

## 米国における事業分割の財務的意義

池上, 恭子

<https://doi.org/10.15017/3000022>

---

出版情報 : 経済論究. 80, pp.1-30, 1991-07-26. 九州大学大学院経済学会  
バージョン :  
権利関係 :

# 米国における事業分割の財務的意義

池 上 恭 子

## 目次

### はじめに

#### 第1章 1980年代の合併・買収活動における事業分割の意義

1. 1980年代における合併活動の趨勢
2. 事業分割の背景および意義

#### 第2章 合併・買収活動を取り巻く環境の変化

1. ジャンク・ボンド市場の低迷
2. 税制面からの規制
3. 今後の展望

#### 第3章 ジョイント・ベンチャー型 LBO

1. 典型的な構造
2. 経営上の利点
3. 会計上の問題点

### むすびにかえて

## はじめに

米国の企業合同運動の歴史は、1980年代において、それまでにない規模および資金調達の手段を含むさまざまな画期的な手法によって、ひとつの時代を築いた。80年代の合併運動を特徴づけるものとして“Megamerger”<sup>1)</sup>という言葉が用いられるように、その規模においては、買収金額が10億ドルを超える超大型買収が次々と成立した。そして、RJR Nabisco Inc. の買収によって250億ドルという米国の企業合同運動史上最高の買収金額が記録された。また、その手法においては、「買収対象の企業や事業部門の資産、あるいはそれが将来生み出すキャッシュ・フローを担保にした負債で、資金の大半をまかなう買収方法」<sup>2)</sup>である LBO (Leveraged Buyout) の利用が増加した。その LBO の

発展の要因として、ジャンク・ボンドや LBO ファンドによる資金調達の手段が重要な役割を果たしたこと<sup>8)</sup>、ゼロ・クーポン債や PIK (pay-in-kind) 債のような現金の支払いを繰り延べる手法が編み出されたこと<sup>9)</sup>、また、80年代に証券化(セキュリティゼーション)の波が押し寄せるなかで出現した証券化関連商品と LBO が「仕組み性」という点で多くの共通性をもち、さらにジャンク・ボンドの証券化や LBO ローンの証券化の動きが見られることなどから<sup>5)</sup>、80年代の合併運動については金融的な側面が過度に注目されてきた傾向がみられる。しかしながら、80年代の合併運動の経済的意義の主要なものに、60年代のコングロマリット合併に対する反省の意味を込めた「リストラクチャリング (restructuring)」がある<sup>6)</sup>。「基本に戻れ (back to basics)」を合言葉に、健全で収益力がある事業分野でも、中核となる事業分野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が買収・合併と並行して行われ、中核事業分野への整理・統合が行われたのである。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 (Merger & Acquisition) という用語が用いられるが、あえて「事業分割 (Divestiture)」を加えて M & A & D と定義する見解が見られるように<sup>7)</sup>、事業分割は80年代の合併・買収活動の重要な側面であるといえる。

本稿においては、80年代の合併・買収活動の重要な側面である事業分割に特に焦点をあて、ジャンク・ボンド市場の停滞、合併・買収活動を規制するための税法改正等のさまざまな環境の変化を背景に、新たにどのような事業分割の手法が編み出されているのかを分析し、さらに会計的側面における問題点について検討することによって、その企業財務的意義を検証しようとするものである。

本稿では、第1章において、80年代の合併運動における事業分割の位置付けを行い、第2章において、合併・買収活動を取り巻く環境の変化を概観し、第3章において、その環境の変化に伴い最近多く利用されているジョイント・ベンチャー型 LBO の構造について、特に会計的側面から分析を行う。

## 注

1) K. M. Davidson, *Megamergers. : Corporate America's Billion-Dollar*

*Takeovers*, Ballinger, 1985.

- 2) 松井和夫『M & A——二〇世紀の錬金術』講談社, 1991年, 46頁。
- 3) 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, 45-8頁, 162-8頁参照。
- 4) U. S. House of Representatives, *Leveraged Buouts and The Pot of Gold: 1989 Update*, July 1989, pp. 30-1.
- 5) 松井和夫, 前掲論文, 170-9頁参照。
- 6) 小野崎恒夫『M & A 成長へのシナリオ』同友館, 1989年, 41頁。
- 7) 松井和夫, 前掲書, 68-9頁。

## 第1章 1980年代の合併・買収活動における事業分割の意義

本章においては, 80年代の合併・買収活動における事業分割の位置付けを行う。そのために, まず, 事業分割を中心として, 80年代における合併活動の趨勢を分析し, ついで事業分割の背景および意義について考察を行う。

### 1. 1980年代における合併活動の趨勢

表1-1は, 81年以降の全合併取引の件数ならびに LBO および事業分割の件数の推移を示したものである。80年代において, 事業分割は, 87年および89年を除くすべての年において増加している。また, 全合併件数に占める割合に

表1-1 全合併件数ならびに LBO および事業分割件数の推移

年	(1)全合併 件数	(2)増減率 (%)	(3)LBO 件数	(4)増減率 (%)	(3)/(1) (%)	(5)事業分割 件数	(6)増減率 (%)	(5)/(1) (%)
1981	2,328	—	99	—	4.3	476	—	20.4
1982	2,299	- 1.3	164	+65.7	7.1	562	+18.1	24.4
1983	2,395	+ 4.2	231	+40.9	9.6	661	+17.6	27.6
1984	3,176	+32.6	254	+10.0	8.0	794	+20.1	25.0
1985	3,490	+ 9.9	255	+ 0.4	7.3	1,041	+31.1	29.8
1986	4,471	+28.1	339	+32.9	7.6	1,419	+36.3	31.7
1987	4,037	- 9.7	279	-17.7	6.9	1,224	-13.7	30.3
1988	4,049	+ 0.3	381	+36.6	9.4	1,285	+ 5.0	31.7
1989	3,766	- 7.0	371	- 2.6	9.9	1,225	- 4.7	32.5
1990	3,663	- 2.7	224	-39.6	6.1	1,218	- 0.6	33.3

(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index*, 1991.

ついて見ると、85年以降は30%前後を占めており、全合併件数のうち3件に1件の割合で事業分割が行われていることになる。80年代を通じて見るならば、米国の合併・買収の約4割が事業分割にもなって起こったものである<sup>1)</sup>。

