

LBO (Leveraged Buy Out) を巡る最近の動向について

— 日本生命ニューヨーク事務所 —

はじめに

米国では近年、巨額の企業買収が相次いでいるがこの買収にあたって多額の借入金を用いるLBO (Leveraged Buy Out) と呼ばれる手法が頻繁に用いられ、最近その是非を巡る論議も盛んとなっている。

又、これら買収資金について邦銀もかなりの資金供給を行っており、日本国内でもLBOという言葉が目につく様になっている。

そこで本稿では、LBOとは一体何であるのか、又、LBOを巡る最近の動向についてレポートする。

1. LBOとは何か

(1) LBOの定義

LBOとは「借入を利用して企業買収を行ない被買収企業の将来のキャッシュフロー又は当該企業の一部売却による代金、あるいはその両方により借入金を返済していく取引」であり、M&A (企業買収) 取引の一形態である。

LBOと通常のM&Aとの厳密な区別はなく、借入金の占める比率の高いM&A取引をLBOと呼ぶ。LBOをM&Aの手段の中で特色あらしめているのは借入金の利用であり、その重要なポイントは支払金利が損金算入されるということである。

すなわち、企業のキャッシュフローを所与とした場合、借入金を増大させると金利負担により収益全体は減少するが、支払金利が損金算入される為節税効果が働きキャッシュフローは収益程減少せず、その為かなりの元利金返済も可能になる。

又、これを自己資本の期待収益率の点から説明すると以下の様になる。

ここである企業の総資産額をA、総負債額をL、自己資本総額をE、総資産利払前利益率を r_A 、負債利率を r_L 、法人税率を T_c 、自己資本利益率を r_E とすると

$$\text{自己資本利益} = \text{総資産利益} - \text{税控除後利子負担}$$

であるから

$$\begin{aligned} E \cdot r_E &= A \cdot r_A - L \cdot r_L (1 - T_c) \\ &= (E + L) \cdot r_A - L \cdot r_L (1 - T_c) \\ &= E \cdot r_A + L \{ r_A - r_L (1 - T_c) \} \end{aligned}$$

従って

$$r_E = r_A + \frac{L}{E} \{ r_A - r_L (1 - T_c) \}$$

ここで $r_A > r_L (1 - T_c)$ であれば（すなわち、総資産利益率が実効負担利子率より大きければ）、負債比率 L/E を上昇させると（期待）自己資本利益率は上昇する。

しかもこの時支払金利が損金算入される為、実効負担利子率は r_L でなく $r_L (1 - T_c)$ と低くなっている。

支払金利が損金算入されるという制度の下では、借入金利に対する税の軽減額 ($L \cdot r_L \cdot T_c$) は借入れを行なうことによって生じるプラスのキャッシュフローであり極端な言い方をすれば政府からの補助金と見することもできる。

LBOはこの借入金の税効果および負債比率アップによる自己資本利益率の上昇というレバレッジ効果により、買収活動を容易にしている。

しかしながら一方では、負債比率上昇によるリスクの増大（自己資本利益率の不確実性の増大）が生じることに留意する必要がある。

今、総資産利益率、負債利子率、自己資本利益率の分散を各々 V_A 、 V_L 、 V_E とすると

$$V_A = \left(\frac{L}{L+E} \right)^2 \cdot V_L + 2 \cdot \left(\frac{L}{L+E} \right) \left(\frac{E}{L+E} \right) \cdot \rho_{LE} \cdot \sqrt{V_L} \cdot \sqrt{V_E} + \left(\frac{E}{L+E} \right)^2 \cdot V_E$$

（但し ρ_{LE} は負債利子率と自己資本利益率の相関係数）

となる。

ここで負債は固定金利である（すなわち $V_L = 0$ ）とすると

$$V_A = \left(\frac{E}{L+E} \right)^2 \cdot V_E$$

従って

$$\begin{aligned} V_E &= \left(\frac{L+E}{E} \right)^2 \cdot V_A \\ &= \left(1 + \frac{L}{E} \right)^2 \cdot V_A \end{aligned}$$

