



慶應義塾大学ビジネス・スクール

三菱商事株式会社—ACC

1990年1月、三菱商事は、アリスティック・ケミカル・コーポレーションの若干名の経営陣とともに、アリスティック・ケミカル社を買収することを検討していた。三菱商事としては、第二次提案として、買収価格を1株27ドルに引き上げていた。しかし、対抗相手は、ハンツマン氏とGEプラスチック社であった。

一方、三菱商事は、アリスティック・ケミカル社の買収に成功する場合に備えて、そのための資金調達を検討するとともに、三菱系化学メーカー4社との協力関係を模索することにしていった。

三菱商事のM & A事業

三菱商事は、1990年代に向けて、新しい事業の核を育成することにしていった。その一環として、三菱商事は、企業買収の仲介業務等を進めることにした。すなわち、1987年には、資本市場部内にM&A顧問業務チームをスタートさせるとともに、アメリカにMICコンサルティング社を設立した。これら新組織は、同じ年に、三菱鉱業セメントによるカイザー・セメントの買収(3億ドル)をまとめた。1989年4月には、M&A顧問業務チームを企業情報部に昇格させ、プロフィット・センターと位置付けていた。¹そして、1989年12月までの間に、30件を超えるM&A取引を仲介した。さらに、MICコンサルティングは、1989年3月に、SECから非金融機関の日系企業としては初めて、M&Aに限定した証券委託売買業務の認可を得ていた。さらに、ロンドンにはMCFファイナンシャル・サービス(MCFS)を設立していた。三菱商事は、1990年代に向けて、この分野の事業を強化することにしていった。さらに、自社が経営するための事業としての企業買収も積極的に推進することにしていった。

三菱商事の金融子会社

三菱商事は、資本市場部を設け、資金運用を行っていた。また、1986年1月には、金融子会社エム・シー・ファイナンスを設立していた。エム・シー・ファイナンスは、三菱商事の子会社350社に総額1,900億円を融資しており、このほか融資可能資産として

¹ NF (1989年1月6日), p.1

このケースは、慶應義塾大学ビジネス・スクールでのクラス討議のため、同スクール教授鈴木貞彦が、公開資料をもとに、作成したものである。

このケースは経営の巧拙を例示するためのものではない。(1991年10月作成)

3,000億円を有していた。¹ 一方、ロンドンには、資金調達・運用のためにMCファイナンス（MCF）、オランダには、資金運用を目的としてMCIF、パナマにパンパシフィック・ベンチャーズを設立していた。このうち、MCFは、日系金融子会社としては、初めて、ユーロCP50億円（1988年12月）とユーロ円MTN（中期ノート）（1989年9月）を発行していた。1989年9月現在で30億ドルの運用資産をもっていた。現在は、ユーロCPプログラムで総額12億ドル、ユーロMTNプログラムで6億ドルの枠をもっていた。さらに、1990年2月には、親会社の保証なしでポンド建てCPプログラム1億ポンドの枠を設定することになっていた。²

ニューヨークでは、資金の調達・運用を目的として金融子会社MICを設立し、CP市場で確固たる地位を築いていた。1990年3月末にはCP残高を14億ドルに拡大する計画であった。³ また、販売金融の分野では、ミツビシ・アクセプタンス・カンパニー（MAC）をもち、4～5億ドルの融資残をもっていた。さらに、国際リース事業のスペクトラム・キャピタルを設立していた。

三菱商事の化学部門の強化

三菱商事では、21世紀は化学の時代であると見ていた。日本の化学市場だけを見ても、今後10年間に約70%の伸びを示して44兆円になるとの予想も出ていた。化学品の分野では、コモディティとスペシャリティとに大きく分類されており、これまでは、商社はコモディティ分野での取引が多かったが、三菱商事では今後はスペシャリティ分野も重視することになっていた。化学品のビジネスでは「ある製品の生産には必ず副産物が生じる」と言われており、主力製品だけでなく、副産物まで含めた幅広い取引をまとめる能力が必要となり、商社のコーディネート力を発揮できるチャンスが生まれると考えていた。⁴

このような状況の中で、三菱商事は、アメリカの化学メーカーであるアリスティック・ケミカル・コーポレーションの一部門について共同経営を検討したことがあったが、途中で交渉を中断していた。ところが、1989年11月、三菱商事は、アリスティック・ケミカル・コーポレーションの経営陣から、同社への資本参加などの協力の打診を受けた。

三菱商事としては、アリスティック・ケミカル社を買収できれば、三菱商事の世界的な販売・原料調達網を生かして化学品の事業展開を拡大できると判断した。特に、化学品では最大の生産・消費地であるアメリカに拠点を置くことは、世界的な展開にとって大きな意義をもつものと評価していた。また、現在、三菱商事は、化学品分野で、三井物産に連結ベースで3,000億円の差をつけられていたが、もし、このアリスティック・ケミカル社を買収できれば、三井物産との差を半分に縮小できるものと期待していた。⁵

¹ プレジデント（1990年7月）、p. 266

² NF（1990年2月22日）、p. 2

³ NF（1989年12月27日）、p. 1

⁴ 菱和（No. 120、平成2年夏号、1990年6月25日）、pp. 30-31

⁵ 週刊東洋経済（1990年2月24日）、p. 37

アリスティック・ケミカル社の概要

アリスティック・ケミカル・コーポレーションは、USスチールの化学部門を分離してピッツバーグに設立された会社であった。すなわち、USスチールは、コークス工場の化学副産物を持っていたが、1966年10月にUSSケミカル事業部を設け、化学製品の生産と販売を行うことになった。1986年12月、USX（USスチールの新社名）は、新子会社アリスティック・ケミカル・コーポレーションを設立して、USSケミカル事業部の資産と負債のほぼ全てを移転した。なお、この際には、USXとその子会社のテネコ社の合併会社TENN-USケミカル社に対するUSXの株式持ち分は除外された。

ところで、この移転の対価として、アリスティック・ケミカル社は、USXに、約30.95百万株を額面1ドルで発行した。同日に、アリスティック・ケミカル社は、USXから約8.45百万株を1株17.75ドル、合計150百万ドルで買い戻した。その上で、アリスティック・ケミカル社は、1986年11月に株式を公開して、所有株式を1株17.75ドルで公募形式で売り出した。その公開に際して、USXは、全所有株式数22.5百万株を放出して399.375百万ドルを受け取った。また、アリスティック・ケミカル社は、その際の超過応募者に対して3.375百万株を売り出して約59.9百万ドルを受け取った。

独立後、1988年1月には、オルフィン工場（ヒューストン）のほぼ全ての資産と負債をモービル・ケミカル社（モービル石油の子会社）に70百万ドルで売却した。現在、アリスティック・ケミカル社は、ポリプロピレンの生産に必要となるプロピレンの一部をモービル石油から購入していた。その後、アリスティック・ケミカル社は、二塩基、アルコール、不飽和ポリエステル樹脂および可塑剤事業を売却したい旨を発表した。

一方、アリスティック・ケミカル社は、独立後も、TENN-USケミカル社の運営を委託されて、その運営に費やした費用を受け取っていた。また、1986年12月からは、その製品の全てを購入していた。しかし、1988年9月には、アリスティック・ケミカル社は、TENN-USケミカル事業の所有権を、USXとシップ・チャンネル・ケミカルズ社（テネコ社の子会社）から133百万ドルで取得した。

ところで、独立後、化学業界の国内および輸出が強含みで推移したために、アリスティック・ケミカル社の売上高は1985年の789百万ドルから1988年の1,065百万ドルに増加した。同じ期間、純利益は20.5百万ドルから188百万ドルに増加した。しかし、1989年には、輸出市場は落ち込み、国内需要も軟化した。特に、最大商品であるポリプロピレンは、生産過剰による市場価格の下落の影響を大きく受け、アリスティック・ケミカル社の売上高と利益が大幅に減少した。

現在、アリスティック・ケミカル社は、8州において、ポリプロピレン樹脂2工場（生産能力335.7千トン）、不飽和ポリエステル5工場（生産能力104.3千トン）を含む合計11工場を有していた。それらの工場では、アクリル板、可塑剤、フェノール、アセトン、アリニン等も生産していた。特に、繊維強化プラスチック（FRP）の原料となる不飽和ポリエステルでは世界最大手であった。また、界面活性剤などの中間原料である2-エチルヘキサノールと、各種樹脂の強化などに使うアルファメチルスチレンでは、アメリカで最大の市場シェアを有していた。従業員数は約1,700人であった。

アリスティック・ケミカル社と 三菱商事との関係

ところで、1987年から1988年にかけて、三菱商事は、三菱瓦斯化学、三菱瓦斯化学
アメリカ・インターナショナルとともに、アリスティック・ケミカル社の代表に会って、 5
事業の一部の買収を交渉していた。当時、アリスティック・ケミカル社は、TENN-US
Sケミカル社（1988年9月以前は、USXとシップ・チャンネル社の合併会社）を運営して
いた。

1988年9月22日、三菱商事は、三菱瓦斯化学とともに、アリスティック・ケミカル社
との間で、letter of intentに調印した。それは、アリスティック・ケミカル社が、TE 10
NN-US Sケミカル社を買収するというオプションを行使して、TENN-US Sプロ
ジェクトの所有権をUSX社とシップ・チャンネル社から購入することになっており、その
購入が行われ次第、このletter of intentにより、三菱商事と三菱瓦斯化学が、その所有
権の50%の権利をアリスティック・ケミカル社から購入するというものであった。1988年
9月30日、アリスティック・ケミカル社は、USX社とシップ・チャンネル社から、TEN 15
N-US S社の所有権を取得した。そこで、10月から、三菱商事は、三菱瓦斯化学ととも
に、アリスティック・ケミカル社との間で、TENN-US Sプロジェクトについての交
渉を開始した。この交渉は1989年3月初めまで続いたものの、同じ頃、アリスティック・ケ
ミカル社が企業買収の打診を受けたため、この交渉は実質的な進展を見ず、中断すること
になった。¹ 20

一方、三菱油化は、1988年にアリスティック・ケミカル社の買収を検討していた。し
かし、「日本の化学メーカー単独では、ソロバン勘定が合わない」として、断念した。²

アリスティック・ケミカル社に対する 買収の動き

 25

1988年、アリスティック・ケミカル社の経営陣は、LBOを専門としている会社か
ら、経営陣が参加するLBOへの関心の有無の打診を受けた。しかし、経営陣は、そのよ
うな取引には興味がないと答えていた。一方、アリスティック・ケミカル社の経営陣は、
若干の製品ライン、とりわけ、二塩基とアルコール、可塑剤と不飽和ポリエステル樹脂の 30
事業の一部を売却することを検討していた。そして、経営陣は、第三者との間で、そのよ
うな製品ラインを巡って予備的な討議を始めた。しかし、この話し合いは、満足な進展を
みることなく、停止された。

1989年2月13日、アリスティック・ケミカル社の取締役会会長兼CEOのトーマス・
マーシャル氏は、ハンツマン・ケミカル・コーポレーションの取締役会会長のジョン・M 35
・ハンツマン氏からの要請で彼に会った。ハンツマン・ケミカル社はソートレーク・シ
ティに本部を置く石油化学メーカーであり、1980年代に入って積極的な企業買収によって
急成長している化学会社であった。ハンツマン氏は、マーシャル氏に対して、アリス

¹ NS (1990年1月18日), p. 2

² A (1990年1月18日), p. 8

ティック・ケミカル社の株式を取得するのに関心をもっていると伝えた。2月21日、ハンツマン氏は、アリスティック・ケミカル社に対して、1976年ハート・スコット・ロディノ反独占改善法に従って、買収前告知フォームを提出したことを、アリスティック・ケミカル社に知らせてきた。

このような状況のもとで、経営陣は、外部のアドバイザーとともに、アリスティック・ケミカル社がとるべき代替案の検討に入った。この検討の結果、3月20日および21日、取締役会は各種の対策をとった。それらは、2株に対する3株の株式分割、会社の定常的な四半期配当金を株式分割後の1株0.15ドルから0.25ドルに増配、自社株式買い戻しプログラムの増額、1人または1グループが発行済株式数の一定比率を取得した場合には特別な株式購入権を発動すること等であった。

特に、3月21日には、アリスティック・ケミカル社はレバレッジド・エクイティ・パティシペーション・プラン（EPP）を創設した。EPPは、アリスティック・ケミカル社から、転換優先株式を1株48.28ドルで1.243百万株買い取った。

三菱商事による打診

このような状況で、三菱商事は、3月に、ブラックストーン社を通じて、マーシャル氏とマストロ氏に接触をして、アリスティック・ケミカル社の株式の過半数を取得することの可能性について打診をした。しかし、マーシャル氏とマストロ氏は、この打診を断った。しかし、4月になって、三菱商事は、アリスティック・ケミカル社のアドバイザーであるシェアソン・リーマンから、TENN-US S事業部を買収したいのであれば、入札価格を提示するようにとの要請を受けた。そして、アリスティック・ケミカル社としては、TENN-US Sプロジェクトの所有権の50%を売却するという以前の案を、断念したことを明らかにした。

その結果、5月、三菱商事以外にも、この事業部の買収に関心を示している会社が明らかになった。それら関心を示した会社のうち、何社かは、アリスティック・ケミカル社とシェアソン・リーマンが作成した事業および財務情報を含む秘密覚書を希望していた。その覚書を希望する会社は、秘密保持協定を結ぶとともに、取締役会からの事前の書類による了解のない限り、アリスティック・ケミカル社の支配株式をその後2年間にわたって取得しないことが条件であった。その中の1社であるウェスレイ・キャピタル・コーポレーションは、アリスティック・ケミカル社の経営陣が参加するLBOの可能性を打診し、秘密協定を結んで上記の情報を入手した。また、フランスの化学会社であるオルケムS.A.も関心を示し、秘密協定を結んで、情報を入手した。