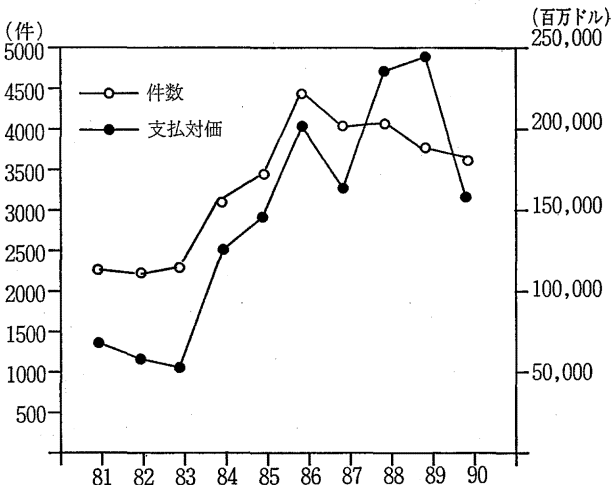
表1-2は、81年以降の全合併取引の支払対価総額ならびにLBOおよび事

表1-2 全合併取引ならびにLBOおよび事業分割の支払対価の推移

年	(1)支払対価総額 (百万ドル)	(2)増減率 (%)	(3)LBOの 支払対価 (百万ドル)	(4)増減率 (%)	(3)/(1) (%)	(5)事業分 割の対価 (百万ドル)	(6)増減率 (%)	(5)/(1) (%)
1981	69,524.4	—	3,093.1	—	4.4	10,170.8	—	14.6
1982	60,697.8	- 12.7	3,451.9	+ 11.6	5.7	8,361.6	- 17.8	13.8
1983	52,708.6	- 13.2	4,519.0	+ 30.9	8.6	12,949.3	+ 54.9	24.6
1984	126,140.0	+139.3	18,718.3	+314.2	14.8	30,571.8	+136.1	24.2
1985	146,140.1	+ 15.9	19,669.8	+ 5.1	13.5	43,533.8	+ 42.4	29.8
1986	206,149.9	+ 41.1	45,225.7	+129.9	21.9	72,427.3	+ 66.4	35.1
1987	178,250.9	- 13.5	36,227.5	- 19.9	20.3	57,840.4	- 20.1	32.4
1988	238,505.0	+ 33.8	46,997.0	+ 29.7	19.7	83,544.3	+ 44.4	35.0
1989	245,431.0	+ 2.9	65,736.9	+ 39.9	26.8	64,931.6	- 22.3	26.4
1990	160,592.4	- 34.6	14,942.3	- 77.3	9.3	54,095.9	- 16.7	33.7

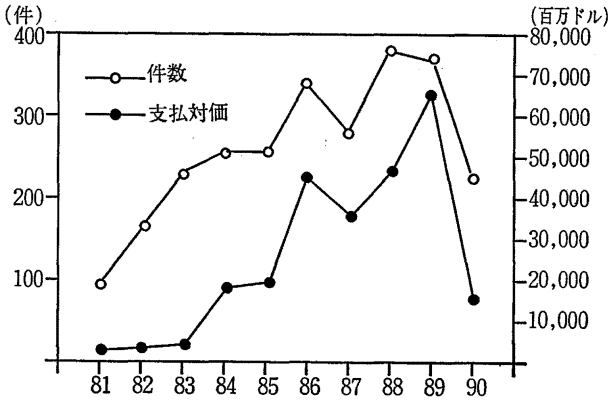
(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index, 1991*.

図1-1 全合併件数および支払対価総額の推移



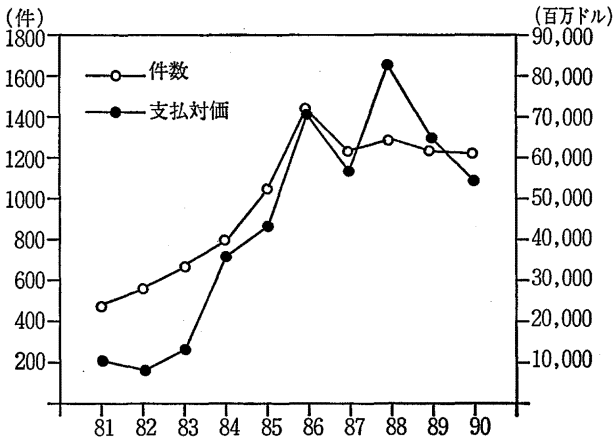
(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index, 1991*より作成。

図1-2 LBOの件数および支払対価の推移



(出所) 図1-1に同じ

図1-3 事業分割の件数および支払対価の推移



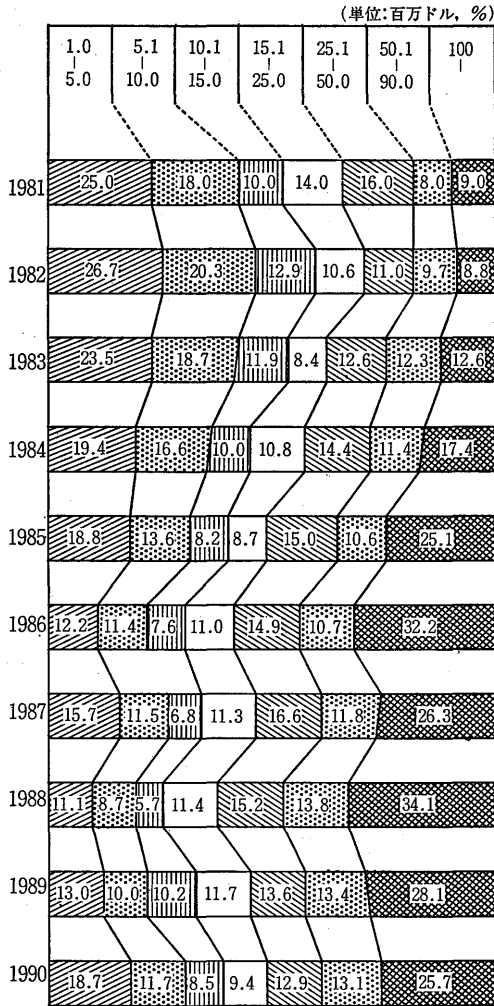
(出所) 図1-1に同じ

業分割の支払対価の推移を示したものである。事業分割の支払対価を見ると、かなり激しく変動しているが、全合併取引の支払対価総額に占める割合は、やはり85年以降30%前後を占めるようになっている（図1-1，図1-2および図1-3参照）。

図1-4は、事業分割1件当たりの支払対価階級区分を示したものである。ここで特に注目すべき点は、支払対価が1億ドル以上の大型の事業分割の増加で

ある。85年以降特にその傾向が顕著となっており、25%から35%近くを占めている。このような事業分割の規模の大型化の傾向は、事業分割が分割する企業の経営方針を根本的に修正するようなものであり、また当該企業の構造あるい

図1-4 事業分割1件当たり支払対価階級区分



(出所) *Mergers & Acquisitions, Almanac & Index, 1982-91*の各年度より作成。

は体質を大幅に変更するようなものであることを示唆するものであるといえるであろう。

表1-3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<sup>2)</sup>、その件数および支払対価の推移を表わしたものである。

ゴーイング・プライベートとは、公開会社が非公開会社になることであり、公開会社のように、株価に端的に表される短期的な業績にとらわれることな

表1-3 LBOのタイプ別件数および支払対価総額

(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
1990	20	8.9	149	66.5	55	24.6	224

\*LBO 全件数に対する割合

(2) LBO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
1990	7.35	49.2	6.49	43.4	1.10	7.4	14.94

\*LBO 支払対価総額に対する割合

(出所) *Mergers & Acquisitions*, Nov. -Dec., 1988, P.50 および *Almanac & Index*, 1989-91 各年度より作成。



く、経営の効率化を図るため、また他の企業の買収のターゲットになることを回避するために行われるものである<sup>3)</sup>。事業分割には、ある公開会社の一事業部門を現経営陣が LBO によって買収するマネジメント・バイアウト (management buyout) などのケースが含まれる<sup>4)</sup>。また、非公開会社の LBO には、非公開会社の創業者が、後継者がいないためその会社をできれば従業員に売却しようとする際、従業員が LBO を利用して買収資金を調達するケースなどがある<sup>5)</sup>。

表 1-3 より、LBO 全体の支払対価総額に対する各タイプ別の支払対価をみると、事業分割は 21.9% から 53.8% を占めており、当然のことではあるがゴーイング・プライベートに比べ、かなり少ない。しかし、LBO 全取引件数に対する各タイプ別の件数をみると、事業分割は 54.7% から 77.4% にも上っている。一般に、LBO は大型買収を可能にした手法として注目されてきたが、実際にはむしろ事業分割すなわち比較的中小規模の買収・合併に多く利用されていることが明らかである。

