

2020年1月15日

第32章 企業再編(p.547~p.589)

担当 河合

本章の目的は、合併・買収以外の、企業の所有権と支配権を変更するための様々なメカニズムを理解することである。

32.1 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により資金調達される
 2. 企業は非公開となり、その株式は公開市場では取引されなくなる
 - マネジメント・バイアウト(management buyout ; MBO)
 - ・株式の資金調達の調達先が、被買収会社の経営陣により主導されている場合
 - 1970年代および80年代には、多角化した大企業で不要とされた事業部門のために多くのMBOが実施された。
 - 1980年代には、LBOは大規模な熟成した公開企業を含む事業全体の買収にシフトしていった。
- RJR ナビスコ
- コールバーグ・グラビス・ロバーツ(KKR)によるRJR ナビスコの買収は、最も有名なLBOである。
 - この合併の生みうる2つの利益。
 1. 支払利子の節税効果、資本支出の削減及びRJRの中核事業に必ずしも必要でない資産の売却から生まれる現金
 2. 費用削減や官僚主義の排除により、中核事業の収益性をもっと引き上げること
 - 実際、税引前の営業利益は、大規模な資産売却にもかかわらず増加した。
 - ジャンク債の市場価格が急落したため、RJRの将来の金利は増大する見込みとなり、資金の再調達条件はより厳しくなった。
 - RJRが非公開となった期間は非常に短かった。
- 野蛮人たちがやってきたのか
- LBOは巨額の市場価値増加を生み出し、その利益のほとんどは、買収側ではなく売却側の株主の手に渡った。
 - LBO後の新経営陣は、LBOによる負債返却の義務があった。同時に、新経営陣は出資しており、重要でない資産の売却、費用削減および営業利益向上のための強いインセンティブを有していた。

- LBO は、ほぼ必然的に無駄の削減を意味するが、以下のような他の動機もある。
 - ▶ ジャUNK債市場
ジャUNK債市場の投資家はジャUNK債のデフォルトリスクを過小評価していたために、LBO および負債で資金調達を行った買収は、ジャUNK債市場からの不自然に割安な資金調達により引き起こされたのかもしれない。
 - ▶ 借入と税金
節税効果が LBO に伴う多額の負債の主要な動機であったならば、LBO に経営者は負債を返済することにそれほど関心を持たなかったはずであるが、負債返済は RJR ナビスコの新経営陣の最初の責務の一つであった。
 - ▶ 他の利害関係者
売却側の株主にとっての利益だけではなく、LBO のすべての投資家にとっての利益の合計を見る必要がある。
 - ▶ 借入とインセンティブ
LBO の経営者と従業員は負債返却のために現金を生み出さなくてはならない。カプランは「業務が改善されたのは、レイオフではなくインセンティブの改善によるものである」と述べている。

○ レバレッジド・リストラクチャリング：

成熟し、成功しているが、多くの無駄を抱えていた会社に現金を吐き出させ、営業利益を削減させ、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 とレバレッジド・リストラクチャリングの財務的な特徴は似ている。以下は LBO の 3 つの特徴である。

1. 多額の負債
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 2 点については LBO と同じだが、公開企業であり続ける点が異なっている。

32.2 コーポレートファイナンスにおける融合と分離

企業支配権の市場では、合併と買収に多くの注目が集まるが、資産や事業の売却や分裂も重要である。多くの場合 LBO や MBO の形で売却されるが、他の取引形態も一般的である。

○ スピンオフ

- 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企業のことであり、新会社の株式は親会社の株主に分配される。

