

## 米国バイアウト・ファンドの興隆と変貌

岩谷 賢伸

### 要 約

1. 近年、企業買収に投資するプライベート・エクイティ・ファンド（以下バイアウト・ファンド）の投資が活発になるとともに、年金基金等機関投資家から大量の資金がバイアウト・ファンドに流入している。2006 年は、全世界で前年比倍以上の 7,098 億ドルに上るバイアウトが実施され、11 月末までに過去最高の 1,288 億ドルの資金が米国のバイアウト・ファンドに流入した。
2. 米国のバイアウト・ファンドは、1980 年代から現在に至るまで、レバレッジの活用、企業価値の鞘取り、業務・組織改善、成長投資、M&A など様々な価値創造手法を、時代の変化に合わせて用いてきた。ここ数年は、規模・業界・地域の全ての面で投資先を拡大し、投資の時点でより条件の良い案件を獲得することに力点を移す傾向がある。
3. プライベート・エクイティ・ファームは、運用資産の拡大や案件の増加を背景に機関化してきている。また、他業種からの新規参入を含む市場参加者の増加によりバイアウト業界の競争は激しさを増している。著名なファンドといえども、従来と同様の高いリターンを出し続けるのが困難になってきており、他のファンドとどのように差別化するかが生き残りの鍵となる。
4. バイアウト・ファンドは、近年資本市場での存在感を増している。大型の公開企業が非公開化を行う際の資金の提供者となったり、公開市場で株価がディスカウントされている企業の隠れていた価値を顕在化させたりといった重要な役割を果たし始めている。

### I. バイアウト・ファンドの興隆

近年、企業買収に投資するプライベート・エクイティ・ファンド（以下バイアウト・ファンド）の資本市場における存在感が米国、そして世界全体で高まっている。2006 年は、全世界で前年比倍以上の 7,098 億ドルに上るバイアウトが実施され、M&A 全体に占める割合も 18%まで上昇した（2005 年は 12%）<sup>1</sup>。

ファンドによるバイアウトの始まりは、

1970 年代の米国に遡る。1976 年に創立された Kohlberg Kravis Roberts (KKR) など著名なプライベート・エクイティ・ファーム（以下 PE ファーム）がレバレッジド・バイアウト (LBO) という新たな財務手法を駆使して次々に企業を買収していき、世間に認知されるようになった。だが、1980 年代の終わりから 90 年代の初めにかけて、バイアウトされた企業の破綻が相次いだため、バイアウトは一時下火になる。そして、90 年代後半頃から再びバイアウト活動が増えはじめ、特

にここ数年急速に活発になっている。

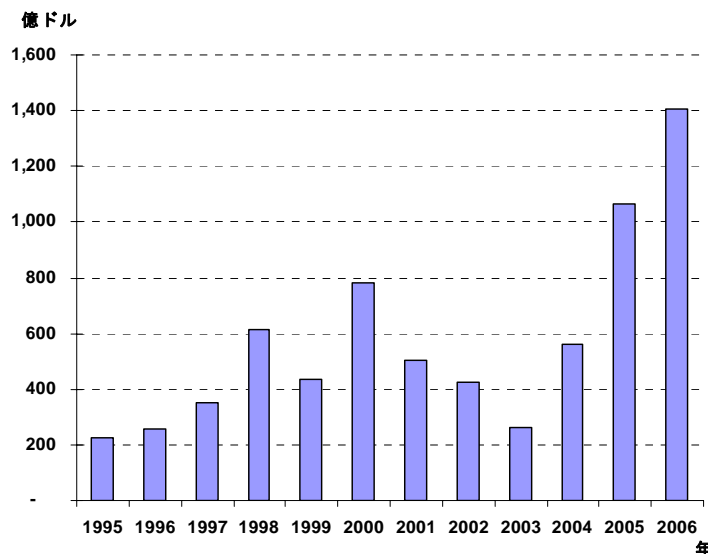
最近のバイアウトの興隆を支えているのは、機関投資家などからの大量の資金流入である。2006年は11月末までに過去最高の1,288億ドルの資金が米国のバイアウト・ファンドに流入した(図表1)。PE投資は、株式や債券などの伝統的なアセット・クラスへの投資に対するオルタナティブ(代替)投資に分類されるが、今や年金基金、保険、財団などの機関投資家の間では、一つの重要なアセット・クラスとして位置付けられる。米国の年金基金などは、いわゆるITバブルの崩壊後、PE投資の中でもベンチャー・キャピタルへのアロケーションを減らし、バイアウト・ファンドへのアロケーションを高めている。また、近年は欧州など米国以外の投資家によるバイアウト・ファンド投資も増加している。

これほどまでに大量の資金がバイアウト・ファンドに流入しているのは、投資家が近年の良好な投資実績を元に将来の高いパフォーマンスを期待しているのと、伝統的なアセットとの相関が低く、ポートフォリオのリスク

分散効果が期待できるからである。だが、過去のデータを見ると、バイアウト・ファンドの平均リターンは必ずしも高くない。Kaplan/Schoar(2003)<sup>2</sup>によれば、フィー差引き後のバイアウト・ファンドの平均リターンは、S&P500のリターンを若干下回る。これは、パフォーマンスの良いファンドと悪いファンドの差が顕著なことが一因で、上位25%に位置するファンドと下位25%に位置するファンドでは、年率で15%程のリターンの差がある。また、同論文では、過去に高いパフォーマンスを上げたPEファームのその後のファンドのパフォーマンスは一貫して良いことが実証されている。

