

米国における1980年代企業合併の財務政策：その税務的側面を中心として

池上, 恭子

<https://doi.org/10.15017/2920784>

出版情報：経済論究. 79, pp.1-30, 1991-03-26. 九州大学大学院経済学会
バージョン：
権利関係：

米国における1980年代企業合併の財務政策

—その税務的側面を中心として—

池 上 恭 子

目次

はじめに

第1章 1980年代における合併活動の趨勢と特色

1. 取引規模の大型化
2. LBO の増大とその階層化
3. 事業分割の増大

第2章 LBO の資金調達

1. LBO の仕組み
2. LBO の資金調達の概要

第3章 1980年代の LBO における合併財務政策

1. キャッシュ・フローの重視
2. キャッシュ・フロー重視の背景
3. 企業評価

第4章 支払利息および純事業損失に関する税務上の取扱い

1. 支払利息に関する税務上の取扱い
2. 純事業損失に関する税務上の取扱い

結びにかえて

は じ め に

米国の企業合同運動¹⁾を歴史的に見ると、三つの波を識別することができる。世紀の転換時における第1次企業合同運動、1920年代を中心とする第2次企業合同運動および1950年代中葉以降の第3次企業合同運動である²⁾。第1次および第2次企業合同運動については、その歴史的区分および性格規定が明確にされている。そして、50年代中葉以降60年代を中心とする合併運動は、第3

次企業合同運動として分類されており、従来の2度の合同運動とは異なる性格をもつものであることが一般に認められている³⁾。

50年代中葉以降の合併運動は、60年代後半にかけてきわめて活発な展開をみせたが、69年初頭から株価が下落しはじめ、スタグフレーションの様相を深めながら、米国経済が下降局面に入り、一応の終息をとげることになる。しかし74~75年の恐慌を経て経済が上昇局面を迎えると、再び株価が持ち直しはじめ、それにつれて企業合併活動が再燃し、その動きは断続的に80年代に引き継がれ現在に至っている⁴⁾。この70年代中葉以降の動きを60年代の企業合同運動の延長線上にあるものとしてとらえ、第3次企業合同運動に含むものとする見解⁵⁾と、第3次企業合同運動とは異なる性格をもつものとして第4次企業合同運動として分類する見解⁶⁾がある。

60年代を中心とする企業合併と70年代中葉以降の企業合併には、次のような相違点が見られる⁷⁾。まず、60年代を中心とする企業合併では、その主役となったコングロマリット企業が新興勢力と言われる急成長企業群であったのに対し、70年代中葉以降の企業合併の主役は既成の巨大企業である。第二に、企業合併の動機において、60年代のコングロマリット企業は著しく「金融志向的」であり、株式交換等により「即時的成長＝1株当たり利益成長」に力点があった。したがって、既成の事業分野との関連性は重視されず、買収対象となる企業は多業種にまたがっていた。このような多角化は、結果として経営の効率性を阻害することを招き、実質的にも財務体質の弱体化をもたらした。そこで、70年代中葉以降の企業合併においては、「基本に戻れ (back to basics)」を合言葉に、中核となる事業を強化することを目的とし、健全であっても中核となる事業とは関連のない不要事業部門を切り離すという事業分割 (divestiture) が合併・買収と並行して行われ、中核事業分野への整理・統合が行われたのである。すなわち、70年代中葉以降の企業合併は、「事業再編成＝リストラクチャリング (restructuring)」を主要な動機としているのである。70年代中葉以降の企業合併を第4次企業合同運動として分類する見解は、このような相違点に着目して第3次企業合同運動と区分するものである。さらに、84年以降 LBO による超大型合併およびクロスボーダー (国境を越えた) 合併が急増したとし

て、84年以降を第5の波としてとらえる見解もある⁸⁾。50年代以降 現在に至るまでの合併運動については、合併形態および手法等に注目して分類しようとするならば、このように細分化することにも妥当性が見出される。しかしながら、合併運動の米国経済における意義に着目した場合、第1次および第2次企業合同運動の区分に匹敵するほどの差異が存在するのか、いまだ歴史的意味を持ちえないこともあって、慎重な検討を要することでもあろう。したがって、本稿においては、米国における企業合同運動の歴史的段階区分を解明する試みの一環として、80年代の合併運動の実証的な分析を行うものである。

本稿では、まず第1章において80年代の企業合併の趨勢および特色について分析を行い、第2章において80年代の企業合併の最大の特徴といえる「取引規模の大型化」を可能にした LBO について、その仕組みと資金調達について概括的に検討を行う。第3章においては、LBO の利用によってどのような合併財務政策がとられたのか、さらに第4章において80年代の合併を現実可能ならしめるのに大いに影響を及ぼしたと考えられる税務的側面からの分析を行うことにする。

注

- 1) 「企業合同運動」という用語は、最近あまり使われていない。しかし、すでにその歴史的区分および性格規定が明らかにされている3次までの合併運動については、一般に「企業合同運動」と称されているので、ここでは用いた。
- 2) 佐々木利充『合併財務会計政策——アメリカ第三次合同運動——』九州大学出版会、1987年、109頁。
- 3) 同上書、110頁。
- 4) 竹村孝雄「企業金融と証券市場——第三次企業合同運動と経営財務——」高橋昭三編『経営財務の基礎理論』同文館、1984年、144—5頁。
- 5) 同上書、145頁。
- 6) 第4次企業合同運動としてとらえる見解が、最近の研究においては、多くなりつつある。代表的な主張の論者としては、K. M. Davidson, *Megamergers: Corporate America's Billion-Dollar Takeovers*, Ballinger, 1985, p. 129, 村松司叙『合併・買収と企業評価』同文館、1987年、3頁（以下、前掲書Iとする）がある。そして、その開始の時期についても様々な見解があるが、74年の業界最大手のニッケル会社 International Nickel Company による米国のバッテリー会社 ESB の買収を、コングロマリット企業とは異なる既成の巨大企業が、再び合併運動の中核的役割として登

場するようになったとして、それ以降を第4次企業合同運動としてとらえる見解が多い。

7) 竹村孝雄, 前掲書, 147頁。

8) U. S. House of Representatives, *Leveraged Buyouts and The Pot of Gold: 1989 Update*, July 1989, p. 9, 松井和夫「アメリカの M & A=LBO ブームと証券市場」『証券経済』第172号, 1990年, 4頁(以下, 前掲論文Iとする), 佐藤定幸「企業合併の波はいつまで続く」『エコノミスト』1989年4月25日号, 22頁。

第1章 1980年代における合併活動の趨勢と特色

1. 取引規模の大型化

表1—1および図1—1は、70年から89年までの全合併件数および支払対価総額の推移を示したものである。取引件数は70年代前半次第に減少し、74年に926件と最低件数を記録した後、再び増加傾向を示している。81年には2,329件(前年比49.3%増)70,064.4百万ドル(前年比113.1%増)、84年には3,064件(前年比31.0%増)125,228.8百万ドル(前年比141.3%増)と件数についても支払対価総額についても急激に増大している。そして、86年には4,323件(前年比27.3%増)204,438.9百万ドル(前年比41.7%増)と件数について最高を記録し、88年には件数については4,001件(前年比2.1%増)と86年に比してかなり減少したものの、支払対価総額については236,424.3百万ドル(前年比33.4%増)と最高額を記録している¹⁾。これらのいずれの年においても、件数の増加割合に対して支払対価総額の増加割合がかなり大きい。また、表1—2は1件当りの支払対価の推移を示すものであるが、84年、86年および88年に大幅に増大している。すなわち、合併取引の規模が次第に大型化し、特にその波が1年ないし2年おきに起こっている。80年代の合併運動を特色づけるものとして“Megamerger”という用語がしばしば利用されるが²⁾、これは「取引規模の大型化」を端的に表現したものである。

表1-1 合併取引件数および支払対価総額の推移 (1970~1989)