- スピンオフは事業の一部だけへの投資を可能にすることで、投資家の選択の幅を広げる。
 - 経営者のインセンティブがスピンオフにより改善される。
 - 資金が収益性の低い他の部門の資本投資に吸い上げられてしまうことを懸念する投資家を安心させる。
- カーブアウト
- カーブアウトは、スピンオフに似ているが、新会社の株式が既存の株式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。
 - 親会社が子会社の株価のパフォーマンスに基づいて経営者の報酬を決められるようになる。
- 資産売却
- 資産売却または事業売却(divestiture)は、一つの企業の一部を別の企業に売却することを意味する。
 - 資産売却の発表は売却する企業の投資家にとって良い知らせであり、平均的に見れば売却された資産はより生産的に用いられる。事業は、最も効率的に運用できる企業に売却される。
- 民営化と国営化
- 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である
 - 民営化の目的は、現金を得るためであることがほとんどである。スピンオフよりもカーブアウトに近い。
 - 民営化を行う 3 つの動機。
 1. 効率性の向上
 2. 株式所有
 3. 政府の収入
 - 民営化が大量のレイオフと失業をもたらす懸念があるが、企業が成長した場合を考慮すると雇用は増加すると考えられる。
 - 民営化の影響は、他の側面に関してもほとんど望ましいものである。
 - 国有化：公開企業が政府によって取得されること
 - 倒産しそうな企業に対する政府の現実的な最後の救出方法として、一時国有化をすることもある。

32.3 プライベート・エクイティ

○ プライベート・エクイティ・パートナーシップ

- プライベート・エクイティ投資ファンドには、ジェネラル・パートナーとリミテッド・パートナーによって組成される。
 - ▶ ジェネラル・パートナー：パートナーシップを組成・運営する
 - ▶ リミテッド・パートナー：資金のほとんどを出資する。典型的には、機関投資家である。経営には参画しない。
 - パートナーシップが組成されるとジェネラル・パートナーは投資先となる企業を探す。
 - ▶ ベンチャー・キャピタル・パートナーシップ：ハイテク分野の企業直後の企業または成長のために資本を必要とする成長中の企業を探す。
 - ▶ LBO ファンド：リストラクチャリングを必要とする成熟企業を探す。
 - パートナーシップ契約は有限で、通常は 10 年である。期限には保有する会社は売却しなければならず、利益は分配されなければならない。
 - ジェネラル・パートナーは、ファンドに投資された資金の 1%または 2%の手数料とファンドの 20%の利益分配金を受け取る。ジェネラル・パートナーは、パートナーシップの将来の受取額全体の 20%について、リミテッド・パートナーの投資額を行使価格とするコール・オプションを有していることになる。
 - プライベート・エクイティ・パートナーシップの利点
 - ▶ ジェネラル・パートナーはリミテッド・パートナーの投資分を回収し、利益を生み出す強い誘因を持っている
 - ▶ 利益分配金はコール・オプションなので、ジェネラル・パートナーにリスクをとる誘因を与えている
 - ▶ 所有権と支配権が分離されない
 - ▶ フリー・キャッシュフローの問題は発生しない
 - ▶ 低金利
 - ▶ 資金調達の容易さ
 - 非公開に転じることで、投資家の「短期主義」を避け、長期的な投資を可能にする。しかし、長期的と言ってもパートナーシップの存続期間が 10 年程度であるから、最終的にジェネラル・パートナーは企業を現金化する必要がある。現金化には IPO と別の企業への売却の 2 つの方法がある。
- プライベート・エクイティ・ファンドは現代のコングロマリットか？
- 1960 年代及び 70 年代に指摘されていた、コングロマリットの 3 つの利点。
 1. 様々な産業にわたる多角化は収益を安定させ、リスクを軽減する点
 - ▶ 企業ではなく、株主がリスク分散を行えば良い
 2. 広範に多角化した企業は内部資本市場を運営できる点
 - ▶ 内部資本市場が、市場ではなく、中央主権的な計画と企業内の交渉に影響されていることで、企業価値を減少させている可能性がある

3. 優れた経営者は代替性がある点

- ▶ コングロマリットとLBOやプライベート・エクイティとの違いはコングロマリットが企業を買収し改善した上で長期的に経営を行って行こうとする点であるが、一番の困難な点でもある
- ▶ プライベート・エクイティは一時的なコングロマリットであるとも言える

