

コングロマリット「一株当たり利益」

—その成長と限界—

片 山 覚

一 コングロマリットの発展

企業の「一株当たり利益」(earnings per share) 数値は、重要な財務情報のひとつとなっている。この概念についてわが国においても投資家に関心を抱くようになってきているが、特に米国において従来から投資家も経営者も重大な関心を寄せ、一株当たり利益をめぐる数多くの議論がたたかわされてきた。この概念は資本金利益率を、社外発行済株式1単位当たりで表現したものである。この一株当たり利益概念が何故、議論の対象にされるのであろうか。その他にも様々な財務情報が存在し、各々が有用な情報であると考えられているが、一株当たり利益情報がひとつの重要な財務情報としての地位を占めている理由はなにか。この問題提起は会計学的見地からも興味深い要素を含んでいるが、この吟味は別の機会に譲ることとして、一株当たり利益概念への強い関心を、企業の立場から最大限に利用してきている企業形態が存在している。これが複合企業と呼ばれ、あるいはコングロマリット (conglomerate) と呼称される企業形態なのである。

企業が多角化 (diversification) を計画する際の合併吸収の方法としては次の形態が考えられる。⁽¹⁾

1. 同一供給および販売をもつ産業分野に進出する水平的多角化
2. 供給分野または販売分野への進出をはかる垂直的多角化

3. 同じ販売分野をもち、異なる技術分野の産業への進出か、同じ技術分野をもち、異なる販売分野への進出をする集中的多角化
4. 販売分野も技術も全く異なる分野への進出をするコングロマリット的多角化

企業の取得活動は米国のビジネスの歴史のなかで企業行動の一環として、かなり以前から存在していた。1920年～1924年にすでに2,235件の合併が記録され、1925年～1929年には、実に4,853件にのぼったと記録されている。1945年～1954年までは合併吸収件数は、あまり伸びていないが、1955年～1964年の期間にはその件数が著しく伸長してきている。さらに1965年以降1970年の間に急増した。1960年～1964年に4,460件であったのが、1965年～1970年に10,045件と増大しているのである。特に大企業の合併吸収件数は、1960年～1964年の386件から1965年～1970年に711件と増加している。大企業の合併について、形態別に分類してみると、水平および垂直型件数は123件から121件に下降傾向であるにもかかわらず、コングロマリット型は、同期間に263件から590件へと急上昇を示している。^[2]

以上の歴史の流れが示す如く、米国経済でもかつて経験のない合併吸収形式を採用し、コングロマリットは、業種の如何を問わず既存の企業を次々と買収し、企業規模の拡張をはかってきたのである。伝統的な多角化に比べ、短期間に、いわば促成栽培的に利益額を拡大することが可能となった。短時に急激な利益規模を拡大した事態に驚異の眼を向け、これら企業の将来性を確信した投資家は、資本市場においてコングロマリットに高い評価を与えた。高株価を有力な武器として、コングロマリットは次々に買収戦略を実施し、利益成長に関する「コングロマリットの神話」さえ創り出されるにいたった。

けれども、1960年代の末まで猛威をふるったコングロマリット型の経営多角化が、最近、規制や批判の対象とされるにいたり、従前の輝きが若干衰えつつある。制約のひとつは、外的 (external)、すなわち企業をとりまく環境から

の規制であり、他方は、内的 (internal)、すなわちコングロマリット自体に潜む制約である。外的制約には、経済政策面からは、独占禁止法のコングロマリットへの適用および強化があり、会計政策面からはアメリカ証券取引委員会 (SEC)、アメリカ公認会計士協会 (AICPA) およびアメリカ会計協会 (NAA) 等の一連の要請があげられる。

これに対し内的制約としては、コングロマリット型企業の体質それ自体に起因するものである。このコングロマリットの無限の成長の可能性に真向から疑問を提示し、真の利益成長とは何かを改めて検討させる理論も登場してきている。これらの見解はコングロマリットの利益成長への過大な期待や評価を是正し、そこに本質的な限界の存在することを指摘しているのである。

本稿では、この内的制約を指摘しているひとつの主張として、A. J. カーリー (Anthony J. Curley) 氏の理論を中心に、コングロマリットの一株当たり利益の成長に関して批判的分析を試みることを目的としている。