つまり負債比率の上昇は、自己資本利益率の不確実性というリスクの増大をもたらす。従って負債比率の無制限な上昇は自ずと制約をうけることになる。

(2) LBOの仕組

LBOの基本的仕組には持株会社方式（Holding Company Structure）と単独会社方式（Single Company Structure）とあるが、持株会社方式が一般的である。

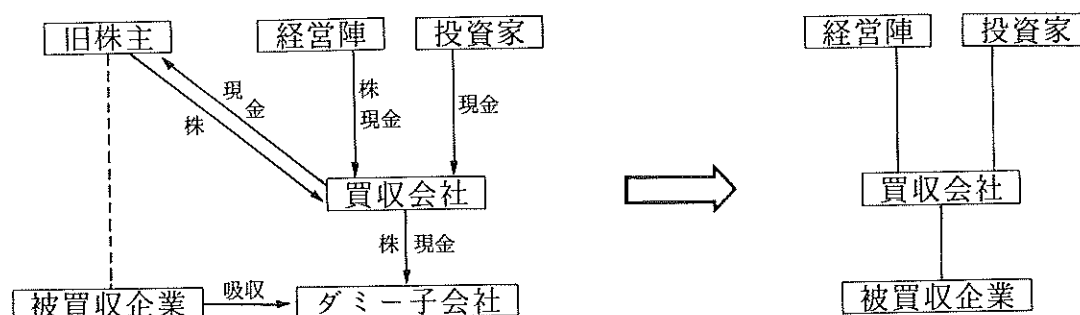
持株会社方式の典型的な例は以下の様になる。

- ① 経営陣と投資家が共同で買収会社を設立。
- ② 経営陣は現金および被買収企業の株式（もし保有していれば）を買収会社の株式と交換に出資し、投資家は買収会社の株式と交換に現金出資を行なうと共に融資を行なう。
- ③ 買収会社はダミー子会社を設立、全ての手持ち現金と被買収企業の株式を出資する。（ダミー子会社を設立するのは税対策である。）
- ④ LBO取引時に、上位融資者（銀行等）と劣後融資者（ジャンクボンド投資家）はダミー子会社あるいは被買収企業に貸付を行なう。（この時点では被買収企業はダミー子会社に支配されている。）
- ⑤ ダミー子会社が被買収企業に吸収合併される。

この合併により

- (i) 被買収企業株主は現金または現金と他の有価証券との組み合わせを受け取る。
- (ii) ダミー子会社の株式は、被買収企業の株式に転換される。
- (iii) 被買収企業は買収会社（持株会社）の100%子会社となる。

以上を略図で示すと以下の通りとなる。



この一般的なLBOの資本構造は次の通りである。

形態	構成比	主な資金供給者
借入れ	50~60%	銀行
メザニン証券	30~40%	機関投資家 (年金基金等)
<ul style="list-style-type: none"> { 劣後債 { 優先株 		
普通株	10~15%	経営陣・投資家

