

敵対的買収とバルチャー・ファンド

〜ジャポニカによるアリゲニー社買収事例〜

松尾 順介

はじめに

最近日本でも外資系バルチャー・ファンドによる破綻企業買収の動きが表面化している。例えば、日本リースや日債銀の買収に乗り出したサーベラスが長崎屋買収に動き出しているほか、昨年相次いで破綻した幸福銀行および東京相和銀行の受け皿にはロスチャイルドが名乗りをあげている。このような外資系バルチャー・ファンドの動きに対しては賛否両論があり、否定的な論調のなかには、日本企業を「買い叩く」という感情論も含まれている。また、バルチャー・ファンドを「乗っ取り屋」のようなおどろおどろしいものと見る先入観も根強いと思われる。

米国のバルチャー・ファンドの投資事例を見ると、バルチャー・ファンドをいわゆる「乗っ取り屋」と同一視できないことは明らかであるが、ただしバルチャー・ファンドがその投資手法として敵対的買収に乗り出す場合もしばしば見られるのは事実であり、そのためには様々な戦術が駆使されている。本稿では、このような敵対的買収事例を紹介する。⁽¹⁾

1 アリゲニー・インターナショナル社の破綻

アリゲニー社は、もともと鉄鋼会社であったが、一九八八年二月に倒産するまでに、何年間にわたって大きな変革を強いられ、家庭用機器などのメーカーへと脱皮していった。同社トップのパークレーは、一九八一年のサンビーム社買収などによって同社を鉄鋼会社から消費者向け製品メーカーへと転身させた推進役であったが、一九八六年に「ビジネス・ウィーク」誌がカパー・ストリーで彼の経営を浪費的な経営として非難した後、退任させられた。その記事は、一九八一以来五年間にわたって収益が赤字で、債務が累積していたにもかかわらず、パークレーが経営陣に過剰な報酬を与えつづけたことを問題としていた。また、私的な旅行用のジェット機を所有していたことなどを報じた。さらに、八〇年代初頭から中頃にかけて、パークレーはハイリスクの石油・ガス・不動産に会社の資金を投資し、失敗したことも伝えていた。これには、パークレーおよび同社幹部が株主となっていた、フロリダのコンドミニウム開発も含まれていたとされた。そして、彼はサンビーム社に対して巨額の過剰支出を行っていた。つまり、小型機器メーカーであるサンビーム社は将来的に有望な業績をあげておらず、買収するための負債コストは利益を大きく上回っていたからである。さらに、パークレーの報酬は、会社の業績が傾いていたときでも、天井に張り付いたままだった。一九八四年で、彼は一〇〇万ドル以上の給与とボーナスを手にしており、これは同社の年間純利益の七%に相当していたとされている。

同社の経営は、一九八六年八月にパークレー退任後も悪化しつづけた。一九八七年、経営陣は同社をニューヨークの大手投資銀行のファースト・ボストンに売却しようと試みたが、ニューヨークの投資グループであるスベア・リーズ&ケロッグと行動を共にした優先株主たちは公開買付に応じることを拒否することで売却を阻止した。オスター／サンビーム・アプライアンス社は、アリゲニー社の浪費を象徴する子会社であったが、オスター小型調理器や自動停止アイロンのような、一、二の製品に誤って注力したことから巨額の赤字が続いた。

一九八八年二月時点で、同社はより安易な条件で債務を借り替えることについて債権者の合意を得ることはできなくなっていた。資金繰りは苦しくなった。最終的に、負債は八億四、五〇〇万ドルに達し、七億三、五〇〇万ドルの資産を上回り、アリゲニー社は倒産裁判所に申請し、再建手続を開始した。この倒産は関係者が「地獄の案件」とまで呼ぶようになるほど困難なものだった。分裂した役員会や特定の債権者および株主グループが結託して次々に再建を否決していった。再度会社を売却しようとした時、同社に触手を伸ばしてきたのは、ウォール街の証券会社であるドナルドソン・ラフキン・アンド・ジェンレット(DLJ)、レミングトン社のビクター・キアム、ブラック・アンド・デッカー、およびポール・レヴィ、など著名なバルチャーであった。まずDLJとの間で売却に関する合意が結ばれ、その後ブラック・アンド・デッカーに変更され、さらに再度DLJに戻された。しかし、最終的には、業績が低下し続けたことに多くの買い手は幻滅し、どの買い手も撤退していった。倒産から一年半後、同社と債権者は同社の売却が解決策ではないという点で最終的に合意した。そのため彼らは再建案を自分たちで練り上げなくてはならなくなった。しかし、各債権者が最終的に手を結んだ時、ジャポニカ・パートナーズが七億ドルもの大金を携えて登場してきた。そして、ジャポニカは二つの強力なバルチャー投資家、すなわちマイケル・プライスのミューチュアル・シリーズ・ファンドとマイケル・スタインハートのスタインハート・パートナーズの出資を受けていたので、彼らは敵対的な公開買付のリスクをとり、同社を手中に収めるまで手を緩めなかった。