二 一株当たり利益の一時的成長

カーリー氏は、1971年、*アカウンティング・レビュー*誌 (The Accounting Review) に「コングロマリットの一株当たり利益：実質的および一時的成長」(Conglomerate Earnings Per Share: Real and Transitory Growth) と題する論文を發表し、コングロマリット企業の利益の成長性が幻想であることを主張した。⁽³⁾

カーリー氏の主張は、全体として次の3つに区分することができる。第1の区分では、コングロマリットの短期的および長期的な一株当たり利益の決定要素を定式化し、一時的成長 (transitory growth) と実質的成長 (real growth) とを明確に分離するよう提案している。第2の区分では、一時的利益成長とコングロマリットの企業規模との相関関係を分析している。しかも、この相関関係は反比例の関係にある事実を指摘し、コングロマリットが大規模化すればす

るほど、一株当たり利益の急成長を期待することは困難の度を増すと主張している。さらに第3の区分では、合併吸収によって獲得した実質成長に焦点をあて、その決定要素を分析しているのである。

カーリー氏は自己の主張を展開するにあたり、次の仮定を設定している。

1. 普通株同志の交換を行なう。
2. シナジー効果 (synergistic effect) をもたらさない。すなわち企業の資源からその部分的なものの相乗効果によって合併会社間の単独の利益合計より大きな結合利益を生み出す効果は存在しない。
3. 合併しない場合、取得会社(a)、および被取得会社(b)の一株当たり利益は、一定の年次複利利益率、 g_a および g_b ずつ成長する。

以上の前提条件に立ち、まず第1の主張を行なっている。すなわち、一株当たり利益に対する短期的影響、つまり合併後、最初の年度 ($t=1$) の一株当たり利益は、次式の如き全体成長率 (G_1) だけ成長するものと定式化している。⁽⁴⁾

$$G_1 = \frac{g_a + hg_b}{1 + \pi} + \frac{h - \pi}{1 + \pi} = G_1' + G_1'' \quad \dots\dots\dots (I)$$

但し、 g = 一株当たり利益成長率

h = 合併前の利益総額比率 (被取得会社利益 E_a / 取得会社利益 E_b)

π = 株式市場価額比率 (被取得会社株価総額 p_b / 取得会社株価総額 p_a)

第I式は、全体成長率 (G_1) が実質的成長率 (G_1') と一時的成長率 (G_1'') の総計に等しいことを意味している。仮に $g_a = g_b = 0$ の場合、つまり合併しても実質的な成長が期待できない条件下においても、みかけ上、 $h - \pi / 1 + \pi$ の一株当たり利益が成長するのである。全体成長率は形式上の一時的成長率 (G_1'') だけから構成されるという結果となる。

カーリー氏はこの関係を以下の第1表の設例に従って説明を行なっている。⁽⁵⁾

このケースでは、 $h = 0.50$, $\pi = 0.25$ と仮定しているから、 $G_1 = (0.50 - 0.25) / (1 + 0.25) = 0.20 = G_1''$ になる。取得会社は合併を実現するだけで、一挙に一

第 1 表

	取得会社 (a)	被取得会社 (b)	合併後会社
一定の年次利益	\$ 4,000,000	\$ 2,000,000	\$ 6,000,000
発行済普通株数	3,000,000株	3,000,000株	
交換比率 a:b=1:4			3,750,000株
一株当たり利益	\$ 1.33	\$ 0.67	\$ 1.60
株価収益率	40倍	20倍	40倍

株当たり利益を \$ 1.33 から \$ 1.60 へと、約20%の増益を達成することが可能となる。株式交換による合併を仮定しているため、取得会社は自社の株価を高め、または高水準のまま維持することによって株式の交換比率の決定を有利に導き、一株当たり利益算定式の分母の増加を、分子の増加に比較し、低く抑えることによって、形式的な利益成長を可能にする。しかしながら実質的利益成長はゼロなのであり、実は、被取得会社の利益が \$ 0.67 から \$ 0.40 ($\$ 1.60 \times 750,000 / 3,000,000$) へと約40%もの利益の稀薄化 (dilution) が生じているのである。