2. LBOの現状

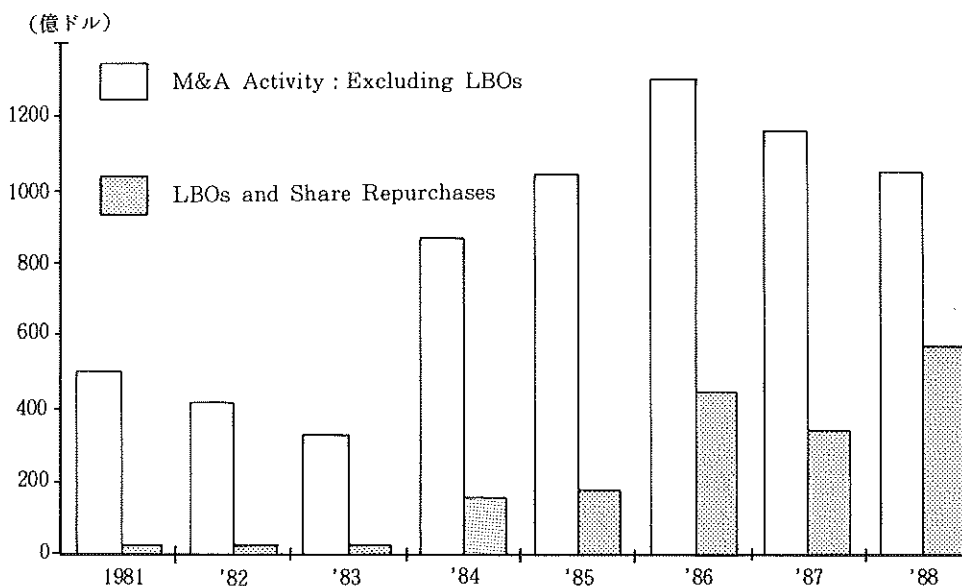
LBOの歴史は、第二次大戦直後の時期まで遡るとされているが、1970年前後のコングロマリット企業の増大、企業買収ブーム以降から徐々に増加、その後様々な資金源の登場を背景に1980年代中頃から企業のリストラクチャリング等の動きに乗じて急速に拡大してきている（図－1参照）。

又、買収総額が増加しているだけでなく、案件1件当たりの金額が巨大化してきている。

表－1並びに図－2に見られる通り、1980年代後半に入ってLBOの規模は年々大型化してきており、1988年におけるモンゴメリー・ワード（有力小売チェーン）のモービルからの独立、モルガン・スタンレーのLBOファンドによるフォート・ハワード（紙パ）の買収はいずれも40億ドル前後の大型LBOであった。又、現在進行中のKKR（Kohlberg Kravis Roberts；LBO専門会社）によるRJRナビスコの買収は買収総額が約250億ドルと桁違いの巨大LBOとなっている。これはLBOとしてだけでなくM&A全体として見ても、過去最大であった1984年のシェブロンによるガルフ石油の買収（134億ドル）の2倍近い規模となっている。

このRJRナビスコは全米製造業第19位の巨大企業であり、今や「LBOの対象にならない企業はなくなった」という時代に入ったことを強く印象づけ、その影響について広範な論議を引きおこした点で、エポックメイキングなLBOと言えよう。