このように、合併・買収取引全体を見ても、また LBO 取引だけを見ても、事業分割は 80 年代の米国の合併・買収活動において最も重要な側面であるといえる。

## 2. 事業分割の背景および意義

60 年代を中心とする コングロマリット合併は、著しく「金融志向的」であり、当時の主な株式評価基準であった「即時的利益成長＝1株当りの利益成長」を達成することを主要な動機としていた<sup>6)</sup>。したがって、買収対象となる企業について見てみると、既成の事業分野との関連性は重視されず、多業種にまたがっていた。しかし、このようにして企業の収益構造に取り込まれた事業は、その企業にとって財務上の負担となり、また経営管理上も多くの問題が表面化してきた。そこで、[80年代においては、「不採算部門を処分するだけでなく、そのグランド・ストラテジー（企業戦略）の中核をなす部門（コア部分）に力を傾注するために、コア部分に適合しない事業部門や子会社（不要部門—引用者）は収益性の高いものでも売却し、その売却代金を使ってコア部分を補

強するような企業を買収する<sup>9)</sup> というリストラクチャリングを主要な動機とした買収戦略が取られるようになってきたのである。

また、事業分割を行う企業の財務構造という観点から見れば、資産の再評価が行われ、含み資産が顕現化する機会が与えられる。すなわち、貸借対照表に時価で計上されないままに放置されていた各種資産・負債が顕在化され、キャピタル化されることになる<sup>8)</sup>。かつて congromerit 合併ブームのさいには、「全体はその構成部分の総和より大きな価値をもつ」（一プラス一は三にも五にもなる）という論理が通用していたのが、今日では「部分の総和は全体より大きな価値をもつ」という論理が妥当性をもつようになってきている。すなわち、資産の価値はひとまとめにされて株価で表されるよりも、バラバラにして売られた場合のほうが大きくなるということである。このような論理の転換の背景には、70年代のインフレの影響がある。不動産のような資産は価値が上昇したが、それが生み出す収益（株価を押し上げるはずの）はペースを維持できない場合が多く、このギャップが資産売却を加速する結果となったのである<sup>9)</sup>。

リストラクチャリングは、オペレーショナル・リストラクチャリング（事業再構築）とフィナンシャル・リストラクチャリング（財務再構築）に大別される。オペレーショナル・リストラクチャリングは、前述のような過程を通して達成され、他方フィナンシャル・リストラクチャリングは、一般的に自社株の買戻し、債券の返還、債券と株式の交換、金融資産の売却等を通じて、財務構成や収益率の改善を図ろうとするものである<sup>10)</sup>。事業分割の場合においては、オペレーショナル・リストラクチャリングとともに、財務的には資産再評価の機会を得て、結果として財務構成が改善され、フィナンシャル・リストラクチャリングも同時に達成することができるという点についても留意すべきである。

このように、事業分割は、企業の経営上および財務上のリストラクチャリングに欠くことのできない一側面であり、合併・買収活動と切り離して考えることはできない。これが、あえて M & A に D すなわち事業分割を加える所以である。

#### 注

1) 松井和夫，前掲書，70頁。

2) この分類は、LBO を買収対象の種類別に分類したものである。その他にもさまざまな分類方法が考えられる。例えば、歴史的に分類するならば、次の4つの分類が考えられる（松井和夫、前掲書、46—9頁参照）。

- ① マネジメント・バイアウトの形をとる「歴史的・伝統的な LBO」
  - ② 84年以降出現した取引金額が10億ドルを超える「初期のメガ LBO」
  - ③ 現金の社外流出をできるだけあとに繰り延べる効果をもつ PIK 証券等を利用した「メガ・ネガティブ・キャッシュフロー・ディール」
  - ④ 「ESOP (Employee Stock Ownership Plan ; 従業員持株プラン) を使った LBO」
- 3) 小野崎恒夫、前掲書、45—6頁。
  - 4),5) 松井和夫、前掲書、47頁。
  - 6) 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、34頁。
  - 7) 松井和夫、前掲書、69頁。
  - 8) 原田行男「M&Aと会計構造」『企業会計』第42巻第5号、1990年、114頁。
  - 9) 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、74、76—77頁。
  - 10) 松井和夫、前掲書、69頁。

## 第 2 章 合併・買収活動を取り巻く環境の変化

本章においては、金融市場の変化、特にジャンク・ボンド市場の低迷および LBO を規制することを目的とした税法改正を中心に、合併・買収活動を取り巻く環境がどのように変化してきているのかを見ていく。そして、それらの環境の変化が、合併・買収活動にどのような影響を及ぼしているのかを考察する。

### 1. ジャンク・ボンド市場の低迷

RJR Nabisco Inc. の買収後90年代の到来とともに、M & A ブームの終息を告知するような衝撃的な事件が生じた。90年1月に、カナダの不動産会社 Campeau Corp. が、かつて LBO を利用して買収した Allied Stores Corp. および Federated Department Stores Inc. の2社が倒産した。これは、米

国の小売業界において史上最大規模の倒産であった。そして、90年2月には、LBOの重要な買収資金源となったジャンク・ボンド市場において、主導的地位を占めてきた Drexel Burnham Lambert Group Inc. が倒産したのである。

Drexel 社の倒産と前後して、LBOによって非公開会社になった企業を含むジャンク・ボンドに大きく依存していた企業のなかから、財政危機に陥るものが次第に増加してくるようになってきた。そのため、ジャンク・ボンド市場は低迷を始め、ジャンク・ボンドの発行を計画しながら、それを取り止めたり、延期したりする企業が続出してきた<sup>3)</sup>。このようなジャンク・ボンド市場の低迷を背景に、買収資金の調達に変化の兆しが見え始めたのである。過去数年間においては、合併・買収活動の主役が、ジャンク・ボンド市場を利用して多額の借入れを行うものであったが、余資を多くもった企業にそれらの活動の主役が代わられる傾向がある<sup>2)</sup>。また、ジャンク・ボンド新規発行額のうち、LBOに利用されたジャンク・ボンドの割合を見ると、82年には3%にすぎなかったのが、84年には20%に、85年には50%に、そして86年は53%にまで達したが、87年には41%、88年には43%と減少してきた<sup>3)</sup>。そして、89年には、合併・買収に関連するジャンク・ボンドの発行額はまだ150億ドル以上にもものぼり、買収資金の少なくとも一部が高利回り債によって調達された取引の総額は、587億ドルにも達していた（ただし、RJR Nabisco Inc. の買収額247億ドルを含む）。しかし、90年においては、買収資金として高利回り債を利用した取引は、General Instrument Corp. によるLBOを利用したForstmann Little & Co. の買収、ただ1件のみとなったのである<sup>4)</sup>。

また、FRB (Federal Reserve Board ; 連邦準備制度理事会) や OCC (Office of the Comptroller of the Currency ; 通貨監督官局) が、商業銀行のLBO関連債権の保有高が急増している状況を踏まえ、88年末から89年初めにかけて、銀行検査(考査)の際に、LBOに対する投融資状況およびリスク管理状況に関するチェックを通常の融資以上に厳しく行う方向を打ち出すとともに、新検査基準を発出した。さらに、89年10月には、FRB、OCCおよびFDIC (Federal Deposit Insurance Corporation ; 連邦預金保険公社) は、それま

