

# R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980年代）

山 口 一 臣

1. 序
2. シガレット事業での失敗：素人経営者による「誤った製品戦略」
  - (1) 1960年代におけるR・J・レイノルズ社のシガレット事業概観
  - (2) 1970年代以降におけるシガレット戦略の失態
3. 多角化の失敗：タバコ・食品関連から非関連事業への驀進
  - (1) 1960年代までのR・J・レイノルズ社の多角化
  - (2) 1970年代以降におけるR・J・レイノルズ・インダストリーズ社の多角化
4. LBOによるM & Aの失敗：1980年代最大の買収劇RJR ナビスコ社の陥落
  - (1) RJR ナビスコ社の成立（1985年）とKKRの登場
  - (2) RJR ナビスコ社買収劇の経過（1988 - 1989年）とその成果
5. 結語

## 1. 序

R・J・レイノルズ社 (R. J. Reynolds Tobacco Company) は、1958年に米国シガレット産業におけるトップ・シェア企業に躍進して以来、その後約20年以上にわたってR・J・レイノルズ社時代を築くことになる。レイノルズ社がフィリップ・モリス社にトップ・シェアの地位を奪われるのは実際には1983年以降のことであるが、レイノルズ社の制覇時代は長く続かず、同社の衰退は既に1970年代初頭から始まっていた。

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表 1 は、R・J・レイノルズ社の 1960 - 1987 年における業績概要を、売上高、純利益、売上高利益率、総資産、総資本利益率の推移によって示し、図表 2 は、そのうちの売上高、純利益、総資本利益率の変動をグラフ化したもので、また図表 3 は、同社の 1960 - 1990 年代における歴代社長

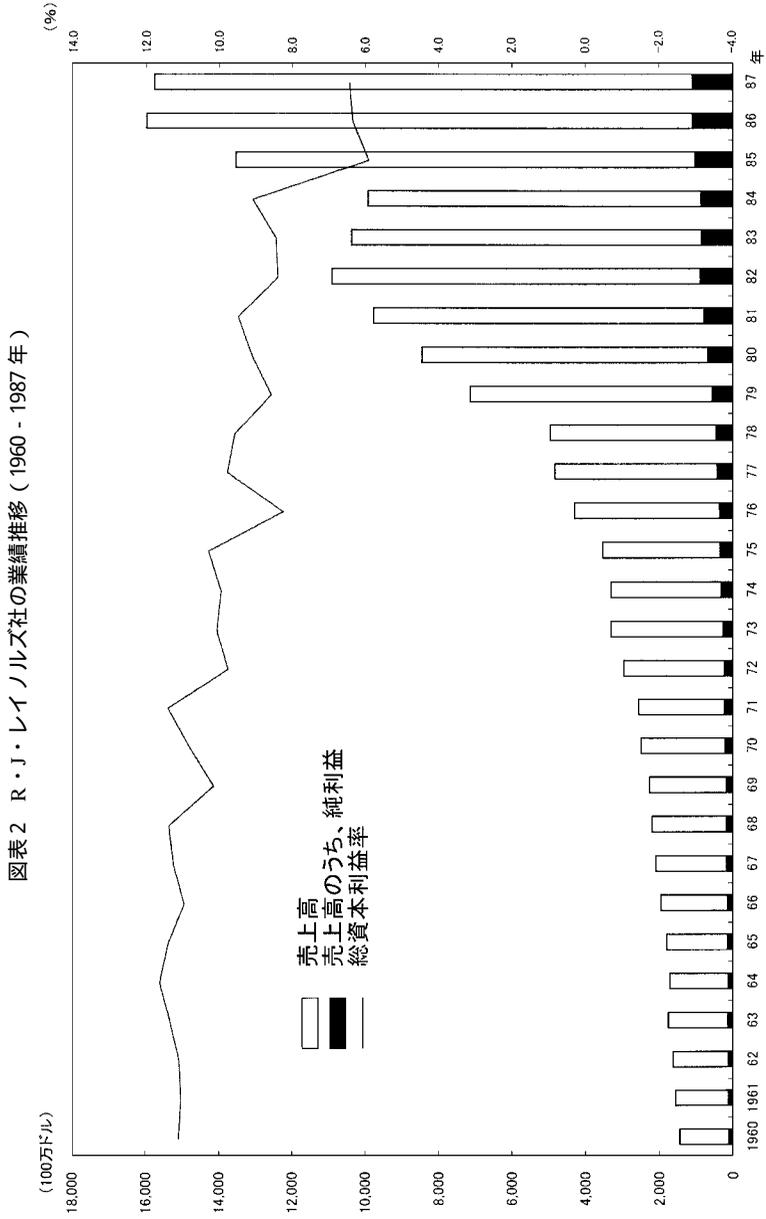
図表 1 R・J・レイノルズ社の業績推移（1960 - 1987 年）

単位：100 万ドル

年	売上高	純利益	売上高利益率 (%)	総資産	総資本利益率 (%)
1960	1,438	106	7.4	953	11.1
1961	1,555	118	7.6	1,067	11.1
1962	1,627	121	7.4	1,089	11.1
1963	1,748	129	7.4	1,136	11.4
1964	1,707	128	7.5	1,100	11.6
1965	1,794	143	8.0	1,254	11.4
1966	1,951	149	7.6	1,359	11.0
1967	2,091	166	7.9	1,475	11.3
1968	2,188	168	7.7	1,476	11.4
1969	2,252	172	7.6	1,693	10.2
1970	2,484	201	8.1	1,857	10.8
1971	2,546	225	8.8	1,972	11.4
1972	2,957	231	7.8	2,366	9.8
1973	3,294	263	8.0	2,612	10.1
1974	3,300	311	9.4	3,126	9.9
1975	3,529	339	9.6	3,294	10.3
1976	4,291	354	8.2	4,290	8.3
1977	4,816	424	8.8	4,334	9.8
1978	4,952	442	8.9	4,616	9.6
1979	7,133	551	7.7	6,422	8.6
1980	8,449	670	7.9	7,355	9.1
1981	9,766	768	7.9	8,096	9.5
1982	10,906	870	8.0	10,355	8.4
1983	10,371	835	8.1	9,874	8.5
1984	9,915	843	8.5	9,272	9.1
1985	13,533	1,001	7.4	16,930	5.9
1986	15,978	1,080	6.8	17,019	6.3
1987	15,766	1,081	6.9	16,801	6.4

（出所）R. J. Reynolds 社の Annual Report. および『外国会社年鑑』日本経済新聞社による。

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980年代）



(出所) R. J. Reynolds 社の Annual Report. および『外国会社年鑑』日本経済新聞社による。

R・J・レイノルズ社の変遷（1970 - 1980 年代）

図表3 R・J・レイノルズ社の歴代社長と会長（1960 - 1990 年代）

社名変更	社長	在任期間	会長	在任期間
R. J. Reynolds Industries, Inc. (1970年)	アレクサンダー・H・ギヤロウェイ・ジュニア (Alexander H. Galloway, Jr.)	1960年 1971年	ボーマン・グレイ・ジュニア (Bowman Gray, Jr.)	1959年 1969年
	デビッド・S・ピープルス (David S. Peoples)	1971年 1972年	コリン・ストークス (Colin Stokes)	1969年 1978年
	J・ポール・ステイクト (J. Paul Sticht)	1973年 1978年	J・P・ステイクト	1979年 1983年
	J・タイラー・ウィルソン (J. Tylee Wilson)	1979年 1983年	J・T・ウィルソン	1983年 1985年
	エドワード・A・ホリガン・ジュニア (Edward A. Horrigan, Jr.)	1983年 1985年	F・ロス・ジョンソン (F. Ross Johnson)	1985年 1989年
RJR Nabisco Holdings Corp. (1989年)			ルイス・V・ガースナー・ジュニア (Louis V. Gerstner, Jr.)	1989年 1993年
			チャールズ・M・ハーバー (Charles M. Harper)	1993年 1995年
			スティーブ・ゴールドストーン (Steven Goldstone)	1996年 1998年
		アンドリュー・J・シンドラー (Andrew J. Schindler)	1999年	1999年

（出所） Jay P. Pederson edit., *International Directory of Company Histories*, Volume 30, St. James Press, 2000. および R. J. Reynolds 社の *Annual Report* 等より作成。

## R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

および会長名とその在任期間を一覧にして示したものである。特に図表 2 によって、同社は売上高の伸びに比して純利益の増加が低く、したがって総資本利益率の低下が 1970 年代以降に顕著となり、1985 年以降、それが急落していることが明らかである。

これは、1970 年代を通じて、レイノルズ社が商売敵のフィリップ・モリス社から激しい競争を強いられ、相手の「マールボロ」は好調に売上を伸ばしていたのに対抗するため、タバコ事業以外の他社から有能な人材を大量に注入した新参グループがタバコ販売にまるで力を発揮できなかったこと、その失敗を船会社シーランド社の買収やアミノイル社という石油会社の買収で取り戻そうとしたが、これがレイノルズ社の中核事業であるタバコ事業に大変な悪影響を齎すことになったことによる。さらにレイノルズ社の経営陣は、タバコへの依存度を減らすために大規模な多角化が必要とし、ナビスコ社は文句ない相手と考えてその買収を実現するが、それが同社の衰退を決定付けることになった。以上の経緯は、図表 3 に見るように、同社の社名から先ずタバコが消えて 1970 年に R・J・レイノルズ・インダストリーズ社 (R. J. Reynolds Industries, Inc.) となり、1985 年に RJR ナビスコ社 (RJR Nabisco, Inc.)、1989 年に RJR ナビスコ・ホールディングズ社 (RJR Nabisco Holdings Corp.) と次々に社名を変更したことによっても明らかである。

本稿は、R・J・レイノルズ社の 1970 - 1980 年代における衰退過程を、シガレット事業での失敗（1969 年の「ドール」や 1970 年の「バンテジ」の発売による低タール・シガレットへの消極的参入、および 1980 年代の RJR シェア低下と 1988 年発売の無煙タバコ「プレミア」の失敗）、多角化の失敗（1969 年のシーランド社買収と 1970 年のアミノイル社買収の失敗、および 1979 年のデルモンテ社買収と 1981 年のロスマンズ社買収の失敗）、1980 年代の LBO (leverage buyout) ブームによる M & A の失敗（その当時、最大の買収劇といわれた RJR ナビスコ社陥落の経過とその成果）の以上 3 つの要因との関連で説明

する。これによって、企業の最高経営責任者は社内昇進型と有能な外部経営者のどちらに依存すべきか、経営多角化の方向は無関連的多角化か技術ないし市場関連的多角化に進むべきか、またアメリカのそれまで3次にわたる企業合併運動の「大が小を呑む」から「小が大を呑む」へと大きく変化することになった第4次 M & A ブームの実態を、RJR ナビスコ社を LBO で買収することに成功した LBO 専門業者 KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) との攻防によって明らかにすること、それが本稿の課題となる。

## 2. シガレット事業での失敗：素人経営者による「誤った製品戦略」

### (1) 1960 年代における R・J・レイノルズ社のシガレット事業概観

1970 年に、前身会社でアメリカ最大のタバコ会社である R・J・レイノルズ社 (R. J. Reynolds Tobacco Co.) を子会社に持つ持株会社 R・J・レイノルズ・インダストリーズ社 (R. J. Reynolds Industries, Inc.) が設立された。前身会社 R. J. Reynolds Tobacco Co. の創業は 1875 年、リチャード・J・レイノルズ (Richard Joshua Reynolds) がノースカロライナ州ウィンストンで噛みタバコの生産を開始し、1888 年に合資会社 R. J. Reynolds Co. となり、1890 年に R. J. Reynolds Tobacco Co. を設立、1895 年にパイプタバコの生産を開始し、1899 年に同名会社を継承して改組・設立された。

図表 4 は、1963 - 1972 年における R・J・レイノルズ社の売上高、営業利益、売上利益率、配当の推移を示したものであるが、同社が 1960 年代を通じて順調な発展を遂げていたことが明らかである。以下、同社の年次報告書により、1960 年代における R・J・レイノルズ社のタバコ事業の概要を見ておこう。

1965 年度の売上高は 18 億 5,387 万ドルで、1964 年度の 17 億 7,069 万ドルに対して 4.6% 増しであった。1965 年度の営業利益は 2 億 8,308 万

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表 4 R・J・レイノルズ社の業績推移（1963 - 1972 年）

年	売上高 (千ドル)	利 益 (千ドル)	利益率 (%)	配 当 (ドル)
1963	1,813,169	288,209	15.9	1.65
1964	1,770,694	265,463	15.0	1.80
1965	1,853,877	283,086	15.3	1.85
1966	2,013,529	310,248	15.4	2.00
1967	2,155,972	348,516	16.2	2.05
1968	2,258,760	384,718	17.0	2.20
1969	2,353,501	388,150	16.5	2.25
1970	2,640,640	446,514	16.9	2.40
1971	2,788,980	508,796	18.2	2.40
1972	2,957,630	501,084	16.9	2.495

（出所）ダイヤモンド外国会社要覧，1972年。

ドルで、1964年度の2億6,546万ドルに対して6.6%増しで、売上高も営業利益も共に新記録であった。配当は1964年度が1ドル80セント、1965年度が1ドル85セントで、連続66年配当してきた。設備投資は1964年度が1,108万ドル、1965年度が2,025万ドル、1966年度は約3,100万ドルであったが、その大部分がシガレット工場の近代化に使われた。例えば、進物包装品の消費者用と団体用のアルミ箔や紙製品の工場、アルミ板と箔の圧延工場の建設が開始され、それらは1967年に完成した。

シガレット「ウinston」は引き続き好調で、利益率が高かった。フィルターなしレギュラー型シガレット「キャメル」、メンソール入り「セイラム」の売上も共に良かった。1965年8月に「プリンス・アルバート・フィルター」、同年10月に「キャメル・フィルター」を試販したが好評で、後者の試販は各種包装図案に対する消費者の好みを調査することも含まれていた。業界全体で喫煙タバコ事業は1964年の高水準より減少したが、同社の減少率は小さかった。

パイプタバコ「プリンス・アルバート」は引き続きアメリカでよく売れたが、1965年はこれを箔張り包装で年間を通して全国販売した最初の年

## R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

で、この包装が同製品の販売に大きな力となった。「マデイラ・ミクスチュア・スモーキング・タバコ」は金色の保温包装の特殊香料入りタバコで、1965年7月にいくつかの選択都市で販売されたが、これは高価格の贅沢品が急速に伸びている傾向にそって発売されたものである。噛みタバコ「デイズ・ワーク」は業界全体の傾向並に販売が減少したが、占拠率は最高であった。

