

米国企業の配当リキャップ (Dividend Recapitalization)

〜リキャップCBの原型〜

志馬 祥紀

1 はじめに

本稿では、米国の配当リキャップ (Dividend Recapitalization) 取引の枠組みや現状について説明する。これは我が国において、近年活発なファイナンスが行われている「リキャップCB」取引の原型と考えられる取引である。

(1) リキャップCB発行の増加

我が国では、近年リキャップCBと呼ばれる、転換社債型新株予約権付社債（いわゆる「転換社債」、以下「CB」と表記）の発行と自社株買いを同時に行う形の、企業ファイナンスが相次いで行われている（図表1を参照）。当該CBの発行はクーポンを0%とするゼロクーポン型が主流であり、その背景には「株主重視政策の一端としての自社株買い」や「資金調達に際しROEを重視する投資スタイルの浸透」があるとされる。当該取引は銀行借入や普通社債の発行と異なり、発行企業に利払いの必要がなく、またCBの発行後、株価が上昇しCBの普通株への転換が進んだとしても、発行株式数は（当初増資した場合よりも）少なくて済む等のメリットが

あるとされる。また発行企業の財務指標上、一株当たり純利益（EPS）が上昇することから、CB発行後の株価は上昇するケースが多いとも言われる。

日本におけるリキャップCBの活性化に先立ち、米国では二〇〇〇年代より、“Leveraged Dividends Recapitalization”（またはDividends Recapitalization）と呼ばれる、未公開株を対象とする株主利益還元策（負債性調達資金による配当増）が活発に実施されている。リキャップCBは、米国S Leveraged Dividends

図表1 最近の主なリキャップCB一覧

発行決議日	社名	募集総額 (億円)	発行市場	募集方法
2008年2月26日	ヤマダ電機	1,500	海外	公募
2008年2月28日	ジェイエフイーHD	3,000	国内	第三者割当
2008年5月13日	アサヒビール	700	海外	公募
2008年12月8日	パロー	40	国内	第三者割当
2010年2月12日	テンブHD	50	国内	公募
2010年2月12日	日本ハム	300	国内	公募
2011年2月17日	ヤマトHD	200	海外	公募
2011年8月3日	マクロミル	50	海外	公募
2011年11月28日	KDDI	2,000	海外	公募
2012年3月6日	イオンクレジットサービス	300	海外	公募
2013年4月8日	日本セラミック	80	海外	公募
2013年4月9日	静岡銀行	5億ドル	海外	公募
2013年7月9日	岩手銀行	1億ドル	海外	公募
2013年9月3日	ベストプライダル	50	海外	公募
2013年12月4日	山口フィナンシャルグループ	3億ドル	海外	公募
2014年3月7日	日本ハム	300	海外	第三者割当
2014年4月2日	山形銀行	1億ドル	海外	公募
2014年4月8日	常陽銀行	3億ドル	海外	公募
2014年5月22日	東レ	1,000	海外	公募
2014年5月27日	ヤマダ電機	1,000	海外	公募
2014年7月7日	カシオ計算機	100	海外	第三者公募
2014年9月2日	ユーシン	40	海外	公募
2014年9月17日	アデランス	100	海外	公募
2014年9月17日	エディオン	150	海外	公募
2014年12月4日	ケーズホールディング (ケーズデンキ)	300	海外	公募
2014年12月9日	東邦ホールディングス	150	海外	公募
2015年2月16日	LIXILグループ	1,200	海外	公募

(出所) アイ・エヌ情報センター資料に一部追記

Recapitalizationのスキームが我が国に取り入れられたものと考えられる。

米国における“Leveraged Dividends Recapitalization”（以下「配当リキャップ」）は、我が国におけるリキャップCBを巡る動きや株主利益、コーポレート・ガバナンスを考える上で参考になると思われることから、以下、同配当リキャップのスキームや動向等について説明する。

