

# 最近のLBOブームの特徴と背景

伊豆 久

はじめにLBOの世界的拡大

プライベート・エクイティ・ファンドが買収先資産を担保に資金を調達して企業を買収するLBO（レバレッジド・バイアウト）が、日本でも欧米でも急増している。欧米の市場規模は四千億ドルを越え（図1）、日本でも絶対額はまだ小さいものの（昨年二兆四千億円）、前年の三・八倍と急拡大している。

プライベート・エクイティ・ファンドのもう一つの投資対象（手法）としてベンチャー企業（ベンチャーキャピタル）があるが、図2が示すように、ファンドによる新興企業への投資はITバブル後低迷を続けており、現在は、低金利の持続を背景に、安定したキャッシュフローや資産をもつ大企業へのLBO投資が中心となっている。

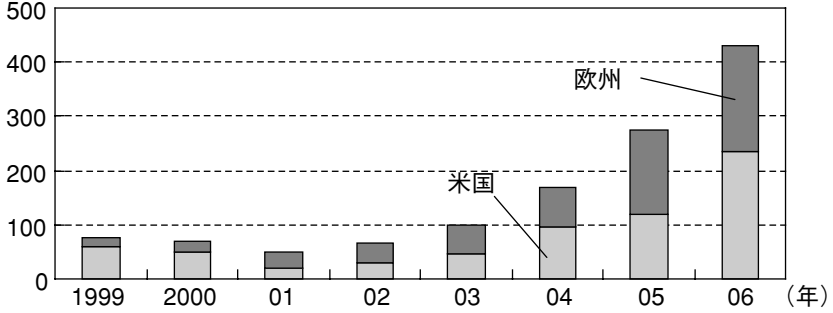
LBOそのものは、一九八〇年代後半の米国でも大きな話題となったが、今回のブームには当時とは異なる特徴も見られる。最近のLBOブームの特徴と背景について、以下、簡単に整理してみたい。

## 1 一九八〇年代との違い

米国では、一九八〇年代後半にも買収ファンドによるLBOが繰り返された時期があった。二五〇億ドルを上回ったKKRによるRJRNビスコ買収劇はその象徴的な案件である。

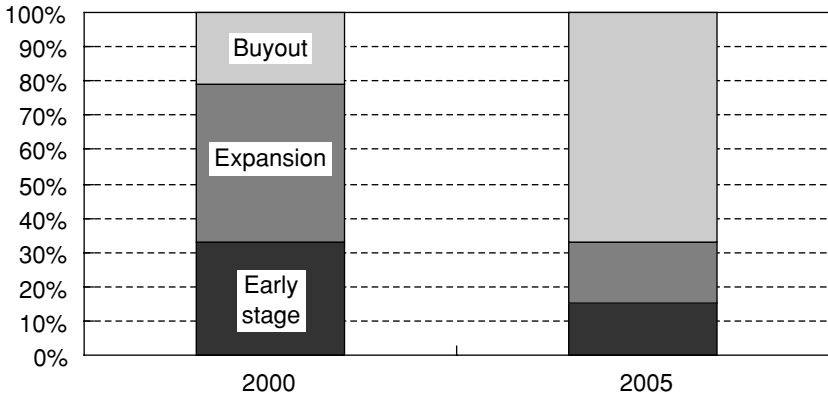
図1 欧米のLBOの推移

(10億ドル)



(出所) "Private equity; The uneasy crown," *The Economist*, Feb. 10 2007.

図2 プライベート・エクイティ・ファンドの投資先



(出所) "Private Equity," *City Business Series*, International Financial Services, London (IFSL), October 2006.

では、当時のLBOブームと現在のブームには、どのような違いがあるのだろうか。第一に挙げられるべきは、買収ファンドに対する社会的評価が大きく変化したであろう。八〇年代、買収ファンドに与えられた称号は「野蛮人」(barbarian)であった。<sup>(1)</sup> レバレッジの高いLBOにより敵対的買収をおこない、会社資産の切り売りによって利益を出す彼らは、ビジネス界の「アウトサイダー」としか見なされなかったのである。しかしながら今日、そうした評価はむしろ少数である。それどころか、プライベ

ート・ファンドを「資本主義の新たな王様」とする見方まである。<sup>(2)</sup> ファンド業界に、元米国大統領、元英国首相、元SEC委員長、元IBM社長、元GE社長、といった政財界のエスタブリッシュメントが参画している現在の状況は、二〇年前には想像できなかったであろう。買収ファンドの側において、敵対的買収や資産の切り売りといった手法があまり用いられなくなったという面もあるが、企業がグローバルな厳しい競争にさらされて「選択と集中」のためのリストラを迫られていること、株主の力が強くなったことが、買収ファンドやLBOに対する社会的評価を大きく変えることになったと思われる。個別の案件や手法について様々な議論・批判があるのは当然としても、買収ファンドを「アウトサイダー」と見なすことはできなくなったのである。

