”



〔出所〕 “Will Money Managers Wreck the Economy?”, *BusinessWeek*, August 13, 1984. 上図は、「企業経営を歪ませる機関投資家」(NIKKEI BUSINESS 1984年9月3日号) 139ページの図を掲載した。

図3-2 借入金をテコとした企業買収 (LBO)

が制限されたためと論じている³²⁾。

いずれにしても、Entin は、合併活動への銀行貸付について、次のように結論する。

「データは、1979年における 公開買付への金

融にたいする銀行関与への高い依存を示している」³³⁾。

別の資料についてみると、公開買付のための資金源泉の銀行依存は、1979年32%から80年37%、81年44%へ上昇している(表3-7)。Entin の評価以上に、1970年代後半以降の合併活動における銀行依存は、高かったと思われる。

実際、非常に自己資金が豊かであった石油企業においても、1979—81年にかけてバンク・ローン残高のシェアは上昇を示している(同時期に、大手石油企業は、さかんに公開買付をおこなっており、他方、生産設備投資は、停滞的であった。したがって、バンク・ローン残高のシェア上昇は、合併活動のためであったといえよう。図3-1)。TOB 戦のために、大手石油企業は、銀行から大量の信用供与をうけていたと考えられる。

最近では、さらに合併活動における銀行信用への依存が高くなったと推測される。レバレッジ・バイアウト(LBO)による企業買収額は、1980

年以降、急増しているからである（図3-2）。³⁴⁾

Entin は、対価支払方法における現金使用の増加、銀行信用依存の増大の原因を、株価の低迷による株式交換の困難にしている。³⁵⁾したがって、経済が回復すれば、銀行信用依存が緩和すると予想する。事実、この傾向が生じつつあることは、本論文注3において言及しておいた。

だが、現在のところ、1970年代後半以降の合併活動においては、LBO の急増にみられるように銀行信用依存が、かつてなく強いと評価しても誤りなからう。

4. 企業合併銀行融資と金融市場の動向

前節で検討したように、Entin においては、1970年代後半の合併活動における現金支払方法の比重、及び、「銀行信用」への依存度の点において過少評価の傾向を含みつつも、総じて、「銀行信用」への依存度の増大と、その金融市場への潜在的インパクトの大きさについて認めていた。

だが、最終的には、今回の合併活動は、金融市場、とりわけ利子率へ、一時的かつ微少な作用しか与えないと結論づけている。連邦準備制度理事会の調査・統計局の銀行部（Banking Section, Division of Research and Statistics, Board of Governors of the Federal Reserve Board）による非公式なサーベイに依りながら次のようにのべている。

「銀行に関する非公式なサーベイは、合衆国の銀行は、（合併目的以外の——筆者）他の顧客への信用を制限しないだろうし、また、譲渡性

定期預金（CDs）、買戻し契約付フェデラル・ファンド（Federal fund/Repurchase agreements, REPOs）の発行、あるいは、ユーロ・ダラーの借り入れによって、（合併目的の——筆者）貸出の引き出しを融資するであろう。これは、ローン契約（Commitments）自体は、「銀行信用」のビヘイビアへ顕著なインパクトを与えないことを示す。関与したバンク・コンソーシアムは、国際貨幣市場へ容易に近づけるのであるし、銀行は、巨額の引き出しにさいして、まず、財務省証券（TB）のような資産の売却よりも、負債の増大によって対応、融資しようとする」³⁶⁾。

したがって、合併目的への巨額のクレジット・ラインの設定と引き出しにさいしても十分に対応しえると主張するのである。

銀行の信用供与ビヘイビア、したがって金融市場への企業合併金融の作用についてのEntinの見解を詳しくみてみよう。

現在の合併活動が、金融市場へ大きなインパクトを与えず、銀行の信用供与ビヘイビアを変えないと主張する論拠は、次の二つである。

一つは、合併関連目的への「銀行信用」供与量の相対的少量さである。

Entin は、合併関連目的のクレジット・ラインの設定と現実の引き出し額の差に注目し、それを、米銀の国内商工業貸付と比較する。そして、合併関連目的の引き出し額が、過大とはいえないとする。すこし長くなるが、引用してみよう。

「1981年に知られた合併関連貸出契約のほんのわずかな部分しか引き出されなかった。たとえば、1981年のある6週間についてみれば、約400億ドルのクレジット・ラインが、非金融企業

34) レバレッジ・バイアウトについては、最近の動向に詳しいものとしては、NIKKEI BUSSINESS, 1984年7月23日号, 146~148ページ参照。

35) Entin, *op. cit.*, p. 164.