2 米国における配当リキャップ

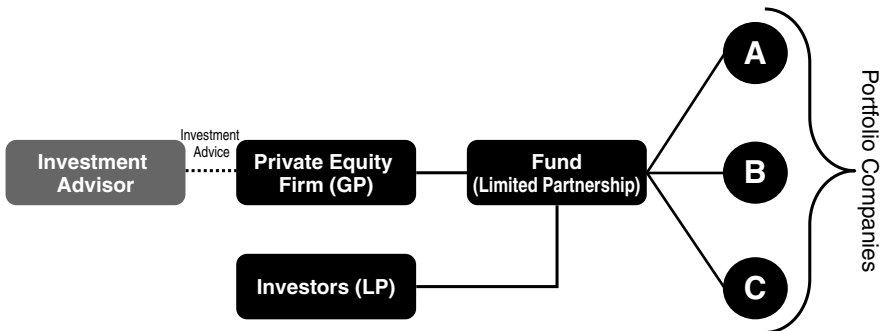
(1) スキーム

図表2は、配当リキャップの基本的なスキームである。配当リキャップは、原則として未公開企業を対象とする投資活動であり、上場企業を対象とするリキャップCBとは投資家（株主）——企業間の関係が異なっている。

図表中、中心に位置するのがプライベート・エクイティ・ファーム（あるいはグループ、以下PEG）であり、同社が配当リキャップにおける意思決定者である。

PEGは未公開株を対象とする投資家であり、単独で行動する場合もあれば、他の大口投資家（Investors）、あるいはファンド（LP）と共同で図中右側に位置するファンド（Limited Partnership）を組成するケースもある。この場合、ファンド（LP）が活動の中心となる。またPEGには

図表2 配当リキャップの投資家構造



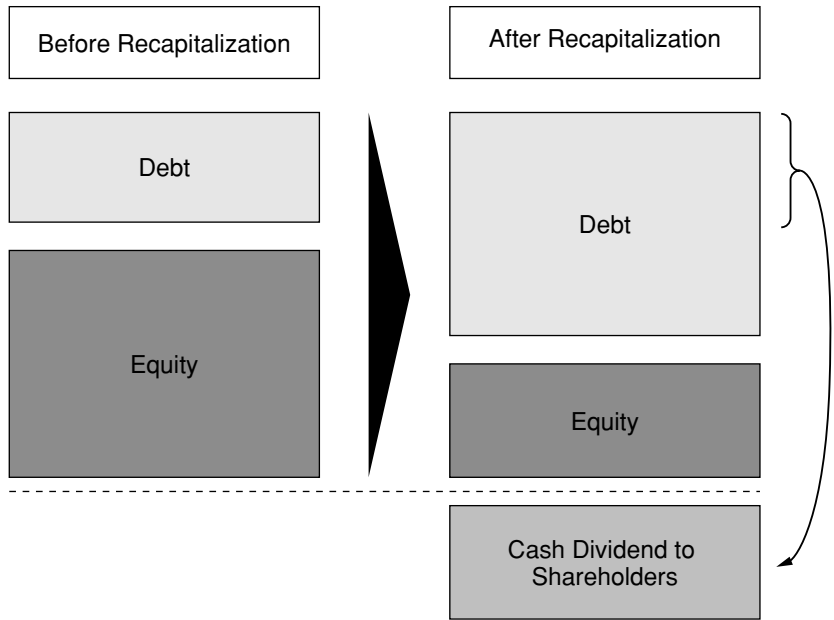
(出所) Ali Salehi-Sangari and Oskar Hellqvist (2014)

投資に関するアドバイスを行う投資顧問 (Investment Advisor) がつくケースもある。図中の A、B、C 等の記号は、PEG による複数の未公開の投資対象企業 (Portfolio Companies) を示している。

図表 3 は、配当リキャップを実施する企業の貸借対象表のイメージである。当初、株主資本である Equity 部分の比率が負債である Debt 部門の比率を上回っている。しかし配当リキャップ実施後は、(総資産金額は不変のまま) 両者の比率は逆転している。そして、負債比率の上昇部分に相当する部分が、現金で株主に特別配当として支払われる。

