

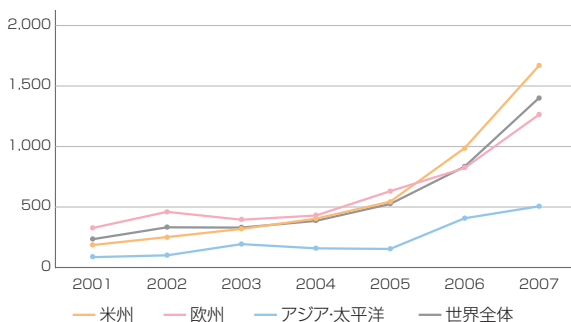
## 異なる欧米とアジアの バイアウト市場

欧米で過去数年、財務エンジニアリング中心に急拡大したバイアウト市場は今後停滞局面に入る可能性が高い。一方、アジアや日本ではバイアウト市場は始まったばかりであり、今後、事業再構築型のバイアウトを中心に、安定的な成長が見込まれると予想される。

### 欧米におけるレバレッジド・バイアウト 市場の加熱

過去数年、欧米におけるバイアウト・ファンドによる公開企業へのレバレッジド・バイアウト (LBO) 市場が急拡大した。LBOとは、負債による外部資金を活用し企業買収を行う手法である。近年の欧米資本市場における過剰流動性の拡大により、バイアウト・ファンドが利用できる外部資金 (レバレッジド・ローン等) が拡大した結果、個々のLBOの案件サイズ (買収金額) は大型化してきた。実際、本年上半期には1案件の平均買収金額は10～20億ドルに達している (図表1)。

図表1 バイアウト案件の平均規模 (百万ドル)



バイアウト・ファンドでは、被買収企業の資本構成の適正化により株主への投資リターンである一株あたり利益 (EPS) を向上させる手法 (財務エンジニアリング) に基づき、高い投資リターンを追及する。近年のLBOの大型化に伴い、バイアウト・ファンドの投資効率率は急拡大し、LBO市場は活況を呈した。

ところで、バイアウト・ファンドが買収先企業の投資リターンを向上させる手法としては、先に述べた「財務エンジニアリング」と「オペレーショナル・ターンアラウンド (事業再構築)」

が存在する。財務エンジニアリングとは、健全なキャッシュフローを持ちながら負債比率が低いために株主資本効率が低水準なままにとどまっている公開企業を、小額のエクイティ資金と多額のデット資金で買収することを前提とする。このような資本構成をとることで、資本コスト (加重平均資本コスト) の削減や、税効果の向上を実現し、一株あたり利益を極大化する手法である。一方、オペレーショナル・ターンアラウンドとは、資本構成だけでなく、買収先企業の事業戦略や業務オペレーションの改善など、企業経営の基本的な側面にもバイアウト・ファンドが積極的に関与することで、企業のキャッシュフロー自体を改善することを志向する手法である。

### LBO市場の縮小に伴う 投資銀行への影響

近年の欧米のバイアウト市場では、多額の負債調達を前提とする財務エンジニアリング型の手法が中心となっていた。レバレッジド・ローンやハイイールド債券などによるデット調達が容易であったことが、近年のバイアウト市場の拡大および案件の大型化の背景となった。ところが、今後は、欧米資本市場におけるレバレッジド・ローンを中心とするデット資金の供給力が縮小し、LBOの黄金期は終わりつつあるとの見方も存在する。

このような見方を前提とすると、バイアウト・ファンドに対するサービス提供で収益を拡大してきた欧米投資銀行の収益状況も悪化すると予想される。欧米投資銀行は、財務エンジニアリング型の案件に関与することで、バイアウト・ファンドに対するアドバイザー業務のみならず、債券の引受、レバレッジド・ローンのシンジケーション、買収先企業の再上場 (IPO) など、さまざまな形態のサービスを提供し利益を得てきた。このようなビジネス・モデルによる投資銀行の収益は今後減少していく可