一株当たり利益の成長に対する一時的影響は合併の発生する年度に限定される。表面的に利益が拡大するからといって、将来の長期的利益成長を、その割合のまま期待すると重大な予測のエラーを生ぜしめる危険が存在する。合理的かつ賢明な投資家であるならば、合併後の成長とリスクに対する見積りを適切に反映するよう、合併後の株価収益率 (price earnings ratio) を修正すべきである。⁶⁾ カーリー氏は、報告される一株当たり利益の情報内容は、もし財務分析家が一時的成長と実質的成長とを分離して認識することが出来ない限り、適切なものとはいえないと主張している。⁷⁾ 伝統的な事後的データ (ex-post data) は外挿法 (extrapolation) によって将来の予測を行なう範囲内で有用であると考えれば、⁸⁾ 上述の分離を明瞭に表示した情報を必要とする。実

質的成長だけが将来に影響を及ぼすのであって、通常の営業活動による成長と買収活動による成長とを区別することが肝要である。

そこで次にカーリー氏は、一株当たり利益に対する長期的影響の定式化を試みている。短期・長期の概念はあくまで相対的概念であるが、この場合の長期の概念は $t > 1$ の年度を意味すると仮定している。全体成長率を次式の如く定式化している。

$$G_t = \frac{g_a(1+g_a)^{t-1} + hg_b(1+g_b)^{t-1}}{(1+g_a)^{t-1} + h(1+g_b)^{t-1}}, \quad t > 1 \quad \dots\dots\dots(II)$$

カーリー氏はこの第II式からふたつの特徴の存在を指摘している。まず、 $g_a = g_b = 0$ のような成長ゼロのケースでは $G_t = 0$ となるから、一時的影響は明らかに合併後最初の年度の現象である。第2に、合併直後の年度を経過すると、株式市場価値額変数が消える事実である。結局、相対的な買収価値額 (π) は、第2年度以降の期間の利益成長には何も影響を及ぼさないのである。平均的成長はその価値額の大小に左右されるが、期間ごとの成長はその変数に依存してはいないというのである。

次にカーリー氏の主張の第2の区分を考察する。カーリー氏の意見の第二としては一時的利益成長とコングロマリットの企業規模との相関関係を分析したものである。⁹⁾ 第I式を参照するならば、明らかなように、一時的利益成長が正となるためには、合併前の利益総額比率 (h) が、株式市場価値額比率 (π) を超す場合のみに限られる。もし $h \leq \pi$ を仮定するならば、一時的利益成長はゼロまたはマイナスになってしまう。つまり相対的利益規模に関する変数 (h) は、一時的成長を限定することになる。ところが合併活動を積極的に遂行していくコングロマリットが、その企業規模を拡大していけばいくほど、 h の値は相対的に小さくなっていく。すなわち両者の関係は反比例の関係にあり、コングロマリットが成長し、大規模化するにつれて、一時的成長率も低下を余儀なくされるのである。一株当たりの急上昇の効果を、コングロマリット型合

併によって期待することが可能でなくなるならば、従来の株価収益率を資本市場において維持することも困難となる。利益成長に対する期待が改訂されるにつれて、初期の年度において実現した、いわば偶発利得 (windfall gain) は、その後生ずる偶発損失 (windfall loss) によって相殺されてしまう可能性が大きくなるのである。

三 合併により取得した実質的利益成長

カーリー氏はコングロマリットの合併活動に起因する利益成長を一時的成長と実質的成長とに分離することを主張した。第二節までは主として一時的成長に注目してきたが、投資家にとっては、合併によってコングロマリットはどの程度の実質的成長を達成することが可能であるのかということが、重要な財務情報となってくる。カーリー氏の主張の第3の区分はこのような実質的成長の決定要素を定式化している。⁴⁰

いま合併によって取得された実質的成長は合併後の全体的実質成長率 G_1' と取得会社の合併前の成長率 g_a との差によって示される。すなわち、

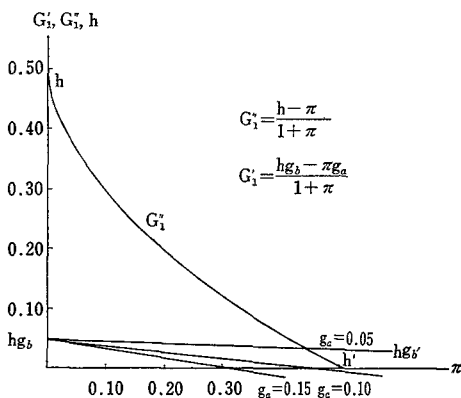
$$G_1' - g_a = \frac{g_a + hg_b}{1 + \pi} - g_a$$