一方、これと並行して、1988年初め、アリスティック・ケミカル社は、ルイジアナ州でキューメン・フェノール工場を建設することを発表し、それについて合併事業を進めることを検討していた。この事業については、複数の会社がアリスティック・ケミカル社と討議したが、三井東圧化学も、IBJシュローダーをアドバイザーとして打診した。1989年5月から6月にかけて検討した結果、三井東圧は、単なる合併計画ではなく、アリスティック・ケミカル社のフェノールおよび関連製品事業の全所有権を取得することを提案した。しかし、アリスティック・ケミカル社の経営陣は、フェノールおよび関連製品事業の全てを売却する意思はなかった。このため、三井東圧はこの件について、それ以上の

話を進めなかった。

アリスティック・ケミカル社に対する買収の動き

5月16日の取締役会の後、アリスティック・ケミカル社は、ワッサースタイン・ペレラ社のジョセフ・ペレラ氏からの打診を受けた。彼は、オルケム社がTENN-USA 5
事業部の買収ではなく、アリスティック・ケミカル社を買収することに関心をもっている旨を伝えてきた。しかし、具体的な取引内容については議論しなかった。

ところが、6月1日、ハンツマン氏とその他の投資家グループがスケジュール13D 10
を証券取引委員会に提出して、2,377,175株、発行済株式総数の7.1%を所有している旨を明らかにした。さらに、6月2日に提出された訂正書では、ハンツマン・グループはさらに25,000株を買い増して、その持株比率を7.2%にしたことが明らかになった。一方、マーシャル氏は、スターリング・ケミカル社の社長兼CEOのJ.ヴァージル・ワゴナー氏から電話を受け取ったが、その内容は、スターリング社とアリスティック・ケミカル社との合併案を検討するために、会いたいというものであった。しかし、マーシャル氏は、スターリング社との合併案には関心がないと伝えた。 15

6月5日、ハイモント・インクの社長兼CEOのマイケル・ヘンドリックス氏がマーシャル氏に電話をしてきて、ハイモント社が、アリスティック・ケミカル社のポリプロピレン事業の買収に関心をもっていることと、若干のライセンスの問題について危惧していることを伝えてきた。ハイモント社はポリプロピレン樹脂、コンパウンドおよびアロイのメーカーであり、アリスティック・ケミカル社にライセンスを与えていた。 20

6月29日、マーシャル氏はハンツマン氏と会った。ハンツマン氏は、アリスティック・ケミカル社を買収したいとは語ったが、アリスティック・ケミカル社の経営陣の了解なしには、具体的な行動をとる気持ちはないと伝えた。

8月19日、アリスティック・ケミカル社は、二塩基等の事業部の潜在的な買い手との交渉を打ち切ることを発表した。その理由として、それら事業部について公正な価格が 25
提示されていないことを挙げていた。

8月24日、ハンツマン氏は、マーシャル氏に電話をして、オルケム社と共同でアリスティック・ケミカル社を買収することを検討していることを伝えた。しかし、8月29日になって、ハンツマン氏は、オルケム社との話し合いを続ける意思がないことを、マーシャル氏に伝えた。 30

8月から9月にかけて、アリスティック・ケミカル社の経営陣は、ウェスレイ・キャピタル社の代表者と会い、LBOの可能性について、財務的な観点から、ウェスレイ・キャピタル社の見解を求めた。ウェスレイ・キャピタル社の代表者は、マーシャル氏に対して、そのような取引は可能性であると述べた。

10月12日、ハンツマン氏は、ハンツマン・ホールディングス・コーポレーションが 35
支配しているバンスター・コーポレーションが、アリスティック・ケミカル社の株式を1株25ドルで現金で買収したい旨を書面の形で提案した。さらに、10月16日、アリスティック・ケミカル社は、ハンツマン氏からスケジュール13Dの修正書の写しを受け取った。そのなかで、ハンツマン・グループの所有株式が、2,720,675株、すなわち、発行済株式総数の8.4%、に増加していることを明らかになった。そこで、10月17日、アリスティック・ 40

ケミカル社では、最初のハンツマン提案を検討するために、取締役会を開いた。

アリスティック・ケミカル社の経営陣によるMBOの検討

10月17日の取締役会の後、マーシャル氏は、ウェスレイ・キャピタル社の代表者と会って、マネジメント・バイアウト（MBO）の可能性について話合った。10月遅く、ウェスレイ・キャピタル社に対して、アリスティック・ケミカル社に関する秘密情報（会社の経営陣の作成した財務予測を含む）を提供し、その情報に関する秘密保持協定を結んだ。このMBOに参加する経営陣は、次のような人々であった。

トーマス・マーシャル（61才）	取締役会会長兼CEO	10
クレイグ・R. アンダーソン（52才）	社長兼COO	
アンソニー・F. マストロ（50才）	執行副社長兼業務担当およびCFO	
チャールズ・W. ハミルトン（51才）	上級副社長兼中間ケミカル・スペシャリティ製品担当	
ディビッド・F. トゥシル（59才）	秘書役	15

その後、経営陣のうちMBOに参加する予定の人々とウェスレイ・キャピタル社の代表者は、資本構成や資金調達案の代替案について検討した。経営参加予定者は、ウェスレイ・キャピタル社に対して、MBOに関心のある会社に、興味の有無を打診することを要請した。

10月下旬から11月上旬にかけて、ウェスレイ・キャピタル社は、アリスティック・ケミカル社に関する秘密情報の写しを、秘密保持協定を結んだ上で、複数の会社に提供した。それら会社は、AIAアクイジッション・ファンディング、ワッサースタイン・ペレラ、IBJシュローダー、三井東圧、ローヌ・プーラン、ルトガーズヴェルクA.G.、ウェスレイ、住友商事、およびブラックストーンであった。

アリスティック・ケミカル社がハンツマン氏から第一次提案を受け取った後、三井東圧のアドバイザーとしてIBJシュローダー社の代表者が、アリスティック・ケミカル社の経営陣と接触をした。三井東圧は、アリスティック・ケミカル社の複数の事業に引き続き関心をもち、経営陣と、合併やその他の可能性について討議したいと示唆していた。しかし、その直後、三井東圧は、IBJシュローダーを通じて入手した秘密情報を検討し、「役員会にかけたが、利点が少ないと判断した」¹として、アリスティック・ケミカル社に対して、この取引を進めることに関心がない旨を伝えた。

三菱商事によるMBOの検討

11月3日、ウェスレイ社の代表者は、ブラックストーン社の代表者と接触をもった。そこで、アリスティック・ケミカル社の買収案を策定するために、MBOへの参加する予定の経営陣を支援するように要請された旨を示唆した。ウェスレイ社の代表者は、ブラックストーン社に対して、三菱商事に接触して、三菱商事がそのようなMBOに資本参加す

¹ N（1990年2月28日），p. 15

る意思があるかどうかを確認するように要請した。ウェスレイ社は、ブラックストーン社に対して、アリスティック・ケミカル社の経営陣が作成した予測と、ウェスレイ社が作成した資本構成再構築についての資料を提供した。

11月7日、この打診を受けて、三菱商事の代表者は、ウェスレイ社の代表者と会い、ウェスレイ案を検討した。さらに、ブラックストーン社とウェスレイ社の代表者も、会合をもって、ウェスレイ案を検討した。その結果、三菱商事は、ウェスレイ案以外の案を検討したいとして、その旨をブラックストーン社の代表者を通じて、マーシャル氏に伝えた。

これより先の11月6日、マーシャル氏は、三和銀行から書簡を、同行の顧客である帝人からの書簡とともに、受け取っていた。帝人は、その書簡のなかで、マーシャル氏と話し合いをもって、アリスティック・ケミカル社と帝人の子会社である帝人化学との間で、技術提携、少数株主としての投資、合併事業等を含めた緊密な事業関係をもつ方法を検討したいと述べていた。しかし、その後、三和銀行の代表者は、アリスティック・ケミカル社に対して、帝人がこの件について関心をもっていない旨を伝えた。

11月に入って、MBOへの参加予定の経営陣は、経営陣主導の取引に関心をもって
いるローヌ・プーランやルトガーズヴェルクを含む複数の会社と会った。ローヌ・プー
ランの代表者は、オハイオ州にあるハーヴァーヒルの工場について限られた範囲の見学を要
請し、見学を行った。その結果、ローヌ・プーランの代表者は、経営陣に対して、アリス
ティック・ケミカル社の事業の一部だけが欲しいので、アリスティック・ケミカル社の事
業の他の部分を、MBO取引が成立した後に売却する旨を伝えた。しかし、経営陣は、そ
のような取引には関心がない旨を伝えた。また、ルトガーズヴェルク社は、アリスティッ
ク・ケミカル社全体を買収するほどの大規模の取引には参加しない旨を伝えてきた。その
他の会社も、アリスティック・ケミカル社の製品ラインの一部に関心をもっているだけで
あった。しかし、経営陣は、アリスティック・ケミカル社の株主達が現金を受け取れるよ
うな経営陣主導のMBO取引だけを考えていることを伝えた。

このような他社の反応を見て、アリスティック・ケミカル社の経営陣は、三菱商事
とブラックストーン社との討議を継続することにした。アリスティック・ケミカル社の経
営陣は、自分達も株主となれるような形で会社の買収を行うことを希望していた。

ところが、11月に入って、住友商事の代表者もアリスティック・ケミカル社の代表
者と接触をもった。しかし、住友商事は、ポリプロピレン事業だけに関心をもっている
のであった。このため、アリスティック・ケミカル社の代表者は、もしその事業の売
却を考える場合には、住友商事に連絡することを伝えた。その後も、住友商事は、その
事業に対して、折りにふれて、非公式に関心がある旨を伝えていた。

11月17日、三菱商事は、ブラックストーン社の代表者とともに、ピッツバークに出
向いて、経営陣と会った。そこで、ウェスレイ案とは別のLBO案を検討した。三菱商事
は、アリスティック・ケミカル社についてデュー・ディリジェンスの精査を行うことにし
た。そのため、三菱商事は、ブラックストーン社とともに、秘密保持協定を結んだ。また、
この協定によって、その後1年間、取締役会の書面による同意がない限り、アリスティッ
ク・ケミカル社を買収、支配株式の取得をしないことにした。11月22日、三菱商事は、ブ
ラクストーン社の代表者とともに、アンダーソン氏とマストロ氏と会って、会社の長期的
な事業見通しについて検討した。

アリスティック・ケミカル社とハンツマン氏の価格交渉

これより先の11月10日、マーシャル氏はハンツマン氏に対して、価格を1株25ドルから引き上げることを検討しているのかを尋ねた。ハンツマン氏の答えは否定的であり、最初の提案に対しての資金手当てが済んでいると述べた。しかし、11月27日、マーシャル氏はハンツマン氏に、再び会った。そこで、マーシャル氏は、ハンツマン氏に対して、アリスティック・ケミカル社を買収することに関して、外国籍の複数の会社から照会がきていることを伝えた。この会合において、ハンツマン氏は、一両日中に、提示価格を引き上げることを表明した。

アリスティック・ケミカル社の価値についてのシェアソン・リーマンの評価

11月28日、アリスティック・ケミカル社の取締役会で、シェアソン・リーマンの代表者は、ハンツマン氏の第一次案である25ドルは、アリスティック・ケミカル社の株主にとって、財務的観点からみて、不十分な価格であることを分析した小冊子を配付した。

この小冊子では、アリスティック・ケミカル社の株価、ハンツマン氏の提示価格25ドルを分析し、それら株価をアリスティック・ケミカル社の基本および完全希薄化状態での1株当たり利益の倍数および簿価の倍数として示していた。また、アリスティック・ケミカル社の株主資本の市場価値および純利付負債を直近12カ月の売上高の倍数として示していた。このほか、利息・税金差引前の利益(EBIT)およびEBITプラス減価償却費、および1989年の推定売上高、EBIT、EBITプラス減価償却費、推定総資産マイナス現金についての数値も計算していた。シェアソン・リーマンはその倍数を、最近、ジョージア・ガルフ・コーポレーションに対して、NLインダストリー社が提示した価格、およびハイモント社に対してモンテエディソン社が合意した価格についての倍数とも比較していた。シェアソン・リーマンは、これら二つの取引は、直近の取引であり、事業の性格からみても、アリスティック・ケミカル社に適用できると見ていた。シェアソン・リーマンは、NLインダストリー社が提示した50ドル（この価格は、ジョージア・ガルフ社によって受け入れられなかった）に対して計算したジョージア・ガルフ社についての倍数を、アリスティック・ケミカル社の基本的な財務数字に適用していた。その結果、シェアソン・リーマンは、アリスティック・ケミカル社について、15.17ドルから54.21ドルの幅の理論価格を計算し、中間的な取引価格を24.58ドルとしていた。また、ハイモント社とモンテエディソン社との間で合意した価格について用いた手法と同じものを用いて、シェアソン・リーマンは、アリスティック・ケミカル社について、22.94ドルから48.45ドルの幅の理論価格を導き、中間価格を33.4ドルとしていた。

シェアソン・リーマンは、11月28日の小冊子において、1986年以降のコモディティ化学業界での数多くの取引を計算していたが、その資料についても取締役会で説明した。シェアソン・リーマンは、これらの数字が、長期間にわたってみると、アリスティック・ケミカル社の属する業界での取引においては、企業の価格は、売上高の約1倍という上限があることを示唆していると述べていた。ただし、シェアソン・リーマンは、類似会社の取引の際に支払われた価格の倍率は、数多くの市場要因、とりわけ、化学業界のサイクルの影響を受けて、長期の間では変動していることを指摘していた。