図－1 企業買収金額の推移



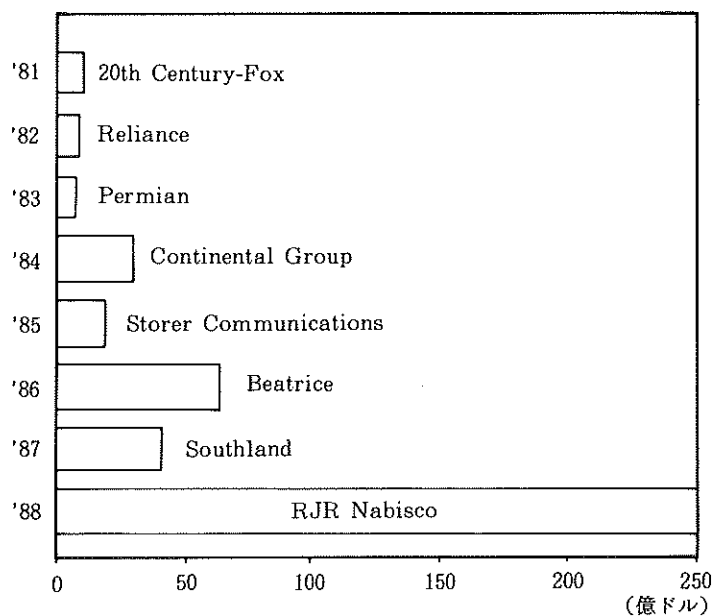
（出所；Paine Webber Report 11/30/88）

表-1 最近の主なLBO

DATES		TARGET NAME	ACQUIROR NAME	AMOUNT (in billions)
ANNOUNCED	EFFECTIVE			
4/25/85	12/ 5/85	Storer Communications	Kohlberg Kravis Roberts	2.5
10/16/85	4/17/86	Beatrice	Kohlberg Kravis Roberts	6.2
10/21/85	7/15/86	R.H. Macy	Macy Acquiring Co,	3.7
7/25/86	11/24/86	Safeway Stores	Kohlberg Kravis Roberts	4.3
9/ 4/86	12/31/86	Allied Stores	Campeau	3.6
12/11/86	3/24/87	Owens-Illinois	Kohlberg Kravis Roberts	3.7
9/12/86	6/ 9/87	Viacom Int'l.	Natl. Amusements	3.4
4/13/87	7/30/87	Borg-Warner	Merrill Lynch Capital	4.7
7/ 3/87	12/15/87	Southland	Thompson	4.6
3/ 7/88	6/23/88	Montgomery Ward	Brennan, Bernard F.	3.8
7/ 1/88	10/24/88	Fort Howard	Morgan Stanley Leveraged Equity Fund II, L.P.	4.2
11/30/88	————	RJR Nabisco	Kohlberg Kravis Roberts	2.5

(出所 ; Securities Data Co., Inc 他)

図-2 LBOの規模の推移 (各年の最大LBO)



3. LBOの隆盛を支えている要因

LBOの原理は古くから存在したにもかかわらず、最近になってLBOが活発化、巨大化している主な要因として以下の3点が挙げられる。

(1) 経営陣の態度の変化

- (2) Value Gapの存在
- (3) 豊富な資金供給

(1) 経営陣の態度の変化

米国企業においては日本企業等と比較して負債比率が低いですが、これは米国経営陣が格付機関による格付けの変更の可能性という圧力もあって、負債の取入れに対して消極的であるためと言われている。

しかし近年の日本企業の進展の中で、負債比率が高いことは必ずしも企業経営にとりマイナスではないとの認識が広がってきている。

又、LBOによりオーナー経営者になれる途がひらけたことは、経営陣にとり大きな魅力となっている。

(2) Value Gapの存在

公開株式市場で評価されている企業の価値と、私企業化した場合の企業の価値との差をValue Gapと呼ぶが、LBO活動に携わっている人々は現在かなりの米国企業で大きなValue Gapが存在するとしている。

このValue Gapは私企業化によって生じる

- ① キャッシュフロー・マージン（キャッシュフロー／売上高）を改善する機会
- ② 資本構成を効率化できる機会
- ③ 事業部門を切り売りした場合の総価値
- ④ 資産配分を変化させて効率化できる機会

などによって決まってくるが、現在の株式市場においては投資家は四半期利益にばかり目がいて、長期的視点やキャッシュフローに対する関心に欠けているため、経営者も短期的視点に偏った経営になりがちで長期的視点に立った企業価値最大化ができなくなっている。そのため上記のような経営改善の余地が大きくなり結果としてValue Gapが拡大しているとされている。

(3) 豊富な資金供給

最近のLBOの大型化を支えているのは潤沢な資金供給である。

資金供給源としてはまずLBOファンドの増大、そしてジャンクボンド市場の拡大が挙げられる。

(i) LBOファンドの増大

LBO専門の投資ファンドは、この2年間で約80社誕生したと言われている。

大手によるLBOファンドの設定状況は図-3の通りであり、RJRナビスコ買

収を行なっている最大手のKKRは約55億ドルを有しており、全体では少なく見積っても250億ドルの資金が存在すると見られる。

LBOにおける株式部分の割合を10%とすれば、これは買収総額で2,500億ドルの企業買収を可能とする資金プールである。

このLBOファンドの増大は投資家側から見た場合、次の2つの要因による。

① LBO投資の高収益性

株式市場の収益率が12%程度であるのに対し、LBOの株式部分の期待収益率は約40%と極めて高い。

② 公開株式市場からの株式の減少

最近では年間約1,000億ドルの株式が公開市場から消失（純減）している。従って公開株式市場での投資のみを行なっていれば、この消失した投資機会を見のがすことになる。