年	取引件数 ()内は支払対価公表件数	増加率 (%)	支払対価総額** (百万ドル)	増減率 (%)
1970	1,318	—	*	
1971	1,269	- 3.4	*	
1972	1,263	- 0.5	*	
1973	1,064	-15.8	*	
1974	926	-13.0	*	
1975	981	+ 5.9	*	
1976	1,145	+16.7	*	
1977	1,209	+ 5.6	*	
1978	1,452	+20.1	*	
1979	1,530	+ 5.4	34,197.2	—
1980	1,560	+ 2.0	32,882.8	- 3.8
1981	2,329	+49.3	70,064.4	+113.1
1982	2,321 (1,239)	- 1.3	60,099.6	- 14.2
1983	2,339 (1,017)	+ 0.8	51,890.9	- 13.7
1984	3,064 (1,476)	+31.0	125,228.8	+141.3
1985	3,397 (1,620)	+10.9	144,283.5	+ 15.2
1986	4,323 (1,970)	+27.3	204,438.9	+ 41.7
1987	3,920 (1,907)	- 9.3	177,203.3	- 13.3
1988	4,001 (1,904)	+ 2.1	236,424.3	+ 33.4
1989	3,412 (1,756)	-14.7	230,684.1	- 2.4

(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index 1982~1989* の各年度より作成。

100万ドル以上の、アメリカの会社に関与する全ての取引を含む。

会社の資本金の5%以上の部分買収は、その対価が100万ドル以上であるならば含まれる。また、子会社の事業分割もその対価が100万ドル以上であるならば含まれる。支払対価に関する資料が公開されていない取引については、100万ドル以上の取引であると推定されるものが、資料に含まれている。

* 資料が完全でないため表示されない。

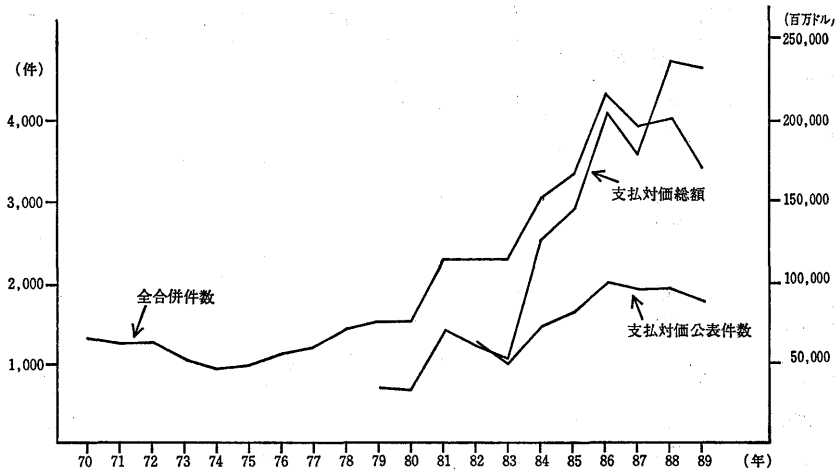
** 価格に関する資料が公開されたもののみを合計して表示。

表1-2 1件当りの支払対価の推移 (単位: 百万ドル)

年	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1件当りの支払対価	48.5	51.0	84.8	89.1	103.8	92.9	124.2	131.4

(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index 1983~1989* の各年度より作成。

図 1-1 合併取引件数および支払対価総額の推移



2. LBO の増大とその階層化

80年代の合併運動のもうひとつの大きな特色として、LBO の増加が上げられる。LBO とは、Leveraged Buyout の略であり、「相当大きな額の負債と僅かな金額のエクイティ（株式）を使ってターゲット（買収対象の会社または事業部門）の資産または株式を買収するというものである。その際、買収資金が買収対象の資産または将来のキャッシュ・フローを担保として調達されるところに、LBO 方式の特徴のひとつがある」³⁹⁾ のである。LBO は、80年代の合併運動の最大の特色である大型買収を可能にした方式として注目されてきたが、今回の合併運動において新しく出現したものではない⁴⁰⁾。80年代に活況を呈してきた LBO は、KKR 社 (Kohlberg Kravis Roberts & Co.) 等の LBO 専門業者、投資銀行が LBO のアレンジャーの役割を果たし、巨額の買収資金を様々な資金源から調達し、大型合併を成立させてきたものである。79年に KKR 社はニューヨーク証券取引所に上場されている Houdaille Industries 社を 3 億 7 千万ドルで買収したが、これは 1 億ドルを超える最初の LBO でもあった。ついで KKR 社は 84年に最初の TOB による Malone & Hyde 社の大型買収に成功し、また最初の 10 億ドルを超える Wometco 社の超大型買収に

も成功を収めた。さらに86年には Beatrice 社の62億ドルというそれまでの最大規模の LBO に成功した。そして88年の RJR Nabisco 社の248億ドルという米国合併史上最大の超大型買収を成功させたのである⁵⁾。このように80年代に入ってからは、LBO による買収金額の記録は KKR 社によって次々と塗り替えられ、KKR 社によって代表されるように、LBO が正しく合併の主導的役割を果たしてくるようになったのである。

表1-3は、LBO の件数および支払対価の推移を示すものである。支払対価について見てみると、株価暴落が起こった87年を除いて毎年増加しており、特に84年および86年に急激に増大している。これらの年の支払対価の増加割合は、件数の増加割合に比してかなり大きく、LBO の大型化が急速に進行したことを示す。これは表1-4の LBO 1件当りの支払対価の推移からも明らかであり、84年には前年の4倍に、86年にはさらにその2倍になっている。また、これを表1-2の全合併取引1件当りの支払対価の推移と比較すると、83年にはおよそ3分の1であったのが、84年および85年にはほぼ等しくなり、86年以降は LBO 1件当りの支払対価の方が全合併取引1件当りの支払対価を上回るようになってきている。また、表1-3において LBO の支払対価の全合併取引の支払対価に占める割合を見ると、81年には4.4%にすぎなかったのが、86

表1-3 LBOの件数および支払対価

年	(1)全合併 件数	(2)LBO の件数	(3)増減率 (%)	(2)/(1) (%)	(4)支払対 価総額 (百万ドル)	(5)LBOの 支払対価 (百万ドル)	(6)増減率 (%)	(5)/(4) (%)
1981	2,329	99	—	4.3	70,064.4	3,093.1	—	4.4
1982	2,321	164	+65.7	7.1	60,099.6	3,451.8	+ 11.6	5.7
1983	2,339	231	+40.9	9.9	51,890.9	4,292.9	+ 24.4	8.3
1984	3,064	250	+ 8.2	8.2	125,228.8	18,361.4	+327.7	14.9
1985	3,397	253	+ 1.2	7.4	144,283.5	19,339.9	+ 5.3	13.4
1986	4,323	331	+30.8	7.7	204,438.9	46,428.9	+140.1	22.7
1987	3,920	270	-18.4	6.9	177,203.3	36,069.2	- 22.3	20.4
1988	4,001	377	+39.6	9.4	236,424.3	46,561.8	+ 29.1	19.7
1989	3,412	338	-10.3	9.9	230,684.1	61,582.2	+ 32.3	26.7

(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index 1982~1989* の各年度より作成。

表1-4 LBO 1件当りの支払対価の推移 (単位: 百万ドル)

年	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
1件当りの支払対価	18.6	73.4	76.4	140.2	133.5	123.5	182.2

(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index 1983~1989* の各年度より作成。

年以降20%前後を占め、89年には26.7%を占めるまでになっている。これらより、LBO が次第に大型化し、かつ、LBO が大型合併の主流となってきたことが明らかである。

さらに、表1-5はLBOをゴーイング・プライベート (going private; 公開会社の非公開化)、事業分割 (divestiture)、非公開会社のLBOの3つに分類し、その件数、支払対価総額および1件当りの支払対価を比較したものである⁶⁾。LBO全取引件数に対するそれぞれの取引件数の割合を見ると、ゴーイング・プライベートは当該期間を通じて9.8%から23.7%を占めているのに対して、事業分割は全体の54.7%から77.4%に達している。80年代に入り、LBOは、大型買収を可能にした方式として注目されてきたが、このように事業分割、すなわち中小規模の買収においても、依然として幅広く利用されていることに留意しておくべきであろう。LBO全取引の支払対価総額に対するそれぞれの取引の支払対価の割合を見ると、ゴーイング・プライベートは当該期間を通じて39.6%から75.2%に達しており、事業分割は21.9%から53.8%を占めている。また、1件当りの支払対価を見ると、いずれのタイプのLBOも次第に大型化しているが、特にゴーイング・プライベートの場合83年から89年にかけて6年の間に約13倍にもなっており、LBO 1件当りの支払対価と比較すると、よりその大型化が急速に進行したことが明らかである。このように、現在のLBO市場は、ごく少数の巨大企業のゴーイング・プライベートのためのLBOと事業分割および非公開会社のLBOを含む多くの中小規模のLBOという重層的構造を成しているのである⁷⁾。

