

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

Title	1980年代アメリカにおける企業合併・買収運動：LBOを中心に
Author	中本 悟
Citation	季刊経済研究, 13 卷 2 号, p.54-82.
Issue Date	1990-09
ISSN	0387-1789
Type	Departmental Bulletin Paper
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経済研究会
Description	
DOI	

Placed on: Osaka City University

Osaka Metropolitan University

1980年代アメリカにおける企業合併・買収運動

—LBOを中心に—

中 本 悟

- | | |
|------------------------|------------------------|
| I 問題の所在 | III LBOと金融市場—LBOの金融的条件 |
| II 1980年代のM&Aブームの背景と特徴 | IV M&A=LBOブームとアメリカ経済 |

I 問題の所在

1980年代のアメリカにおける企業の合併・買収 (Mergers & Acquisitions: M & A) 運動は、アメリカの企業合併運動史上第4波の大きなブームである。今回のM&Aブームは、その規模において史上最大というだけではなく、過去のM&Aブームにはなかった新たな特徴も持っている。たとえば、連邦準備制度理事会議長のアラン・グリーンズパンは、89年1月の連邦議会上院財政委員会における公聴会のなかで、この点について次のように述べた。「企業再編活動は、アメリカのビジネスにとっては新しいものではありません。……しかし、近年のものは過去にはなかった特徴もっています。近年のものは、企業の合併・買収だけではなく、レバレッジド・バイアウト、事業分割、資産売却、株式の買戻し計画が増えたことによっても特徴づけられます。多くの場合、企業の再編活動は1960年代と1970年代に構築された巨大コングロマリットの解体を表わしています。また、大量の株式が回収され、貸付市場からの借入によってそのほとんどがファイナンスされているのも特徴です」¹⁾。

グリーンズパンが述べているように、今回のM&Aブームにおいては、LEO (leveraged buyout) と呼ばれる買収先の企業の資産やキャッシュフローを引当てに買収資金の大半を調達し、それによって企業の合併・買収を行なうという方法が盛んに行なわれた。LBOは企業買収だけでなく、事業分割取引においても多く行なわれた。今回のM&Aブームにおいては、10億ドルを越すような超大型のディールが続出したが、それはこのLBOによってはじめて可能となったのである。したがって、今回のM&Aブームには産業企業側の要因だけでなく、金融機関と金融市場との役割が積極的な要因として作用した。とくに80年代半ば以降は、金融機関がどの程度積極的にM&A市場に関わるのかが、M&Aブームの行方を左右するようになった。M&Aに関わる金融機関は、買収資金のための貸付を行なう商業銀行だけではなく、買収資金調達のために発行されるジャンク・ボンドを購入する機関投資家、ディールをアレンジし

[キーワード] M&A, LBO, ジャンク・ボンド, 株式市場, リストラクチャリング。

1) U. S. Senate, *Hearings before the Committee on Finance: Leveraged Buyout and Corporate Debt*, Part 3, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1989, pp.48-49.

たりブリッジ・ローン（つなぎ融資）を行なう投資銀行などの各種金融機関や投資家など広範囲にわたり、しかもそれは海外の機関にまで及んだ。

そして、ここから今回のM&Aブームを、産業企業が長期的な経営戦略を持たないで、いわば「売るために買う」ような企業資産の売買を行ない、その結果 liquefying of America（アメリカの流動化）²⁾ という事態が生じたり、金融機関が金融収益の獲得を目的にして金融機関の主導によって企業のリストラクチャリングを進めるような「カジノ社会」における投機あるいはマネーゲームとして規定しようとする主張³⁾ がでてくる。しかし、その際、マネーゲームとは何を指すのかが問題である。ウォール街を巻き込んだM&Aというのであれば、おおよそM&Aがブームになるにはウォール街の関与が不可欠であり、その意味では過去のM&Aブームはすべてマネーゲームであったといえよう。したがって、マネーゲームとは金融機関の関与一般ではなく、M&A取り引きと実体経済との関連で前者が後者の実質的な拡大と乖離して、ある程度自立的に進展するような関係とみるべきである。

M&Aと実体経済との関係についても対立的な見解がある。いうまでもなく、M&Aは企業資産にたいする支配権の移転であり、そのことによって事業上のリストラクチャリングがすすむのである。ここから既存の企業資産との synergy（相乗）効果によって、ディール後の企業の生産性や収益性を高めるものとして今回のM&Aブームを積極的に評価しようとする主張も生じる。アメリカ産業の国際競争力の低下は、80年代には一層進行したが⁴⁾、今回のM&Aブームが個別企業の生産性や収益性を改善したのかどうかということとともに、アメリカ産業の国際競争力にどのような影響を与えたのかがマクロ経済上の問題となる。

このように今回のM&Aブームをめぐるのは、企業経営の効率性や生産性、収益性、雇用や投資、さらにはマクロレベルでは産業の国際競争力や金融構造に与える影響をめぐる賛否両論の立場から激しい論争が行なわれている⁵⁾。また、今回のM&Aブームにおいては、前述のように大型のLBOが続出し、新会社の債務が急増する一方で、M&Aのターゲットとなるような企業は、それを防戦するために大量の自社株の買戻しを行なった。この結果、アメリカ企

2) U. S. House of Representatives, *A Report Prepared for the Use of the Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce: Leveraged Buyout and the Pot of Gold: 1989 Update*, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1989, p.9.

3) Bianco, Anthony, "Playing With Fire," *Business Week*, Sept. 16, 1985.

4) アメリカの産業の国際競争力低下の構造と問題点については、中本 悟「1980年代アメリカ産業の国際競争力の低下と再編」大阪市立大『季刊経済研究』11巻3号、1989年9月を参照されたい。

5) これらの議論については、たとえば、Browne, Lynn E. and Eric S. Rosengren, "The Merger Boom: An Overview," *New England Economic Review*, Mar./Apr., 1988, に簡潔に要約されている。そこでは、M&Aブームにたいして積極的な評価をする金融の専門家とその不生産的な性格を主張する産業研究者の対立を描いている。また、Gertler, Marf and R. Glenn Hubbard, *Taxation, Corporate Capital Structure, and Financial Distress*, (Working Paper No. 3202), Cambridge, MA, National Bureau of Economic Reserch, 1989, も参照。

業の債務比率は戦後最高となった。そして、ここから今回のM&Aブームがもたらした企業の債務増加と、将来の不況時におけるデフォルトの危険性と金融の不安定性というマクロ経済上の問題をめぐっても論争が行なわれている。

本稿では、このようなアメリカにおけるM&Aブームをめぐる論争を念頭におきながら、まず第1に、今回のM & A=LBO ブームの背景と特徴について検討する。ここでは、M&Aがブームとなるにいたった一般的なマクロ経済環境と今回のM&Aブームにおいて、LBOが重要な位置を占めていることを明らかにする。第2の課題は、80年代に急増したLBOを支える金融的な条件を明らかにすることである。今回のM&Aブームは、前述のようにLBOによって超大型のものになったのであり、またここから企業の債務問題が議論されている。そこで、LBOの金融的条件を明らかにすることによって、今回のM&Aブームの特徴を一層明確にするとともにLBOの限界も指摘する。第3の課題は、今次M & A=LBO ブームがもたらしたミクロ的ならびにマクロ的な影響について、アメリカにおける研究成果をまじえつつ検討を加えることである。とくにLBOが企業経営に与える影響および企業債務の増大がアメリカ経済に与える影響について検討する。今回のM & A=LBO ブームがアメリカ経済にとってもつ意味については、結論をだすにはまだ時期尚早であるが、今次M & A=LBO ブームがアメリカ経済に与えた基本的な問題点について提起したい。

II 1980年代のM&Aブームの背景と特徴

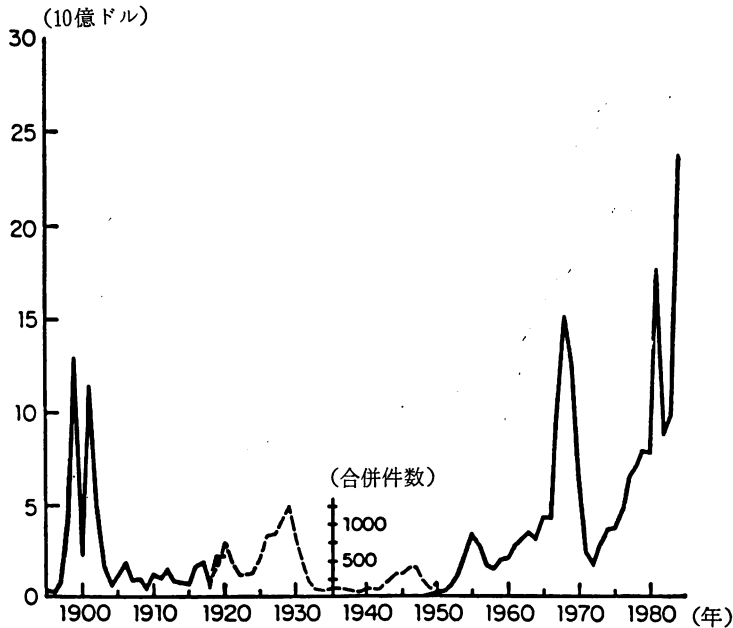
アメリカの企業合併史上大きな企業集中運動は、過去3回あったことは周知に属する。第1図からも明らかのように、その第1波は、19世紀末から20世紀初頭にかけてのものであり、第2波は1920年代から30年代初頭にかけてのものであり、そして第3波は1950年代の後半から60年代にかけてのものであった。第1波においては、ピークに達した1899年には鉱工業における合併件数は1028件、買収資産額は23億ドルにのぼった⁶⁾。この世紀転換期の企業集中運動を通じて、各産業部門において水平的合併がすすみ、独占資本が形成されたのであった。R. L. ネルソンの研究によれば、1895年から1904年の間に新設された資本金100万ドル以上の企業313社のうち、86社がそれぞれの部門において、42.5%以上のシェアを占めるか、あるいは相当大きなシェアを占めていた⁷⁾。つぎの第2波においては、とくに1923年から32年までの10年間に於いて、鉱工業企業買収件数は6728件、買収資産額は119億1700万ドルに達した。これは、鉱工業資本総額の15.7%に相当した⁸⁾。また、この時期の企業集中の主たる目的は、水平的合併

6) Nelson, Ralph L., *Merger Movements in American Industry 1895-1956*, Princeton, Princeton University Press, 1959, p.37.

7) *Ibid.*, p.102.

8) U. S. Senate, *Hearings before the Subcommittee on Antitrust and Monopoly of the Committee on the Judiciary: Economic Concentration*, Part 8A, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1969, pp.665-66.

第1図 鉱工業企業の買収金額（1972年価格）



(注) 破線部分は、合併件数。

(出所) Harrison, Bennett and Barry Bluestone, *The Great U-Turn: Corporate Restructuring and the Polarizing of America*, NY, Basic Books, 1988, p. 60.

や乗直的合併であったことも知られている。たとえば、26年から30年までの企業併合のうち、72%が両者の形態であった⁹⁾。また、この期の企業集中運動は、電力や自動車や化学といった新興産業における寡占形成期でもあった。そして、続く第3波は50年後半から始まった。それは、買収件数においても買収規模においても前2者をはるかに凌ぐものであったが、その内容においても従来のような水平的合併や乗直的合併とは異なり、相互に関連のない異業種にわたるコングロマリット合併が中心であった。合併件数に占めるコングロマリット的な合併のシェアは、51年～55年の平均で52.7%であったのに対し、56年～60年平均では62.9%、66年～68年には82.5%にまで達した¹⁰⁾。

さて、今回のM&Aブームは1970年代後半から始まり、80年代に入ってから急増をとげたものである¹¹⁾。企業1万件当りのM&A件数においては70年代半ば以降、平均で10件であり、ピ

9) *Ibid.*, p.63.