さらに、シェアソン・リーマンは、類似会社のいくつかの財務比率についての平均

値を計算していた。シェアソン・リーマンは、平均してみると会社の株価は、類似会社の株価の倍率よりも若干高いと結論していた。それは、一部には、会社について企業買収の投機的な動きがみられるからであろうと述べていた。これらの類似会社の倍率を、会社の基本的な財務数値に当てはめると、シェアソン・リーマンが算定した買収投機の影響を除いたアリスティック・ケミカル社の価格は、14.26ドルと27.00ドルとの間になり、平均価格は19.47ドルになるとのことであった。さらに、シェアソン・リーマンでは、コモデティ化学業界での買収の大部分は、買収取引の発表前の1カ月の対象会社の株価を30%~50%上回っていること、また、その30%~50%のプレミアムを買収情報に影響を受けていないと思われる市場価値に加算した場合には、支配権の売買にあたってのアリスティック・ケミカル社の価値は、25.31ドルから29.20ドルになるであろうと説明した。シェアソン・リーマンは、その価値の幅の下限は、ハンツマン氏の第一次案である25ドルを若干上回る水準にあるし、上限はそのような価格を大幅に上回っている、と述べていた。

シェアソン・リーマンは、取締役会に対して、11月28日の小冊子に含まれている理論的なキャッシュ・フロー割引法についても説明した。この分析は、経営陣がシェアソン・リーマンに提出した予測に基づいて計算されており、シェアソン・リーマンは、その数字は妥当なものであると信じていた。シェアソン・リーマンは、5年間の現在価値分析と10年間の現在価値分析の両方を行っていた。その前提として、会社の最終価値としてBBITの5倍から7倍までの値を用いていた。その数字を算出した後に、シェアソン・リーマンは予想キャッシュ・フローを11%から15%までの幅の割引率で割り引くことによって、現在価値を計算していた。アリスティック・ケミカル社の現在の平均資本コストに近い13%の割引率を用いて計算した価値は、5年間のケースでは1株25.42ドルから31.38ドルとなり、10年間のケースでは、1株32.02ドルから36.06ドルになっていた。

シェアソン・リーマンは、アリスティック・ケミカル社の資本構成再構築の理論的な効果についても、特別配当として1株19ドルを一般株主に対して支払い、その分、アリスティック・ケミカル社のオフィサー、取締役、従業員が約19%から約34%にその持株比率を高める場合についても検討していた。しかし、シェアソン・リーマンは、直近の市場環境は、資本構成再構築を行うのにはあまり有利ではないことを認めていた。しかし、それにもかかわらず、シェアソン・リーマンは、そのような取引は、一般株主にとって、1株26ドル（すなわち、ハンツマン氏の提示価格よりも1株1ドル高）の価値をもたらすであろうと見ていた。しかも、その場合、アリスティック・ケミカル社側は、7年間の返済期間の先順位負債だけを負うだけで済み、インタレスト・カバレッジ比率も何とか耐えられる数字に収まることになっていた。シェアソン・リーマンは、現在の市場環境のもとでは、その種の取引または類似の取引は実行可能であると思っている旨を示唆した。しかし、シェアソン・リーマンは、彼らとしては、資本再構築案の場合でも、株主に対して1株26ドルを上回るような価値をもたらす案の可能性については検討していないと述べていた。その理由としては、彼らの分析は、これらの価値が、1株25ドルを上回れるかどうかを見るだけであり、資本構成再構築によって得ることの出来る最高の価値を決定するためのものではなかったからであると説明していた。シェアソン・リーマンは、株式のスタッフ（切り株、すなわち、特別配当を支払ったあとの株式）の価値を推定することは、それ自体不正確なものであると述べていた。しかし、それでも、シェアソン・リーマンとしては、11月28日

の小冊子のなかで計算していた7ドルという資本構成再構築の際のスタッフの価値は、妥当な値であると信じていると述べていた。シェアソン・リーマンは、アリスティック・ケミカル社が今後数年間に必要とする資本の金額は比較的少ないはずであり、もし現金が必要となる時でも、アリスティック・ケミカル社は売却可能な数多くの事業を有していると述べていた。シェアソン・リーマンによると、これらの条件は、資本構成再構築の際の潜在的な貸手にとって、安心感を与えるはずであると考えていた。また、このような条件のあることが、シェアソン・リーマンが資本構成再構築を現実的な代替案と結論していた理由の一つでもあった。

さらに、シェアソン・リーマンは、その意見を述べるにあたって、次のような検討を行っていた。すなわち、(1) 会社の過去の財務諸表の検討、(2) 会社が提供した財務予測の検討、(3) 会社の事業および見通しについて上級経営陣との検討、(4) 会社の営業実績およびその他財務情報を、シェアソン・リーマンが妥当と考えるいくつかの他の会社との比較、(5) 会社の株式についての取引状況を公開日から今日まで検討し、シェアソン・リーマンが識別した類似会社の過去の取引状況との比較、(6) 提案されている買収の財務条件を、シェアソン・リーマンが妥当とみなしている最近の他の事業合併事例との比較、そして、(7) シェアソン・リーマンが妥当とみなしているその他の分析、研究および調査、を行っていた。

シェアソン・リーマンは、自分達の意見を出すにあたって、財務およびその他情報の正確性と完全性を前提としていた。また、意見を出すにあたって、シェアソン・リーマンはアリスティック・ケミカル社の施設についての現場での調査を行わなかった。また、シェアソン・リーマンは、アリスティック・ケミカル社の資産について、評価や査定の結果を入手していなかった。加えて、アリスティック・ケミカル社は、シェアソン・リーマンに対して、会社の買収に関して、買い手を探索することを認めていなかった。また、シェアソン・リーマンは、彼らの意見は、市場、経済およびその他の条件を前提にして導いたものであり、1989年11月28日現在の意見であると述べていた。

シェアソン・リーマンは、11月28日現在の予測に基づいて、結論を出しており、ハンツマン氏の第一次案に示された1株25ドルという価格は、財務的な観点からみて、バンスターおよびその子会社以外の会社の株主達にとって、不十分であると結論していた。シェアソン・リーマンは、会社の具体的な価値については述べていなかったが、財務および比較分析によって、ハンツマン氏の価格は不十分であると判断していた。

ハンツマン氏の所有株式の増加

アリスティック・ケミカル社の取締役会は、シェアソン・リーマンの分析情報を参考にして、ハンツマン氏の最初の提案を拒否した。しかし、11月30日、ハンツマン・グループは、スケジュール13Dの修正書を提出した。そのなかで、ハンツマン・グループの所有株式が、2,815,675株、すなわち、発行済み株式総数の8.7%に増加したことを明らかにした。

三菱商事の交渉

1989年11月30日から12月9日までの期間で、三菱商事の各分野の人々が、アリスティック・ケミカル社の各種の施設において、大幅な事業・法律・会計上のデュー・デリジェンス精査を行うとともに、アリスティック・ケミカル社の数多くの経営陣に会った。

1990年1月5日から1月16日までの期間において、三菱商事の代表者は、経営参加予定者と株主協定およびアリスティック・ケミカル社を買収することについての条件の交渉に入った。この期間に、三菱商事は、銀行とも交渉を開始し、コミットメント・レターの条件について検討した。三菱商事は、銀行のコミットメント・レターを1月16日に受け取った。コミットメント・レターは、1月23日以前に借入が実行されなければ、東京時間の1月23日5:00PMに失効することになっていた。

1月16日、取締役会において、マーシャル氏は、経営陣が、三菱商事とともに、アリスティック・ケミカル社を買収することを提案した。その内容は、いくつかの条件付きで、株主が1株26ドルを現金で受け取るというものであった。一方、三菱商事の代表者は、アリスティック・ケミカル社に出向いて、買収案、コミットメント・レターおよび次のような書簡を、アリスティック・ケミカル社に手渡した。

私達は、貴社の上級経営陣の幾人かとともに、アリスティック・ケミカル・コーポレーションを1株26ドルで現金で買収することを提案します。

私達は、買収案の条件を記載した買収契約と買収計画の写しを同封します。この買収取引は、現金テNDER・オファーであり、現金による合併を行うこととなります。

私達は、資金をコミットする準備をしております。それに加えて、私達は、いくつかの商業銀行から、この提案を実行するのに十分な資金を受け取るというコミットメント付きで、通常の場合で資金を調達できる準備をしております。

この提案は、この日付から7日以内に確定契約を締結できるという条件付きで効力を発します。

私達は、提案の条件を、確定契約を締結するという観点から、この提案の条件を検討することを期待しています。

この三菱商事からの提案を受けて、取締役会は、特別委員会を設けて、利害相反の観点から、検討することを決定した。特別委員会は、ロバート・S・エバンスを会長として、ロナルド・E・コンプトン、ジョン・N・フィラーおよびチャールス・C・パリーによって構成されており、これらの人々は、会社の被雇用者でもなく、マネジメント・バイアウトへの参加経営者でもなかった。特別委員会はシェアソン・リーマンと財務顧問契約を結んだ。また、独立の法律顧問とも契約した。さらに、1月16日に、特別委員会は、次の手続きを速やかにとることに同意した。

(1) シェアソンリーマンは、ハンツマン氏に対して、三菱商事の最初の提案を知らせるとともに、彼に入札を促すこと。シェアソン・リーマンは、ハンツマン氏に対して、速やかに行動することの重要性を強調すること。特に、三菱商事の最初の提案の締切予定日を強調すること。

(2) シェアソン・リーマンは、三菱商事の最初の提案が出されるまでの探索の段階で経営陣参加者が接触した全ての会社のリストを入手すること。その後、シェアソン・リーマンは、これらの会社に接触をすること。また、会社を買収することに関心をもっているとシェアソン・リーマンが判断する他の会社に対しても接触し、入札を出す用意の有無を確認すること。

(3) 三菱商事が入手できた情報の全てを、シェアソン・リーマンは入手して、検討すること。シェアソン・リーマンは、潜在的な入札者に提供する情報をまとめること。関心のある者に対して、会社についての情報を提供し、適切な秘密契約を締結すること。

他の買収関心関係者との接触

1月16日の後、シェアソン・リーマンは、三菱商事のほか、ハンツマン・ホールディングス、GEプラスチックおよびその他46の関係者と接触をもった。その46の関係者のなかから、12社がアリスティック・ケミカル社についての情報を受け取りたい旨を示唆して、シェアソン・リーマンから公開情報と秘密契約の書式を受け取った。また、12社のうち5社が、秘密契約を締結して、会社の秘密予測情報を受け取った。その5社は、ハイモント、アシュランド・オイル、オクシデンタル・ペトロリアム、スターリングおよびオーエンス・コーニング・ファイバークラス・コーブであった。しかし、いずれの会社もアリスティック・ケミカル社全体を買収することに関心のあることを示唆しなかったし、会社の全部または一部についての価格を提示しなかった。

1月16日の取締役会および特別委員会の後、ラザール・フレールのドッド・フレザー氏が、アリスティック・ケミカル社の代表者に接触をしてきた。そして、顧客の名前を伏せたままで、アリスティック・ケミカル社のアクリル・シート事業に関心があることを表明した。アリスティック・ケミカル社の代表者は、もし会社がその事業を売却することを決めた場合には、フレザー氏に連絡する旨を回答した。

1月19日、ハンツマン氏からの手紙が特別委員会に配付された。その手紙で、ハンツマン氏は、1株25ドルを超える価格を新たに提示することを示唆した。ハンツマン・ホールディングスは、新しい提案を、翌週または10日以内に提示できると示唆していた。このため、特別委員会は、三菱商事に対して、最初の提案の締切予定日を1月30日まで延長することを要請した。三菱商事は、1月19日にその要請を受け取ったが、それには同意しなかった。三菱商事は、特別委員会の代表者と協議したが、合意には達しなかった。

ハンツマン氏への対応

1月19日の手紙において、ハンツマン氏は、三菱商事に提供した資料の全てをハンツマン・ホールディングス社に提供するように要請した。1月19日も遅くなって、この要請に応ずるために、特別委員会の法律顧問は、秘密契約案をハンツマン・ホールディングス社に示し、1月24日に契約を結んだ。

この秘密契約によって、アリスティック・ケミカル社の取締役会の事前の書面による同意がない限り、1年間にわたって、ハンツマン・ホールディングスまたはその子会社の何れも会社のいかなる支配株式（直接または投票株式を取得するオプションについての

間接権利)をテnder・オッファーや株式交換、合併、統合、または発行済み株式(ハンツマン・ホールディング社とその子会社が所有する株式以外)の全てを取得する類似の方法以外には、取得、または取得することを申し出たり、または、同意したりしないことが決められた。このほか、アリスティック・ケミカル社の資産の全てまたはほぼ全てを、1株25ドルを超える価格で、取得すること以外のオッファーも禁止された。これらの現状維持規定は、会社の支配(現在の取締役会の過半数が変化した場合)に変化が起きた時に終了することになっていた。

三菱商事の交渉

1月22日の週、三菱商事とともに、ブラックストーンは、LBOに出資することに同意した。1月23日、特別委員会の締切日延期の要請に応じて、三菱商事は、手紙をアリスティック・ケミカル社に送って、最初の提示の締切日を1月30日まで延期することを表明した。その際、最近化学業界の利益が弱含みとなり、資本市場が乱高下しているので、三菱商事としては、最終的な合併契約が1月30日までに締結されることが必須であると考えており、それ以上締切日を延期する予定のないことを述べた。同日、三菱商事、銀行からコミットメント・レターの条件を1月30日まで延期するとの手紙を受け取った。

1月24日、特別委員会は、シェアソン・リーマンに対して、アリスティック・ケミカル社の買収を26ドルを超える価格での提案を受け付ける旨を許可したこと、そして、そのような入札を受け付ける締切日を1月29日午後5:00としたことを発表した。特別委員会は、その日までに受け付けた全ての提案を検討し、その中から一つの提案を承認して、その提案が取締役会で承認されるように推奨することを示唆した。ただ、取締役会は、その提案を承認しないこともあると述べた。その場合には、特別委員会は、時間を追加して、関係者からの提案を引き続き勧誘することを述べた。さらに、特別委員会は、提案が26ドルを上回るものでない場合には、既定の路線を進むとも述べた。特別委員会は、三菱商事とハンツマン・ホールディングス社に対して、将来の提案を提出するための基礎条件を示した手紙を送った。

