

# U.S. スチール社のリストラクチャリング —事業の転換・集中と分離—

堀 一郎

## はじめに

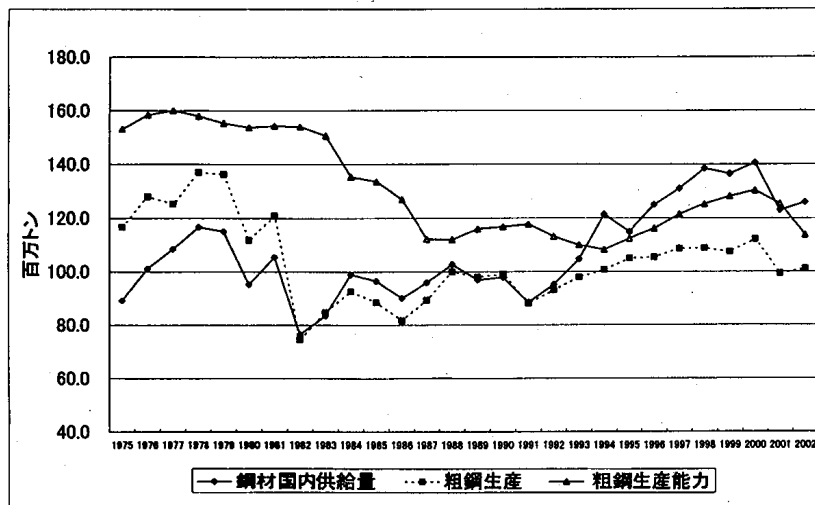
70年代末から80年代にかけて発生したアメリカ鉄鋼危機はアメリカ鉄鋼企業の財務状態を極度に悪化させ、鉄鋼企業の大規模なリストラクチャリングを引き起こした。78年、79年にそれぞれ1億3700万トン、1億3630万トン<sup>1</sup>を記録した国内粗鋼生産高は第1図、あるいは第2図にみられるように、79年半ば以降急落し、80年には1億1200万トン、前年比18%減で75年以来最低となった。またレーガン政権成立直後の81年3月からの生産下落は一層深刻で、82年の生産高は前年比約40%減の、7460万トンと終戦直後の46年を除いて戦後最低水準となり、操業率は48.4%に低下した。

この鉄鋼生産の低下はしかもアメリカの一般的景気が83年以降好況に転じるなかで長引き、粗鋼生産は82年から86年の間7460万、9250万トン、8160万トンと低迷し、操業率も84年の68.4%を超えることはなかった。経済の成熟化、省エネ化、サービス化という長期的要因に加えて、建設、投資などの短期的景気変動要因、それと80年代前半のドル高による鉄鋼の直接、間接の輸入増大と輸出の縮小が深刻な影響を与えた。加えて、70年代の新興工業国を中心とした世界的な製鉄所建設ブームは生産能力の急増と過剰化をもたらし、アメリカ市場への輸出圧力を強めたが、それはまた国内市場の縮小とともに鉄鋼価格を急落させた。第2図にみられるように、70年代に上昇してきた鉄鋼価格は82年にピークに達した後、下落し、86年には13%低下した。

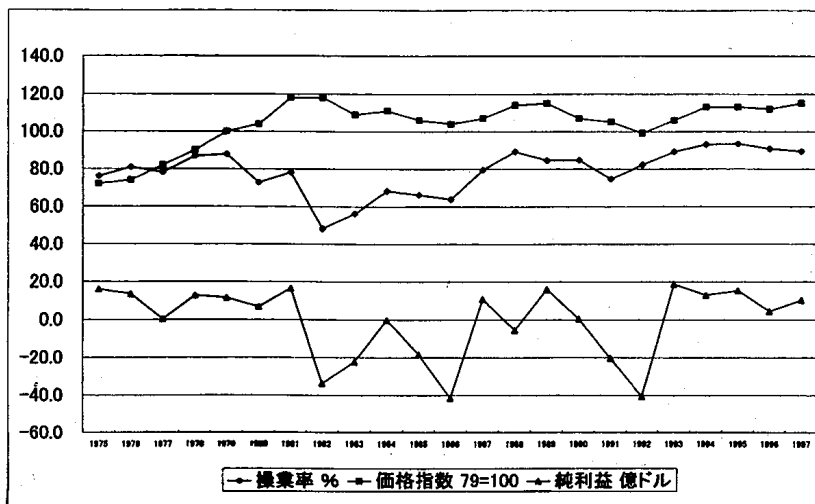
これらの操業率の低下と価格の低下はアメリカ鉄鋼企業の財務状態を極度に悪化させ、未曾有の長期的危機を発生させた。第2図にみられるように、アメリカ鉄鋼業界は1982年以降、連続的に巨額の赤字を記録し、アメリカ鉄鋼連盟(American Iron and Steel Institute=AISI)加盟企業は<sup>2</sup>82年から86年までの5年間に累積約116億ドル、年平均20億ドルの赤字を記録した。それは70年代平均の年純利益、約10億の2倍であった。87年には一

時、景気は回復し、全ての鉄鋼企業は黒字化した。その後88年には赤字に転落、そして91-92年には再度不況に見舞われ、巨額の赤字を記録した。このような状況に対して鉄鋼業界は一方ではレーガン政権に対して輸入規制措置を要請し、公害規制の緩和を要請したが、他方では大規模な鉄鋼リストラクチャリングを敢行した。

第1図 アメリカ鉄鋼業の鋼材国内供給量、粗鋼生産および粗鋼生産能力(1975-2002年)



第2図 アメリカ鉄鋼業の操業率、価格、収益率(1975-1997年)



1970年代末には1億5000万トンであった粗鋼生産能力は88年には1億1200万トンに25%縮小し、粗鋼生産は80年代に12%以上低下し、90年には9800万トンに低下、アメリカの世界生産でのシェアは74年18.6%、81年

の15.5%から90年の11.6%、2002年の10.3%に低下した。

他方、雇用も大規模に削減された。1960年代70万人を記録し、74年の60.2万人から1979年53.5万人へと低下し始めた雇用は、さらに80年代に25万人以上が解雇され、90年25.5万人の雇用、1996年には17万人の水準にいたった<sup>3</sup>。鉄鋼業の雇用は60年代より80年末までに60%以上減少し、現在は全雇用の0.2%である<sup>4</sup>。

ところでこの大規模なリストラクチャリングを推進したのが鉄鋼一貫企業であった。これらの高炉メーカーはこれまでの競争力の低下から今回の不況の影響を一層強く被った。6大統合企業の生産能力は1980年から10年間に10800万トンから5800万トンに54%減少したが<sup>5</sup>、企業別で見れば、第1表から明らかのように、U.S.スチール(USX)社が大規模な生産能力と

第1表 鉄鋼一貫企業6社の生産能力と雇用(1981-1990年)

生産能力(単位:万ネットトン)

	1981	1990	90/81(%)
U.S.X	3407	1556	45.7
Bethlehem	2209	1607	72.7
LTV	1313	981	74.7
Inland	925	638	69.0
Armco	970	607	62.6
National	940	619	65.9
	9764	6008	

鉄鋼従業員(単位:人)

	1981	1990	90/81(%)
U.S.X	84931	27769	32.7
Bethlehem	63763	24939	39.1
LTV	35077	19689	56.1
Inland	27594	12843	46.5
Armco	26354	13071	49.6
National	32976	13613	41.3
	270695	111924	

出所) WEFA, *Steel Market Outlook*, 1991, pp. 5.25-5.32.

雇用の削減を行った。1975年20社を数えた高炉メーカーは15社に減少し、銑鋼一貫製鉄所は48製鉄所から21製鉄所に減少した<sup>6</sup>。同時にその間の不況の負担は統合企業を中心に企業倒産の形で現れた。1981年12月に破産法11条の適用を申請した McLouth スチール社を皮切りに、その後 Kaiser スチール、Wheeling-Pittsburgh スチール社、LTV 社、Lone Star 社、Sharon 社、90年11月の CF&I 社と破産と続いた。業界第3位の LTV の破産は鉄鋼業界最大の破産となり、1987年までに鉄鋼企業の20%が破産申請を行った。こうして鉄鋼企業城下町といわれてきたピッツバーグ、ヤングスタウン、ベスレヘムは大きな影響をうけた。

だが、この時期のアメリカ鉄鋼業のリストラリングは単に生産の合理化、削減だけではなかった。アメリカ鉄鋼業はこのいわば80年以降のリストラを通じて新たな産業編成、企業形態、競争戦略を模索した。鉄鋼一貫企業を中心に分離・売却、分社化、国内企業と海外企業の両者を巻き込んだ買収、合併・ジョイント・ベンチャーなどが推進され、戦略面でも市場の専門化、集中化と脱統合化が追及された。同時に80年以降、国内生産能力の10%から24%、そして90年末には40%までに成長したミニミルも独自の新たな展開をみせた<sup>7</sup>。リストラリングは大規模な工場閉鎖と人員削減をとともなう産業の空洞化(deindustrialization)と批判されてきたが<sup>8</sup>、しかしそれらのなかに産業再編、企業再編の新たな動きを見るべきであろう<sup>9</sup>。