10) *Ibid.*, p.63.

11) アメリカの第4次企業合併運動の実態については、上田 慧『転換期のアメリカ企業』同文館、1987年、第9章、松井和夫・奥村皓一『米国の企業合併・買収 M&A & D』東洋経済新報社、1987年、松井和夫「アメリカにおけるLBOブームとフィナンシャル・イノベーション」『証券研究』90巻、1989年11月、同「アメリカのM&A=LBOブームと証券市場」『証券経済』172号、1990年6月、数阪孝志「LBO・MBO・LCO(上)(下)」『インベストメント』、1989年8月、9月などを参照。

ークの69年の25件の半分以下でしかないが、取引金額は巨額である。かつて、名目金額が10億ドルを超える規模のものはまれであり、69年から80年にかけての12年間で、わずか12件であったが、81から84年までの間だけでもそれは45件を数えた¹²⁾。アメリカにおいては、M&Aそれ自体は恒常的に存在するが、それがなぜ80年代にブームとなったかについては、歴史的な要因を考える必要がある。何よりもまず、80年代においてアメリカをふくめて先進工業国において産業の再編が進んだことである。アメリカでは、70年代後半から80年代初頭にかけてドル高や高金利のもとで従来の基幹産業が国際競争力を急速に低下させた一方で、情報通信産業やサービス産業が発展を遂げた。このようなマクロ経済環境の変化に対して、個別資本として事業部門の再構成を行ない、synergy効果によって収益性や経営の効率性の改善を図ろうとした。80年代のM&Aブームの底流には、こうしたアメリカの基幹産業の国際競争力の低下という事態がある。他面では、82年以降の金利低下と株価上昇とが、TOBによる企業売買の一般的な条件を提供した。この後者の金融的条件については、その詳細を後述に委ねることにして、さしあたり以下では80年代のM&Aの諸特徴をみてみよう。

まず第1に、企業が子会社や資産を他の企業に売却する事業分割 (divestiture) が件数の上でも規模の上でも大きな位置を占めるにいたった (第1表)。事業分割が企業の合併・買収件数に占める比率は、1980年において、6.7%であったが88年には31.4%、また金額ベースでは15.5%から35.3%に増大した¹³⁾。この点をとってみただけでも、80年代の企業の合併・買収運動がかつてのような水平的および乗直的な合併、そしてコングロマリットの合併による企業規模の拡大だけではないことを示している。事業分割の原因はさまざまである。すなわち、コングロマリットの統合化によって多角化した事業の業績悪化を改善するために、戦略的に重要な部門に事業を集中して周辺部門を切り離したり、不採算部門を切り離したりする。さらに、前述のようにLBOの増大も今回の企業の合併・買収の特徴であるが、これによって負債を増やした企業が、元利支払のためのキャッシュフロー獲得のために、LBOのプランの当初からLBO成立後の企業資産の売却が前提とすることが多い。あるいは、LBO後の債務返済のために計画にはなかった事業部門を売却をせざるをえない場合もある。ある企業にとっては不採算部門であっても別の企業にとっては有益である場合には、両者の間で事業分割取り引きが生じる。こうして、今回のM&A (とくにLBO) は、それ自体が次々と新たな事業分割とM&Aを生み出すのである。したがって、今回のM&Aブームを deconglomerization (脱コングロマリット化) として捉える見方¹⁴⁾ は一面的である。コングロマリットも脱コングロマリット=事

12) 『アメリカ経済白書』、日本評論社、1985年、253-54ページ。

13) 別の統計では、事業分割件数がM&A全体に占める比率は、65年で9.0%、70年で27.2%、80年には35.2%、87年には39.7%に達した。U. S. Dept. of Commerce, *Statistical Abstract of the United States*, 1989, p.530, table, No. 872.

14) U. S. House, *op. cit.* (注2), executive summary, p.1.

第1表 企業買収・合併の概観 (1980—88年)

(単位: 件数, 100万ドル, %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
合計件数 (1)	1,560	2,329	2,298	2,391	3,164	3,437	4,381	3,920	3,487
合計金額 (2)	32,883	70,064	60,698	52,691	126,074	145,464	204,895	177,203	226,643
事業分割数 (3)	104	476	562	661	792	1,037	1,413	1,192	1,094
事業分割金額 (4)	5,090	10,171	8,362	12,949	30,556	43,524	72,320	57,519	80,103
LBO件数 (5)	11	100	164	231	253	254	335	270	318
LBO金額 (6)	236	3,870	3,452	4,519	18,697	19,634	45,160	36,069	42,914
現金による支払 (%)	n.a.	42	55	53	37	40	44	54	59
株式による支払 (%)	n.a.	22	14	16	12	10	11	11	7
現金・株式・債券の組合せ (%)	n.a.	19	20	25	26	24	20	17	19
支払方法不明 (%)	n.a.	17	11	6	26	26	25	18	15
公開企業の買収件数	398	668	687	553	832	817	853	995	874
公開企業の買収額	11,948	49,675	46,701	31,891	85,724	91,513	108,894	102,829	125,195
非公開企業の買収件数	1,059	1,198	1,064	1,192	1,550	1,588	2,123	1,683	1,477
非公開企業の買収額	15,911	11,215	6,400	8,335	10,007	10,376	24,059	14,853	19,867
(3)/(1) (%)	6.7	20.4	24.5	27.6	25.0	30.2	32.3	30.4	31.4
(4)/(2) (%)	15.5	14.5	13.8	24.6	24.2	29.9	35.3	32.5	35.3
(5)/(1) (%)	0.7	4.3	7.1	9.7	8.0	7.4	7.6	6.9	9.1
(6)/(2) (%)	0.7	5.5	5.7	8.6	14.8	13.5	22.0	20.4	18.9

(注) 100万ドル以上の取引を対象。公表された取引額にもとづいている。

(出所) U. S. Dept. of Commerce, *Statistical Abstract of the United States*, 1990, p. 534, table No. 883より作成。

業分割も、やはりアメリカ企業が追求してきた多角的統合化の基本的戦略である。

第2に、企業の合併・買収の産業部門別特徴としては、第2表にも明らかのように、件数ベースでも金額ベースでも特定の産業に集中している。なかでも、石油、化学、金融・保険、小売業、そして食品加工が多い。石油関連部門については、世界的な石油製品の過剰に対する各企業の統合的合理化のためである。石油産業におけるこうした統合的合理化の動きは、すでに70年代の末期から始まっていた。すなわち、OPECによる石油価格引上げに対応して78年から80年までの間に大手石油会社16社のキャッシュフローは294億ドルも急増した。これらのキャッシュフローのうち、38%が企業合併・買収と非石油部門への投資に使われ、36%は内外の油井の掘削や国内油田の買収に使われ、残りがその他の石油投資や配当や運転資本の増加に使われたのであった¹⁵⁾。他方では、金融、運輸、放送などの各業種においては、レーガン政権下で規制緩和政策が進み、これらの業界がスケール・メリットやエコノミー・オブ・スコープを追求したことによる。W. T. グリム社によれば、81年から84年までの間のM&A取り引きの45%

15) U. S. House of Representatives, *Staff Report Prepared for the Use of the Subcommittee on Oversight and Investigations of the Committee on Energy and Commerce: Mergers and Acquisitions of the Top 20 Oil Companies 1978-81*, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1982, p.9.

第2表 1988年の産業別のM & Aの件数と金額 (単位: 件数, 100万ドル)

産 業 ¹⁾	全 体		米国企業による 米国企業の買収		外国企業による 米国企業の買収		米国企業による 外国企業の買収	
	件数	金額	件数	金額	件数	金額	件数	金額
合 計 ²⁾	3,487	226,643	2,882	159,326	449	60,818	158	6,500
農・林・漁業	16	580	12	579	4	不明	0	0
鉱 業	141	10,460	112	7,942	17	1,744	12	774
建 設 業	33	2,257	30	587	3	1,670	0	1)
製 造 業	1,353	106,636	1,024	72,388	241	29,387	88	4,860
食品関連	136	22,991	100	17,849	24	4,884	12	258
織物製品	26	2,736	18	2,180	7	501	1	49
アパレル関連	34	1,307	28	1,288	3	19	3	0
木材製品	28	4,690	24	4,682	1	8	3	0
製紙関連	39	5,438	34	5,329	1	57	4	53
印刷・出版	133	9,625	98	1,523	32	8,102	3	0
化学製品	133	12,318	87	10,849	31	1,245	15	224
ゴム・プラスチック製品	53	7,749	43	1,040	5	2,934	5	3,774
土・石・ガラス・コンクリート	42	3,545	26	2,379	12	1,143	4	23
第一次金属	43	3,248	33	3,109	7	118	3	21
合成金属製品	95	4,666	85	3,500	8	1,165	2	1
産業機械・コンピューター	197	11,724	148	8,090	39	3,631	10	3
電気・電子機器	149	9,665	117	5,877	22	3,572	10	217
輸送機器	56	1,896	44	1,270	7	421	5	204
機械機器	189	5,038	139	3,417	42	1,581	8	33
運輸業・公益事業	300	16,128	276	15,350	17	753	7	26
卸 売 業	206	2,896	162	2,529	31	358	13	9
小 売 業	210	29,481	191	21,308	13	8,097	6	76
金融・保険・不動産業	658	32,535	596	21,635	53	10,766	9	76
サービス業	516	17,360	436	12,821	59	4,416	21	123

(注) 1) 被買収企業の所属産業。2) 分離不可能なその他産業を含む。

(出所) 第1表と同じ。p. 534, table No. 884.