36) Entin, *op. cit.*, p. 166.

合併との関連で設定された。合衆国の銀行と、その海外支店は、この契約の内、推計200から250億ドルを契約した。だが、8日間を通じて、これら合併関連の貸出契約について引き出された貸出額は、約52億ドルであった。

比較のため、1981年8月の全商業銀行貸出及び投資残高をみると、1兆3000億ドルに達しており、そのうち、ほぼ3500億ドルが、国内商工業貸付(C & I Loan)であった。

1980年の12月と1981年9月との間で、これら貸付額の純増は、250億ドルであった。したがって、合併関連目的のために引き出された52億ドルは、その期間になされた貸付の20.8%を占めることになる。この数字は、合併関連目的の融資が、どれもこの期間に返却されなかったと想定しているので、かなり過大に評価されている。

しかしながら、合併関連目的の融資は、国内C & I 信用にとって大きな額ではあるが、過大とはいえない構成部分であることが明らかだ³⁷⁾。

第2の論拠は、前記した株式売却代金のリサイクル(環流)論である。

「株式購入に使用される銀行信用の実際の拡張のインパクトは、以前の株式所有者による売却代金の処置に依存している。売却代金の非常に高いパーセンテージが、再投資されうとするのは適切な想定である。もちろん、以前の株式所有者が、合併金融のために使われた同じ銀行の負債を買い取るという選択をすることもありうる。このような場合、資金は完全にリサイクルし、CDs, REPOs, そして、他の貨幣市場債務の利子率へ最小のインパクトしか与えない

だろう」³⁸⁾。

しかし、合併目的の金融が、利子率へ作用する場合が理論的には存していることを、認めてはいる。合併目的の信用拡張が、通常のレベルをはるかに越える場合である。その場合、銀行準備と利子率にインパクトをあたえることになるとする³⁹⁾。だが、その可能性が、現実化することは、Entin にとってありえない。

「もし、企業合併に融資するための貸出金の引き出しが、年あたり30～60億ドルの間の変動であれば、これは、相対的に小さな割合であり、つまり、全銀行準備のほぼ1～2%である。この程度の要求は、最近の事例と照応しており、金融システム、あるいは、利子率の水準に、新たな大きい影響を与えるはずはない」⁴⁰⁾。

以上検討したように、①合併関連目的のために米国の銀行が拡張した信用供与のレベルは、銀行の全貸付・投資活動に比せば小さく、②株式売却代金は、非常に高いパーセンテージで再投資され、最初の信用拡張を間接的にファイナンスするという二つの理由のため、合併目的の銀行融資は、信用のコストとアヴェィラビリティ

40) *Ibid.*, p. 167.

41) 貨幣総量への作用については、次のようにのべている。

「貨幣総量へのインパクトは、貸し出し量と株式売却代金の使途、そして連邦準備制度に依存しているであろう。多くの場合、貨幣供給量は、変化しないであろう。貸出された資金は、おそらくは、同一の金融機関や、あるいは、同じ金融形態でさえないにもかかわらず、銀行システムの内部でリサイクルするであろうからである。したがって、M1-Bへの何らかの作用は、たんに一時的でしかないであろう。短期利子率が上昇するにつれて、M1-B資産から M2 と M3 資産へのシフトを生じさせる公衆の誘因が存するであろう。加えて、銀行が、財務省証券の保有を減少させるほど、M3 への最初のインパクトは、好転されるだろう。また、銀行が、CDs よりも、むしろ、ユーロ・ダラーの借入を利用するところでは、M3 へのインパクトは減少されるだろう」(*ibid.*, p. 167)

37) *Ibid.*, p. 166.

38) *Ibid.*, p. 166.

39) *Ibid.*, p. 167.

ィーへ最小のインパクトしか与えない。したがって、銀行準備、利率、そして貨幣総量⁴²⁾に一時的以上の作用をもたらさないと Entin は主張するのである。

だが、この主張には、いくつかの問題点が存している。

①1970年代後半以降、とりわけ80年前後の合併活動及び、合併関連目的の「銀行信用」拡張についての過少評価である。

Entin が提示した数値は、不完全であり⁴²⁾、また、クレジット・ライン設定額を無視して、引き出し額のみを評価するのは、正当とはいえない。クレジット・ラインの設定自体が、銀行の信用供与ビヘイビアに作用を与えるのである⁴³⁾。さらに、引き出し額についてみても、不況下の C & I 新規貸出の20%は決して少ない額とはいえない。1970年代後半以降の米国内金融市場の動向のなかで、合併関連目的の信用拡張の量の評価がなされるべきだといえよう。