ところで、以上の過程を筆者は企業論の立場からミニミルの展開に関してニューコア社を中心に分析してきたが<sup>10</sup>、それまで鉄鋼業の中軸を占めていた統合企業に関しては課題が残されていた<sup>11</sup>。この残された課題を鉄鋼一貫企業のリーダーである U.S.スチール社の分析によって果たしたい。アメリカ鉄鋼業のリーダーであった同社は同時に、この間、統合企業のなかで最も大規模のリストラリングを敢行し、多くの鉄鋼一貫企業が破産あるいは買収される中で<sup>12</sup>、現在ではアメリカ鉄鋼業再編の中心企業としてニューコア社とともに再度挑戦している。その点からも同社のリストラ=再生への模索の試みの分析は重要であろう。

いま、このリストラリングを分析する場合、以下のような問題群が考えられる。まずリストラリングの推進主体の問題である。内部経営者によるものか、外部資本市場によるものか。この点はまた企業再建の過程でのコーポレート・ガバナンスはいかにあるべきかに関わる問題に

発展する。第2はリストラクチャリングの過程での企業あるいは競争戦略に関する問題群である。企業はいかなる事業部門を選択するのか、またその事業のなかでいかなる市場あるいは製品を選ぶのか。第3には企業あるいは競争戦略を実施する場合の組織、管理の問題である。鉄鋼業ではこれまで一貫生産を実現するために機能の内部化を推進してきたが、その統合化がどのように変革され、いかなる組織が目指されるのか。またいかなるコアコンピタンスが形成されようとするのか。本稿では紙面の関係から第1の問題に触れつつ、第2の事業の選択と集中の問題に限定する<sup>13</sup>。そしてU.S.スチール社が企業再生の目的で事業の選択と集中を行い、鉄鋼からエネルギー部門に主要事業を転換しつつ、石油と鉄鋼による多角化企業として再生を目指したが、しかし外部資本市場は多角化企業の存在を許さず、石油、鉄鋼、両事業の分離を促進し、単独企業として生き残りを強要した過程を述べ、20世型内部統合企業<sup>14</sup>の存続の困難性を明らかにする。

## 1. ロデリックの就任とU.S.スチール社の変革

U.S.スチール社の創設以来の大規模なリストラの実施において1979年4月24日、D.ロデリック(David Roderick)の10代目の会長就任とそのリーダーシップが極めて重要であった<sup>15</sup>。かれは、内部昇進型の専門経営者であり、同社における三つの経営トップ、財務委員会委員長(1973-75)、社長(1975-79)、会長(1979-89)を歴任した唯一の経営者であった。しかもE.ゴット(Edwin H. Gott)、E.スピア(Edgar B. Speer)前会長が生産専門経営者であったのに対し、かれは一貫して会計、財務畑を歩み、またU.S.スチール社では数少ない海外経験を有した経営者であった。ロデリックは67年に国際事業部(International Operation)の副社長に就任し、30歳代に同社がフランスで経営していた鉱山監督に当たった経験を持っていた。その経験からロデリックは同社の競争力の低下を認識し、前任者よりより広い国際的視野を有していた<sup>16</sup>。これに対して、E.ゴット、E.スピアは芯からの鉄鋼マンであり、製鉄所の維持、拡張の志向が強く、統合による合理化を志向し、大規模な工場閉鎖を断行するまでにはいたらなかった。彼らは職場維持と経費負担の軽減から鉄鋼輸入規制の実施と環境保護規制反対を強力に推進した。しかしロデリックにとって損失を計上している工場は閉鎖されるべきであった。かれは従来の鉄鋼生産の重視、鉄鋼帝国の

維持から決別し、「経営者は株主の利益のために資産を管理する義務がある」として株主収益を強調し、収益性、キャッシュ・フローを重視した<sup>17</sup>。そして1980年次報告書でロデリックは「収益最大化と資金創出を指向する進歩戦略」を宣言した。

ロデリックがまず着手したことは、長期的分析を目的とする戦略計画グループ(a strategic-planning group)を設立し、全工場、設備の生産性、収益性を検討させたことであった。その調査結果によってかれは既存設備の半分以上が競争不能であることを認識し、これまでの全工場を対象とした全般的投資計画から、収益可能性のある工場にのみ投資を集中し、残りは実質的に廃棄する方針に転換した<sup>18</sup>。これは設備の検討による市場の選択と集中の実施を明確に意味した。しかし、同時にロデリックは事業部門の選択と集中に関しても、戦略計画グループの委員長たるC. コーリー(Charles A. Correy)を中心に、他企業の買収を含めて検討させた。そのために不要なセメントなどの多角化事業や鉄鉱山の売却をはじめていた。鉄鋼部門の大規模な縮小はさげられず、U.S.スチール社を財政的に支えるには収益性の高い事業の追加、補強が求められた。第2表から明らかなように、U.S.スチール社は1980年には売上高の30%を非鉄鋼部門の多角化部門が占めるにいたったが、しかし鉄鋼部門の大削減を支援するには不十分であった。この状況から他事業の買収が計画された。その際の基準として①エネルギー集約的および労働集約的でないもの、②低コストと輸入からの競争がないもの、③U.S.スチール社の知識、技術を生かせる事業に求められた。そして「理想的買収は相互に異なっているが、有る程度相互に補完する三産業を保有する」、三本足戦略(three-legged stool)が策定され、鉄鋼業と逆相関にある非鉄鋼業種の二社の追加が計画され、コーリーは後述するマラソン社を含めて10社あまりの買収企業候補リストを作成するまでにいたった<sup>19</sup>。こうしてU.S.スチール社の基本的リストラ政策は当初はロデリックによる内部経営者によって策定され、彼の強力なリーダーシップのもとで実施された。ただ鉄鋼部門のリストラ執行責任者の任命に当たっては、内部専門経営者ではなく、1978年にJ&L社から招聘したW. ロッシュ(William R. Roesch)に担当させ、生産量ではなく、収益性でナンバーワンの鉄鋼企業を目指した<sup>20</sup>。ロデリック、ロッシュ、コーリーによる企業再建はUSXの遺産、モルガンとゲーリーが均衡した企業体制(rounded proposition)<sup>21</sup>と呼んだ強大な垂直統合化された帝国の解体を意味した。そ

して鉄鋼部門の縮小は79年不況を契機に開始されるが、企業買収を手段としていた事業追加と多角化戦略は、反トラスト法の運用緩和を推進した81年のレーガン政権の誕生によって開始された。

## 2. マラソン・オイル社の買収

80年代初めにはインフレの高進と株価の低迷とから石油企業を中心に全国的な企業買収運動が活発化した。特に1981年春から夏にかけてコノコ社(Conoco)に対する公開株式買付を契機にシティーサービス社(Cities Service)、フィリップス石油社(Phillips Petroleum)、ペンゾール社(Pennzoil)、ダイヤモンド・シャロック社(Diamond Shamrock)など中規模の石油会社を買収の対象となった。このなかで石油業界全米17位のマラソン・オイル社(Marathon Oil Company)が、すでに二つの企業買収に失敗(その一つがコノコ)したモービル・オイル社(Mobil Oil Corp.)の敵対的公開株式買付(tender offer)の対象とされた<sup>22</sup>。

マラソン社は本社をオハイオ州、フィンドレー(Findlay)に置き、中西部を中心に活動している、長い歴史をもつ、独立系の石油一貫メーカーであった。合計で日産50万バレルの4つの精油所を操業し、中西部では深紅のMマークのサービスステーションによって知れ渡っており、H.フープマン(Harold Hoopman)会長のもとで1981年現在では売上高98億ドル、収益3.4億ドルを記録し、1980年フォーチュン産業企業500社の39位を占めていた大企業であった。従業員は16000人、営業範囲は国内21州およびカナダ、ドイツ、スペインにおよび、80年代半ばにマラソン・ブランドのガソリンステーションは2300か所に達していた。特に同社の魅力は国内に豊富な石油埋蔵量を保有していたことである。同社は国内2番目の油田、テキサス州、イエーツ油田(Yates Field)の49.5%の所有権を有していたが、その他にも70年代後半から海外で積極的に原油開発を推進し、1976年には北海油田の大きな開発鉱区を獲得していた<sup>23</sup>。

他方、モービル社は専らサウジ原油に依存し、手薄な国内原油の確保が重要な課題であった。実際、同社は1976—1980年に国内油田開発と生産に43億ドルを投資したが、同社のリザーブ比率は6%下落した。R.ワーナー(Rawleigh Warner)会長とW.トボラリーズ(William Tavoulares)社長はこの減少を阻止しようとして、1981年10月マラソン・オイルの公開株式買