GEプラスチック社の参加

1月25日、エバンス氏は、ハンツマン氏と会った。この会合において、ハンツマン氏はエバンス氏に対して、GEプラスチック社がアリスティック・ケミカル社の買収について、ハンツマン・ホールディングス社と共同で行動することに同意したことを伝えた。GEプラスチック社は、ゼネラル・エレクトロニクス社の化学部門子会社であった。GEプラスチック社は、ハンツマン社とは高密度ポリスチレンを共同で事業化していた。また、GEプラスチック社は、アリスティック・ケミカル社の高機能樹脂原料となるビスフェノールA事業に関心をもっており、ハンツマン社がアリスティック・ケミカル社を買収した場合には、特定の事業部門で協力したいとのことであった。しかし、ハンツマン・ホールディングス社とGEプラスチック社は、買収監査を行うためには、もっと時間が欲しいことを伝えた。1月26日、エバンス氏は、ハンツマン氏から、次のような内容の手紙を受け取った。

私は、アリスティック・ケミカル・コーポレーションの取締役会の特別委員会の会長としての資格の貴殿にお会いする機会を得たことを感謝いたしております。この手紙は、ハンツマン・ホールディングス・コーポレーションが、現在GEプラスチック社と、アリスティックの資産の一部に関する合併事業を組むことについて、作業を進めていることを確認するものです。この合併事業は、ハンツマン・ホールディングス・コーポレーションがそのオファーを高めることを容易にするものと思います。

御存じのように、ハンツマン・ホールディングス・コーポレーションは、昨日、買収監査を開始することを許可されたばかりです。不幸にも、貴殿の1月24日の手紙で示された入札の締切日である1月29日午後5時は、私達に必要な検討を行うのに十分な機会を与えてくれません。三菱商事とアリスティック社の経営陣が長い期間をかけてアリスティック社を完全に検討したことに鑑みて、公正の観点から、私達にも妥当な買収監査の期間が与えられることを期待します。

GEプラスチック社との合併事業を完了するとともに、ハンツマン・ホールディングス・コーポレーションが入札価格を引き上げることを可能にするために、ハンツマンおよびGEプラスチック社はアリスティックの妥当な買収監査を行う機会を必要としています。私達は、これらの会社は、適切な検討を行うのには2月20日までの時間が必要であると思います。また、私達は、そのような検討の余地が与えられるならば、ハンツマン・ホールディングス・グループは1株26ドルを上回る入札ができるものと思っています。

私は、特別委員会から、出来るだけ速やかに回答を頂き、アリスティックの買収監査検討を真剣に行うことができることを望んでおります。

1月26日の特別委員会において、特別委員会は、ハンツマン氏から出されていた入札提示のための締切日をさらに延期することを検討した。その日も遅くなって、会合の後、特別委員会の指示で、エバンス氏はハンツマン氏に対して、次のような内容の手紙を送った。

1月25日付けの手紙を今朝受け取りました。アリスティック・ケミカル・コーポレーションの取締役会の特別委員会は、今日の午後、会合をもって現在の状況を検討しました。委員会は、ハンツマン・ホールディング・コーポレーションとGEプラスチックがアリスティックについて1株26ドルを上回る価格を提示できるかもしれないということを歓迎します。

しかし、委員会は、午後5時の締切時間を延長することに対する貴殿からの要請に若干驚いています。なぜなら、1月29日の締切日は、貴殿の1月19日の手紙によって提案された「1週間から10日」という期間を与えて、貴殿のスケジュールを満たすために設定した日であるからです。

検討した後、委員会は、現在の時点では、1月29日の締切日を延長しないことに決定しました。それは、貴殿も御存じのように、経営陣および三菱商事によって出されている提案は1月30日に期間が切れるという事実があるからです。締切日までに出される提案を検討し、そのような提案の条件を考慮して、委員会は提案を受け入れ

るか、あるいは、追加提案を受け入れるかを決定します。

その検討において、委員会は、貴殿およびGEプラスチックからの提案を考慮にいます。委員会は、各入札者に対して締切日までに最良の価格を提出するとともに、現実的にみて最も詳細で具体的な提案をされることを望みます。各提案は、予定の提示価格、提案の条件を記述していることが必要です。委員会は、貴殿の1月25日の手紙のなかで述べられていたのよりもっと具体的な提案を出されることをお勧めします。さもなければ、貴殿の最も最近の提案が委員会の検討対象になります。

委員会は、ハンツマン・ホールディングスが買収監査を速やかに開始し、また利用できる資源を十分に活用されるものと信じております。アリスティックのオフィサーおよび従業員は貴殿の買収監査に協力することを指示されており、私達は、彼らがこれらの指示にしたがっているかを監督しています。もし、私達の指示が守られていないと貴殿が思った時には、委員会の法律顧問に連絡ください。委員会としては貴殿がそのような協力を得られるように努めることとします。

1月26日の会合において、特別委員会も、アリスティック・ケミカル社を26ドルを上回る価格で買収しようとする提案を勧誘する努力をしている状況を検討した。シェアソン・リーマンは、多くの潜在的買収者からの提案を勧誘していたものの、アリスティック・ケミカル社全体を買収するのに関心のある関係者はまだ誰もいないことを示唆していた。また、シェアソン・リーマンの意見では、高利回り負債市場が引き続き弱含みで推移していることが、資本構成再構築をしてもアリスティック・ケミカル社の株主に対して、1株26ドルを上回る価値をもたらすことの可能性を低くしていると説明していた。

三菱商事による買収価格の引き上げ

1月29日の朝、三菱商事の代表者は特別委員会の代表者と会った。この会合において、特別委員会の代表者は、三菱商事が提示価格を、最初の提案である1株26ドルから引き上げることを要請した。

1月29日、三菱商事は、特別委員会に書簡を送った。その書簡のなかで、三菱商事は、三菱商事及び経営参加予定者が出した提案の概要を示し、アリスティック・ケミカル社の発行済み株式の全株を1株27ドルで買収することを示していた。さらに、合併契約案および銀行からの書簡を同封した。そのうち銀行からの書簡は、三菱商事の提案の価格が1株27ドルになっても、締切日が東京時間午後5時までの場合には、そのコミットメント・レターは引き続き有効であることを確認していた。そして、その三菱商事からの書簡の概要は次のようになっていた。

1月24日付けのエバンス氏からマーシャル氏に宛てられた手紙に応じて、私達は、アリスティック・ケミカル社の発行済み株式の全株式を、1株27.00ドルで、現金で買収するための修正提案をここに提出します。

同封書簡は、買収契約および計画の写しであり、修正提案の条件を示してあります。

この買収を行うための資金は、三菱商事と若干名の上級経営陣出資する株主資

本,三菱商事による社債および優先株式の購入, および銀行借入によって調達します。銀行借入は, 貴殿に提出したコミットメント・レターに沿うものですが, それは, 私達の提案において示した価格引き上げを反映して, 同封書簡のように修正したものです。株式資本の払込は, 社債と優先株式と同様に, 払込および株主協定において説明してありますが, それは以前貴殿に提出してある通りです。

この提案は, 1月30日午後5時に締切となります。私達は, この提案を貴殿と討議する用意があります。私達は, 同封した買収契約および計画に署名する用意があります。私達は, この取引を成功裡に行うために, 貴殿とともに作業できることを望んでおります。

ハンツマン氏の対抗策

1月29日も遅くなって, ハンツマン・ホールディングス社は, 特別委員会に対して書簡を送付した。その書簡で, ハンツマン・ホールディングスとGEプラスチックは, 買収監査を完了するまでには, 少なくとも2月24日までの時間が必要であると述べて, アリスティック・ケミカル社の買収に対する入札の締切日を少なくともその日まで延長することを要請した。また, この書簡は, ハンツマン・ホールディングス社とGEプラスチック社による入札は, 買収監査の過程で, 会社についての重要なマイナス情報が無い限り, 少なくとも27ドルになることを示唆していた。

特別委員会は, 1月29日午後6時30分に会合を持ち, 受け取った提案を検討した。特別委員会のメンバーは, 特別委員会が1月30日までに, なんらかの行動を起こさない場合には, 三菱商事が第二次提案を延長しない可能性が高いとの懸念をもった。

三菱商事による買収子会社の設立と資金調達

1月30日の朝, 特別委員会の代表者は, 三菱商事の代表者と会った。しかし, 特別委員会の代表者の要請に対して, 三菱商事の代表者は, 第二次修正案で示した27ドルを引き上げる意思はないこと, また, その締切日を延長する意思がないことを伝えた。

三菱商事は, 1株27ドルでアリスティック・ケミカル社を買収できる場合には, 総額992百万ドルとなるものと計算した。そこで, 三菱商事では, アリスティック・ケミカル社の取締役会から買収計画の承認が得られ次第, 経営陣と共同で買収のための新会社ACCアキュジッション・コーポレーションを設立することになっていた。そして, このACCアキュジッション・コーポレーションは, テンダー・オファーを行う主体であるが, オファーが完了した後は, アリスティック・ケミカル社に吸収合併することになっていた。さらに, デラウェア・コーポレーションとして, ACCホールディングス(住所はMICと同じ)を新たに設立し, アリスティック・ケミカル社をACCコーポレーションの100%子会社とすることになっていた。

ところで, ACCホールディングスは, 出資者として, 三菱商事, アリスティック・ケミカル社の経営参加予定者およびブラックストーンを予定していた。ACCホールディングスは, 9,850株の普通株式を発行することになっていた。そのうち, 三菱商事は, 7,500株に対して現金84,677,419ドルを出資することになっていた。また, 経営参加予定者は, 1,250株を引き受け, 現金で125,549ドルとアリスティック・ケミカル社の株式458,313株を抛

出することにしていた。また、ブラックストーンも250株を引き受け、2,822,581ドルを払い込むことにしていた。このほか、三菱商事は、ACCホールディングスの転換優先株式(200,000株)20百万ドルと転換劣後社債80百万ドルを引き受けることにしていた。転換優先株式は配当率10%であり、最初の5年間の配当は転換優先株式を追加発行して支払われることになっていた。しかし、6年目からの配当は現金で支払うことになっていた。また、6年目以降は新アリスティック社の普通株式へ転換できることになっていた。さらに、6年目からは繰上げ償還のオプションが付けられており、定期償還は2007年となっていた。一方、転換劣後社債は表面利率10%で、最初の5年間の利息は転換劣後社債を追加発行する形で支払われることになっていた。また、6年目以降の利息は現金または、シリーズBの劣後社債で支払われることになっていた。さらに6年目以降、新アリスティック社の普通株式へ転換できることになっていた。また、6年目以降は繰上げ償還のオプションが付けられており、定期償還は2007年に行い、2005年からは2007年に債権償還基金の積み立てを行うことになっていた。一方、残りの資金については、三菱銀行と三菱信託銀行を中心とする邦銀融資団から、アリスティック・ケミカル・コーポレーションの資産を担保とするLBO方式で借り入れることにしていた。すなわち、これら銀行との間で、テnder・オッファーの期間において、二種類のファシリティ、すなわち、ブリッジ・ローン・ファシリティ(トランシェB)410百万ドルとテnder・オッファー・ファシリティ(トランシェA)430百万ドルの範囲で資金を借り入れることが出来る旨の約定を結ぶことにしていた。

ところで、ハンツマン・ホールディングスがアリスティック・ケミカル社をLBO形式で買収する場合には、アリスティック・ケミカル社の事業部の一部を売却して、借入金の返済源資を調達するものと思われた。これは、LBO方式で多く取られている手法であった。しかし、三菱商事は、買収時の負債については、アリスティック・ケミカル社を分割することなく弁済すると考えていた。¹ このため、三菱商事のスポークスマンは「三菱商事がアリスティック・ケミカル・コーポレーションの事業を分割することを考えている」という報道を否定した。彼は「我々は戦略的投資家であって、フィナンシャルな投資家ではない」と述べた。²

三菱商事は、LBOの際の借入資金を、エクイティ・ファイナンスによってまかなうことを考えていた。三菱商事は、1989年5月に、ワラント債で15億ドルを調達していたが、1990年前半で公募増資を行うことを考えていた。一方、太田常務は「長期的に自己資本を20%程度に高めること」を目標としていた。しかし、1989年9月末での株主資本比率は5.7%であった。この時点で、三菱商事は、大口定期預金との鞘抜きのためにコマーシャル・ペーパーを1兆5,000億円余り発行していた。しかし、太田常務は、これは「金融自由化の過程での金利体系のひずみを利用した運用で、一時的な現象」とみており、³ コマーシャル・ペーパーを除いて、転換社債とワラント債が全て転換・権利行使された場合でも株主資本比率は13%程度にすぎなかった。

このため、株主資本比率を20%に引き上げるためには、株主資本を6,000億円高め

¹ Pittsburgh Business Times (February 26-March 4, 1990), p.9

² Pittsburgh Post-Gazette (January 24, 1990), p.14

³ NF (1990年2月20日), p.5

ることが必要であった。しかし、今後の利益見通しのもとで1株当たり利益を維持するためには、エクイティ・ファイナンスを株数にして年間1億株程度に抑える必要があった。このため、今年は公募増資で1,500億円～2,000億円を調達することにしていた。

三菱系化学メーカーとの関連性

ところで、三菱商事によるアリスティック・ケミカル社の買収交渉の過程で、三菱グループの化学メーカーは1社も資本参加することになっていなかった。それは「秘密がもれず、迅速に事を進めるため」の措置でもあった。¹しかし、諸橋社長は、アリスティック・ケミカル社を買収できた暁には「1年くらいの間に、三菱グループの化成、油化、レイヨン・・・とか、化学関係の各社に入っていたらこう」と考えていた。²このため、三菱商事は、買収検討段階で、非公式に三菱系化学メーカー4社に支援を要請していた。³これら三菱系化学メーカーは、アリスティック・ケミカル社の製品構成に関して、それぞれが得意分野をもっていた。