ゆえに、

$$G_1' - g_a = \frac{hg_b - \pi g_a}{1 + \pi} \dots\dots\dots\text{(III)}$$

この第III式で定式化した取得実質成長と、一時的成長 $G_1'' = \frac{h - \pi}{1 + \pi}$ との関係カーリー氏は第1図の如く表示している。

ある特定の合併について h の値が与えられるならば (第1図では $h = 0.50$ と仮定している)、一時的成長率の成長機会軌跡 (h, h') ——growth opportunity locus——が決まる。 h の値に加えてさらに g_b の値が与えられるならば (第1図では $g_b = 0.10$ と仮定している)、取得した実質成長率の成長機会軌



第1図 合併により取得した実質的成長

跡 (hg_b , hg_b') を描くことができる。それぞれの軌跡を所与のものとするならば、一時的成長率 G_1'' と実質的成長の増分 $G_1' - g_a$ は、株式市場価値比率 π にしたがって決定されることになる。また一時的成長率は h によって限定されたように、取得した実質成長率は hg_b によって限定されることになる。 h も g_b も通常は分数となるのが普通であるから、 hg_b は僅少になる可能性も大きい。たとえば、カーリー氏の用いた設例を引用してみると、年次成長率を一定とし、年率成長率30%の会社を合併によって取得し、その会社の利益規模が、コングロマリットの利益の5%に相当するものと仮定するならば、達成可能な実質成長率は、結局、わずかに $hg_b = 5\% \times 30\% = 1.5\%$ に限定されてしまうのである。

さらに被取得会社の一定の成長率が100%を超えないという現実的なケースを想定するならば、 $h > hg_b$ が成り立ち、一時的影響は軌跡 (h , h') および (hg_b , hg_b') の交点の左で実質的影響をしのぐことになる。この交点を求めるために $G_1' - g_a = G_1''$ と置き、 π について解くならば次式の如くなるであろう。

$$\pi = h \frac{1-g_b}{1-g_a} \dots\dots\dots(IV)$$

仮に、 $g_b < g_a$ (たとえば $g_b = 0.10$, $g_a = 0.15$) であるならば、交点は負の象限に存在する。もし $g_b = g_a$ (たとえば $g_b = 0.10$, $g_a = 0.10$) であるならば、交点は横軸の上にある。このどちらの場合でも、一時的影響は実質的影響を上回ることになる。 $g_b > g_a$ である場合にのみ実質的影響が一時的影響を上回る事となる。

しかしながら、現実には、実質的影響 > 一時的影響となるためには、被取得会社の年次成長率 g_b がどんな範囲に存在することが要求されるのであろうか。いま仮に各社の株価収益率をそれぞれ、 (m_a) および (m_b) と定義し、株式市場価値 $P = mE$ とするならば、第IV式を次の様に書き改めることができる。

$$\frac{m_b}{m_a} = \frac{1-g_b}{1-g_a} \dots\dots\dots(V)$$

この第V式にしたがって $G_1' - g_a \geq G_1''$ の条件を満足する g_b の範囲を考慮してみよう。カーリー氏は m_b/m_a と g_a の値を所与のものと仮定し、次の様な第2表の例をあげている。

第 2 表

m_b/m_a	g_a	$G_1' - g_a \geq G_1''$ if $g_b \geq$
0.50	0.05	0.5250
0.50	0.10	0.5500
0.25	0.05	0.7625
0.25	0.10	0.7750

第2表の数値から容易に理解できる如く、 $G_1' - g_a \geq G_1''$ であるためには g_a に比較して g_b が著しく高い利益成長率を達成しなければならない。被取得会社の利益成長率 g_b に対するこの条件は相当厳しいものであり、その条件を満たす高度成長会社を選別することは容易なことではない。それに米国では独占