付を発表し、当時1株67ドルのマラソン株式に対して、1株85ドルで既発行株式の2/3にあたる4000万株を購入することを提案した<sup>24</sup>。しかしこの提案にたいしてマラソン社の会長のフープマンは拒否した。買収価格の安さのみならず、モービルがマラソンを吸収し、マラソンを消滅させることを恐れた。彼らは再度戦うことを決議し<sup>25</sup>、白馬の騎士<sup>26</sup>を探すことにした。

これにたいしてU.S.スチール社のロデリックは以前に買収候補として検討したマラソン社がモービルによって敵対的買収を受けていることを知り、直ちに白馬の騎士として乗り出した。ロデリックは、われわれはすでに資産売却によって買収に必要な20億ドルを有している、前進せよとしてマラソン買収を急がせた<sup>27</sup>。マラソン社も買収先としてU.S.スチール社を選択した。同社は業種が異なるがゆえに、マラソン社の首脳は自社の経営権を確保できると考えたからである<sup>28</sup>。かくてU.S.スチール社は鉄鋼と石油を合体せず、マラソン・オイル社をフィンドリーに本社を置く独立した子会社として存続することに合意し<sup>29</sup>、11月18日、両社はニューヨークで買収に関する最終承認のための取締役会を開いた。U.S.スチール社は満場一致でマラソン社に公開株式買付を行うことを承認した<sup>30</sup>。その条件は

- ① U.S.スチール社はマラソン社の51%の株式を1株125ドルで現金で購入
- ② マラソン社の株主がその合併を承認したのち、U.S.スチール社は残り49%の株式を短期社債(公開買付が公式に発表されたときにはその1株当たりの価格は86ドル)と交換する。これらを合計すれば、株主は平均で1株当たり106ドルを獲得、買収総額は64億ドルに達した。
- ③ U.S.スチール社の買収保証として同社に2つのオプションが与えられた。第1はマラソンの新普通株1000万株を1株当たり90ドルで購入する権利、第2はマラソンのイエーツ油田の権利を28億ドルで購入できる権利。この権利は他の企業がマラソンを買収したときのみ発動される<sup>31</sup>。

その後、モービル社などからこの合併差止提訴が行われたが、82年3月11日、マラソン社の特別株主総会でこの合併が圧倒的に承認され、その日にマラソン社はU.S.スチール社の完全子会社になった。この合併は前年81年のデュポン社によるコヅコ<sup>32</sup>の買収(総額80億ドル)に次いで史上二番目の買収となり、総額59億ドルと推定された<sup>32</sup>。この結果、U.S.スチール社においては全資産は鉄鋼38%、オイル・ガスが38%、不動産、化学、公益



事業、輸送などその他ビジネスが残りの24%という構成となり、U.S.スチール社の事業は鉄鋼、石油、多角化部門へと転換した。5月3日の株主総会でロデリックは新会社を資源供給会社(resource powerhouse)と呼んだ<sup>33</sup>。

### 3. テキサス・オイル・ガス社の買収

ところで、マラソン・オイル社の買収後、ロデリックは当初の事業転換戦略を推進すべく、「第3の足」として役立つ、非鉄鋼企業、非エネルギー企業を探求し、アルコア社(Alcoa Corp.)からウエスチング・ハウス社(Westinghouse Electric Co.)まで多くの企業を候補としたが、1985年によくテキサス・オイル&ガス社(Texas Oil & Gas Corporation)を買収企業と決定した。同社は、1955年にテキサス州ダラスで設立され、特に70年代初めから80年代前半に急成長を遂げた独立系では最大の天然ガス企業であり、80年代半ばには収益性は低下したものの、1958年以来27年間連続して増収を記録してきた優良企業であった。同社の業務はガス生産、輸送、精製、販売からなるガス採取事業(Gathering)と天然ガス油田採掘事業(Drilling)から成り立っていた。そして前者を構成する自己保有あるいは共同保有の天然ガス油田はテキサス、ルイジアナなどのメキシコ湾岸地域とモンタナ、ユタ州の山岳地域に広がり、精製工場もテキサス、オクラホマを中心、ルイジアナ、アーカンソーにも存在し、それらから子会社のパイプラインを通じて公益企業、工業消費者に販売した。その売上高は1984年20.9億ドルに達し(フォーチュン500社では175-176位レベル)、純収益も3.5億ドルを記録した<sup>34</sup>。

テキサス・オイル&ガス社はU.S.スチール社の経営者には周知の企業であった。同社はU.S.スチール社のパイプの取引相手であり、年金資金の投資先であった。さらにはロデリックとテキサス・オイル・ガス社のW.ハッチンソン(William L. Hutchinson)会長とは狩猟仲間であった。そして1985年半ば、ハッチンソン会長が引退の意向を表明したことを知ったロデリックは彼に直接電話で買収を申し入れ、1985年10月買収が発表された。その買収条件は

- ① テキサス社普通株1株式あたりU.S.スチール社の普通株0.6333株と交換。
- ② テキサス社はU.S.スチール社がテキサス社のパイプライン子会社、

デリー・ガス・パイプライン社(Dehli Gas Pipeline Corporation)とその他2社を13億ドルで買収するオプションを与える。

その後、U.S.スチール社はテキサス社を独立企業として営業し本社をダラスに置くことを発表した<sup>35</sup>。

この買収に対して①現在、未償還発行株数は1億2340万株に達しているが、株式による買収はさらに1億3320万株の新規発行を必要とし、株式価値の重大な希薄化を招く、また②天然ガス価格は低下しており、U.S.スチール社の評価は過大すぎる、との証券アナリストや新聞記者から批判が寄せられた。しかしU.S.スチール社とTXOの両社の株主の多くがこの合併を承認した。1986年2月11日、ピッツバーグでのU.S.スチール社買収承認特別株主総会でロデリックは鉄鋼最大企業が同時にエネルギー最大企業のひとつに成長し、これによってフォーチュン500社内で13位、売上高210億ドル企業に成長すると述べた。これらの事実によりU.S.スチール社では株主の約80%が賛成、テキサス社では86%が賛成した<sup>36</sup>。

1億3300万株の普通株を新規発行し、総額が約36億ドルに上ったこの買収によって、U.S.スチール社は事業転換と安定的多角化を達成し、1986年の売上高でみればオイル・ガス部門60%、鉄鋼部門24%、多角化部門16%の構成となり、同社は鉄鋼会社からオイル・ガス会社に転換した(第2表)。

#### 4. 多角化の整理と過剰資産の売却

ところで1982-86年間の戦略的多角化のための企業買収総額は100億ドル(マラソン59億ドル、ハスキー・オイル4.88億ドル<sup>37</sup>、テキサス36億ドル)に達し、190億ドルの資産規模からいって巨大なものであった。U.S.スチール社はこの資金に対して30億ドルは株式発行によるもの、他の70億ドルは、鉄鋼関連資産と非鉄鋼資産のほぼ等しい売却によって調達した<sup>38</sup>。そしてこのU.S.スチール社による資産売却自体、アメリカ鉄鋼業全体の資産売却の約70%を占め<sup>39</sup>、同社のアメリカ鉄鋼業内での強さを明らかにすることになったが、この結果は同時に、従来の多角化や鉄鋼関連過剰資産の整理を促進し、同社の組織のリーン化を促進した。

第3表のように、U.S.スチール社の非鉄鋼事業への多角化は、50年代半ばのR.M.ブラウ(Roger M. Blough)会長時代から本格的に開始された。当初、多角化はチタン(1964年のRMI買収)、アルミ(68年のAlside Co.)

第2表 U.S.スチール社の事業部門別売上高、利益

1974	売上高		営業利益		売上高営業利益率
	百万ドル	%	百万ドル	%	
事業部門					
鉄鋼製造	7,724	82.7	568	55.0	7.4
加工・エンジニア	756	8.1	44	4.3	5.8
化学	733	7.8	215	20.8	29.3
輸送	638	6.8	159	15.4	24.9
セメント	242	2.6	5	0.5	2.1
その他	153	1.6	42	4.1	27.5
企業内販売	-907	-9.7		0.0	0.0
総売上・収益	9,339	100.0	1033	100.0	11.1

出所) *Moody's Industrial Manual*, 1976, p.p. 2670-2671.

1980	売上高		営業利益		売上高営業利益率
	百万ドル	%	百万ドル	%	
事業部門					
鉄鋼製造	8,738	69.9	58.3	12.2	0.7
化学	1,487	11.9	70.5	14.8	4.7
資源・海上輸送	644	5.2	76.3	16.0	11.8
その他製造・エンジニア	2,490	19.9	126.6	26.5	5.1
国内輸送と公益事業	664	5.3	144.5	30.2	21.8
企業内販売	-1,531	-12.3	1.5	0.3	-0.1
総売上・収益	12,492	100.0	477.7	100.0	3.8

出所) *USSteel, Annual Report for 1980*.