ゴーイング・プライベートとは「上場会社が意図的に上場を廃止しSECの登録も廃止すること」⁸⁾をいう。「わが国 (日本—引用者) では上場廃止ということは大変不名誉なこととされているが、米国ではむしろ有能な経営者が行

表1-5 LBOのタイプ別件数・支払対価総額・1件当りの支払対価

(1) LBOのタイプ別件数

	ゴーイング・プライベート		事業分割		非公開会社のLBO		合計 (件)
	(件)	(%)*	(件)	(%)*	(件)	(%)*	
1983	26	11.3	179	77.4	26	11.3	231
1984	60	23.7	156	61.7	37	14.6	253
1985	42	16.5	165	65.0	47	18.5	254
1986	42	12.7	240	72.0	51	19.0	333
1987	26	9.8	188	71.2	50	18.9	264
1988	68	21.4	174	54.7	76	23.9	318
1989	51	15.1	203	60.0	84	24.9	338

* LBO全件数に対する割合

(2) LBOのタイプ別支払対価総額

	ゴーイング・プライベート		事業分割		非公開会社のLBO		合計 (10億ドル)
	(10億ドル)	(%)*	(10億ドル)	(%)*	(10億ドル)	(%)*	
1983	1.79	39.6	2.43	53.8	0.30	6.6	4.52
1984	13.18	70.0	5.60	29.8	0.03	0.2	18.81
1985	10.25	56.9	7.09	39.3	0.69	3.8	18.03
1986	26.28	56.4	18.78	40.3	1.56	3.3	46.62
1987	22.32	62.4	11.35	31.7	2.13	5.9	35.80
1988	24.97	58.2	15.13	35.2	2.81	6.6	42.91
1989	46.33	75.2	13.47	21.9	1.78	2.9	61.58

* LBO支払対価総額に対する割合

(3) LBOのタイプ別1件当たり支払対価

	ゴーイング・プライベート (百万ドル)	事業分割 (百万ドル)	非公開会社のLBO (百万ドル)
1983	68.8	13.5	11.5
1984	219.7	35.9	0.8
1985	244.0	43.0	14.7
1986	625.7	78.3	30.6
1987	858.5	60.4	42.6
1988	367.3	86.9	37.2
1989	908.5	66.3	21.2

(出所) *Mergers & Acquisitions*, Nov./Dec. 1988, p. 50, *Almanac & Index* 1989より作成。

(注) 上記資料は発行時点における最新の資料であるため、他の資料の数値と一致しないところがある。

うきわめて挑戦的な最終経営目標⁹⁾であるとされている。一般的に、米国における企業評価または経営者評価は、短期的な企業収益の動きによって左右される株価に端的に現われるとされている。したがって、経営者が中長期の戦略または計画を持っていても、また徐々にそれを達成したとしても、株価に業績が反映されない限り、その経営者または企業の業績は評価されないことになる。非公開会社になることの利点は、公開会社のように短期的な業績にとらわれることなく、経営の効率化を図ることができるからであると考えられている¹⁰⁾。また、実務的にも公開会社に要求される様々な報告義務から免れることができることもその利点の一つである¹¹⁾。

3. 事業分割の増大

表1—6より、LBO を利用した事業分割だけでなく、事業分割そのものも80年代に入り次第に増加し、特に85年以降は全合併取引のうち3件に1件の割合で事業分割が行われている。事業分割の対象となる部門は、たとえ黒字であっても中核となる事業に適合しない場合には売却されるのであって、不採算部門というより、むしろ不要部門といった方が適切であり¹²⁾、80年代の合併活

表1—6 事業分割の件数および支払対価

年	(1)全合併 件数	事業 (2)分割の 件数	(3)増減率 (%)	(2)/(1)	(4)支払価 対総額 (百万ドル)	事業分 (5)割の支 払対価 (百万ドル)	(6)増減率 (%)	(5)/(4) (%)
1980	1,560	104	—	6.7	32,882.8	5,090.1	—	15.5
1981	2,329	476	+357.7	20.4	70,064.4	10,170.8	+99.8	14.5
1982	2,321	562	+18.1	24.2	60,099.6	8,361.6	-17.8	13.9
1983	2,339	657	+17.1	28.0	51,890.9	12,801.5	+53.1	24.7
1984	3,064	776	+18.1	25.3	125,228.8	29,966.2	+134.1	23.9
1985	3,397	1,019	+31.3	30.0	144,283.9	43,030.0	+43.6	29.8
1986	4,323	1,385	+35.9	32.2	204,438.9	71,565.8	+66.3	35.0
1987	3,920	1,192	-14.0	30.4	177,203.3	57,518.9	-19.6	32.5
1988	4,001	1,273	+6.8	31.8	236,424.3	83,182.5	+44.6	35.2
1989	3,412	1,119	-12.1	32.8	230,684.1	60,762.2	-27.0	26.3

(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index 1982~1989* の各年度より作成。

動の主要な動機である「事業再編成」の重要な側面である¹³⁾。

このように、一方で事業分割により不要部門を切り離し、他方でその売却代金を利用し中核となる事業を補強して、より高い収益力を実現するような企業に再編成していこうとすることが、80年代の企業合併の大きな特徴であるといえる。この意味で、60年代のコングロマリットの合併が徹頭徹尾マネーゲーム的性格をもっていたのに対して、80年代の合併はマネーゲーム的な現象を多く現わしつつも、他面では中核事業の補強のための不要部門の切り離し、公開会社の非公開化等による経営の効率化を志向した一面をもった合併運動であると規定できるのである。

注

- 1) 88年に取引が開始され、89年に取引が完了した RJR Nabisco 社の取引額248億ドルは、表1-1では89年に含まれているが、これを88年に含めて考えるならば、88年の取引額はより巨額のものになる。
- 2) K. M. Davidson, *Megamergers*, Ballinger, 1985.
- 3) 松井和夫「アメリカにおける LBO プームとフィナンシャル・イノベーション」『証券研究』第90巻, 1989年, 33頁(以下, 前掲論文Ⅱとする)。
- 4) LBO は、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ている。70年代までは、あまり急成長を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獲得されるような場合に、とりわけ多く用いられ、その資金も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。
- 5) 松井和夫, 前掲論文Ⅱ, 30頁。
- 6) LBO の分類については、様々な観点からの分類が考えられるが、U. S. House of Representatives, *op. cit.*, p. 6. においても、このように分類されている。
- 7) *Ibid.*, p. 15.
- 8) 石角完爾編『国際企業買収ハンドブック』東洋経済新報社, 1987年, 198頁。
- 9) 同上書, 198頁。
- 10) 小野崎恒夫『M & A 成長へのシナリオ』同友館, 1989年, 45-6 頁。
- 11) 石角完爾編, 前掲書, 199頁。
- 12) 小野崎恒夫, 前掲書, 42頁。
- 13) 80年代の企業合併・買収を表わす用語として、一般的に「M&A」という用語が使われるが、あえて「事業分割 (divestiture)」を加え「M&A&D」と定義する見解もある(松井和夫, 奥村皓一『米国の企業買収・合併—M&A&D—』東洋経済新報社, 1987年)。