図-3 LBOファンドの設定状況

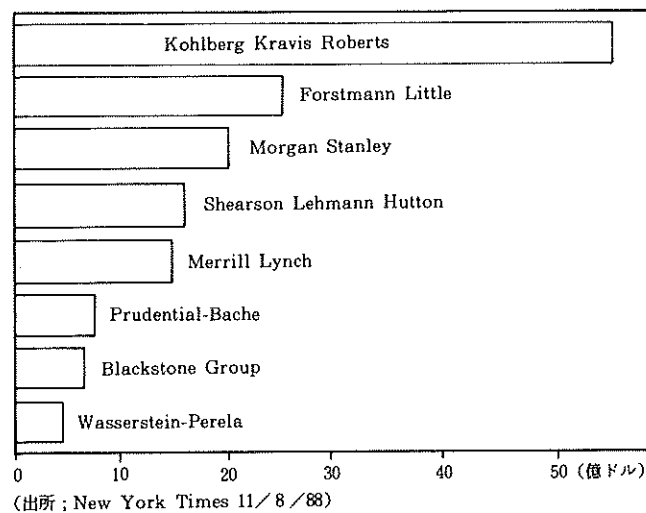
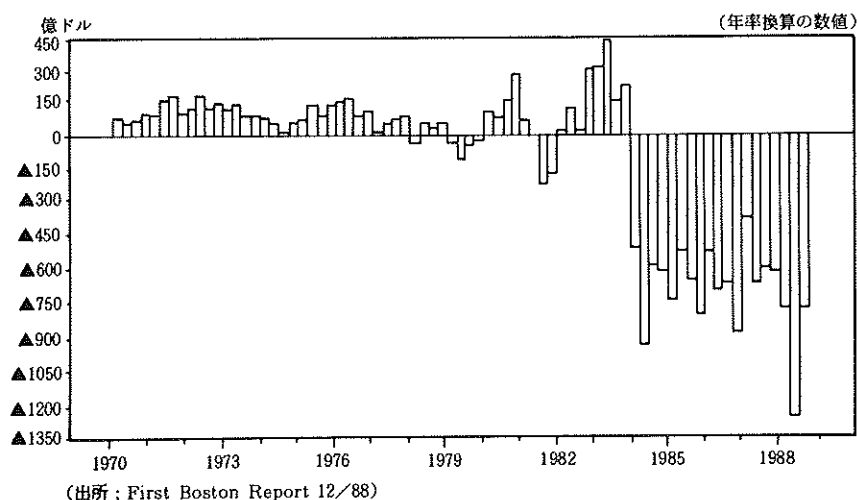