実際、過去2年間、高い実績を持つ著名なPEファームによる超大型バイアウト・ファンドの組成が目立つ。歴代のバイアウト・ファンド運用金額トップテンは、この2年間で全て入れ替わった(図表2)。投資家は著名なPEファームが引き続き高いリターンを打ち出すことを期待して、超大型ファンドに投資したと考えられよう。

図表1 米国バイアウト・ファンドの資金調達額



(注) 2006年は、11月末までの数字を年率換算。  
 (出所) Private Equity Analyst より野村資本市場研究所作成

図表 2 歴代のバイアウト・ファンド運用金額トップテン (2006 年末現在)

				(億ドル)	
	ファンド	PEファーム	組成年	金額	
1	Blackstone Capital Partners V LP	Blackstone Group	2006	156	
2	TPG Partners V LP	Texas Pacific Group	2006	142	
3	Permira Europe IV	Permira	2006	140	
4	Apollo Investment Fund VI LP	Apollo Advisors	2005	100	
5	GS Capital Partners V LP	GS Capital Partners	2005	85	
6	The Fourth Cinven Fund	Cinven	2006	83	
7	Bain Capital IX LP	Bain Capital	2006	80	
	Warburg Pincus Private Equity IX LP	Warburg Pincus	2005	80	
9	Carlyle Partners IV LP	Carlyle	2005	78.5	
10	First Reserve Fund X I LP	First Reserve	2006	78	

(出所) Private Equity Analyst より野村資本市場研究所作成

だが、投資家はこの 30 年間でバイアウト・ファンドの投資手法や、それを取り巻く環境、そしてバイアウト業界の構造が大きく変化したことに留意しなければならない。後で詳しく述べるが、財務手法としての LBO のコモディティ化や、企業価値の鞘取り機会の減少により、バイアウト・ファンドが高いリターンを出し続けるのは容易でなくなっている。また、市場参加者の増加、多様化により、業界の競争環境が厳しくなっている。

本稿では、米国のバイアウト・ファンドが高いリターンを出し続けるために、過去から現在までどのような手法を駆使し、それが時代と共にどのように変化してきているのか、また最近では投資対象がどのように広がっているのかについて分析を試みる。加えて、近年バイアウト業界にどのような構造変化が起こっているのかについても述べる<sup>3</sup>。

## II. 投資手法の変遷

### 1. 1980 年代の伝統的手法

KKR に代表される PE ファームが 1980 年代に使った典型的な手法は、フリー・キャッシュ・フローの無駄使いや無駄な積み上げを行っている企業、事業承継問題に直面しているオーナー系未公開企業、コングロマリットの中のノンコア企業などを、「レバレッジを

かけて」、「安く」買収し、その後大量のレイオフなどで「コスト・カット」したり、会社の資産を「切り売り」した上で、ストラテジック・バイヤーに残りを売却するという方法で、多くの場合、敵対的な買収であった。

これらのうち、まずレバレッジに関しては、LBO という革命的な財務手法が 1980 年代には威力を発揮した。デットとエクイティの比率が 10 対 1 といったような高い財務レバレッジをかけ、負債による節税効果や経営陣の規律効果を活用して、企業価値を向上させた。だが、1980 年代の終わりから 1990 年代の初めにかけて LBO に用いられたジャンク債が大量にデフォルトし、一時的にジャンク債市場が機能不全になったため、その後は極端に高いレバレッジの案件は消えていった。財務レバレッジの活用はファンドによるバイアウトにおいては基本であり、引き続き重要であることに変わりはない。しかし、LBO という財務手法自体はもはや誰でも駆使できるものであり、コモディティ化してしまったと言える。1990 年代以降、レバレッジに頼った価値創造の重要性は、相対的に下がっている。最近のレバレッジの水準は、2、3 年前に比べて少し上がっているもののデットとエクイティの比率が 2 対 1 程度で推移している。

次に、安く買って高く売り抜けることも、

バイアウトが広く普及するにつれて困難になってきている。一つの案件に複数のバイアウト・ファンドが手を上げてオークションになることが多いため、最初から最後まで単独で案件をクローズさせるのは難しい。オークションで買収価格が釣り上がったり、ターゲット企業側もバイアウト・ファンドからより高いプレミアムを引き出そうと駆け引きを行ったりするので、割高な価格が付くケースが増えている。

レイオフによるコスト・カットは、大規模なものについては、バイアウト・ファンドに対する世論の反発が大きくなるので、最近ほとんど見られないが、事業効率を向上させるための適正規模のレイオフについては、買収直後に行われることも少なくない。

また、資産の切り売りに関しては、バイアウト・ファンドの立場から言えば、コアの事業を推進していくために必要ではないが、外部に売却すれば高く売れる資産を投資先のバランス・シートから外していく手法でもあったが、マスコミなどから「会社の解体屋」などと言われ、バイアウト・ファンドのイメージを損ねたことと、切り売りできるような資産を大量に抱える非効率なコングロマリットが米国では減少していることなどから、あまり見られなくなっている。

それから、敵対的な買収は、1990年代以降ほとんど見られなくなっている。バイアウト・ファンドへの投資家が、PEファームが敵対的な手法を用いるのを嫌うこと、PEファームにとっても企業・経営陣サイドから「敵対的な手法を取るPEファーム」のレッテルを貼られるのは、バイアウト活動を続けていくにあたって中長期的に得策でないことが主な理由である。加えて、エンロン、ワールドコム事件と2002年のサーベンス・オクスリー法制定を経て、取締役によるガバナンスの実効性に対する評価が厳しくなった影響もあり、買収の提案を受けた企業の取締役が、