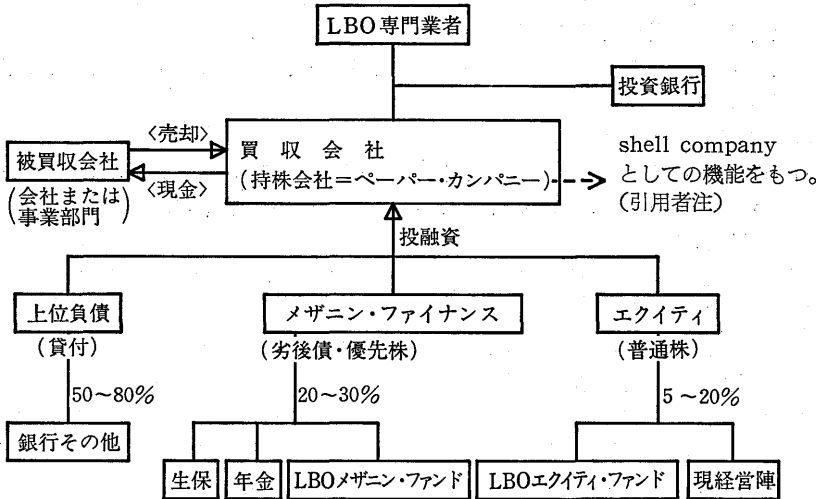
また、LBO および事業分割に関連して重要な買収形態が、「マネジメント・バイアウト (management buyout—MBO—)」である。MBO とは、LBO の対象となっている企業ないし事業部門の現経営陣が自ら行う LBO である。事業分割の対象となる事業は、買収側にメリットをもたらす経営事業でなければならない点から、その事業の現経営陣はその買収者として最も相応しいといえる。しかし、彼等は少額の自己資金しか持たない。そこで、LBO により自らの買収を可能にするわけである。

第 2 章 LBO の資金調達

1. LBO の仕組み

まず、買収のための受け皿会社となるシェル・カンパニー (shell company; “抜け殻”の会社の意)¹⁾ を設立し、ついでこのシェル・カンパニーが買収資金を調達する。そして、この買収資金によって買収対象の会社または事業部門を買収し、その後シェル・カンパニーと買収された会社または事業部門とが合併することになる²⁾。その仕組みを図示すると図 2-1 のようになる。

図 2-1 LBO の仕組み



(出所) 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』第90巻, 1989年, 37頁。

2. LBO の資金調達の概要

前章で述べたように、LBO は80年代の合併運動において新しく出現したものではなく、今世紀初頭から利用されていた方式である。しかしながら、70年代までは、比較的中小規模の買収に利用され、その資金源も限られていた。80年代の合併運動においても、依然として LBO 取引の大部分は中小規模の買収に利用されているのだが、同時に大型買収にも利用されるようになってきたことが大きな特色である。以下、「取引規模の大型化」がどのようにして可能になっていったのか、LBO の資金調達の発展過程の概要を検討していく。

初期の LBO では、ほとんどが「資産担保貸付け (asset-based loan)」³⁾、すなわち買収対象企業の資産の全部または一部を担保として上位弁済債権者が融資する方式であった⁴⁾。資産のタイプに応じた比率（「貸付金比率 (advance rate)」）で貸付金額が決定され、この比率は、例えば受取勘定の帳簿価額に対して80%、棚卸資産の帳簿価額に対して30%、固定資産の公正市場価格に対して50~75%というように設定されていた⁴⁾。この段階では、買収資金の調達構造は上位弁済債務とエクイティからなる二層構造であり、上位弁済債務は買収対象会社の資産を担保としていることから借入額は資産の担保価値に制限され、結果として買収資金調達可能額には一定の限度が設定されていた⁵⁾。

その後不動産金融の方式が借用されて、買収対象の会社または事業部門の資産よりむしろ将来のキャッシュ・フローを担保とする「キャッシュ・フロー貸付け (cash-flow loan)」が行われるようになり、買収資金調達可能額が一挙に拡大することとなった⁶⁾。「キャッシュ・フロー貸付け」方式の普及とともに、買収資金の調達構造が上位弁済債務とエクイティの間に劣位弁済債務（メザニン債務）がはいるといふ三層構造になり、それに加え、ジャンク・ボンド市場の発展 およびその他の派生的な一連の資金調達方法の発展により⁷⁾、この劣位弁済債務部分の調達が容易となり、買収資金調達可能額が拡大していったのである。

注

- 1) 一般的に利用されるペーパー・カンパニーとは異なる機能をもつ。買収資金を調達

し、買収対象となる会社または事業部門を買収するという実際の経営活動を行うという意味で、シェル・カンパニーという表現が適切であり、米国議会資料においても一般的に利用されている。

- 2) 通常、シェル・カンパニーが被買収会社に合併される。このような合併形態は、「さかさ合併 (reverse merger)」と呼ばれる。
- 3) 松井和夫，前掲論文Ⅱ，155頁。
- 4) Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *The Art of M&A*, Dow Jones-Irwin, 1989, p. 87.
- 5) 松井和夫，前掲論文Ⅱ，156頁。
- 6) 同上論文，156頁。
- 7) 近年，その利用が増加しているのが，ゼロ・クーポン債および PIK である。(表 2-1 参照)

ゼロ・クーポン債は，通常額面価額からかなり割り引いて発行され，この割引額が利息に相当し，買収後の数年間，金利負担を軽減するものである。

PIK は，pay-in-kind の略称であり，同一種類もので支払うことを意味する。すなわち，PIK 無担保債とは，金利を現金の代わりに，新しい同条件の劣後債で支払うことのできるオプションがついたものであり，PIK 優先株とは，優先株の配当を相当額の優先株で支払うというものである。いずれの場合にも，買収後の数年間，現金の流出をなるべく少なくする効果がある。

表 2-1 高利回り債のタイプ別発行額 (単位：百万ドル)

	1981	1983	1984	1985	1986	1987
ゼロクーポン債			228.0	1,040.0	5,517.0	5,867.0
PIK 無担保債					2,257.0	1,738.0
PIK 優先株					1,521.0	1,913.0
変動利付債	85.0		942.5	2,264.8		
短期固定利付債					1,173.0	115.6
高利回り利用債権		1,821.4	649.5	561.8	225.0	15.0
合計	85.0	1,821.4	1,820.0	3,866.6	10,693.0	9,648.6

(出所) U. S. House of Representatives, *Leveraged Buyouts and The Pot of Gold: 1989 Update*, July 1989, p. 34.

第 3 章 1980年代の LBO における合併財務政策

第 3 次企業合同運動においては，その合併の動機は当時の企業評価基準であ

った「1株当たり利益成長」を実現することであり、そのために (1) 合併処理会計の選択的利用 (2) 財務レバレッジの利用 (3) リベラルな (報告利益を増大させる) 会計実務の採用という方法がとられた¹⁾。このように、「コングロマリットの1株当たり利益成長は、被合併会社の効率化や複合企業の持つ協同作用 (synergism) から生じたものではなく、専ら、巧妙な財務・会計政策による被合併会社の公示・秘密株主持分の利用に基づくもの²⁾」であった。それ故、「コングロマリットが巨大化していくにつれて、その財務内容と子会社業績の悪化が顕在化しだしたのである³⁾」。また、「米国における合併活動は株式市況と密接に関連しており、歴史的には株式市場の活況期に活発化し、その低迷期には沈静化している⁴⁾」と認識されていた。しかし、「現在の合併活動は、経済・株式市場が停滞している70年代後半に生じたものである⁵⁾」。このように、事実としては LBO という合併後負債比率が急激に増大し、財務体質を脆弱化させるような方式によって合併が増加する状況が存在していたのである。では、なぜ80年代において LBO が次第に増加し、それが大型合併の主流となっていくのであろうか。本章では、こうした現象について、どのような合併財務政策が、LBO の利用によって行われたのか試論的に見てみよう。

1. キャッシュ・フローの重視

第3次企業合同運動における合併は、先に言及したごとくコングロマリット型であり、そこでは経営効率の問題ははずされ、専らマネー・ゲーム的な様相の濃いものであった。それに比し、70年代からの合併は、不要部門の事業分割、ゴーイング・プライベート等によって経営の効率化を図り、「事業の再編成」を行うことがその主たる目的となってきた。コングロマリットの合併においては、それによってどの程度インスタント・プロフィット (instant profit) が増えるかが重要な問題であったが、「LBO 方式を使って買収するものにとっての最大の関心事は収益よりむしろキャッシュ・フローを大きくすることである⁶⁾」とされている。