表 2-1 FRB, OCC の LBO 融資に関する考査ガイドライン

	F R B (89年2月16日発出)	O C C (88年12月15日発出)
対 象 融 資	HLT (Highly Leveraged Transaction) 投資 — HLTとは、企業買収または合併等の企業リストラクチャリングに関連した取引であって、次の3つの基準のいずれか1つを満たすもの。 1. 買収ないし合併後の対象企業の負債残高が、少なくとも以前の2倍以上になるとともに、負債対資産比率が50%を超える場合。 2. 買収ないし合併後の対象企業の負債対資産比率が75%を超える場合。 3. その他シンジケート団幹事行によりHLTと認定された取引。 — 投資総額20百万ドル以下、あるいは87年1月1日以前の取引は対象外。	
市中銀行に求められる基本方針	市中銀行はHLT投資への取組みには細心の注意を払う、特に厳しい投資基準を設けること。	市中銀行はHLT投資を行うに当たり、慎重な銀行経営方針・諸手続や内部管理体制の整備を行うほか高度な金融危機・分析技術を養うことが必要。
具体的考査ポイント	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 将来の景気・金利情勢を適切に考慮したうえで融資先のキャッシュ・フローや担保に関する評価が十分であるか否か。</li> <li>2. 個別融資先・特定産業・全体でのHLT与信残高について持株会社傘下連結ベースで合理的な内部的限度枠を設定しているか。</li> <li>3. HLT投資にかかるとかかる審査・承認・管理、HLT与信残高にかかるとかかるモニタリング・管理の諸体制が適切に設定されているか。</li> <li>4. 金利・手数料についてリスクとリターン間のトレード・オフを健全な形で反映した値決めがなされているか。</li> <li>5. HLT投資を通じて銀行の健全経営を損うような妥協がなされていないか。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 銀行の役員会がHLT投資に対する全般的な方針、目標を明示しているか。</li> <li>2. HLT投資は他の投資と切り離れたプロセスにより検討されているか。また、HLTポートフォリオの総額、産業別および個人の取引に関する限度額が適切に設定されているか。</li> <li>3. HLTにかかるとかかる個別与信およびポートフォリオ全体の状況を調査・モニターするための経営情報システムが確立されているか。</li> <li>4. HLT投資の売却、パート・アウト、その他ディストリビューションのための方針や手続が制限されているか。</li> <li>5. HLTにかかるとかかる劣後投資および株式投資取組みのための方針や手続は適切か。</li> <li>6. 貸倒引当金が十分に積み立てられているか。</li> <li>7. 利益相反を含む潜在的な法律上の問題を分析しているか。</li> </ol>

(出所) 鶴岡博史「米国における最近のLBO規制の動き」商事法務 1209号、1990年、30頁。

で各当局で区々であった高レバレッジ取引 (Highly Leveraged Transaction) の定義を拡大・統一して、LBO に対する監視体制を整備した (表2-1参照)<sup>5)</sup>。

このようなジャンク・ボンド市場の低迷、LBO 融資に対する監視体制の強化等を背景として、80年代に積極的に M & A を推進してきた企業が、資金獲得において非常に困難な状況に遭遇してきたことが、M & A 市場を取り巻く環境における最も大きな変化である<sup>6)</sup>。

## 2. 税制面からの規制

LBO については、従来よりさまざまな立場から賛否両論が交わされてきたが、RJR Nabisco Inc. の買収以降、前節で述べたような事件の発生とともに、さらに議論が過熱してきた<sup>7)</sup>。否定論としては、LBO 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、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、米国産業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<sup>8)</sup>。このような状況を背景に、89年末、議会は、財政赤字解消のための歳入増の政策と相俟って、「90年度財政調整法 (Budget Reconciliation Act of 1989)」において、LBO を規制する手段として税制面からの措置を決定した。その主な内容は、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<sup>9)</sup> と、会社の自己資本を減少させるような取引に関連して生じた負債にかかる支払利息に起因する純損失の繰戻しを制限する規定<sup>10)</sup> である。

LBO を規制する手段として、このような税法改正の方法がとられたのは、次のような理由によると考えられる。LBO の本質は資金調達の手段であるから、その資金調達コストを変化させることにより、LBO を全面的に規制するのではなく、弾力的かつ柔軟に規制することができるためである<sup>11)</sup>。これらの規制が、結果として、ジャンク・ボンドを中心とした負債による資金調達を減少させる一要因となるであろうことは明らかである。

### 3. 今後の展望

90年における合併・買収活動の推移は、80年代のそれとは著しく異なる傾向を示している。表1-1から、全合併件数は前年より2.7%減少し、事業分割はわずかに0.6%減少しただけである。これに対して、LBOの件数は約4割も減少している。表1-2から、全合併取引の支払対価は34.6%、事業分割は16.7%とかなり減少しているが、それ以上にLBOについては前年の約4分の1にまで減少していることがわかる(図1-1、図1-2および図1-3参照)。このことから、合併活動全体として減少傾向にあるが、特にLBOは急速に減少していることが明らかである。また、件数と支払対価の減少の割合を比較すると、支払対価の減少割合の方がかなり大きく、これは全体的に規模が縮小していることを示唆する。すなわち、90年の合併・買収活動の動きは、80年代の合併・買収活動における最大の特徴である「取引規模の大型化」および「LBOの増大」<sup>12)</sup>と逆行するものである。

さらに、表1-3のLBOのタイプ別件数の構成比を見ると、ゴーイング・プライベートが6%減少し、それに相当する分、事業分割が増加している。また、LBOのタイプ別支払対価の構成比を見ると、84年以降ゴーイング・プライベートが事業分割をかなり大きく上回っていたのだが、90年には、両タイプがお互いかなり近づいてきている。このように、90年においては、LBOが急速に衰えを見せているが、LBOのなかでもゴーイング・プライベートが大幅に減少したのに対して、事業分割も減少はしているもののゴーイング・プライベートほどの減少ではない。

ここで90年代の動きを一概に展望することは早計であるように思われるが、一応以下のような予測が可能であろう。ジャンク・ボンド市場の停滞、LBO貸付けに対する警戒の高まりによって、LBOを利用して買収した株式を再公開したり、ほかの企業に転売して巨額の利益を得る「財テク型 M&A・LBO」は、困難になり、減少していくであろう。しかしながら、実際にはこの「財テク型 M&A・LBO」の比重はそれほど小さくなく、リストラクチャリングのための事業分割に代表されるような「戦略型 M&A・LBO」が多い<sup>13)</sup>。ジャンク・ボンド等を利用し買収を行った結果、財務内容が悪化したうえ景気後退期

で期待したほどで収益が拡大しない企業や、買収資金のための負債の返済に窮した企業が部門売却に動く倒向と相俟って、事業分割を中心とする合併・買収活動は今後も活発に行われるであろう。また、「米国の M & A の歴史をふりかえてみると、M & A ブームがおこっているときはもちろん、M & A の終息後にも、いわば軌道修正のためのリストラクチャリングにともなって事業分割が盛んにおこっている」<sup>14)</sup>。90年代に入り、80年代のブームが終息しつつあるように思われるが、依然として事業分割は盛んに行われており、事業分割の経済的意義はより重要になってきているといえるであろう。しかしながら、前述のように資金調達源泉としてジャンク・ボンド市場に大きく依存できない状況のもとでは、今後行われる LBO においては、より厳しいローン契約、より高い割合のエクイティに依存した、より現実的な資金調達計画が要求されることになるであろう。そこで、エクイティにより多く依存し、将来のレバレッジについてより多くの柔軟性をもった取引形態としてジョイント・ベンチャーが多く利用されるようになってきているのである<sup>15)</sup>。

#### 注

- 1) 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、13頁
- 2) 同上論文、52頁。
- 3) U. S. House of Representatives, *op. cit.*, p. 24.
- 4) “Inroads for Stock Deals,” *Mergers & Acquisitions*, May-Jun., 1991, p. 11.
- 5) 鶴飼博史「米国における最近の LBO 規制の動き」『商事法務』第1209号、1990年、29—30頁。
- 6) “Roundtable —Are M & A Market Trends Tilting Toward Accounting Firms?—”, *Mergers & Acquisitions*, Mar.-Apr., 1991, p. 22.
- 7) 拙稿「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——」九州大学『経済論究』第79号、1991年、22頁。
- 8) S. Rep. No. 2160, 101st Cong.
- 9) P. L. 101-239, 101st Congress, Sec. 7202. (前掲拙稿、26—7頁参照)
- 10) P. L. 101-239, 101st Congress, Sec. 7211. (前掲拙稿、27—8頁参照)
- 11) 吉川 満「M & A 規制の法的検討(11) ——米国の LBO 規制(2)——」『商事法務』第1215号、1990年、126頁。
- 12) 前掲拙稿、4—8頁。



- 13) 松井和夫, 前掲書, 125—6頁。
- 14) 同上書, 70頁。
- 15) Jerry Gorman, "Challenges to Accountants in State-of-the-Art LBOs", *Mergers & Acquisitions*, Nov.-Dec., 1990, p. 52.