禁止法の適用強化により法律上の環境的制約も厳しさを増し、コングロマリットが優良成長会社を合併することが一層困難になってきている。コングロマリットのためざましい利益成長に対して、1960年代末までは投資家も未来への大なる期待を抱き、資本市場でもコングロマリット企業群に高い評価を与えてきた。けれども、コングロマリットの急成長は吸収合併の繰り返しにもとづく短期的・一時的な利益成長によって支えられてきたといってもよいのである。その意味で投資家は、コングロマリットの将来に対して過度の期待を寄せすぎたという批判をうけるであろう。コングロマリットは既成の企業の買収によって、満足することのできる利益成長率を維持することはますます困難になることが予想される。合併によって取得できる利益成長が経営に対して与える貢献度は、コングロマリットの企業規模の拡大とともに逆に急速に減退していくのである。

さらに期間 $t > 1$ の場合を仮定し、長期的観点からの実質的影響をカーリー氏は次の様に分析している。すなわち、期間的な利益成長の増分 $G_t - g_a$ を第II式から導き出している：

$$G_t - g_a = \frac{h(1+g_b)^{t-1}(g_b - g_a)}{(1+g_a)^{t-1} + h(1+g_b)^{t-1}}$$

すなわち

$$G_t - g_a = \frac{h(g_b - g_a)}{h + \frac{(1+g_a)^{t-1}}{(1+g_b)^{t-1}}}, \quad t > 1 \quad \dots\dots\dots(VI)$$

利益成長の増分が正になるのは、 $g_b > g_a$ の場合に限定されるから、第VI式の分母にはゼロに近づく分数項があり、結局、期間 t が無限に大となるにしたがって、第VI式は $(g_b - g_a)$ に接近する。さらに g_b に対する相対的な h の重要性は、 g_b が維持されると仮定される場合には減少する。これは幾何平均での成長率 \bar{G} を決定する時に、 h と g_b の相互関係を調べれば理解できる。

すなわち、

$$(1+\bar{G})^t = \frac{(1+g_a)^t + h(1+g_b)^t}{1+\pi}$$

したがって、

$$\frac{dh}{dg_b} = \frac{\partial \bar{G} / \partial g_b}{\partial \bar{G} / \partial h} = - \frac{th}{(1+g_b)} \dots\dots\dots (VII)$$

第VII式の傾きの負の値は t とともに増加する。各成長段階で、 h が大であるならば、 t の増加とともに g_b の変化の影響は相殺されることになる。それは一時的成長への影響が長期にわたって平均化されるからである。

結論的にカーリー氏は、コングロマリットが合併活動によって期待する利益成長要素としてはどんな要素があるのかについて分析を行なっている。⁴⁴ すなわち、長期的観点からは合併の対象となる会社の評価は、コングロマリットの期間 t によって左右されるので、不確定要素が強いのである。したがって、コングロマリットの実質的な関心は、合併対象会社の短期的な利益成長に集中しているということができる。その第1の理由として、コングロマリットは、株式公開買付 (tender offer) 等を手段とするひんばんな合併買収政策を成功に導くために、自社の株価を高水準に維持することに強い関心を示すものである。もし既成の会社を直ちに買収するという強い根拠があるならば、短期間で実現される成長は、コングロマリットの短期的な株価に影響を及ぼすように思われる。第2に、期間 t が増すにつれて将来の g_b の値に伴う不確実性が増大するという理由で、近い将来の期間の結果を重視していると推測することができる。経営者が長期的観点の代わりに、短期的観点を選択しているという事実を想像することは困難ではない。

四 ラインハルト氏の批判

前節のカーリー氏の主張に対して、1972年4月のアカウンティング・レビュー誌で、U. E. ラインハルト (U. E. Reinhardt) 氏が批判的検討を試みている。

ラインハルト氏の批判は、主として次の2点に要約することができる。

1. 合併の影響について、短期的および長期的成長とに区分し、さらに実質的影響と一時的影響とに峻別するのは有用な分類とは思えず、誤解を招きやすい。
2. 合併後の最初の年度の実質的利益成長の定義に誤りがある。