買収対象会社を探索する場合だけでなく、買収価格を決定する際の企業評価においても、収益、1株当たり収益 (earnings per share, 以下 EPS と略す)、

株価収益率 (price earnings ratio, 以下 PER と略す) 等の従来の財務諸表上の公表会計利益数値に基づいた評価方法ではなく、割引キャッシュ・フロー法 (discounted cash flow method, 以下 DCF 法と略す) が一般的に利用されるようになってきている⁷⁾。また、前章で述べたように、「LBO のための融資の貸手の方も、融資に当たって、ターゲットの会社の資産よりむしろ、負債の返済をし資本支出と運転資本必要額を賄うために十分なだけのキャッシュ・フローが確実に将来得られるかどうか、ということの方に重点をおいて担保力を考えるようになってきている⁸⁾。このように、買収の過程においてキャッシュ・フローが重要視されてきたのである。

2. キャッシュ・フロー重視の背景

キャッシュ・フロー重視の傾向は、特に財務情報利用者に有用な情報を提供することに重点を置こうとする会計領域において顕著となってきている。

George R. Catlett の「投資家の態度の変化の影響 (Effect of Changes in Investor Attitude)」という論文の中で、第2次大戦以降、会計職に影響を及ぼした最も重要な変化は投資家に新しい投資態度がでてきたこと、すなわち「機関投資家あるいは、そのファンド・マネージャーの影響力が増大したこと、および、機関投資家を含む投資家一般の態度が短期化したこと」であると述べている。このような投資家の態度の変化と市場の成熟を背景として、利用者指向アプローチとして知られる考え方が台頭してきた。会計情報の利用者として投資家が含まれることは、1940年の『序説』、47年のバッターの資金理論等で認識されていたものであるが、利用者指向会計への流れを決定的にしたのは、1966年に AAA (アメリカ会計学会) が公表した ASOBAT (『基礎的会計理論の表明』) であり、それは将来予測を会計の役割として重視することを主張したものである。以後さらに AAA の1969年の外部報告委員会報告書および1973年の AICPA (アメリカ公認会計士協会) のトゥルーブラッド委員会報告書等においても、キャッシュ・フロー重視の傾向が明らかとなってきた⁹⁾。

そして、FASB (財務会計基準審議会) によって公表された『財務会計概念書第1号、営利企業の財務報告の基本目的』(FASB, *Statement of Financial*

Accounting Concepts No. 1, Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, Nov. 1978) において、「財務報告は、投資者、債権者その他の情報利用者が、当該企業への正味キャッシュ・インフローの見込額、その時期およびその不確実性をあらかじめ評価するのに役立つ情報を提供しなければならない」¹⁰⁾ とされ、良好なキャッシュ・フローを生み出す企業の能力に関心をもつ投資家や債権者に向けて、財務報告の基本目的が設定されている。そして、87年に『財務会計基準書第95号「キャッシュ・フロー計算書」』(FASB, *Statement of Financial Accounting Standards, No. 95, Statement of Cash Flows*, Nov. 1987) が公表され、1971年以降財務諸表のひとつとして作成が義務づけられていた財政状態変動表 (statement of changes in financial position) に代えて、キャッシュ・フロー計算書が財務報告に導入された。「キャッシュ・フロー計算書」の目的は、「ある期の企業の現金授与について適切な情報を提供すること」¹¹⁾ であり、その資金概念は現金に限定されている。しかしながら、「稼得利益および包括的利益結合損益計算書は、貸借対照表との関連で用いられるならば、企業の将来のキャッシュ・フロー見込額をあらかじめ評価するためのすぐれた基礎となる」¹²⁾ として、将来キャッシュ・フローの問題を念頭におき、将来キャッシュ・フロー情報を直接扱うのではなく、将来キャッシュ・フローの評価に役立つ情報の提供に主眼をおき、評価そのものは情報利用者に委ねるという方式がとられている¹³⁾。このように、将来的な観点を会計の理論的枠組みに整合させる過程において、キャッシュ・フローが会計領域において重要な位置付けを与えられてきている¹⁴⁾。

また、企業評価方法についてもキャッシュ・フロー重視の傾向が見られる。伝統的には会計測定値が利用されていたのに対して、ここ20年近くは割引キャッシュ・フロー法、正確には割引フリー・キャッシュ・フロー法と呼ばれる企業評価法が利用されている¹⁵⁾。フリー・キャッシュ・フローとは、通常利用されているキャッシュ・フローとは若干異なる。キャッシュ・フローの定義は、税引後利益プラス減価償却費等の非現金支出とされるが、フリー・キャッシュ・フローといった場合、キャッシュ・フローに金融費用などを加減したものとして計算される。すなわち、企業の営業活動から生み出されるキャッシュ・フ

ローに限定して計算するものであり、企業の価値を将来のキャッシュ・フローを生み出す能力と見て評価する方法である¹⁶⁾。

DCF 法が多く利用されるようになったのは、伝統的な会計測定値から求められる財務比率、例えば EPS の改善が、株価の上昇、したがって株主の富の増大に必ずしもリンクしていないという欠点から生じたものでもある¹⁷⁾。すなわち、EPS 等の財務比率は、株主の富増大につながる経営戦略や経営管理が行われているかを測定する指標として、以下のような欠陥を有すると指摘される¹⁸⁾。

① 代替的会計方法の選択——例えば棚卸資産の評価方法として先入先出法または後入先出法のいずれを選択するか——によって、EPS は異なる。

② EPS は、投資対象となるプロジェクトが本源的にもっている事業リスクを反映していない。また、資本構成によって規定される財務リスクをも反映していない。

③ 利益概念には、将来の売上高を伸ばすために必要な固定資産や研究開発への投資、運転資産への投資が全く考慮されていない。

④ 時間選好の考え方がはいていない。

このように、会計利益に基づいた財務指標の限界が指摘されるようになり、さらに第3次企業合同運動において、合併の会計方法が合併形態によって選択されるのではなく、合併後の財務的効果によって選択されるという財務効果重視策が広範化していたのである。¹⁹⁾ その限りでの会計的利用ということが、結果として会計利益に対する信頼性を喪失せしめるという状況を招いたことも、キャッシュ・フロー分析に、企業評価としてより重きを置くようになってきたとも言える。

3. 企業評価

前節まで述べてきたように、米国においては、財務および会計において近年キャッシュ・フローが重視されてきており、80年代の合併運動の主要な動機も「キャッシュ・フローの増大」であったのだが、それはどのような財務政策によって実現されたのであろうか。本節では、DCF 法による企業評価によって、

どのように「キャッシュ・フロー増大」の目的が達成されるかを検討する。

DCF 法とは、企業価値を将来の一定期間にわたって企業活動から生み出される一連のフリー・キャッシュ・フローの価値と見て、ある割引率で割り引いた現在価値で表わそうというものである²⁰⁾。DCF 法については、Alfred Rapaport による具体的な算定方法が一般に利用されているが²¹⁾、ここでは LBO の利用による DCF 法に対する影響を検討することを目的としているため、フリー・キャッシュ・フロー、現在価値および資本コストの概念にその分析の対象を止める。

フリー・キャッシュ・フローの計算式は、表 3-1 に示すとおりである。LBO においては、買収資金の大部分が負債によって調達されるため、結果としてその負債に対する支払利息 (c) が大幅に増大することになる。また、近年 LBO の資金調達方法として発行が増加しているゼロ・クーポン債は、額面価額を割り引いて発行され、この額面価額と発行価格の差額が利息に相当し、償還期限まで現金利息を支払う必要がない。すなわち、(b) に相当する。このように DCF 法による企業評価においては、LBO の買収資金の大部分を負債によって調達するという最大の特徴によって、フリー・キャッシュ・フローをより増大させることができるのである。さらに、法人の取得形態の選択によって、被買収会社の資産の買収後の価額を被買収会社の修正価額から公正市場価格に引き上げ (step-up)、結果として減価償却費を増大させることもできる。