ジャポニカはアリゲニー社に二面戦略で近づいた。一方では、銀行融資、社債および私募債を三クラスの債権者から買い取り、同社の再建に対して多大な影響力を行使可能な大口債権者となった。また、他方で、裁判官は

同社以外の一団にも再建案を提出することをすでに認めていたので、経営陣が債権者側にすでに示していた全額株式交換の再建案に対して、ジャポニカ側は独自の全額現金支払いの更生計画案を提出した。その独自の案に出資することで、同社の支配権を取得し得た。最終的に、同社の案が可決されたが、ジャポニカ側は再建案および同社を支配するに十分な債権をすでに購入しており、逆に会社側は倒産法によってその債権を買い戻すことを禁じられていた。

2 ジャポニカ・パートナーズの着目点

ジャポニカ・パートナーズは、ゴールドマン・サックスのコーポレート・ファイナンス部門で働いていたカザリアンと、同社で倒産専門の弁護士として働いていたリーダーマンによって一九八七年に設立されたファンドであり、当初はカザリアンの手持ち資金で運営されていたが、いくつかの案件で成功を収め、前述のように一九八九年からアリゲニー社に着目し、同社へのアプローチを開始した。というのは、同社は内容の悪い会社ではなく、良質の製品を生産する優良企業であり、十分な投資価値があると判断された。つまり、同社は、価値のある資産として、サンビーム・アイロン、トースター、ミキサー、バーベキュー・グリル、電気毛布、そしてオスター・ブレンダーといった、ブランドネームのある商品を持っており、問題は会社にあるのではなく、経営陣だと思われたからである。

ジャポニカの調査では、会計上の操作によって、公開情報が不透明にされているようだった。とくに、会計上の変更によって、時系列的な比較が無意味なものとなっていた。そこで、ジャポニカは手始めに株式買付を行なった。スタインハートが六、〇〇〇万ドルを出資し、残りは銀行融資だった。ジャポニカ側は役員会に書簡を提出し、手始めに七億ドルを出資し、デュー・デシリジェンスのために同社の帳簿を閲覧することを求めた。つまり、巨額の投資を決定するための詳しい調査が必要だったのである。しかし、役員会は全くなんの反応も示さなかった。同社はその頃二度にわたってD.L.J.に見捨てられたばかりで、他にどんな買い手が現れたとしても、それを受け入れようとはしなかった。当時、同社の役員会と優先債権者たちは、会計士であり、ターンアラウンドの専門家であるジェームズ・ミリガンに経営を本気で託し、特別顧問という役職を与えていた。

3 買収の経緯

このようなジャポニカの申し出に対して、債権者委員会は前向きに対応した。というのは、この時点ではまだ会社側の再建案は提出されておらず、債権者は何の再建案もないまま放置されていたため、チャプター・イレブン事業管財人は、再建案提出の排他的権利を会社側から取り上げ、その機会を開放した。そこで、同社債権者はジャポニカの再建案を検討することにしたのである。

これはジャポニカ側としては、この案件介入する絶好のチャンスであったが、ジャポニカはこのチャンスを生かすことができなかった。というのは、ジャポニカ側が自らの株式持分と銀行融資枠を示さなかったために、債権者の支持を得られず、また会社側もジャポニカに対する情報提供にきわめて消極的な姿勢を崩さなかったからである。そして、会社側はダウンサイジングを押し進めるとともに、自力での再建案の策定を進めていった。