すなわち、三菱化成は、塩化ビニールを柔らかくする可塑剤である2-エチルヘキサノールおよび汎用樹脂のポリプロピレンの分野において、関連性があった。すでに、三菱化成は、塩化ビニールの可塑剤であるイソノニアルコールの米国生産拠点を設けることを決定して、独自に石油化学部門の将来戦略に着手していたが、アリスティック・ケミカル社との活用如何では、対米戦略に幅が出るのではないかとみられていた。三菱油脂は、フェノールおよびその誘導品であるビスフェノールAやポリプロピレンにおいて関連性があった。すでに、三菱油化はフェノールについて、アリスティック・ケミカル社との間で部分的な買収交渉を進めたことがあった。それは自社が強みを持つ同製品の国際展開を図るためであった。一方、三菱瓦斯化学は不飽和ポリエステルで関連性をもっていたが、三菱瓦斯化学も、以前、アリスティック・ケミカル社との間で、ビスフェノールAについて部分的な買収交渉を進めたことがあった。それは、川上展開でポリカーボネート事業の基礎を展開を強化するのが目的であった。さらに、三菱レーヨンも、アクリル樹脂という得意分野をもっており、アクリルシートで関連性があった。⁴

一方、これら三菱系化学メーカーは、三菱商事が今後どのような形で、アリスティック・ケミカル社を運営していくのかを見守っていた。例えば、三菱化成の佐藤将夫常務は、「海外展開では、機能製品を主軸と考えており（アリスティック・ケミカル社のような）汎用品の優先度は低い。要は、（三菱）商事の出してくる条件しだい」と語っていた。⁵また、三菱油化では「あくまでも三菱（商事）主導で進められるもので、どう参加するかは今後、考えていきたい」と慎重であった。⁶

環境問題の訴訟

ところで、アリスティック・ケミカル社は、オハイオ州ハーヴェーヒルにおいて、危険廃棄物投下池からの漏出があったとのことで、前の所有者であるUSX（ピッツバー

¹ N（1990年4月14日），p.10

² 経済界（1990年2月13日），p.26

³ 週刊東洋経済（1990年2月24日），p.37

⁴ NS（1990年7月21日），p.1

⁵ 週刊東洋経済（1990年2月24日），p.37

⁶ A（1990年10月18日），p.8

ク)とともに、300百万ドルの訴訟を受けていた。そのクラス・アクションによると、訴訟事由として、フェノールやその他化学物質が池から漏出し、そのためにその付近の不動産価値が下がっていること、住民に健康上の問題が生じていること、飲料水が汚染されていること、穀物収穫や畜産業に損害を受けていること、が指摘されていた。

この点について、オハイオ州の環境保護庁は、「投棄池からの廃棄物が飲料水を汚染したという証拠はなく」、アリスティック・ケミカル社は全ての必要な要件を満たしている、と述べていた。ただ、一方では、オハイオ州環境庁は、1989年夏にテストを行い、地下4,500フィートでフェノールを検出していた。その結果、オハイオ州環境庁は、アリスティック・ケミカル社に対して、廃棄物を地下5,900フィートに抑え込むようにとの通達を出していた。そして、オハイオ州環境庁としては、アリスティック・ケミカル社が提出する改善処置の報告を待って、違反かどうかの判断を下すとのことであった。¹

このような状況のなかで、アリスティック・ケミカル社は、環境汚染についての規制が頻繁に変化しているために、これらの訴訟等が会社に将来どのような財務的な影響を及ぼすのかを正確に予測することは困難であると述べていた。しかし、もし、敗訴した場合には、アリスティック・ケミカル社は、多額の負債を負い込む危険も残っていた。

一方、アリスティック・ケミカル社では、これまでも環境関連法に対応するための資本支出をしていた。1987年には、3.0百万ドル、1988年には8.6百万ドルを支出していたが、1989年から1990年にかけては、さらに、21.0百万ドルの支出を予定していた。

アリスティック・ケミカル社への業績見通し

大部分の証券アナリスト達は、1株27ドルは充分な価値であると評価していた。したがって、「28ドルが安いとは言えない」という見方をしているアナリストもいた。² 一方、ピッツバーグの地元紙は、アリスティック・ケミカル社の今後の見通しについては楽観的な見方をしていた。すなわち、

「アリスティック・ケミカル社は、1990年に向けて、地元では最も興味ある会社の一つである。アリスティック・ケミカル社の基礎事業は、時がたつにつれて益々良くなっていくと思われる。会社は、今後数年にわたって、利益が大幅に改善する潜在力を秘めている。株価も、控え目にみても、現在の水準から2倍になると思われる。」³

「アリスティック・ケミカル社の事業は循環的な性格をもっている。そのような会社について、個人投資家が、自分達の所有株式を売るということは、彼らが長期的な果実を捨てたことになる。確かに、現在の経済環境では、会社の利益は少々軟化している。しかし、次の上昇循環過程をどう考えているのだろうか。」⁴

¹ Chemicalweek(February 28, 1990), p. 6

² Chemicalweek(February 7, 1990), p. 6

³ Pittsburgh Business Times (January 8-14, 1990), p. 21

⁴ Pittsburgh Business Times (January 22-28, 1990), p. 21

このような評価にも関わらず、三菱商事がアリスティック・ケミカル社を買収する場合の投資採算性については、疑問も出されていた。三菱商事が、アリスティック・ケミカル社の事業部を売却しない場合には、買収資金については、現在のプライム・レートを10.5%とすると、支払利息だけで、60百万ドル近くになると予想された。¹ また、のれんの償却費も毎年10百万ドルになると予想されていた。

¹ 週刊東洋経済 (1990年2月24日), p. 37

付属資料 1

アリスティック・ケミカル社の損益計算書
(百万ドル)

	12月31日に終わる年度					1989年
	1984	1985	1986	1987	1988	1～9月
売上高	862.3	789.1	750.8	918.8	1,065.2	773.8
売上原価	719.9	690.0	595.1	727.4	775.8	592.5
販売・一般・管理費	28.2	29.0	28.8	41.8	52.4	37.9
減価償却費	27.9	27.9	29.3	29.3	32.4	29.2
工場閉鎖費		-	-	-	8.3	-
営業費用	776.0	746.9	653.2	798.5	868.9	659.6
営業利益	86.3	42.2	97.6	120.3	196.3	114.2
その他利益	-	0.1	0.9	2.5	36.9	0.3
支払利息	(5.1)	(4.8)	(5.1)	(4.6)	(9.1)	8.6
所得税・会計処理変更の						
累積効果を差し引く前の利益	81.2	37.5	93.4	118.2	224.1	105.9
マイナス：推定所得税引当金	38.6	17.0	45.8	48.5	59.6	38.9
会計処理変更の						
累積効果を差し引く前の利益	42.6	20.5	47.6	69.7	164.5	67.0
所得税計算の会計処理の 変更に伴う過年度累積効果	-	-	-	-	23.7	-
純利益	42.6	20.5	47.6	69.7	188.2	67.0
1株当たり利益						
会計処理変更の						
累積効果を差し引く前の利益	-	0.65	1.70	2.71	6.62	1.93
所得税計算の会計処理の 変更に伴う過年度累積効果	-	-	-	-	0.95	-
純利益	-	0.65	1.70	2.71	7.57	1.93
1株当たり現金配当金	-	-	-	0.54	0.86	0.65
加重平均発行済普通株式数(百万株)			25.875	25.742	24.847	33.507
資本支出	9.1	17.9	15.6	43.7	55.8	51.3
税率(連邦税)(%)		46	46	40	34	

付属資料 2

アリスティック・ケミカル社の貸借対象表

(百万円)

	12月31日現在				1989年
	1985	1986	1987	1988	9月30日
現金および現金類似品	0.4	9.6	12.5	2.2	25.7
その他短期投資	-	-	19.0	5.0	-
売掛債権	98.1	107.3	133.1	133.6	126.9
棚卸資産	49.4	67.4	75.0	84.1	84.1
その他流動資産	-	2.2	1.4	3.8	1.9
繰り延べ所得税	-	-	-	6.3	10.5
流動資産合計	147.9	186.5	241.0	235.0	249.1
有形固定資産，減価償却引当金差引後	303.2	286.3	299.7	422.5	449.0
その他資産	1.3	3.3	10.5	18.6	15.3
資産合計	452.4	476.1	551.2	676.1	713.4
買掛債務およびその他流動負債	44.2	47.1	79.1	87.6	74.0
給与および未払い報酬	4.2	5.1	8.7	11.5	7.5
未払い税金	4.4	6.4	6.2	17.0	12.0
1年未満返済の長期利付負債	5.3	40.0	-	5.6	8.0
流動負債合計	58.1	98.6	94.0	121.7	101.5
長期利付負債	38.9	60.1	60.0	123.5	175.8
繰り延べ所得税	89.2	0.1	11.2	4.3	26.8
その他負債	3.3	7.6	23.3	16.2	16.8
負債合計	189.5	166.4	188.5	265.7	320.9
U S Xによる出資	262.9	-	-	-	-
優先株式（無額面 1.244 百万株）	-	-	-	-	60.0
普通株式（額面 1 円，授權株式数 60 千株）	-	25.9	25.9	26.8	33.4
追加払込資本	-	278.3	291.8	326.7	258.9
留保利益	-	5.5	61.3	227.7	192.3
繰り延べ報酬金	-	-	-	(78.2)	(132.6)
自社株式	-	-	(16.3)	(92.6)	(19.6)
株主資本	262.9	309.7	362.7	410.4	392.5
発行済普通株式総数（百万株）	-	25.875	25.897	26.780	33.384
自社株式数（百万株）	-	-	0.768	3.159	0.903

付属資料 3

アリスティック・ケミカル社についての予測
(百万ドル)

	12月31日に終わる年度				
	1990	1991	1992	1993	1994
<u>悲観的ケース</u>					
<u>貸借対照表</u>					
流動資産合計	387.1	538.1	702.2	858.9	1,028.9
有形固定資産	432.9	417.6	395.1	370.9	348.4
資産合計	835.2	971.5	1,114.0	1,247.8	1,397.0
流動負債合計	79.9	82.5	84.8	88.1	91.0
<u>損益計算書</u>					
売上高合計	946.8	1,000.0	1,014.3	1,056.7	1,084.8
粗利益	249.9	267.0	276.2	271.3	288.7
減価償却費	40.1	41.9	42.8	43.4	42.0
営業利益	119.3	132.2	138.0	129.9	146.1
<u>その他データ</u>					
資本支出	25.6	26.6	20.3	19.2	19.5
<u>最も可能性の高いケース</u>					
<u>貸借対照表</u>					
流動資産合計	404.2	568.6	741.7	931.8	1,132.0
有形固定資産	441.2	436.0	420.9	392.3	366.3
資産合計	861.1	1,021.7	1,181.6	1,345.4	1,522.3
流動負債合計	83.2	86.2	89.2	92.5	95.6
<u>損益計算書</u>					
売上高合計	1,004.8	1,041.8	1,067.5	1,104.9	1,135.5
粗利益	272.0	290.4	293.0	302.1	317.0
減価償却費	40.1	42.1	43.9	45.2	43.8
営業利益	141.4	155.3	153.7	158.9	172.6
<u>その他データ</u>					
資本支出	33.9	36.9	28.8	16.6	17.8

(注) アリスティック・ケミカル社の経営陣が作成したもので、秘密協定に基づいて、三菱商事に提出された予測である。

前提

1. 悲観的ケースおよび最も可能なケースの双方とも、1989年の第4四半期から1990年にかけて、経済が若干低下するものの、1991に回復に向かうことを前提としている。
2. 利益およびキャッシュ・フローは、予測期間においては税引前数値である。
3. E S O PおよびE P Pは、1990年1月1日に終結するものとする。
4. 資本支出は、設備を維持するため、プラス、生産能力・コスト削減および環境・保全設備に必要なプロジェクトへの最低限の追加支出のために、年間16百万ドルを前提としている。
5. キャッシュ・フローは、過去に発生した環境コストの支出も含む。
6. 研究支出は現在の水準から減少し、事業を支えるのに必要な許容可能な最低限の水準を前提としている。

付属資料 4

アリスティック・ケミカル社の役員等の株式所有

	株式	オプション の行使株式	オプション のスプレッド	発行済株式 に対する割合
トーマス・マーシャル	226,832株	160,000株	1,517,187 ^{ドル}	
クレイグ R. アンダーソン	132,757	66,500	597,709	
アンソニー F. マストロ	94,844	30,000	206,667	
取締役合計	476,185	256,500		2.24%
チャールス W. ハミルトン	90,271	32,500	248,563	
ディビッド F. タスヒル	45,868	36,000	306,188	
執行役員合計	601,012	443,000		3.17%

年金・プロフィット・

シェアリング* 5,630,100 16.3%

* アリスティック・ケミカル社の従業員株式所有プランが信託している3,600,000株およびシリーズB優先株1,243,934株の転換後に発行可能な2,030,100株を含む。

付属資料 5

アリスティック・ケミカル社の工場概要

製品	生産能力	主要な最終製品	工場場所
ポリマーおよび関連製品			
ポリプロピレン樹脂	640百万 ^{ポンド}	自動車部品, モノフィラメント, ファイバー, バッテリー外皮, 消費者・医療製品, 包装用フィルムおよびバンド	ラボ-テ(テキサス)および ニール(ウエスト・ヴァージニア)
不飽和ポリエステル樹脂	230百万 ^{ポンド}	ボート, 自動車部品, 鉛管用品, 家電部品および建設用材	ネヴィル・アイランド(ペンシルヴァニア), パートウ(フロリダ), ジャクソンビル(アリゾナ), コルトン(カリフォルニア)
アクリルシート	38百万 ^{ポンド}	屋外サイン, 点灯機器 モジュール化浴槽およびシャワー器具, 温泉および渦巻き浴槽	フローレンス(ケンタッキー)

付属資料 5 (続き)