また、現在価値に割り引く際に用いられる割引率として、ターゲット企業の資本コストを用いるが、それは次式によって求められる²²⁾。

表 3-1 フリー・キャッシュ・フローの計算式

(a)	税引後純利益
(b) +	非現金費用 (減価償却費や繰延課税支払分など)
(c) +	税引後金利負担額 [金利 × (1 - 税率)]
(d) -	資本的支出
(e) -	運転資産への純投資
<hr/>	
(f)	フリー・キャッシュ・フロー

(出所) 村松司叙『企業合併・買収』東洋経済新報社、1989年、82頁。

$$k = k_e \times p_e + k_a(1-t) \times b_a$$

k_e …自己資本のコスト

p_e …自己資本の比重

k_a …税金を考慮する前の負債のコスト

p_a …負債の比重

t …限界税率

LBO では、買収資金の大部分が負債によって調達されることから、当然、負債の比重が自己資本の比重より大きくなる。そして、一般的に $k_e > k_a(1-t)$ であるため、LBO の資金調達方法により割引率 (k) はより小さくなり、結果としてフリー・キャッシュ・フローの現在価値はより大きくなる。

このように DCF 法による企業評価においては、LBO による資金調達構造を利用することにより、「キャッシュ・フロー増大」の目的は遂行されるのである。LBO の際の企業評価、担保価値の増大をキャッシュ・フローの大きさに依拠することから、結果としては、LBO による買収の規模が次第に大型化する根拠にもなるのである。

注

- 1) 佐々木利充, 前掲書, 34頁。
- 2) 同上書, 40頁。
- 3) 同上書, 51—2 頁。
- 4) 同上書, 134頁。
- 5) 同上書, 134頁。
- 6) 松井和夫, 前掲論文Ⅱ, 33頁。
- 7) Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *op. cit.*, p. 65.
- 8) 松井和夫, 前掲論文Ⅱ, 33, 35頁。
- 9) 佐藤倫正「資金収支表の現代的意義」『会計』第137巻第1号, 1990年, 56—59頁。
- 10) 平松一夫・広瀬義州訳『FASB 財務会計の諸概念』中央経済社, 1988年, 28頁。
- 11) FASB, *Statement of Financial Accounting Standards, No. 95, Statement of Cash Flows*, par. 4, 1987.
- 12) 平松一夫・広瀬義州, 前掲訳書, 222頁。
- 13) 鈴木 博「キャッシュ・フロー中心の財務報告制度の意味するところ——近年のアメリカの事情を手がかりに——」『オホーツク産業経営論集』第1巻第1号, 1990年, 103頁。

- 14) 同上論文, 103頁。
- 15) Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *op. cit.*, p. 65.
- 16) 村松司叙「M&Aにおける企業評価の理論的アプローチ——DCF法を中心に——」『企業会計』第39巻第12号, 1987年, 68頁。
- 17) Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *op. cit.*, p. 66.
- 18) 村松司叙『企業合併・買収』東洋経済新報社, 1989年, 82—3頁(以下, 前掲書Ⅱとする)。

DCF法の先駆者である Alfred Rappaport は, Standard & Poor 500社の1973年から1985年までのEPSの伸びと株主報酬を調査し, ほとんどの年でこれらが一致していないという結論を得ている。また, 村松司叙, 同上書, 82頁においても同じような調査および結果が示されている。

- 19) 佐々木利充, 前掲書, 94頁。
- 20) 村松司叙, 前掲書Ⅱ, 54頁。
- 21) A. Rappaport の公式は以下に示すとおりである。

$$FCF_t = S_{t-1}(1+g_t) \cdot (p_t)(1-T_t) - (S_t - S_{t-1})(f_t + w_t)$$

FCF_t… t期におけるフリー・キャッシュ・フロー

S …売上高

g …年間売上高成長率

p …金利・税引前利益/売上高

T …法人税率

f …純固定投資額/増分売上高

w …純運転資本額/増分売上高

- 22) 村松司叙, 前掲書Ⅱ, 83—4頁。

第4章 支払利息および純事業損失に関する税務上の取扱い

前章で検討したように, 80年代の合併運動の主要な動機は, 「キャッシュ・フローの増大」であり, それはDCF法による企業評価において, LBOの利用により達成された。LBOの最大の特徴は, 買収資金の大部分が負債によって調達されることであり, その負債にかかる支払利息の税務上の取扱いは, フリー・キャッシュ・フローの算定に最も大きな影響を及ぼす(表3-1参照)。

表4-1は, LBOに対する肯定論および否定論をまとめたものであるが, RJR Nabisco社の買収以降, さらにLBOの是非に関する議論が活発に交わ

されるようになってきた。否定論としては、買収資金の大部分が負債によって

表 4-1 LBOに対する肯定論および否定論

問題点		肯定派	否定派
借金依存度の高まり	企業	LBOは借金をうまく利用する日本に似た経営で会社を活性化する方法である。 —クレイトン・デュビリエ社 ピーター・グッドソン氏 企業買収は高水準であるにもかかわらず失業率は史上最低水準にある。 —SEC ルーダー委員長 KKRコントロール下の17企業の調査 設備投資はLOB時の10.5億ドルから3年後12.6億ドルに増加。 研究開発投資はLBO後に平均19%増加。	企業が借金を膨らませる結果、競争力を失い、不況への抵抗力も弱まる。 LBOによる事業再編成で従業員の解雇がふえている。 借金依存度が高まる結果、企業は設備投資や研究開発投資に慎重にならざるを得ない。
	金融機関	リスクは途上国融資のような資金繰り融資と異なる。全体として極めて精密な収益計画に基づいており、返済を保証する資産的な裏づけがある。 —クレイトン・デュビリエ社 マーチン・デュビリエ氏 銀行が十分審査したうえで融資するぶんには問題はない。 —全銀協連会長 伊夫伎一雄氏	LBO融資は金融機関の健全性をそこねる。 社債発行時にLBO計画を公開しなかったため、社債価格が下落損害を受けたと訴訟を起こしたケースも (RJR ナビスコの社債を保存していた ITT, メトロポリタン保険) ある。
	政府	利息を受けとる銀行や買収からむ株式売買益には課税されるから決して税収減にはならない。	借入金利息の所得控除により政府の税収が減少する。 借金依存度が高まると高金利時に大量倒産を招きかねず、FRBの金融政策の自由度が狭まる。
被買収企業の非上場化	企業	経営と所有の一致により、経営陣から従業員まで経営の効率化を考えている日本企業と極めて似た手法である。 —ファースト・キャピタル社 アングロ氏 経営の効率化・合理化、株主に売却益を手にする機会を提供するなど利点も大きい。	LBOは(それまでの経営が効率的であったかどうかを問わず)現経営陣を存続させる方向に動いている。あるいは、会社の所有を一般の株主から一部の資本努力にゆだねる形となる。これでは米産業・経済のためには言いきれない。 —クライスラー社 サッカーマン氏
	金融機関		非上場化によって株主はLBOの出資者たる金融機関に代わる。インサイダー取引や金融機関の利害相反の懸念。
	政府		LBOに伴う非上場化は投資大衆からの資金調達という社会制度全体を悪用するものである。必然的にもたらされる結果は、個人株式をしてこれまで以上に、アメリカ企業の道徳的姿勢および証券市場に対して敵意を抱かしめることになる。 —SEC A. ソンマー氏

(出所) 山一経済研究所・内部資料

調達されることから、競争力が低下し不況に対する抵抗力が弱まること、また設備投資および研究開発投資に慎重にならざるをえず、結果として長期的な成長を阻むこと、さらにこのような現象は、個々の企業レベルだけではなく、米国内産業界の国際競争力の低下にまで発展するという点に集中している¹⁾。議会でもこのような議論が交わされるとともに、財政赤字解消のための歳入増の政策と相俟って、LBOの資金調達における負債にかかる支払利息の損金控除を制限しようとする動きがでてきた。したがって、本章では、支払利息について、その税法上の原則的な取扱い、「90年度財政調整法 (Budget Reconciliation Act of 1989)」制定以前の損金控除に関する制限規定および「90年度財政調整法」による改正点について概括的に検討を行う。さらに、純事業損失の繰越しおよび繰戻しの規定が、合併・買収を活発化させる一要因となっていると考えられ、「90年度財政調整法」によって改正が加えられたことから、この規定についても検討していく。