R・J・レイノルズ社は、各種の大量媒体を使って幅広い広告活動を展開した。1965年度の新しい広告標語として、「キャメルの本物の味はより長い満足を提供する」(“Camel’s real taste satisfies longer”), 「ウィンストンの味は常に良いものへと変わっている」(“Change to Winston and change for good . . . . for good taste every time”), 「セイラム」のテレビコマーシャル「セイラムの味は青春を呼び戻す」(“Turn to Salem for a taste that’s springtime fresh”)などが好評であった。

R・J・レイノルズ社はまた国際販売グループの組織を拡張し、1965年度の輸出は出荷量も市場占拠率も増えた。同社商標のタバコは自由世界の100カ国以上で販売されていたが、特にプエルトリコで売上は非常に伸び、同国での市場占拠率は第1位で、「ウィンストン」も同国でよく売れた。ドイツ子会社 Haus Neuerburg GmbH がライセンス契約で「ウィンストン」と「レイノ」を生産したが、後者はメンソール入りフィルター付きタバコで、売上はかなりの伸びを示した。

さらに1972年の年次報告書によると、アメリカ最大のタバコ会社 R. J. Reynolds Tobacco Co. (全米販売量の約3分の1で、売上上位6銘柄のうちの3銘柄を占める)は、「ウィンストン」(全米第1位), 「セイラム」(全米第5位), 「キャメル」「ドーラム」(両製品とも全米第6位)のほか、「バンテジ」(「ドール」と共にタールニコチンが少ない), 小型葉巻タバコ「ウィンチェスター」(同社の最新製品), パイプタバコ「プリンス・アルバート」(同種製品中の大手ブランド), 噛みタバコの「デイズ・ワーク」「アップルサン・キュ

## R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

アード」(両製品とも同種製品中の第1位・第2位を誇る)などの製品を持っていた。同社シガレットの売上は依然として安定した伸びを示しており、特に「ウィンストン」や「セイラム 100 ミリスーパーキングサイズ」「セイラム・メンソール・スーパーキングサイズ」が好調であった。「ウィンチエスター」小型葉巻タバコは1970年9月の試販以来、売上は非常に好調であったが、パイプタバコや噛みタバコは一般的に伸び悩んだ。

1971年にシガレットの電波による広告宣伝が禁止されて以来、R・J・レイノルズ社は広告技術の研究に力を入れており、活字広告のほか、各種スポーツ大会のスポンサーなどで同社の商標名をアピールした。これに関連して、肺・心臓疾患と喫煙との関係を究明するため、同業他社と共同で280万ドルの研究費で5年計画により研究中で、その他、タバコに関連した農業問題の研究にも南西部の7つの大学において、100万ドルの研究費で10年計画により研究中であった。

海外事業については、R. J. Reynolds Tobacco International 社がスイスのジェノバにあり、欧州・中東・アフリカ地域の総括部門で、本国からの輸入も含めた販売・ライセンス契約などの業務を行っていた。同地域で販売される製品の大部分(「キャメル」「レイノ(セイラム)」「ウィンストン」)は Reynolds Cigarette Corp. で製造され、その他にドイツの子会社 Haus Neuerburg GmbH のほか、香港に子会社 R. J. Reynolds Tobacco (Hong Kong), Ltd. やオランダ・オーストリア・フィリピン・ペルーにライセンス会社がある。以上、スイスを中心とする事業のほかに、プエルトリコに子会社 R. J. Reynolds Tobacco Co.、メキシコに Fabrica de Cigarros Balyan 社、ギリシャに Gleen Tobacco Co. があり、世界中100カ国余りで同社製品が販売されていることになった。

### (2) 1970年代以降におけるシガレット戦略の失態

「ドール」(1969年)と「パンテジ」(1970年)の発売：消極的な低

### タール・シガレットへの参入

健康団体からの圧力は確実に増していたにもかかわらず、米国タバコ業界は驚くほど元気で、1970年代の前半は高い収益を挙げていた。1971年に放送による広告が全面禁止されてから3年間、18歳以上のアメリカ人1当たりのシガレット売上はむしろ上昇した。テレビに注がれていたシガレットの広告資金は、いまや印刷メディアや戸外の宣伝媒体に大きく方向転換し、スーパーでの棚の優先的扱いを受けるための「場所代」、無料のシガレットライターのような定番の品物から新企画の辞書までの販売促進、そしてとりわけスポーツイベントへの後援、例えばR・J・レイノルズ社はロデオ、カーレース、ボーリング大会のスポンサーとなった。低タールに変える喫煙者の1/3が、ニコチンのいつもの吸入量を維持するために毎日喫うシガレットの数を増やすことになって、会社の利益率は大いに伸びた。

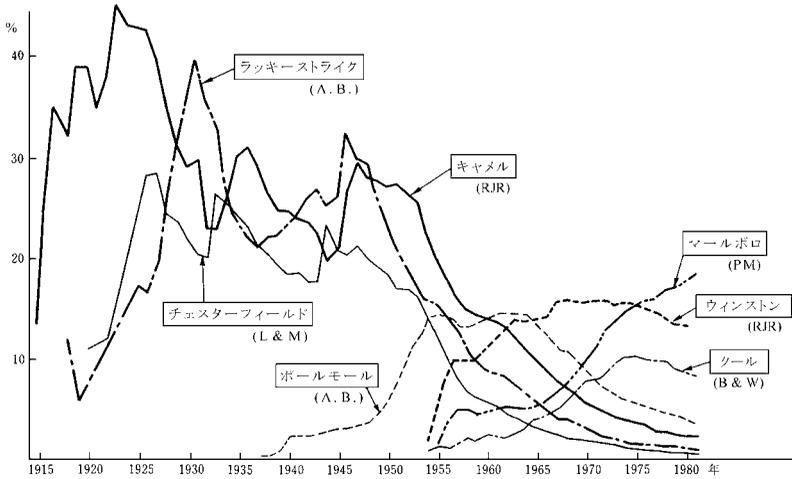
ミスター RJ と呼ばれたボーマン・グレイ・ジュニア (Bowman Gray, Jr.) が1969年に死去し、後継者と見なされていた2人の上級幹部も亡くなったため、グレイの従兄弟に当たるアレクサンダー・ギャロウェイ・ジュニア (Alexander Galloway, Jr.) に会社の舵取りが任された。ギャロウェイはR・J・レイノルズ社の財務分野を長年担当し、意志薄弱で、後に途方もない多角化に乗り出すことになるが、これが同社の中核であるタバコ事業にも大変な悪影響を齎すことになる。ギャロウェイの社長在任期間は1960 - 1971年（1969年まではボーマン会長の実質的支配）と比較的長かったが、会社を覇者として存続させたものの、それ以上のことはできなかった。フィリップ・モリス社が1971年に全米シガレット売上で他社の犠牲の下に第2位に躍進したが、市場シェアはまだ18%で、RJR社のシェアは遙かトップの32%であったため、自分達に被害が及んでいないことに満足していた。だがRJR社を取り巻く周りの海は、実際には三角波がますます大きくなっていったのである。

テレビコマーシャルの終焉は、ブランドの市場シェアを凍結するだろうと考えられていたが、トップセラの「ウィンストン」にはそううまくはいかなかった。「ウィンストンの味はシガレット最高の味」（“Winston tastes good like a cigarette should.”）という、覚えやすいコマーシャルを捨てざるをえなくなり、RJR社は、印刷広告でもうまくその穴埋めをできなかった。シガレットはイメージ商品であり、フィリップ・モリス社が数百万の「マールボロ」愛好者を獲得したのも、1950年代からずっと変わらぬカウボーイのイメージを守ってきたことによる。ところがRJR社は、「男」のイメージで大攻勢をかけ、木こりや船乗りを中心に据えたキャンペーンを打った。要するに、「アメリカの働く男」のキャンペーンで、本来のブルーカラー・ブランドを強調したのであるが、どれ1つとして成功しなかった。このブランドは個性もイメージも打ち出せず、ただ美味しい、味が強烈、退屈な赤いパック入りだというだけであり、これは好みが寛大で年配の、特にこの国の南部地域の喫煙者には受けたが、それ以上とはならなかった。

なお悪いことに、RJR社を20年間トップにした強固な伝統が、今度は時代に合う変革を妨げた。喫煙者は当初「ウィンストン」の「きつい」味に夢中になったが、1960年代後半から1970年代に入ると、「マールボロ」のような滑らかな味を好むようになっていた。またRJR社の製造部門が、長年活用してきた再生タバコや安価なブラジル葉とグアテマラ葉は、資金を節約できたが品質を犠牲にした。30年を経過した古い工場では、欠陥のある温度調節設備がしばしば干からびた葉を作ってしまう、きつい喫い心地の悪いタバコ製品に仕上がる原因となっていた。この時期にはブレンドिंगもあまり厳密に行なわれていなかったし、さらに品質管理が毎日三交替のうちのたった1回しかしないという節約のせいで、消費者に届くシガレットの箱は破損しているものが多く見られた。図表5は、アメリカ国内における代表的商品のシェア推移を示したものであるが、遂に1976

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表5 アメリカ国内における代表的シガレット商品のシェア推移（1915 - 1980 年）



（出所）衣笠 巧著『どうなる日本のたばこ産業』ビジネス社，1989年・p.211.

年、「マールボロ」が「ウinston」から全米第1位のタイトルを奪ったことを明らかにしている。

RJR社は、「ウinston」に関する戦略の失敗に加えて、低タール・ブランドへの転換にも消極的であった。1967年から1981年までの間に業界にとってタール含有量は平均40%下がったため、RJR社は低タール・ブランドを二つ、急いで出した。1つ目は1969年の「ドール」で、「低タール」と「フルフレーバー」の境目にある15ミリグラムのタール・シガレットである。このブランドの目立った宣伝は、新しい「ドール」の顧客に「わたしは意志が強い方ではない。だが、わたしが『ドールダイエット』と名づけたものによって、最初の週はタールを700mgも減らした。いま、それでもわたしは楽しんで喫っているし、『タールとニコチン』も減らせている。」と語らせたものである。このブランドは、数年の間はなんとか1%のシェアを獲得していたが、しかしそれ以上にはならなかった。

## R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

もっと巧妙でうまくいったのが、1970 年の「バンテ ジ」の発売であった。白いパッケージに大きなダーツの的のような円、中心はサンゴ色で、周りをネイビーブルーとスカイブルーの輪が囲む。それ程魅力的なデザインではないが、消費者に「棚に置いて目立つ」テストをすると高い得点を得た。「バンテ ジ」の主な謳い文句は 11mg のタール含有量で、それを可能にしたのは新技術でギッシリと目の詰まったフィルターであり、競争相手のブランドに比べて吸引面積が 6 倍もあった。そこで RJR 社は、この新製品を技術的な「大躍進」と宣伝し、新発売の時の宣伝文句は「味の良さを楽しむ方、そして『タール』を心配する方、どなたにも」(“to every cigarette smoker who enjoys good taste but who’s concerned about ‘tar.’”) であった。突然、「バンテ ジ」が RJR 社のブランドにとってこれまでは未知の領域であった都市の市場で、教育程度の高い、健康志向が明らかな喫煙者に売れ出した。1975 年にはこのブランドの売上は市場の 3% を獲得したが、フィリップ・モリス社が翌 1976 年に「メリット」を発売し、1979 年に「バンテ ジ」は「メリット」に売上を抜かれて、RJR 社は結局低タール分野を守れなかった。これは、RJR 社が「ウィンストン」や「セイラム」での孤高を振り捨てるとのに時間をかけすぎ、彼らは喫煙と喫煙者の人口統計的变化にも、PM 社の挑戦にも迅速に対応できなかったことによる。

RJR 社のシェア低下（1970 年代後半 - 1980 年代）と無煙タバコ「プレミア」の失敗（1988 年）

ポール・スティクト (J. Paul Sticht) は、RJR 社のごく少数だった社外取締役で、1968 年に就任した時にはほかに二人しかいなかった。そのうえ彼は、ピッツバーグ郊外の借家で育った北部出身者で、ドイツ移民の鉄鋼労働者の息子だった。高校時代は製鉄所で働き、近くのグローブシティ・カレッジという一般教養大学に通ったあと、製鉄所に復帰した。やがて、

野心に燃えるスティクトはトランスワールド航空の人事部に就職，さらにキャンベル・スूपに転職し，大手小売業フェデレーテッド百貨店の社長を1972年に55歳で早期退職を選択して，デビッド・ピープルズ（David S. Peoples. 社長在任期間1971 - 72年）の後任としてRJR社の社長に就任した。名ばかりの彼の上司コリン・ストークス（Colin Stokes）会長という地元育ちのタバコ・マンを牛耳ることによって，スティクトは激動の1970年代を通じてRJR社の舵を取り，その在任期間約10年で会社を一族支配のビジネスから変身させ，一種の現代的なコングロマリット企業に近づけた。

1970年代を通じて，RJR社はライバル企業のフィリップ・モリス社からますます圧迫され，相手の「マールボロ」は好調に売上を伸ばしていた。挑戦を退けるには，もっと洗練されたマーケティング担当者が必要とスティクトは思うようになった。規模が桁外れに大きいRJR社は，考え方が田舎風で，世界的な取引には不安を抱いていたため，彼はこの会社に史上初めて，ウィンストン・セイラム以外の外部の血をたっぷり注入した。ジム・ピーターソン（Jim Peterson. 元ビルズベリー社社長）を筆頭に，よそ者が社内のタバコ事業を取り仕切った。モーガン・ハンター（Morgan Hunter. アメリカン・シアナミド上席副社長）がレイノルズ・タバコ社の社長，ボブ・アンダーソン（Bob Anderson. リーパー・ブラザーズ役員）がタバコ販売の責任者となり，J・タイリー・ウィルソン（J. Tylee Wilson. チーズブローボンド社社長）が当初は食品事業，後に長年の懸案であった海外市場進出を統括した。1人残らず北部出身の新参者たちは，RJR社に加わるまではタバコ事業については何も知らなかったため，当人達の自信とはうらはらにタバコ販売にまるで力を発揮できなかった。

ストークスが退任し，スティクトが1979年にRJR社の会長に正式に就任したため，スティクトは同年にウィルソンを同社社長に指名した。J・タイリー・ウィルソンは，ニュー ジャージ州北部の郊外出身者でペンシ