可塑剤	210百万ポンド	ビニール・プラスチック，食品包装および電線外皮	ネヴィル・アイランド(ベンツルヴァニア)
<u>基礎および工業用化学</u>			
フェノール	610百万ポンド	フェノール樹脂およびその他プラスチック	ハーバーヒル(オハイオ)
アセトーン	380百万ポンド	溶剤およびメチル・メタクリレート	ハーバーヒル(オハイオ)
アルファメチール スチレン	46百万ポンド	自動車用プラスチック	ハーバーヒル(オハイオ)
キュメン・ ヒドロペロキサイド	15百万ポンド	ポリメリゼーション触媒	ハーバーヒル(オハイオ)
ビスフェノール-A	192百万ポンド	ポリカーボネート・エンジニアリング・プラスチック，エポキシ樹脂，接着剤，特殊樹脂，インキ	ハーバーヒル(オハイオ)
アニリン	200百万ポンド	ポリウレタン，染料，写真用化学品	ハーバーヒル(オハイオ)
ディフェニラミン *		ゴム用化学品，酸化防止剤	ハーバーヒル(オハイオ)
フタル無水物	210百万ポンド	ポリエステル樹脂，可塑剤，アルキド・ペンキおよび鑄造用樹脂	バサディナ(テキサス)
2-エチール ヘキサノール	190百万ポンド	アクリルレート，樹脂界面活性剤，デフォーマー，潤滑油および油添加剤	バサディナ(テキサス)
マレイン無水物	42百万ポンド	ポリエステル樹脂，殺虫剤および潤滑剤	ネヴィル・アイランド(ベンツルヴァニア)
クレオソート	24百万ガロン	木材防腐剤	クレアトソ(ベンツルヴァニア)
ピッチ	155千トン	カーボン電極	クレアトソ(ベンツルヴァニア)
ベンジン，トルエン およびエクセレン	50百万ガロン	スチレン・フェノールおよびその他化学中間剤	クレアトソ(ベンツルヴァニア)

* ディフェニラミンの生産水準は，アニリンの生産水準とは逆の関係にある。

付属資料 6

三菱商事の貸借対照表

(括弧内は連結数値)

(10億円)

	3月末現在		9月末現在	
	1988年	1989年	1989年	1989年
現金・預金	844.6 (1,158.1)	1,823.7 (2,138.5)		1,941.2
売掛債権	2,358.1	2,505.4		2,855.0
有価証券	282.5	336.8		399.5
棚卸資産	168.2 (292.1)	173.5 (322.6)		206.5
取引前渡金	459.0 (313.2)	582.3 (317.5)		513.1
前払費用	9.7	17.0		
未収入金	68.8	68.7		
未収収益	35.9	44.1		
短期貸付金	71.5	72.7		89.1
関係会社短期貸付金	56.0	63.0		
短期特定金融資産	149.6	369.7		353.7
流動資産合計	4,531.5 (4,924.0)	6,083.9 (6,718.1)		6,546.6
有形固定資産計	90.0 (228.0)	107.2 (267.0)		107.8
無形固定資産計	1.0	1.2		1.3
投資有価証券	138.0	115.9		432.3
関係会社株式	253.6	275.6		
共同事業支出金	35.6	33.4		
長期貸付金	239.2	277.2		740.1
関係会社長期貸付金	257.9	241.6		
長期特定金融資産	586.9	491.3		461.8
投資その他の資産合計	1,589.8	1,529.4		1,763.3
固定資産合計	1,680.8	1,637.8		1,872.4
資産合計	6,212.3 (7,532.0)	7,721.7 (9,512.5)		8,419.0
買掛債務	1,868.2 (1,812.4)	1,990.3 (1,987.2)		2,283.2
短期借入金	1,594.9 (2,290.9)	2,777.3 (3,354.8)		2,932.6
(うちコマーシャル・ペーパー)	511.0 (668.3)	1,555.0 (1,791.8)		1,536.0
未払金	25.3	36.8		
未払費用	39.4 (60.0)	43.9 (72.8)		
取引前受金	440.5 (283.1)	564.0 (292.6)		514.7
流動負債合計	4,040.6 (4,496.6)	5,502.5 (6,295.3)		5,921.6
社債	220.6	208.0		413.7
転換社債	79.5 (2,476.3)	79.2 (2,594.3)		79.1
長期借入金	1,414.2	1,441.8		1,502.6
固定負債合計	1,734.9	1,750.7		2,014.9
負債合計	5,775.5	7,253.3		7,936.5
資本金	109.7 (109.7)	114.4 (114.4)		114.7
資本準備金	119.3 (141.2)	124.0 (145.9)		124.3
利益準備金	15.5 (16.3)	16.6 (17.5)		17.1
その他の剰余金	192.3 (387.2)	213.4 (421.4)		226.5
資本合計	436.8 (496.3)	468.4 (556.3)		482.6
受取手形割引高	88.8	84.0		88.2

付属資料 7

三菱商事の損益計算書

(括弧内は連結数値)

(10億円)

	3月に終わる年度		1～9月	
	1988年	1989年	1989年	
売上高	12,281.7 (13,364.9)	13,830.7 (15,643.8)	7,738.4	
売上原価	12,072.6	13,598.7	7,612.5	
売上総利益	209.1 (336.4)	232.0 (386.3)	125.8	
販売・一般管理費	160.1 (275.2)	174.2 (302.1)	96.1	
営業利益	49.0 (55.3)	57.8 (79.8)	29.7	
受取利息	136.0 (185.5)	191.7 (255.0)	132.2	
受取配当金	21.7 (10.4)	24.2 (11.5)	18.6	
有価証券処分益	20.3	6.1		
営業外収益	190.0	223.0	157.8	
支払利息・割引料	152.7 (212.7)	210.2 (283.2)	139.6	
有価証券処分損	9.8	0.8		
営業外費用	169.2	214.8	147.0	
有価証券損益	— (17.4)	— (10.3)	—	
経常利益	69.8	72.9	40.6	
特別利益	1.2	3.3	1.2	
特別損失	39.3	19.3	4.1	
税引前当期純利益	31.7 (56.2)	57.0 (74.0)	37.7	
法人税等	5.6 (37.5)	23.9 (45.6)	18.5	
持分法による投資損益前利益	(18.8)	(28.4)		
持分法による投資損益—法人税控除後	(12.4)	(17.7)		
当期純利益	26.1 (31.2)	33.1 (46.1)	19.2	
減価償却費	11.1 (26.2)	12.8 (32.6)	5.4	
1株当たり利益(円)	17.21 (19.97)	21.53 (29.13)		
1株当たり配当金(円)	7.00 (7.00)	7.00 (7.00)	4.5	
発行済株式総数(百万株)		1,544.8	1,545.8*	

* 1989年11月1日現在の株数

付属資料 8

三菱商事の地域別業績（連結）

（10億円）

1987年4月～1988年3月

	日本	北米	ヨーロッパ	その他地域	連結消去	連結金額
売上高						
対取引先	11,768.2	1,179.4	273.0	144.3		13,364.9
対連結会社	779.7	893.5	312.5	583.8	△2,569.	
（除く地域間取引）						
合計	12,547.8	2,072.9	585.5	728.1	△2,569.4	13,364.9
営業利益	50.2	2.8	0.4	1.3	0.6	55.3
その他の収益・費用						0.9
法人税等及び持ち分 法による投資損益						
前利益						56.2
地域別連結会社資産	6,869.9	572.3	605.1	181.1	△ 922.5	7,305.9
関連会社等に対する 投資及び長期債権						226.1
資産合計						7,352.0

1988年4月～1989年3月

	日本	北米	ヨーロッパ	その他地域	連結消去	連結金額
売上高						
対取引先	12,215.0	1,085.8	2,153.3	189.7		15,643.8
対連結会社	1,939.2	1,165.1	890.5	724.4	△4,719.1	
（除く地域間取引）						
合計	14,154.1	2,250.9	3,043.8	914.2	△4,719.1	15,643.8
営業利益	70.4	3.7	1.6	3.2	0.9	79.8
その他の収益・費用						△ 5.8
法人税等及び持ち分 法による投資損益						
前利益						74.0
地域別連結会社資産	8,580.4	680.9	862.9	207.4	△1,071.5	9,260.0
関連会社等に対する 投資及び長期債権						252.5
資産合計						9,512.5

付属資料 9

三菱商事の商品別売上高（単独）

（10億円）

	1987年 3 月期	1988年 3 月期	1989年 3 月期	1989年 9 月期
輸出取引				
燃料	52.4	62.0	45.4	27.7
金属	338.7	279.3	293.7	150.7
機械・情報産業	1,419.0	1,489.0	1,620.2	783.7
食料	19.8	16.9	21.4	7.2
化学品	128.3	140.5	169.9	97.1
繊維・資材他	226.6	221.1	163.7	86.8
小計	2,184.8	2,208.9	2,314.3	1,153.3
輸入取引				
燃料	1,098.0	1,251.0	1,064.9	656.0
金属	515.1	469.7	576.3	319.8
機械・情報産業	238.3	173.0	184.0	105.0
食料	307.6	288.6	355.8	191.9
化学品	117.2	125.2	146.7	74.5
繊維・資材他	176.2	227.8	273.4	158.1
小計	2,452.3	2,535.3	2,601.1	1,505.3
外国取引				
燃料	525.5	634.7	616.9	652.8
金属	502.6	394.6	921.8	551.2
機械・情報産業	286.3	344.3	386.8	189.5
食料	234.0	264.1	336.8	184.6
化学品	144.0	183.4	229.1	104.2
繊維・資材他	47.2	49.2	50.4	30.8
小計	1,739.7	1,870.3	2,541.9	1,713.1
国内取引				
燃料	318.7	349.4	320.8	170.9
金属	1,423.4	1,592.1	1,906.8	1,062.5
機械・情報産業	1,625.2	1,536.9	1,793.9	941.1
食料	846.7	854.3	907.3	452.5
化学品	651.7	684.9	738.5	381.6
繊維・資材他	611.3	649.6	706.2	358.0
小計	5,477.0	5,667.2	6,373.5	3,366.7
合計				
燃料	1,994.6	2,297.2	2,048.1	1,507.5
金属	2,779.8	2,735.7	3,698.6	2,084.2
機械・情報産業	3,568.8	3,543.2	3,084.9	2,019.4
食料	1,408.0	1,423.9	1,621.3	836.2
化学品	1,041.2	1,134.0	1,284.4	657.4
繊維・資材他	1,061.3	1,147.7	1,193.6	633.7
合計	11,853.8	12,281.7	13,830.7	7,738.4

付属資料10

三菱商事の資本市場からの資本調達
(1990年1月現在の残高)

普通社債

発行年月	発行総額	未償還残高	利子率	償還期限
1984年5月 (ドル建て)	22,900百万円 (100百万ドル)	12,535百万円 (100百万ドル)	12.5%	1991年5月
1985年2月 (ドル建て)	52,320百万円 (200百万ドル)	25,070百万円 (200百万ドル)	10.625%	1995年2月
1985年2月 (ドル建て)	26,060百万円 (200百万ドル)	12,535百万円 (200百万ドル)	10.5%	1992年2月
1985年9月 (ドル建て)	24,070百万円 (200百万ドル)	12,535百万円 (200百万ドル)	10.5%	1995年8月
1985年11月 (円建て)	20,000百万円	20,000百万円	6.25%	1995年12月

新株引受権付社債

	発行総額	未償還残高	利子率	行使価格	1989年11月現在の		償還期限
					為替相場	行使率	
1986年5月 (ドル建て)	65,680百万円 (400百万ドル)	50,140百万円 (400百万ドル)	3.125%	738円	178.45円	89.2%	1994年12月
1987年5月 (ドル建て)	84,150百万円 (600百万ドル)	75,210百万円 (600百万ドル)	1.375%	1415円	139.95円	0.0%	1992年5月
1987年5月 (円建て)	50,000百万円	49,571百万円	1.5%	1712円	133.05円	0.0%	1994年9月

転換社債

	発行総額	未償還残高	利子率	転換価格	1989年11月現在の	
					転換率	償還期限
1987年5月	50,000百万円	49,571百万円	1.5%	1448円	0.9%	1994年9月
1987年5月	30,000百万円	29,426百万円	1.6%	1448円	2.0%	1996年9月

(注1) 外貨建て社債についての未償還残高の円金額は、1989年3月31日の為替相場による換算額である。

(注2) 三菱商事が発行した最新の転換社債の格付けは、日本債券研究所の格付けでAA+となっている。

付属資料 11

三菱商事の主な借入金（単独）

（1989年3月現在）

	短期借入金	長期借入金
三菱銀行	59.9	127.3
東京銀行	52.4	124.9
第一勧業銀行	80.5	63.6
三和銀行	36.9	87.1
東海銀行	37.0	73.5
太陽神戸	45.0	37.4
富士銀行	49.4	51.5
住友銀行	29.1	67.3
三井銀行	39.1	6.0
日本興業銀行	27.0	101.3
日本長期信用銀行	25.0	79.2
日本債券信用銀行		32.8
三菱信託銀行	53.1	99.6
日本輸出入銀行		235.2
銀行小計	663.7	—
コマーシャル・ペーパー	1,555.0	—
合計	2,406.9	1,616.5

1989年3月現在（連結）

担保付長期債務

銀行および保険会社

1999年まで順次返済期限到来 7～8.9% 58.1

政府系金融機関

2009年まで順次返済期限到来 6～8.9% 157.3

銀行およびその他（外貨建）

2000年まで瞬時返済期限到来 7～10.9% 10.7
226.1

無担保長期債務

銀行および保険会社

1999年まで順次返済期限到来 3.4～5.9% 1,654.2

政府系金融機関

2009年まで順次返済期限到来 6～7.9% 43.5

銀行およびその他（外貨建）

2000年まで瞬時返済期限到来 5～9.9% 266.8
1,964.5

付属資料 12

三菱商事の主な株主

(1989年9月現在)

東京海上火災保険	5.99%
三菱信託銀行	5.72
明治生命保険	5.58
三菱銀行	4.99
東京銀行	4.85
第一勸業銀行	3.47
三菱重工業	3.17
日本生命保険	2.88
第一生命保険	2.51
三和銀行	<u>2.33</u>
特定株式	41.49
(浮動株式)	9.3)
(外国株主)	4.4)
(投資信託)	2.5)

付属資料 13

三菱商事の業績見通し(単独)

(10億円)