ジャポニカが再度チャンスを手にするのは、会社側の再建案が提出された後である。会社側の再建案は、会社側の案はジャンク債発行と借入によって調達した資金で、銀行や生保などの優先無担保債権者への弁済を行ない、劣後債の債権者には新株で弁済するというものだった。しかし、会社案は折からのジャンク債市場の低迷と期待

されていた借入れ先が手を引いたことで頓挫し、ジャポニカに再度チャンスが巡ってくることになる。

そして、ジャポニカはこのチャンスを生かすべく、一方でリサーチ・チームを編成し、アリゲニー社の財務内容を入念に調査し、買収価格や業務計画を練り上げていくと同時に、他方では以前から後ろ盾となっていた著名なバルチャー投資家であるマイケル・プライスに対し、株式による資金提供を増強しよう交渉した。その理由は、銀行が買収目的の融資を回避する傾向が見え始めてきたためである。その上で、ジャポニカは一九八九年一月買収価格を提示した。しかし、会社側はジャポニカの買収提案を拒否し、会社側の再建案に関する公聴会が翌一九九〇年一月に開かれることになった。

ジャポニカが本格的な敵対的買収に乗り出したのはこの時であり、二つの戦術を採用した。第一の戦術は、銀行の保有する債権を購入することである。これには二つの意図があった。ひとつは銀行債権や公募債を購入することが倒産案件で利益を得る確実な方法であるとされているように、大幅なディスカウントで債権を購入することはバルチャー投資の基本である。さらに大口の債権を購入することは、再建案を阻止する権限を手中にすることであり、再建過程にアクティブに介入できるからである。このためジャポニカは債権を有する銀行と交渉し、積極的にそれを購入していった。第二の戦術は、会社側の再建案と競合する案を提出することである。前述のように、会社側の再建案は債権を株式と交換する案であるが、ジャポニカは全額現金で弁済する案を策定し、提出した。

同案の提出を受けて、再建案を検討する公聴会が開かれたが、債権者はジャポニカ案に対して、自分達の得るリターンが少ないことと、堅実な資金調達手段が欠如しているために、ジャポニカ案に難色を示した。会社案でのリターンが七ドル相当の株式であるのに対し、ジャポニカ案では巨額の引当金を積んだために、届出債権に対し一株六・四二ドルだったからである。

ここでジャポニカが融資元の銀行名を明らかにしなかったことが債権者の不信感につながったが、その理由は、具体的な銀行名を出すと、融資枠設定料 (Commitment fee) として一五〇万ドルを支払わなければならないからである。しかし、銀行債権者は、アリゲニー案に対しては不安を抱かざるを得ず、その上ジャポニカ案が実行可能かどうかはつきりしない状況のもと、まったく見通しが立たない事態に直面していた。そして、この間にも銀行はその債権を売却し、ジャポニカはそれを買集めていった。

4 敵対的買収の成功

ジャポニカとしては、アリゲニー・インターナショナル買収に融資する銀行を確保するために、同社の内部に入り込み、各事業部門を見て回り、今まで示されてきた財務情報を検証するため帳簿類をチェックする必要がある。そして、ジャポニカへの資金提供を決定する判断材料として、ジャポニカはその分析を銀行に渡すことになっていた。カザリアンとリーダーマンは、同社とその弁護士に対して、何ヶ月間も資料提供を書面で要求した。例えば、ジャポニカは会社の評価報告書 (appraisal report) を要求した。それは、ジャポニカがアリゲニーに評価費用の二五、〇〇〇ドルを支払った場合だけ、アリゲニー側が提供することに合意したものであった。もちろん、ジャポニカはその支払いを望まなかった。また、ジェームズ・ミリガンに対して、部門毎と会社全体の売上高および収益見通しを要求し、かなり執拗に請求した結果、同社はいくつかを送付してきた。しかし、カザリアンによると、その報告書は家庭用品部門が除外されており、その部門こそ大いに問題だった。会社側は外部者に取引上の秘密が暴露されるのを嫌い、同社経営陣はジャポニカ案が実現可能だと判断するまでは、ジャポニカに