ルバニア州のラファエット大学を卒業し、タバコをはじめ国際的な取引締結のため、スティクトから 1974 年に RJR 社に招かれた時は、コネチカット州の化粧品・製薬会社チーズブローボンド社の社長であった。ウィルソンとともに昇進が早かったのはエドワード・J・ホリガン (Edward J. Horigan) で、彼は 2 年間国際部門で働いた後、1980 年に国内タバコ取引の責任者となり、1983 年から RJR 社の社長に就任した。ホリガンはブルックリン出身者で、フットボールの奨学金でコネチカット大学を卒業し、朝鮮戦争では勇気ある行為に与えられるメダル「銀星賞」を贈られたほどの人物で、アルコール部門で幹部役員であったシカゴのノースウェスト・インダストリーズ社からウィンストン・セイラムに移った。この時代における RJR 社の主導者三人（スティクト：社長 1973 - 78 年、会長 1979 - 83 年、ウィルソン：社長 1979 - 83 年、会長 1983 - 85 年、ホリガン：社長 1983 - 85 年）に共通していたのは、タバコに関する知識不足とそれに対する政策で相次ぐ失態を繰り返したことであった。

「ウィンストン」が 1976 年に全米ベストセラーの座を「マールボロ」に奪われて以来、RJR 社はシガレットの売上総額でようやく首位を保っているだけであった。フィリップ・モリス社はその後も躍進を続け、1982 年末までに市場シェアでほんの僅かな差にまで RJR 社に迫り、翌 1983 年に RJR 社社長に就任したホリガンのジレンマは高まっていた。こうした時、RJR 社が行なった第 1 の失態は「在庫の積み増し」(“trade-loading”) であり、これが後々までビジネスにツケをまわす結果となった。この戦略は RJR 社の専売ではなく、価格が上昇しそうな時に貯蔵寿命が長い製品に対して食品・飲料産業で広く行なわれていた慣行である。RJR 社は、連邦シガレット税の引上げに基づいてタバコ産業が導入し始めた度重なる値上げの直前に、毎回大量のシガレットをお得意様（卸売業者やスーパー・チェーン）に旧価格で提供した。得意先がこれをありがたがるのは、コストの安いシガレットを新規の値上げで売れるからで、RJR 社がこれをあ

りがたがるのは、過大在庫の処分ができ、工場のフル稼働ができ、とりわけ四半期末に莫大な利益を人為的に作り出すことができるからである。

しかし問題は、「在庫積み増し」がニコチンのように癖になることである。利益を更に更新するために会社は一層の積み増しをしなければならなくなり、これが無限に繰り返され、卸・小売業者に巨大な在庫品が発生することになった。在庫品が売れ残れば、次の2つのうち1つが起こるが、どちらも好ましくない。まず売れ残ったシガレットが RJR 社に送り返されてくるが、会社側はこれを新しいシガレットに加工する費用を背負い込み、おそらくそれでまた積み増しを強行することになる。もう1つは、タバコが何ヵ月も棚ざらしにされて古くなり、愛煙家は古い「ウィンストン」を喫わされ、こうして「マールボロ」への転向が一層進む。RJR 社は、「在庫積み増し」によりその後も2・3年間は市場シェアで表面上はリードを保っていたが、1980年代末までに仕入過多の品は山のような180億本に上り、その頃にはこの戦略によるコスト負担はもはや限界に達していたのである。

RJR 社の第2の失態は、タバコ新参者の会社役員たちが行った単一価格から離脱するという決定であった。1981年までに全米市場シェアが3%にまで落ちたリゲット&マイヤーズ社の「リトル・リゲット」が、シンプルな白黒の紙で安価に箱詰めされ、思い切って「ノーブランド品」にされた。そのシガレットの箱には「スコッチ・パイ」や「コスト・カッター」の文字が印刷され、最高価格の30%まで割引販売するスーパーマーケットのチェーン店に並べられた。アメリカ経済が景気後退に入った後もシガレット会社が値上げを続けていたため、この割引シガレットはますます消費者を引き付けるようになっていた。

RJR 社の経営陣は、業界トップの利益を上げている最中での価格競争を恐れ、リゲット&マイヤーズ社に追随して割引シガレット分野に参入したくはなかったが、僅差でフィリップ・モリス社をリードする市場シェア

を維持しようと躍起になっていたために妥協した。まず 1983 年、1 箱 25 本入りを 20 本入りの値段で「センチュリー」を発売した。これは 1 本当たり 20% の値下げに相当し、市場で展望の持てる 1% のシェアを獲得した。そこでホリガン社長はウィルソン会長に対し、10 年前に発売されたが販売維持に失敗した、タールの少ない「ドーラル」をもう一度再生して割引ブランドとして売り出したいと申し出た。「ドーラル」は「センチュリー」よりもさらに急激に売上を伸ばし、RJR 社は短期間に割引シガレット分野の 40% を占めるようになった。しかし、このホリガンの戦略をもってしても、また量のために利益率を犠牲にしても、フィリップ・モリス社の追撃を長くかわすことはできなかった。RJR 社の全体の売上数量は 1983 年には 10% 低下し、その後 5 年間、RJR 社のシガレット売上は現状を維持したが、フィリップ・モリス社はじりじりと伸びつづけていたのである。

RJR 社の第 3 の失態は、J・T・ウィルソン自身が部下のホリガンに命じて、1981 年から会社が密かに画期的なハイテク製品「無煙」シガレットの開発に着手していたことである。「プロジェクト・スパ」（“Project Spa”）という暗号名をつけたこの製品は、確かに革命的であった。後に「プレミア」と命名された無煙タバコは、ウィルソンの秘密兵器だった。これがあれば禁煙運動の流れを変え、「マールポロ」を打ちのめし、タバコ産業の衰退を逆転できると考えていた。「プレミア」の外観は普通のシガレットに似ているが、しかし中身はタバコをごく少量しか含まない。それは巧妙な仕掛けになっていた。炭素棒を包んだ筒型タバコで、中央に小さなアルミのカプセルが詰め込まれている。カプセルにはタバコのエキス、特にニコチンとフレーバーのビーズが入れている。端のカーボンチップに火をつけると、喫煙者の喫う空気がカプセルの上を通過して「フレーバー・ビーズ」（香りをつけた細粒）が温められる。決して燃やすのではない。こうすると煙もタールもほとんど出ず、癌につながる成分も出ても僅かだ。

こうして愛煙家のタバコ離れを防止でき、元愛煙家を RJR 社に引き戻すことができると、ウィルソンらは期待していた。

「プレミア」の開発費としてウィルソンが密かに認めた 6,800 万ドルは、取締役会が設定した支出額の限度をはるかに上回っていた。5 年の歳月をかけた新製品は、味も香りもさほど感心できなかった。ウィルソンは既に 1985 年に辞任していたが、「プレミア」が 1988 年の秋から試験販売を始めた。すばらしい電子式店頭陳列を用い、1 箱の値段で 2 箱の提供だった。そのような金のかかる販売促進策で、プロジェクトの経費はさらに吊り上がった。研究にかかった長い年月、特別な製造設備、派手な鳴り物入りの宣伝など、全部を合計すると 3 億ドルほどになり、アメリカで最も高価な開発宣伝費をかけた消費財が市場に登場した。しかし「プレミア」は、コメディアンやトークショー司会者の笑いの種にはなったが、試験販売都市の消費者は 2 度と買いたいと思わず、店舗からの追加注文もほとんど無かった。発売から僅か数週間、「プレミア」はアメリカにおける販売大失敗作の殿堂で「エドセル」(大々的な販売戦略にもかかわらず大失敗だったフォード社製の大型車)の横に並ぶことになったのである。

### 3. 多角化の失敗：タバコ・食品関連から非関連事業への驍進

#### (1) 1960 年代までの R・J・レイノルズ社の多角化

「スローン・ケタリング・レポート」発表から 3 年後の 1957 年には、RJR 社は公式の「多角化委員会」(Diversification Committee)を社内に設立して、単一事業の伝統的依存から起こるリスクを分散し、また新規事業分野の機会を増加させるために多角化に取り組むことになった。RJR 社の多角化委員会は、以下のような前提をもとに多角化を進めていった。

1. 一般に成功企業のみが多角化に成功でき、RJR 社はこの条件を満たしている。

2. 多角化は会社の長所を利用すべきで、RJR 社の市場力と財務力は最大限に利用できる。
3. RJR 社の経営陣は、多角化を既に会社内で慣例となっているリスク削減の対策と同様、保険の一部であるととらえている。
4. 利潤の保護が多角化の主要な目的であるが、多角化の目標としては、新たな収益源を追加することによって利潤基盤の保全にあるものとする。

RJR 社の多角化は、外部企業の買収ではなく、最初は内部的な開発で慎重に始まった。それは 1950 年代末に、RJR 社のタバコ製品のホイルや包装の専属メーカーであったアルチュア・アルミニウム (Archer Aluminum) 子会社の拡張で小規模に始まった。この子会社の開発の主要動機は、RJR 社の 1954 年、1956 年に相次いで発売された最初のフィルター付きシガレット「ウィンストン」と「セイラム」の急成長による需要に対応することであった。しかし、業務は即座に生産過剰となり、過大設備が産業用および消費者用の包装とラッピング事業の市場を見つけることが望まれ、1958 年にこれを許可することによって始まった。

アルミニウム・ホイル事業の目覚ましい拡張から、RJR 社における多角化は、次第に内部開発から外部買収にそって進められることになった。計画された買収戦略は、RJR 社の「特殊能力」である「消費者向け包装品」(Consumer Package Goods) の分野と、関連性は少ないが成長潜在力を持つ「若い産業」に限られた。よく知られたフルーツ・ドリンク「ハワイアン・パンチ」の製造会社パシフィック・ハワイアン・プロダクト (Pacific Hawaiian Products) 社の買収 (1963 年)、次いでペニック & フォード (Penick & Ford) 社、チャンキング (Chunking) 社が続き、最後に 1966 年にフィラー・プロダクト (Filler Products) 社の買収が行なわれ、比較的狭い製品ラインを市場とする中小企業を含む沢山の会社を吸収し、急速に「消費者食品産業」へと変身していった。こうして 1966 年には、「消費者食品産業」と「アルミニウムおよび包装産業」による売上が、RJR 社の総売上の 10% を

占めるまでになったのである。

1967年に消費者食品分野への一層の参入が、パティオ・フーズ (Patio Foods) 社とコロネ ション・フーズ (Coronation Foods) 社の買収で達成された。同年 RJR 社は、食料雑貨に主に使われるプラスチック・ラッピングの製造会社フィルムコ (Filmco) 社の買収によって、アルチュア・アルミニウム子会社の内部開発によって確立した包装産業での足場をさらに固めた。

以下では、RJR 社の 1965 年度の年次報告書により、主要子会社の当時の概要を見ておこう。買収したデラウェア州のペニック&フォード社は、1920年の創業で、買収直前の1964年度は売上高が7495万ドル、純利益が441万ドルであった。8州にまたがって11の工場があり、同社製品の約40%は消費者用製品、残りは産業用に販売するコーン・シロップ、コーン油、コーンとポテトの澱粉などで、化学品、医薬品、紙、包装、繊維などに使われた。消費者製品には、プティングの「パイ・フィリングス」、ふくらまし粉の「デイビス」、野菜ジュースの「ココマルト」「ベガマト」などがあった。Cedar Rapids 工場は、買収以来ほぼフル生産してきた。買収前の設備拡張も順調に進み、コーン・シロップの生産設備が拡張され、野菜ジュースの「カレッジ・イン」と鶏製品の宣伝にも力を入れていた。

パシフィック・ハワイアン・プロダクト社は、熱帯性果実ジュースの販売が引き続き良かった。1965年に果実飲料は一般に需要が減ったが、「ハワイアン・パンチ」の出荷はわずかに伸び、占拠率も上昇した。低カロリー「ハワイアン・パンチ」を1964年に試販し、翌1965年に全国販売したが、低カロリー型の販売は普通型製品の販売にあまり影響しなかったようである。カリフォルニア州の Fullerton 本社工場を改造して、販売活動と原料冷蔵倉庫の場所を拡張した。冷凍濃縮朝食用飲料「キング・オブザ・アイランド」を開発して試販し、1966年春に「パッション・フルーツ」と「グアバ」を発売した。ほかに、普通型と低カロリーの12オンス入り

「サンシャイン・イエロー・ハワイアン・パンチ」と低カロリー冷凍濃縮型の「ハワイアン・パンチ」の試販を準備していた。

アルチュア・アルミニウム子会社の業績は大幅に伸び、外販もかなり増えた。アルミ薄板の受注が増え、特に消費者用製品の包装に使う薄板と印刷材料の顧客数と販売量が増えた。贈答袋、家庭用箔の売上も順調に伸びた。Huntington のアルミ薄箔と箔圧延工場が建設中で、それは原料にも急速に需要が拡張中の中西部と南西部市場にも近く、1967 年にはフル生産となった。Greenville 工場は 1966 年に開設し、アルミ箔と紙製品の多角化にも役立ち、またウィンストン・セイラムの薄板と印刷設備を拡張する場所ともなった。

## (2) 1970 年代以降における R・J・レイノルズ・インダストリーズ社の多角化

シーランド社（1969 年）とアミノイル社（1970 年）買収の失敗

RJR 社の初期の多角化への取り組みは、既述の如くささやかで用心深く進展し、買収した相手はパッケージ化した食品企業が中心で、品揃えは狭いがよく知られているフルーツドリンクの「ハワイアン・パンチ」、プティングの「パイ・フィリングス」、中華料理の「チャン・キング」などであった。だがこういう買い物では、RJR 社の財布の中身はほとんど減らず、またシガレット事業のマージンに比べ貧弱な利益しか生まなかった。この会社が思い切った行動に出た 1969 年、RJR 社は世界最大のコンテナ輸送会社で、保守的な荷役海上輸送業界にあって「若い会社」であるシーランド (Sea-Land) 社のオーナー会社であるマクリーン・インダストリーズ (Mclean Industries) 社を買収した。「消費者向け包装品」の提供という従来の分野とは全く関連性のない事業への進出である。この買収は、当初の支出だけで 1 億 1 500 万ドル、さらに船舶拡大や設備の近代化のために 1 億 7 200 万ドルを要した。