	<u>1990年3月</u>	<u>1991年3月</u>
売上高	16,000	17,000
営業利益	67	83
経常利益	82	100
税引後利益	40	48
1株当り利益	25.9	31.1
1株当り配当金	9.0(記念)	8.0

資料：東洋経済新報社、会社四季報(1989年12月25日)，p.728

三菱商事の欧米系化学関係企業の買収

1983年5月20日 塩化ビニール管工場（ネブラスカ州グランドアイランド工場（生産能力10千ト）およびテキサス州ルボック工場（生産能力8千ト）をギフォード・ヒル社から約7百万ドルで買収。両工場の従業員数約120人。生産する塩化ビニール管は、農業灌漑用、住宅用向けが中心。

米国三菱商事70%、三菱商事30%の出資。社長には、ギフォード・ヒルの塩化ビニール管部門の責任者をスカウトして工場運営を委ねる。初年度売上高は約20百万ドルを予定。三菱商事にとって初めてのアメリカでの化学部門に進出。三菱商事が塩化ビニール管工場を買収した目的は、(1)原料の塩化ビニール樹脂を現地で安く購入出来る、(2)化学品の市場動向や業界動向をいち早く把握できる、(3)化学品ビジネスの経営ノウハウを蓄積するのに好都合、と判断したこと。

1985年11月9日 カックス・マニファクチャリング社（デトロイト）を買収。新素材マーキングフィルムの専門メーカー（デザイン、印刷、加工）、GM等の自動車ボディー、エクソンやアモコ等のガソリンスタンドの看板などに使用。カックス社のマーキングフィルムは「張る染料」と言われる耐久性に優れたフィルムで、このフィルムを事業化している会社は、世界で数社しかない。

1984年の売上高25百万ドル強（約55億円）。従業員数350人。

買収金額約25億円。米国三菱商事80%、三菱商事20%。

新会長には、米国三菱商事の本郷化学品部長が兼務で就任。

1986年9月9日 アクロ・コンパウンダー社（カナダ・オンタリオ州ケンブリッジ市）の72%を買収。三菱商事32%、カナダ三菱商事30%、米国三菱商事10%樹脂成型品材料（ポリフォレン、スチレン系樹脂、エンジニアリング・プラスチック）のメーカーで、各種の合成樹脂成型品に合った特性を出せるように合成樹脂を混ぜたコンパウンドと呼ばれる成型品を生産・販売している。三菱商事は、北米地域に進出する自動車メーカーなど日系企業に対する合成樹脂成型材料の供給拠点にする。取引先の山陽化工（東京）の工場管理技術をアクロ社に供与し、工場管理や生産管理に生かす。

年間売上高約13百万カナダドル。コンパウンドの生産能力は年2万ト

付属資料 14 (続き)

1988年3月19日 ルイジアナ州バトンルーージュ工場(1987年にヘキストに買収された旧セラニーズの工場)が遊休していたのを、ハンツマン・ケミカル社と共同で買収。

世界的に需給が逼迫している樹脂原料スチレンモノマーの工場、公称生産能力は年30万トで、設備投資をして40万トに引き上げる。これは、日本最大のスチレンモノマー・メーカーである三菱油化の生産量を上回る規模。

三菱商事は、アメリカだけでなく、アジアにも輸出する予定。

1988年9月、スチレン・モノマーの共同生産計画を断念。理由はボーリング調査などの結果、土壌に大量の有害物質が含まれていることが表面化したため、同工場の買収をとりやめたため。

1988年5月20日 フッ素化学品専門メーカー、リマーケミカ(イタリア・トリッシノ市)を買収。年間売上高約30億円。

リマーケミカ社の事業とエニケムシンセシス社(ミラノ市:エニケム社のファインケミカル子会社)のフッ素ファインケミカル部門を統合し、ミテニ社(エニケム社(51%)と三菱商事(49%)との合弁会社)に一本化して、全体で年間40億円以上の事業にする。事業としては、医薬品や農業の中間体、ICパッケージの試験液、撥水(はっすい)・撥油剤などに使うフッ素系のファインケミカル製品である。

この分野に限ると、ヘキストやローヌプーランに次ぐ勢力となる。

販売は、三菱商事が米国、エニケム社がヨーロッパを担当する。

1990年1月30日 ケムテックス社(本社 ニューヨーク)

1989年6月、同社社長を含む経営陣が、三菱商事に共同買収を提案してきた。そこで、不動産部門を除く全部門を、同社の経営陣と共同買収。主要業務は化学合成繊維プラントのエンジニアリングで、過去10年間で受注したプラント件数のうち、30%近くはソ連、東欧圏が占め、東南アジア、インドなど幅広く事業展開している。

1989年の売上高100百万ドル。従業員数約300人。

買収金額30百万ドル(4,350百万円)。

三菱商事が90%、経営陣が10%を出資。

ケムテックス社の現経営陣が経営に当たる。

三菱系化学会社 4 社の石油化学製品別生産能力
(千t/年)

	三菱化成 1989.3	三菱油化 1989.3	三菱瓦斯化学 1989.3	三菱レーヨン 1989.3
アセトアルデヒド	120.0t			
ポリエチレン	155.0			
2—エチルヘキサノール	146.0 *			
ポリプロピレン	35.0 *	242.0 *		
塩化ビニル	250.0			
アルファオレフィン	25.0			
高級アルコール	23.0			
アセトン	55.0			
無水マレイン酸	21.0			
苛性ソーダ	167.0			
エチレン		641.6		
低密度ポリエチレン		296.0		
スチレンモノマー		453.3		
酸化エチレン		155.0		
エチレン・グリコール		154.0		
ベンゼン		442.9		
トルエン		24.0		
キシレン		66.5	300.0	
アクリル酸エステル		54.0		
メラミン		30.0		
キュメン		140.0		
可塑剤			60.0	
メタクリル樹脂	モノマー			75.0
	ポリマー			63.6
ABS 樹脂	ポリマー			55.2
フェノール		*		
ビスフェノールA		*		
不飽和ポリエステル			*	
アクリル・シート				*

付属資料 16

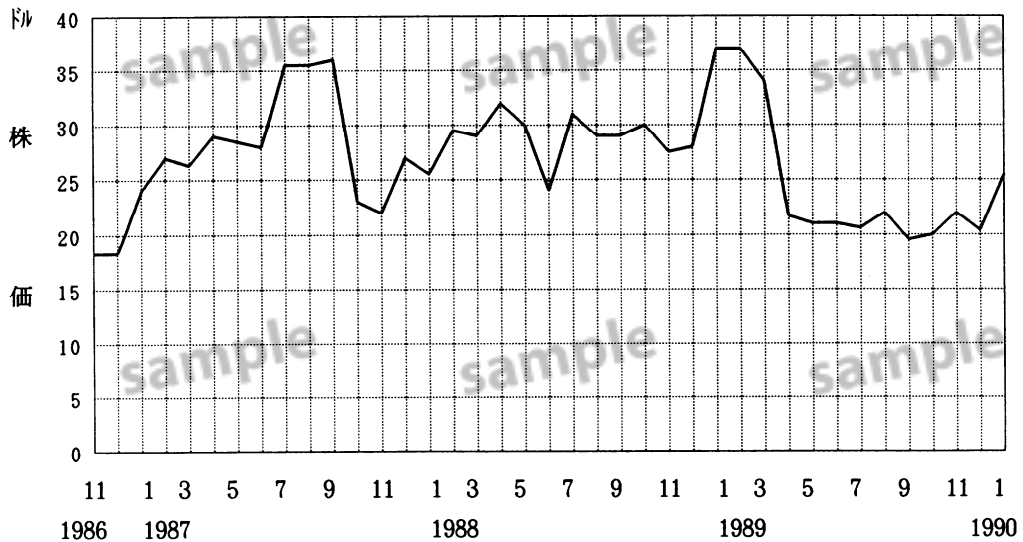
三菱商事の株価の推移



* 過去5決算期の最高平均（上段），最低平均（下段）

付属資料 17

アリスティック・ケミカルの株価



付属資料 18

三菱商事のβ値

1986年12月	1.39
1987年12月	1.49
1988年12月	1.46
1989年3月	1.51
6月	1.58
9月	1.66
12月	1.67

アリスティック・ケミカルのβ値

1986年12月～1989年12月	0.90
(Ra = 0.00 + 0.90Rm	Rü 0.16)
(2.59)	
1986年12月～1988年12月	1.18
(Ra = 0.02 + 1.18Rm	Rü = 0.37)
(3.68)	
1989年1月～1989年12月	-1.16
(Ra = 0.01 - 1.16Rm	Rü = 0.08)
(0.94)	

資料: Daiwa SRI, Tokyo Stock Quarterly Review

Ra = アリスティック・ケミカルの株価の月別変動率
Rm = S & P 500の指数の月別変動率

付属資料 19

株式の平均収益率

A. 東京証券取引所第一部市場の株式収益率
(買い持ち型単純平均収益率)

1980年～1985年	15.8%	1975年～1985年	14.7%
1981年～1986年	21.8	1976年～1986年	16.1
1982年～1987年	29.8	1977年～1987年	18.2
1983年～1988年	31.1	1978年～1988年	18.5
1984年～1989年	32.8	1979年～1989年	20.2

資料：日本証券経済研究所

B：ニューヨーク証券取引所の株式収益率

NYSE普通株式指数の
複利年間上昇率

(配当利回りを含まない)

	<u>5年間</u>	<u>10年間</u>	<u>配当利回り</u>
1985年	9.3%	9.8%	4.20%
1986年	14.3	9.1	3.47
1987年	11.3	10.2	3.09
1988年	10.4	11.3	3.63
1989年	15.1	12.2	3.43

資料：NYSE Fact Bookおよび東証要覧

付属資料 20

ドル相場

	<u>平均レート</u>	<u>最高～最低</u>
1985年	238.54円	199.80-263.65円
1986年	168.52	152.55-203.30
1987年	144.64	121.85-159.20
1988年	128.15	120.45-136.80
1989年	138.12	123.80-151.35
1990年1月	146.09	144.10-147.50

付属資料 21

利子率の推移

	日本					
	借入プライム・			国債		
	レート		定期預金	事業債	割引	利付
	短期	長期	1年満期	(AA 格, 12年)	5年	10年
1988年 1月	3.375%	5.5%	3.39%	1月 5.053 ~		
8月	↓	5.7	↓	12月 4.813	5.151%	4.627%
1989年 1月	4.25	↓	↓	4.852	4.695	4.848
2月	↓	↓	↓	4.952	↓	↓
3月	↓	↓	↓	5.013	↓	↓
4月	↓	↓	3.95	4.926	↓	↓
5月	↓	↓	↓	5.005	4.761	4.837
6月	4.875	↓	↓	↓	↓	↓
7月	↓	6.0	↓	↓	5.298	5.174
8月	↓	6.2	4.35	4.993	↓	↓
9月	↓	6.5	↓	5.107	4.960	4.894
10月	↓	↓	↓	↓	↓	↓
11月	5.75	↓	↓	↓	5.230	5.163
12月	↓	↓	↓	5.800	↓	↓
1990年 1月	6.25	6.8	4.75	↓	6.207	6.095

利子率の推移 (続き)

	アメリカ				
	短期	C P	社債	国債	
	プライム			5年	10年
	レート	(3カ月)	A a		
1988年 1月	8.75%] 7.66%	9.94%	8.94%	9.26%
8月	10.00				
1989年 1月	10.50	9.04	9.81	9.15	9.09
2月	10.93	9.37	9.83	9.27	9.17
3月	11.50	9.95	9.98	9.51	9.36
4月	11.50	9.81	9.94	9.30	9.18
5月	11.50	9.47	9.77	8.91	8.86
6月	11.07	9.11	9.29	8.29	8.28
7月	10.98	8.68	9.14	7.83	8.02
8月	10.50	8.57	9.14	8.09	8.02
9月	10.50	8.70	9.23	8.17	8.19
10月	10.50	8.53	9.19	7.97	8.01
11月	10.50	8.35	9.14	7.81	7.87
12月	10.50	8.29	9.11	7.75	7.84
1990年 1月	10.11	8.12	9.27	8.12	8.21

付属資料 22

日本企業のエクイティ・ファイナンスの状況

		発行金額	期限	利子率	条件	為替レート
<u>転換社債</u>						
〔スイス・フラン建て〕						
1989. 12. 13	ライオン	150百万SFr	5年	0.25%	1992. 3. 31 に 107.3125% の put option付	91.09円
1989. 12. 19	タカラ・ スタンダード	100百万SFr	5年	0.125%	1992. 9. 30 に 108.9375% の put option付	91.25円
1989. 12. 21	大和団地	250百万SFr	4年	0.0%	1992. 3. 31 に 108%の put option付	91.45円
〔日本国内〕						
1989. 12. 25	三井倉庫	150億円	10年	1.8%		
1990. 1. 30	協和醸酵	300億円	10年	1.4%*		

* 基準金利は 2.3%

ワラント債

〔スイス・フラン建て〕						
1989. 11. 29	本州製紙	200百万SFr	5年	1.25%		88.33円
1989. 12. 19	日本郵船	300百万SFr	7年	1.125%		91.38円
〔ドイツ・マルク建て〕						
1989. 12. 14	東ソ	200百万DM	5年	1.875%		81.57円
1989. 12. 21	ニッショー	250百万DM	4年	1.625%		83.93円
〔ユーロ・ドル建て〕						
1989. 12. 14	丸井	500百万\$	4年	2.75%		144.15円
1989. 12. 21	住友不動産	1,000百万\$	4年	2.75%		144.60円
1989. 12. 21	石川島播磨重工	500百万\$	4年	2.5%		145.65円
〔日本国内〕						
1989. 12. 25	塩野義製薬	250億円	4年	0.1%		
1990. 1. 26	新日本製鉄	1,000億円	4年	0.1%		
1990. 1. 29	日本郵船	300億円	4年	0.1%		

付属資料 23

アメリカのスペシャリティおよび多角化した化学社会の株価・業績
(1989年8月16日)