以上が規制緩和の行なわれた業種であった¹⁶⁾。

レーガン政権による各産業の規制緩和だけでなく、反トラスト規制の変化もまた企業合併・買収を促進した。司法省は1982年に供給者=需要者のような垂直的關係にある企業間の合併に対する規制を廃止した。水平的合併については、82年にその規制が若干緩和されたが、84年にはさらに緩和された¹⁷⁾。このような競争關係にある同業他社を買収できるようになると、従来のコングリロリットは不採算部門を切り離し、主要業務への集中が進んだ。

第3に、買収企業が、被買収企業の株主に支払う買収価格の時価に対するプレミアムがきわめて高い点である。1970年にはその比率は、33%であったのにたいし、80年代では平均42%と

16) Altman, Edward I. and Scott A. Nammacher, *Investing in Junk Bonds: Inside the High Yield Debt Market*, NY, John Wiley & Sons, 1987, p. 169-70 (内堀節夫・黒沢義孝訳『ジャンク・ボンド』東洋経済新報社, 1988年, 149ページ)。

17) *Ibid.*, p.170 (同上書, 149ページ)。

第3表 企業買収の支払形態 (1984年) (単位: 100万ドル, %)

買収企業	被買収企業	買収額	支払形態		
			現金	株式	債券
Chevron	Gulf	13,300	13,300	-	-
Texaco	Getty Oil	10,120	10,120	-	-
Mobil	Superior Oil	5,700	3,800	-	1,900
Royal Dutch/Shell	Shell Oil	4,500	4,500	-	-
KMI Continental	Continental Group	2,750	2,750	-	-
Beatrice	Esmark	2,725	2,725	-	-
General Motors	Electronic Data Sys.	2,500	1,900	600	-
Champion Int'l	St. Regis	1,840	1,000	840	-
Dun & Bradstreet	AC. Nielsen	1,300	-	1,300	-
IBM	Rolm	1,260	-	-	1,260
PACE Industries	City Investing	1,250	1,250	-	-
American Stres	Jewel Cos.	1,150	817	333	-
JWK Acquisition	Metromedia	1,130	825	-	305
Texas Eastern	Petrolane	1,040	1,040	-	-
合計		50,565	44,027	3,073	3,465
構成比 (%)		100.0	87.1	6.0	6.9

(注) 買収額が10億ドル以上のものに限る。

(出所) U. S. House of Representatives, *Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs: The Financing of Mergers and Acquisitions*, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1985, p. 30 より作成。

なった¹⁸⁾。そして、こうした多額の買収資金は、現金形態によって支払われることが多いことも今回のM&Aブームの特徴である。たとえば、1970年におけるM&Aにおいては、すべて現金で買収したケースはM&A全体の29%¹⁹⁾であったが、80年代には第1表にみるようにその比率はきわめて高くなった。しかも、第3表にみられるように、大型のものはとくに現金形態による支払が多く、84年には10億ドル以上の企業合併・買収のうち金額ベースでも、件数ベースでも現金形態がほとんどである。したがって、今回のM&Aブームにおいては大規模なディールを遂行するために、多額の現金が必要である。

そして、今回のM&Aブームの第4の特徴は、合併・買収に当ってその買収資金を金融機関等からの借入や債券の発行によって調達し、それによって少ない自己資金で大型の企業合併・買収を行なうケースが増えたことである。このような方法はLBOと呼ばれ、買収先の企業の資産やキャッシュフローを引当てにして買収資金の大部分を借り入れるのである。LBOが80年代のM&Aブームにおいて、きわめて重要な役割を果たしてきたことは前掲第1表が示している。80年に11件であったLBOは、88年には318件に増え、同期間にM&A全体の取引額に占めるLBOの比率は、0.7%から18.9%にまで増えた。とくに84年には10億ドルを超えるよう

18) U. S. Dept. of Commerce, *op. cit.* (注13), p.530, table, No., 872. なお、競合ビッドの場合には、プレミアムは平均80%に達した。

19) *Ibid.*, p.530, table, No., 872.

なメガ・ディール (Wometco のケース) が出現して以降, その取り引き金額は急増し, それ
がM&Aをさらに大型化しM&Aブームは新たな段階を迎えたのであった。

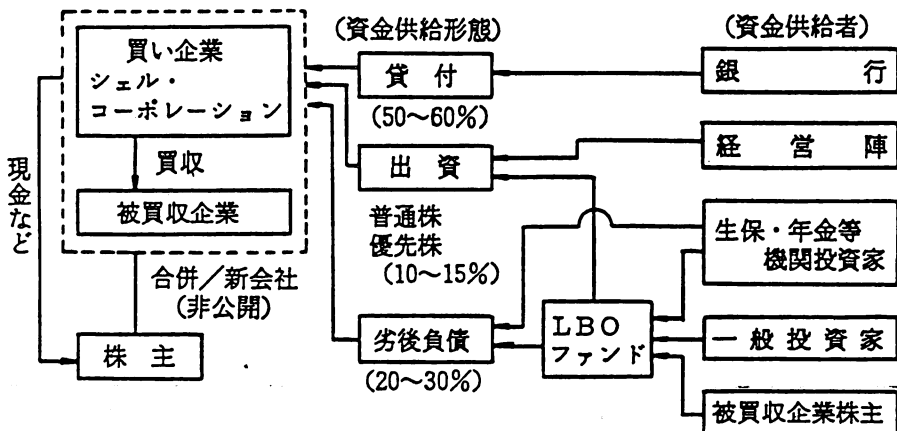
このように, 80年代のM&Aブームでは, 60年代半ば以降のコングロマリットブームを通じて,
異業種間の事業統合を進めた企業が収益悪化に対応すべく, 採算の悪い事業部門を分割販
売する「脱コングロマリット化」を図るとともに, 新たな成長部門を求めてリストラクチャー
リングを進めた。また, 大規模なM&AがLBOによって行なわれるようになり, 金融機関や金
融市場がM&A運動を主導するようになった。そこでつぎに, LBOの構造とそれを支える金
融的な条件について検討する。これによって, 80年代のM&Aブームの条件と限界が一層明ら
かになろう。

III LBOと金融市場——LBOの金融的条件

1 LBOの仕組みとその特徴

まず最初に, LBOのしくみについてその最も単純なケースを例にみてみよう(第2図参照)。
LBOを行なうには, まず買収のための受け皿となる持株会社であるペーパーカンパニー (シ
ェル・コーポレーション) を設立し, この会社が銀行借り入れ (買収資金総額の50~60%) や
債券の発行 (20~30%), エクィティ (10~15%) によって買収資金を調達する。この買収資
金による企業の合併・買収が完了したあと, このシェル・コーポレーションは被買収企業と合
併し新会社となる。そこで銀行借入や社債などの負債は, 新会社が引継ぐことになる。そして,
この新会社は非公開化される。こうして, LBOによる企業の合併・買収は, 結果として新会
社の財務構成を大きく変えることになる。すなわち, 負債の増加によって自己資本比率は急減
するのである。この点が, 通常の企業合併・買収のケースとは異なる。通常の場合には, 売り
手から買い手へと企業の所有権が単に移転するだけであり, 買収の対象となる企業の資本構成

第2図 LBOの仕組み



(注) カッコ内の数字はめどで案件により異なる。

(出所) 『日経金融新聞』1990年1月8日。

が変更されることもない。このように、LBOの結果、自己資本比率がきわめて低いところから新会社の1株当りの収益は大きくなり、再び公開化した場合、株価上昇の要因となり当該企業の株主（経営者など）に巨額のキャピタル・ゲインをもたらすことになる。また、銀行借入や社債などの債務に対する金利支払は損金控除されるので、企業にとっては増資によって資金調達し配当をするよりも節税対策となる（配当は、二重課税である）。このように、80年代の企業の合併・買収運動は、事業上のリストラクチャリングとともに、財務上のそれである点でも特徴的である。

LBOが1980年代のM&Aブームを大型化したのは、既述の通りであるが、LBOという企業買収方式自体は、J. T. グリーブがいうように、「けっして新しい現象ではない。それどころか、今世紀初め以来、米国経済の歩みにおいて、欠くことのできない役割を演じてきた。あまり、急成長の見込めないような個人所有会社が、現職経営陣や外部投資家に売られる場合に、とりわけLBOが多く用いられたのである。70年代までは、こういった取引きの資金は、ロックフェラーやホイットニーなどの富裕な一族の支配下にある巨大な個人資金源からでていた。しかし、近年の様々な資金源により、LBOの領域が劇的に広がり、経営者・投資家双方に、新たな富をつくりだす機会をもたらした」²⁰⁾。このようにLBOの歴史は古い。また、借入資金による買収は過去の企業の合併・買収においても、つねに存在した。たとえば60年代のコングロマリットブームの際にも、レバレッジ（借入れ）を利用したコングロマリット合併が多く存在したことは周知の通りである²¹⁾。このような場合には、借入資金は買収価格の不足部分を満たすだけで十分であった。したがって、その際の買収資金源は買収する企業の手持ち資金か、もしくはその企業に対する銀行の与信枠であった。それゆえ資金調達能力は直接的には買収する企業の債務負担能力にあり、その責任はその企業の財務担当役員にあった。

ところで、伝統的なLBOの場合には、その買収対象企業は多くは次のような条件を満たしていた。(1)事業活動から債務を返済するのに十分な継続的で予測可能なキャッシュフローがある。(2)現存の固定資産価値が、その簿価を上回っており、償却資産の再取得価格が高く、減価償却費の増大が見込まれる。(3)成熟産業であり、それほど成長性がないことから将来の資本支出が少ない。(4)適切な製品系列と経営者のチームワークがあり、企業が買収されても継続的な収益がある。(5)現存の債務が少ない²²⁾。

20) Greve, J. Terrence, *How to do a Leveraged Buyout*, San Diego, Business Publications, 1987, p. 17 (三井物産業務部訳『LBOの実務』日本経済新聞社, 1988年, 20ページ)

21) U. S. House of Representatives, *A Report by the Staff of the Antitrust Subcommittee of the Committee on the Judiciary, Investigation of Conglomerate Corporations*, U. S. G. P. O., 1971, p.394. また典型的なコングロマリット合併である Gulf & Western の大規模な銀行借入れによるN J Zの買収については、小畑二郎『アメリカの金融市場と投資銀行業』東洋経済新報社, 1988年5章が詳しい。

22) U. S. House, *op. cit.* (注2), p. 10-11.

そして、このような条件を満たす安定的なキャッシュフローを抱えた比較的小規模な非公開企業が、伝統的なLBOの対象となったのであった。こうした種類のLBOは、件数ベースでは80年代においても依然として多い。88年においても、1億ドル未満のLBOはLBO全体の件数の53.6%を占めているが、取り引き金額では6.4%にすぎない²³⁾。

伝統的なLBOにとって転機となったのは、1979年のKohlberg, Kravis & Roberts(以下KKRと略す)によるフロリダのコングロマリットで公開企業のHoudaille IndustriesのLBOであった。これはエクイティが4840万ドル、負債が3億0650万ドル、合計3億5500万ドルのLBOであった。そして、これは第1に、負債部分が圧倒的に多い1億ドルを超える大規模なLBOであり、第2に、多数の金融機関と機関投資家に関与した点でも新たなLBOであった。すなわち、2つのパートナーシップと23の機関投資家、KKR、経営陣がエクイティ投資を行ない、銀行3行による融資と生保など16の機関投資家による劣後債投資、6つのベンチャー・キャピタルなどの機関投資家が上級優先株に投資した²⁴⁾。さらに翌80年には、Congoleum CorpのLBOがFirst Bostonによってとりしきられたが、このディールに当ってFirst Bostonは従来商業銀行が主として行なっていた自己資金の貸出をブリッジ・ローン(つなぎ融資)として行なったのであり、このことはLBOにとってもM&A運動にとっても画期的なことであった。そして、これ以降のLBOは、借り入れ部分をいかに最大限にするかをめぐって、さまざまな金融テクニックが開発されることとなった。

このような80年代のLBOにとって特徴的なのは、これまでの伝統的なLBOとは異なり、買収資金を被買収企業の資産もしくはキャッシュフローを引当てにして、多数の金融機関からの負債によって調達するという点である。したがってまた、その資金調達能力は、買収企業の債務負担能力に制限されない。資金調達能力は、当該買収案とその収益性について評価する投資家などの外部スポンサーに依存することになる。つまり、こうしたLBOは、資金の借り手の能力を借り手自身の担保価値から切り離し、将来のプロジェクトに委ねる、1種のプロジェクト・ファイナンスを組込んだものといえる。そこで、LBOのプロジェクトを立案し、企業の資産価値を評価し、買収資金の調達をアレンジする投資銀行、およびこれにたいして資金を供給する投資家、銀行などの金融機関の役割が決定的に重要になる。

こうして、新しい大規模なLBOは必然的にウォール街を巻き込んだものとなるのである。ちなみに、1988年において10億ドル以上の取り引きのLBOは、LBO件数全体のうち5.6%にすぎないが、取り引き金額では56.7%を占めた²⁵⁾。またLBOは、前述のように非公開化した企業を再び公開化する際に株価が上昇することが多いので、経営者がキャピタル・ゲインの獲得を目的にLBOを行なう場合がある。こうした方法によって、多額のキャピタルゲインを

23) *Ibid.*, p.23, table 6.

