

第 33 章 企業再編 (475p~512p)

2014 年 6 月 18 日

担当：小嶋

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)
 - ① 買収の対価の大部分が借入れにより資金調達される。借入れの一部は、(往々にして全額が) 格付けが投資適格より下のジャンク債である。
 - ② 会社は非公開となり、その株式は公開市場では取引されなくなる。LBO の株式は、投資家 (通常は機関投資家) のパートナーシップにより保有され、しばしばプライベート・エクイティ (private equity) と呼ばれる。
 - マネージメント・バイアウト (management buyout ; MBO)

被買収会社の経営陣により主導されている買収
 - 経営者は負債返済のための現金を生み出す必要に迫られ、またその事業に個人的に相当な出資を行っていることに促されて、費用を削減し、より効率的に競争していく方策を見出していった。
- 野蠻人たちがやってきたのか
- LBO の動機
 - ① 無駄の削減 (diet deal)
 - ② ジャンク債市場
 - ③ 借入れと税金
 - ④ 他の利害関係者
 - ⑤ 借入れとインセンティブ
- レバレッジド・リストラクチャリング
- 買収なしの借入れを実施し、資本構成の変更により企業の無駄を減らすことを自らに強制。このリストラクチャリングは、成熟し、成功しているが、多くの無駄を抱えた会社に現金を吐き出させ、営業費用を削減させ、資産をより有効利用させようと計画されたもの。
- LBO とレバレッジド・リストラクチャリング
- LBO の特徴
 - ①多額の借金
 - ②インセンティブ
 - ③非公開の所有構造

- レバレッジド・リストラクチャリングは最初の二項目については同じだが、公開会社であり続ける点が異なっている。

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、またはスプリット・アップ ; split-up)
 - 親会社の資産と業務の一部を切り離して設立させ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。
 - 投資家に事業の一部だけへの投資を可能とすることで、投資家の選択の幅を広げる。さらに重要なことに、スピンオフにより経営者たちのインセンティブが改善される。「会社にそぐわない事業 (poor fit)」をスピンオフすることで、親会社の経営陣は主要事業に集中することが可能となる。
→投資家は一般的にスピンオフをいい知らせとして歓迎する。
- カーブアウト (carve-out)

スピンオフに似ているが、新会社の株式が既存の株主に分配されるのではなく、公募により売却されるところが異なる。ほとんどのカーブアウトは、親会社に子会社の過半数の支配権、通常は 80%程度の株式を残す形を取る。事業の集中がなされていないことや、会社にそぐわない事業の存在を懸念する投資家を安心させないかもしれないが、親会社が、子会社の株価のパフォーマンスに基づき、経営者の報酬を設定することを可能にする。
- 資産売却 (Asset sale)

ある企業の一部を別の企業に売却すること。資産売却の発表は資産を売却する企業の投資家にとって良い知らせである。
- 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。ほとんどの民営化はスピンオフよりもカーブアウトにより近い。
 - 民営化の動機
 - ① 効率性の向上
 - ② 株式所有
 - ③ 政府の収入

33.3 コングロマリット

- 1960 年代の合併ブームはさまざまな無関係な事業の運営までも手を広げるコングロマリットを数多く生み出した。1960 年代に生まれたコングロマリットの多くは、1980 年代および 1990 年代には分割された。
 - コングロマリットの利点
 - ①さまざまな産業にわたる多角化は収益を安定化させ、リスクを軽減する
 - ②すぐれた経営者は代替性がある
 - ③広範に多角化した企業は内部資金市場を運営することができる
 - コングロマリット・ディスカウント
コングロマリットの総企業価値がコングロマリットに属するそれぞれの部門の価値の合計を下回っていることを意味する。
- 伝統的な米国のコングロマリットの財務構造
- GE など広い範囲の関連のない事業を運営している成功している企業もある。
 - コングロマリットの成功のために取り組む必要のある課題
 - ①事業部門が独立している場合に達成され得る水準より優れた部門経営と業績が確実に実現されること
→部門の市場価値を独立して観察することができないため、困難
 - ②外部資本市場より優れた内部資本市場を運営すること
→多くの異なる産業の投資機会を理解しなければならず、また内部資本市場は交渉や社内政治による配分にさらされることから困難
- 一時的なコングロマリット
- プライベート（非公開）・インベストメント・パートナーシップを通じて投資している。
 - パートナーシップは有期限なため、保有企業の売却を迫られる。
 - 経営者にとって強いインセンティブ、所有権の集中、期限の存在から LBO は企業価値を増加させると思われるコングロマリットである。

33.4 倒産

- いくつかの企業は財務上の困難が始まると、会社組織自体の変更が余儀なくされる。この時点で企業は更生計画について債権者と合意するか、倒産の申し立てを行うかが必要となる。米国では 1978 年改正倒産法の第 7 章および第 11 章に定められた二つの手順のどちらかを選択することが可能である。第 7 章の手続の目的は、

企業の死とその解体を監督することであり、第 11 章の手続は企業を健全な姿に回復させることを目指している。

- 第 11 章の手続きは効率的か
 - 第 11 章の手続が効率的な解決策にならない理由
 - ① 資産が売却されればより望ましい利用が可能であろう場合にも、税制上、営業を継続する誘因が存在する。
 - ② 弁済を請求するものには、現金と証券を組み合わせて弁済がなされるのが一般的であるため、適正な配分を受けたかどうかを判断するのが容易でない。
 - ③ 非公平な扱いを受ける可能性の高い先順位債権者は、清算を主張する。
 - ④ 株主と後順位債権者は時間稼ぎをすることが可能
 - ⑤ 追加の運転資本が必要となり、新しい債権者が現れる可能性があるため、もともとの債権者に、新しい債務が生じることで減じられる前の迅速な解決を求めるインセンティブを与える。
 - ⑥ 第 11 章の手続中、担保付社債は利子が付されるが、無担保社債には利子が付されない。
 - ⑦ 時には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、会社更生の申し立を行うことがある。
- 私的整理 (work out)
 - 第 11 章での手続きでの会社更生が効率的でないならば、企業は債権者との交渉による解決、あるいは私的整理を模索する。時には、企業が債権者と私的整理案について非公式に合意し、その上で破産裁判所の認可を得るために第 11 章の手続を申し立てる事前合意済みの倒産 (prepackaged bankruptcy) を行うこともある。
- 代替的な倒産手続き
 - アメリカ、フランス：債務者寄りの倒産制度
 - イギリス：債権者寄りの倒産制度

【コメント】

LBO の制度は、効率よく経営するためにうまくできた制度だと思ったが、LBO は本当に良いことなのか疑問に思った。

コングロマリット、多角化は本当に企業価値を拡大させないのか、そもそもコングロマリットと多角化の違いは何か