こうした配当リキャップは PEG 等の投資対象企業のオーナー株主^①が、そのリミテッド・パートナーシップ (ファンド) に特別配当を行う為に新規に負債を新規発行させる際に行われる。リミテッド・パートナーシップは、図表 2 のように、投資対象企業の買収に資金を提供した投資家で構成さ

図表 3 配当リキャップのスキーム



(出所) http://en.wikipedia.org/wiki/Dividend_recapitalization

れる。

対象となる企業は銀行借入や社債発行（高利回りの低格付け債（いわゆるジャンク債）等の負債形態で資金を調達し、得られた資金を特別配当の形で株主へ支払う。この結果、企業における内部留保は減少、負債比率が増大する。

配当リキャップは未公開企業への投資資金を回収する手法の一種であり、当該企業を他の同業他社（ライバル企業）等への売却や、株式公開（IPO）等と並ぶ手法となりつつある。例えば、あるPEGが1000万ドルの現金をある企業の取得に投資した場合、1000万ドルを配当リキャップで回収することもできる。簡潔に言えば、当該企業買収を行った株主へのボーナスとも言える。しかし、それは対象企業の負債負担を拡大し、結果として普通株主及び債権者にデフォルト・リスクを増加させるといふ、ネガティブな側面も存在する。

（2）配当リキャップの動向

図表4は、配当リキャップに関する負債発行の推移を示している。

配当リキャップは、負債調達企業が未公開企業であることから、取引所統計のように精度の高い統計数値はない。しかし、借入・社債発行等の負債の調達目的データから、ある程度までその発行市場規模を推計できる。上記グラフはS&P Capital IQ LCDが発表しているリキャップを目的とする負債市場の発行額推移である。

同グラフによれば、配当リキャップは2004年頃から取引が拡大し2007年には490億ドルまで負債調達規模が拡大した。しかしリーマンショック発生の2008年及び翌09年の発行額は10～30億ドルまで低迷している。その後、2010年以降再び拡大がはじまり、2013年には最高値の700億ドルを記録した。

リーマンショック後の拡大理由として、株価低迷や金利低下を背景として、PEGが保有ポートフォリオ内の株式を短期的に売却せず、配当リキャップによるリターンの取得及び株式の継続保有へと投資姿勢が変化したことが指摘されている。

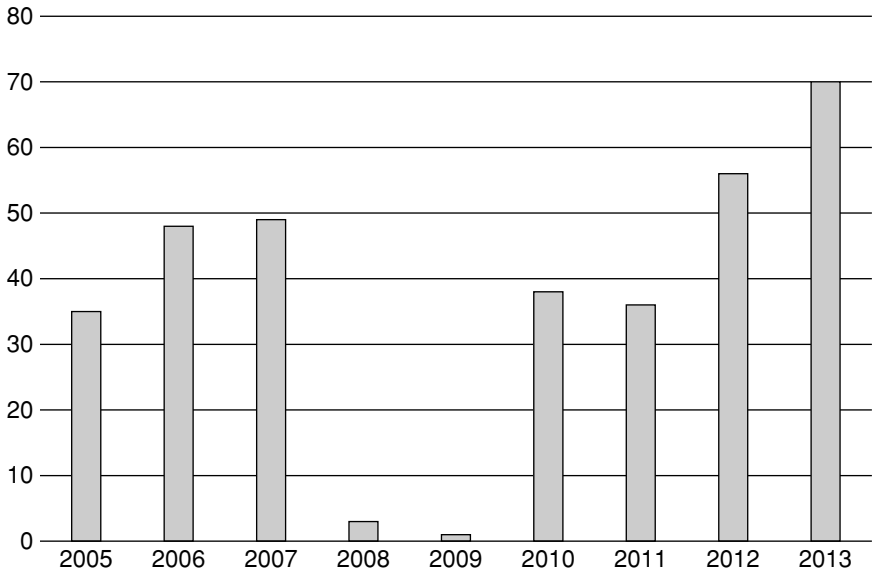
(3) 配当リキャップが選択される理由

PEGが配当リキャップをリターン獲得手段として選択する理由を考えるには、投資ファンドによる他の選択肢との比較が分かりやすい。以下では、配当リキャップと、その代替的な手法について説明する。