### 第 3 章 ジョイント・ベンチャー型 LBO

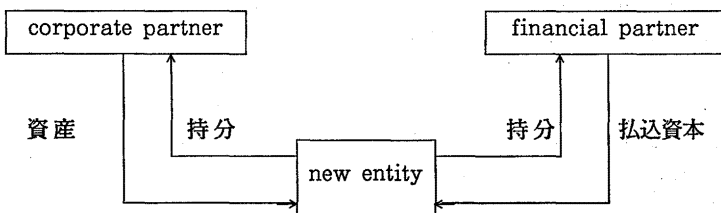
本章においては、M & A 市場を取り巻く環境の変化を背景に、不要部門の分割の必要性に適合する方法として最近増加しているジョイント・ベンチャー形態について、特に会計的側面から分析を行う。

#### 1. 典型的な構造

ジョイント・ベンチャーとは、少数の会社により特定の事業またはプロジェクトのために設立され、参加企業相互の利益のために運営される会社をいう。その目的は、新規市場の開拓、新製品または新技術の開発等に伴う、リスクおよび収益を相互に分配したり、技術、知識を提供しあったり、また生産その他の設備を開発するために必要な資源を提供しあうことにある<sup>1)</sup>。

「ジョイント・ベンチャー型 LBO とは、企業パートナー (corporate partner) と財務パートナー (financial partner) とが子会社または事業部門の分割においてチームを組む<sup>2)</sup> というものである。すなわち、企業パートナーは新しく設立される会社に資産を拠出し、財務パートナーは払込資本 (equity capital) を投資する (図 3—1 参照)。そして、その新会社が取引の資金調達

図 3—1 ジョイント・ベンチャー型 LBO の典型的な構造



ため借入れを行い、負債を返済するというものである。そして、負債が支払われ、経営陣が長期的な経営目標を達成する機会を得て、結果として財務構成が改善される見通しがついた後、企業パートナーは、財務パートナーの目標投資収益率を達成するような価格で、財務パートナーの持分を買戻す選択をすることができる。また、財務パートナーは一定期間後投資を買戻すか、または第三者に対してジョイント・ベンチャー全体を売却するかを強要する権利を有する。また、株式公開 (initial public stock offering) を行うこともある<sup>3)</sup>。

企業パートナーが拠出する資産は、一般的に過少評価されている資産であり、その真の価値は、追加資本の投入または新しい経営陣によってのみ実現する可能性がある。財務パートナーは、適正な収益を稼得することが困難である現在の LBO 市場において、かなりの潜在能力を有する事業に投資する機会を求めている。

## 2. 経営上の利点

このような構造は、リストラクチャリングを行う企業にとって、一般的なメカニズムとなっているが、特に次のような場合において、経営上有意義である<sup>4)</sup>。ある企業が、ある事業部門または子会社を全部所有していたならば、望ましい投資収益率を達成できず、さらに、その事業部門または子会社が、その企業の中核となる事業とは経営戦略上適合せず、一貫した経営政策をとることができない。したがって、それらの事業部門または子会社との関り合いを少なくしたいと考えるが、一方企業全体の業績を向上させるためには、その事業部門との継続的な関係を維持する必要がある。このような場合に、ジョイント・ベンチャーの形態をとることによって、当該企業にとっては負担を増大させてはいるが、企業全体から見ると不可欠な事業部門または子会社を切り離すと同時に、関係会社内に保有しつづけることができるのである。

実際には、次のような取引例があげられる<sup>5)</sup>。USX Corp. は、石油および鉄鋼事業に専念することを決定し、輸送事業 (鉄道部門) を分割する計画をたてた。しかしながら、輸送事業は、製品を販売する過程において必要不可欠な部門であり、流通システムの経営如何が企業全体の業績に大きな影響を及ぼ

す。したがって、輸送事業をすべて売却するのではなく、ジョイント・ベンチャーを形成し、部分的に所有するという形態がとられたのである。すなわち、USX が鉄道部門の44%を所有し続け、Blackstone Capital Partners LP (Blackstone Group の New York 投資銀行の関係会社) と USX の輸送部門の上級管理者によって設立された Transtar Inc. に対して、鉄道部門の51%を6億ドル売却するという形態がとられたのである(残りの5%については Transtar の経営陣が所有)。

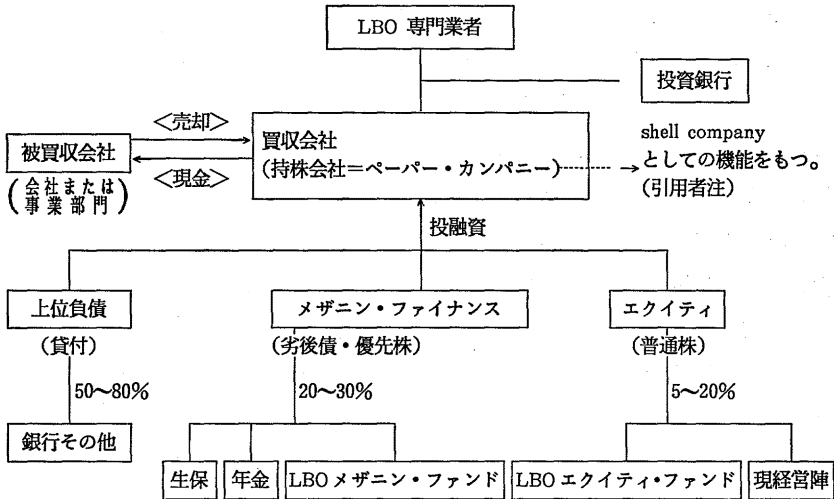
### 3. 会計上の問題点

分割に関する会計方法としては、「会社合併における現物出資の逆事象とみることができる」ため、「逆プーリング法 (reverse pooling method), すなわち、分割出資資産を簿価のまま、また被分割部門に按分された留保利益をそのまま分割出資受入会社に承継する方法を採用するのか、それとも逆買収法 (reverse purchase method), すなわち、分割出資資産をその公正価値で分割出資受入会社に承継するとともに公正価値で評価された分割出資額のうち資本組入されない額を「分割差益」と称すべき払込剰余金として処理する方法を採用するのが最大の問題である」<sup>6)</sup>。

一方、ジョイント・ベンチャーに関する会計については、権威ある会計表明において言及したものが少ない。AICPA (American Institute of Certified Public Accountants; アメリカ公認会計士協会) による「APB 意見書第18号」<sup>7)</sup> によって、初めて見解が表明され、そこでは持分法 (equity method) に基づいて会計処理を行うように要求されている<sup>8)</sup>。

また、80年代の LBO ブームに対応して、FASB (Financial Accounting Standards Board; 米国財務会計基準審議会) の EITF (Emerging Issues Task Force; 緊急問題特別委員会) においても LBO に関する会計上の問題点が議論されてきた。LBO 取引の構造上の特徴は、図3-2に示すように、実質的に事業を行っていない、買収目的のためだけの持株会社 (shell company) の設立と、買収対象会社の発行済議決権付株式のすべてを買収することを目的としたその持株会社の利用である<sup>9)</sup>。そして、LBO の会計上の問題は、