以前よりもPEファームからの提案を真摯に受け止めるようになったため、PEファームも最初から敵対的な姿勢を取る必要がなくなっているという事情もある。

以上のような伝統的手法のみによって企業価値を創造するのは徐々に困難になっていった。最初のバイアウト・ブームが過ぎた後、1990年代の半ば頃からは、業務・組織改善や成長投資、M&Aに企業価値創造の力点が移っていった。

## 2. 1990年代半ば頃からの手法の変化

### 1) 業務・組織改善による企業価値向上

業務・組織改善による企業価値の創造は、原材料コストや運転資金の管理、オペレーション、マーケティング、意思決定プロセス、インセンティブの改善など、業務プロセスや組織の在り方を一つずつ点検し、改善していくという地道な方法である。PEファームが投資先企業の経営により深く関わるため、ハンズ・オン投資などと言われる。PEファームは企業の内部改革者の役割を果たすわけである。

業務・組織改善を行うためには、投資先の業界に精通した人材が必要となる。従来、PEファームには金融専門の人材が多かったが、ハンズ・オンを行うようになってからは、特定産業の優秀な経営者やオペレーション、マーケティングなどの特定の領域のプロフェッショナルをPEファームのパートナーやアドバイザーとして多く雇うようになった。KKRを例にとると、同社は1990年代終わりに、運用するファンドのパフォーマンスが悪化してきたのを契機に、今後は投資先企業の経営に深くコミットして企業価値を上げていく決断をした。具体的には、①特定の産業に精通した人材を登用・育成したり、②買収後速やかに投資先の経営陣と一緒に「百日プラン」と呼ばれる詳細な業務改善策を作成し、実行させ、KKRがそれをモニターしたり、

③社内コンサルティング会社キャップストーンを立ち上げ、投資先企業に戦略やオペレーションに関するコンサルティングを行ったりした。

## 2) 成長のための投資

従来、バイアウト・ファンドのターゲット企業には、①キャッシュ・フローが安定している、②負債がそれほど多くない(=レバレッジをかける余地がある)、③追加の資本投下が必要ない、④経営陣が優れているといった特徴があり、業界としては成熟した業界が好まれた。だが、投資機会を拓ける取り組みの中で、積極的な設備投資や R&D 投資などの成長投資が必要な企業もバイアウトのターゲットになっていった。

公開を果たしたものの、その後伸び悩んでいる企業の中には、公開市場からの短期的な収益向上のプレッシャーから中長期的な成長投資をできずにいる場合がある。また、大企業の子会社の中で重きを置かれず、成長キャピタルの供給が不足しているが、独立させて成長投資を行えば企業価値の向上を期待できるケースがある。このような企業を発掘して買収し、大胆な成長投資を行って中長期的に企業価値を向上させる手法が 1990 年代半ばから普及していった。

成長戦略を実行していく際に重要なのは、迅速な意思決定と、業界に精通した優秀な経営者の登用である。サーベンス・オクスリー法によって厳しい内部統制が義務付けられて、経営陣が法令順守や財務報告など外部向けの対応に時間を割かれ、本来の企業経営に割く時間が減ったこと、また、公開市場の投資家からの短期収益追求のプレッシャーが強いことなどから、公開企業の経営者であることを敬遠し、バイアウトされた非公開企業の経営者になることを望む優秀な人材が近年増加しており、PE ファームもそのような経営者を囲い込もうとしている。

また、PE ファームが大物経営者を雇って、投資決定や投資先企業の成長戦略の評価に協力してもらうケースも増えた。例えば、カーライルの会長となったルー・ガースナー元 IBM 最高経営責任者 (CEO)、Clayton, Dubilier & Rice の特別パートナーとなったジャック・ウェルチ元 GE 会長、ワン・エクイティ・パートナーズ (JP モルガン・チェースの PE 部門) のシニア・パートナーとなったジャック・ナッサー元フォード CEO などがその例である。

## 3) ビルドアップ戦略

シェアが分散していて多くのプレーヤーが存在するような業界において、一つの企業のバイアウトを足がかりに、水平的に次々に同業他社を買収していくビルドアップ戦略(又はロールアップ戦略)が 1990 年代から用いられるようになった。シェアを拡大してスケール・メリットを得たり、買収によるシナジー効果を獲得したりすることによって、企業価値を高める手法である。過去には出版、廃棄物処理、病院、ローカル・テレビ局、ゴルフ場、葬儀サービスなど主にサービス業界で行われてきた<sup>4</sup>。最近の有名な事例としては、著名投資家のウィルバー・ロス氏のファンドが、2002 年に自ら設立したインターナショナル・スチール・グループを中核に、LTV、ベツレヘム・スチール、ウィアートン・スチール、ジョージタウン・スチールを次々を買収し、2 年半で全米第一位の鉄鋼メーカーにした例がある<sup>5</sup>。

## 4) コーポレート・パートナー

PE ファームが様々な業界の有力企業をコーポレート・パートナーとしてプールのするという手法も開発された。コーポレート・パートナーにとって魅力的なバイアウト案件がある場合、バイアウトを共同で行い、その後パートナー企業から業務改善などで支援を

受ける。最終的には、コーポレート・パートナーがストラテジック・バイヤーとして PE ファームの持分を買い取るケースが多い。

例えば、ブラックストーンは、1991年にコーポレート・パートナーであるタイムワナーと共同で、テーマパーク経営大手のシックス・フラッグズを買収し、1993年に持分を全てタイムワナーに売却した。ブラックストーンは、この手法を採用して、2006年6月末までに40の投資案件に55億ドルを投資したという<sup>6</sup>。同社のパートナーには、ゼネラル・エレクトリック、ゼネラル・モーターズ、AOL タイムワナー、ソニー、ベライゾンなどの有力企業が名を連ねている。