① 企業の売却

投資先企業株式を他企業（他の同業者企業が多い）に買収することは、バイアウト型ファンド（PEGを含む）が最も好む手法である。しかし経済成長率が低迷する環境下においては、他企業への売却が（考えられる限りの）高値で実施され、高リターン

図表4 配当リキャップに関する負債発行状況
(Recapitalization Loan Volume (\$ in billions))



(出所) S&P Capital IQ LCD

を得ることは難しい。投資対象企業のビジネスについて、今後数年間、売り上げ増・収入拡大が継続すると予測される場合、多くのPEG及び普通株主はその間企業の成長を維持しながら、より多くのリターンを得るため将来の企業売却の機会を窺うことが多い。

② 株式公開（IPO）

株価が低迷している状況下では、IPOはしばしばリスクかつ予測困難であり、PEGが投資の理想的出口として選択することは（ほとんど）ない（図表5を参照）。

③ 配当リキャップ

配当リキャップの対象となる企業は、高い収益力（豊かなキャッシュフロー）と比較的低い負債比率を特徴とする。強いキャッシュフロー（及び高い信用力）を有する企業は、配当リキャップによって増加した負債比率を相対的に速やかに引き下げることが可能であり、日常の活動に多くの資本（現金）を必要としないサービス業等が配当リキャップに適している（言い換えれば、配当リキャップは、ビジネス活動に多くの資本（現金）を必要とする重工業、不動産業、他の資本集約産業には向いていない）。

PEGは配当リキャップを使用することで、対象企業のビジネスに含まれる非流動的な価値を開放しつつ、引き続きオーナーの利益を保有することができる。この特徴により、配当リキャップは、PEGのみならず、経営者としてビジネスを継続しつつ、企業の成長の成果を得たいオーナー創業者にとっても有力な選択肢とされる。

また米国の税制は、PEGにとって、企業を売却するよりも、配当の形でリターンを得る方が、税制上有利な面がある（同税制は、一定の資格を満たした形の配当に適用される）。

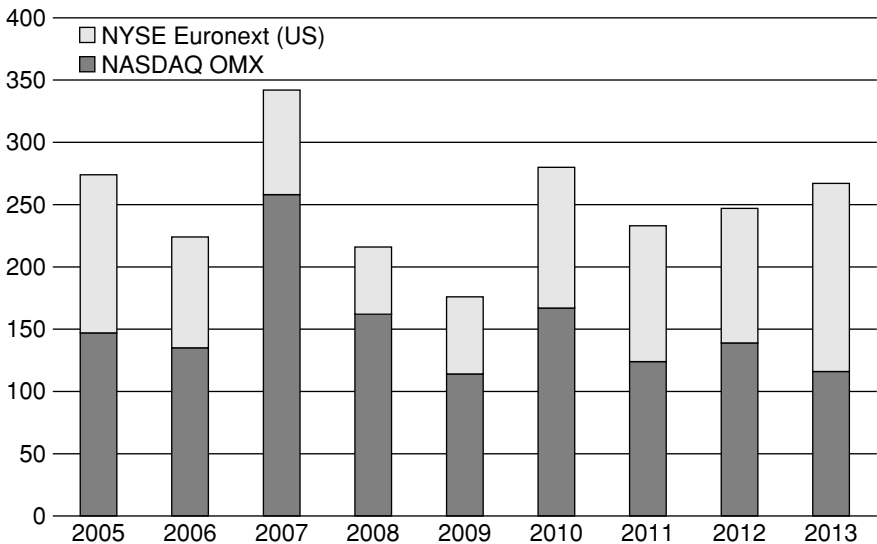
これらのメリット・デメリットに基づき、PEGは投資企業からのリターン獲得手段を決定している。

そして、リーマンショック後、配当リキャップの規模が拡大している背景には、同手法が企業売却・株式公開等に比して、低金利・低株価の環境が追い風になっている点も見逃せない。低金利の市場環境は、(一定の財務基準を満たす)企業に、高利回り社債による資金調達についても、低コストの発行(＝支払利息負担の低減)を可能としている。