24) *Ibid.*, p.11-12.

25) *Ibid.*, p.23, table 6.

獲得した典型例として、Gibson Greeting Cards のLBOがある。82年に同社をLBOによって買収したのは、Wesray Capital が率いる同社自身の経営陣グループであった。このグループは、同社をRCAから8000万ドルで買収したが、その際の自己資金は100万ドルだけであった。そして買収後、事業上の目立った改革なしに、一年半で再び株式を公開したが、82年以降の株価上昇の波に乗ってその市場価格は2億9000万ドルに達した。その結果、株主である経営陣グループ巨額の利益をえたのであった²⁶⁾。このようなLBOこそマネーゲームと言えよう。産業企業も金融機関と一体になって、M&Aによって金融収益を獲得しようとするからである。

2 LBOと金融市場

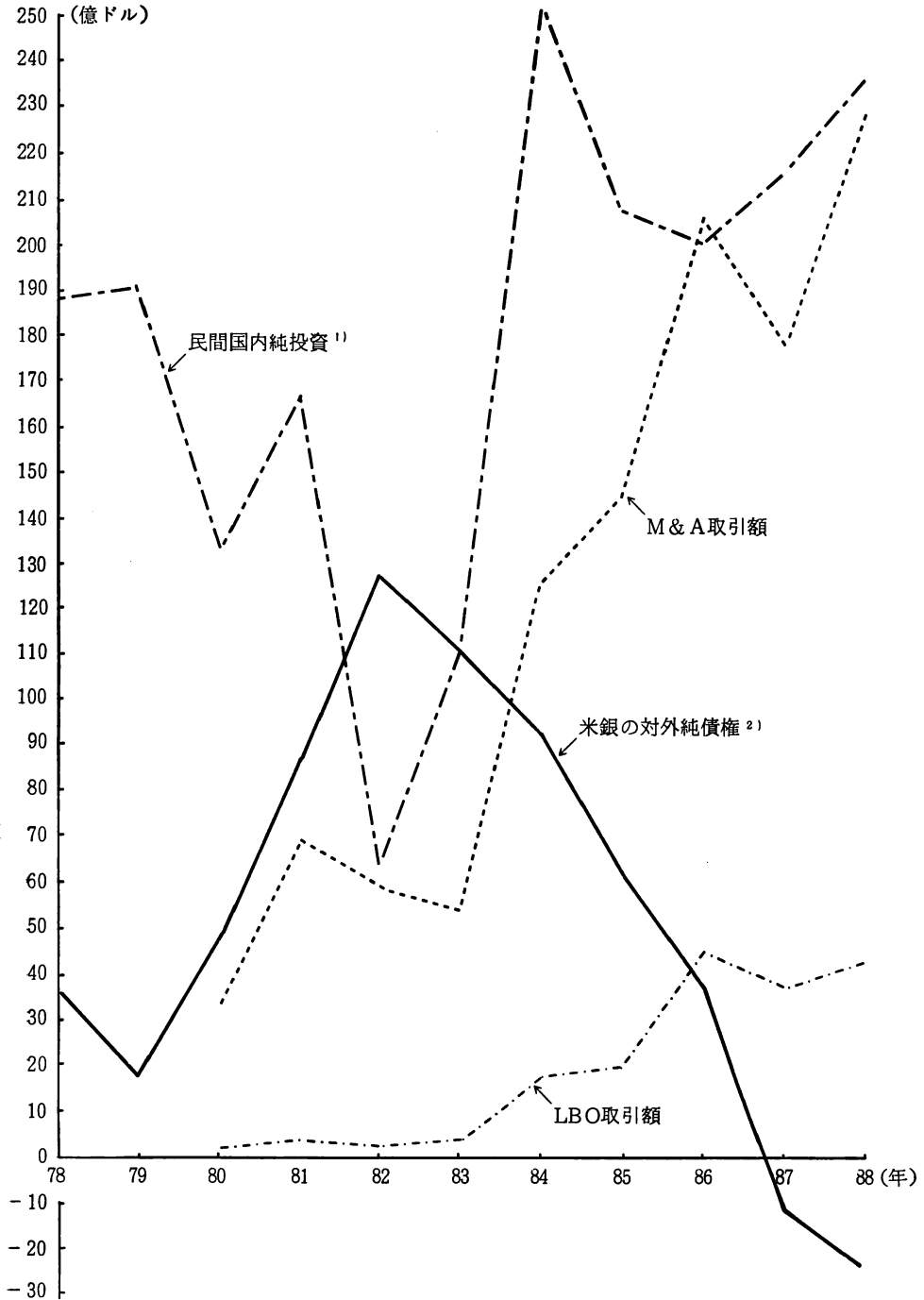
LBOが伝統的な形態から80年代に飛躍的な成長に転じたのは、前述のようにLBO市場への金融機関の積極的な参加がある。前掲第2図が示すように、資金調達の場合ごとに、貸付の場合には主として商業銀行が関与し、出資の場合には被買収企業の経営陣（このように、主として現在の経営陣が出資して新会社の最大株主になるようなLBOは、management buyoutと呼ばれる）や他の投資家が関与する。その際にLBOの専門業者は、LBOファンドを設置して広く資金調達することが多い。このLBOファンドは、リミテッド・パートナーシップであり、LBO専門業者がゼネラル・マネジャーとなり、これが判断する対象案件に約束した金額をある期間にわたって投資することを義務付けられるものである。このLBOファンドを通じて、機関投資家は劣後債などに投資する。これら機関投資家には、年金基金や生命保険会社やミューチュアル・ファンドなどが含まれる。以下において、LBOに関与するこれらの金融機関や投資家の行動の特徴について検討する。

まず、LBOの買収資金の最大の資金源である銀行貸付についてみてみよう。そもそもなぜ商業銀行がLBO関連の貸付に関与するようになったのだろうか。この背景には、世界的なマネーフローの変化とセキュリタイゼーションの進行があるものと考えられる。1973年以降の「石油危機」以降、オイルマネーの非産油途上国へのリサイクリングによって一時期は利益の大半を途上国貸付からあげたアメリカの大手銀行は、82年8月のメキシコの債務危機の勃発以来、途上国貸付を急減せざるをえなかった。それに代り銀行の貸出先は、82年末以降からの持続的な経済成長を反映して国内向け融資にシフトした。この点については、第3図が明示している。同図によれば、民間国内純投資と米銀の対外純債権の動きは逆相関であり、82年以降民間国内純投資が増えるにつれて米銀は国内向け貸し付けにシフトしたことは明瞭である。しかし、大企業の資金調達は銀行からの借り入れよりも社債やCPに依存した。その結果、1978年に商業銀行の総融資額の34%が短期の非金融企業向け貸し付けであったが、85年にはその比率は28%まで減少したのであった²⁷⁾。そのため、商業銀行は貸出先を求めてミドルマーケット向

26) *Ibid.*, p.12.

27) *The Economist*, June 7, 1986, p.21.

第3図 在米銀行の対外純債権、民間国内純投資、M&AとLBOの取引額



(注) 1) 民間国内純投資=民間国内総投資-固定資本減耗。2) 米銀の対外純債権=対外債権-対外負債。

(出所) 在米銀行のデータは、*Federal Reserve Bulletin*、民間国内純投資のデータは、*Economic Report of the President*、M & A と LBO のデータは第1表により、それぞれ作成。

第4表 大手米銀持株会社の途上国向け貸付およびLBO向け貸付（1988年末）（単位：億ドル）

	途上国 貸付残高	LBO 貸付	LBO貸付備考
シティコープ	121.0	40	27業種 137 件に貸付。平均貸付額は3000万ドル。40億ドルには、アメリカ国内での10億ドルの上位劣後債、海外向け貸付および同行のベンチャー・キャピタル部門の貸付は含まれない。
ウェルズ・ファーゴ	2.5	30	76件。4000～6000万ドルの貸付が典型的。貸付の20%は、非耐久消費財製造業者に対してのもの。
バンカース・トラスト	40.0	27	112件。33業種。貸付額の66%は、5000万ドル未満の貸付。
セキュリティ・パシフィック	5.2	24	200件。16業種。平均額は1300万ドル。
マニファクチュラーズ・ハノーバー	76.8	15～20 ¹⁾	108件。平均額は2100万ドル。
バンカメリカ	89.9	13 ²⁾	50件。平均額は2500万ドル。
チェース・マンハッタン	79.0	12.5	詳細は公表せず。
ファースト・シカゴ		12	詳細は公表せず。
コンチネンタル・イリノイ	不明	9.27	52件。35億ドルの買収資金貸付をオリジネート。
J. P. モルガン	40.0	7～8	残高は10億ドル以下。
合 計	550	190 ³⁾	

(注) 1) 過去18カ月の平均残高。2) 銀行の最高残高。現在は、減額されている。3) 過去12カ月の平均残高。

(出所) 途上国貸付の残高データは、米国野村総研調べ。『日本経済新聞』1989年4月9日。ただし、合計額データ・LBO貸付データは、*Wall Street Journal*, December 13, 1988 より作成。

け貸付やLBO向け貸付に重点を置いたのであった。

商業銀行のLBO向け貸付がどの程度のものかについては、第4表の示す通りである。同表によれば、1988年末における大手米銀10行のLBO貸付残高は、総額190億ドルであり、途上国向け貸付の35%にも達した。そして、これらのLBO貸付の利率はきわめて高くLIBOR（ロンドン銀行間出し手利率）プラス2～4%、プライムレートプラス1～3%である。しかも、貸出実績を相当上回るクレジット・ラインを設定するとともに、海外資金からも調達しているのである。たとえば第5表が示すように、84年において、貸出実績の1.5倍程度のクレジット・ラインを設定してM&A関連貸付を行っており、しかも海外からの資金がM&A関連のクレジット・ラインのほぼ半分を占めているのである。しかし、これらの貸付はその多くが転売されるので、実際にはこの数値の示すよりも多くのLBO関連の貸付がなされているとみなければならない。連邦準備制度による60行の国内免許大銀行を対象として行なった1988年の「貸付実態調査」(Lending Practices Survey)²⁸⁾によれば、88年12月末において、これらの大銀行の企業合併・買収関連の貸付（LBO向け貸付、企業合併・買収防衛や財務再

28) Wolson, Martin and Mary M. McLaughlin, "Recent Developments in the Profitability and Lending Practices of Commercial Banks," *Federal Reserve Bulletin*, July 1989.

第5表 大型合併関連の銀行融資

(単位:10億ドル)

	1984年		1985年第1四半期	
	米銀および外銀	米銀 ¹⁾	米銀および外銀	米銀 ¹⁾
米国非金融企業買収関連の与信枠 ²⁾	60.3	35.8	9.3	8.7
企業買収関連融資実績額	34.9	25.3	7.0	6.7
総貸出額(銀行間貸付は除く)		1,329.4 (84年12月)		1,347.3 (85年3月)

(注) 1) 米国免許の商業銀行、外国銀行の在米支店・代理店、米銀の海外支店。

2) 1984年は21企業、85年第1四半期は、10企業を対象。

(出所) U. S. House of Representatives, *Hearing before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs: The Financing of Mergers and Acquisitions*, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1985, p. 32.