1986	売上高		営業利益		売上高営業利益率
	百万ドル	%	百万ドル	%	
事業部門					
エネルギー	8,969	59.7	50	-3.4	0.6
鉄鋼	3,708	24.7	-1,374	93.8	-37.1
多角化	2,898	19.3	-281	19.2	-9.7
事業間取引	-550	-3.7	140	-9.6	-25.5
総売上・収益	15,025	100.0	-1,465	100.0	-9.8

出所) *USX, 1990 Statistical Supplement to the Annual Report*.

1990	売上高		営業利益		売上高営業利益率
	百万ドル	%	百万ドル	%	
事業部門					
エネルギー	14,616	70.7	1,138	73.1	7.8
鉄鋼	5,473	26.5	255	16.4	4.7
多角化	714	3.5	46	3.0	6.4
事業間取引	-144	-0.7	117	7.5	-81.3
総売上・収益	20,659	100.0	1,556	100.0	7.5

出所) *Ibid.*

などの鉄鋼との競合物資市場へ進出したが、一方、化学部門にも積極的であった。64年の Pittsburgh Chemical Co. 66年の Oxo Chemical Co. さらには68年に Armour Chemical 買収を通じて、U.S.S. Chemical Div. や USS -Agir Chemicals Inc. を設立した。そして1963-69年にかけて U.S. スチール社の総売上は33%しか上昇しなかったのに対し、化学部門の販売は4倍に増加した。しかしながら、60年代後半から、コングロマリット合併の影響もあり、土地開発、金融への進出を図り、多角化部門を拡大していった。1969年 U.S. スチール社は U.S. Realty Development を設立し、不動産業務の発展を意図した。1970年には U.S. スチール社はフロリダの Walt Disney World に二つのホテルを所有した。また60年代末には数社の金融子会社を設置した。70年代後半になると投資対象は拡大し、ロッキード社さえ買収候補の対象となった<sup>40</sup>。同時にすでに進出していた化学部門の拡充から石油化学への投資も増大した。結局、U.S. スチール社の投資の拡大は、化学部門が重視されたものの、投資資金を拡散させ、多角化を、薄く、広い、焦点のないものにした。加えて各部門での専門知識の不足から収益も上がらず、成功したとはいえなかった。その戦略は鉄鋼業との関連を重視したとはいえ、どちらかといえば、長期的展望を欠いた、分散的であった<sup>41</sup>。

しかしそれらの膨大な資産が80年代の事業転換の大きな資金源となった。80年代以降の主要資産売却一覧は第3表のとおりである。多角化の整理は75年の U.S. Steel Home の閉鎖、77年の Bahama Cement Co. の売却など70年代後半から始まっていたが、本格化したのは80年代に入ってからである。80年にはかつてはアメリカ最大のセメント会社であった Universal Atlas Cement の1億3800万ドルでの西独企業への売却に始まり、海外航路輸送会社の Navios Corp. の売却、83年建築用外壁メーカーの Alside 社の売却、さらに86年には多角化の中心を占めてきた U.S. Chemicals と U.S. Steel Agri-Chemicals 売却など続いた。

だがそれだけではなかった。第4表から明らかなように、鉄鋼関連部門、特に鉱山や創設以来、U.S. スチール社の重要な構成会社も売却された。U.S. スチール社は鉄鋼企業の中で世界最大の原料資源保有会社であった。1980年代初めにも埋蔵量57億トンの鉄鉱山、埋蔵量33億トンの炭田、埋蔵量43億トンの石灰石鉱山、50万エーカーの森林資源を保有しており<sup>42</sup>、さらに海外にもカナダでの鉄鉱山をはじめ、ガボンにはマンガン鉱山を、南アフリカには銅、亜鉛、および鉄鋼石の鉱山を保有していた。そしてこれ

U.S.スチール社のリストラクチャリング—事業の転換・集中と分離—

第3表 U.S.スチール社の多角化(1930年—現在)

年次	多角化事業	業種	80年以降の処理
1930	Atlas Portland Cement Co. 買収	セメント	1980年売却
1930	Oil Well Supply Co. 買収	石油・ガス油井掘削機械	1986, 1996年売却
1934	Jackson Fence Co.、Cyclone に買収、のちに American Steel & Wire に吸収	ワイヤー	
1935	Virginia Bridge & Iron Co. TC&IR に買収、のちに American Bridge Div. に吸収	建設	
1937	Gerrard Co. 買収、1957年 U.S. Steel Supply Div. に吸収	針金結束機械	1986, 1995年売却
1939	Boyer Mfg. Co. 買収、1943年 U.S. Steel Products Co. と名称変更	ドラム缶・鉄製容器	1983年売却
1943	Moise Steel Co. U.S. Steel Supply Co. に買収		1986, 1995年売却
1943	Petroleum Iron Works、U.S. Steel Products Co. に買収	ドラム缶・鉄製容器	1983年売却
1944	Bennet Mfg. Co.、U.S. Steel Products Co. に買収	ドラム缶・鉄製容器	1983年売却
1944	Witte Engine Works、Oil Well Supply Co に買収	石油・ガス油井掘削機械	1986, 1996年売却
1944	Gunnison Housing Corp. 買収、のちに U.S. Steel Homes Inc. に変更	プレハブ住宅	1975年閉鎖
1945	Neilson Pump Co.、Oil Well Supply Co. に買収	石油・ガス油井掘削機械	1986, 1996年売却
1945	Wabash Portland Cement Co.、Atlas Portland Cement Co. に買収	セメント	1980年売却
1948	Consolidated Steel Co. 買収、1964年 American Bridge Div. に吸収	パイプ建設	1981, 1987年売却
1963	Bahama Cement Company 形成	セメント	1977年売却
1964	Reactive Metals Inc. 買収	チタン会社	2000年売却
1964	Pittsburgh Chemicals Co 買収、1965年 U.S.S. Chemicals 設立	石炭化学製品	1986年 ARISTECH としてスピノフ
1966	Oxo Chemical Co. 買収、U.S.S. Chemicals に編入	化学	1986年 ARISTECH としてスピノフ
1968	Alside Inc 買収	住宅用アルミ・鉄製壁板	1983年売却
1968	Armour Agricultural Chemical Co. を買収、USS-Agri Chemicals Inc. 設立	化学肥料	1986, 1989年に売却
1968	U.S. Steel Finance Corporation 設立	金融・リース	
1969	U.S. Steel Leasing Co., Inc. 設立	金融・リース	
1969	Percy Wilson Mortgage and Finance Corp. 買収	金融・リース	1982年売却
1969	U.S. Steel Engineers & Consultants Inc. 設立		2001年現在存続
1969	U.S. Realty Development Div. 設立、1986年 USX Realty に変更		2001年現在存続
1971	U.S. Steel Credit Corp. が U.S.S. Finance Corp と U.S.S. Homes Credit Corp 合併して設立		
1978	W.R. Grace Co. の Hatco Polyester Div. 買収	不飽和ポリエステル樹脂	
1979	Uniroyal Inc. の ABS 樹脂・ラテックス部門買収	ABS 樹脂・ラテックス	1981年撤退
1979	Arco Polymers, Inc. エチレン、スチレンモノマー部門買収	エチレン、スチレンモノマー	
1979	Novamont Corp. のポリプロピレン樹脂部門買収	ポリプロピレン樹脂	1981年撤退
1981	Texaco との合併 Tex/USS Polyolefins を設立		
1982	Marathon Oil 買収		
1984	Husky Oil Co. 買収		
1986	Texas Oil & Gas Corp. 買収		

出所) G.G.Schroeder, *The Growth of Major Steel Companies, 1900-1950.*, p.228. ; Brien Apelt, *Ibid.*, : U.S. Steel, *Annual Report*  
 田口定雄「U.S.スチールの化学事業の現状と展望」『鉄鋼界』昭和57年3月号；秋山一武「米国鉄鋼業の多角化」『鉄鋼界』  
 昭和58年2月号から作成。