ラインハルト氏は、カーリー氏の用いた前提および用語法を踏襲した上、便宜上、さらに次のような記号を定義している。

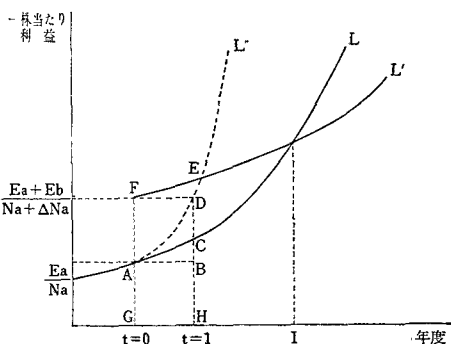
k = 被取得会社のために取得会社によって支払われた株価収益率と取得会社の株価収益率との比率 (m_b/m_a)

$4N_a$ = 合併に際して取得会社の発行した追加株式数

したがって、 $m_b E_b = p_b$ および $m_a E_a = p_a$ であるから、カーリー氏の π はラインハルト氏の hk に等しい概念となる。さらに期間 t について、 $(t-1)$ は期首を、 (t) は期末の変数を表わし、考察の対象となる合併は $t=0$ 時点で完了すると仮定している。

以上の前提条件のもとに、ラインハルト氏はまず、 $g_a > g_b$ である合併について分析を行なっている。 $g_a > g_b$ の仮定のもとでは一時的成長が取得した実質的成長を常に上回るとカーリー氏は主張していたのである。企業の株価収益率は利益成長率と正の相関関係にあると一般に考えられるので、被取得会社の株式市場価額をこえたプレミアムを含む場合でさえも、 $m_b < m_a$ 、したがって $k < 1$ であると仮定しても不合理ではないとラインハルト氏は主張する。この状況のもとに、取得会社の一株当たり利益に対する合併の影響を第2図で表わしている。⁴⁴

第2図においてAL曲線は、合併を行なわない場合の取得会社の一株当たり利益がたどる曲線を示している。合併はAFの部分だけ取得会社の一株当たり利益を高める即時的な影響をもち、代数的には次のように表示されるとラインハルト氏は主張する。



第2図 取得会社の一株当たり利益に対する合併の影響

$$\rho = \left[\frac{E_a + E_b}{N_a + \Delta N_a} \div \frac{E_a}{N_a} \right] - 1 = \frac{h(1-k)}{1+hk} \dots\dots\dots(\text{VIII})$$

第VIII式において、 ρ は取得会社の一株当たり利益の増加（または減少）の割合である。この増分（または減分）利益は、合併が完了した時点（ $t=0$ ）で完全に実現しているという事実をラインハルト氏は強調する。また合併後、取得会社の一株当たり利益は以前にくらべいっぺんに良好になったようにみえるが、しかしすべての $t>0$ について $G_t < g_a$ となるような成長曲線 FL' にシフトすると指摘している。ところがカーリー氏の主張を第2図にあてはめてみると、 FL' 曲線ではなく AEL'' という不自然によじれた成長曲線を想定することになる。このような成長曲線の概念を想定したがために、カーリー氏は成長率概念を G_1' 、 G_1'' 、 $G_1 = G_1' + G_1''$ および G_t のように必要以上に複雑な区分をせざるをえなくなってしまったのだと批判している。

カーリー氏のいう短期の全体的実質成長率 G_1' は、第2図の上では DE/GA に相当する。また一時的成長率 G_1'' は、 BD/GA に等しい。したがってカーリー氏の G_1' および G_1'' の概念の定義づけは誤っている。一時的影響はカーリー氏のいういわゆる実質的成長への影響と同じ位、すべての部分が実質的（real）なものである。

またカーリー氏が長期的成長率の定式として表示した第Ⅱ式は、短期的成長率の第Ⅰ式と著しい相違がある。カーリー氏は第Ⅱ式は $t > 1$ の場合にのみ妥当すると主張している。しかしいま仮に第Ⅱ式に $t=1$ を代入してみると、

$$G_1 = \frac{g_a + hg_b}{1+h} \dots\dots\dots (IX)$$

すなわち、実際には、第Ⅱ式は合併後最初の期間中の成長率についても妥当する定義であるとラインハルト氏は断定している。それはカーリー氏の第Ⅰ式の定義が誤りであって、むしろ次の様に定義するのが妥当であるといえる。

$$G_1 = \left[\frac{E_a(1+g_a) + E_b(1+g_b)}{N_a + \Delta N_a} \div \frac{E_a + E_b}{N_a + \Delta N_a} \right] - 1 \dots\dots\dots (X)$$