図3-2 LBOの仕組み



(出所) 松井和夫「アメリカにおける LBO ブームとファイナンシャル・イノベーション」  
『証券研究』第90巻, 1989年, 37頁。

被買収会社の資産または負債を記録する際、連結される持株会社の財務諸表においてどのような会計基礎 (accounting basis)、すなわち公正市場価額 (fair-value basis) かまたは繰越価額 (carryover basis—historical/predecessor cost) のいずれを用いるべきかということである<sup>10)</sup>。この問題に対して、EITF は、87年7月に EITF コンセンサス No. 86-16「LBO 取引における旧価額の繰越し (Carryover of Predecessor Cost in Leveraged Buyout Transactions)」を公表した。しかしながら、このコンセンサスは主として所有者の持分増加を特徴とする LBO に焦点を合わせており、多くの批判を受けた<sup>11)</sup>。そこで、再び LBO の会計について議論が重ねられ、89年5月に EITF コンセンサス No. 86-16 に代わる新しい EITF コンセンサス No. 88-16「LBO 取引における基礎 (Basis in Leveraged Buyout Transactions)」が公表されたのである。

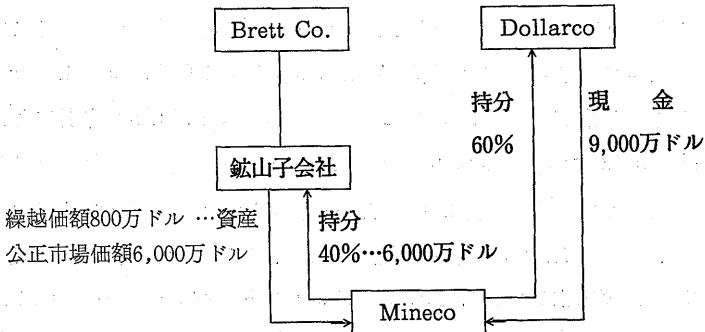
このように合併・買収取引において、一般的に会計上問題となる点は、売り手にとっては売却にかかる利得の認識についてであり、買い手にとっては取得した資産の価額決定についてである。ジョイント・ベンチャー形態においては、売り手 (分割側) の会計処理について、過半数の持分を所有しない限り、

すなわち支配権を引き継がない限り、持分法が適用される。したがって、ジョイント・ベンチャーの負債は、売り手（分割側）の貸借対照表上には現れない。また、ジョイント・ベンチャーの損益については、ジョイント・ベンチャーがパートナーシップとして設立された場合には持分比率によって認識することになり、法人として設立された場合も持分法によってほぼ同様の結果となる。買い手の取得した資産の価額の決定は、売却後の減価償却額算定を通じて、収益性に影響を及ぼすとともに、結果として資金調達成否にも影響を及ぼすことになる<sup>12)</sup>。ジョイント・ベンチャー形態の場合、通常の事業分割とは異なって、被分割部門は分割側から完全に切り離されるのではなく、分割後の経営業績も持分比率によって認識することになるため、分割側においても買い手（ジョイント・ベンチャー）においていかなる価額で取得資産が評価されるかは重要な問題となる。これらの問題は、会計人にとって未踏の領域であり、また、EITF もいくつかの問題点については解決してきたが、まだ多くの問題点については解決できないままである。本節では、EITF が最近検証を行った事例を分析し、未解決の問題点について考察を行うものである。

具体的な問題点の考察を行うために、次の事例を想定する<sup>13)</sup>。

Brett Co. は多角的な製造会社であり、繰越価額 (carrying value) が800万ドル、公正市場価額 (fair value) が6,000万ドルの鉱山子会社を所有している。長年にわたって、Brett Co. の原料の主たる源泉として、鉱山子会社に対

図 3-3



する依存は減少してきている。そこで、Brett Co. は、6,000万ドルと評価される40%の持分と交換に、新会社 Mineco に鉱山子会社の資産を移転することによって、鉱山子会社を分割することにした。この40%の持分については、持分法の適用を受けることになる。財務パートナーとしては、鉱山事業に精通しており、新会社 Mineco を単独で黒字会社に転換することができるものが相応しい。投資会社 Dollarco は、Mineco の60%の持分に対して9,000万ドルの現金を拠出する（図3—3参照）。

#### (1) 投資会社 Dollarco の会計

投資会社 Dollarco の会計については、問題はない。Dollarco は、40%の少数持分を有する子会社を所有すると考えられる。通常、連結会計が要求されるが、その投資価値が減少または増加する事実が生ずるまで取得原価で記録される<sup>14)</sup>。

#### (2) Brett Co. の会計

Brett Co. の会計、すなわち利得を認識すべきか否かという問題が論争的となっており、また EITF においても最近の議論のテーマであるが、いまだコンセンサスが得られていない。この問題については、次のような見解があげられる。

##### I. 利得を認識すべきではないという見解

この見解は、EITF のメンバーの大多数が主張するところであるが、Brett Co. の鉱業資産の移転そのものは、Brett Co. に現金をもたさなため、何ら利得を認識すべきではないという見解である。すなわち、Brett Co. は、800万ドルの新会社 Mineco への投資を、純鉱業資産を“Mineco への投資”という勘定に再分類することによって記録すべきであるとするものである。この見解は、「APB 意見書第29号」<sup>15)</sup> に依拠するものであり、Brett Co. の交換は、そこで述べられているような「収益の実現過程 (culmination of the earnings process)」が発生していない非貨幣性取引であると解釈されるのである<sup>16)</sup>。

また、この見解は、AICPA による「AICPA 指針第78-9号」<sup>17)</sup> によっても裏付けられる。つまり、移転する側が現金を受領しないならば、ジョイント・

ベンチャーの設立に関して利得は認識されないとされている。

## II. 一部の利得を認識すべきであるという見解

Brett Co. による潜在的な利得の少なくとも（移転された持分に相当する）60%を認識すべきであるという見解である。すなわち、Brett Co. によって移転された資産の公正市場価額6,000万ドルと繰越価額800万ドルとの差額5,200万ドルの60%に相当する3,120万ドルを認識すべきであるとするものである。

EITF コンセンサス No. 86-29「非貨幣性取引：交換差金の規模および公正市場価額の利用に関する例外（Nonmonetary Transactions：Magnitude of Boot and the Exceptions to the Use of Fair Value）」においては、Brett Co. が交換の一部として新会社 Mineco を支配するのに十分な持分を受領するならば、部分的な利得の認識が要求されている。しかし、支配権が引き渡されるならば、いかなる利得の認識も認めないというのは矛盾しているように思われる<sup>18)</sup>。なぜならば、非支配的持分と交換に、6,000万ドルの価値の資産についての支配権を引き渡す際、Brett Co. は、新会社 Mineco の投資について少なくとも同等の経済的価値を置いていると考えられるからである。すなわち、支配権の喪失および所有権の異なる形態は、認識すべき経済事象が発生したことを示唆する。Brett Co. が継続して持分を所有しているため、すべての利得の認識は認められないが、一部の利得の認識は適切であると考えられる。

### (3) 新会社 Mineco の会計

新会社 Mineco の開始貸借対照表において、拠出された資産の価額をどのように記録すべきか、すなわち、取得原価かまたは公正市場価額という問題については、明確な解答が得られていない。

#### I. 取得原価か、または公正市場価額か

公正市場価額を支持する経済的根拠は明らかに存在する。それは、Mineco の持分の60%が、現金で取得されているという事実である。すなわち、Dollarco は、Brett Co. が拠出した資産について9,000万ドルの価値があると信じているからこそ、60%の持分に対して9,000万ドルを支払ったのである。