1960 年代末になると、RJR 社がシガレット事業でふんぞり返る時代は終わりに近づいていた。かくして 1969 年、RJR 社の社長アレックス・ギャロウェイが、マルコム・マクリーン (Malcolm McLean) という元ウィンストン・セイラムの事業家の助言で、マクリーン所有の船会社シーランド社を買収したのである。マルコム・マクリーンは、粗野でほとんど教育を受けていない業界の山師だ。出身はウィンストン・セイラムの 120 マイルほど南東にあるフェイエットビルで、彼が億万長者になったのは、RJR 社のシガレットを全国に輸送し、その過程で州際商業委員会から見入りのいいトラックルートを数多く勝ち取ったことによる。RJR 社の重役会に推挙されるほどになったこの男は、型にはまった輸送の代わりに長距離輸送事業の大変革となる思い付きを持ち出すほど、抜け目が無かった。その思い付きとはコンテナ輸送である。木枠入りの製品をコンテナに入れて運ぶというアイデアで、この方法には、出荷コストが安くなり、荷物の損害も少なく、抜き荷などが大いに減るという利点があった。マクリーンが RJR 社の重役会の同僚に提案したのは、ありあまる現金を出資して、超高速・最新技術の船舶の数をふやし、シーランド社の事業を引継いではどうかというものであった。マクリーンがシーランド社の業績について出した財務データと分析を、重役たちは鵜呑みにするほど彼を信頼していた。ギャロウェイは説得され、思い切ってやってみることにしたが、シーランド社の買収には総額 5 億 5,000 万ドル以上かかり、その後も出資は嵩み、止まらなかった。

1969 年末までに、RJR 社の変身はほぼ完了していた。すなわち、(1) 非タバコ業務は同年の会社事業の 24% にのぼり、さらに初めて年次報告書が、会社の売上と営業数字を、タバコ、輸送、その他（例えば、消費者向け食品と飲料、アルミ・ホイルと包装、工業食品物）の事業ごとに分けられたこと、(2) 翌年の 1970 年には、事業内容の多角化を受け、会社の名称が R. J. Reynolds Tobacco Company から R. J. Reynolds Industries, Inc. に

変更され、いくつかの営業子会社に対する持株会社として組織の再編が行われた。この2つの変化は、伝統的企業の新しい経営行動を反映しており、1970年の2億4,500万ドルに及ぶ資本支出の約93%は非タバコ業務に費やされたのである。

さらに同年の1970年、RJR社は世界的な石油製品の需要増大とその価格の高騰により、大きく伸びる潜在力があると思われた石油生産会社アメリカン・インデペンデント・オイル (American Independent Oil.Aminoil) 社を5,550万ドルで買収した。この会社は、サウジアラビアとクエートを中心に船の燃料を専門に扱う会社だが、目的は、シーランド社の船団に安く燃料を確実に供給するのを保証するためであった。このアミノイル社の買収は、RJR社を弱点のある単一製品のタバコ会社から、「消費包装製品市場」における特殊能力を生かすと同時に、関連性のない「若い産業」の今後の成長を期待できる幅広い多角化された持株会社に移行させる、長い一連の買収における中核的企業の1つとなった。

人材がひどく不足しており、ギャロウェイの下でふらついていたRJR社に1973年、J・ポール・スティクト（社長：1973 - 1978年、会長：1979 - 1983年）が登場する。野心に富むスティクトは、RJR社の諸事業の優先順位に関して、基本的には消費者用商品の製造会社であるが、タバコが最大の事業で、食品がこれに続き、石油と海運業に戦略的投資をしていると説明した。図表6は、1973 - 1977年における各事業部門別の売上高および営業利益の金額と割合の推移を示したものであるが、しかし彼は、RJR社のトップに君臨したおよそ10年の間に20億ドル以上をアミノイル社とシーランド社に注ぎ込み、当然のようにタバコ工場を少しずつ切り売りしていった。

タバコ事業での苦境に加えて、問題はアミノイル社とシーランド社に集中していた。アミノイル社は1973年の石油危機の間に膨大な利潤を得たが、1977年、クエートはアミノイル社の所有物を国有化し、結局は5,500

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表 6 R・J・レイノルズ社の事業部門別売上高と営業利益の推移

	(1973 1977 年)				
	1977	1976	1975	1974	1973
For the Years Ended December 31					
<b>Net Sales and Revenues</b>					
Domestic tobacco.....	\$ 2,759.0	\$ 2,565.8	\$ 2,361.1	\$ 2,090.1	\$ 1,983.3
International tobacco .....	1,358.4	1,205.3	960.3	805.7	366.2
Transportation .....	872.8	862.2	768.1	854.8	582.6
Energy .....	978.9	741.8	440.4	461.2	99.9
Foods and beverages .....	268.7	264.5	217.1	198.3	187.3
Packaging products					
–outside .....	125.6	114.4	90.6	90.8	108.5
–intersegment .....	66.5	61.5	54.4	45.0	
Other (principally intersegment eliminations) .....	(66.8)	(61.9)	(54.4)	(45.0)	(33.2)
Consolidated net sales and revenues .....	\$ 6,363.1	\$ 5,753.6	\$ 4,837.6	\$ 4,500.9	\$ 3,294.9
<b>Earnings from Operations</b>					
Domestic tobacco.....	\$ 605.8	\$ 549.2	\$ 500.2	\$ 393.4	\$ 399.3
International tobacco .....	94.5	60.5	41.1	30.7	34.9
Transportation .....	88.9	123.2	93.6	145.0	17.2
Energy .....	14.6	36.2	64.1	86.3	20.6
Foods and beverages .....	22.0	20.5	21.0	7.8	10.2
Packaging products .....	17.4	13.8	10.0	8.1	12.4
Other (principally corporate expense)...	(29.2)	(23.8)	(18.8)	(13.5)	(0.5)
Consolidated earnings from operations ...	\$ 814.0	\$ 779.6	\$ 711.2	\$ 657.8	\$ 461.9
<b>Net Sales and Revenues</b>					
	1977	1976	1975	1974	1973
Domestic tobacco	44%	46%	50%	48%	60%
International tobacco	20	19	18	16	11
Transportation	14	15	16	19	17
Energy	15	12	9	10	3
Foods and beverages	4	5	4	4	6
Aluminum products and packaging	3	3	3	3	3
	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Earnings from Operations</b>					
	1977	1976	1975	1974	1973
Domestic tobacco	73%	69%	70%	59%	81%
International tobacco	10	7	4	4	7
Transportation	10	15	13	22	4
Energy	2	4	9	13	4
Foods and beverages	3	3	3	1	2
Aluminum products and packaging	2	2	1	1	2
	100%	100%	100%	100%	100%

(出所) R. J. Roynolds 社の Annual Report. 1978 年.

万ドルを補償金として RJR 社に支払ったが、この額は会社にとってははなはだ不満足なものであった。既に、クエートに依存しすぎることを心配していた RJR 社は 1976 年、Burmah Oil 社の米国内の所有物を獲得するために、アメリカの現金取引史上最高の 5 億 2,200 万ドルというとても金を支払った。クエート撤退の後、新たな石油供給源が必要であった RJR 社は、アミノイル社の業績を伸ばそうとして 1976 年から 1979 年の間にさらに 5 億 5,000 万ドルも注ぎ込んだが、1979 年にイランでの權益を失って、アミノイル社は再び損失を被った。そして 1980 年、アミノイル社はモンタナ州で埋蔵量が大きいとみられる良質の油田を発見し、同社は今やアメリカで第 28 位の大産油企業となったが、その操業のためには、1982 年までに少なくとも 7 億ドルの追加投資が求められていた。かくして RJR 社は 1984 年、アミノイル社を Phillips Petroleum 社に 17 億ドルで売却し、石油事業から撤退したのである。

シーランド社も、問題を残したままであった。スティクトは 1970 年代後半に 6 億ドルを同社に注ぎ込んで世界最大の海運会社を作り変えたが、1982 年までにさらに 6 億ドルの投資が必要であった。しかし、その間に運賃は大して上らず、船舶および船荷作業の費用を相殺できなかったため、売上収入は 1979 年に 11% 増して 12 億 2,000 万ドルとなったが、利益の方は 1978 年の 11 億 9,000 万ドルから 1979 年には 5,800 万ドルへと 50% も暴落した。これは、新しい競争相手がドイツ、オランダ、とりわけ日本から現れ、また東欧の国々が国営の貨物船団を組織し、シーランド社より運送料を安くしたことによる。しかも一回稼働させると、その強力なエンジンが最高速度 32 ノットを出すとあまりにもオイルを食うので、27 ノットまで速度を落とし、せっかくの超高速の設計が生かされなかった。その結果、短期間に世界最大の私企業輸送船団となったシーランド社の収益は惨憺たるものとなり、RJR 社の役員会は 1984 年、シーランド社の分離・分割を決定したのである。

デルモンテ社の買収（1979年）と国際的シガレット会社ロスマンズ社買収の失敗（1981年）

スティクトは1979年に、タバコ以外での会社の収益率を改善するため、食品業界に古くから君臨するデルモンテ (Del Monte) 社を6億1,800万ドルで買収するという大きな賭けに出た。このデルモンテ社の買収は、過去に消費食品産業において多数の中小企業を買収してきたことへの反省として、「参入する産業は高度の成長能力と安定した収益を特性として備えており、取得される企業は『重要母体』であること、すなわちその産業内で一定の規模と強い製品ラインを持つ正しい位置にいないと」という新たな買収基準からの巨額な投資であった。規模は大きいが面白みに欠ける栽培者、かつ果物野菜の缶詰業者が、RJR社の包装食品事業に量と規模の経済性を加えるのではないかと期待された。しかし、新鮮な果物にはすぐ売らないと腐ってしまうという厄介な問題があったし、それにデルモンテ社は、昔から利ざやが少なく競争が熾烈な冷凍食品分野の業界にいた。食品への大きな賭けを正当化するため4年間苦闘した後も、はっきりした目途は立たないままであった。デルモンテの財務担当責任者は、1984年初めに『フォブズ』誌上で、「食品加工業の根本を変えることはできないが、より付加価値の高い食品業に移行する基本要素として利用できると思う」とコメントしていた。

スティクトはさらに1982年、ヒューブライン (Heublein) 社のアルコール飲料事業を12億ドルという高額で手に入れた。ヒューブライン社は「スミルノフ」「イングルヌーク・ワインズ」という優良なアルコール事業と、後に改善して品質を向上させた「ケンタッキー・フライド・チキン」のファースト・フード事業といった、ベストセラーのブランドをアメリカで販売する権利を手にしてしていた。シーランド社やデルモンテ社より資本投入の必要性はかなり低く、公表された利益率はずっと良かった。事業の多角化へのこうした様々な取組みの中で、スティクトの最大の不満は、収益性の

点でシガレット事業に匹敵できるものがほとんどないことであった。そこでスティクトは、停滞する国内のタバコ販売を再び活気づけるために新たに編成されたチームを使って、国外のタバコ売上を伸ばすようにハツパをかけた。国外売上はシガレット総量の約 20% を占め、そのほとんどは海外で生産されたものではなく、輸出品であった。国際舞台で大きな成功を収めることに貪欲であったスティクトは、フィリップ・モリス社の海外でのブランド品の売上は RJR 社の 2 倍以上であったため、これがまた新たな買収の火種となった。

30 年余りにわたって自力で努力し、世界の主要なシガレット貿易商の 1 人となったアフリカ生まれの人物にアンソニー・エドワード・ルパート (Anthony Edward Rupert) という男がいた。彼は、自国のプレトリア大学で一度だけ受けた化学の講義から、事業で成功する最大のチャンスはタバコにあると判断した。その上タバコ好きだった。ルパートは第二次大戦後すぐ、彼が 30 代前半の時、いつの日か強大な BAT (世界第 1 位の British American Tobacco) 社に対抗できる会社を創設したいという夢を抱き、生まれ故郷で小さなシガレット工場を始めた。彼の事業はかろうじて存続し、やがてロンドンに行き、南アフリカで高級品販売の免許を彼に与えるようロスマンズ・オブ・ピカデリ (Rothmans of Piccadilly) 社を説得する。その販売が順調な成功を収め、数年のうちに彼はその親会社を買取ることができた。その直後、フィルター付きの目新しいキングサイズシガレット「レンブラント」を開発して売り出すが、フィルター付きブランドがまだアメリカで一番の人気商品になる前で、「レンブラント」はイギリス連邦市場で良く売れた。ルパートはさらに、その収益によって「クレイブン A」ブランドの販売に成功していたイギリスのシガレット会社カレラス (Carreras) 社を手に入れたが、同社はまもなく、インペリアル (Imperial) 社やギャラハー (Gallaher) 社には遠く及ばなかったが、イギリス第 3 位のシガレット製造販売会社となった。

ルパートはその後、ドイツのタバコ豪商フィリップ・レームツマ (Philip Reemtsma) と協力し、外国産の葉を初めて混ぜたシガレット「ピーターズ タイベサント」の開発に成功する。イギリスの喫煙者が好きな軽いバージニア葉と、ヨーロッパ大陸で好まれる味の濃い葉を混ぜたものである。ルパートは創業後 10 年もしないうちに、海外の会社と共同で資本投下し、世界中でシガレットを販売した。レームツマの死後、ルパートは世界市場で BAT 社に挑戦する第一人者としての立場を固め、1972 年に、ロスマンズ=レンブラント=カレラスの事業を基盤にして、ロスマンズ・インターナショナル (Rothmans International) 社の名で知られる金融持株会社に統合した。ロスマンズ・インターナショナル社は、すべて合すると 17 カ国で 44 の工場を操業し、2 万 5,000 人の従業員を抱え、ケープタウンから 30 マイル東に位置するステレンボスは、教会が 2 つ、映画館が 1 つある小さな村であったが、そこにある住まいからルパートは世界中に指示を出した。

ルパートは、南アフリカ共和国の人種隔離政策に対して世界各国からの高まる非難と、それがシガレットブランドの人気にマイナスの影響を及ぼすことに神経を尖らせていた。そのため彼は、知名度の高い安全なパートナーと手を組むことを考えていた。米国国内市場で競合関係にあるアメリカの二大シガレット会社は、明らかにその候補に上った。RJR 社とフィリップ・モリス社の双方にとっても、ロスマンズ社は利益の大きい素晴らしい買収相手であった。国際的な営業力が弱いため、RJR 社はフィリップ・モリス社より強い関心を持っていた。フィリップ・モリス社は当初、手強いルパートと深い取引関係を結ぶことに及び腰であったが、RJR 社が同社と提携すればフィリップ・モリス社は多くのものを失うことになる。そのため、フィリップ・モリス社の国際部門責任者ヘイミッシュ・マクスウェル (Hamish Maxwell) は、会長のジョージ・ワイスマン (George Weisman) にルパートとの話し合いを始めるよう強く求めて、次のように主張

した。「ロスマンズ社の経営は順調で、カナダ、それに特にイギリスといったフィリップ・モリス社が遅れをとっている地域では、会社にとっては極めて有益になる見込みがある。さらにロスマンズ社は、今は絶対的な力を持っているが、将来いつか買い手を探そうだ。フィリップ・モリス社はその日のために準備し、またその買収を積極的に進めるべきだ。」