以上のように、優秀な経営者を活用し、非公開という地位を最大限利用して投資先の業務・組織改善を行ったり、成長を促進するという手法は、現在も PE ファームの価値創造手法の主流であり続けている。だが、これらの手法のみで高いリターンを上げ続けていくためには、公開企業の経営者に遥かに勝る経営をしなければならず、それは容易なことではない。そこで PE ファームは近年、投資後の価値創造に加えて、高いリターンを上げられそうな案件の発掘により力を入れている。そしてそのために、投資先を規模、業種、地域の全てについて拡大している。

### 3. 近年の投資先の拡大

#### 1) 大型案件の志向

##### (1) 背景

近年、バイアウト・ファンドは、投資先の規模の拡大を進めている。例えば、2006年7月には、全米で180以上の病院を運営するHCAの買収が発表された。推定負債額を含む案件規模は322億ドルで、過去最大の記録として長年抜かれていなかった1989年のKKRによるRJR ナビスコの買収価値311億ドルを上回った。また、同年11月には、案件規模325億ドルのブラックストーンによるEquity Office Properties Trust（不動産投資信託）の買収も発表された。これらの案件をはじめとして、100億ドルを上回る超大型案件が続々と出てきており、歴代の大型案件トップテンはRJR ナビスコの案件を除き、全て過去2年間の案件で占められる（図表3）。

投資先の規模拡大の最大の理由は、超大型のバイアウト・ファンドが増加し、以前は資金的に難しかった大規模な案件が可能になったからである。従来手付かずだった大企業の中には、バイアウトの候補となる企業がまだまだたくさんある。同時に、100億ドルを超えるようなファンドの投資を数年で完了するには、大型のバイアウトを常に志向していかなければならない。加えて、案件が大きくなればなるほど PE ファームの取得フィーが増えるた

図表3 歴代の大型案件トップテン（2006年末現在）

被買収企業	セクター	買収価値 (億ドル)	発表年月	買収に参加したPEファーム	買収状況
1 Equity Office Properties Trust	不動産投信	325	2006/11	Blackstone	途中
2 HCA	病院	322	2006/07	Bain Capital, KKR, Merrill Lynch	完了
3 RJR Nabisco	食品・タバコ	311	1988/10	KKR	完了
4 Kinder Morgan	エネルギー	274	2006/05	Goldman Sachs, Carlyle, Riverstone	途中
5 Harrah's Entertainment	カジノ	272	2006/10	Apollo Management, TPG	途中
6 Clear Channel Communications	放送	267	2006/11	Thomas H. Lee, Bain Capital	途中
7 Freescale Semiconductor	半導体	162	2006/09	Blackstone, Carlyle, Permira, TPG	完了
8 TDC	テレコム	156	2005/11	Apax, Blackstone, KKR, Permira, Providence	完了
9 Hertz	レンタカー	150	2005/09	Carlyle, Clayton Dubilier & Rice, Merrill Lynch	完了
10 Univision Communications	放送	126	2006/06	Madison Dearborn, Providence, TPG, Thomas H. Lee, Saban Capital	途中

(注) 買収価値には推定負債額を含む。TDCはデンマーク企業、その他は米国企業。

(出所) ブルームバーグ、Private Equity Analyst より野村資本市場研究所作成

め、大型案件が増えるという背景もある。PE ファームは、一般的に超過リターンの20%を成功報酬として受け取るのに加え、投資先企業からも様々なフィーを徴収することが多い<sup>7</sup>。中型案件にかかる手間と、大型案件にかかる手間はそれほど変わらないため、PE ファームは大型の案件を好む。

## (2) リターンの源泉

### ①低いデットの調達コスト

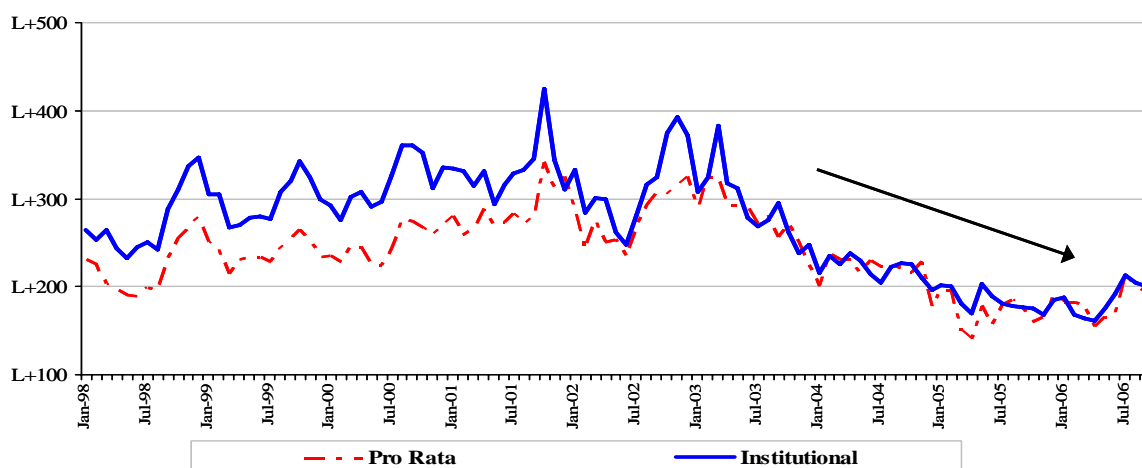
一つ目は、外部環境要因で、昨今の低いデットの調達コストが、リターンの源泉の一つになっている。2000年のいわゆるITバブルの崩壊後、世界的に企業の信用力が悪化し、2001年のエンロン、2002年のワールドコムを始めとする大規模なデフォルトが相次いだ結果、ジャンク債、レバレッジド・ローンの<sup>8</sup>のスプレッドが急激に広がった。だが、2003年の後半から再び企業の信用力が回復し、近年では、低い金利水準も相俟って、買収を行うための負債の調達コストが非常に下がっている。図表4は、新規組成のレバレッジド・ローンにおけるプライシング（金利ス