#### II. 旧価額 (predecessor cost)

EITF コンセンサス No. 88-16 において LBO に関する新しい会計ルール

として規定された旧価額概念を用いて<sup>19)</sup>、Brett Co. の継続する持分40%の範囲までは、新会社 Mineco の資産を旧価額で評価するという見解である。これは、新会社 Mineco が純粋な LBO で設立される場合に要求される会計処理である。このルールに従うと、資産のステップ・アップは60%だけ認められ、結果として新会社 Mineco の資産は3,920万ドル（800万ドル×40%＋6,000万ドル×60%）で評価されることになる。この会計処理は、Brett Co. の会計について一部の利得を認識すべきであるという見解と首尾一貫した見解である。

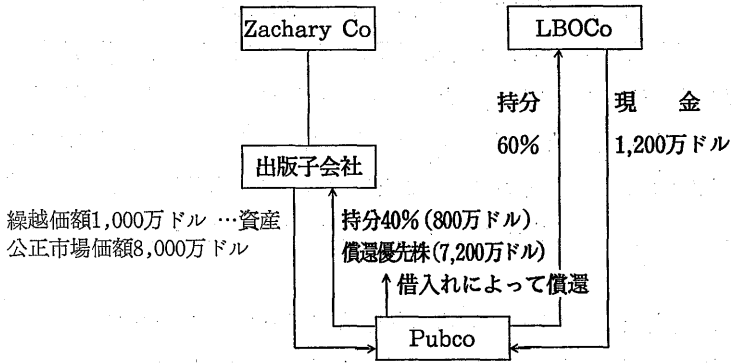
また、新会社 Mineco の資産の部分的ステップ・アップについて、SEC (Securities and Exchange Commission ; 証券取引委員会) の「スタッフ会計公報第54号」<sup>20)</sup> で規定されたプッシュ・ダウン会計の概念に依拠する見解もある。本号では、親会社が子会社の株式の実質的に全部を子会社の帳簿価額を超える価額で売却することを前提としており、その取得によって当該会社が他の会社の子会社を実質的に全部を所有することになる場合に、新しい会計の基礎が確立されるべきであると考えている。すなわち、子会社の独立した価値の増加を反映するために、買い手（新しい親会社）のコスト・ベシスは子会社の単独財務諸表において表示されるべきである。Brett Co. の鉱山事業の60%が9,000万ドルで直接買収されたならば、買い手は60%まで取得した資産の価額をステップ・アップするであろう。そして、このステップ・アップは、新会社 Mineco の帳簿に記録され、その相手勘定として払込資本を増額させることになるであろう。しかしながら、プッシュ・ダウン会計は、被買収会社が公開会社であり、その株式の実質的に全部——およそ80%から90%——が買収された場合にのみ、要求される処理である<sup>21)</sup>。したがって、ここでのべたような仮定においては、SEC は、プッシュ・ダウン会計の利用を推奨はするが、固持するものではない<sup>22)</sup>。

次いで、新しく設立された子会社が借入れを行い、その受領した金額を親会社に支払う場合について考えてみる。次の仮定を想定する<sup>23)</sup>。

Zachary Co. は多角化された情報産業の会社であり、繰越価額1,000万ドル、



図 3-4



公正市場価額8,000万ドルの出版関係の子会社を所有している。Zachary Co. は、中核となる事業を拡大するために現金を必要としており、そのため出版子会社を分割する計画を図っている。具体的には、800万ドルで評価される持分40%および7,200万ドルの償還優先株 (redeemable preferred stock) と交換に、出版子会社を新しく設立する Pubco に移転するというものである。また、パートナーである LBOco は、Pubco の持分60%に対して現金1,200万ドルを拠出するというものである。後に Pubco は7,200万ドルの借入れを行い、それを Zachary Co. の優先株の償還にあてることとなっている (図 3-4 参照)。

LBOco および子会社 Pubco についての会計は、それぞれ前述の例における Dollarco および Mineco の会計と同様である。すなわち、LBOco は投資価値が変化するような状況が発生するまで、その投資をコストで記録する。子会社 Pubco の開始貸借対照表についての処理は、EITF によって言及されていない。Zachary Co. の会計が、EITF によって議論されたテーマであり、次のような見解が上げられる。

I. 利得を認識すべきではないという見解

Zachary Co. は、優先株の償還を通じて、偶発事項 (contingency) または事業を補助するという約束なしで、子会社 Pubco から現金を受領したという事実にもかかわらず、借入れは収益の過程を結実してはいないという根拠から、ならん利得を認識すべきではないという見解である。そのかわり、子会社

Pubco からの優先株の償還による受領額を Zachary Co. の帳簿において子会社 Pubco への投資勘定の貸方——すなわち負の投資勘定——に記帳することになる。

## II. 利得のすべてを認識すべきであるという見解

Zachary Co. は、子会社 Pubco を援助すること、いかなる現在のまたは偶発的な債務を保証すること、将来のいかなる時点においても借入金を返済することが義務づけられていないならば、負の子会社 Pubco への投資勘定（実質的には負債勘定）を維持するように要求されるべきではないという見解である。EITF コンセンサス No. 86-29 においては、交換差金（boot；移転された現金）が相当な額（公正市場価額の25%を超える）の場合、交換差金を含む貨幣以外の資産の交換は、貨幣による交換と見做されるべきであるとされている<sup>29)</sup>。このコンセンサスに基づくならば、Zachary Co. は、出版事業の資産に対して事実上その対価の90%を現金で受領しており、25%を超過するため、7,000万ドル、すなわち受領した価値8,000万ドル（現金7,200万ドルと子会社 Pubco の株式800万ドルの合計）から引き渡した出版事業の資産の帳簿価額1,000万ドルを差し引いた額の利得の100%を認識すべきである。

## III. 一部の利得を認識すべきであるという見解

交換された事業について、引き渡された支配権の割合まで、利得の認識を制限すべきであるという見解である。すなわち、この例では、7,000万ドルの60%に相当する4,200万ドルまでを認識すべきであるということになる。Zachary Co. は出版事業の資産の40%を引き続き所有しており、子会社 Pubco が残りの資産を売却するかまたは Zachary Co. が子会社 Pubco への投資を売却するまで、利得の60%を超える部分を認識すべきではない。このような主張にもかかわらず、「AICPA 指針第78-9号」を用いて、受領された現金に利得の認識を制限する見解もある。受領された現金がこの方法で算定された利得を超過するならば、その差額は Zachary Co. の貸借対照表上、繰延貸方項目（deferred credit）として記帳される。

## IV. EITF コンセンサス No. 89-7 「子会社の資産または持分と新会社の非支配持分との交換 (Exchange of Assets or Interest in a subsidiary

for a Noncontrolling Equity Interest in a New Entity)」

Zachary Co. の会計について、89年10月に EITF はコンセンサスを得た。このような例の場合、事業会社 Zachary Co. の継続的な投資がゼロでないならば、その継続的な投資の範囲まで利得の認識を認めるものである。この利得の認識の要件としては、新会社 Pubco の事業を援助するため、偶発事項または実際のもしくは言外の、または財務的なもしくはその他の約束があってはならない。このコンセンサスに基づくならば、Zachary Co. は6,200万ドルの利得を認識すべきであるということになる。(表3-1参照)

表3-1

交換取引において受領された現金	7,200(万ドル)
交換された資産における投資の繰越価額	— 1,000
認識すべき利得	<u>6,200</u>
EITF コンセンサス No. 89-7 の概念を用いて計算すると、	
資産交換における持分の公正市場価額(8,000×60%)	4,800
分割される資産のコスト(1,000×60%)	— 600
小計	<u>4,200</u>
負の投資の範囲までの追加的な利得	<u>2,000*</u>
	<u>6,200</u>
*負の投資の範囲までの追加的な利得の算定	
分割される資産全体のコスト	1,000
分割される資産のコスト	— 600
継続される部分のコスト	400
資産の公正市場価額の60%を超えて受領される現金	
(7,200-8,000×60%)	— 2,400
負の投資	<u>2,000</u>