二つ目の違いは、プライベート・エクイティやLBOという「金融技術」が、米国において「異端」でなくなっただけでなく、欧州や日本においても急速に広がり、グローバルな現象となっている点である(図1)。LBOは、二〇年前には事実上ウォール街に限られた手法だったが、現在では大陸欧州や日本でも一般化している。昨年の欧州におけるM&Aの三分の一は買収ファンドによるものであった。<sup>(3)</sup> また、低格付け債の市場は、かつてはドレクセル社の大きな影響下にあった特殊な市場であったが、<sup>(4)</sup> 今では、レバレッジド・ファイナンスの引き受けは、米国のみならず欧州・日本においても、大手金融機関の手数料獲得の主戦場の一つとなっている。プライベート・ファンドも、米国ファンドが各国に進出するだけでなく、それぞれの国でも多数のファンドが(まだ規模は小さいとはいえ)多数生まれている。図3を見れば、米国中心だったファンドの投資先が欧州その他に拡大していることがわかる。

三つ目の違いは、一件あたりのLBOの規模が格段に大きくなってきていることである。かつてはおよそ四億ドル程度であったが、最近では一三億ドルに達している。一つには、機関投資家が、長期金利の低迷するなかでより

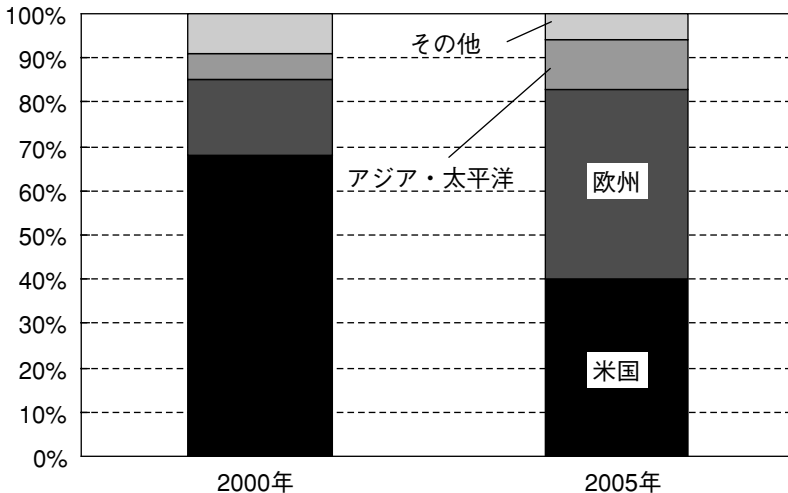
高いパフォーマンスを求めている上、オルタナティブ資産の組み入れを積極的に進めており、プライベート・ファンドへの出資を増やしているからである。また、複数のファンドが協力して巨大企業を買収するケースも見られ、最近では、ファンドに買収できない会社はないとまで言われるようになってきている。

四番目の特徴として、LBOの資金調達手段として、ハイイールド債（ジャンク債）ではなくシンジケート・ローン（レバレッジド・ローン）が多用されている点があげられる（図4）。より小口化され幅広く販売される債券に比べて、ローンの場合、銀行と機関投資家に限定されるため、対象企業の経営への介入がより容易におこなえるメリットがある。<sup>(5)</sup>そして、ローンも、大手金融機関によってアレンジされるものの、主たる投資家としてはヘッジファンドなどの機関投資家が大きなウエイトを占めるようになってきているのである。