プレッド）の推移であるが、2004年の終わりからはLibor+200 ベーシスポイントを下回っている。最近では、ヘッジファンド、CLO（Collateralized Loan Obligation）、投資銀行などが新たな負債の投資家としてレバレッジド・ローンに積極的に投資しており、それがさらなるスプレッド縮小の原因になっている。

### ②ディビデンド・リキャップの活用

二つ目は、良好な資金調達環境を生かしての、買収後のディビデンド・リキャピタリゼーション（以下ディビデンド・リキャップ）の積極活用である。ディビデンド・リキャップとは、バイアウト・ファンドの投資先企業が負債で調達した資金を株主（バイアウト・ファンド）への特別配当に当て、レバレッジを高める財務手法である。買収後、早い段階で投資先企業に大規模なディビデンド・リキャップを実行させることで、ファンドは早期の投資回収ができる。スタンダード・アンド・プアーズ（以下S&P）によれば、2003年は60億ドルだったディビデン

図表4 新規組成のレバレッジド・ローンのプライシング



(注) シンジケート・ローンのうち、プロラタ・ローンは、主に銀行が投資するリボルビング・クレジット・ファシリティとターム・ローン A で構成される部分で、投資家は双方を同じ比率で購入しなければならないため、プロラタ（比例配分）・ローンと呼ばれる。インスティテューショナル・ローンは、主に機関投資家が投資するターム・ローン B 以下で構成される部分である。

(出所) S&P

ド・リキャップの総額が、2004年には200億ドル超に急増し、2005年には230億ドルを記録した。2006年はさらにそれを上回るペースで増加している。最近では、10億ドルを超える大規模なディビデンド・リキャップを行った後、迅速にIPOし、積み上げられた負債の返済に充てるケースも珍しくない(図表5)。

ディビデンド・リキャップに対しては、「バイアウト・ファンドは、時間をかけて投資先企業を育ててリターンを得るのではなく、財務手法を用いることにより手っ取り早く利益をひねり出している」といった批判がある。しかし、ディビデンド・リキャップが最終的な高い投資リターンにつながるとは必ずしも言えない。通常IPO後も、デッド・ロック期間を含め当分の間バイアウト・ファンドは投資先企業の大株主であり続けるため、公開後に株価が低迷すればファンドのパフォーマンスは負の影響を受ける。また、ディビデンド・リキャップをしたものの、万が一投資先企業が高い利払いに耐えられず倒産してしまえば、ファンドのリターンは下落する。

2006年に入ってから、格付け機関が、ディビデンド・リキャップにより将来デフォルトが増加する危険性を指摘し始めている。S&Pによれば、ディビデンド・リキャップのために調達されるローンの3分の2は格付けがシングルB格以下で、統計上は5年間

以内に四分の一以上の確率でデフォルトが起きるといふ<sup>9</sup>。また、同社が1995年から2003年までの52のディビデンド・リキャップ・ローンのケースを調査した結果、6%がデフォルトしていることがわかった。これは、米国レバレッジド・ローンの直近のデフォルト率1.53%よりもだいぶ高い数字である<sup>10</sup>。以上の数字を見る限り、バイアウト・ファンドはディビデンド・リキャップによりデフォルト・リスクをギリギリまで高めるのと引き換えに、早期回収を行っていることになる。

ディビデンド・リキャップは、レバレッジの活用の一形態であり、デットの調達コストの低い現在は一時的に有効であるが、バイアウト・ファンドの普遍的な価値創造手法にはなりえないだろう。

### ③クラブ・ディールの活用

三つ目は、複数のPEファームによるノウハウの結集である。大型案件においては、複数のバイアウト・ファンドがコンソーシアムを組んで買収を行うクラブ・ディールが増加している。複数のバイアウト・ファンドでリスクを分担することで、より大型の買収が可能となるからである。

クラブ・ディールには、互いに異なる専門性を持つ複数のPEファームが集まって、個々の強みを生かしながら、投資先企業の業務改善・成長投資を効率的に行っていくこと

図表5 大規模なディビデンド・リキャップの例

被買収企業	セクター	買収年	IPO年	買収に関わったPEファーム	(億ドル) Dividend Recap
Burger King	レストラン	2002	2006	Texas Pacific; GS Capital; Bain Capital	3.7
Nalco	化学	2003	2004	Apollo Management; Blackstone; GS Capital	4.5
Warner Music Group	エンターテイメント	2004	2005	Thomas H. Lee; Bain Capital; Providence	14.3
Celanese	化学	2004	2005	Blackstone	13
Hertz	レンタカー	2005	2006	Carlyle; Merrill Lynch; Clayton, Dubilier & Rice	10
Intelsat	通信衛星	2005	-	Apax Partners; Apollo Management Madison Dearborn Partners; Permira Advisers	5.1