1. 支払利息に関する税務上の取扱い

(1) 支払利息の税務上の取扱いに関する原則

「一般に、負債につき課税年度において支払われたまたは発生したすべての利息は、損金として控除できる²⁾。すなわち、LBOの資金調達の三層構造のうち、エクイティ部分を除く、上位弁済債務および劣位弁済債務にかかる支払利息は損金として控除される。

また、LBO成立後巨額の負債を返済するために、取引後数年はできるだけ多くのキャッシュ・フローを創出できる資金調達方法として、ゼロ・クーポン債が多く利用されている³⁾。ゼロ・クーポン債とは、償還期限まで利息を支払わず、その代わり額面価額を割り引いて発行される債券であり、償還価格と発行価格の差額が利息に相当する⁴⁾。この利息に相当する割引額の課税上の取扱いは、利息の支払いに関係なく、期間の経過に応じて利息が発生するものとして、損金として控除できる⁵⁾。すなわち、ゼロ・クーポン債によって資金調達を行うならば、償還期限まで利息を支払うことなく、さらにその利息を損金として控除できるため、より多額のキャッシュ・フローを創出することができる

のである(表3-1(b)に相当する)。

(2)「90年度財政調整法」以前の支払利息の損金控除に関する制限規定

「90年度財政調整法」が制定される以前、内国歳入法において、支払利息の損金控除を制限する目的で二つの規定が制定されていた。これらの規定は、69年に合併活動の増加および買収のための負債利用の増加に応じて制定されたものであり⁶⁾、税務上負債を実質的な資本として取り扱うことを規定した385条と買収によって生じた負債にかかる利息の損金控除を制限する279条である。

(A) 385条

負債を実質的な資本または負債のいずれとして取り扱うかという問題は、課税結果に重要な影響を及ぼす。例えば、負債として取り扱われるならば、支払った利息は支払利息として損金控除できるが、資本として取り扱われるならば、支払った利息は配当として取り扱われ課税される。また元本が返済された場合、債権者にとっては非課税であるのに対して、資本として取り扱われた場合には株式の償還として取り扱われ、配当として課税される⁷⁾。その他資本構成の変化によって、S法人の選択適用要件⁸⁾や株式による買収を資産買収として取り扱う選択ができることを規定した338条の選択適用要件⁹⁾を満たすことができなくなる可能性が生じるなど、その影響は広範囲にわたる¹⁰⁾。また、LBOでは日本の銀行など海外の投資家からも資金を調達することが多いが¹¹⁾、外国法人が受領する受取利息は非課税であるのに対して、配当については30%の源泉税が課税されるため、資金調達にも悪影響を及ぼす¹²⁾。このように、負債または資本のいずれとして取り扱われるかは重要な問題である。

議会は、69年に385条を制定することによって、法人における持分が債務者対債権者の関係または会社対株主の関係のいずれを生み出すのかを決定するために利用される基準を規定しようとした。385条は、そのために必要なまたは適切な規則(Regulation)を制定する権限を財務長官に付与する規定であり、その規則は、債務者対債権者または会社対株主のいずれの関係が存在するかを決定する際に考慮すべき次の5項目を明らかにすることとなっている¹³⁾。

①返済期限と利率の定めの有無 ②返済の優先性の有無 ③負債対資本比率 ④株式への転換の有無 ⑤株式所有と問題となっている持分の関係

このように、385条は負債または資本を区分する具体的な基準を規定したものではなかった。財務省は、80年代のはじめ385条規則の最終改正試案を提出したが、あまりにも複雑であり、資本形成に悪影響を及ぼすという批判が起こったため、83年に却下された。それ以来、385条規則の改正は行われておらず、納税者はなお判例にしたがっている¹⁴⁾。「最終的な385条規則は永遠に発行されないであろうから、これらの裁判によって決定された基準が将来も引き続き利用されるであろう¹⁵⁾」と考えられており、このように明確な基準をもたない規定が、支払利息の損金控除を実質的に制限することは不可能であろう。

(B) 279条

279条では、他の会社の株式または資産を買収するために生じた負債にかかる利息が、年に500万ドルを超える場合、その超える部分については損金控除が認められないと規定されている¹⁶⁾。この規定の対象となる「法人取得にかかる負債」とは、以下のそれぞれの要件を満たすものをいう¹⁷⁾。

① 他の会社の株式または資産の少なくとも3分の2を取得するための対価を提供する目的で発行された負債である。

② 発行会社の取引上の債権者の請求権より劣位にある負債、または支払の権利において発行会社の無担保債のかんりの額の支払いより劣位にある負債である。

③ 発行会社の株式に転換できる負債または発行会社の株式を取得するオプションを含むユニット投資の一部として発行される負債である。

④ 発行会社が負債を発行した課税年度の末日における負債対資本比率が2対1を超えるか、または予想収益が支払いもしくは発生した利息の3倍を超えない。

この279条の規定の影響は直接的であり、かつ非常に厳しいものであるため、買収資金として利用される負債について十分な検討を要する。しかしながら、いかなるLBOにおいても、上記の4項目のうち④の負債対資本比率の要件は回避できないとしても、他の3項目については回避できる可能性が高い。例えば、LBOにおいては、被買収会社の資産等を担保に被買収会社自身が借入れを行い、その資金によって被買収会社自身を買収したように取り扱わ

れるため、①の「他の会社の株式または資産の取得」という要件には該当しないことになる¹⁸⁾。したがって、この279条の規定についても、実質的に支払利息の損金控除を制限する効果は期待できない。

(3) 「90年度財政調整法」による改正¹⁹⁾

～一定の高利回りの割引債にかかる支払利息の損金控除を制限する規定

本節の冒頭部分でも触れたように、LBO の資金調達による負債比率の増大に起因する企業の財務体質の脆弱化が、議会でも問題となった。そこで、支払利息の損金控除を制限することによって、LBO を制限しようとする動きがでてきた。しかしながら、LBO も自由な経済活動の一種であり、それにより経済は活性化され、効率は高まる。したがって、LBO は全面的に規制されるべきではないという観点から、一定の高利回り割引債にかかる支払利息の損金控除を制限するという方法で LBO の規制が行われた²⁰⁾。このように税制面からの規制により資金調達コストを変化させ、LBO を全面的に規制するのではなく、弾力的にかつ柔軟に規制することが可能になったのである。

割引債は、支払利息に相当する発行価格と償還価格の差額について、その支払に関係なく、期間の経過に応じて損金控除することが認められている。今回の改正では、①償還期間が発行日から数えて5年を超え、②最終利回りが、債券が発行された月の「対応する連邦中長期平均利回り (applicable federal rate)」を5%以上上回り、かつ③大幅な割引部分を有する割引債 (「適用対象となる高利回り割引債 (applicable high yield discount obligations)」) を発行した場合、当該債券にかかる割引部分のうち、連邦中長期平均利回りを6%以上上回る部分については損金算入が認められず、さらに割引部分のその他の部分についても実際に支払われるまで損金算入が認められないと規定された。

この改正の実際の影響・効果については、施行から間もないため、まだ十分な分析を行うことはできない。しかしながら、財政面での歳入増を目的として審議されてきたことから、LBO 規制の効果・影響について十分に審議されてきたとは言い難く、社債の発行・流通市場におけるプライシングに悪影響を及ぼす可能性があること、またジャンク・ボンド市場の縮小を通じ、LBO のみならず知名度の低い企業の一般的な資金調達手段をも制約してしまうなどの