第4表 80年代以降の資産売却

部門	年次	売却資産
森林部門		南部 Alabama 州の4.9万エーカーの森林
鉄鉱石	1989	Quebec Cartier Mining Company(1957-)、Dofasco 社に売却
石炭	1981	West Virginia and 西部 Pennsylvania その他炭田
	1984	Lynch District, Eastern Kentucky
	1984	Robena and Dilworth, Pennsylvania
石灰石	1987	Michigan Limestone 鉱山部分売却
鉄鋼部門	1986	Pittsburg, Cal. 工場の株式 POSCO に売却
	1987	Lorain 工場の株式の半分を約3億ドルで神戸製鋼に売却
	1986	The Cuyagoya plants, 新会社, American Steel and Wire Corp. of Cleveland に売却
	1988	Genava 製鉄所, Basic Manufacturing and Technologies of Utah Inc. に売却
加工部門	1983	U.S.Steel Products Div. (1939-) 売却
	1986	Oil Well Supply Division(1930-) が National-Oilwell に変換、50% 出資
	1987	American Bridge Company、従業員に売却
	1996	National-Oilwell/50% 売却
輸送部門	1980	鉄鉱石運搬船 Edger B.Speer 号売却
	1982	Navios Corporation(1953-) の50% 売却、1986年残り売却
	1988	輸送部門(全鉄道、全バージ、全船団)を新企業、Transfer 社へ売却
販売部門	1986	U.S.Steel Supply Division(1910-) が二分割され、一部売却、残り Cyclone Fence として継続
	1995	Cyclone Fence 売却
多角化部門	1980	Universal Atlas Cement(1930-) ドイツの1.38億ドルで売却
	1983	USS Alside Inc. (1968-) 売却
	1986	USS Chemicals(1964-) が Aristech としてスピントフ
	1989	US Steel Agri-Chemicals(1968-) 売却
エネルギー部門	1987	マラソンオイル部門の西独精製設備、オーストリア国立石油会社の売却
	1997	Delhi 部門を Koch Industries, Inc. に売却
	1999	Carnegie Natural Gas Co. 売却
土地		Homestead 製鉄所跡地を Allegheny County Industrial Authority に売却

出所) W.T.Hogan, *Capital Investment in Steel*, 1992, pp.140-142 :  
 Kenneth Warren, *The Big Steel*, 2001, pp.317-319 :  
 Brien Apelt, *The Corporation*, 2000, pp.375-377

らが売却の対象とされた。

その他にも U.S.スチール社の重要な事業部門であった第二次鉄鋼加工部門や販売部門の売却も進められた。83年ドラム缶、鉄製容器部門の U.S. Steel Products、86年の石油関連製品および工事の Oil Well Supply およ

び鉄鋼製品のデパートとして販売・サービス部門を担ってきた U.S. Steel Supply 部門、そして87年には創設以来のメンバーであり、歴史的にも著名な建物を多く建設してきた American Bridge Div. が売却された。このように80年代に多くの多角化部門や鉄鋼関連の資産が売却され、事業の多角化と集中化が推進された。

ところで、U.S.スチール社はこれらの事業の入れ替えによって鉄鋼会社から石油精製業に大きく変身し、マラソン・オイル事業部門は一躍稼ぎ頭になった。そして第2表にみられるように、売上高では鉄鋼事業は1980年から1986年の間に70%から24.7%に縮小、逆にエネルギーは0%から59.7%に上昇し、利益構造ではエネルギーと鉄鋼の位置の逆転は明瞭となった。また多角化部門の整理も顕著である。1984年にはフォーチュン誌がU.S.スチール社を石油精製業に分類し<sup>43</sup>、1986年7月にはU.S.スチール社からUSX社に社名変更した。名称変更はマラソン買収以降絶えず株主総会で要求されたが、これまで産業で果たしてきた役割を確認し、持続するためにU.S. Steel からUSがとられ、それに1924年以來のニューヨーク証券取引所でのU.S.スチール社のシンボルであるXを入れる形で新名称が決定された。その際にロデリックはバランスと安定を柱とする多角化を重視し、企業を構成してきたコアビジネスを保持すると明言した<sup>44</sup>。このようにU.S.スチール社はわずか4年間に事業主体を大きく変化させ、一変させたのである。しかし事業主体の2/3は石油・ガス部門という事実にも関わらず、アメリカで最大の鉄鋼メーカーであるとの企業意識は強かった。

こうして1986年7月8日USX社は以下の4事業部門に再編された。

1. U.S.スチール社、本社ピッツバーグ、社長はT. グラハム(Thomas C. Graham)
2. マラソン・オイル社、本部フィンドレー、社長は1985年H. フープマンが辞任した後、W. ズエール(William E. Swales)が就任。
3. テキサス・オイル・ガス社、本社はダラス、社長はF. ホグランド(Forrest E. Hoglund)
4. 多角化事業部(the U.S. Diversified Group)、本社はピッツバーグ、社長はT. マーシャル(Thomas Marshall)、化学、鉄鋼サービス・センター、エンジニアリング、建設サービス、不動産サービス、エネルギー設備サービスなど統合。

ところで以上の USX における集中的多角化の動機は、事業運営上の範囲の経済の実現より、財務上の利益、USS 社の財務力の強化にあったことは明確であろう<sup>45</sup>。確かにマラソン・オイル買収後の1982年報告書において、ロデリックはその利益をまず第1に「エネルギー依存型鉄鋼業に対するエネルギー源確保、第2に化学事業における原料の確保」と事業におけるシナジー効果を指摘した<sup>46</sup>。しかし最も重要な点は営業基盤の拡大、単一業種依存の脆弱性克服、成長と収益性への機会拡大であり<sup>47</sup>、より直接的には巨額の赤字を計上していた U.S.スチール社にたいするマラソン・オイルのキャッシュ・フローの提供であり、同社への財務力の強化でにあった。財務最高責任者である B.トーマス(Bruce Thomas)によれば、買収の最大の効果の一つはマラソンの資産と収益が信用の傘を作ったことであつた。それは鉄鋼資産にも拡大され、鉄鋼設備更新に資金の借入を可能にし、鉄鋼部門を活発化した<sup>48</sup>。実際、80年代前半から半ばにかけて、U.S.スチール社の財政的苦境に対してマラソン社の売上げと収益は財政的な援助を与えた<sup>49</sup>。これらによって同社は他の鉄鋼企業とは異なって、外国企業による買収や破産申告せずに生き残れ、しかも規模を拡大し、U.S.スチール社の経営者、また経営の独立を維持したマラソン社の経営者を満足させた<sup>50</sup>。しかしながら、UAW の労働組合は反対であつたし<sup>51</sup>、財務上の長期負債の悪化など、証券アナリストからの批判も存在した<sup>52</sup>。だが、その後の USX の組織に大きな影響を与えたのは株主の意向であり、特に旧マラソン社の株主の意向であつた。しかもその不満を背景に「買収企業家」カール・アイカーン(Carl Icahn)<sup>53</sup>が介入してきた。こうして多角化企業 USX はガバナンス問題に直面し、そのあり方が問われることになった。

## 5. 多角化企業 USX 社における鉄鋼、石油事業の分離問題

一般に、多角化企業としての存続は、それぞれの事業が単独で営業される場合よりも、それぞれが連結して範囲の経済を実現し、企業全体にとって高い利益を実現する場合に保障される。それが実現されない場合にはそれぞれの単独企業として営業したほうがよいし、特に外部資本市場を通じての投資の多角化手段を保有する株主にとってはそうである<sup>54</sup>。USX 社は経営の安定しているエネルギー事業部と業績悪化が継続していた鉄鋼事



業部の二部門を含んでおり、多角化企業のあり方が問題とされた。しかも1985年はじめに1株当たり資産価格が45ドルに対して市場価格が28ドルと低く<sup>55</sup>、そのため企業買収圧力は高まり、外部資本市場を通じてその経営方法が厳しく問われた。しかもこれらが、当時、アメリカ証券市場の寵児であった「企業買収家」による株主提案という形で進められたのが特徴であった。USX社の経営や企業統治は外部資本市場による影響を大きく受けていった。

鉄鋼、石油、天然ガスの三分野の多角化が完了し、名称の変更も決定された86年は、C.アイカーンによるUSX買収問題が発生し、鉄鋼分離問題が論議されはじめた年でもあった。キャッシュ・フローが大きく、株価が85年末から86年前半に15ドルまで急落したことによって、USX社は1986年に企業買収家の買収の格好のターゲットになった。86年後半には多くの投機家がUSXの株式を買いあさり、USXの株式は急騰、9月22日までに66%上昇し25ドルに達した<sup>56</sup>。そのなかにTWAの買収で有名であったカール・アイカーンがいた<sup>57</sup>。USXの株式の11.4%まで集めたアイカーンは86年10月、史上三番目の買収規模ともなりうる、残りの株式を1株31ドル、総額70.7億ドルで購入することを提案した。その買収方法はLBO (Leveraged Buy-Out)方式によるもので、かれの仲間が準備した現金10億ドルとドレクセル・バーナム(Drexel Burnham Lambert Inc)が引き受けるジャンクボンドで調達する予定であった。アイカーンはその目的を彼らの企業、とくにマラソン社の真の価値を反映した株価を提供することにあると説明し、特にマラソン・オイルの株式はUSXのもとでは人為的に低すぎると主張した。かれは現経営者が組織を大きく拡大させ、非効率にしていると非難し、彼がTWAで経営したように、会社をスリムにし、株主に十分な収益を与えるようにしなければならないと述べ、鉄鋼部門の売却を要求した<sup>58</sup>。