②株式売却代金の「リサイクル」論について言えば、そのことが、機関投資下の証券・株式

市場支配という現状下では、現実妥当性をもっているにしても、「リサイクル」の存在によって、金融市場へインパクトを与えないと結論づけることはできない。

たとえば、株式販売代金が、再び金融市場へ還流するとしても、それは金融市場全体の需給の再均衡をもたらすにすぎず、商業銀行の貸出残高を直接に相殺するわけでは、決してない。「リサイクル」論は、金融各部分市場、各金融資産の区別と重要性の相違を論じることなしに、利率の変動を分析しようとしている⁴⁴⁾。信用拡張能力の基礎、流動性を異にする金融各部分市場相互に不均衡が生じる余地をのこしている⁴⁵⁾。現金準備のシフトの意義、現金的信用創造と振替的信用創造との区別が看過されている。

「リサイクル」が証券・株式市場にもっばら向うならば、証券・株式市場の流通準備金は増大しつつけるであろうが、商業銀行による信用供与のための準備金は削減するかもしれない。総じて言えば、振替的信用創造のための現金準備

42) *To Bring and Keep Interest Rates Down*, op. cit., p. 121.

43) *Conduct of Monetary Policy, Hearings before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs*, GPO, 1981, p. 98.

44) この点は、Entin が、理論的には利率が上昇する可能性があるとした場合に典型的に示されている。

「理論的には、そのような信用が通常のレベルをかなりこえるならば、銀行準備と利率とに若干のインパクトをあたえる。ユーロ・ダラー借入と非個人定期預金の増大は、銀行の必要準備の若干の増大を引き起こすであろう。これは、フェデラル・ファンド・レートと他の短期レートに上方の圧力を与える。これらの利率は、(1)当座預金と他の小切手振出可能預金——それは、より高い準備を必要とするが——からバンク・ノンディポジットへのシフト、(2)銀行がもっている資産（財務省証券）の売却——それは、銀行負債とそれに伴う必要準備とを排棄する——、(3)必要準備をつむことを必要としないノンバンク REPOs へのシフト、をもたらすに十分なほどの水準へ上昇しな

ければならないであろう。そして、あるいは、(4)銀行に連邦準備からの借入を増大させ、アヴェイラブル・リザーブの供給に付加させるほど十分に利率の増大があるにちがいない」(Entin, op. cit., p. 167)。

45) P. Martin は、株式売却代金のリサイクルは認めるにもかかわらず、次のように指摘している。

「そのような取引(企業合併に伴う株式買収——筆者)は、信用の全面的需給バランスには、たいして作用しないにもかかわらず、異なった市場間の利子構造や、信用の配分を混乱させる。加えて、銀行が、テイク・オーバーに関連して、短期間のうちに一企業にたいし巨額な債権を持つという傾向は、連邦準備の監督責任において一つの含意をもっている」(P. Martin, Statement, *To Extend the Credit Control Act*, pp. 204-5)。

以下で示すように、信用・銀行制度の現金準備総額の変動を捨象したとしても、信用供与と部面が変動し、その結果準備金の機能部面がシフトすることによって金融市場の諸指標に作用を与えることになる。

46) 佐々木、前掲論文、114ページ、参照。

備が現金的信用創造部面へシフトすることにはかならない。このことは、信用供与量が不変であるとしても、金融システムに重大な影響を与える。金融政策が引き締め期であれば、金利体系の上昇バイアスが生ずるであろう。また、緩和期であれば、金融システム全体のリスクを増大させ、不安定化を強めるであろう。

Entin 及び、「リサイクル」を強調する論者は、金融各部分市場の金融市場全体のワーキング機構における機能種差＝信用創造機能の相違を無視し、同等にみることによって、各部分市場の利子率及び、金利体系への作用の相違を看過している。

③合併活動、及び、合併関連目的信用供与の金融市場への作用を、静態的にのみ評価しようとしている。

1970年代の合併活動において、現金による合併が主潮流をなしているものであり、さらに大量の現金が、証券・株式市場へ流入するとき、合併活動は、株式市場の重要な下支え役をはたしている⁴⁶⁾。そのことが、金融市場全体としても、証券・株式市場の下落を防ぎ、証券・株式市場向け信用供与の需要をささえていることを看過すべきではない。同時に、合併目的信用拡張が、利子率を上げないとしても、クレジット・フローを維持し、利子率の低下を阻止しているのに一役かっていることも見落されてはならない。