32.4 倒産

- 米国の倒産手続きは債権者の申し立てで開始されることもあるが、公開企業の場合、通常は申し立てを決断した企業自身により開始される。その際、2種類の倒産手続きがある。
 1. 第7章(Chapter7:チャプターセブンと呼ばれる):
企業の死とその解体を監督することを目的とする。
 2. 第11章(Chapter11:チャプターイレブンと呼ばれる):
企業を健全な姿に回復させることを目的とする。債権者である企業が作成した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にある。
- 小企業の多くは第7章の手続きを、大規模な公開企業は11章の手続きを利用する。
- 更生計画は、債権者により承認され、破産裁判所により認可されて有効となる。各クラスの債権者は更生計画について別々に投票する。債権者が承認するとは、各クラスの債権者の投票の少なくとも半数委夜認証が得られ、かつ可とする債権者の保有する債権が企業に対する債権の総価値の3分の2に対応していなければならない。さらに、同計画は株主の3分の2の承認を得る必要がある。
- 更生計画を作成するうえで難しい点は、債権者を満足させ、最初に企業を困難に陥らせた事実上の問題を解決するような新しい資本構成を考案することである。

○ 第11章の手続きは効率的か

- 第11章の手続きの抱える問題が生じるのは、債権者への弁済を行うという目標が事業を継続するという目標と相容れない場合である。
- 第11章が効率的な解決策とならない4つの理由。
 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、事業を継続する誘因の存在
 2. 会社更生の対象となると現金を保持していく必要があり、債権者に証券と現金を組み合わせ弁済がなされることにより、債権者が適正な分配を受けたかどうかの判断が容易にはできなくなる
 3. 会社更生手続きにおいて不公平な扱いを受ける可能性の高い先順位債権者は生産を好み、株主と高順位債権者は会社更生の方を好む
 4. 株主と後順位債権者は倒産手続きが長期にわたると、投資を回収できる可能性が高まる一方、先順位債権者は時間の経過が自らに不利に働くことを認識しており、更生計画が承認される対価の一部として少額の弁済を受け入れるかもしれない

- 倒産手続きの慣行は変化し、最近では第 11 章の手続きもより債権者より担っている。債権者がより影響力を得るにつれ、倒産企業の株主の受け取り分は小さくなってきている。
- 私的整理
- 財務上の困難に陥った多くの企業が破産裁判所を避けて、まず債権者との交渉による解決、あるいは私的整理(workout)を模索している
 - 事前合意済みの倒産または事前交渉済みの倒産とは、企業が債権者と私的整理案について非公式に同意し、そのうえで破産裁判所の許可を得るために第 11 章の手続きを申し立てることである。
- 代替的な倒産手続き
- 第 11 章を批判しているジェンセンの提案する解決策は、倒産した企業をすべて即時に競売に付し、その代金を債権の順位に従って権利者に分配するというものである。
 - フランスの倒産制度は更に債権者側に優位なもので、破産裁判所の主な役割は企業に事業を継続させ、雇用を維持することである。
 - 英国では、企業が債権を弁済できない場合には、企業支配権は債権者に譲り渡される。指名された担保を有する債権者が財産保全管理人を選任する。財産保全管理人は企業の管理を引き受け、担保を有する債権者への支払いを行うのに足る資産を売却し、残余資産があれば債権の優先順位に従って他の債権者への支払いが確実に行われるようにする。
 - フランクとダヴィデンコは、銀行が融資方法を調整することで倒産法の規定の違いに対応していることを見出した。

【コメント】

- 前節の企業合併では、企業価値を高めることが目的であったが、企業再編では企業価値を高めることももちろんだが、特にプライベート・エクイティのように企業や事業を存続させることで企業価値を高めていくことや、チャプターイレブンのように国も企業を健全な状態に回復させるなど、様々な方法があることが興味深い。
- 民営化を行う動機として、株式所有を促進することがあげられ、「従業員または小規模の投資家に対する特別の条件、または割当が提供される」とあるが、なぜ従業員・小規模の投資家であるのか。(p.565)
- 35)に関して、倒産した企業の資産がより望ましい形で利用されない場合、結局同じ事が繰り返されているだけだと思うが、順位が低くなれば弁済の可能性が高まるのか。(p.580)