構成のための貸付など)は、商工業貸付の11.5% (87年には、15.8%)を占めていた²⁹⁾。そして、商工業貸付の転売の80%は、マネーセンター・バンクによるものであった。これに対して、資本コストの低い預金金利の低い銀行や、資産を分散化したい銀行や、同様の商工業貸付のための総生産費が債権購入価格よりも高い銀行などが積極的に債権を購入するのである。とくに、重要な買い手は外国銀行の在米支店や代理店であった。非銀行の買い手には、生命保険会社や貯蓄貸付組合などがある。そして、「貸付実態調査」の対象となった銀行の債権転売の43%がM&Aに関連したものであった。こうした1980年代初頭から発展してきたローン・セール市場が、そしてその市場へ参加した外国銀行を含む多くの金融機関が、1980年代のアメリカの企業合併・買収運動を支える金融的条件の一つであった。

このように商業銀行をLBO関連貸付に向わしめたのは、1982年以降の途上国貸付の停滞とセキュライゼーションの盛行であった。セキュライゼーションのなかで、一面では企業金融における「銀行離れ」がすすみ、銀行はこれに対応すべくLBO向け貸付への傾斜を強め、他面ではローンの証券化によりマネーセンター・バンクのリスク分散を図ることによってLBOに関わる金融市場の裾野を広げ、LBOをさらに大規模化したのであった。

第2に、LBO関連の資金調達で重要な役割を果たしたジャンク・ボンドと機関投資家である。ジャンク・ボンドの発行残高はLBOの発展とともに増えた。すなわち、1970年には公開普通社債発行残高に占めるジャンク・ボンドの発行残高のシェアは、6.0%であったが84年には11.6%、88年には21.1%にまで上昇した³⁰⁾。ジャンク・ボンドはもともとは、高利回りであるが格付けの低い債券であった。このジャンク・ボンドを企業の合併・買収用の資金調達に結びつけたのが、マイケル・ミリケン率いるドレクセル・バーナム・ランペールであった³¹⁾。このジャンク・ボンドが、80年代の大型LBOにとっていかに大きな役割を果たしたかは、第6

29) *Ibid.*, p.464.30) U. S. House, *op. cit.* (注2), p.29, table 8.31) ジャンク・ボンドについては、Altman, *op. cit.* (注16)を参照。

表が示している。他方、発行されるジャンク・ボンドのうち、どの程度が企業の合併・買収に関係しているかは推計によるしかない。SECの経済調査部の推計によれば、81年1月から86年7月1日までの成功したテNDER・OFFER、272件の取り引きが調査されている。同調査は企業の合併・買収の資金源を内部資金、銀行借入、高利回り債（ジャンク・ボンド）、株式発行に分けそれぞれの金額を調査したものである。これによれば、同期間に成功したテNDER・OFFERの資金源のわずか0.3%がジャンク・ボンドによって調達されたに過ぎず、残りのほとんどは銀行借入（78.6%）であり、続いて内部資金（18.3%）、株式発行（2.8%）となっていた。しかし、85年の1月から7月に限っては、銀行借入の比率は77.6%であったが、ジャンクボンドの比率は13.6%に上昇した³²⁾。しかし、これらの数値では、ジャンク・ボンドの企業の合併・買収における役割は過小評価されていると考えられる。というのは、銀行借入はしばしば企業買収の後で、ジャンク・ボンドの発行によってリファイナンスされるからである。ドレクセル・バーナム・ランペールの推計では、82年にはジャンクボンド発行の3%がLBOの取り引きに使われたが、84年にはこの比率は20%にまで上昇し、その後85年には50%、86年には53%、88年には43%になったのであった³³⁾。このようにジャンク・ボンドは、M&AやLBOやLBO関連のリファイナンスのために多用されるようになったが、その理由の一つは、銀行借入れは短期の支払期限があり制限条項付であるのにたいし、ジャンク・ボンドは公開発行証券であり、しかも通常の社債とも異なり余り多くの制限条項がないことから、発行者にとっては魅力的だからである。

これらのジャンク・ボンドの発行が多かった業種は、1988年末において、小売業、通信業、消費財生産業、エネルギー産業、運輸業、一般製造業、食品加工業、住宅産業、ホテル業などで全体の62.5%を占めた³⁴⁾。いずれも今回の企業の合併・買収運動において活発な動きをみせた業種である。また、これらのジャンク・ボンドの投資家は、そのほとんどが機関投資家であり、ミューチャル・ファンド、生命保険、年金基金、などが高利回りの投資をねらってジャンク・ボンドに投資した（第7表）。ジャンク・ボンドの収益性は、ミドルマーケット向貸付けよりも、税引き後利率で1%以上も高かったのである。

第3に、企業合併・買収およびLBOにおいて取り引きの仲介者となる投資銀行の役割をみてみよう。投資銀行は、(1)取り引きのアレンジメント、(2)公平なアドバイスの提供、(3)企業合併・買収にかかわる資金調達、(4)マーチャントバンクとしてブリッジ・ローンおよび、株式資本の直接的またはワラント債によって間接的な取得などの機能を行なう³⁵⁾。これらの機能に応じて投資銀行は、取り引きの各段階において手数料を獲得する。とくにLBOにおける投資銀

32) *Ibid.*, (注16), p.183 (同上書, 160ページ).

33) U. S. House of Representatives, *op. cit.* (注2), p. 24.

34) Gertler, *op. cit.* (注15), table, 2.

35) U. S. House, *op. cit.* (注2), p.22.

第6表 主たる L B O

発表日	実効日	LBO対象会社	業種
86年12月31日	87年3月15日	Allied Stores	小売業
88年3月17日	88年7月1日	American Standard Inc.	コングロマリット
85年10月16日	86年4月17日	Beatrice Companies	食品
87年11月13日	88年5月17日	Bell & Howell Co.	コングロマリット
87年4月13日	87年7月30日	Borg-Warner	コングロマリット
87年5月21日	87年9月3日	Burlington Industries	織物
87年9月28日	88年9月6日	Charter Medical Corp.	医療
88年3月10日	88年6月10日	Colt Industries Inc.	製造業
86年7月25日	86年9月30日	Container Corp of America	コンテナ
88年5月5日	88年6月24日	Duracell Inc.	バッテリー
88年6月25日	88年11月4日	Federated Dept Stores	小売業
88年6月22日	88年10月24日	Fort Howard	製紙・材木
86年6月25日	86年12月23日	Fruehauf Corp	製造業
85年10月10日	86年4月23日	Jack Eckerd Corp	ドラッグ・ストア
86年12月22日	87年6月24日	Joy Manufacturing Co.	製造業
88年8月22日	88年10月3日	Lear Sieger Scating Corp	自動車部品
85年7月3日	85年9月15日	Levu Strauss	アパレル
85年10月21日	86年7月15日	R. H. Macy & Co.	小売業
86年12月11日	87年3月21日	Owens-Illinors Inc.	コンテナ
88年6月10日	88年10月31日	Rayless Cashways Inc.	小売業
88年4月27日	88年8月29日	Pneumo-Albex Corp.	製造業
86年3月11日	86年12月29日	Revco D. S. Inc.	ドラッグ・ストア
86年7月25日	86年11月28日	Safeway Stores	スーパーマーケット
87年4月21日	87年6月9日	Six Flags Corp	
87年7月3日	87年12月15日	Southland Corp	コンビニエンス・ストア
88年2月29日	88年6月22日	Stop & Shop Cos Inc.	スーパーマーケット
87年4月23日	87年9月7日	Supermarket General	スーパーマーケット
86年4月21日	86年7月11日	Union Carbide	プラスチック・化学
		合 計	

(注) 1) 5億ドル以上の取引。

(出所) U. S. House of Representatives, *A Report Prepared for the Use of the Subcommittee on Oversight Gold:1989 Update*, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1989, pp. 25-27 より作成。

行の役割として重要なのは、投資銀行のブリッジ・ローンである。この投資銀行のブリッジ・ローンは、投資銀行にとってはハイリスクであるが、LBOを容易にし、またM&Aの規模を拡大したのであった。このブリッジ・ローンがM&Aにおいて大きな役割を果たしていることは、第8表の示す通りである。80年代の大型のLBOにとって投資銀行のブリッジ・ローンが不可欠の条件となっているが、投資銀行はブリッジ・ローンを回収すべく、借り換えのためのジャンク・ボンドの発行などの引受発行を行わなければならない。このようにして、M&Aブームのなかでインベストメント・バンキングからマーチャント・バンキング化がすすんだ。

投資銀行は、M&A関連業務で手数料を獲得するが、この手数料に関して全てが公表される

取引¹⁾ (1985—88年)

(単位:100万ドル, %)

買収会社	買収価額(1)	ジャンク・ボンド 発行総額	ジャンク・ボンド 純発行額(2)	(2)/(1)
Campeau Corp	4,200.0	900.0	900.0	21.4
ASI Acquisition	2,490.0	1,095.9	835.6	33.6
BCI Holding	6,095.0	2,500.0	2,500.0	41.0
BHW Acquisition	642.6	305.0	200.0	31.1
Borg Warner Holding Corp.	4,202.6	1,000.0	806.9	19.2
Burlington Holding	2,554.8	1,520.0	1,011.6	39.6
WAF Acquisition	808.0	755.0	755.0	93.4
Colt Holding Inc.	588.7	975.0	477.1	81.0
JSC/MS Holdings	1,220.0	680.0	405.0	33.2
Duracell Holdings Corp	1,800.0	1,070.0	750.3	41.7
Compeau Corp	6,600.0	1,082.0	750.0	11.4
FM Acquisition	3,551.0	1,713.0	1,410.0	39.7
Fruehauf Holdings	2,040.0	510.0	492.6	21.4
Eckerd Holdings	1,194.7	635.7	445.3	37.3
Joy Technologies	620.0	185.0	183.9	29.7
LSS Holding Corp.	507.0	220.0	191.7	37.8
Levc Streuss Associates	1,500.0	375.0	375.0	25.0
Macy Merger Corp.	3,523.3	1,960.0	1,374.0	39.0
Owens-Illinois	3,640.0	1,443.0	1,213.3	33.3
PCI Acquisition Corp.	980.0	335.0	335.0	34.2
Henlex Group	1,230.0	335.0	335.0	27.2
Anac Holding Corp.	1,250.0	703.8	703.8	56.3
SSI Holdings	5,335.0	1,000.0	1,000.0	18.7
SF Acquisition Inc.	600.0	250.0	249.3	41.6
JT Acquisition Corp.	4,055.0	2,199.2	1,526.0	37.6
SSC Holdings Corp	1,213.4	500.0	500.0	41.2
Supermarket Gen. Holdings	1,833.4	475.0	475.0	25.9
First Brands	800.0	300.0	300.0	37.5
	64,974.5	25,723.5	20,501.4	31.6

and Investigations of the Committee on Energy and Commerce: Leveraged Buyouts and the Pot of

第7表 ジャンク・ボンドの投資家別保有率 (単位: %)

投資家の種類	1986	1988
ミューチャル・ファンド	32	30
生命保険	30	30
年金基金	10	15
個人	10	5
貯蓄貸付機関	7	7
外国人	3	9
国内企業	3	3
証券ディーラー	1	1
その他	4	0

(注) ドレクセル社の調査による。

(出所) Gertler, Mark and R. Glenr Hubbard, *Taxation, Corporate Capital Structure, and Financial Distress*, (Working Paper No. 3202), MA, National Bureau Economic Reserch, 1989, Supplementary Table.

