

モルガン・スタンレーによる負債の買入消却 (デット・バイバック)

岩谷 賢伸

■ 要 約 ■

1. モルガン・スタンレーは、2008年度第4四半期に、信用リスクの高まりによって急激に開いたクレジット・スプレッドを利用して、積極的に市場から自社発行の社債などを簿価よりも相当低い価格で買入消却し、合計23億ドルもの償還差益を上げた。
2. 同様の負債の買入消却は、他の金融機関や事業法人でも実施されている。特に、LBO後、依然として多くの負債を抱える企業の間で負債の買入消却は広がりにつつある。
3. 自社の本来の信用力に比して不当にクレジット・スプレッドが開いていると考える企業の経営者が負債の買入消却を行うのは、資産の効率的活用の観点からは十分検討に値する財務政策だと思われる。加えて、負債の買入消却には、財務レバレッジを下げる効果があり、格付けの改善につながる可能性もある。ただし、社債などを市場から買い付けるには、ある程度以上の発行残高と、流通市場での流動性が必要である。
4. 投資家の立場からは、負債の時価評価や買入消却による利益が、投資先企業の収益の大半を占めるような場合は、企業の信用悪化が本業に与える悪影響などに注意する必要があるだろう。

I モルガン・スタンレーの第4四半期決算

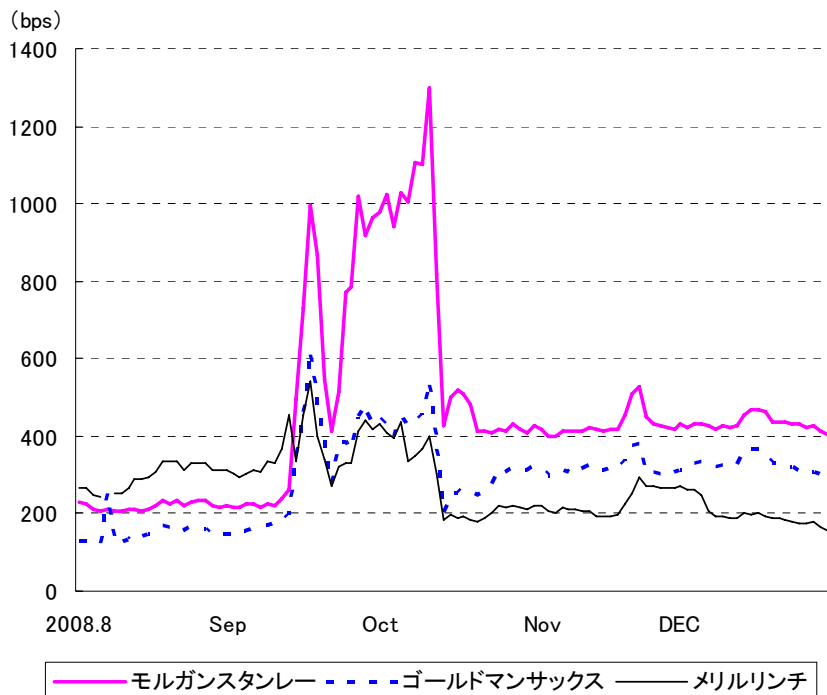
2008年12月17日、米国大手投資銀行のモルガン・スタンレーは、2008年度通年及び第4四半期の決算を発表した。通年では15.88億ドルの純利益を確保したが、第4四半期は23.65億ドルの純損失となった。四半期ベースで純損失となるのは、2007年度第4四半期(35.88億ドルの純損失)以来だが、損失の規模がこの程度に収まった要因として、負債の評価益に加え、負債の買入消却(デット・バイバック)による償還差益の計上を指摘できる。

II 負債の買入消却

2008年度第4四半期(2008年9~11月)に、モルガン・スタンレーは合計124億ドルの負債(社債などで年限は様々)を市場から買入消却し、23億ドルもの償還差益を上げた。加えて、買入れた負債の金利リスクをヘッジしていたスワップ契約が、負債買入の結果、公正価値ヘッジの適格性を満たさなくなり、トレーディング目的有価証券として時価評価されて損益に含められ、11億ドルの評価益が出た。

このように負債の買入消却から合計34億ドルもの利益を得ることができたのは、第4四半期に同社の信用リスクが高まり、クレジット・スプレッドが大きく開いたからである。同社のクレジット・デフォルト・スワップ(以下、CDS)のスプレッド(5年物)を見ると、リーマン・ブラザーズが破綻した9月15日に、以前の200ベース・ポイント(以下、bps)台から500bps近くまで跳ね上がり、9月17日には1,000bpsに達した(図表)。その後、同社の銀行持株会社化や三菱UFJフィナンシャル・グループによる出資の発表を経て少し落ち着いたが、その後も金融不安が収まらない中で再びスプレッドが開き、財務省が10月14日にTARP(不良資産救済プログラム)の下で2,500億ドルの金融機関への公的資金注入の実施を発表するまで最大1300bpsまで拡大した。その後は、400bps台まで下がっているが、以前の200bps台からは依然として開きが大きい。同社はこの急激に開いたスプレッドを利用して、積極的に市場から社債などを簿価よりも相当低い価格で