何も与えようとはしなかった。逆に、アリゲニーの弁護士たちは、ジャポニカに対して、その資金調達案を裁判所の審理の中で開示することを要求した。両者はそれぞれの要求を譲らず、膠着状態に陥っていった。

このような膠着状態の中、ジャポニカは優位性を確保することに成功した。というのは、ジャポニカが銀行債権を購入しつづけたことで、銀行債権者クラスの三分の一を上回る比率を取得することに成功し、会社案を阻止することが可能となったからである。その上、会社側に対して、ジャポニカは自らが実際に資金を準備していることを知らせることもできた。というのは、同年三月一日、ジャポニカに債権を売却した銀行名が、裁判所に届出されたからである。同社は驚くと同時に、関心を示した。ジャポニカが銀行債権を購入している理由は、会社側の再建案を阻止する以外には考えられず、それは腹立たしいことだったが、同社役員たちは、ジャポニカが簡単に退けられる相手ではないとようやく考え始めた。しかし、同時に会社側は、ジャポニカが同社の買収を打ち切るのではないかと疑い始めた。確かに、ジャポニカは資金を持っていたが、その供給が無制限というわけではなく、カザリアンとリーダーマンが受託者としてのデュー・ディリジェンスを果たし、デイストレス状況に陥っている同社を詳細に分析すれば、彼らはその欠陥を見出し、今まで同社に接近してきたすべての買収者と同様、その場から逃げ去ってしまうかもしれないと考えたのである。

このように、ジャポニカに対してどのように対応するかについて会社側に動揺が生じるなか、予定通り三月三〇日に会社案に対する投票が締め切られたが、ジャポニカが反対投票を行なったために会社案は否決された。そして、ジャポニカは独自の再建案に向かって動き始め、将来的に貸し手となる銀行に提供するのに必要とされる、アリゲニーの営業活動および財務状況に関する分析を続けた。その際、ジャポニカ側は大口債権者の立場から同社に対して様々な情報提供を求めたが、会社側の対応はかなり混乱したものだ。一方で好意的に情報提供し、

場合によっては会社に対する意見や不満を表明し、助力を求める下級経営者もいれば、他方ではジャポニカを敵視し、さまざまな形で情報提供をサボタージュする幹部もいたという。このような混乱は、アリゲニーの業務にも悪影響を及ぼし、従業員の士気も低下した。

いずれにせよ、ジャポニカ側は同社の売上高や収益について、新しい情報入手した。四月一日の四半期終了時点で、アリゲニーは売上高が前年の二億六、八〇〇万ドルから二億五、四〇〇万ドルに低下し、一九八九年第一四半期の損失の四倍に当たる二、〇七〇万ドルの業務損失を計上したことが明らかになった。その主な事業部門は損失を出していた。売上高は維持されていたが、あらゆる経営指標が急落していたのである。

ジャポニカ側は、これらの情報を元に再建案を用意し、それに対する公聴会が四月中旬まで続いた。しかし、ジャポニカの再建案は容易には債権者に受け入れられなかった。というのは、ジャポニカ案では未確定債権のための準備金が相当額積み立てられ、これが債権者に対する弁済額から差し引かれていたために、債権者が満足できる回収額とはなっていないからである。

このような状況の中、ジャポニカはアリゲニーおよび同子会社の無担保劣後債（額面一億三、四〇〇万ドル）の公開買付を実施する。買付価格はアリゲニー債額面一ドルに対し二八から四一セント（債権種類によって異なる）で、子会社債は八四セントだったが、その意図は明らかに自案に対する投票権を増やすことだった。この公開買付は幾分買付価格を引き上げたものの、結果的に成功し、アリゲニー債の六二％と子会社債の三六％を取得することができた。さらに、ジャポニカが劣後債権の大口債権者となったことは、会社側に対しても、他の上位債権者のクラスに対しても心理的な効果をもたらせた。

まず、会社側から両者の案を折衷させる妥協案が示された。つまり、ジャポニカ側を経営トップの一角に招じ

いれるという案が示され、具体的な条件交渉も行なわれたが、交渉は決裂し、実現には至らなかった。しかし、上位債権者の一角を占める保険会社はジャポニカとの交渉の席につき、結果的にその債権を売却することで合意が成立した。これによって、ジャポニカ側が取得した債権総額は、会社側の示した株式交換案で株式に換算すると、五一%に達することとなった。事実上、ジャポニカは買収に成功したのであるが、そのためには再建案が承認される必要があった。