EITF コンセンサス No. 89-7 は、このような取引において生ずるすべての問題に答えるものではない。わずかでも重要な意味をもつ取引の条件または事実の違いによって、それぞれに適切な会計処理がとられる。例えば、Pubco の借入れが、Zachary Co. から独立しているならば、Zachary Co. の会計について、SEC の「スタッフ会計公報第81号」<sup>24)</sup> を用いて説明することができる。そこにおいては、売り手が現金以外の収益を実現することについてかなりの不

確実性が存在する場合、または一定の状況のもとで売り手に対して LBO に現金の投入を要求する状況が存在する場合には、利得を認識すべきではないとされている。したがって、Zachary Co. に偶発的に Pubco の借入れの返済義務が生ずるならば、なんら利得を認識すべきではない。

このように、従来から会社合併および分割に関する会計上問題となる点は、引継資産の価額をいかなる価額に決定するかという点と会社または事業部門の売り手側が売却を通じていかなる損益を認識するかという点であった。LBO においても、例外なくこの点が問題とされ、EITF によって議論が重ねられてきた。そして、最近増加しつつあるジョイント・ベンチャー型 LBO についても同様である。売却による損益の認識は、取引時の（取引が行われた年度の）損益に関して最大の問題である。これに対して、引継資産の価額がいかなる価額に決定されるかという問題は、取引後の減価償却費の計上を通じて直接的に、また取引後の財務内容が資金調達成否のかぎとなる点から間接的に、財務構造に長く影響を及ぼすことになる。引継資産の価額がいかなる価額に決定されるかということは勿論重要であるが、むしろ、さまざまな状況に応じて選択できるというフレキシビリティが存在し、その結果として利益操作の可能性が生ずることが重要なのである。

さらに、リストラクチャリングとの関連で見ると、引継資産の価額決定の問題は過少評価されている資産を再評価する機会が生ずることによって、財務構造の改善を可能にするのである。また、広い意味で減価償却費の計上を通じ財務内容を改善し、望ましい資金調達を実現することも財務構造の改善の方法といえるであろう。

90年代に入り、LBO は減少する傾向にあるが、企業家精神は衰えるところを知らず、合併、買収、ジョイント・ベンチャー、または LBO は、当事者の広範かつ多様な必要性と目的に適合するよう巧みに構成される傾向にある。それに伴い、会計上解決すべき問題が多く提起されることとなるであろう。

注

- 1) APB Opinion No. 18, The Equity Method of Accounting for Investments in Common Stock, Mar., 1971, para. 3.
- 2) Joseph W. Bartlett, "The Joint Venture LBO: A Strategic Balancing Act", *Mergers & Acquisitions*, Nov.-Dec. 1990, p. 48.
- 3) *Ibid.*, p. 50, Jerry Gorman, *op. cit.*, p. 52.
- 4) Joseph W. Bartlett, *op. cit.*, p. 48.
- 5) *Ibid.*, pp. 48-50.
- 6) 醍醐 聰「日米の会社分割会計」荒川邦寿編『会社合併・分割の会計』中央経済社, 1983年, 69, 74頁。アメリカにおいて, APB 意見書や FASB 基準書による「一般に認められた会計原則 (generally accepted accounting principles)」の中で, 合併等の企業結合については詳細に検討されているが, 会社分割については論じられていない。多くの会計文献においても, 同様に, 会社分割に関しては, ほとんどふれられていない。
- 7) APB Opinion No. 18, The Equity Method of Accounting for Investments in Common Stock, Mar., 1971.
- 8) *Ibid.*, para. 16.
- 9) FASB, *EITF Abstracts, Summary of Proceeding of the FASB Emerging Issues Task Force* 1988, p. 225.
- 10) *Ibid.*, p. 226.
- 11) Jerry Gorman, "How Accounting Rules Shook Up LBO Dealmaking," *Mergers & Acquisitions*, Jul.-Aug. 1990, p. 45.
- 12) 例えば, 借入れが計画されているならば, 多くのエクイティを有する健全な財政状態を示し, 借入れが容易に行われるようにすることができる。また将来株式の募集が計画されているならば, 資産のステップ・アップを最少限にすることによって, より高い収益性を確立し, 投資家に対して提供されるエクイティの価値を増大させることができる。
- 13) Jerry Gorman, *op. cit.*, pp. 52-3.
- 14) 典型的には, Mineco の株式が公開される場合などが考えられる。
- 15) APB Opinion No. 29, Accounting for Nonmonetary Transactions, May, 1973.
- 16) *Ibid.*, para. 21.
- 17) AICPA Statement of Position No. 78-9, Accounting for Investments in Real Estate Ventures, Dec., 1978.
- 18) Jerry Gorman, *op. cit.*, p. 53.
- 19) 旧価額 (predecessor basis) とは, 買収対象会社 (OLDCO) における投資の取得原価に買収後に発生した収益 (OLDCO の株式について受領された配当その他のすべての受領された額の控除後) を加えた額をいう。

- 20) SEC Staff Accounting Bulletin No. 54, Application of “Pushdown” Basis of Accounting Financial Statements of Subsidiaries Acquired by Purchase, Nov., 1983.
- 21) *Ibid.*, Sec. J. Push down Basis of Accounting Required in Certain Limited Circumstances.
- 22) SEC は、外部の公募価、優先株、または重要な少数持分の存在が子会社の所有権を支配する新しい親会社の能力に影響を及ぼすということも前提としている。
- 23) Jerry Gorman *op. cit.*, pp. 54-5.
- 24) SEC Staff Accounting Bulletin No. 81, Gain Recognition on the Sale of a Business or Operating Assets to a Highly Leveraged Entity.

## むすびにかえて

80年代の合併・買収活動の主要な動機は、リストラクチャリングであり、事業分割はその重要な側面であった。本稿においては、80年代末から現在にかけて、資金獲得が困難となってきた状況のもとで、よりエクイティに依存し資金を確保できる形態として増加しつつあるジョイント・ベンチャー型事業分割について、特に会計的側面を中心としてその問題点を取り上げた。前章までの分析において明らかのように、事業分割は事業再構築の必要不可欠な手段であるばかりでなく、財務再構築をも可能にするという点を留意すべきである。すなわち、分割によって生じる利得においては勿論のこと、資産再評価によって、さらにその結果としての将来の減価償却額の計上額による利益操作性の可能性を通じて、望ましい資金調達を可能とすることによって財務構造の改善を達成しうるのであろう。

ジョイント・ベンチャーは、海外市場、特に発展途上国の市場に参入する場合に有用な手段として利用されてきた<sup>21)</sup>。また現在利用されているかなりの数のジョイント・ベンチャー、戦略的提携 (strategic alliance) 等がクロスボーダー取引であり、それゆえにこれらの取引を構成する際、税務的側面および会計的側面の及ぼす影響は大きい<sup>22)</sup>。したがって、ジョイント・ベンチャーについての国際税務および国際会計という観点からの考察が今後の課題である。

また、最近、資金調達難を克服するため、株式交換による買収が増加している<sup>3)</sup>。このような支払対価の変化は、会計処理上の問題を多く提起することになるであろう。この点もまた今後の課題である。

注

- 1) Hortense Goodman & Leonard Lorence, *op. cit.*, p. 1.
- 2) “Roundtable —Are M & A Market Trends Tilting Toward Accounting Firms?—,” p. 23.
- 3) 『日本経経済新聞』1991年5月16日朝刊。