(出所) ウォール・ストリート・ジャーナル記事等より野村資本市場研究所作成



ができるという強みがある。その結果、一つの PE ファームが単独で行うよりも、高い企業価値を引き出せる可能性が高まる。クラブ・ディールは 2、3 社の PE ファームが組んで行うことが多いが、例えば、2005 年のソフトウェア企業のサンガード・データ・システムズのケースでは、シルバー・レイク・パートナーズを中心とした 7 社もの PE ファームのクラブ・ディールとなった。買収後、テクノロジー業界に精通しているシルバー・レイクが R&D 戦略、ブラックストーンが調達に関する合理化戦略、KKR とテキサス・パシフィック・グループ (TPG) が組織改革、ゴールドマン・サックスが中国市場への進出戦略についてそれぞれ指南し、サンガードの企業価値向上を支援している<sup>11</sup>。

だが一方で、ここ数年大型案件に見られるクラブ・ディールを巡っては、PE ファーム同士が共謀して、買収価格が吊り上がらないように互いに協力しているのではないかという批判がある。2006 年 10 月には、反トラスト法の執行を管轄する米国司法省から、クラブ・ディールを行っている数社の PE ファームに対して非公式に案件や実務慣行に関する質問状が送られており、今後何らかの捜査に発展する可能性もある。

#### ④唯一の資本提供者

四つ目は、大型案件において、バイアウト・ファンドが唯一の資本提供者として得られる価格交渉力の利用である。例えば、業界大手企業の身売り案件であるため、ストラテジック・バイヤーの中には買い手がみつかりにくいケース（フォードによるハーツ売却（150 億ドル）や、ゼネラル・モーターズによる GMAC 売却（74 億ドル））や、経営者がマネジメント・バイアウトによる非公開化を以前から考えていたが、時価総額が大きすぎて従来はファンドのバイアウトの対象にならなかったようなケース（石油とガスのパイ

プライン運営会社であるキンダー・モルガンの MBO（260 億ドル）や、業者向けにフード・サービスなどを提供するアラマークの MBO（83 億ドル）で、現在ファンドは唯一の資本提供者となっており、場合によっては手頃な価格で買収して、将来利ざやを取れる。

#### ⑤レンタカー会社ハーツの例<sup>12</sup>

レンタカー会社ハーツの案件は、大型のクラブ・ディールで、買収後、大規模なディビデンド・リキャップを行った後、早期に IPO するという近年のバイアウトを象徴するような案件である。

PE ファームの Clayton, Dubilier & Rice は、ハーツ買収の数年前から同社のデュー・デリジェンスや業界の研究を行い、親会社のフォードに対して買収の提案をしていた。当初フォードは提案を拒否していたが、負債削減のためにキャッシュが必要になり、ハーツを売却せざるを得なくなった。ハーツは業界の最大手で規模が大きかったため、ストラテジック・バイヤーの買い手は現れず、PE ファームの間での争いとなった。会社や業界に対する深い理解を持つ Clayton, Dubilier & Rice は、理想的な買い手であると評価されたが、単独で買収するには規模が大きすぎたため、オペレーションの分野で高い専門性を持つカーライル、財務に強いメリルリンチとコンソーシアムを組み、2005 年 12 月に 153 億ドル（現金 23 億ドル＋負債 130 億ドル）でハーツを買収した。その後、空港外のレンタカー事業や、機器レンタル事業の拡大を推進する一方で、2006 年 6 月に借入れにより 10 億ドルのディビデンド・リキャップを行った。ファンドは、わずか半年で投資金額の半分近くを回収したことになる。そして、11 月 16 日、買収後一年を経過しないうちにニューヨーク証券取引所に上場し、IPO で約 13 億ドルを調達した。同時に、約 3 億ドル

を特別配当として IPO 前の株主に分配した。IPO 後も、コンソーシアムで合計約 72% の持分を引き続き保有する。

## 2) 投資対象業界の多様化

近年、バイアウト・ファンドは、投資対象業界を多様化している。特にハイテク産業へのバイアウト投資の拡大は顕著である。この背景には、①バイアウト・ファンドが、投資先の成長投資にコミットするというトレンドが確立する中で、従来キャッシュ・フローが安定しないといった理由で敬遠されていたハイテク産業などへも投資が可能になったこと、②ハイテク業界の中でも、成長期を経て成熟期に入り、キャッシュ・フローの安定した業種が増えてきていること、③中・小型のハイテク公開企業の中には、投資銀行のアナリストにカバーされず、取引も活発に行われずにディスカウントされている企業が多くあり、手頃な価格で買収できるチャンスが大きいことなどがある。

2000 年頃から TPG やシルバーレイクなどが、他の PE ファームに先駆けて“成熟した”ハイテク企業の買収に取り組み始めたが、ここ数年はクラブ・ディールを利用して、より多くの PE ファームがハイテク企業のバイアウトに取り組んでいる。その結果、前出のサンガード (2005 年、113 億ドル) や半導体メーカーのフリースケール・セミコンダクター (2006 年、162 億ドル)、フィリップスの半導体部門 NXP (2006 年、95 億ドル) など、大型案件も増えている。

従来投資対象になっていなかった業界での専門性を確立すれば、他の PE ファームが気が付いていないようなターゲット企業の潜在価値を発見したり、当該業界企業のクラブ・ディールにおいても、専門性を認められてパートナーとして迎えられたりするケースが増え、その結果、ファンドのリターンを高められる可能性がある。

## 3) アジアその他の未開拓市場への進出

北米や英国市場が成熟してきている中で、大陸欧州、日本、アジア (中国・インドなど)、豪州などの未開拓地域への投資拡大が近年活発になっている。その中で、特に日本を含むアジア市場への注目度が高い。