これに対してUSX経営者はアイカーンがゲームで株価を引き上げて、その株を売りさばき、市場から撤退するだけだと主張し<sup>59</sup>、ロデリックは企業を守る決意を表明した。このためロデリックは株価の引き上げのために合理化を推進したが<sup>60</sup>、しかしこの間、同時にポイズン・ピル<sup>61</sup>を実施し、87年1月半ばアイカーンを一時撤退させた。それは86年12月末に長期負債の返却のためにUSX社は34億ドルを銀行から借入れたが、その条件は外部者によって買収されたならば、貸手は直ちにそのローンの返却を要求で

きるとの内容であった。これによってアイカーンの買収費用は71億ドルから105億ドルに上昇した<sup>62</sup>。かくてアイカーンは一時撤退し、一応の決着を得た。

しかしアイカーン問題は終わった訳ではなかった。かれは USX 社の株式を買い続け、その影響を維持した。しかし87年以降、USX の株価が上昇し、89年第4四半期には最高39.5ドルまで達したことも影響し、アイカーンとロデリックの関係は友好的ものに転換した。だが、89年末の株価下落を契機に再度、両者の関係は緊張してきた。アイカーンは USX の株式保有数を11.4%から13.1%に引き上げたのちに、再度、介入してきた。かれは、86年と同様に、鉄鋼事業ゆえに USX 社の株価は資本市場では低く評価されている、鉄鋼事業を USX から分離し、エネルギー事業と鉄鋼事業を独立事業として経営すべきであると主張した。実際、91年1月の USX 社の株価は一株当たり収益の約9倍の29ドルで売買されていたのに対して、他の同規模のエネルギー会社の株価は収益の2桁で売買されており<sup>63</sup>、アイカーンの推定によれば、90年5月末には34ドルに対して、もし分離すれば、48ドルまで上昇するとのべ、他のアナリストも50ドル以上の評価を与えた<sup>64</sup>。そしてこのアイカーンの主張は主要株主の支持を得、アイカーンはプロキシ(委任状争奪)戦争を開始した。

この間の1989年に USX 会長をロデリックから譲り受けた C. コーリー (Charles A. Corry) は、鉄鋼部門と石油部門の分離には反対であり、アイカーンの目的は USX 社からキャッシュを抜き取ることであり、アイカーンはわれわれ株主と従業員の敵であるとの主張を繰り返した。そしてコーリーは USX の価値を高める最善の方法は鉄鋼分離ではなく、合理化による鉄鋼業績の改善と訴え、鉄鋼改善につとめた。実際に1988、1989年には鉄鋼収益は改善された<sup>65</sup>。

こうしたなかで1990年5月、オハイオ州フィンドレーで第89回株主総会が開かれ、アイカーンの提案が審議された。鉄鋼部門を独立の公開鉄鋼企業に分離すべきであり、鉄鋼事業は新たな資金提供者を求めるべきである、なぜオイル会社は鉄鋼企業に資金を提供しなければならないか、なぜ USX は石油事業の将来を鉄鋼に資金提供することによって悪化させなければならないか、と株主に疑問を投げかけた。いくつかの機関投資家が鉄鋼分離論に賛成したことからコーリーの予想に反してアイカーン支持が多く、ようやく僅差で経営側はアイカーンを打ち破った<sup>66</sup>。

こうしたなかで政策委員の B. ヘルナンデス (Bob Hernandez) は企業を分離せず、しかし個別事業の業績を株価に反映させるトラッキング株式 (Tracking Stock) を考案した。GM 社が EDS Corp. と Hughes Electronic Corp. の子会社のために GM-E 株と GM-H 株をそれぞれ分離して発行し、上場していたことをモデルに<sup>67</sup>USX の鉄鋼事業部門のために新証券を発行し、USX の株式を二つに分割することを提案した。取締役会の承認、翌年1月はじめアイカーンの支持を経て<sup>68</sup>、1991年5月の株主総会で96%の賛同を得たその内容は以下からなっていた。

① USX は、石油・ガスのエネルギー部門と鉄鋼・多角化事業の鉄鋼部門の2大部門に株式を分割し、おのおの業績を反映するマラソン株 USX-Marathon Group (MRO) とスチール株 U.S.Steel (X) を発行する。現在の USX 株は USX 社のエネルギー部門 (Energy Stock) の業績を反映させ、現在の普通株は1対1で USX-Marathon Group 普通株に交換され、そして各自が保有する普通株1株に対して0.2株の割合で USX-U.S.Steel Group の株式が配布される。

② 株主にはその一方か両方を保有するか、売却するかオプションが与えられ、投資家はエネルギーでも鉄鋼へでも投資可能になる<sup>69</sup>。

これは当時としては異例の、一企業、二株式制度であった。トラッキング株式とは会社のある事業の価値を他の事業を区別させて反映させるために上場株式会社で発行される株式であり、これによって会社のそれぞれの事業の成果が投資家によって評価される利点が存在する。したがって、投資家にとってこの方法は企業内の、特に成長部門事業を購入する一方法を提供するが、しかし親会社と子会社との関係は完全に分離されるわけではない。資産と社債に関しては親会社がすべて引き受ける<sup>70</sup>。USX 経営者は、これによって企業の株式の合計価値は増加するだろうと考えた<sup>71</sup>。同時に二部門は法的には独立の会社にならないものの、独立採算制となり鉄鋼の設備投資や配当は事業からのキャッシュフローだけで賄わなければならない、その点から効率化が促進されると考えられた。このようにコーリー、特に鉄鋼経営者はこれによってアイカーンの主張を部分的に取り入れつつ、結果的には経営者の望む方向で解決をはかった。とりあえず鉄鋼部門の完全分離を回避し、株式の分離というかたちで株主の要求に応える道を選択したのである。マラソン社を維持することによって資金や信用の維持、さらには USX 本社=エネルギー事業からの長期債務の借り入れが保障さ

れ、鉄鋼部門が維持、保護されることになった<sup>72</sup>。ただし、株式分割は鉄鋼部門の業績をより株価に反映される効果を持つ限り、その合理化、競争力強化も促進され、鉄鋼部門の改善の可能性も高まった。91年には第4次の老朽設備の閉鎖がフェアレス、テキサス、シカゴ製鉄所を中心になされた。こうして1991年には鉄鋼分離問題が一応決着し、USX社は新たな段階に入った。鉄鋼部門維持ははたせたものの、USXの効率化に関し外部資本市場からの影響が作用し始めたことは新たな発展として注目されよう。

この結果、90年代に多角化事業も整理された。事業編成は従来の4事業部から最終的には2事業部(エネルギーと鉄鋼)に集約化され、組織の合理化も進められた。テキサス・オイル・グループに関しては1990年に同社所有の3社の地域開発・生産会社が売却されるとともに、残りの開發生産会社がマラソン・グループに吸収された<sup>73</sup>。そして1992年秋、再度、収益の期待からデリ・グループのみ再度独立させられたが、1997年には収益が悪化したため売却され<sup>74</sup>、さらに1999年 Carnegie Natural Gas Co も売却された。こうしてエネルギー事業は再度マラソン事業に一本化された。

他方、縮小しつつあった多角化部門も整理され、1991年多角化グループはU.S.スチールグループに吸収され、90年代にはその整理は一層加速された。1986年の多角化事業を構成した企業の多くが売却、他企業との共同所有とされ、2000年にはじめに存続しているのはわずかとなった<sup>75</sup>。このように外部資本市場の圧力は事業体制の合理化、効率化を促進させた。

### むすびに

ところで1991年に表面化した鉄鋼分離問題もトラッキング株式の採用によって一応決着した。また91、92年の不況以後、鉄鋼業は久々に活況を呈し、特に90年代後半高い利潤を上げ、マラソン株価に対するU.S.スチール株価の逆転現象さえ生じ、鉄鋼分離は問題にならなかった。しかし90年代末以降の鉄鋼事業の利益の悪化にともなってこの問題は再度、表面化した。鉄鋼部門は98年以降の輸入の急増による価格低下から極度に収益が悪化し、U.S.スチール社も99年の黒字から00年には赤字に転落し、将来の見通しも暗くなった。