企業合併の金融市場への作用についての Entin の見解を総括的に特徴づければ、管理通貨制度下の資金不拘束論者ともいえよう。そして、その性格は、転嫁流動性メカニズムの存在を前提とした「リサイクル」論のなかに端適に表明されている。

5. 結びにかえて

1970年代後半以降の企業合併活動の再高揚が、米国金融市場へどのような作用を与えたのかについて、Credit Control Act の拡張を求めざるをえない問題状況と、「非作用」説を主張した S. J. Entin の見解について紹介・論評を加えた。

1974年以降、現実資本蓄積停迷という現在の事態が、管理通貨制度の成立による不生産的・投機的貨幣資本蓄積の縮減機構の喪失を、企業テイク・オーバーの活発化という形態において顕在化せしめたのであった。また、その事態が、企業合併の金融市場への作用についての論議を再提起したのである。

ところで、企業合併活動の金融市場への作用について、それが一時的なものでしかないとする立場に立つ Entin の見解は、1970—80年代合併活動及び、そのファイナンスについて、若干の事実誤認をもっていた。さらに、より重要なのは、理論的根拠である株式売却代金の「リサイクル」論において、金融各部分市場それぞれの意義を明確とせず、証券・株式市場の均衡と商業銀行の信用供与市場との均衡とを同次元

47) 信用創造論については、川合一郎『管理通貨と金融資本』（有斐閣、1974）参照。合併金融への比重増大が米国金融システムへもたらす作用を検討する場合、振替信用創造と現金的信用創造との区別が決定的意義をもつ。この区別が欠落する場合、通貨流通量と現金準備総体との関連のみが分析対象とされ、金融システムの不安定性などのシステムの構造的特質分析が十分になしえない。

48) 貨幣資本蓄積の現段階の一般的特徴については、深町郁弥「管理通貨制と貨幣資本蓄積の現段階」（『金融経済』、197号、1982）27—39ページ参照。なお変動相場下の貨幣資本の国際的運動については、徳永正二郎『現代外国為替論』（有斐閣、1982）第7章参照。

49) この点については、拙稿、前掲論文、第3節を参照。

にとらえた点に問題性をもっていた。これも、また、管理通貨の成立による転嫁流動性メカニズムの上に成立する論議にはかならない。

単純な資金拘束説を批判する Entin をはじめとする「非作用」説は、合併関連目的への信用供与の金融市場における環流機構を想定することによって、金融市場のワーキングの内に、資本拘束論争を設定しえた。だが、転嫁流動性メカニズムを無批判的に前提視するため金融市場ワーキングの重層的な構造認識に失敗したといえよう⁴⁷⁾。

企業合併の金融市場への作用についての問題は、金融市場がとる重層的ワーキング機構上に証券・株式市場の地位を明確にすることから出発しなければならない。それは、現代米国金融システムのワーキング機構における企業合併の機能を明らかにするだろう。

企業合併への銀行融資の拡大は、金融市場の準備を証券市場へシフトせしめ、信用創造能力の低下と金融市場全体の不安定性を増大させることになろう。金融各部分市場間の比重シフトが、利子率の変動か、リスク増大をもたらす金融システムの機能に影響を与える。

だが、企業合併と金融市場との関連については、他の一面の問題が存している。現段階の貨幣資本蓄積の如何なる特徴が、自らの増殖活動の吸着基盤を企業合併へ求めたのか。米国内外の貨幣資本の独自の運動が、合併活動との関連で考究されねばならない⁴⁸⁾。

企業合併活動の活発化の第1次的動因が、現実資本蓄積の側に存するとしても⁴⁹⁾、貨幣資本蓄積の積極的干与、独自の運動がないならば、合併活動高揚の全機構は形成されなかったにちがいない。

今日、米国における合併活動は、さらなる高揚を呈している。企業合併活動が、現実資本蓄積と貨幣資本蓄積との接点で生じる現象であるとするれば、合併活動の高まりとは、現代資本主義の蓄積活動の如何なる特質を反映しているものであろうか。急激な変化の過程にある現代米国金融システムの特質究明とともに、以降の研究課題としたい⁵⁰⁾。

50) 現段階の諸資本の競争との関連で、企業合併運動と再生産への作用について検討を試みたものとして、拙稿「戦後アメリカ経済における markup behavior と産業支配」(九州大学『経済学研究』, 第49巻, 第3号)を参照願いたい。