1980 年春に行なわれた終日に及ぶ予備的な会合で、ワイスマンとマクスウェルはルパートの買収条件を聞いた。一方スティクトも、RJR 社がロスマンズ社と提携することに強い関心を持っていると明言していた。二人の話し合いは 1981 年に入っても続き、少なくともスティクトの考えでは、両社の意見は一致していた。ロスマンズ社は RJR 社による買収後、数年間は提携せずに独立した会社のまま存続するが、RJR 社がいずれ完全に所有権を持ち統合するという点で合意していた。この件がフィリップ・モリス社に伝えられ、役員達は、RJR 社が世界のシガレット市場で主導権を握るのを何とか阻止することが緊急に必要であると理解した。こうしてフィリップ・モリス社は、買収金額として 2 億 7 500 万ドルを提示したが、ワイスマンがさらに追加 7 500 万ドルの譲歩を即座に決定したことで、ロスマンズ社が売却する追加株式や商標を公開前に購入する権利を手にした。ルパートは、アメリカの二大企業のうち、如才なさや進取性に優れている会社とより有利な協定を結んだのである。ロスマンズ社と大きな利害関係を結ぶチャンスを失ったことは、スティクトにとって断腸の思いであった。彼は 10 年後に、この敗北について「ルパートに裏切られたと感じた。買い入れていれば市場でもブランドの点でも、国際的にもっと大きな勢いを得られただろう」と語っている。

こうしてフィリップ・モリス社は、国内的にも国際的にもタバコの最前線で、スティクトに率いられる RJR 社に大打撃を与えた。ウォール街の中には、タバコ事業以外でもスティクトには能力がないと非難する者がいた。勢いのないデルモンテ社に関わったり、ヒューブライン社の獲得に費

用をかけ過ぎたり、シーランド社やアミノイル社を余りにも長く手放さなかったことを挙げている。内部のものたちも不満を抱いていた。スティクトが統合された経営を進展できなかったこと、会社が救い様の無いほど部門分けされたこと、まただれが会長職として彼の席に座るのかという疑問をめぐり、拡大する分裂ムードが高まる中、彼がのさばっていることに対する不満であった。だが、時に臆病な経営者でもあったスティクトの在任期間 11 年の間に、ひどい偏狭主義から RJR 社を救った後の 1983 年末に彼の任期は切れた。後任としてタイリー・ウィルソンが RJR 社の CEO に指名され、スティクトが退いた年の RJR 社の純利益は、5 年前の 2 倍に当たる 8 億 8,100 万ドルであった。彼の功績は大きかったが、フィリップ・モリス社は同年の 1983 年に 9 億 300 万ドルを上げ、初めて南部の巨大な競争相手を上回ったのである。

#### 4. LBO による M&A の失敗：1980 年代最大の買収劇 RJR ナビスコ社の陥落

タバコ製品の開発競争に敗れ、多角化にも失敗した RJR 社の一層の衰退が決定的となるのは、同社が米国最大の菓子メーカーであるナビスコ社と合併し、1985 年に社名を RJR ナビスコ社と変更した以後のことである。この RJR ナビスコ社の株式支配をめぐって、同社経営陣グループと企業買収専門会社 KKR との間に激しい買収合戦が 1988 - 1989 年に展開されるが、これは、1980 年代最大の買収劇事件として注目された。以下、この事件の当事者である RJR ナビスコ社の成立経緯と KKR の登場についてまず概観し、次いで、事件の展開過程とその結果について、順次検討していくことにしよう。

##### (1) RJR ナビスコ社の成立（1985 年）と KKR の登場

###### RJR ナビスコ社の成立経緯

## R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

ナショナル・ビスケット・カンパニー（1941年にナビスコ社と改称）がブランド名のついたクラッカーを発売したのは、1899年のことであった。この会社はその後、1981年にナビスコ・ブランド社、1985年にRJR ナビスコ社と次々に社名を変更し、クッキーやクラッカーでは今日世界最大のメーカーであり、1912年発売のクリーム入りビスケット「オレオ」、イチジク・ジャム入りケーキ「フィグ・ニュートン」、1930年発売のバター・クラッカー「リッツ」のブランドで知られている。

1898年にニューヨーク・ビスケット・カンパニー (New York Biscuit Company)、アメリカン・ビスケット・カンパニー (American Biscuit Company)、ユナイテッド・ステーツ・ベーキング・カンパニー (United States Baking Company) の3社を中心に114の製造業者が合併して、シカゴ市にナショナル・ビスケット・カンパニー (National Biscuit Company. 以下、NBC と略記) が設立されたのがナビスコ社の始まりである。この大規模合併を実現し、NBCの初代社長となったのがハーバード大学出身のシカゴの弁護士アドルフス・グリーン (Adolphus Green) であった。グリーンは、多数のブランド名候補の中から「ユニーダ・ビスケット (Uneeda Biscuit)」を選んで商標登録し、これを全国販売するために、蠟引きセロハン紙(ワックス紙)でクラッカーを包んで紙箱に入れる方法を考案したが、この新パッケージ方法は“*In-er-seal*” ボール箱と命名され、その後の米国食品業界における包装革命の起点となった。またNBCは、製品の鮮度維持のために卸売業者やジョバーを通さずに小売業者に直接販売する方針を採ったため、広告キャラクターとして「ユニーダ・ボーイ」(“Uneeda Boy”)を考案したが、それは5歳の男の子が黄色いレインコートと同色の帽子を身につけ、長靴をはき、ユニーダ・ビスケットを抱えている姿で、同製品の全米での知名度アップに貢献した。

NBC 創業者のグリーンが1917年に死去し、後継者ロイ・E・トムリンソン (Roy E. Tomlinson) の時代は、2つの世界戦争と大恐慌、労働争議な

どを経験した。NBC が 1941 年にナビスコ社と社名変更した理由は、1930 年代にラジオが全国に普及し、同社と同名の放送局 NBC (National Broadcasting Company) と識別しにくくなったためである。第二次大戦が終了した 1945 年にナビスコ社の社長に就任したジョージ・クーパー (George Coppers) は、巨大化し活力を失いつつあった組織を再活性化させるために、長期経営方針を明確にすることに努めた。また 1960 年に社長となったりー・ビックモア (Lee S. Bickmore) は営業経験者であり、歴代のどの社長よりも明確に顧客志向を打ち出した。1960 年代末までにナビスコ社の海外拠点は、オーストラリア、カナダ、イギリス、フランス、西ドイツ、イタリア、メキシコ、ニュージーランド、ニカラグア、プエルトリコ、ベネズエラの 11 に及んでおり、さらに 1970 年には日本の山崎製パン社ともジョイント・ベンチャーを組み、それはアジアでの最初の投資となった。

1970 年代はナビスコ社が初めて非食品事業へ多角化した時代で、1971 年に玩具メーカーのアウロラ・プロダクト (Aurora Products) 社とドラッグ・ストアの J・B・ウィリアムズ (J. B. Williams) 社を買収した。しかし、いずれも未知の分野で期待した成果が得られず、アウロラ社は 1977 年に売却、J・B・ウィリアムズ社も 1982 年にビーカム・グループ (Beecham Group) に 1 億ドルで売却された。1970 年代のインフレと相次ぐ石油危機による燃料費の高騰が、ナビスコ社に他の巨大な食品会社との合併を模索させる契機となった。こうして 1981 年の初頭、ナビスコ社の社長ロバート・シャエバール (Robert Schaeberle) とスタンダード・ブランドズ社 (Standard Brands) の社長ロス・ジョンソン (Ross Johnson) の間で合併の合意がなされ、同年にナビスコ・ブランドズ社 (Nabisco Brands, Inc.) が設立されたのである。

後に、RJR ナビスコ社買収劇の一方の当事者となったロス・ジョンソンは、1931 年にカナダのウィニペグで父親の職業が金物類のセールスマンであった下層中産階級家庭の一人息子として生まれた。彼は地元のマニ

## R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

トバ大学を卒業後、カナダ GE などの中堅クラスのカナダ企業を 2, 3 渡り歩いたのち、1976 年 1 月にスタンダード・ブランド社の COO (Chief Operating Officer. 最高執行責任者 = 企業のナンバー 2) に就任した。スタンダード・ブランド社は 1928 年にモルガン家によって創設され、翌 1929 年、酵母とジンのメーカーであったフレイッシュマン社 (Fleischmann Company)、コーヒー豆取扱業者のチェス&サンボーン (Chase & Sanborn) 社、そしてロイヤル・ベーキング・パウダー社 (Royal Baking Powder Company) の 3 社を統合してできた会社である。

ロス・ジョンソンは、砂糖代用品の高果糖シロップとか、低コレステロールのマーガリンなどを開発して販売していたスタンダード・ブランド社を救いがたいほどの時代遅れと考えており、これが、1981 年 3 月にナビスコ社との合併によるナビスコ・ブランド社誕生の原動力となった。ジョンソンのその後の行動は目覚ましいスピードで進み、1984 年に彼はナビスコ・ブランド社の CEO (Chief Executive Officer. 最高経営責任者) に就任、翌 1985 年に R・J・レイノルズ社とこのナビスコ・ブランド社が合併して RJR ナビスコ社 (RJR Nabisco, Inc.) と社名を変更すると、同年、ジョンソンは全米第 19 位のこの巨大企業の CEO に就任した。そして 1988 年 10 月から 1989 年 2 月にかけて 40 日間に渡る 1980 年代最大の RJR ナビスコ社をめぐる買収劇において、一方の当事者として主役を演じることになるのである。

### KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) の登場

KKR は、今やウォール街では知らぬ人はない LBO の専門業者であるが、決して長い伝統のある会社ではない。KKR は最大手の LBO 専門業者であるが、これはウォール街の大手証券会社ベア・スターンズ社 (Bear, Stearns & Co.) で永年 LBO 関連業務を手がけて社内での地位を築きつつあったジェローム・コールバーグ・ジュニア (Jerome Kohlberg, Jr.) が、20 歳代

半ばのジョージ・ロバーツ (George Roberts) と彼の従兄弟ヘンリー・クラビス (Henry Kravis) と出会った時に始まった。株式ブローカー業務中心のベア・スターンズ社で冷遇されたコールバーグは、この二人の優秀な部下とともに独立し、三人の名前を冠した会社 KKR を 1976 年に設立した。この会社の地位を不動のものにした RJR ナビスコ社の買収は、1988 年から 1989 年にかけて実行されたものである。従って、ウォール街での KKR の歴史というのは、たかだか 20 年ほどのものに過ぎない。だが、そうした短い歴史にもかかわらず、KKR が精緻化した LBO、すなわちレバレッジド・パイアウト (leveraged buyouts. 企業の買収・合併 (M&A) において、買収・合併の対象となる企業の資産や将来収益を担保に、買い手が外部から資金調達する方法) という企業買収手法は、1990 年代の米国の企業社会に決定的といえるほどの影響を与えた。

初期の無名時代の苦勞を乗り切った KKR は、徐々に社会的認知と LBO の実績を積み重ねていく。例えば、KKR は 1979 年に大手のニューヨーク証券取引所上場会社で「フォーチュン 500」企業であるハウディール・インダストリーズ (Houdaille Industries) の大型 LBO 第 1 号に成功し、次いで 1985 年に最初の 10 億ドル級のメガ LBO (ベース・インダストリーズ買収)、また 1986 年に当時史上最大の LBO であった食品大手ベアトリス社 (Beatrice Cos.) の買収 (買収金額 62 億ドル)、そして 1989 年には RJR ナビスコ社の買収に成功を収めたのである。彼らの武器は、買収対象企業の孤独な CEO の心をつかむ誠実さと、LBO という手法から生み出される巨大な利益であった。連邦政府の財政赤字に代表される負債を助長するアメリカの社会的・経済的背景が、LBO のための資金調達を容易にした。会計事務所や投資銀行が考案した様々な節税手法によって、LBO のレバレッジ (梃子) は極限まで利用され、KKR が組織する投資家グループへのリターンを高めた。

LBO の成功のためには、さまざまなプレーヤーが必要であった。買収

資金の源泉である LBO ファンドへの出資者、KKR に買収対象企業をもたらしアドバイザーとなる投資銀行家や弁護士たち、買収企業の経営陣、巨額の融資を短期間に決定できる大手商業銀行バンカーズ・トラストなどを筆頭とする銀行団などである。KKR の LBO 調達資金のうち約 60% を占める担保付債務は商業銀行からの借入金、買い手自身の自己資金は約 10%、残り 30% は、従来は少数の大手保険会社が提供し、調達に何ヶ月もかかることが多かった。だが 1980 年代半ばに、ドレクセル・バーナム・ランバート社 (Drexel Burnham Lambert Inc.) が保険会社の資金の代わりにリスクの高いジャンク・ボンド（信用度の低い高利回り債）の活用を始めた。同社の「債券王」マイケル・ミルケン (Michael Milken) が凄腕を發揮し、敵対的買収のためのこうした債券を創出し、巨額の資金を即座に調達したのだ。またアメリカでは戦後、年金基金や保険会社等の巨大機関投資家が急成長を遂げ、とてつもなく巨額の運用資産を保持していた。しかも、年金基金や生命保険会社に毎年入ってくる巨額な資金は長期・超長期の投資に適した資金であり、これらの巨大機関投資家は投資収益率の高いものであれば少々リスクはいとわず、投資資産の「流動性」にもさほど気を使わないですむ。従って、これらの巨大機関投資家は、LBO 買収資金調達のさいのメザニン・ファイナンス (mezzanine finance. 劣後債務) やエクイティ・ファンド (equity fund. 自己資金, KKR の LBO エクイティ・ファンドにおける最大の投資家はオレゴン州公務員退職基金) への投資に適した資金を大量に持っていたのである。つまり、上位負債（銀行融資：比較的短期でリスクが小さい）を分担する商業銀行と、銀行が融資できないリスク・マネーを高金利のジャンク・ボンドでたちどころに調達できるドレクセル・バーナム・ランバート社、そしてメザニン・エクイティ部分（長期でリスクが大きい）を分担する巨大機関投資家の存在こそが、KKR に巨大企業の買収を可能にしたのである。