この段階でも、銀行債権者にはジャポニカによる買収を不服とするところもあった。すなわち、銀行側からすれば、優位に立ったジャポニカに対して残りの債権を売却するとしても、買い叩かれることが予想され、また持ちつづけるにしても、小口株主の地位に甘んじなければならなかったからである。そこで、銀行側は会社案に盛り込まれていた「毒薬条項」の適用を主張し、四五%以上の株式を所有することになるジャポニカが、他の株主から最高値で株式を買い取る義務を負うことを要求した。

ジャポニカと銀行側は交渉し、七月ジャポニカが銀行側の債権を額面一ドル五セントで購入することで決着した。また、銀行側との交渉が決着したことで他の無担保債権者との合意も成立した。さらに、会社側とも現経営陣に一定の権利分割額を支払ったうえで、退任させることで和解が九月に成立した。

5 買収の結果

ジャポニカの再建案によって、銀行は元本の一〇五%（プラス利子）を回収し、その他の債権者は、一株当たり七ドルを得るか、またはストック・ワラント（株式を買う権利）当たり一・五三ドルを得るかを、四五日間に選択する権利を得た。株主は一株一六セントをストック・ワラントで得ることとなった。

また、ジャポニカに出資した二つのバルチャー投資家は、二億一、〇〇〇万ドルを同社のために支払っただけだった。そのうち、一億二、五〇〇万ドルは結審前の債務購入であり、八、三〇〇万ドルはその他の支払いであった。ジャポニカはスタインハート・ミューチュアル・シリーズのパートナーシップは、会社側の現金三億二、五〇〇万ドルを使うことができたため、銀行からの借入れは一億二、五〇〇万ドルだった。支払い合計額は、六億六、〇〇〇万ドルで、ジャポニカが昨年一月の同社に買収を仕掛けた時の六億八、三〇〇万ドルよりも少ない額だった。彼らの費用は、コンサルタント、監査役、鑑定人、弁護士および銀行の融資担当者などに対する手数料で、合計一、五〇〇万ドル弱であった。充分に利益が出て、ミューチュアル・シリーズのマイケル・ブライスによると、「格付けAクラスのバランス・シートに相当した」という。このパートナーシップはサンピーム・オスター社の九九%を所有（一%は浮動株）し、ミューチュアル・シリーズとスタインハートで過半数を占めた。

さらに、ジャポニカ側の二人については、カザリアンは年収一五〇万ドル、リーダーマンは二六万ドルから始めた。ただし、カザリアンは、このバルチャー・パートナーズとその関係者がこの倒産案件で得た手数料九二万三、〇〇〇ドルからは、全く報酬を受け取っていなかった。逆に、リーダーマンはそこからかなりの分け前を得たことになる。そして、両者はかなりの株式を得ることになっていた。

アリゲニー社は、一九九一年春までに、二種類の新型オスタライザー、スタンド型ミキサ、さらに新型アイロンなど、彼らは一〇種類の新製品を導入することになっていた。一九九一年の一月から九月の間に、同社は三、五〇〇万ドルの収益をあげた。これは前年の四、〇〇〇万ドルの損失と比べると大きな立ち直りを示した。

このバルチャー投資家たちがどの程度利益をあげたのかを見ておこう。一九九一年末で、ミューチュアル・シリーズの投資価値は、同ファンド独自の株式評価によれば、帳簿上約二倍となった。プライスはこの投資を、かつてない大成功とみている。彼によれば、「われわれは株式相場、景気、金利などの見通しが悪い時期に、「買収を」終結させなければならなかった。非常に難しい時期だった。しかし、この時期、この買収物は、われわれが今までに買った買収物の中で最も割安だった」。では、どのくらいの期間、資金を投資していたのだろうか。これについては、「長期投資を行なった」というが、彼らは当然利益をあげたと思われる。一九九二年現在、彼らにはいくつもの選択肢がある。「というのは、会社の資本構成が合理的だからだ」とデビッドソンは言う。「例えば、IPO（新規株式公開）も可能だ。また、この事業に関心をもつ戦略的な買収手に売却することも可能だ。さらに、なにもせず毎年巨額の配当を払うことだってできる。われわれは慎重にこれらの選択肢を維持し、決して会社をばらばらにしないように決意した。会社はひとつの単位であり、様々な事業を行うことでシナジー効果を発揮するからだ」。一九九一年末時点で、スタインハート・パートナーズの運用資産のうち最も大きな割合を占めるのがアリゲニー・インターナショナルの株式である。