第X式は結局、第IX式に帰することになる。それゆえ、4つの成長率概念に区別したカーリー氏の分類は、必要以上に複雑であり、成長率の定義が不適切で、操作的にも意味がなくなるというのである。合併との関連において必要な区別は、ラインハルト氏によれば、(1)取得会社の一株当たりの利益水準に対して合併の及ぼす即時的な影響と、(2)一株当たり利益における合併後の成長率に対する影響とを区別することであるという。⁴⁴

以上のようなラインハルト氏の批判に対して、カーリー氏は次の反論を行なっている。⁴⁴

すなわち、会社の合併は会計報告日通りの期日に行なわれるのは稀である。期首を $t=0$ 、期末を $t=1$ で表現する場合、0-1 期間中に発生した合併は、 $t=1$ の時点で合併が完了したものとみなすことにした。そのため $t=1$ において実質的要素と一時的要素を区別したのである。この点でラインハルト氏とは、合併行為の完了時点に関して見解の相違がある。短期的影響と長期的影響の区別の是非も、合併実現の時期の認識の差異による問題である。

次にラインハルト氏の第2の批判点を検討してみよう。⁴⁵ すなわち一般にコ

ングロマリットによって描かれる虚偽的な成長イメージ（第2図の AL'' 曲線）から、一時的成長要素 ρ を除去するのは妥当なアプローチではある。しかし、カーリー氏の意図が十分に成功しているとはいえない。合併後最初の年度の実質成長率は、カーリー氏のいう G_1' ではなく、第IX式で計算される G_1 なのである。ラインハルト氏は、カーリー氏の主張との相違を具体例で次の様に示している。

たとえば、 $g_a=0.10$, $g_b=0.07$, $h=0.60$, $k=0.50$, すなわち $\pi=h$, $k=0.30$ と仮定する。カーリー氏の説によると、取得会社の初年度の実質成長率は、

$$G_1' = \frac{g_a + hg_b}{1 + \pi} = 0.1092 \text{ となり}$$

ラインハルト氏の計算では

$$G_1 = \frac{g_a + hg_b}{1 + h} = 0.0887$$

となる。いいかえれば、カーリー氏の計算方法では、相対的に約23%実質成長率が過大に表示されてしまう。ングロマリットが $k < 1$ である会社を継続的に買収し続けるならば、カーリー氏は企業の成長度に関して楽観的に予測しすぎることになり、したがってングロマリットの株式を投資家が過大に評価しすぎることになるとしている。

けれども、カーリー氏はこの批判に対してラインハルト氏は偶発的影響を完全に無視していると反論している。すなわち23%の差異はラインハルト氏が考慮の対象から除外した一時的成長に相当するというのである。

$$G_1' - G_1 = D = \left(\frac{g_a + hg_b}{1 + h} \right) \left(\frac{h - \pi}{1 + \pi} \right) = G_1 G_1''$$

両辺を G_1 で割れば

$$\frac{G_1' - G_1}{G_1} = G_1''$$

となり、これは一時的成長率 G_1'' に他ならない。利益に対する 総体的な影響のうち、偶発的な一時的利得を排除し、実質的成長を明確にする必要性を提唱したのだという。現在の財務報告制度では一時的成長は企業評価の対象とされていない。おそらく報告されなければ認識されないという理由から、ラインハルト氏は偶発的影響を認識していないのだろうと、カーリー氏は論じている。

む す び

これまでカーリー氏の主張を中心として、同時にラインハルト氏の批判をあわせて吟味してきた。ラインハルト氏も合併による一時的成長要素を分離するのが適切な接近法であると主張しているが、両者の成長要素に対する見解に相違がある。けれども、コングロマリットの近年の状況を観察してみると、カーリー氏の種々の主張が、これらの企業戦略の特徴、および問題点を極めて巧妙に浮き彫りにしていると感じるのである。⁴⁴ コングロマリットの将来の行方を暗示し、さらに投資家にとって必要な財務情報はいかなる内容をもつべきかを興味深く示唆してくれている。