図表 7 に見るように、KKR は 1977 年から 1991 年の間に 38 件の企業

図表7 KKRのLBO実績（1977 - 1991年）

	買収会社	買収年度	買収金額*	資本比率	所有期間	利益倍率	年率収益
1	A・J・インダストリーズ	1977	26百万	6.5%	8年	44:1	58%
2	L・B・フォスターズ	1977	106百万	1.7%	12年	6:1	14%
3	U・S・ナチュラル・リソーシイズ	1977	22.3百万	4.4%	7年	20:1	51%
4	ホウディール・インダストリーズ	1979	355百万	2.6%	7.5年	4:1	22%
5	サージェント・インダストリーズ	1979	40百万	1.2%	5.5年	6:1	38%
6	F・B・トラック・ライン	1979	12.8百万	5.6%	6年	出資金は損失	
7	イートン・レオナード・コーポレーション	1980	13.5百万	8.5%	5.5年	出資金は損失	
8	ローター・ツール	1981	27.5百万	6.0%	6年	8:1	42%
9	アメリカン・フォレスト・プロダクツ	1981	425百万	22%	7年	損益分岐点	
10	マーレイ	1981	354百万	2.9%	6.5年	2:1	13%
11	リリー・チュエリッブ	1981	151百万	19.8%	5年	7:1	53%
12	P・T・コンポーネンツ	1981	150百万	4.1%	5年	7:1	52%
13	フレッド・メイヤー	1981	225百万	29.1%	10+年	保有中	
14	フレッド・メイヤー・リアルエステート	1981	200百万	37.1%	10+年	3:1	23%
15	ノリス・インダストリーズ	1981	420百万	4.8%	3年	7:1	87%
16	パシフィック・リアルティ・トラスト	1983	53百万	36%	5年	2:1	15%
17	ディリンガム・コーポレーション	1983	350百万	13.9%	4.5年	3:1	20%
18	ゴールデン・ウエスト・テレビジョン	1983	280百万	23.2%	2.5年	5:1	77%
19	アムスター・コーポレーション	1984	451百万	11.3%	3年	5:1	82%
20	ウォメトコ・エンタープライゼズ	1984	856百万	15.8%	4年	3:1	39%

\*単位：ドル

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980年代）

21	マローン・アンド・ハイド	1984	550百万	19.2%	8+年	11:1	46%
22	コール・ナショナル・コーポレーション	1984	318百万	26.1%	3年	3:1	44%
23	ペース・インダストリーズ	1985	13億	15%	5年	3:1	34%
24	レッド・ライオン・インズ	1985	600百万	30%	7+年	保有中	
25	モーター・シックス	1985	881百万	14.2%	5年	5:1	38%
26	M&T インク	1985	110百万	24%	2年	2:1	21%
27	ユニオン・テキサス・ペトロリアム	1985	16億	15.4%	6.5+年	保有中	
28	ストアラー・コミュニケーションズ	1985	25億	8.8%	3年	4:1	61%
29	ベアトリス	1986	62億	6.6%	4年	3:1	50%
30	セーフウェイ・ストアーズ	1986	42億	3.0%	5+年	保有中	
31	オーエンス・イリノイ	1987	37億	4.7%	4.5+年	保有中	
32	ジム・ウォルター・コーポレーション	1987	24億	6.0%	4.5+年	出資金は損失	
33	シーマン・フアナチャヤ	1987	290百万	13.1%	4+年	出資金は損失	
34	ストップ・アンド・ショップ	1988	12億	8.2%	3.5+年	保有中	
35	デュラセル	1988	18億	19.4%	3.5+年	保有中	
36	RJR ナビスコ	1989	264億	5.6%	3.5+年	保有中	
37	K-III ホールディングズ	1989	12億	37.5%	2+年	保有中	
38	バンク・オブ・ニューイングランド	1991	625百万	45.3%	1+年	保有中	

（出所） ジョージ・アンダース著、近藤博之訳『マネー・ゲームの達人』ダイヤモンド社、1993年・pp. 405-407.

注：買収金額 買収のためにKKRが支払った総額（単位＝ドル）  
 資本比率 買収金額の中で、KKRのLBOファンドの投資金額が占める割合  
 所有期間 KKRによる所有期間  
 利益倍率 所有期間にKKRの投資金額が何倍になったかを示す数字（KKRの手数料差引き前）  
 年率収益 投資金額が年率何パーセントの投資リターンを生んだかを示す数字（KKRの手数料差引き前）

買収を行い、傘下企業の経営は現場の経営陣に委ねた。その経営者たちは、実績次第で大金持ちにもなり、自分の投資資金を失うことにもなるという極限のプレッシャーの下に置かれた。KKR はもっぱら財務エンジニアリングの専門家として、企業という商品をいかに安く買い、合理化によって商品価値を高め、そして、いかに高く売るかということに関心を集中した。これを統括する KKR には、5 人のパートナーと 14 人のアソシエートしかおらず、KKR の若いエリートたちは、知性と努力と野心によってこのマネー・ゲームの達人となり、彼らの指揮に従う演奏家たちに対して手厚い報酬をもたらすとともに、彼ら自身が巨大な富と名声を築き上げた。しかし、短期間に達成した富と名声は、往々にして社会的批判の対象となる。1944 年に生まれ、クレアモント大学（カリフォルニア）で金融学を専攻したのち、コロムビア・ビジネススクールを卒業したヘンリー・クラビスは、1989 年 2 月に KKR が 264 億ドルで RJR ナビスコ社を買収した時の中心人物として脚光を浴びるが、その成功の絶頂を迎えるのと期を同じくして彼に対する社会的批判も大きく高まった。いくつもの別荘、高価な絵画、魅力的なファッションデザイナーの二番目の妻キャロライン・ローム (Carolyne Roehm) を伴った華やかな社交生活に象徴されるクラビスの派手な生活も、社会的反発の炎を煽った。

アメリカにおける M & A の歴史という観点から見ると、KKR が舞台に登場した 1970 年代の半ば以降は第 4 次 M & A ブームに当たる。第 1 次は 1895 年から 1905 年までの「独占への M & A」、第 2 次は 1920 年から大恐慌期までの「寡占への M & A」、第 3 次は 1950 年から 1960 年代末までの「コングロマリット合併による成長への M & A」、そして今回の 1975 年以降の「拡大と多角化への M & A」である。この第 4 次 M & A ブームの実態を、以下、史上最大の買収劇 RJR ナビスコ社の事例によって明らかにしておこう。

(2) RJR ナビスコ社買収劇の経過（1988 - 1989 年）とその成果

RJR ナビスコ社買収劇の経過（1988 年 10 月 19 日 1989 年 2 月 9 日）

1987 年の売上高約 159 億ドルで米国鉱工業売上高第 19 位の大手食品・タバコ会社 RJR ナビスコ社の支配権争奪戦は、約 40 日間（図表 8 は、RJR ナビスコ社買収劇の経過を一覧にして示したものである）の華々しい買収合戦が展開された後、1988 年 11 月 30 日に、LBO 専門業者の KKR がライバルの RJR ナビスコ経営陣をおさえて勝利を収めるという形で決着がついた。この RJR ナビスコ社の買収金額は 250 億 7,000 万ドル（約 3 兆円）で、米国企業の合併史上最大のものであった。RJR ナビスコ社の LBO 買収劇では、買収対象が巨大企業であり、図表 9 に見るように、4 つのグループ（すなわち RJR ナビスコ社経営陣のジョンソン陣営、KKR 陣営、第 3 グループとして フォーストマン・リトルの主催するグループと、ファースト・ボストン＝リソース・ホールディングズ同盟軍である）がこの TOB (Tender Offer Bid. 株式公開買付制度：企業の支配権獲得などをねらって株式や転換社債を買い付けようとする場合に、買付期間、数量、価格などをあらかじめ公開提示することを義務付けて投資家保護と市場秩序の維持をはかる制度) 合戦に参加し、米国大手の商業銀行や投資銀行、LBO 専門業者、法律事務所が多数動員されて、いわばオースター・キャストの趣を呈した点でも注目された。以下、事件の経過を見ておこう。

RJR ナビスコ社の LBO 劇の本番は、1985 年 5 月末日の取締役会でエドワード・A・ホリガンが副会長のポストを受諾したため、同社の社長兼 CEO に就任したロス・ジョンソンが、その 3 年後の 1988 年 10 月 19 日に取締役会開催前夜のディナーの席で、同社の LBO 方式による買収プランを発表した時に始まる。社外取締役からは驚きの反応をもって迎えられたが、反対の声は聞かれなかった。このため、翌 20 日の取締役会でジョンソンは、同社経営陣が投資家グループと組んで自社株を LBO 方式で購入して RJR ナビスコ社を非公開会社とする計画があること、そして、入札

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表 8 RJR ナビスコ社買収計画の発表後（1988 年 10 月～）40 日間の経過

88年10月19日（水）	RJR ナビスコ社員の夕食会でジョンソンが自社株の買収計画を提案。役員会が買収案件を審議する特別委員会を設置。
20日（木）	買収計画の公表。買収価格は1株75ドル。 ウォール街の投資銀行が一斉に動き始める。
23日（日）	クラビス、投資銀行4社を雇って RJR ナビスコ対策の戦略会議を開催。ソロモン・ブラザーズ、RJR ナビスコの株式買い占め計画を決定。
24日（月）	クラビスの RJR ナビスコ買収計画を新聞がスクープ。クラビス、1株90ドルで株式の公開買い付けを発表。買い付け開始は28日の予定。 テッド・フォーストマン、経営グループとの提携を打診。
25日（火）	経営グループと KKR が一連の会談で提携の可能性を協議したが交渉は決裂。経営グループは引き続きフォーストマンとの提携交渉を開始。
27日（木）	クラビスの発表で株の買い占めを断念したソロモン・ブラザーズが経営グループへの参加を発表。
30日（日）	フォーストマン、経営グループ参加を断念。
31日（月）	ゴールドマン・サックス、第3グループの結成に向けてフォーストマンを説得。
11月3日（木）	経営グループが突然92ドルの対抗ビッドを発表。KKR が強く反発。
4日（金）	『ニューズウィーク』がクラビス批判の記事を掲載。 フォーストマンとゴールドマン・サックスが第3グループの結成を発表。
5日（土）	『ニューヨーク・タイムズ』が買収に伴うジョンソンの莫大な報酬をスクープ。
7日（月）	買収案件審議の特別委員会が買収価格のビッド締切期日を18日午後5時と決定。
14日（月）	ファースト・ボストン、ビッド参加を特別委員会に要請。
15日（火）	フォーストマン、資金調達難でビッド参加を断念。
16日（水）	特別委員会、ファースト・ボストンのビッド参加を承認。
18日（金）	ビッド締切。買収価格は経営グループが1株100ドル、KKR は94ドル。 ファースト・ボストンは具体的な資金計画が未定だが、節税措置によって105～118ドルでの買収が可能という内容。
20日（日）	特別委員会が第2次ビッドの実施を決定。締切は29日午後5時。
28日（月）	『タイム』がジョンソンのインタビューを掲載。題して「強欲のゲーム」。
29日（火）	第2次ビッド締切。KKR106ドル、経営グループ101ドル。 ボストンは具体的な金額を提示できずに脱落。 経営グループが強行にビッドの継続を要求。
30日（水）	午前7時45分、RJR ナビスコの役員会、ビッドの継続を承認。 午後0時50分、経営グループが1株108ドルをビッド。 1時24分、経営グループが価格を112ドルに引き上げ。 2時5分、KKR、108ドルをビッド。 6時10分、役員会再開。KKR に最終的なビッドを要請。 8時15分、KKR が価格を109ドルに引き上げ。 9時ごろ、役員会が KKR の勝利を決定。
89年2月9日	所定の手続きを完了して KKR が RJR ナビスコを買収。 ジョンソンは辞任。買収総額250億ドル（約3兆円）。

（出所）ブライアン・バロー&ジョン・ヘルヤー著・鈴木敦之訳『野蛮な来訪者』下、日本放送出版協会、1990年。pp.398-401.

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表 9 RJR ナビスコ社の LBO 買収劇の参加者

KKR 陣営	ジョンソン陣営
<p>(アドバイザー)</p> <p>モルガン・スタンレー ワッサースタイン・ペレラ ドレクセル・バーナム・ランペール メリルリンチ・キャピタル・マーケッツ</p> <p>(法律顧問)</p> <p>シンプソン・サッチャー・アンド・パーレット ディック・ピーティー</p> <p>(融資主幹事行)</p> <p>マニュファクチュラーズ・ハノーバー・ トラスト (事務幹事銀行) バンカース・トラスト チェース・マンハッタン・バンク シティバンク</p>	<p>(アドバイザー)</p> <p>シェアソン・リーマン・ハットン ソロモン・ブラザーズ</p> <p>(法律顧問)</p> <p>デービス・ポーク・アンド・ワートウェ ル</p> <p>(融資主幹事行)</p> <p>バンカース・トラスト シティバンク</p>
<p>フォーストマン・リトルの主宰するグループ</p>	<p>ファースト・ボストン = リソース・ホール ディングズ同盟軍</p>
<p>(同盟軍)</p> <p>ブロクター・ギャンブル ラルストン・ビュリーナ キャッスル・アンド・クック ゴールドマン・サックス</p> <p>(融資主幹事行)</p> <p>マニュファクチュラーズ・ハノーバー・ トラスト</p>	<p>ファースト・ボストン リソース・ホールディングズ・アソシエーツ (ブリッカー一族とマンシュルツナー族 が所有) クレディ・スイスが 88 億ドルの融資枠設定</p> <p>RJR ナビスコ重役会特別委員会</p> <p>(アドバイザー)</p> <p>ラザール・フレール ディロン・リード</p> <p>(法律顧問)</p> <p>スカデン・アープス・スレート・ミーガ ー・アンド・フロム</p>

(出所) 松井和夫著『M&A』 講談社現代新書, 1991年. p. 17.