	株価 (ドル)	52週幅 (ドル)	1株当り利益 (ドル)			配当 (ドル)	CF/株 1989	P/CF 1989	P/E 1989
			1988	1989E	1990E				
Air Products(9/30)	47	53- 38	3.90	4.10	4.60	1.32	9.11	5.2	11.5
Ausimont	35	37- 23	1.96	1.90	2.00	0.60	2.88	12.2	18.4
Engelhard	24	25- 16	1.42	1.50	1.75	0.56	2.82	8.5	16.0
FMC	47	47- 27	3.60	4.65	5.25	0.00	10.34	4.5	10.1
Grace	36	36- 23	2.26	2.40	2.75	1.40	6.21	5.8	15.0
Great Lakes	89	90- 49	5.93	7.25	8.00	0.76	9.84	9.0	12.2
Himont	48	48- 32	5.71	3.75	3.75	1.60	4.59	10.5	12.8
Morton Int'l (6/30)	39	42- 38	2.43	2.63	3.00	0.80	4.12	9.4	14.7
Olin	68	67- 43	4.62	6.15	7.25	2.00	12.25	5.6	11.1
Vulcan Materials	44	47- 36	3.30	3.45	3.85	1.12	5.57	8.0	12.8
平均	48		3.51	3.78	4.22	1.02	6.77	7.9	13.5
最近の上場会社									
Aristech	21	27- 11	3.95	3.10	2.75	1.00	4.23	5.0	6.8
Georgia Gulf	46	46- 25	6.75	7.75	6.25	1.00	8.46	5.4	5.9
Vista (9/30)	46	61- 44	7.09	8.75	9.25	1.80	11.15	4.1	5.2
平均	38		5.93	6.53	6.08	1.27	7.95	4.8	6.0
S & P 500	346		23.50	25.50	27.00	9.70			13.6

(注1) GNPの伸びが、1989年で2~3%、1990年で1~2%、なることを前提

(注2) CF = キャッシュ・フロー

資料: J. Jeffrey Cianci, Speciality Chemicals Monthly: July 1989 Review (Bear Stearns) (August 18, 1989)

付属資料 24

アメリカの化学社会の利益変動マトリックス

		E B I Tカバレッジ倍率		
		高 10倍以上	中 7~ 9.9倍	低 2.5 ~ 6.9倍
営業利益 循環度 (リセッション・ケース)	横這い ~上昇	Morton Thiokol Minn Mining & Mfg	Ethyl Corp. Monsanto	FMC Corp.
	横這い ~下落	DuPont PPG Industries Rohm & Haas	Hercules Olin Corp. Cabot	Engelhard Corp W.R. Grace & Co
	下落20% 以上	Aristech Dow Chemical Georgia Gulf BF Goodrich ARCO Chemical Vista Chemical	Quantum Nova Corp. of Alberta	Unicon Carbide

資料: John Willard, Kimberly Ritrievi and Eunice Johnson, Differentiating Among Commodity Chemical Companies (PaineWebber) (January 19, 1989), p. 8

アメリカのコモディティ・ケミカル産業

(1988年 - 1990年予測)

	競争攪乱的 新規設備追加	リセッション・シナリオ の可能性
ARCO Chemical		
Propylene oxide/glycol	若干	大
Styrene	大- 1990年迄	大
Aristech Chemical		
Phenol	大- 1990年迄	大
Polypropylene	大- 1989年後半迄	若干
Dow Chemical		
Chlorine/caustic	小	若干・循環的回復
Ethylene	若干	若干
Ethylene oxide/glycol	小	大
Polyethylene	若干	小
Polystyrene	若干	若干
Propylene oxide/glycol	若干	大
Styrene	大- 1990年迄	大
VCR	若干	大
Georgia Gulf Corp.		
Chlorine/caustic	小	若干・循環的回復
Phenol	大- 1990年迄	大
VCR/PVC	若干	大
BF Goodrich		
PVC	若干	大
Nova Corp. of Alberta		
Ethylene	若干	若干
Polyethylene	若干	小
Polystyrene	若干	若干
Styrene	大- 1990年迄	小
Olin Corp.		
Chlorine/caustic	小	若干・循環回復
PPG		
Chlorine/caustic	小	若干
VCM	若干	小
Quantum Chemical		
Ethylene	小	若
Polyethylene	若干	小
Union Carbide		
Ethylene	小	若干
Ethylene oxide/glycol	小	大
Polyethylene	若干	小
Vista Chemical		
Ethylene	小	若干
PVC	若干	大

資料 : John Willard, Kimberly Ritrievi and Eunice Johnson, Differentiating Among Commodity Chemical Companies (PaineWebber) (January 19, 1989), p.7

スペシャリティ・ケミカル産業の問題¹

世界の化学産業にとって、パーティは終焉に近付きつつある。過去4年間にわたって着実に規模を拡張するとともに利益をあげてきた。しかし、多くの化学会社は、1990年代前半においては、困難に直面するであろう。

このような困難の状態は、過去10年間において、スペシャリティ・ケミカルの分野で設備を拡大した企業にとって特に厳しいものと思われる。スペシャリティ・ケミカルは、高付加価値、研究開発集約的商品で、低数量で販売されており、産業用および消費者用市場で特殊な用途に向けられるものである。

「過去4年間において、年間の売上高が1兆ドルの化学部門における多くの会社は、長期的に成長の可能性が少なく、あまり面白みのない高数量・低付加価値のコモデティ製品（例えば、エチレン、硫酸²、クロライン）の比重を減らして、スペシャリティ・ケミカルの分野で差別化を図ろうとした。

コモデティ製品は、1980年代に、多くの国々で経済成長が鈍化することによって、落ち込むとの予想が出されていたが、この予想に反して、売上高や利益の面で、大きな伸びを示した。

スペシャリティ・ケミカルは、ペンキ、農業化学品、エンジニアリング材料、工業化学品（例えば、ポリウレタン）を含むが、これらの製品は、1980年代の初めから中頃までにかけて、化学産業に多くのことをもたらすものと思われた。これは、スペシャリティ・ケミカルが、その応用分野で相対的に変化が大きく、コモデティ化学分野と比べて、競争も少ないであろうとの見方に基づくものであった。

ところで、化学分野は、1980年代初めには、急激なリセッションに見舞われた。この時、コモデティ・ケミカル製品は、岩のような底に落ち込んだ。このため、この分野から脱出して、高付加価値分野に参入する大きな動きが見られた。

しかし、多くの場合に、スペシャリティ・ケミカルの利鞘は、期待していたよりも小さいものであった。その一つの理由は、若干の分野で、エンジニアリング・プラスチックが良い例であるが、予想していたのよりも多くの会社と同じ分野に参入して、競争を激化させた。同様に、多くの企業は、研究開発費やマーケティング・コストを過少評価していた。

「多くの会社がスペシャリティ分野に参入したが、その特色が、コモデティ分野とあまり異なっていないことを気づいた」とレイナー・デッカー氏（フランクフルトに本拠をおくコメルツ銀行の化学産業アナリスト）は述べていた。

インペリアル・ケミカル・インダストリー（イギリス最大で世界第4位の化学グループ）は、コモデティおよびスペシャリティの両分野において売上高や利益が鈍化した

¹ Peter Marsh, "A Compound of difficulties," Financial Times (February 14, 1990), p. 9

ことにより、特別の問題に直面している。会社は、来週、1989年の業績を発表することになるが、その税引前利益は、1988年の14.7億ポンドを数パーセント上回るだけにとどまると予想されている。

ICIは、そのスペシャリティ事業の一部（ペンキ、フィルムなどの工業用化学）が、同社が期待するほどのお金を稼いでいない。これはICIだけの問題ではない。多くの他の化学会社が、今後数年間、スペシャリティ分野において、問題に直面するであろうと、アナリスト達は見ている。そのような会社には、オランダのアクゾ、西ドイツのバイエルとヘキスト、アメリカのデュポンとダウ・ケミカルが含まれている。

困難に輪をかけているのは、主に先進国の健全な経済を反映して、過去数年間に予想外の規模で拡大したコモデティ分野が、下方に向かいつつあるという事実である。

このことは、多くの会社を攪乱させるかもしれない。それは、これらの会社は、過去数年間に高い利益で活況を呈したために、コモデティに大規模投資を発表している。しかし、これらの投資は、多くの販売の好調な資材分野で過剰生産能力を生み出し、利益を引き下げることになる可能性がある。

スチュアート・ワムスレイ氏（イギリスのアナリストであるとともに、Focus on Chemicals誌というニュース・レターの編集長）は、エチレンの世界生産能力は、今後2年間に、30%増加する、と述べている。これは、バルク・プラスチックに広く使用されている最も重要な基礎的な化学製品のの一つである。ワムスレイ氏は、他の製品（ポリエチレンやポリスチレンなどのハイ・ボリューム・プラスチックを含む）でも、同様に増加すると予想している。

基礎化学の世界生産能力
(百万トﾝ/年)

	生産能力		増加率
	1988年	1992年	1988/1989
エチレン	56.0	72.5	30%
プロピレン	27.0	32.6	21
スチレン	12.0	16.7	39
ポリエチレン	29.0	38.0	31
ポリプロピレン	10.0	17.1	72
ポリスチレン	8.9	10.5	19
ポリビニール・クロライド	18.5	22.2	20

資料：Peter March, Focus on Chemicals

クライン社（ニュージャージーの化学コンサルタント）は、多くのスペシャリティ事業の問題点を指摘している。その報告書によると、アメリカでは、スペシャリティ・ケミカルの見通しは明るいとされているが、実際に1990年初頭に高い成長率を達成できるの

は、僅かな製品に限られると予想している。

約50種類のスペシャリティ製品のうち、5製品（diagnosticおよびエレクトロニクス・ケミカル、工業用酵素、エラストマー、フォトヴォルテック製品）だけが、1988年と1993年の間で年率6%を上回る伸びを示すものと、報告書では述べている。「（スペシャリティ）については、大きな幻滅を抱いている」とクライン社のスティープ・ディゲル氏は述べている。

それにもかかわらず、この業界の大会社の多くは心配の兆しを表にださないように努めている。ハーマン・シュトレンジャー氏（バイエルの会長）は、化学事業は、過去数年間、異常なほどに伸びてきた、と指摘している。「この業界が、この割合で、伸び続けると予想することは難しい。我々（化学業界の者）は甘やかされてきた。」

モンサント（アメリカの化学会社）は、1980年代に、15億ドルを、主に農業応用分野のバイオテクノロジーに関連したスペシャリティ化学事業の研究開発等の投資に支出した。同時に、このグループは、バルク・プラスチック等の多くのコモデティ分野の比重を下げた。「長期的には、バイオテクノロジーのほうが巨大な可能性を秘めている」とモンサントの社長であるイーグル・ハービソン氏は述べている。「短期的には、もし、世界全体で2%というほどほどの（経済）成長があるのであれば、我々（モンサント）にとってはOKである。我々は、コモデティ事業の比重の高い多くの他社よりも、うまくやるであろう」と述べている。

コモデティ分野の化学製品の需要が鈍化する確実な兆しが、昨年現れた。アメリカとヨーロッパの両方で、価格が大幅に下落し、メーカーのマージンを減らした。

低密度のポリエチレンは、1年前は、トン当たり約1,000ドルであったが、現在は、多くの市場で30%も安くなっている。ヨーロッパでのエチレン価格は、1989年初めにはトン当たり900ドルであったが、現在ではその半分にも満たなくなっている。

予測者達は、価格がさらに下落することを予測している。このため、この業界では、コモデティとスペシャリティの両方の分野についての新たな製品戦略を検討するとともに、コストの削減にも焦点が当てられている。

例えば、ICIでは、エレクトロニクス・ケミカル等の周辺事業の一部を売却することを、最近発表した。また、今後予想される苦難の時代に備えるために、支出の削減を現業部門に指示している。

ローヤル・ダッチシェル（イギリス・オランダの石油・化学会社）は、種子分野のヨーロッパ事業の売却を検討している。この事業は、1990年代後半に向けて、潜在的に収益性の高いスペシャリティ分野とみなされていたが、高い開発コストが必要となっている。

DSM（オランダの大化学会社）は、ポリビニール・クロライド（PVC）を売却することを発表した。PVCは、1990年代の成長が低いと広く思われているバルク・プラスチックである。しかし、会社によっては、将来についてまったく異なる見通しをもっているところもある。ノルスク・ハイドロ（ノルウェーの最大の化学会社）は、PVCの生産を拡大している。それは、主に、この会社は、PVCフィードストックとして用いられるビニール・クロライド・モノマーの大供給者であるからである。

このような問題に直面している会社は、全くのコモデティ・メーカーである。ス

ターリング・ケミカル（アメリカのバルク・ケミカル・メーカー）は、純利益が1988年の213百万ドルから104百万ドルへと50%も減少した。スターリングは、若干の「異常な事態」、例えば、長年にわたってアメリカの化学品の大口買い手であった中国への化学品輸出の大幅な下落が、1989年を予想以上に悪化させた、とドヌグ・マテン氏（スターリングの副社長）は述べていた。

トム・ビスレイ氏（ヒューストンに本拠をもつCMAIの化学専門家）は、産業は、1980年代初めのリセッションを繰り返すほどには落ち込むことはないであろうと楽観的に予測していた。「多くのことが、それ以来変わっている」と彼は述べていた。「現在、会社は、（需要が下がり始めている場合には）なにがなんでも、生産能力の拡張をするという意図をもってはおらず、市場にうまく適応しようとしている。」

さらに先のことになる、多くの人々は、西側の化学産業にとって明るい見通しをもっている。それは東ヨーロッパの政治的・経済的変化によるものである。多くの基礎化学原料は、消費財産業の関連の製品は、供給不足となっている。しかし、それでも短期的に利益をあげる見通しはないであろう。「誰も、東ヨーロッパからは、今後10年はお金を稼ぐことは出来ないであろう」とワムスレイ氏（イギリスの化学アナリスト）と述べている。「短期的には、問題は残ったままである。」

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample



sample 不 許 複 製 sample

慶應義塾大学ビジネス・スクール

Contents Works Inc.