1972年、米国の産業界が順調な景気の回復の中で好決算を満喫していたなかで、コングロマリットは全般的に不振をかこち、60年代末まで猛威を振った面影があせだした。

特にコングロマリットのパイオニアである LI 社 (Litten Industries) が 1972年7月期に創業以来初の赤字を計上した。翼下の事業部門や子会社の決算を連結すると、税引前で7,500万ドルの赤字となった。これに対してコングロマリット最大の ITT 社 (International Telephone and Telegraph) は、1972年上半年で売上高は前年同期比16.2%増の39億9,000万ドル、利益は25.5%増の2億4,000万ドルと、10年以上にわたる増収増益基調を堅持している。

現在、コングロマリットは大きな試練の場に立っている。独禁法の適用による規制強化をはじめ、外的すなわち環境的圧迫が強くなり、多くのコングロマリッ

トが昔日の繁栄を失っているとはいえ、この両社の両極端な業績の生ずる主たる原因は、経営戦略の差異にあったといわれる。LI社は1960年代後半の合併旋風の先頭を切って約80社の企業を次々と買収していった。その主要な戦略は、自社の株価を常に高水準に維持し、株式交換による他企業の買収、合併というものであった。当該企業の望ましい未来像を構想し、その目的実現のため効果的な方法・手段を見出す経営プランニングにおいて、企業買収は本来、手段として機能すべきものであろう。ところが多くのコングロマリットはこの手段を目的として考え、企業の合併・買収活動自体を目的として設定したのであった。コングロマリットのプランニングでは長期戦略よりは短期戦術計画の方が重視されたのである。この型の企業は、実質的な企業業績の成長を反映する写体としての「一株当たり利益」を、それ自体、目的化し、本体化した典型的なケースである。これに対して ITT 社の戦略は、景気変動の動向や事業の将来性、つまり脱工業化社会の到来をもあらかじめ見越して、情報、消費、金融および保険関連産業をも加えて、総合企業としての調和をはかってきたのである。コングロマリットというより、多国籍、多品種生産、サービス業と呼ぶ方がむしろ適切かもしれない。つまりカーリー氏の示唆する、コングロマリット式の短期的利益成長をうまく活用しながら、コングロマリットが規模の利益やシナジー効果を享受することの少ない欠点を克服するため、ITT社は、長期的に、総合企業として有機的な調和をはかり、いわゆる脱コングロマリットを意識しているのである。

注(1) Ansoff, H. Igor, R. G. Brandenburg, F. E. Portner & R. Radosevich, "Acquisition Behavior of U. S. Manufacturing Firms," 1946—1965. Vanderbilt University Press, 1971. 佐藤禎男監訳「企業の多角化戦略」産業能率短大出版部刊, 1972, p. 29.

(2) Ibid., 訳書 pp. 10—16.

(3) Anthony J. Curley, "Conglomerate Earnings Per Share: Real and Transitory Growth," The Accounting Review, July 1971, pp. 519—528.

- (4) Ibid., p. 521.
- (5) Ibid., p. 519.
- (6) K. D. Larson and N. J. Gonedes, "Business Combinations: An Exchange Ratio Determination Model," *The Accounting Review*, October 1969, pp. 720—728.
- (7) Anthony J. Curley, op. cit., p. 520.
- (8) Lyn D. Pankoff and Robert L. Virgil, "On The Usefulness of Financial Statement Information: A Suggested Research Approach," *The Accounting Review*, April 1970, pp. 269—279.
- (9) Anthony, J. Curley, op. cit., pp. 522—523.
- (10) Ibid., pp. 523—526.
- (11) Ibid., p. 526.
- (12) U. E. Reinhardt, "Conglomerate Earnings Per Share: Immediate and Post-merger Effects," *The Accounting Review*, April 1972, p. 362.
- (13) Ibid., p. 363.
- (14) Anthony J. Curley, "Conglomerate Growth: The Ostrich Effect," *The Accounting Review*, April 1972, pp. 371—374.
- (15) U. E. Reinhardt, op. cit., pp. 365—366.
- (16) 日本経済新聞 1972年9月26日付参照。