価格は 1 株当たり 75 ドルで買収金額 173 億ドルになることを正式発表し、同社取締役会は社外取締役 5 人で構成される特別委員会をつくった。

ジョンソンがこのような発表をした原因は、丁度 1 年前の 1987 年 10 月 19 日に米国の株式市場で株価の大暴落が起こったことにある。このとき、RJR ナビスコの株価は 1 週間前の 60 ドルから 40 ドル台前半にまで暴落し、その後も株価は低迷した。1987 年の冬、食品株の株価は上昇しているのに、RJR ナビスコの株価は依然として低迷しつづけた。同社の売上高の 6 割はナビスコなどの食品部門によるものであるのに、同社は食品株扱いされず、株価収益率（PER: Price-Earnings Ratio. 株価を 1 株当りの利益で除した倍率）はタバコ株なみの低い水準に止まった。タバコ産業は成熟産業であり、キャッシュフローは安定しているが成長は見込めず、1 株当りの利益の成長率が高いほど上昇する PER は、タバコ企業の場合は相対的に低くなるのである。株価が低迷しつづけると、敵対買収のターゲットになりかねないし、経営陣の更迭につながりかねない。そこでジョンソン社長は、買収防衛策の 1 つとして「ゴールデン・パラシュート」（“golden parachutes”「黄金の落下傘」= 乗取りなどにより経営陣が解任された際、経営陣に高額退職金や年金を保証し、乗取りのコストを高めるという仕組み）をナビスコ社の取締役会に提案して承認された。さらに RJR を LBO によって非公開会社にすれば、RJR の株は公開市場で取引されなくなるから、株価の動きに一喜一憂することもなくなるし、またジョンソン社長は、みずから RJR の株主から持株を時価より高い株価で買取る TOB をかけて株主に報いることができると考えた。

しかし、この入札価格の低さが別の問題を生み出した。当時の同社の株式相場 55 ドル強に対して、入札価格の 75 ドルは、買収のためのプレミアムが少なすぎた。RJR ナビスコ経営陣の買収金額提示の後、すぐさま同社の株価は 21 375 ドル上昇して 77 25 ドルになった。同時に別の投資家グループ KKR が 10 月 24 日に対抗ビッド（入札価格）を提示し、RJR ナ

ビスコを1株当たり90ドル、買収金額204億3,000万ドルで買収すると発表した。ここにRJR ナビスコ経営陣とKKRによるRJR ナビスコ社の買収合戦の幕が切って落とされたのである。

この他にもいくつかの投資グループがビッドをかけようとしたので、その間にも買収価格はどんどんつり上がっていった。1978年に設立されたLBO 専門業者に、フォーストマン・リトル社 (Forstmann Little & Co.) という会社がある。ジャンク・ボンド嫌いのセオドア・フォーストマン (Theodore Forstmann) とパートナーのブライアン・リトル (Brian Little) が率いる同社の武器は、年金基金などから資金を集める巨額なLBO ファンドである。このフォーストマン・リトル社は10月24日に経営陣グループと提携交渉するが、早くも30日にはフォーストマンは経営陣グループへの参加を断念した。次いで11月3日、経営陣側が92ドルに引上げたあと、11月4日には、フォーストマンが有力投資銀行ゴールドマン・サックスと組んで再度RJR ナビスコ買収をめざす第3グループの結成を発表するが、15日にはフォーストマンは資金調達が難しいとみて、ビッドへの参加を断念した。さらに別の第3グループとして、投資銀行ファースト・ボストンがリソース・ホールディングズと組んで、11月14日に特別委員会にビッド参加を要請し、16日に承認されたが、29日の第二次ビッドの際に具体的な金額を提示できずに脱落した。

結局、最後まで残ったのは経営陣グループとKKRグループの2つだけということになり、この2つのグループの買収プランが特別委員会で検討され、11月30日午後9時頃に特別委員会がKKRグループのビッドを推薦し、40日戦争の幕が下りたのである。RJR ナビスコ社に対する経営陣グループとKKRグループの最終的なビッドの内容は図表10のとおりであるが、1株当たり109ドルという安い入札値をつけたKKRグループの方が、112ドルの入札値をつけた経営陣グループを出し抜いたのである。RJRの取締役会は、会社をできるかぎり分割しない買収相手を望んでお

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表10 RJR ナビスコ社に対する競合ビッドの内容

勝利を納めたビッド(KKR)	経営陣グループの行ったビッド
(財務面の条件) 1株当たり 81 ドルの現金 1株当たり 18 ドルの交換可能優先株 1株当たり 10 ドルの無担保社債(買収側の会社株式の約 25% 分に転換可能)  (合計) 1株当たり 109 ドル, 総額 250.7 億ドル	(財務面の条件) 1株当たり 84 ドルの現金 1株当たり 24 ドルの優先株 1株当たり 4 ドルの追加株式(新会社の株式の 15% 分に転換可能)  (合計) 1株当たり 112 ドル, 総額 257.6 億ドル
(その他の条件) タバコと食品事業には手をつけない レイオフまたは支配権の変動のために仕事を失う従業員に対して解雇手当その他の給付を保証	(その他の条件) タバコ事業のみを残す 15,000 人の従業員に株式を提供する

(出所) 松井和夫著 前掲書, p. 35.

り、KKR のクラビスはこれに同意したが、ジョンソンは買収に伴う負債の返済のために食品部門全体の売却を考えていた。取締役たちは、従業員の給与と付帯給付を2年間は削減しないように保証を求め、クラビスは同意したが、彼のライバルは同意しなかった。取締役たちは、RJR の株主がLBOの後でもいくらかの株を持てるように望み、クラビスはライバルより強い協力の姿勢を示した。1つ1つをとればどれも決定的要因にはなり得なかったが、しかしすべてを合せるとRJRの取締役たちをしてジョンソン提案よりKKR提案を選ばせることになり、なによりもKKRがLBOを通じて買収した企業の経営で実績をあげていたことが評価されたといえよう。

KKRはRJRナビスコ社買収にあたって、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、ドレクセル・バーナム・ランベールを含むシンジケート団でRJRナビスコ・ホールディングズ社(RJR Nabisco Holdings Corp.)を1989年に設立し、この会社がRJRナビスコ社を買収する形を取った。

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

図表11 RJR ナビスコ社の LBO 買収劇に参加したアドバイザーの手数料

アドバイザー (顧客)	手数料 (百万ドル)	買収金額に対する 手数料の比率(%)
KKR	75	0.3
ドレクセル・バーナム・ランベール	25	0.1
メリルリンチ	25	0.1
モルガン・スタンレー	25	0.1
ワッサー・スタイン・ペレラ (RJR ホールディングズ側)	25	0.1
小計	175	0.7
ディロン・リード	14	0.06
ラザール・フレール	14	0.06
(RJR ナビスコ側) 小計	28	0.12

(出所) 松井和夫著 前掲書, p. 35.

RJR ナビスコ社の買収資金は250億ドルを超える巨額にのぼり、そのうち20億ドルは自己資金、そのほかに転換社債や優先株が約60億ドル発行され、残りは銀行借入れとドレクセル・バーナムがジャンク・ボンドを発行して調達した。250億ドル強の買収資金のうち、さしあたり RJR ナビスコの旧株主に現金で KKR が支払わねばならない分は189億ドルで、この資金が1989年2月9日に RJR ナビスコの口座と KKR 用の供託金口座に振り込まれて、買収は完了した。RJR ナビスコの株主に支払われた1株当たり109ドルの買収価格は、発行済み株式1株について、現金81ドル、優先株18ドル、転換社債10ドルで支払われたのであり、株主は買収の半年前の株価50ドル以下と比べて90%以上のプレミアムを得て第1の勝利者となった。また KKR は同社の52億ドルあまりの負債も継承したが、この LBO 劇の成功により、RJR ナビスコ・ホールディングズ社の各構成会社と RJR ナビスコ特別委員会のアドバイザーは、図表11に見るように、巨額な手数料を手に入れたのである。

RJR ナビスコ社の買収事件後とその結果

RJR ナビスコ社の買収コスト 250 億ドル強と同社から引継ぐ債務を合せると、買収コストは実質的には 300 億ドルを超えたのであるが、1989 年 3 月に、アメリカン・エクスプレス前社長のルイス・ガ スナ ・ジュニア (Louis Gerstner Jr.) が新生 RJR ナビスコ・ホールディングズ社の CEO となり、ガースナー主導の下に巨額な負債の返済や再編計画が進められた。KKR は敢えていつもの路線から外れ、既存経営陣との共同作業の形態を取らなかった。ロス・ジョンソンは今回の状況においては単なる対抗相手にとどまらず、彼と経営陣自身が RJR ナビスコ社を格好の買収対象企業にしてしまった張本人であったため、KKR はジョンソンを含む脆弱な経営陣の大半の辞任を求め、新しい人材と入れ替えねばならなかったのである。

買収後 18 ヶ月間は、RJR ナビスコ社にとって順風満帆であった。買収時の事業計画書では、負債減らしの一環として 50 億ドルもの資産売却が予定されていたが、実際にはそれを上回るペースで進んでいった。1989 年 6 月には、KKR はナビスコの欧州食品部門をフランスの食品コングロマリットである BNS に 25 億ドルで売却した。また同年 9 月には、デルモンテ (Del Monte) の資産は二つに分割され、トロピカルフルーツ部門はイギリスの食品・エレクトロニクス会社のポリ ・ペック・インターナショナル社に 8 億 7 500 万ドルで、さらに同じ 9 月、日本のキッコーマンにデルモンテが極東地区に持つ缶詰・加工食品事業の商標権と営業権の一部を 1 億 5 000 万ドルで売却し、加工食品部門の売却総額は 13 億ドルにのぼった。また RJR の悪名高い 11 機の社有ジェット機（「RJR 空軍」「RJR Air Force」ともいわれ、前 CEO ジョンソンが幹部社員の移動用に購入）や ESPN（スポーツ専門のケーブルテレビ局）に対する 20% の持分など各種資産も総額 5 億ドルで売却された。資産売却が進行するにつれて、ルイス・ガ スナー率いる新経営陣は経営をすばやく軌道に乗せることに注力し、彼らがタバコ製造部門のスタッフ・従業員削減および技術革新への投資を通じた

生産性向上によりコスト削減を図った結果、営業利益は 1988 年の 23 億 6,700 万ドルから 1990 年には 28 億ドルに増加した。

ところが逆に、買収から 1 年半を経過した後は、裏目に出る危険性のある出来事のほとんど全てが現実化してしまった。企業買収に対する一般大衆および企業の反感が政治制度にも影響を与え初め、連邦議会や規制強化の行動を呼び起こしたことから、企業買収における資金調達市場の環境は急激に悪化した。ジャンク債市場の大手マーケットメーカーであったドレクセル・バーナムはやがて凋落の道を辿り始め、ジャンク債の保有者たちは「投資家の会合」でヘンリー・クラビスに対して不平をもらすようになり、数カ月前まであんなに KKR と取引したがっていた機関投資家や銀行も公然と敵対するようになった。

それでも、新 RJR ナビスコ社の僅かな成功は、若手ながら食品事業を率いるナビスコ部門のトップ、ジョン・グリーンアウス (John Greeniaus) によるところが大きい。グリーンアウスは KKR による買収で旧経営陣が一掃された中で、バイアウト前から生き残った前上級管理職 3 名のうちの一人である。ナビスコ部門に自ら課した売上高と収益への高い期待を常に上回る業績を挙げたことから、彼の精力的行動力が証明されている。一方、RJR タバコ部門の実績は、KKR の当初の 5 年計画を下回っていた。KKR は喫煙が健康に及ぼすリスクへの一般大衆の高まる懸念を心配していたが、米国内でのタバコ売上高は予想以上の落込みを示し、低価格商品やノンブランド品の攻撃に押されてプレミアム商品の箱単位の価格に下方圧力が掛かっていた。RJR タバコ部門の米国内での市場シェアは引き続き合計 30% を維持しており、また海外の売上も急成長していたが、タバコ部門の責任者たちはナビスコ部門と比較すると、事業運営面での無駄を取り除くことにはあまり熱心でなかった。

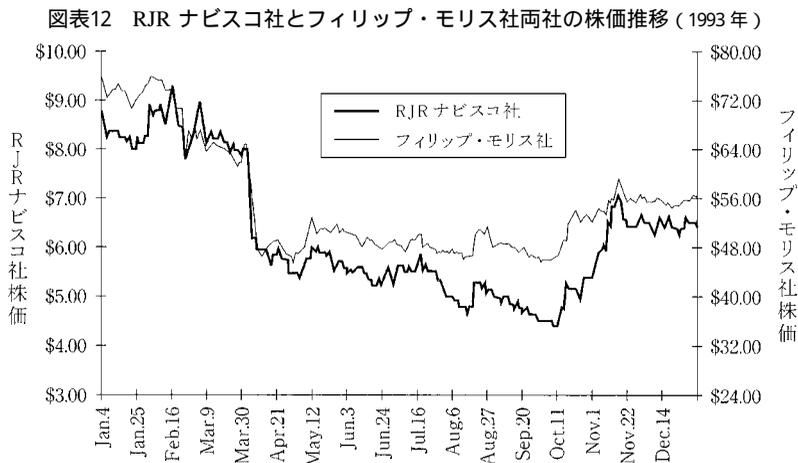
ところが、翌 1993 年になると再び危機が訪れた。今回は投資効率の希薄化を招いた 1991 年のリストラクチャリングよりも、KKR の出資者に

とって更に有害なものであった。価格競争はタバコ業界では日常茶飯事となり、低価格品やノンブランド品がブランド商品の市場を侵食しはじめた。1993年4月2日はタバコ業界の歴史上において、「マールボロ金曜日」（“Marlboro Friday”）として語られるようになった日であり、業界のリーダーであるフィリップ・モリス社がその人気ブランドである「マールボロ」を20%、すなわち一箱当たり40セントも引下げたのである。値下げは低価格品を狙い撃ちしたものであったが、「マールボロ」の値下げの結果、フィリップ・モリス社はRJR ナビスコ社のプレミアム品、ノンブランド品双方からシェアを奪い取り、現実には市場シェアを拡大した。RJR ナビスコ社が代替的な戦略として追求していたのは、ノンブランド品の値上げを模索する一方で、プレミアム商品に関しては値段を据え置くというものであった。いずれにせよ、この戦略はタバコ業界全体の収益性に悪影響を与えた上に、RJR ナビスコ社の犠牲の下でフィリップ・モリス社のシェアを長期的に増加させるのに有効であったことは疑い様のない事実であった。

その悪影響は、図表12に見るように、即座にウォール街の株価に現れた。フィリップ・モリス社の株価は下落し、その時価総額は引け値で130億ドルも減少してしまった。RJR ナビスコ社の株価は寄付きの8ドルから6.75ドルに下落し、その後も落ち続け、そして一週間後には株価は26%下落した。フィリップ・モリス社の株価は56ドル前後で下げ止まったが、RJR ナビスコ社の株価は回復しなかった。1993年5月初旬にはその株価は55ドルとなって下落率は32%となり、その後2年間、RJR ナビスコ社の株価はこの水準で低迷を続けることになったのである。

この厳しい市場の根底には、RJR ナビスコ社のタバコ事業を取り巻く厳然たる現実への認識が存在していた。同社のタバコ部門の利益は、1993年には43%も下落し会社全体の営業利益に大きな悪影響を及ぼし、同社の営業利益は28億9,000万ドルから13億7,800万ドルに急減した。パイ

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）



（出所）G・P・ベーカー&G・D・スミス著、岩村 充監訳『レバレッジド・バイアウト』東洋経済新報社、2000年・p. 168.