第8表 ブリッジ・ローンの例 (単位: 100万ドル, %)

M & A 実行年	買収対象企業	ビッダー	ビッダーの 投資顧問業者	取引額(1)	ブリッジ ・ローンの 金額(2)	(2)/(1) (%)
1988	RJR Nabisco	Kohlberg Kravis	Shearson Lehman	25,300.0	5,000.0	19.8
1988	Safeway Stores, Inc.	Kohlberg Kravis	Morgan Stanley	5,355.5	1,100.0	20.5
1988	Berg-Warner	Investor Group	Merrill Lynch	4,770.0	650.0	13.6
1986	Goodyear	Sir James Goldsmith	Merrill Lynch	4,708.0	1,900.0	40.4
1987	Owens-Illinois	Kohlberg Kravis	Morgan Stanley	3,640.0	600.0	16.5
1987	Allied Stores Corp.	Campeau Corp.	First Boston	3,608.0	865.0	24.0
1987	Allied Stores Corp.	E. J. DeBartolo Corp.	Shearson Lehman	3,339.6	1,600.0	47.9
1986	Viacom Int'l	National Amusements	Allen & Co.	3,400.0	592.0	17.4
	Viacom Int'l	Investor Group	First Boston	3,300.0	1,000.0	30.3
1986	Harcourt Brace	Recapitalization	First Boston	3,000.0	985.0	32.8
1986	GenCorp.	AFG/Wagner&Brown	Shearson Lehman	2,450.0	1,250.0	51.0
1987	Burlington Ind.	Investor Group	Morgan Stanley	2,090.0	—	—
	Burlington Ind.	Asher Edelman Group	Shearson Lehman	1,840.0	1,500.0	81.5
1987	Supermarkets Gen.	Investor Group	Merrill Lynch	2,070.0	375.0	18.1
	Supermarkets Gen.	Dart Group Corp.	Kidder Peabody	1,730.0	750.0	43.4
1987	Storer Comm'ns	Comcast Comm'ns	Merrill Lynch	1,949.0	1,200.0	61.6

(出所) 第6表と同じ。p. 35, table 13 より作成。

第9表 ディールの各種手数料 (単位: 100万ドル, %)

手 数 料	Safeway Stores	Beatrice Companies	Storer Communications	Jim Walter	Burlington Ind.
	(1986年 11月)	(1986年 3月)	(1985年 10月)	(1987年 7月)	(1987年 7月)
バンク・コミットメント手数料(1)	51.0	—	9.5 ^b	36.0	38.0
債務引受手数料 ² (2)	45.0	130.0 ^a	49.5	62.1 ^a	64.6 ^b
トランザクション手数料 ³ (3)	60.0	45.0	23.0	35.0	29.0
合併アドバイザー手数料(4)	10.0	15.5	8.9	5.0	— ^a
普通株式資本(5)	130.0	417.1	285.3	150.0	125.0
取引金額(6)	5,653.0	6,200.0	2,483.0	2,400.0	2,842.5
(3)/(6) (%)	1.061	0.725	0.926	1.458	1.020
{(1)+(2)}/{(6)-(5)} (%)	1.738	2.248	2.684	4.360	3.775
(4)/(6) (%)	0.176	0.250	0.358	0.208	—

(注) 1) 成功報酬, 2) Beatrice, Storer, Jim Walter の買収に対するドレクセル・バーナム・ランベールの引受手数料。3) バンク・コミットメント手数料を含む。4) 4億ドルのゼロ・ノートの3%, 7億ドルのその他の債務の3.9%, 1件のブリッジ・ローンの1100万ドルの手数料, 最大11億ドルのブリッジ・ローンの1%の手数料を含む。5) モルガン・スタンレーに対する1610万ドル, エクィタブル生保の劣後ブリッジ・ローンに対する450万ドル, および両社のリファイナンスに対して, 各々400万ドルと400万ドルを含む。6) Safeway, Beatrice, Storer, Jim Walter の株主は Kohlberg Kravis Roberts & Co. である。7) モルガン・スタンレー (Safeway), ソロモン・ブラザーズ (Beatrice), ディロン・リード (Storer), ファースト・ポストン (Jim Walter) に対するアドバイザー手数料。8) 買収額評価サービスをモルガン・スタンレーが提供。

(出所) Kidder, Peabody & Co. の資料。

わけではない。たとえば, 1987年では2195億ドルのM&A取り引きに対して8億0200万ドル(0.36%)の手数料を獲得し, また88年には3110億ドルのM&Aの取り引きに対して, 12億8000万ドル(0.4%)の手数料を獲得した³⁶⁾。また, いくつかのディールにおける投資銀行の

36) *Investment Dealer's Digest*, Jan. 30, 1989, p.17.

手数料を示せば、第9表のようになる。さらに投資銀行はM&Aに関連して、様々な証券発行を手掛けるが、投資適格債券の発行手数料が取り引き額の0.58%であるのに対し、投資非適格債券（ジャンク・ボンド）の場合には、3.54%にのぼる³⁷⁾。

このようにLBO関連の投融资の高収益性は、ファイナンシャル・イノベーションのもとでパフォーマンス競争にさらされる機関投資家や、セキュリタイゼーションの進展と途上国貸し付けの不振のもとで新たな貸付先を見出す必要があった商業銀行に恰好のビジネスチャンスとなった。しかもLBO向け貸付とジャンク・ボンドの高い収益性は、国内だけでなく海外資金まで引きつけた。たとえば、史上最大のLBOとなった88年のKKRによるRJRNビスコの買収においては、そのための銀行融資137億5000万ドルのうち、45%に当たる62億ドルが邦銀によるものであった。80年代のM&A=LBOブームはこうした重層的で裾野の広い金融市場によって支えられたものであった。

IV M&A=LBOブームとアメリカ経済

既述のように、今次M&A=LBOブームがアメリカ経済にいかなる意義をもつのかについて結論を出すには時期尚早であるが、ミクロおよびマクロ経済レベルで起こしている問題について摘記しておきたい。まず、ミクロ的な影響ではM&Aが企業の収益性や生産性に与える影響が最も基本的な問題である。つぎにマクロ経済レベルでは、80年代のLBOによるM&Aがもたらした企業債務の増加について検討する。

1 M&A=LBOのミクロ的な影響

1) 資産売却のケース

すでに述べたように、LBOにおいてはしばしば資産売却がプラン成功の前提条件となっている。LBOのために大規模な資産売却を行なったのが、大手メーカーである Burlington Industries Inc のケースである³⁸⁾。Burlington をめぐる買収合戦は、1987年4月に Asher Edelman とカナダの企業 Dominion Textile Inc. に支配される Samjems Partners に買収攻勢をかけられてから始まった。Burlington 側は、このビッドに反対し、結局、同社の上級役員と Morgan Stanley からなる投資家グループのLBOによって買収されることを望んだ。こうして、Samjems Partners が当初1株当たり67ドルで申込んだ公開買い付けは、87年5月に Morgan Stanley 率いる投資家グループによる1株当たり78ドルによるLBOに終わった。LBOに関わって提出されたTOB（株式公開買い付け）目論見書は、LBOにとりまなう負債の返済のために、LBOの成立後、資産売却することを明示していた。

「現在の業績と株式の公開買い付け後の2年間において予想される業績に基づくと、銀行貸

37) *Investment Dealer's Digest*, Feb. 13, 1989, p.18.

38) このケースについては、U. S. House, *op. cit.* (注2), pp.51-57 を参照。

付協定の2年間に、元本返済のために十分なキャッシュフローを生み出すことができるとは期待できない。このオファーの手取り金によって返済される予定である2億5000万ドルのブリッジ・ローンを除いたとしても、銀行貸付協定による6億5000万ドルの借入は1988年6月24日に満期になる。したがって、これらの支払をするために、税引き後の9億ドルの資

金調達にむけ会社は若干の事業と会社にとって必要不可欠とはみなされない若干の資産を売却しようとするだろう。会社は現在、そのような事業を処分すべきか残すかという観点でそれぞれのビジネスを見直しつつある。どのビジネスを売却するかについての最終的な決定はなされていない。銀行貸付協定は、そのようなビジネスや資産の処分から生まれる純益をその協定による債務の返済に当てることを求めている。³⁹⁾

その結果 Burlington は、LBO以後、間接費を7000万ドル削減し84工場のうち34工場を売却ないし閉鎖したのであった(第10表)。また、経営執行役員13人のうち6人の早期退職を実行した。この Burlington のLBOの結末は、同表が示すところである。また Burlington が工場を売却した場合に、そこの従業員に対する年金拠出はすでに行なわれなくなったのである。こうした、資産売却にもかかわらずその営業利益の63%を占めるアパレルの販売不振の結果、計画したようにはキャッシュフローは生まれず、88年9月においてLBO用の債務は資産全体の96%を占めていた。

(2) LBO破産のケース

つぎに、LBOを契機に破産し、連邦破産法11条を適用された例として、Revcoのケースを取り上げてみよう⁴⁰⁾。同社は1966年に公開化され、最高経営執行責任者のシドニー・ダーキンによって支配される一族会社であり、83年には全国一のドラッグ・チェーンストアになり、年間売上高が20億ドル、年に37%の利益拡大まで成長した。しかし83年に、RevcoのCarter-Glogau部門の製造したビタミン剤による38人の幼児の死亡事故は同社の株価を下げ、買収されやすくなった。そこでTOBを防衛するために、ダーキンは、彼の親友がオーナーであるOdd Lot Trading(ディスカウント・ストア)と交渉し、Revcoの株式の12%を買ってもらい同社への友好的合併を目指した。

しかし、1985年にOdd Lot Tradingの所有者との間で対立が生じ、Revcoは9820万ドルで自社株を買戻すことにした。そのために、多額の借入を必要とした。また傘下の企業に入った

第10表 LBO前後の Burlington の動向

(単位：100万ドル)

	LBO前 ¹⁾	LBO後 ²⁾
工場数	84	50
事業部門	24	15
雇用数	44,000	26,000
総収益	1,659.8	1,403.8
営業収益	100.9	131.2
利払費	17.4	150.5

(注) 1) 1987年6月27日以前の6カ月間

2) 1988年7月2日以前の6カ月間

(出所) *Business Week*, Sept. 19, 1988, p. 35.

39) *Ibid.*, p.53.