図-4 株式流通量の純増（減）の推移



(ii) ジャンクボンド市場の拡大

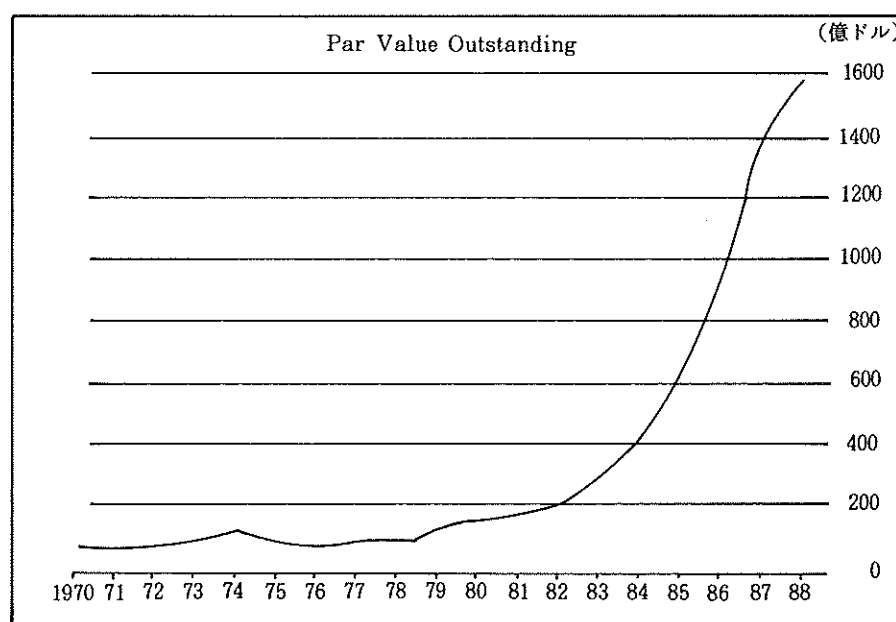
LBOの資金調達手段として、株式部分について高いリスクを負担するジャンクボンド（弁済順位が銀行借入に比べ劣後する格付けの低い債券）は図-5に見る通り、1982年以降急速に拡大、発行残高は公募債だけでも1,600億ドルと社債総発行残高の約25%を占めるに至っており、私募債も含めた発行残高は2500億ドルと推計されている。

ジャンクボンド市場の拡大をもたらしたのは、投資家の多様化である。

数年前までは、ごく一部の投資家に限られていたジャンクボンドの購入者は、現在約14%という高利回りが多様な投資家を引きつけ、現在ではミューチュアルファンド、保険会社、年金基金、貯蓄組合、更に一般事業法人、リース会社等によってその大部分が保有されている。特にミューチュアルファンド、保険会社、年金基金の三者で全体の70~75%が保有されていると言われている。

又、米国内の投資家ばかりでなく日本勢、欧州勢による購入も増大しており、1988年8月のフォートハワードのLBOにおいては、そのジャンクボンドの50%は米国外で販売された。

図-5 劣後債発行残高の推移



(出所; Barron's 12/26/88)

(iii) 銀行ローンの増大

以上の高リスク高収益投資への資金供給増につれてSenior Debt（銀行ローン）の供給も増大している。

LBO向けの銀行ローンは金利がプライム+200ベシスポイント程度と極めて

高く、銀行にとっては非常に魅力的な投資となっている。

一方、リスクについても銀行ローンに劣後する資金が十分に存在すれば、銀行ローンのリスクはそう大きくないと考えられる。その為、大型LBOであっても株式部分、ジャンクボンド部分の割合が十分に高ければ銀行に積極的に貸出を行なうことになる。

又、米銀ばかりでなく欧州、日本の銀行も積極的な姿勢を見せている。

例えば、フォードハウードのLBOの際には外国銀行も含め2日間で4行26億ドルの融資が集まった。又、LBOではないが、フィリップモリスによるクラフト買収の際には、日本の銀行14行が総額20億ドルの融資を行なった。

米国銀行によるLBOローン残高については表-2の通りシティ・コープが金額ではトップの40億ドル、続いてバンカーストラスト、ウェルスファーストが各々35億ドルとなっている。特にこの2行については自己資本に対する比率も100%を越え、ローン全体に占めるLBOローンの割合も比較的高い。

4. LBO急拡大の波紋と今後の展望

RJRナビスコに代表される巨大企業さえもLBOの対象となりうる様な段階に入ったことからLBOは社会的にも注目をあび、そのもたらす諸影響についている議論がされてきている。

その一つとしてはLBOの増大に伴う企業の負債増大がある。図-6に見る様に企業の負債は、キャッシュフローが横這いであるのに対し1984年以降特に増加の足を速めている。

企業の負債リスクを示す1つの指標である「純資産に対する負債の割合」を見ても1984年から上昇、1987年末には46%、1988年末には約50%と戦後最高水準に達しており、金利負担の増大から景気後退期における債務返済能力を危惧する向きもある。