NOTE

- 1) バイアウト案件において、買収総額に対し調達資金に不足が生じた場合、スポンサーである投資銀行が一時的に資金供給の代替として提供するエクイティのことを言う。外部に転売できない場合、投資銀行の自己エクスポージャーとなりエクスポージャー・リスクを抱えることとなる。かつて80年代には、ファーストボストン社が顧客であるバイアウト・ファンドの買収案件成立のために同様のエクスポージャーをとったが、その後のジャンク債市場の悪化により未実現損失を計上し資本不足に陥った。これが、その後のクレディスイス社による買収につながったとされている。
- 2) バイアウト実行の際にはハイイールド債券が大量に発行されるため、投資銀行にとっては、ハイイールド債券の引受幹事業務は大きな資金源となっている。債券市場が良好でない場合、案件を成立させるために、投資銀行自らがポジションを抱えることになる。このようなリスクを嫌って、違約金(ブレイクアップ・フィー)を支払ってでも案件自体を不成立にしようとの動きが出てくる可能性も取りざたされている。
- 3) 民事再生などの過程で処分される不動産などの割安な資産への投資や、過剰債務に陥り利払いが困難になった債券、デフォルトを起こした債券・ローンなどへの投資を行う手法。

能性が高い。さらに、LBO市場の成長局面で拡大したブリッジ・エクイティ<sup>1)</sup>や、未成立のバイアウト案件への引受・貸出コミットメント<sup>2)</sup>(総額3000億ドルと言われている)などの負の遺産を引きずる可能性もある。このような懸念を背景に、欧米投資銀行では、被買収企業の財務悪化を見越した企業財務リストラクチャリングのアドバイザー・チーム、ディストレス投資(破綻企業への投資)やスペシャル・シチュエーション投資<sup>3)</sup>などに関わるチームを編成・強化し、次の局面に備える動きが出始めている。

### バイアウト市場の拡大の遅いアジア・日本

欧米におけるバイアウト市場の拡大および将来への懸念と比較して、日本やアジアは、欧米とは異なる特徴をもった市場と捉えられる。日本やアジアでは未だバイアウト市場は本格的に立ち上がったとはいえない状況である(図表2)。

図表2 欧米に比べ極端に少ないアジア・日本のバイアウト案件

地域	件数						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 1H
米州	115	105	198	230	190	211	111
欧州	103	99	127	181	214	189	75
アジア太平洋	29	18	43	51	69	71	22
世界全体	247	222	368	462	473	471	208

この一年、過熱する欧米とは対照的に、アジア諸国では重要案件の不成立が相次いだ。例えば、カーライルと台湾ASE社(本年4月不成立決定)、同じくカーライルと中国建機メーカー徐工集団(難航中)などである。韓国においては、韓国外換銀行の買収プロセスをめぐる、ローンスターが韓国国内から感情的な反発を招き、苦境に陥ったことは有名である。背景として、アジアでは、同属経営により所有と経営の分離が進んでお

らず、外国資本による企業支配権獲得への抵抗が根強いことが大きな背景となっている。

また、日本においても、欧米に比べると、株主資本効率という概念は最近のものであり、財務エンジニアリングによるLBOが受け入れられる余地は相対的に低いと考えられる。日本の場合、取引先や従業員を含むステークホルダーに対する経営の意識が高く、株主資本効率への極大化を志向する財務エンジニアリング的なレバレッジ・バイアウトが受け入れられる余地が小さいとの指摘もある。

しかしながら、アジアや日本でも、事業再構築型のバイアウト市場が萌芽を見せる可能性は高いと考える。バイアウト・ファンドは世界中の有力な経営者・有力者との人的ネットワークを豊富に抱えており、バイアウト成立に際し事業戦略面で大きな役割を果たしうる。そのため、海外市場への進出をもくろむ企業や、欧米有名企業を買収する意向をもつ企業では、バイアウト・ファンドと組むことを判断する可能性が高い。今後、再編が進むことが予想される業界では、アウトサイダーとして従来の業界慣行にとらわれず大胆な業界再編を裏で演出し得るバイアウト・ファンドの果たす役割は大きい。

事業再構築を前提とするバイアウトでは、企業価値の改善に長期間を要するため、市場の成長には時間がかかると考えられるが、欧米とは異なり安定的な成長が見込まれるのではないだろうか。



### Writer's Profile



堀江 大介 Daisuke Horie

NRIアメリカ  
シニアリサーチアナリスト  
専門はキャピタルマーケットリサーチ  
focus@nri.co.jp