

第33章 企業再編 (475p~511p)

担当：林未稚子

33.1 レバレッジド・バイアウト

- レバレッジド・バイアウト (leveraged buyout ; LBO)
 - ほとんどが負債で資金調達された乗っ取り、または買収のこと
 - 株式は非公開となり、通常、投資家のパートナーシップにより保有される
 - 被買収会社の経営陣により主導される場合は、マネージメント・バイアウト (management buyout ; MBO) とよばれる

- 野蠻人たちがやってきたのか
 - LBO の動機
 - ・ ジャンク債市場
不自然に割安な資金調達
 - ・ 借入れと税金
支払利子の節税効果
 - ・ 他の利害関係者
株主の利益 ≫ 社債保有者の損失
 - ・ 借入れとインセンティブ
ストックオプションまたは株式の直接所有
→ 経営者は事業に、より多くの利害を有する
負債返済のための現金の必要性
→ 不要資産の売却、業務効率の改善、資本支出の削減

- レバレッジド・リストラクチャリング
 - 買収なしの借入れによる資本構成の変更
 - 負債返済のための現金の必要性を自らに課す

- LBO とレバレッジド・リストラクチャリング
 - LBO の特徴
 - ・ 多額の負債
 - ・ インセンティブ
 - ・ 非公開の所有構造

33.2 コーポレート・ファイナンスにおける融合と分裂

- スピンオフ (spin-off)
 - 親会社の資産と業務の一部を切り離して設立された新しい独立した会社のこと
 - 新会社の株式は、親会社の株主に分配される
 - スピンオフのメリット
 - ・ 事業の一部だけへの投資を可能とすることで、投資家の選択肢が広がる
 - ・ 企業価値と業績の評価が容易になり、経営者のインセンティブが改善される
 - ・ 親会社の経営陣は主要事業への集中が可能になる

- カーブアウト (carve-out)

親会社が事業の一部を切り離し、新規公開を通じその事業部門の株式を売却すること

- 資産売却 (Asset sale)

ある企業的一部分 (余剰の店舗、設備、事業部門全体) を別の企業に売却すること

- 民営化 (privatization)
 - 政府が所有する企業の民間投資家への売却のこと
 - 民営化の動機
 - ・ 効率性の向上
投資や業務上の判断への政治的影響から遮断される
経営者と従業員に対するインセンティブの強化
 - ・ 株式所有
従業員や小規模の投資家に対する、特別の案件または割当の提供
→株式所有の促進
 - ・ 政府の収入

33.3 コングロマリット

- コングロマリットの問題点
 - 内部資本市場の非効率性
過剰投資や相互補助に陥りやすい
 - 事業部門の経営者に対するインセンティブを提供が困難

- コングロマリット・ディスカウント
コングロマリット全体の価値が各部門の価値の合計より低いこと

- 伝統的な米国のコングロマリットの財務構造
成功のために取り組むべき2つの課題
 - ・ 事業部門が独立している場合より優れた部門経営と業績の実現
 - ・ 外部資本市場より優れた内部資本市場の運営

- 一時的なコングロマリット
 - プライベート・エクイティ・ファンドの集合を指す
 - ・ いくつかの関連のない産業に属する会社を保有する点で「コングロマリット」
 - ・ パートナーシップは通常期限を有している点で「一時的」
 - プライベート・エクイティ・パートナーシップ
 - ・ ジェネラル・パートナー
ファンドを組成・運営する
一定の手数料と利益分配金（carried interest）を受け取る
 - ・ リミテッド・パートナー
資金のほとんどを出資
出資分の払い戻しを受ける
パートナーシップの投資資産が売却されるとき、優先的に分配を受ける
 - LBO パートナーシップの有利さ
 - ・ 経営者にとっての強いインセンティブ
 - ・ 所有権の集中（所有とコントロールの非分離）
 - ・ 期限の存在（無駄な再投資が行われないと確信させる理由）

33.4 倒産

- 第7章の手続
破産裁判官に指名された管財人が企業を閉鎖し、資産の競売を実施する。競売からの回収額は、債権者への弁済に充てられる。

- 第11章の手続（会社更生手続）
 - 更生計画を実施しながらも、企業の活動を継続させ、かつ資産価値を維持することが目的
 - この期間は、企業に対する他の法的手続は停止される
 - 通常、会社は現行経営陣により引き続き運営される

➤ 第11章の手続は効率的か

会社更生手続が効率的でない理由

- ・ 清算が望ましい場合でも、税制上、営業を継続する誘因が存在する
- ・ 現金と証券を組み合わせて弁済がなされ、適正な分配が受けられない
- ・ 先順位債権者が不公平な扱いを受ける
- ・ 株主と後順位債権者が倒産までの時間稼ぎをする
- ・ 更生計画が作成される間に運転資本の追加が必要となる可能性がある
- ・ 手続中、無担保社債には利子が付されない
- ・ 収益性の高い企業が費用のかかる契約や訴訟から企業を守るため、会社更生の申立てを行うことがある

➤ 私的整理 (workout)

- 企業が返済の繰延べあるいは金利免除を求め、財務上の困難を解決すること
- 企業が債権者と私的整理案について非公式に同意した上で、会社更生の申し立てを行うことがある。これを、事前合意済みの倒産 (prepackaged bankruptcy) という。
- 事前合意済みの倒産のメリット
 - ・ 訴訟の可能性を減らす
 - ・ 会社更生手続下における税制上の優遇措置を企業が活用できる

➤ 代替的な倒産手続

米・仏：債務者寄りの倒産制度

英：債権者よりの倒産制度

【コメント】

- ◆ LBO を行う場合、売却側に残された多額の負債について、買収側は返済の義務を負わないが、ここに問題はないのだろうか。