又、貸手である銀行についても、先に見たようにLBOローンが自己資本を上廻るところが出てきていることも関心をもたれている。

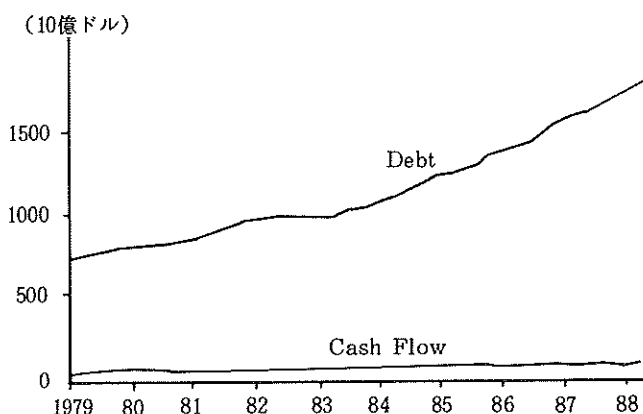
この様な状況に対しFRBのグリーンズパン議長も懸念のコメントを発表、更に、議会がLBOの実態調査に着手し1989年早々、上院のFinance Committee（議長L. Bentsen）、下院の歳入歳出委員会（議長D.Rostenkowski）等がLBOの活動調査税制見直しの検討に着手するとされている。

今後の動きとしては負債の過剰利用を制限する方法が提案されると予想されている。

焦点となっているのは支払金利と支払配当金の税制上の扱いの違い—支払金利は損金算入される一方支払配当金は損金算入されない上に受取る投資家も所得税を課税される—であるが、見直し案としては、

- ① ある一定水準以上の負債に対する支払金利を課税扱いにする。
- ② 負債と株式の定義を改正する。

図-6 企業負債、キャッシュフローの推移



(出所; New York Times 10/30/88)

表-2 銀行別LBOローン残高

銀行名	LBOローン残高	自己資本に対する比率	ローン全体に占める割合
Citicorp	\$ 4.0 Billion	43 %	2.7 %
Bankers Trust	3.5	104	14.1
Wells Fargo	3.5	138	8.1
Manufacturers Hanover	3.0	98	4.0
J.P. Morgan	3.0	53	6.5
Security Pacific	2.5	67	4.5
Chase Manhattan	2.5	54	1.9
Chemical Bank	2.0	60	4.0
Bank America	1.5	39	2.2
First Chicago	1.2	53	4.4

(出所; Paine Webber Report 11/30/88)

- ③ ある種のジャンクボンドに対する支払金利について課税扱いにする。
などが挙げられている。

しかしながら、産業毎の適正な負債水準の設定が困難なことや、成長のための負債が必要な企業がある事、更には税制改正により企業買収活動が下火になりキャピタルゲイン税収入の減少を心配する声まであり、今後議会での審議も迂余曲折が予想される。

更に、LBO対象企業の場合株価は一般に上昇する（既存の株主は利益を受ける）反面、社債の価値は大きく低下することになり投資家の社債離れから社債発行の大きな制約となってきた。LBOに対する社債投資家保護条項等の対応策が検討されている。

こうした動きは現在のところLBO自体を否定するというよりLBOの急拡大によってその影響が社会的に大きくなってきたことから改めてLBOを評価し直そうとすることによるものである。

前に述べたようにLBOを行なうことにより企業の経営改善を行ない易くするという側面もあり、LBO自体の善悪を判断することは困難である。実際に、SEC委員のJoseph A・GrundfestはLBOやMBOが、企業の持つ潜在価値を実現させようとする企業家的行動であり、ベンチャーキャピタルと同様経済的にもプラスの意味を持つ点を指摘、政策的にLBO、MBOを規制することには慎重であるべきとも主張している。

今後はLBO、MBOそのこと自体というよりも個々のLBO、MBOの是非が問われていくものと考えられる。

（ニューヨーク事務所：宮川 哲也）