PE ファームのアジア進出は、実は 10 年以上前から行われている。TPG はブラム・キャピタルとともに、アジアの PE 投資に特化したニューブリッジ・キャピタルを 1994 年に設立し、1999 年に経営破たんした韓国の第一銀行を買収したり、中国の中堅銀行である深セン発展銀行に 20% 近く出資して、外資としては唯一、国有銀行の筆頭株主になっている。ウォーバーグ・ピンカスも同じく 1994 年にアジアに進出し、主に中国とインドで成長キャピタルの提供を行ってきた。カーライルは、1999 年にアジア企業に特化したバイアウト・ファンド (7.5 億ドル)、2001 年に日本企業に特化したバイアウト・ファンド (500 億円) を立ち上げた。ゴールドマン・サックスや CVC アジア・パシフィック (シティグループと CVC キャピタル・パートナーズのジョイント・ベンチャー) も早くから積極的にアジアで PE 投資を行ってきた。

これら先行グループを追って、最近、KKR、ブラックストーン、ベイン・キャピタル、ペルミラなどの大手 PE ファームが次々にアジアに進出しているのは、1990 年代後半のアジア金融危機の際にバイアウト・ファンドが投資した案件が、2000 年代前半に相次いでエグジットし、高いパフォーマンスを上げたことなどが背景にあると言われている<sup>13</sup>。

アジアでバイアウトを成功させる鍵は、米国の PE ファームが蓄積した過去のノウハウや海外ネットワークを、アジア各国の価値観やビジネス慣行に合わせながらいかに活用で

きるかである。日本や韓国などでは、企業再生案件は一巡したものの、大企業のノンコア事業やオーナー系大企業など、米国では過去によく見られた類のターゲットがまだ多くあり、過去のノウハウを活用して企業価値の創造ができると考えられる。ただし、フランスやドイツなど大陸欧州各国と同じように、依然として経営者の資本市場に対する考え方の相違、ファンドに対する警戒心などがバイアウトの際の障害となる。また、日本では国内の PE ファームも実績を積んでおり、強力なライバルとなる。

一方、中国やインドでは、バイアウト案件よりも成長キャピタル供与の案件の方が多い。必ずしも企業の支配権を取らずに、急成長する同地域の企業に投資して、成長を助け、企業価値を向上させる手法が主流になると思われる。ただし、中国政府は国家戦略的産業を外資に支配されることに関して慎重になっており、国営企業のバイアウトには時間がかかる。例えば、カーライルによる中国国営企業の徐工集団工程機械（建設機械メーカー）の買収（85%の持分取得）は2005年10月に合意に至ったが、2006年末現在、まだ政府の認可を得られていない。2006年10月、カーライルは認可が得られやすくなるように、支配権の取得ではなく、カーライルと徐工集団工程機械のジョイント・ベンチャー（50%の持分取得）の形態に切り替えた<sup>14</sup>。加えて、これらの地域では、企業の情報開示が不十分であることや、規制上のリスクも高いといった障害がある。

### Ⅲ. 業界の構造変化

バイアウトが巨大なビジネスになるに従って、市場参加者の増加や PE ファームの規模拡大、組織としての確立、新規事業分野の開拓など、バイアウト業界の構造変化が見られる。以下では、いくつかの特徴を紹介する。

#### 1. PE ファームの機関化

PE ファームは通常、数人のパートナーが集まってパートナーシップを設立し、少人数所帯でバイアウト投資を始める。従って、これまでは、組織としてはベンチャー企業やオーナー系の中小企業に近く、創立パートナーが全ての投資意思決定に関与したり、会社の制度や組織構造などが未整備なファームが多かった。だが、運用資産が巨大化し、複数のファンドを同時に運用する PE ファームが増加する中で、大手の PE ファームが機関化していった（図表6）。

例えば、KKR は1990年代終わりに、社内の構造改革を実施した。従来、KKR の創業者であるヘンリー・クラビス氏とジョージ・ロバーツ氏が全ての投資決定権を握っていたが、6人の KKR のパートナーからなる投資委員会を設置して投資の決定権を持たせ、加えて、13人のメンバーからなるポートフォリオ委員会を設置して投資先企業のモニタリングを統括させた。

また、上場するバイアウト・ファンドも現れている。2006年に、KKR とアポロ・マネジメントがそれぞれバイアウト・ファンドをオランダのユーロネクスト・アムステルダムに上場した。上場ファンドは過半数を外部取締役からなる取締役会を設けてガバナンスの仕組みを整えたり、情報開示規制に服したりするのと引き換えに公開資本市場からの永久資本を獲得した<sup>15</sup>。

図表 6 大手 PE ファームの運用資産 (2006 年 6 月末現在)

PEファーム	運用資産 (\$ Mil)	運用ファンド 本数	平均ファンド 規模 (\$ Mil)
1 Blackstone	41,363	14	2,955
2 Carlyle	36,671	38	965
3 Goldman Sachs	28,471	17	1,675
4 Texas Pacific Group	26,178	6	4,363
5 Permira Advisers	22,186	5	4,437
6 KKR	21,688	7	3,098
7 Bain Capital	21,569	15	1,438
8 Apollo Management	17,500	4	4,375
9 Oaktree Capital Management	17,427	18	968
10 Cinven	17,308	4	4,327

(出所) トムソン・フィナンシャルより野村資本市場研究所作成

それから、公開資産運用会社に身売りするケースもある。2006 年 10 月、著名な投資家であるウィルバー・ロス氏は自らが運営する PE ファーム WL ロスをアンベスキャップに売却した。大手の資産運用会社の傘下に入ることで、WL ロスはアンベスキャップの持つグローバルなビジネス・ネットワークにアクセス可能になる。