40) このケースについては、*ibid.*, pp.68-75 を参照。

第11表 Revco の財務指標

(単位：%)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
流動資産比率 ¹⁾	2.42	2.49	2.10	1.74	2.52	1.97
クイック・レシオ ²⁾	0.48	0.63	0.34	0.32	0.54	0.94
対総資産売上高比 ³⁾	3.10	3.00	2.87	2.74	2.78	1.26
対自己資本長期債務比 ⁴⁾	0.23	0.12	0.09	0.10	0.78	—
収益対利子倍率 ⁵⁾	12.12	35.36	58.43	6.23	4.83	0.66
固定費カバレッジ率 ⁶⁾	8.86	17.80	26.85	4.73	4.13	0.20
自己資本利益率 ⁷⁾	0.17	0.18	0.21	0.09	0.15	—
基礎収益性 ⁸⁾	0.20	0.21	0.23	0.09	0.13	0.05

(注) 1) 流動資産/流動負債。2) 流動資産—在庫/流動負債。3) 売上高/総資産。4) 長期負債/自己資本。5) 利子にたいする利子・税金支払前の利益の倍率。6) 利払を含む全固定費。7) 自己資本に対する課税後の純益の比率。8) 利払・課税前の利益/総資産。

(出所) 第6表と同じ。pp.72-75 より作成。

Odd Lot Trading のビデオゲームのカートリッジの在庫によって、Revco は3500万ドルの赤字を出し、収益は58%も落ちた。そこで86年3月に、ダーキンはLBOによって1株当たり時価を6ドル上回る36ドルで、Revco を買収しようとする投資家グループを主宰しようとした。しかし、競合ビッドがありTOBによって38.5ドルにまで買い付け価格は上がり、結局ダーキンは10月に Revco を買収することができた。LBO終了後の Revco の債務は4倍に増加したが、このLBOをアレンジしたサロモン・ブラザーズは、この企業が順調に収益を増やし(86年度の1億2500万ドルから88年度には2億6000万ドルになると予測)、LBO以後の18カ月の間に2億5000万ドルの資産売却を行うことを予定していた。このLBO取引は、年間税引き前利益を1億4000万ドル、これに対して金利の即金支払額は1億5000万ドルと見込んでいた。そして、87年3月に満期になる利払いのため86年のクリスマス商戦は重視されたが、販売結果は不振に終わった。また、資産の売却は目標の2億5000万ドルを下回る2億ドルにとどまった。

1987年の秋にはキャッシュフローは急減し、クリスマス時には納品業者は即金払いでなければ商品の供給を拒否したのであった。このため、極度の在庫不足となり、88年5月の会計年度末には、予定のキャッシュフロー1億4000万ドルにたいし、1億1000万ドルに留った。そのため、88年の4月に Revco は4億6000万ドルの利払いが6月には不可能であることを発表した。その後、債権者に対する株式とのスワップも考えられたが成功せず、ついに7月に連邦破産法11条の適用を申請した。

このように破産法適用を球請した Revco にとっての最大の問題点は、第11表が示すように、この会社の流動性の低さであった。特にすぐに現金化できる流動資産が少なく、その原因は売上/総資産比率の低さにあった。これが意味するのは、在庫投資やその他の投資が売上の増大に結びついていないということである。他方で債務は急増した。債務増大の原因の一つは、Odd Lot Trading から株式の買戻しに伴う借入の増大であり、もう一つはLBOそのものであった。これらの債務によって、同社は財務状態を悪化させ財政破綻になったのである。

第12表 L B O 前後の企業

買 収 者	被買収企業	買収額	買収年月	プレミアム (%)	資産売却
Merrill Lynch	Borg-Warner	4,410	87年7月	16	3,623
Robert Campeau	Allied Stores	3,583	86年12月	36	2,200
経 営 者	R. H. Macy	3,518	86年7月	55	0
KKR	Beartrice	6,183	86年4月	45	7,000
KKR	Storer Comm	1,953	85年12月	31	1,696

(注) 1) 最初のオファーの1カ月前の株価と最終的なオファー価格との差。

2) L B O前の1年間および最新の4半期の数値。

(出所) *Fortune*, Jan. 2, 1989, p. 47.

第13表 L B O後の実績にかんする研究¹⁾

	KKR ²⁾	Kaplan ³⁾	Bull ⁴⁾	Smith ⁵⁾	M & V ⁶⁾	NSF ⁷⁾
サンプル数	17	19	25	n.a.	35	8
雇 用 数	13%	0.0%	n.a.	▲17%	▲0.6%	n.a.
産業規模で調整済みの雇用数	n.a.	▲15.3%	n.a.	n.a.	n.a.	▲12.8%
研究開発費	15%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
資 本 支 出	1.9%	▲ 6.3%	▲21.9%	n.a.	n.a.	n.a.
産業規模で調整済みの資本支出	n.a.	▲ 2.9%	▲24.7%	n.a.	n.a.	n.a.
売 上 げ 高	n.a.	17.4%	20.2%	20.4%	9.4%	n.a.
産業規模で調整済みの売上げ高	n.a.	▲ 8.3%	6.5%	n.a.	n.a.	n.a.
営業収益/売上げ高	n.a.	2.60%	0.0%	0.0%	26.2%	n.a.
産業規模で調整済みの営業収益/売上げ高	n.a.	2.43%	48.0%	n.a.	n.a.	n.a.
L B O自己資本収益率	35-40%	113%	n.a.	n.a.	268%	n.a.

(注) 1) 各研究は、調査方法が異なるため、正確な比較はできない。

2) Kohlberg Kravis Roberts の研究 (1989)。L B O 3年前とL B O 3年後の実績の比較。

3) Kaplan, Steven の研究 (1988)。

4) Bull, Iran の研究 (1989)。L B O 2年前とL B O 2年後の実績の比較。サンプルの約半数は、会社の事業部門のL B O。

5) Smith, Abbie の研究 (1989)。スミスは、L B O後、キャッシュフロー/売上げ高は増大するが、営業収益+減価償却/売上げ高は増大しないことを指摘。

6) Muscarella, Chris J. and Michael R. Vetsuypens の研究 (1989)。雇用調査対象件数は26件。L B O自己資本収益率の調査対象件数は、58件。

7) National Science Foundation の研究 (1989)。L B O、自社株の買戻し、大規模なリストラクチャリングを行った企業を対象。

(出所) U. S. House of Representatives, *Hearings before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce: Management and Leveraged Buyouts*, Washington, U. S. G. P. O., 1989, p. 223.

また同社の収益性は、第11表からも明らかのように86年のL B O以前から悪化しており、そもそもL B Oの望ましい候補者ではなかった。にもかかわらずL B Oを行なったのは、経営陣が同社を非公開化したかったからである。これらのデータからみる限り、収益性に関するサロモン・ブラザーズの見通しは多分に楽観的なものであり、いずれにしろ成功しがたいものであったといえる。

この Revco のケースはL B Oにとって例外的なものではない。そこにはL B Oに固有の債務返済問題が含まれている。そして、この2つのケースが示しているのは、L B Oには資産売

の財務状態の比較

(単位:100万ドル)

売上高 ^a		利益		利払費 ^a		雇用数	
LBO前	LBO後	LBO前	LBO後	LBO前	LBO後	LBO前	LBO後
3,379	2,185	206	448	53	216	82,600	72,800
4,226	3,303	▲53	3	153	354	61,800	24,000
4,653	5,729	206	▲188	98	570	55,000	70,000
11,396	4,178	232	931	300	376	100,000	17,000
592	480	▲23	1	89	221	4,800	2,925

却が不可欠であり、それが計画通りの価格で売却できるかどうかはLBOの成否を左右するということである。ここで、LBOが企業経営に与える影響を調査した結果をまとめた第12表と第13表をみてみよう。第12表によれば、ほとんどの場合、事業部門・資産の売却によって売上高は減ったが利益は増えている。しかし、利払費は急増するとともに、雇用数は大幅に削減されることが多い。こうした雇用の削減が別の雇用機会の増大によって相殺されない限り、社会問題となる。さらに第13表によれば、LBOが研究開発に与える影響については、KKRのデータ⁴¹⁾しかないので結論を急ぐわけにはいかないが、資本支出は相当減少している。LBOによる企業合併・買収が長期的にみて個別企業企業として成功するかどうかは、今後の研究開発投資の動向にかかっているといえよう。

2 M&A=LBOブームのマクロ的影響

1980年代のM&A=LBOブームがアメリカ経済に及ぼす影響については、さまざまな見解がある。その一つは今回のM&Aブームがアメリカの産業の競争力強化に結実しない投機的で寄生的なものだと見る見解である。アメリカ経済と生活水準の Great U-Turn を説くB.ハリソンとB.ブルーストンは、80年代の企業のリストラクチャリングが、一般の期待には反して企業の国際競争力を強化するものではなく、労働者や地域社会や株主にとっても有益なものではない、と主張する。「設備・構築物や研究開発に対する従来の投資から投機と合併運動への交代は、工業脱落者 (industrial skidder) という新しい階級をうみだした。……それは、基幹製造業の持続的な衰退によって自分たちの中産階級の生活が脅かされるのを経験して

41) KKRのデータは他のデータと対照的な結果を提示している。そして、同社はこのデータに基づきLBOを高く評価する。しかし、KKRのデータはサンプル17社のうち、7社についてはLBO後の実績は予想の数値であるなど、方法上問題が多い。この点については、U. S. House of Representatives, *Hearings before the Subcommittee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce: Management and Leveraged Buyouts*, Washington, D. C., U. S. G. P. O., 1989, pp. 205-17 をみよ。このKKRのデータについて、それを検討した Long, William F. と Ravenscraft, David J. の二人の研究者は、「KKRの結論は未熟である」としている (*ibid.*, p.220)。

きたブルーワーカーであった。長い失業期間の後に、彼らは新たなサービス経済に職を求めることをしばしば余儀なくされた。この産業は、彼らの従来の職種よりも相当低い給与しか支払わないし、しばしばわずかな付加給付しか提供しない⁴²⁾。彼らと同じような懸念は、J. クァーツマンによっても述べられている。「小さな起業家企業が一層強く優れた経営者支配の企業と合併することは、おそらく有益なことだろうが、現在の企業買収の熱狂は管理経済の長期的な発展にきわめて否定的な影響をもたらす。企業買収の策士たちは、我々の企業の多くをキャッシュの調達のために長期的な生産的投資から自社株の買戻しや企業の事業部門の売却に向けさせるので、彼らは一国の経済的健全性にとって極めて有害なことをやってきた。これらの防衛戦略は、資源の膨大な浪費であり、一国として一層競争力を低下させることにより、『衰退と破綻の経済』を促進するだけなのである」⁴³⁾。

また AFL-CIO は、M&Aブームが雇用削減に結果するとの立場からM&Aにたいして批判的である。彼らによれば、1979年から88年までの10年間にTOBやLBOによって直接的に、9万人の雇用が失われたという。AFL-CIOの会長のL. カークランドは、89年1月24日の連邦議会上院の財政委員会においてつぎのように証言した。「数千人以上の労働者が企業の再編と、大量の負債と株式との交換の結果として、賃金と付加給付の削減を余儀なくされてきました。この債務は、産業拡張や競争力強化を目的としてではなく、投資銀行ならびに法律専門家に数百万ドルにも達する手数料をもたらす、投機家の懐に手早く稼いだ巨額の利益をもたらす以外の目的にはほとんど役に立たない株式市場の術策であることがしばしばあります。ハードワークを行なうこれらの企業の従業員は、しばしば大きなリスクにさらされるのです。その一方では、何十億ドルが財やサービスを創造することも生産することもない人の手に入ります」⁴⁴⁾。

これらの見解に共通するのは、今次M&Aブームがアメリカ産業の国際競争力強化に寄与せず、むしろもっぱら金融機関の金融的利害の主導のもとにM&Aが行なわれ、キャピタル・ゲインをもとめる投機として捉えられている点である。彼らの見解は、M&Aブームが伝統的な基幹産業の衰退をもたらす、その結果比較的高賃金を得ていた労働者の「中産階級」が没落したり、企業年金などの付加給付の悪化が生じることなど、今次M&Aブームが引起こしている広範な経済・社会問題を指摘している。この点では、M&Aをもっぱら「資源の最適配分」のプロセスとして捉え、それがもたらす広範な問題と社会的コストを見ない見解⁴⁵⁾よりもはるかに優れているといえる。

42) Bluestone, Barry and Bennett Harrison, *The Great U-Turn*, NY, Basic Books, 1988, p.63.