## 2 LBO拡大の背景

では、このようにプライベート・ファンド、そしてLBOが増大してきたのはなぜだろうか。

図3 プライベート・エクイティ・ファンドの投資先の地域別シェア

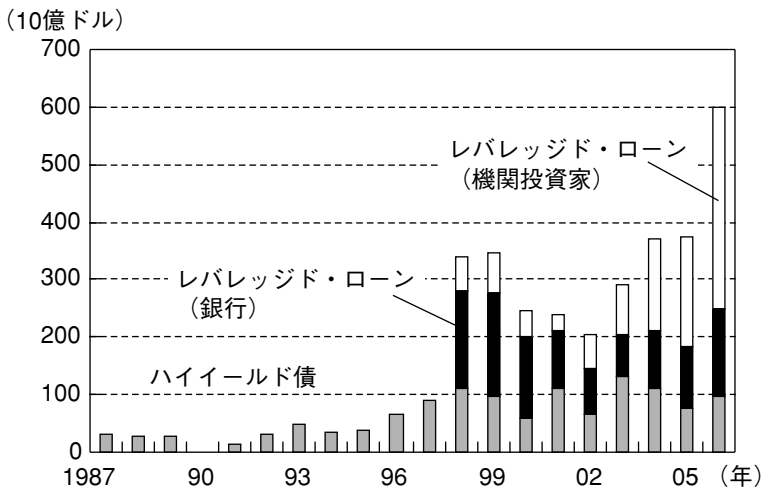


(出所) 図2に同じ。

その背景をまず企業側の要因に求めるならば、バランスシートが改善していることであろう。世界の景気は、ITバブル崩壊後の二〇〇三年を底に反転し、その後の企業利益の成長は目覚ましい。その一方で、設備投資には消極的な企業が多い。ITブーム期の過剰投資への反省があるほか、資本コスト意識が世界的に高まっているからである。つまり、利益が増加しているにもかかわらず、設備投資が伸びないために、キャッシュリッチな企業が増えていることがLBO増大の一つの背景となっているのである。そうした債務比率の低下している企業、そのなかでも安定的な収益が見込める企業（公益、小売り、化学、メディアなど）が、LBOのターゲットとなりやすい。反対に、期待される成長性は高くても収益のボラティリティが大きく、資産も少ないITやバイオ関連の新興企業等は対象となりにくいのである。長期金利が低位安定を続けるなか、自己資本比率が過度に高いことのデメリットが意識されており、そう考えれば、企業の債務比率を一挙に引き上げることになるLBOは、ある種の「資本構成の裁定」取引を実施しているとも言える。

ファンド側について見ると、ファンドへの資金流入が急増し

図4 米国企業の高利回り債務発行額



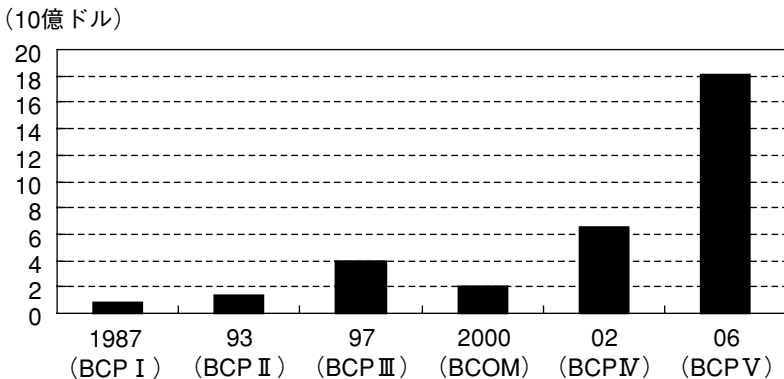
(出所) IMF, Global Financial Stability Report, April 2007, p. 13.

ていることが挙げられる。二〇〇六年に四三〇〇億ドルだった流入額は、今年は五千億ドルに達すると予測されている。<sup>(6)</sup> 出資者の裾野も広がり、個人富裕層だけでなく、年金や保険、さらには外貨準備を溜め込んだアジアの中央銀行、近年の石油高を背景とする産油国からも出資が続いている。

有力ファンドの一つ、ブラックストーンへの資金流入と出資者の構成を見てみよう。

図5は、ブラックストーンが運用するプライベート・エクイティのファンド別の資金調達額の推移である。二〇〇〇年のITバブルのなかで設定されたファンドを除くと、調達額は右上がりに増加し、昨年のファンドは一八〇億ドルを上回った。そのファンドの出資者の内訳を示したものが、図6である。公務員年金からの出資で過半数を占めており、個人からの出資は九%にすぎない。機関投資家からの出資が多いことについて、ブラックストーン自身は、株式や債券などの伝統的な投資商品よりも高いパフォーマンスをあげてきたこと、また機関投資家の側で投資の分散化が進められ、その結果、従来の投資商品との流動性の低いファンドへの投資が増えていることを指摘して

図5 ブラックストーンの資金調達額



- (1) BCP: ブラックストーン・キャピタル・パートナーズ・ファンド  
BCOM: ブラックストーン・コミュニケーションズ・パートナーズ・ファンド  
(2) ブラックストーンの「プライベート・エクイティ部門」のファンド別資金調達額。  
ブラックストーンは、他にも「不動産部門」、「ディストレス証券部門」などをもつ。  
(出所) ブラックストーンのウェブサイト (www.blackstone.com) 資料より作成。