トラッキング株式は親会社の信用度を利用することによって資金調達コ

ストを安くすることなど利点を有していたが、しかし、それを発行している事業と親会社との資産、特に負債の責任範囲が不明瞭であり、特に利益の高い事業の株主に不満が蓄積した。マラソン社の株価は、U.S.スチール社の業績の悪さから同規模の石油企業より15-20%価格が低かった。2001年はじめにはEP レジオは同業者が9-10倍であるのに対して、8倍と低かった<sup>76</sup>。こうした中で2000年に再度、USX社の資本構成が検討され、最終的には2001年4月24日、USXはマラソン・グループとU.S.スチール・グループはそれぞれ別々に証券取引が行われる独立の会社に分離されると発表した。①現在のUSX-U.S.Steel Groupの普通株はUnited States Steel Corp.の普通株に転換される。現在のUSX-Marathon Groupの普通株もMarathon Oil Co.普通株に転換される。②USXの名称はMarathon Oil Corp.に変更。③それぞれの企業はそれぞれの資産と負債を引き受けたが、唯一の例外はUSXの24億ドルの社債のうち、U.S.スチール用9億ドルの社債をマラソン社が引き受ける。④U.S.スチール社の会長とCEOであったT.アッシャー(Thomas J. Usher)が、マラソン・オイル社の会長そしてマラソン・アッシュランド・石油社(Marathon Ashland Petroleum)会長を兼任する。

内容は以上であったが、両社は完全に分離されたわけではなく、アッシャーが両社のトップ経営者として兼務する形で関係が維持された。こうしてUSX社は最終的に多角化企業として解体され、エネルギー企業と鉄鋼企業に分割された。この決定に関して証券、経営アナリストの間ではUSX社の9億ドルのU.S.スチールの社債をマラソンが引き受け、前者を援助するが、財務的基盤から分離決定はマラソン社に有利で、U.S.スチール社に不利に働くであろうと評価され、またマラソン社が単独企業になったことに対して買収の標的にされる危険が発生するかもしれないが、それを防止するためにアッシャーが会長に就任したと予測された。他方、この分離に関しては経営者、労働組合も証券アナリストも歓迎した。特に鉄鋼アナリストのブラッドフォードはU.S.スチール社が企業合併を行うに際して複雑な承認が必要でなくなり、迅速に対応できるとの積極的評価を行った<sup>77</sup>。実際に、U.S.スチール社は2000年11月スロバキアのVSZa.s.を買収し、U.S.Steel Kosice s.r.oに改組したのをはじめ、01年にはLTV社のTin Millを買収、さらに03年には破産申請中のナショナルスチール社を買収と積極的合併運動を開始し、ニューコア社とともにアメリカ鉄鋼業

再編の中心勢力になっていった。

以上のように、U.S.スチール社における事業部門をめぐるリストラ・再建の過程は最初、内部経営者のイニシャティブで始まったものの、80年代半ばから外部資本市場の圧力が強くなり、その合理化、再建を促進させた。その過程で従来型の多角化企業も解体され、単独企業としてしか存続が認められなかった。

### 注

- 1 本稿での鉄鋼数量単位はネットトンとする。
- 2 1980年代半ばの AISI 加盟企業は全鉄鋼企業の約70%前後しか占めていない (American Iron and Steel Institute, *Annual Statistical Report* を参照のこと)。
- 3 U. S. Department of Commerce, *U. S. Industrial Outlook*. various years.
- 4 Donald F. Barnett and Robert W. Crandall, "Steel Decline and Renewal," in Larry L. Duetsch ed., *Industry Studies*, New York : M.E. Shapes, 1998, p. 124.
- 5 *Industrial Week*, January 21, 1991, p. 26.
- 6 William T. Hogan, S. J., *Steel in the 21st Century: Competition Forges a New World Order*, New York : Lexington Books, 1994, pp. 86-87.
- 7 ミニミルの発展の概略については Christopher G. L. Hall, *Steel Phoenix: the Fall and Rise of the U.S. Steel Industry*, New York : St. Martin's Press, 1996, chap. 5.
- 8 Barry Bluestone and Bennet Harrison, *The Deindustrialization of America*, New York : Basic Books, 1982.
- 9 90年代のアメリカ産業の再生に関して多くの研究が発表されている訳ではないが、とりあえず Richard K. Lester, *The Productive Edge*, New York : W.W. Norton & Company, 1998, 田辺孝二他訳『競争力』生産性出版, 2000年; Micheal Best, *The New Competitive Advantage*, New York : Oxford University Press, 2001; 鉄鋼業に関しては Roger S. Ahlbrandt, Richard J. Fruehan, and Frank Giarratani, *The Renaissance of American Steel*, New York : Oxford University Press, 1996.
- 10 拙稿「ニューコア社の成長と戦略」(『愛知県立大学外国語学部紀要・地域研究国際学編』、第34号、2002年3月); 同「ニューコア社の人的資源マネジメント」(『愛知県立大学外国語学部紀要・地域研究国際学編』、第35号、2003年3月); 同「ニューコア社の組織と管理」(塩見治人編『市場とネットワーク』ミネルヴァ書房、近刊)
- 11 戦後の U.S.スチール社に関しては新日鉄との関係経営史の立場から論じた。

- 拙稿「コスト競争と後発効果」(塩見治人・堀一郎編『日米関係経営史』名古屋大学出版会、1998年)。
- 12 1980年代初頭の銑鋼一貫企業上位6社に関して言えば、U.S.スチール社とArmco社以外の、Bethlehem社、LTV社、National社、Inland社は破産か外国企業の支配下に入っている。
  - 13 筆者は本稿と同時に、U.S.スチール社の第2、第3の問題群、すなわち、市場の集中と企業組織の転換に関し分析を進めている。
  - 14 20世紀型内部統合企業概念に関してはAlfred D.Chandler, *Scale and Scope, The Dynamics of Industrial Capitalism*, Cambridge, Mass.: The Belknap Press of Harvard University Press, 1990, 安部悦生他訳、『スケール・アンド・スコープ』有斐閣、1993年を参照。
  - 15 それ以前にはU.S.スチール社では部分的な合理化はおこなわれたが、大規模なリストラに関してはまったく実施されてこなかった(Kenneth Warren, *The Big Steel*, Pittsburgh: University of Pittsburgh, 2001, p.309)。
  - 16 Brian Apelt, *The Corporation*, Pittsburgh: Cathedral Publishing, 2000, pp.370-372.
  - 17 Ralph Nader and William Taylor, *The Big Boys*, New York: Pantheon Books, 1986, 鈴木主税訳『ビッグ・ボーイズ』文芸春秋、1988年、112ページ。
  - 18 Kenneth Warren, *op.cit.*, pp.309-310.
  - 19 Brian Apelt, *op.cit.*, pp.381-383.
  - 20 William C. Symonds and Gregory L. Miles, "The Toughest Job in Business," *Business Week*, February 25, 1985, pp.52-53.
  - 21 *Forbes*, July 13, 1987.
  - 22 Bruce Wasserstein, *Big Deal: The Battle for Control of America's Leading Corporations*, New York: Warner Books, Inc., 1998, 山岡洋一訳『ビッグディール(上)』、日経BP、211-230頁。
  - 23 Brian Apelt, *op.cit.*, pp.383-384, 393-399.
  - 24 Bruce Wasserstein, *op.cit.*, 前掲訳228頁。
  - 25 Brian Apelt, *op.cit.*, pp.385-386.
  - 26 白馬の騎士(White Knight)とは競売や不本意な敵対的買収を仕掛けられたときに、友好的買収を頼む友好的関係にある他の企業。
  - 27 *Ibid.*, p.386.
  - 28 Kenneth Warren, *op.cit.*, p.312.
  - 29 このような内容の買収方法をオハイオ州フィンドリー条項と呼ぶことになった。
  - 30 Brian Apelt, *op.cit.*, p.388.
  - 31 *Ibid.*, pp.389-390.