ジャポニカとその投資家は、アリゲニーの件では抜け目なかったが、幸運でもあった。彼らは、現金を渴望していた債権者グループをうまく利用するには絶好のタイミングで現れた。「それは丁度お詫え向きの機会であり、まさに幸運だった」とプライスは言う。「われわれはアリゲニーの件では本当に幸運だった。しかし、われわれは、倒産企業の財務資料の分析方法、倒産企業の経営者が隠している事柄の把握の仕方、銀行債権の割安な購入方法、再建案の作成と資本構成の決定方法、さらに利害対立者との交渉方法について、入念に準備した。したが

って、われわれは相当のノウハウを持っていた。確かに、能力と資金を備えていたが、それが運を呼びこんだ」。

アリゲニー・インターナショナルのような事例はそうありそうもない。ジャポニカの積極的な戦略は尋常ではなかった。というのは、ジャポニカ・パートナーズの間達尋常ではなかったからである。同社とその倒産の歴史もまた、サンビーム・オスターの真価がなかなか理解できなかったように、尋常ではなかった。しかし、全く同じというわけにはいかないかもしれないが、倒産企業に対する敵対的買収は、ジャポニカが手本を示したので、今後もし起りうると思われる。

一九九二年を通じて、サンビーム・オスターは売上げと収益を伸ばしつづけた。八月には、同社は二、〇〇〇万株の株式を公開し、二億五、〇〇〇万ドルを調達した。そのうち、七七％がミューチュアル・シリーズ、スタインハート、およびジャポニカの手元に残ったとされている。

ただし、彼が自分一人の利益のためだけに、エネルギッシュだったことも明らかだった。一九九三年一月、リーダーマンは役員会で、カザリアンが最高幹部たちに不合理な要求をしているとして非難し、審議の結果、役員会はカザリアンを解任した。

しかし、彼はもう一度ジャポニカのパートナーとして、リーダーマンと争うことになった。翌年一月まで、ミューチュアル・シリーズとスタインハートはそれぞれ約三、〇〇〇万ドルを手に入れ、一〇億ドル以上の評価益を有していた。他方、ジャポニカは二億ドルだった。リーダーマンは、カザリアンを提訴し、その三分の二を要求したが、カザリアンは九九％を自らが取得することを主張した。そして、かつて双子といわれた二人は敵対関係になってしまった。

また、その後何年もの間、ミューチュアル・シリーズ・ファンドは、サンビームの投資から利益をあげてきた。

というのは、現在同ファンド・グループの社長である、ランガーマンによると、彼らはよい機会を見て保有株を売却していったからである。彼の推計によると、同ファンドは株式売却によって、サンビームに対する当初投資額六、〇〇万ドルの四倍以上の利益をあげた。現在プライスが会長を務める、フランクリン・ミューチュアル・シリーズ・ファンドは、一九九九年春の時点で、まだ同社の株式を一六%保有しているので、その収益はさらに大きくなる可能性があった。しかし、同ファンドがそれを得るにはまだまだ当分時間がかかりそうである。というのは、同社の株価は、一九九八年三月の五三ドルの高値から、一九九九年八月初旬、六ドル以下にまで下がっているからである。

(1) 本稿は、Hiary Rosenberg, "The Vulture Investors," John Wiley & Sons, Inc. 2000 (松尾順介はか訳で六月に日本経済新聞社から日本語版が刊行される予定) をもとにした。

(2) ジャポニカの反対投票により会社案は一旦否決されたが、直後に会社側からジャポニカの反対投票は買収目的によるものであるために無効であるとする動議が提出され、審理中となっていた。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)