また、PEGなどのファンドマネージャーにとって、低株価の市況の継続が、配当リキャップの相対的な投資魅力を再認識させたとも言われている。

なお、PEGに買収された企業にとって配当リキャップがメリットと考えられるのは、配当リキャップは高い品質をもち、強いパフォーマンスを示す企業にのみ適用可能であり、当該企業は経営体質が強いことの証左であるとされる点である。また、配当リキャップを経験した企業のデフォルト率はわずか六%であり、投資ファンド等による株式取得の初期段階でLBO(レバレッジド・バイアウト)された企業の平均一一%に比べて低いとの特徴も指摘されている。

図表5 新規上場会社数



(4) 配当リキャップの実例

以下では、有名企業による配当リキャップの実施事例について紹介する。

① バーガーキング (Burger King Holdings Inc.)

ハンバーガー・チェーン大手のバーガーキング社は、二〇〇六年の株式公開前に PEG (Bain Capital, Goldman Sachs Group Inc., TPG Capital) に対し三億六七〇〇万ドルの配当を行った。当該配当支払いのために、同社は負債を調達している。(なお同社はその後、米投資会社 3G キャピタル (PEG) に買収され、二〇一〇年一〇月から株式非公開企業となっていたが、ロンドン上場の投資会社 (Justice Holdings, Limited) と合併後、ニューヨーク証券取引所に再び上場している (二〇一二年)。

② ハーツ社 (Hertz Corp.)

自動車レンタルのハーツ社は、二〇〇六年に株主である PEG (Clayton Dubilier & Rice Inc., Carlyle Group) 及びメリルリンチ社の買収部門に配当支払い (一〇億ドル) を行うために負債を調達した。これら株主は配当に先立つ数か月前 (二〇〇五年九月) に一五〇億ドルで同社を買収している。なお、ハーツがその後株式を公開した際 (二〇〇六年一月) に、株価は一般の予想よりも低くなっていたことが指摘されているが、アナリスト達はその理由の一つに上場前の配当を挙げている。

③ シモンズ・ベット (Simmons Bedding Co.)

同社株主の PEG (Thomas H. Lee Partners) はマットレス・メーカーのシモンズ・ベット社について、二〇〇七年中に少なくとも二度配当リキャップを実施させており、うち直近の配当額は二億七五〇〇万ドルに達していた。しかし同年シモンズ・ベット社は債務利子の支払い問題を起こし、二〇〇九年には米連邦破産法十一章を

申請し事前調整型倒産を実施した。

④ ワーナー・ミュージック社 (Warner Music Group)

ワーナー・ミュージック社の株主であるP&G (Thomas H. Lee Partners, Bain Capital and Providence Equity Partners, Edgar Bronfman Jr.) は二〇〇五年五月に一四億ドルの配当を受けている。当時のウォールストリートジャーナル社の記事によれば、支払いの一部はキャッシュフローに由来し、一部は負債によるという。

(5) 配当リキャップの負の側面

前節の事例についても見られるように、配当リキャップは対象企業の債権者や従業員等にとって、必ずしも望ましい形となっていない事例が存在する。以下では、配当リキャップ取引にかかる負の側面について紹介する。

まず、配当リキャップは、自己資本比率が高い企業ほど対象となりやすく、配当リキャップが実施された後は、結果として当該企業の負債比率が増大、財務状況は悪化する。従って、その実施に先立ち、対象企業の財務状況について適切なデュー・デリジェンスが必要となる。具体的には配当リキャップに伴う負債水準が管理可能であるか、キャッシュフローの観点から問題がないか、が問題となる。もし適切なデュー・デリジェンスが行われずに配当リキャップが実施された場合、結果として企業の経営を損ない、長期的な戦略の立案を困難にする可能性がある。

また、経済環境の変化に伴い、金利の上昇局面において、配当リキャップの元利支払いが著しく増加した場合、当該企業には成長の原資である現金が少ないことから、財務責任者(CFO)の負担は拡大することが予想される。こうした配当リキャップの負の側面には注意が払われる必要がある。