- 32 買収金額に関しては *Moody's Industrial Manual*, 1991は59億3500万ドルと推定し、Brian Apeltは64億ドルと推定している (*Ibid.*, p. 390)。
- 33 *Ibid.*, pp. 391-392.
- 34 U.S.Steel, *Annual Report for 1985*, p. 26 ; Ralph Nader and William Taylor, *op.cit.*, 前掲訳48頁。ムーディーズ格付け (*Moody's Industrial Manual 1985*, Texas Oil & Gas Corp.)はAa2ないしAa3でありS&PではAAレベルで優良企業として評価されていた。
- 35 Brian Apelt, *op.cit.*, pp. 429-430.
- 36 *Ibid.*, pp. 430-431.
- 37 1984年にはマラソン・オイルはHusky Oil Limited of Canadaを買収した (*Ibid.*, p. 427 ; *Moody's Industrial Manual*, 1991, p. 6418)。
- 38 Brian Apelt, *op.cit.*, p. 401.
- 39 1980年代にはアメリカでは特に資金調達の新手段として約100億ドルの資産が売却されたが、そのうち約75億ドルがU.S.スチール社によって占められた (William T. Hogan, *Capital Investment in Steel: A World Plan for the 1990s*, New York: Lexington Books, 1992, p. 140)。
- 40 Kenneth Warren, *op.cit.*, pp. 311-312.
- 41 その多角化のタイプは基本的には鉄鋼業を主体として関連多角化と特徴づけられる (Jay B. Barney, *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, sec. ed. New Jersey, 2002、岡田正夫訳『企業戦略論(下)』、ダイヤモンド社、12章)。なおU.S.スチール社の多角化に関しては田口定男「U.S.スチールの化学事業の現状と展望」『鉄鋼界』昭和57年3月号、20-27頁；秋山一武「米国鉄鋼業の多角化」『鉄鋼界』昭和58年2月号、31-42頁参照。
- 42 Brian Apelt, *op.cit.*, p. 376.
- 43 Fortune 500はU.S.スチール社を1984年に石油精製業に分類した。
- 44 1924年以來のニューヨーク証券取引所でのU.S.スチール社のシンボルであるXを入れるよう要求したことで、USXの方向が決まった (Brian Apelt, *op.cit.*, pp. 432-433)。
- 45 バーニーは多角化戦略の動機を以下の4つに分類している。①事業運営上の範囲の経済の実現(活動の共有、コア・コンピタンス共有)、②財務上の範囲の経済の実現(内部資本配分、リスク分散、税効果)、③反競争的な目的のための範囲の経済の実現、④従業員とステークホルダーのための多角化インセンティブ(従業員の人的資源の多角化、従業員以外のステークホルダーへのリスクの多角化、マネージャーの報酬の最大化) (Jay B. Barney, *op.cit.*, 前掲訳69-104頁)。
- 46 Kenneth Warren, *op.cit.*, p. 312.
- 47 Brian Apelt, *op.cit.*, p. 402.



48 *Ibid.*, p.392.

49 1982年の大不況期にマラソンは12億ドルの営業利益を記録し、U.S.スチール全社の営業利益を3.61億ドルの赤字にまで抑えたし、1983年には石油・ガス部門は11億ドルの営業利益をもたらした。企業全体で営業利益4.6億ドルの赤字にした。83-85年間に鉄鋼部門は4.4億ドルの欠損を記録したが、マラソンは37億ドルの営業利益を稼いだ (U.S.Steel, *Annual Report for 1985*, p.33)

50 すでに指摘したように、バーニーは多角化推進の一因として経営者による企業規模の維持・拡大をあげている。それによって経営者の報酬が規定されるからである (Jay B.Barney, *op.cit.*, 前掲訳98-99頁)。

51 一般的にあって、多角化戦略はバーニーが指摘するように、ステークホルダーが安心して企業特殊的投資を行うために一種の保険であるであるとすれば (*Ibid.*, 同訳92頁)、こうした効果は、U.S.スチール社の場合、労働者に与えられたとはいえないだろう。労働者は買収に反対の立場を表明し、買収より鉄鋼部門への投資を望んでいた。マラソン・オイルの買収は労働者を激怒させ、鉄鋼部門、たとえば、拡張計画が中止されたオハイオ州コノー (Conneaut) 製鉄所の新設に投資されたならば、労働者の雇用は確保されたとのとの批判があった (Kenneth Warren, *op.cit.*, p.313)。

52 財務上の観点から証券アナリストの批判も存在した。メリルリンチの鉄鋼アナリスト、C.ブラッドフォード (Charles A. Bradford) はU.S.スチール社がマラソン買収に対して過大評価で購入し、またマラソンの収益はインフレされていると批判した。他方、長期負債によるマラソン・オイル社の買収に関しても批判が生じた。U.S.スチール社は1981年末の23億ドルから83年末には72億ドルに増加させ、長期負債/資本比率を80年はじめの20%から45%まで上昇させた。そして、これによってムーディーズは83年にU.S.スチール社債格付けをA3からBaa 2, 優良から適格に変更し、S&Pも同様に社債のランキングを低下させた。金利の上昇によって追加資金調達能力が困難になると指摘された (Richard Corrigan, "The Shrinking Giant," *National Journal*, June 16, 1984, pp.1170-1172)。

53 80年代には企業合併の自由化や新しい資金調達技術によって、企業を売買して利益をあげる「買収企業家」と言われる企業や個人が多数現れた。彼らは不活発な経営で経営不振の企業を買収、事業部門を解体したり合理化したりして売却し、巨額の利益を上げたが、T.ブーン・ピケンズ (T. Boone Pickens, Jr.) やロナルド・ペレルマンとともに有名であったのが、ニューヨークを基盤に活躍していた当時50歳のカール・アイカーンであった。

54 Jay B.Barney, *op.cit.*, 前掲訳、第12章。

55 William C. Symonds and Gregory L.Miles, *op.cit.*, p.50.

56 Brian Apelt, *op.cit.*, pp.438-439.

- 57 かれの活動に関しては Bruce Wasserstein, *op.cit.*, 前掲訳134-139頁を参照。
- 58 Brian Apelt, *op.cit.*, pp. 439-440.
- 59 *Ibid.*, p.440.
- 60 86年には多角化部門の化学会社USSChemicalsやUSSteel Agri-Chemicalsが売却された。
- 61 被買収企業のなかに好ましくない要素を加えさせ買収企業に買収を断念させようとする方法。
- 62 Brian Apelt, *op.cit.*, p. 441.
- 63 Michael Schroeder, "How Charles Correy Became A Dragon Slayer at USX," *Business Week*, February 18, 1991, p. 35.
- 64 Manuel Schiffres, "Investment Update," *Changing Times*, July 1990. p. 18.
- 65 Gregory L. Miles, "Why USX Isn't Afraid of the Bogeyman," *Business Week*, May 14, 1990, p. 112.
- 66 解体賛成7500万株、解体反対1億株。Brian Apelt, *op.cit.*, pp. 457-458.
- 67 GMがロス・ペローのEDSを買収の際、ロス・ペローはGMの株式はエレクトロニクスの業績を正確に反映しないとしてGM株での買収に反対した。
- 68 さらに株式計画の一部として、アイカーンは今後7年間、現在保有の13.3%を増加しないこと、USX経営者に反対しないことに同意した。このニュースが広がるやいなや、USX株価が2ドル下がった。投資家は今後アイカーンがUSX株を購入しないことに失望したといわれた(Michael Schroeder, *op.cit.*, p. 35.; Brian Apelt, *op.cit.*, p. 459.)
- 69 *Ibid.*, p. 460; *Moody's Industrial Manual*, 1991, p. 6418.
- 70 James R. Norman, "U.S. Steel (& Oil)," *Forbes*, September 16, 1991, p. 166-167; *Post Gazette News*, April 25, 2001.
- 71 最初、エネルギー株は年間配当1.40ドル分配に加え、鉄鋼株は年間1ドルの配当が計画されたため、配当のみでも鉄鋼株1株につき0.2ドル増加することによって総配当は旧来の1.40ドルから新プランでの1.60ドルに増大することとなった(Brian Apelt, *op.cit.*, p. 460)。そして実際には分割直後株価は上昇した。1月の分割発表以前の28・7/8ドルの株価から両株式とも37ドルの等しい価格で取引され、28%上昇した。皮肉にも鉄鋼の方が石油を上回った。そして両方とも上昇傾向にあり、初めてアナリストはUSXに対して先行き明るい展望を持つようになった(James R. Norman, *op.cit.*, p. 166-167)。しかし91年の不況は株価を低下させた。
- 72 Michael Schroeder, *op.cit.*, p. 35.
- 73 *Moody's Industrial Manual*, 1991, p. 6418; *USX, Annual Report for 1990*, p. 38.
- 74 Brian Apelt, *op.cit.*, p. 463.

75 第4表にみられるように、American Bridge Division (ABD)は87年従業員に売却、U.S. Agri-Chemicals は86年に売却、Cyclone Fence (公共事業と鉄製網製造)(1986年 U.S. Steel Products Division 製造部門売却)は1995年売却、Oilwell Division (石油関連製品、石油採掘活動)は1986年 National Oilwell に変換、他企業に50%売却、そして1996年50%の支配権も売却、Railroad Subsidiaries は88年 Transtar に転換され、USX は44%所有、Michigan Limestone Division は売却、Quebec Cartier Minign Company (QCM)は89年売却、USS Great Lakes Fleet, Inc. はTranstar となり、存続企業は USR Realty Development (USR), USX Engineers and Consultants (UEC), Warrio & Gulf Navigation Company (WGN), U.S. Steel Mining Co.,のみとなった。

76 “Why Oil and Steel Don’t Mix,” *Business Week Online*, April, 20, 2001.

77 “U.S. Steel, Marathon to split,” *New Steel*, June 2001 ; “USX to Split U.S. Steel, Marathon Group,” *Pittsburgh Business Times*, April, 2001 ; “USX Split Approved by Shareholders,” *Ibid.*, October 25, 2001 ; “It’s Official : USX Split Complete,” *Ibid.*, January 2, 2002 ; “USX Aims to Split Oil from Steel,” *Post-Gazette*, April 25, 2001.