アウト以降、負債総額をほぼ半分に縮小させたにもかかわらず、スタンダード&プアーズは1993年の秋に同社をクレジットウォッチの対象として格下げの可能性を示唆し、RJR ナビスコ社はこれに対応して雇用者の10%の人員削減を実施した。これら一連の困難な状況は、市場でマールポロ金曜日の余韻覚めやらぬ時期にルイス・ガズナがIBMに引き抜かれて1993年に同社を去った後、経営陣の交代に伴う経過期間内に更に悪化した。それは少なくとも、CEO交替の時期としては最悪のタイミングであった。しかしながら、KKRはすばやく後任者を見つけ出し、チャールズ・M・ハーパー（Charles M. Harper）を後任に据えた。ハーパーはコンアグラ（ConAgra）社の前経営トップとして評判の良い経営者であり、KKRは彼がベアトリス社の資産を購入した際に知遇を得たものであった。

ところが、再び順調な航海への期待は環境の更なる悪化により妨げられることになる。タバコに対する社会的抵抗は、いまだかつてない勢いで政治的に影響を及ぼすようになっていた。立法および規制を通じた対抗手段

はタバコの売上に対して深刻な脅威となり、タバコ訴訟事件では原告側が敗訴を続けていたが、同時にタバコの間接的喫煙の害とニコチン中毒に関する新たな証拠が不安心理をかきたてていたのである。RJR ナビスコ社を含む業界全体が包囲攻撃にさらされていたのであり、国内のタバコ売上は低迷を続け、一箱当たりの単価もマールボロ金曜日の水準を下回ったまままで推移していた。海外における売上増加の期待を除けば、タバコ部門を覆っている暗雲は永続的なもののように思われ始めた。

この5年間以上の期間にわたって、ジャンク債市場の崩壊、マールボロ金曜日、喫煙に対する社会的圧力の増大といった絶え間ない不運な出来事のために、KKR の最大規模の案件が最も大きな頭痛の種となってしまうていた。タバコ業界における競争の激化と社会的な圧力増大の複合要因が、RJR ナビスコ社の不稼動資産の売却、経営規律の改善、営業効率化による株式価値の向上努力を妨げた。そして食品部門であるナビスコの業績は予想をあらゆる面で上回るものであったにもかかわらず、その価値をタバコ事業の制約から分離しようとする試みは全て成功しなかったのである。

## 5. 結語

我々は、R・J・レイノルズ社の1970 - 1980年代における衰退過程を、市場細分化に対する製品革新の失敗、経営多角化の失敗、LBOによるM&A戦略の失敗、以上3つの要因との関連で検討してきた。これまでの既述内容を簡単に要約し、それらに対する若干のコメントを加えておくことにしよう。

1. 1971年にラジオ・テレビでの宣伝禁止がなされて以後、禁煙運動に対する世間の関心は減り、皮肉にも1970年代前半のシガレット売上は緩慢ながらも着実に増加していた。タバコ業界は、低タール・低ニコチン・シガレットという革新的な製品を開発してこの売上増加を支えた。1950年代にフィルター製品が果たした役割を、1970年代には低タール製品が

務めたのである。1979年までに、低タール・低ニコチン・シガレットの売上は米国シガレット販売数量の50%近くを占めるようになり、フィリップ・モリス社の「メリット」(1976年発売)は1979年の1年だけで売上を25%以上伸ばし、同年の売上順位は第8位となった。これに対し、RJR社の低タール・シガレットに対する取組みは消極的で、1969年発売の「ドローラル」、1970年発売の「バンテージ」もたいした成果を上げることはできなかった。これは、同社がフィルター革命の中核製品となった「ウィンストン」や「セイラム」の過去の成功体験に強く固執したためと思われる。

フィリップ・モリス社のジョセフ・カルマン三世 (Joseph Cullman III. 1957 - 1967年: 社長, 1967 - 1978年: 会長) は、タバコについて謝罪するどころか、心の健康面での「喫煙のプラス効果」を指摘して、喫煙を支持する理念を断固たる態度で主張したが、RJR社の経営幹部は、1970年代頃から自分達の製品に次第に自信を失い始め、それを単なる金儲けの手段としか考えなくなると云われている。1971年、RJR社の会長コリン・ストークスは、タバコ事業から撤退することで株主の利益が増えるのであれば、それはそれでよいと述べ、挑戦的ともいえる喫煙文化が経営陣のフロアに満ち溢れ、強力な基本理念で結びついた求心力をもつフィリップ・モリス社とは対照的であった。

しかし1960年当時、RJR社は米国タバコ業界で最大の市場シェアを握り(32.1%)、収益性も最も高かったが、フィリップ・モリス社とは言えば、業界第6位の目立たない企業で、シェアは10%にも満たない9.4%に過ぎなかった。追う立場のフィリップ・モリス社は、タバコ業界のゼネラル・モーターズになるという大胆な目標を掲げ、1970年に第4位(16.8%)、翌1971年には第2位(18.2%)に躍進し、その後も順位とシェアを飛躍的に拡大させ、1976年には「マールポロ」が「ウィンストン」から全米ベストセラーの地位を奪い、最後には1983年、長年の業界リーダーであったRJR社をトップの座から引き摺り下ろすまでになった。この同じ時期

に、RJR 社はお高くとまった名門クラブのような雰囲気、動きは鈍く、はっきりした目標は無いまま、株主に高い配当を提供することだけを考えていた。両社の製品開発における成功・失敗の要因としては、こうした2社の経営風土の違いも指摘できるものと思われる。

2. RJR 社は、当初は非常に慎重に経営の多角化を始めた。まず、同社のシガレット用にのみ製造していたアルミ箔製造部門を切り離してアルチュア・アルミニウム社という子会社を設立し、1958年、この会社にレイノルズ社以外の顧客に対する包装材料の製造・販売を許した。次いで1963年、RJR 社は初めてタバコ事業以外の会社であるハワイアン・パンチ社を買取り、2年後には、ペニック&フォード社を買収した。さらに異民族系の食品会社、すなわち、中国系のチャン・キング社およびメキシコ系のパティオ・フーズ社を獲得したが、RJR 社では、シガレットでの巧みな市場技術は食品にも容易に適用できるものと確信されていたようである。こうして食品分野での基盤を固めた後、RJR 社は自社の伝統的業務分野を完全に逸脱した積極的な多角化に乗り出すことになる。まず1969年、急速な伸びを示していた海運業の見通しは良好と判断して、RJR 社は約2億ドルで世界最大のコンテナ貨物海運業者のシーランド・サービス社を獲得した。RJR 社の大胆な経営多角化の波は続き、シーランド社の船隊のために石油資源に目をつけて、1970年に5,500万ドルを投じてアミノイル社を買収した。また同じ年、かくも経営を多角化した企業にとっては R. J. Reynolds Tobacco 社というのはもはや適当ではないと判断し、役員達は社名を R. J. Reynolds Industries 社と変更することに賛成し、自分達はもはや単なるタバコ業者ではないと公言した。

1973年以降、RJR 社の経営陣が一新された。新取締役会長のコリン・ストークスは社内で約40年間もタバコ事業を体験していたが、しかし、実権はまもなくポール・スティクトの手中に収められた。スティクトは、百貨店連盟の会長の座を早期退職し、RJR 社の新社長に就任した人物で、

熟練の販売担当責任者であった。スティクトは、社外から営業担当重役らを選び、各部門に対する統率を今までより集中化し、巨額なタバコ資本をタバコ以外の事業子会社に注ぎ込んだ。1979年にストークスが退職した際にスティクトは取締役会長（CEO）となり、RJR社の歴史の中で初めて、シガレット関係から昇進した重役が1人もいなくなった。RJR社では、タバコ部門での苦戦に加えて、問題は石油部門のアミノイル社と海運のシーランド社に集中していた。さらに、同社の食品部門でも1979年のデルモンテ社の買収、1982年のヒュ ブライン社の買収が続いたが、海外シガレット戦争での弱点解消の決め手となる1981年春のロスマンズ社買収合戦に敗北を帰すなど、本業と市場および技術的に無関連な多角化の推進は、結局 RJR 社の経営にプラスとはならなかったのである。

3. 『ビジョナリー・カンパニー：時代を超える生存の原則』（山岡洋一訳、日経 BP 出版センター、1995年）の著者ジェームズ・C・コリンズとジェリー・I・ポラスは、ビジョナリー・カンパニーが比較対象企業よりはるかに、社内の人材を育成し、昇進させ、経営者としての資質を持った人材を注意深く選択していること、ビジョナリー・カンパニーは比較対象企業と比べて、社外の人材を経営者として雇用する確立が6分の1しかなかったこと、そして実際に、比較対象企業には、ビジョナリー・カンパニーの「経営者の継続性をもたらす好循環（基本理念の維持）」とは対照的なパターンが共通して見られ、彼らはこれを「経営者の断絶と救世主の悪循環」と呼んでいること等を指摘していた。

RJR社は、1970年代以降にこれと全く同じ問題に直面して苦闘していた。社外取締役でフェデレーテッド百貨店前社長のポール・スティクトが、「既に決まっていた後継者への後継計画を覆すのに一役買い、そのあとに上手く立ち回って社長になった。」スティクトはCEOになり、経営陣のほとんどを部外者に入れ替え、これら素人経営者たちが、シガレットの製品開発や過度の経営多角化に失敗したことは既に述べた。さらに、同社の

伝統を考えればまったくのよそ者と言えるロス・ジョンソンが、1985年のナビスコ・ブランド社の買収によって経営陣に加わり、次に CEO になって、経営史の中でもとりわけ有名な LBO による M&A 戦略の失敗を招いた。ブライアン・パローとジョン・ヘルヤーの『野蛮な来訪者：RJR ナビスコの陥落（上・下）』（鈴木敦之訳、日本放送出版協会、1990年）にみごとに描かれているように、結局、LBO 専門業者の KKR がジャンク債などで調達した資金で同社を買収して、ジョンソンの時代は終わり、KKR がまたもや社外の人材を CEO に据えることになったのである。

比較対象企業は動きが遅く、臆病なだけでなく、決定的な時期に経営陣が将来への投資を怠ったり、もっと悪い場合には、甘い汁を吸ったりするケースが少なくない。その典型的な事例は、米国シガレット産業の首位奪還が展開されつつあった 1980 年代、フィリップ・モリス社がトップの座を目指して執拗に投資を進めていたときに見られ、ライバルの RJR 社ではロス・ジョンソンが CEO 時代、会社を利用して自分の力を強め、金持ちになることばかりを考えていた。社用機を何機も買い（「RJR 空軍」と呼ばれた）、高価な格納庫を建設し（「社用機格納庫のタージマハル」と呼ばれた）、必要もないのに豪華な本社ビルを建て（「ガラスの動物園」と呼ばれた）、値段の張るアンティークの家具や有名な美術品でオフィスを飾り立て（ある美術商は「予算の制限がない会社というのは、ここがはじめてだ」と述べていた）、たいして宣伝効果があるとも思えないスポーツ・イベントを主催し、有名なスポーツ選手のスポンサーになった。ジョンソン時代は 1985 - 1989 年と極めて短いものであったが、RJR 社にとってはこの期間に同社の衰退が確定的となり、それはまことに不運な時代であったと言えるであろう。

参 考 文 献

- Nannie May Tilley, *The R. J. Reynolds Tobacco Company*, The University of North Carolina Press, 1985.
- 長谷正視訳『R・J・レイノルズたばこ社史』（財）たばこ総合研究センター，1992年。
- Jay P. Pederson edit., *International Directory of Company Histories*, volume 30, St. James Press, 2000.
- Richard Kluger, *Ashes to Ashes, America's Hundred-Year Cigarette War, the Public Health, and the Unabashed Triumph of Philip Morris*, Alfred Knopf Inc., 1996.
- たばこ総合研究センター訳『灰から灰へ フィリップ・モリス経営史と米国喫煙健康問題史』（上・中・下）（財）たばこ総合研究センター，2002年。
- 衣笠 巧著『どうなる日本のたばこ産業』ビジネス社，1989年。
- 山口一臣著『アメリカ食品製造業発展史 独占規制と環境規制の展開』千倉書房，2003年。
- Robert H. Miles, *Coffin Nails and Corporate Strategies*, Prentice Hall, Inc., 1982.
- 鶴淵幸雄稿「The Titanic Couldn't Sink, 複合組織の戦略的組織適応について」上・中・下，たばこ総合研究センター『TASC Monthly』1983年12月，1984年1月，3月。
- William R. Finger edit., *The Tobacco Industry in Transition Policies for the 1980s*, North Carolina Center for Public Policy Research, Inc., 1981.
- たばこ総合研究センター訳『過渡期にあるたばこ産業 1980年代への対処』TASC 資料 82TCO11，1982年。
- W. Cahn, *Out of the Cracker Barrel : The Nabisco Story from Animal Crackers to ZuZus*, Simon and Schuster, 1969.
- 青木幸弘，岸 志津江，田中 洋編著『ブランド構築と広告戦略』日本経済新聞社，2000年。
- Bryan Burrough and John Helyar, *Barbarians at the Gate, The Fall of RJR Nabisco*, Harper & Row, Publishers, Inc., 1990.
- 鈴木敦之訳『野蛮な来訪者：RJR ナビスコの陥落（上・下）』日本放送出版協会，1990年。
- 松井和夫著『M & A 20世紀の錬金術』講談社現代新書，1991年。
- Sarah Bartlett, *The Money Machine*, Warner Books, 1992.
- 前田俊一訳『リストラのプロフェッショナル ドキュメント KKR 富と権

R・J・レイノルズ社の衰退（1970 - 1980 年代）

力の構図』ダイヤモンド社，1994 年。

George Anders, *The Merchants of Debt : KKR and the Mortgaging of American Business*, Basic Books, 1992.

近藤博之訳『マネーゲームの達人 金融帝国 KKR の物語』ダイヤモンド社，1993 年。

George P. Baker and George Davis Smith, *The New Financial Capitalists—Kohlberg kravis Roberts and the Creation of Corporate Value*, Cambridge University Press, 1998.

岩村 充監訳，日本債券信用銀行・金融技法研究会訳『レバレッジド・バイアウト：KKR と企業価値創造』東洋経済新報社，2000 年。

James C. Collins & Jerry I. Porras, *Built to Last, Successful Habits of Visionary Companies*, Harper Business, 1994.

山岡洋一訳『ビジョナリー・カンパニー：時代を超える生存の原則』日経 BP 出版センター，1995 年。