問題点が指摘されている²¹⁾。

2. 純事業損失に関する税務上の取扱い

(1) 純事業損失の税務上の取扱いに関する原則

純事業損失 (net operating loss) とは、損金が総益金を超過する場合のその超過額をいう²²⁾。この純事業損失について、内国歳入法は欠損年度の前3年度に繰戻し (carryback) を認め、さらに欠損年度に続く15年度に繰越し (carryover) を認めている²³⁾。LBO においては、買収資金の大部分が負債によって調達されるため、その負債にかかる支払利息は多額にのぼる。その結果として純事業損失が生じる場合、純事業損失の繰戻しの規定により、買収前に支払った税金の還付を受けることができる²⁴⁾。買収会社はこのようにして得られる還付税額を予め算定し、これを買収資金の一部として考慮することができる。しかしながら、純事業損失の繰戻しおよび繰越しの規定制定の論拠について、下院の歳入委員会は、1954年内国歳入法の審議において、「純事業損失の繰戻し・繰越しの規定に見られる長期の損益の平均化は、所得が変動する企業と比較的安定した所得を持つ企業との間で、課税の公平を保つのに役立つ。そして、そのことは収益性が著しく変動するより危険度の高い企業を救済することになる²⁵⁾」と述べており、本来景気の波や金融情勢の悪化による課税所得の変動を緩和しようとする目的で制定されたものである。したがって、買収資金を調達するための負債にかかる支払利息が原因となって生じた純事業損失の繰戻しおよび繰越しの規定の適用は、明らかに規定制定の本来の趣旨からはずれものである。

(2) 「90年度財政調整法」による改正²⁶⁾

～会社の自己資本を減少させるような取引に関連する税還付の制限

繰返し述べてきたが、LBO の資金調達により企業の負債比率が高まり、財務体質が悪化するということが、LBO 批判の多くが集中している。この点に着目して、「90年度財政調整法」では財務体質に関して実質的に LBO と同様の効果をもたらす M & A 防衛策をも対象とした「会社の自己資本を減少させるような取引」について、純事業損失の繰戻しの制限を規定している。

①他の会社の株式の過半数（議決権ベースまたは価額ベース）を取得した場合、または②当該課税年度において行われた株式に関する分配総額が、期首における当該会社の株式の公正市場価格の10%と前3課税年度の分配額の平均の150%のいずれか多い額を超える場合を「会社の自己資本を減少させるような取引 (corporate equity reduction transaction, 以下 CERT と略す)」と呼び、CERT が行われた課税年度およびそれに続く2課税年度の各年において、CERT に関連する債務にかかる支払利息により純事業損失が生じた場合、①当該 CERT に関連する支払利息と②当該年の支払利息総額が前3課税年度の平均支払利息総額を上回る部分のうちいずれか少ない方の額については、繰戻しを認めないと規定された。

このように、LBO を規制する手段として税制改正が行われたのである。このことは、実際には、LBO の資金調達によって、タックス・ベネフィットを獲得することができていたということを示唆するものであり、LBO が次第に増加してきた一要因であるということが明らかであろう。

注

- 1) S. Rep. No. 2160, 101st Cong.
- 2) I. R. C. Sec. 163(a).
- 3) U. S. House of Representatives, *op. cit.*, pp. 30-2. 本論文, 14頁, 表 2-1 参照。
- 4) *Ibid.*, p. 30.
- 5) I. R. C. Sec. 163(e).
- 6) Peter C. Canellos, "The Over-leveraged Acquisition", *The Tax Lawyer*, Vol 39, No. 1, 1985, p. 111.
- 7) John L. Karmner & Susan L. Nordhauser, *Federal Taxation of Corporations*, 2nd ed., Prentice-Hall, 1989, pp. 80-1, Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *op. cit.*, p. 321.
- 8) S法人とは、内国歳入法のサブチャプターSに規定されている特定の小規模法人であり、パートナーシップ型の課税の選択が認められている。すなわち、法人の所得は、分配の如何にかかわらず、個人株主に対し、持分に比例して、直接に課税される。S法人の要件として、「1種類の株式しか発行してはならない」という項目があり、負債が実質的に資本として扱われるならば、それは優先株の一種として扱われ、2種類の株式を発行することになり、S法人を選択できないことになる。
- 9) 買収会社が被買収会社の株式の80%以上を一定期間に取得することが要件とされており、負債を実質的に資本として扱うことによって、この80%要件を満たすことがで

きなくなり、338条を選択できなくなる可能性が生ずる。

- 10) John L. Karmar & Susan L. Nordhauser, *op. cit.*, p. 81, Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *op. cit.*, pp. 321-2.
- 11) 例えば, RJR Nabisco 社の買収の場合, 買収総額約250億ドルのうち, 62億ドルが邦銀によって調達された。
- 12) Stanley Foster Reed & Lane and Edson, P. C., *op. cit.*, p. 322.
- 13) I. R. C. Sec. 385(b).
- 14) *O. H. Kruse Grain and Milling v. CIR.* 279 F, 2d 123, 5 AFTR 2d 1546 (9th Cir., 1960).
- 15) John L. Karmar & Susan L. Nordhauser, *op. cit.*, p. 83.
- 16) I. R. C. Sec. 279 (a).
- 17) I. R. C. Sec. 279(b).
- 18) Peter C. Canellos, *op. cit.*, p. 112.
- 19) P. L. 101-239, 101st Congress, Sec. 7202.
- 20) Testimony of Nicholas F. Brady, The Secretary of the Treasury, Tax Policy Aspects of Mergers and Acquisitions, Before the Committee on Ways and Means of the U. S. House of Representatives, January 31, 1989, pp. 7-8.
- 21) 鷗飼博史「米国における最近の LBO 規制の動き」『商事法務』1209号, 1990年, 27頁。
- 22) I. R. C. Sec. 172(c).
- 23) I. R. C. Sec. 172(b)(1).
- 24) 例えば, KKR 社は「当社が取得した17の企業は, LBO の前年に計4億3,000万ドルの税金を支払っていたが, LBO 後の1年目に1億3,000万ドルの還付を受けた」と財務委員会に報告した (U. S. House of Representatives, *op. cit.*, p. 169)。
- 25) 中田信正「米国合併税務における繰越欠損金の引継ぎ」『桃山学院 大学経済経営論集』第22巻第3号, 1981年, 170頁。
- 26) P. L. 101-239, 101st Congress, Sec. 7211.

結びにかえて

50年代中葉以降現在に至るまでの合併運動の動きには, 2つの波がある。60年代を中心とする波と, 70年代中葉以降の波である。この2つの波を歴史的にいかに関分するかということを説明することを目的として, 本稿では80年代の合併運動について分析を行った。

60年代を中心とする 合併運動は, 「即時的利益成長＝1株当たり利益成長」を

主要な動機としており、それは合併会計の選択的利用等によって実現された。1株当たり利益の増加は、「真の成長」ではなく、単なる「計算上の成長」にすぎない。これに対して、70年代中葉以降の合併運動の主要な動機は、「事業の再編成」であり、それは事業分割、ゴーイング・プライベート等によって経営の効率化を図ろうとするものであった。経営の効率性が重視されるとともに、合併を実現する際の基準として、将来のキャッシュ・フローを生み出す企業の能力を評価する「フリー・キャッシュ・フロー」が重視されるようになってきた。この「フリー・キャッシュ・フロー」の増大こそが、LBOで企業を買収しようとするものの目的であり、前章まで検討してきたように、LBOの企業評価および買収資金調達に担保能力がキャッシュ・フローに依拠する結果として、LBOの規模が次第に大型化してきたのである。このように、60年代を中心とする合併運動と70年代中葉以降の合併運動の様相はかなり異なったものとして現われてきている。このことから、本稿ではこれら二つの波が一応異なったものとして区分するのが妥当であると結論できる。

RJR Nabisco 社の買収以降、カナダの不動産会社 Campeau 社がかつて LBO で取得した Allied Stores 社および Federated Department Stores 社の倒産やジャンク・ボンド市場発展の中心となった Drexel Burnham Lambert 社の倒産など、80年代の合併ブームに陰りを見せるようないくつかの事件が起きたこと、また、92年の EC 統合を目前としてクロスボーダー合併の盛行が見られることなどから、企業合併の動向が今後どのような展開をなしていくのか、さらに分析を続ける必要がある。その際、税務的側面からの分析は、以下のことから、いまや現代のおよび制度的観点から大いに意義のあるものとなってきている。つまり、税制というものは、その時々を経済情勢および社会情勢に対する政策と深く関わっているのである。そして、その問題となっている状況を規制または助長するために、特別の課税例外措置として、非課税、所得控除、税額控除等の規定が加えられたり、改正が行われたりしてきたのである。したがって、今後も LBO に関連する税法上の規定について、どのような改正が加えられるのか、企業合併の動向とともに、分析が続けられなければならない点でもある。