43) Kurtzman, Joel, *The Decline and Crash of the American Economy*, NY W. W. Norton & Company, 1988, p.110.

44) U. S. Senate, *op. cit.* (注1), pp.321-22.

45) 前掲書(注12), 265-61ページ。

しかし、M&Aを投機としてのみとらえ、しかもそれ自体を基幹産業の国際競争力低下の原因として捉えるならば、正しくない。アメリカの鉄鋼業に典型的に見られるように、70年代の業績悪化に対して、U. S. Steel は81年にマラソン・オイルを買収し、続いて87年にはテキサス・オイル・アンド・ガスを買収し、個別企業として脱鉄鋼・多角化したことが同社を収益改善に導いた。しかし、本業の鉄鋼業に固執せざるをえなかった同社以外の企業においても、Weeling-Pittsburg が85年に、LTVが86年に、それぞれ連邦破産法11条の適用を申請した。アメリカの鉄鋼業の国際競争力の低下の基本的要因は、技術革新的な投資の遅れにあった。U. S. Steel 以外の企業は、本業への設備投資やM&A向けの多角化投資をしようにも外部から資金を調達することができなかつたため実現できなかったのである。U. S. Steel の「脱鉄鋼路線」のM&Aも、その他の企業の「本業路線」もいずれも金融機関が関与したのである⁴⁶⁾。この鉄鋼業の例が示すように、競争力の低下の原因は技術革新的投資の停滞にあり、M&A自体がマネーゲームであり産業の競争力を低下させているとはいえない。それは、企業の事業上の再編を伴って産業再編を進めるのである。そうだとすれば、M&Aの成否は、結果的に形成される事業の多角化や産業の国際競争力に懸かっているいえよう。

今回のM&A=LBOブームがもたらしたもう一つのマクロ経済上の問題は、その金融的側面から生じる。すなわち、M&A関連の企業債務の増加である。それは、LBOによる買収後の企業債務の増加だけではない。M&Aブームのなかで企業買収を防衛するために、既存の株主に対して多額の特別配当を支払うLCO (leveraged cash out) によっても債務は増える。企業はこの特別配当の支払のために、銀行からの借入や社債を発行するため債務が増える。この特別配当の結果、株価が上昇したり負債が増えたりすることによって企業買収に対する防衛になるのである。さらには、企業買収にたいする防衛のための自社株の買戻しのためにすら借入れに依存することがある。こうした結果、1980年代にアメリカの企業債務がいかにか急増したかは、第14表を一瞥するだけで明らかである。また、負債/自己資本比率は第4図にみられるように急上昇するとともに、キャッシュフローに対する利子の比率も増加した。前者は84年から88年の間に、36%から52%に増加し、また利子カバレッジ比率も15%から21%に増加し、何れも戦後最高となった。しかも、これらの債務のうち1年以内の短期の債務が増えたのであった。アメリカの非金融企業の債務のうち、1年以内の短期債務は70年に36.0%であったのが、80年には39.6%、84年に46.7%に達したあと87年に41.0%となった⁴⁷⁾。

そこで、こうした企業債務がアメリカ経済にどのような影響を与えるかをめぐってさまざまな見解が存在する。一方では、このような債務増加が企業の財務破綻を招き、経済危機をもたらすというものである。とくにH. カウフマンは、このような債務の増大がもたらす危険性に

46) この点については、Brantley, Peter S. and Michael Schwartz, *The Sorcerer's Apprentice: A Parable of Power and the Decline of Steel*, 1990 (unpublished) を参照した。

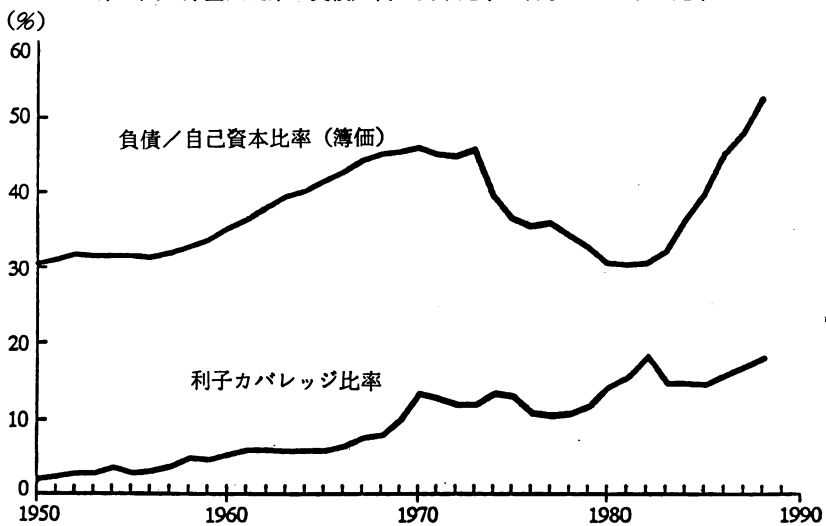
47) U. S. House, *op. cit.* (注2), p.200.

第14表 非金融企業の資金調達構成 (単位: %)

年	内部資金	銀行借入	社債	新株発行
1970	67.3	7.8	21.2	6.1
1971	65.9	4.4	16.6	10.1
1972	68.0	12.0	9.6	8.6
1973	53.3	33.7	5.2	4.5
1974	60.9	17.8	13.4	2.8
1975	82.1	▲ 7.4	17.9	6.5
1976	72.5	3.8	11.7	5.4
1977	74.1	13.0	10.3	1.2
1978	70.7	16.0	8.2	▲ 0.0
1979	77.2	12.4	6.8	▲ 3.1
1980	72.3	7.2	10.0	4.7
1981	68.2	23.7	6.5	▲ 3.3
1982	77.3	14.4	6.0	2.0
1983	74.6	10.0	4.2	6.1
1984	75.6	24.5	10.4	▲16.8
1985	81.5	15.3	17.1	▲18.8
1986	73.1	10.7	24.8	▲16.5
1987	83.0	1.2	23.5	▲18.0
1988	85.2	8.7	36.4	▲30.3

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, various issues より作成.

第4図 非金融企業の負債/自己資本比率と利子カバレッジ比率



(注) 利子カバレッジ比率とは、支払利子/キャッシュフロー(利払、課税および減価償却前の利益)の比率。

(原資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, "Balance Sheets for the U. S. Economy 1949-88"; U. S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, various issues.

(出所) Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, March/April, 1990, p. 23.

ついでにはやく警告を発した一人であった。彼らによれば、過重な企業債務は当然将来のリセッション時にデフォルトを多発させ、そのことがさらに不況を深刻なものにするというのである。さらに、過重債務は社債市場に継続的なダメージを与え、結局は企業に資金供給するための長期債務の資金コストを急増させる（因みに、82年から89年までの間に、ムーディ社は年間平均154の社債の格付けを下げたのにたいし、上げたのは72社に過ぎない）。そして、長期資金の高いコストを避けるためにさらに短期の債務を増やし、そしてそれがまた企業の財務の脆弱性を促迫するというのである⁴⁸⁾。

こうした見解に対して、SIA (Securities Industry Association, 全米証券業者協会) の会長であり、Sheason Leaman Hutton Inc. の重役会の副会長であり、同社の民間顧客グループの会長である Hardwick Simmony は、89年5月25日の議会証言で、585社の証券業者を代表して大要つぎのように述べた⁴⁹⁾。第1に、一般に指摘されるようなLBOによるアメリカの企業債務の増加は誇大評価であり、日本や西ドイツなどと比較しても低い。第2に、LBOを遂行した企業は将来のリセッションにおいてデフォルトに陥るといった一般的な懸念に対しても、(1)LBOの対象となる企業はキャッシュフローが予測可能な成熟産業（小売業、非耐久消費財生産部門、サービス部門）であり、リセッションによっても需要が急減することはない。(2)債務を負う企業の多くは金利を固定金利にするか上限を設定することにより、金利負担の増加に対応している。(3)投資銀行やアンダーライターや機関投資家や企業の財務アドバイザーの審査能力が高まり、また慎重な行動をとっている。(4)LBOによる債務は、そのほとんどが一時的なものであり、通常LBO終了後3年から5年の間に返済される。

SIAは、このように一般的に懸念されているLBOのリスクに反論するとともに、企業資産の整理にともなう解雇も労働力の「節約」であり、生産性と収益性を高めるがゆえにLBOの有効性を積極的に評価する。

以上のように、LBOによる企業債務の増大がアメリカ経済に与えるマクロ経済的な影響については、対立的な見解がある。しかし冒頭にも述べたように、LBOが本格化してからまだ数年しか経過していないため、まだ多くの企業は債務の返済途上であり、その帰趨については、今後しばらく見る必要がある。そこで、ここでは本稿で明らかにした点に基づいて、これらの見解の問題点について指摘して結びにかきたい。

まず前者の見解については、LBOのもつ基本的な問題を捉えているといえる。そして、こ

48) たとえば、Kaufman, Henry, "Debt: The Threat To Economic and Financial Stability," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, Dec., 1986, また、Eaust, Jon, "Will Higher corporate debt Worsen Future Recessions?," Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic review*, Mar./Apr. 1990 も同じような見解である。また、Kopcke, Richard W., "The Roles of Debt and Equity in Financing Corporate Investment," Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, July/Aug., 1989 も参照。

49) U. S. House of Representatives, *op. cit.* (注41), pp.129-67.

れまでの事実からすると、第4図からも分かるように企業の債務は景気の上昇とともに増大し、利子負担も大きくなるが、不況は企業所得を急減させ利子負担は極度に大きくなるが、同時に企業の倒産によって利子負担を償却するという循環的な動きを示してきた。したがって、84年以降の企業債務の急増がリセッションのなかで従来以上の企業倒産を招くという見解は、その限りでは妥当である。しかし同時に、従来とは異なる側面もみる必要がある。それは、LBOに深く関与し始めた外国の金融機関、とくにジャパン・マネーの動向である。LBOのみならず債務国アメリカのファイナンスを担ってきた日本の金融機関や機関投資家は、アメリカの債務問題をより一層助長したが、同時にそれはLBO発展のあらたな限界となっている。今後のLBOの動向には、日本の金融機関や機関投資家の対応が大きな影響を与えよう。

つぎに、SIAの見解については、彼らはLBO推進者であるのでLBOは問題なしとするのは、当然の見解ともいえるが、それはあまりにも楽観的である。第1に、企業の債務比率の国際的な水準は各国の金融市場の歴史的な発展のちがいを反映しているので、アメリカの企業の債務比率が低いからといってLBO推進の論拠にはならない。第2に、LBO対象企業が比較的成熟企業で十分にキャッシュフローが確保できている点でも、問題が残る。というのは、何れのLBOの場合にも資産売却が前提とされており、それが成功するかどうかは当該業種がどこに属するかということとは別問題であるからである。第3に、キャッシュフローが予測可能な成熟産業の小売業であっても、LBOは必ずしも成功しないことに注目すべきである。そのことは、これまで銀行融資とジャンク・ボンドによって買収資金を調達し、アメリカの大手デパート Allied Stores と Federated Dept. Stores を買収したカナダの不動産会社の Campeau が、90年にこの2社を政危機から破産法第11条にもとづく会社更生法の適用を申請せざるをえなかったことをみても明らかである。

(本稿は、89年度瀬川学術振興基金による大阪市立大学証券研究センター調査研究助成資金に基づく研究成果の一部である)。

(1990. 8. 7 受理)