(6) 配当リキャップとリキャップCBの比較

図表6は、これまで述べた内容に基づく、米国における配当リキャップと我が国のリキャップCBの概要を比較したものである。両者には、幾つかの共通点が存在する。

まず、共通点としては、低金利を背景とする経済環境が挙げられる。金融政策の結果もたらされた低金利の市場環境は、負債の調達コストを引き下げること、結果として配当リキャップ・リキャップCB（の発行）の実施を容易にしている。また、企業財務の面では、負債調達の拡大による負債比率の上昇（＝デフォルトリスクの上昇）が発生する一方で、株主にとっては配当収益の拡大というメリットをもたらししている点も共通している。

（なお、一部報道によると（参考情報を参照）、アジア太平洋地域のプライベート・エクイティ会社の間でも「配当リキャップ」が拡大している。背景には低金利により金融市場がバブル的な様相を呈していることや、PEGにとってIPOによる投資回収の見通しが立ちにく

図表6 配当リキャップ・リキャップCBの概要比較表

	配当リキャップ	リキャップCB
実質的な意思決定者	PEG	取締役会
受益者（株主）	PEG	一般株主
資金調達手段	・債券（ジャンク債）発行 ・銀行借入	CB（新株予約権付社債）
直接的な資金調達コスト	債券・銀行借入の支払金利	なし (CBは0%クーポン)
債務の状態	負債増加	負債増加
株式	非上場	上場
株主報酬の形態	多額の配当	自社株買い（に伴う株価上昇）
実施理由	・IPOによる高リターンが期待できず ・企業売却に時期が不適切 ・税制上のメリット ・金利の低さ	・実施コストの低さ (CB金利0%) ・株主への利益還元 ・投資への原資
問題点・リスク等	・負債比率（＝デフォルトリスク）の上昇 ・長期経営計画の設定困難化	・負債比率（＝デフォルトリスク）の上昇 ・既存株主の持株比率希釈化 (CB→株式転換が進んだ場合)

くなっているという事情がある。二〇一〇年代に入り、日本・オーストラリアを除く同地域の配当リキャップの実績は二年間に三〇億ドルで、数年前のほぼゼロから急増しているという。

これら配当リキャップ及びリキャップCBの共通点は、(公開企業と未公開企業が対象となっている違いもあるが)、株主への配当政策をどのように考えるかという点である。こうした低金利を背景とする負債調達拡大・配当支払い拡大のコーポレート・ファイナンスのあり方は、今後の我が国企業のコーポレート・ガバナンスやファイナンスの方針を考える上で、大変興味深いものがある。

注

- (1) PEGは対象企業の優先株を保有するケースも多い。また以下の内容は、対象企業の創業者兼オーナー株主がオーナーとして投資利益を回収する事例にも該当する。

参考文献

- ・ Ali Salehi-Sangari and Oskar Hallqvist (2014), "The effects of leveraged recapitalizations in private equity portfolio companies", 2014 September (<http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:750499/FULLTEXT01.pdf>)
- ・ Jennifer Rossa (2009), "The Ghost Of Dividend Recaps Past" (<http://blogs.wsj.com/privateequity/2009/08/21/the-ghost-of-dividend-recaps-past/>)
- ・ Matthew Bristow, "Dividend Recapitalizations: Cash Alternatives for Private Equity" The Journal Record, November 29, 2010 (<http://journalrecord.com/2010/11/29/dividend-recapitalizations-cash-alternatives-for-private-equity/>)

- ・ Wayne Wilson (2007), "7 WAYS TO MONETIZE YOUR EQUITY", Wayne Wilson & Company (http://waynewilson.typepad.com/newsletter_jun_07/2007/06/7-ways-to-monet.html)
- ・ Stephen Aldred and Michael Flaherty (2013) 「マシマのPE企業で広がる配当リキャップ、手法に賛否」、ライター通信二〇一三年一〇月二一日付配信記事 (<http://jp.reuters.com/article/JPbusinessmarket/idJPTYE99A03Z20131011>)

(しま よしのり・客員研究員)