図表 主要投資銀行3社のCDSスプレッド(5年物)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

買い付けたため、会計上の償還差益が出たのである¹。負債の金利変動リスクをヘッジしていた金利スワップは、イールドの上昇により金融派生商品としての公正価値が上がったため、多額の評価益が発生した。以上の一連の取引に関して同社のコラム・ケラハー最高財務責任者は、「信じられないくらい投売りされていた当社の負債を買い戻したのは、我々の株主利益の観点から良い投資判断だった」と決算説明会で述べている。

Ⅲ 買入消却の評価

モルガン・スタンレーの負債買入消却は、レバレッジを高める自社株買いとは逆に、負債を減らし財務レバレッジを下げる効果がある。実際、同社のレバレッジ比率²は、第3四半期の23.4倍から第4四半期の11.4倍に急速に低下しているが、負債買入消却はその一翼を担っている。だが、同社はTARPの下で100億ドルの公的資金注入を受けており、その趣旨は金融機関の貸出業務を活性化させることであるため、同時期に124億ドルものキャッシュを負債の買入に投じたことに対する批判はあり得るだろう。

同様の負債の買入消却は、多かれ少なかれ他の金融機関も実施している。リーマン・ブラザーズ破綻後に盛んに負債の買入消却を行っていたのが確認できたのは、メリル・リンチとJPモルガン・チェースである³。また、事業法人においても、2005年にバイアウト・ファンドによって買収されたデンマークのテレコム企業TDCが、簿価5億ユーロのレバレッジド・ローンで低価格で買い取るなど、LBOされ依然多くの負債を抱える企業の間で買入消却が広がりつつある。加えて、インランド・リアル・エステート・コーポレーション（米国：REIT）、ウィン・リゾーツ（米国：カジノ）、ジェンテック（米国：化学）、YRCワールドワイド（米国：輸送）、ウェアハウザー（米国：林業）、グレンコア（スイス：商社）などもローンや転換社債などの買入を実施（又は予定）している。これらの企業は、より残存期間の短い負債から買入消却を行っているようだ。

自社の本来の信用力に比して不当にクレジット・スプレッドが開いていると考える企業の経営者が負債の買入消却を行うのは、株価が不当に割安になっていると考える経営者が自社株買いを行うのと同じで、資産の効率的活用の観点からは十分検討に値する財務政策だと思われる。だが、現在のような信用収縮時には、負債の時価が発行体の本来の信用力以上に下がっている可能性はあるものの、大抵の会社は非常時に備えて手元流動性を平時よりも厚くする方向に転換しており、大規模に割安な負債を買入消却する財務的余裕のある会社はそれほど多くないかもしれない。また、そもそも社債などを市場から買い付けるには、ある程度以上の発行残高と、流通市場での流動性が必要である。

¹ 124億ドル分の負債を買い付け、23億ドルの償還差益が出たことから、平均して簿価の約85%（ $=124/(124+23)$ ）の価格で買い付けたことになる。

² （レバレッジ比率）＝（総資産）／（有形株主資本）。（有形株主資本）＝（株主資本）＋（劣後債）－（のれん等無形資産）。

³ ブルームバーグより

翻って、投資家の立場からは、負債の買入消却による利益のかさ上げには留意する必要がある。米国では、2007年11月15日以降新たに開始する年度から、財務会計基準審議会（FASB）の財務会計基準書157号「公正価値の測定」に則って負債の公正価値の評価も行われているが、2007年度に同会計基準を早期導入した一部の投資銀行が負債の時価評価により純利益を増やし、投資家やマスコミの批判を受けた⁴。負債の公正価値下落による評価益の計上は、キャッシュの流入を伴わない収益である上、市場から財務の健全性が下がったと評価されたことの裏返しであり、その利益の質は低い。負債の買入消却による償還差益も、キャッシュの流入のない会計上の利益に過ぎない点では負債の時価評価と同じである。負債の時価評価や買入消却による利益が、投資先企業の収益の大半を占めるような場合は、投資家は企業の信用悪化が本業に与える悪影響などに十分注意する必要があるだろう。だが、一方で、買入消却の場合は、実際に将来の元利金支払い負担を減らしており、それが格付けの改善につながる可能性もあるため、ただの時価評価による含み益に比べ、より積極的に評価できるのではないだろうか。

⁴ 例えば、"Wall Street's Latest Illusion Turning Losses into Paper Profits", *Barron's*, April 5, 2008 参照。