いる。

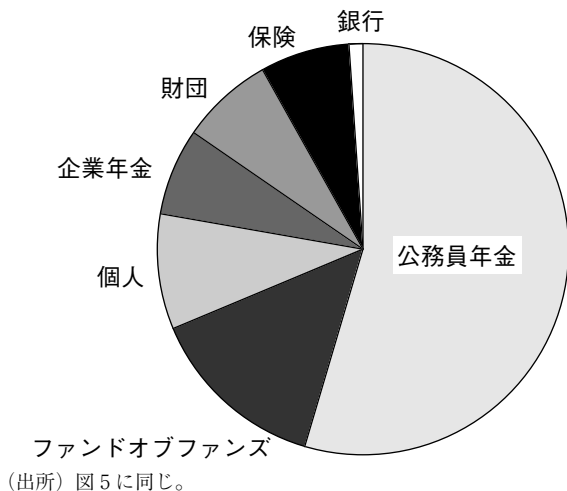
LBOが増えている別の要因として、上場に伴うコストがより強く意識されるようになってきていることも挙げられる。世界的に、ヘッジファンドなど短期的な利益を求める株主の比率が高まっており、そうした株主からのプレッシャーの他、特に米国においてはサーベンスオクスレー法による影響が指摘されている。そういう状況のなかで、ファンドと協力してMBOを実施し自ら非公開会社となる企業も増えているのである。

### 3 LBOの拡大が与える影響

こうした買収ファンドによるLBOの世界的拡大は市場にどのような影響を与えているのだろうか。企業のリストラクチャリングを通して生産性が高まると同時に、多様な投資家の参入によって資源配分がより効率的なものとなることが期待されるが、その一方では、金融緩和の長期化や金融構造の変化にもなつて安易な資金提供が増えているとの指摘もある。

例えば、レバレッジが上昇する一方で、コベナンツ（財務制限条項）は緩和に向かっている。<sup>(1)</sup> 融資条件の緩和の背景にあるのは、何より金融緩和による運用圧力の高まりであるが、しかし、流通市場を備えたシンジケートローンという形態で信用供与がなされていることの意味も大きい。銀行の側から見れば、融資債権を満期まで抱

図6 ブラックストーン・ファンド（2006年）の出資者



え込むのであればその格付けやコベナントは重要な意味をもつが、現在の大手行にとつてのLBOは、主としてアレنجヤーとしての手数料を稼ぐ場であり、したがって、組成販売が順調であれば、案件のリスク自体は直接的な問題とはならない。投資家の側から見ても、債権の転売という資金回収方法があれば、条件の緩い案件に対しても積極的に資金を提供することができる。また、クレジット・デリバティブによるヘッジも可能である。その結果、投資家に受け入れられるために必要なのが、「債務者の信用リスクが低いこと」ではなく、「信用リスクに見合った価格付けがなされていること」に変化している。リスクの高い案件であっても、それにふさわしい価格が付いていれば、ヘッジファンドなど高いリスクを求める買い手が現れるからである。

特に、レバレッジド・ローンの最大の買い手であるCLO (Collateralized Loan Obligation) は、複数のローンを証券化し、弁済順位に差のある商品を作つて(トランピング)、投資家に販売している。このトランピングという手法の導入によつて、多様なリスク商品を自ら作りだすことが可能となり、それぞれのリスク選好をもつ投資家に販売できるようになつたのである。

このことは、リスク負担能力の高い投資家の積極的な資金提供によつて、市場の効率性が高まっているのだと評価することができるであろう。個別の投資家から見るとそれぞれのリスクに見合つたリターンになつていればポートフォリオ上問題はないかもしれない。しかしながら、その結果、市場全体としてより多くのリスクを抱えているので、景気や金利の動向によつては、歴史的な低水準にあるデフォルト率が上昇する可能性も考えられる。

欧州における大手銀行のLBO関連業務についてサーベイした欧州中央銀行は、LBOにおける銀行の役割は、シンジケート・ローンのアレンジが中心で、保有債権の額は自己資本に比べて大きくなく、市場に多少の変動があつてもそのリスクが金融システムに及ぶ可能性は小さいとしている。しかし、引き受け競争の激化が先述のよ



うな融資条件の緩和の一因となっており、また、ブリッジローンの提供を含めた引き受けリスクについては注視が必要であると指摘している。<sup>(8)</sup>

注

- (1) プライアン・バロー、ジョン・ヘルヤー著（鈴木敦之訳）『野蛮な来訪者―RJRナビスコの陥落 上・下』日本放送出版協会、一九九〇年（原題は *Barbarians at the Gate*）。
- (2) "Surveys: Private Equity, The new kings of capitalism," *The Economist*, Nov. 25, 2004.
- (3) 欧州における「BOGO」については European Central Bank, *Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU*, April 2007, 参照。
- (4) 八〇年代の低格付け債市場については、松尾順介「米国市場におけるジャンク・ボンドの成長要因」『経済評論』一九八七年七月号、佐賀卓雄「ジャンク・ボンド市場とドレクセル・バーナム・ランベール社―八〇年代ウォール街の一面」『経営研究』第四一卷第三号、一九九〇年、参照。
- (5) IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2007, p. 13.
- (6) IMF, *op. cit.*, p. 12.
- (7) "Buddy, just hand over that dime," *The Economist*, March 31 2007; IMF, *op. cit.*, p. 15.
- (8) European Central Bank, *op. cit.*

(いず ひさし・客員研究員)