PE ファームの機関化は、投資家にとって PE ファームの信頼性や透明性を高める点で好ましいが、小さい組織が持つ意思決定の速さや機動性の高さなどは損なわれる恐れがある。

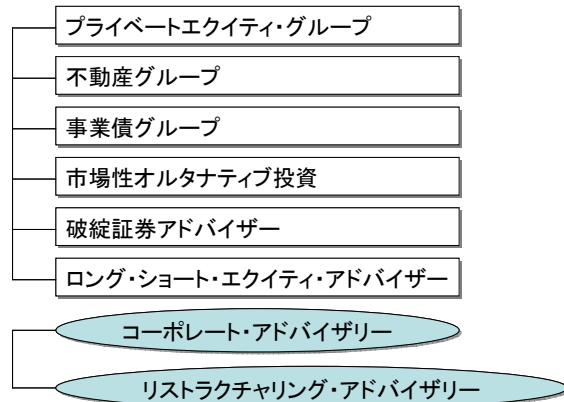
## 2. 収益源の多様化

従来、PE ファームはベンチャー・キャピタル、バイアウト、メザニンなど、特定の投資分野に注力することが多かったが、最近では大手の PE ファームを中心に一社で幅広い PE 投資やその他の投資を手がけ、収益源を多様化する動きが見られる。

例えば、ブラックストーンはバイアウト・ファンドに加えて、不動産、メザニン、ディストレスト (破綻証券)、他のオルタナティブ商品などに投資するファンドを運営する (図表 7)。また、傘下にヘッジファンドを持つとともに、投資銀行的なアドバイザリー業務も行っている。

投資先の拡大により、PE ファームは収益を安定化することができるとともに、投資銀行などから持ち込まれる様々な種類の案件に対応することができ、ビジネスチャンスを拡大できる。だが一方で、投資家はあらゆる投

図表 7 ブラックストーンの事業構成



(出所) ブラックストーンのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

資分野において一つの PE ファームを選ぶ必要はなく、特定の投資分野に強い PE ファームのファンドに投資すればよいため、PE ファームは結局はどの投資分野においてもスペシャリティを強化していかなければならないだろう。

## 3. 他業態によるバイアウト進出

大手の投資銀行の多くは、以前から自己資金やファンドを通じて PE 投資を行ってきた。

だが、ここ数年 PE ファンドに対するアドバイザリーや資金調達のアレンジで多くのフィーを稼ぐと同時に、グループ内のファンドで積極的にバイアウトを行ってきた結果、オークションで投資銀行系バイアウト・ファンドのビッドが、独立系のファンドのビッドを上回って案件を落札する事件などがあり、独立系の PE ファームからは不満の声が上がっていた。これに対応するかたちで、一部の投資銀行は、バイアウトから撤退したり、投資を縮小したりした。例えば、JP モルガン・チェースはグループ傘下の JP モルガン・パートナーズをスピノフした。また、クレディ・スイスは PE 投資業務を中規模以下の案件に限定した。

だが、PE 投資業務の収益性の高さから、同業務から撤退するのではなく、社内に残した上で上手に活用する投資銀行もある。例えば、メリルリンチやモルガンスタンレーなどは、傘下の PE ファンドに他の独立系のファンドと競合するのではなく、積極的にパートナーシップを組み合わせることで批判の矛先が自らに向かうことを避けようとしている。

一方、ヘッジファンドも投資対象の拡大の一環としてバイアウトに進出してきている<sup>16</sup>。近年、多くのヘッジファンドはファンドの中に運用資産の 10-30%といった割合で「サイドポケット」と呼ばれる別勘定を持ち、流動性の低い資産に対する投資機会が生じた時に用いることができる。ヘッジファンドはこのサイドポケットを使ってバイアウト案件に投資している。その一方で、ブラックストーンの例で述べたように、PE ファームが傘下にヘッジファンドを持つケースも出てきており、PE ファームとヘッジファンドの活動領域が互いに似通ってくる傾向にある。

#### IV. 今後の展望

##### 1. リターンの低下

投資手法の変遷に関して総括するならば、2000 年代初頭には手法の枠組みは確立され、最近では、クラブ・ディールに見られる PE ファームのノウハウの結集など、基礎となる価値創造手法に工夫を加えたり、より洗練させるに留まっているといえよう。そして、ここ数年は、新たな価値創造手法の開発よりも、むしろ、規模・業界・地域の全ての面で投資先を拡大することによって、投資の時点でより条件の良い案件を獲得することに PE ファームが力点を移している。

だが、プレーヤーの増加、運用資金の拡大に伴う競争激化の中で、条件の良いディールを獲得するのは今後さらに難しくなるだろう。その結果、全体としてバイアウト・ファンドのリターンは従来よりも低下する可能性が高い。著名なファンドといえども、従来と同様の高いリターンを出すのが困難になるため、投資家にとってはこれまで以上に投資するファンドの選別が重要になる。過去の高い実績を鵜呑みにせず、ファンドの投資先や投資手法、他のファンドとの差別化要因、想定されるリスク等を精査する必要があるだろう。

##### 2. 差別化による生き残り

バイアウト業界は、他業態からの新規参入を含む市場参加者の増加、PE ファームの規模拡大と機関化を経て、一つの産業を形成するようになってきている。だが、業界の拡大は近い将来ピークを迎えて、その後は成熟期に入り、中小 PE ファームの淘汰と大手の PE ファームによる寡占化が徐々に進行すると考えられる。その中で、PE ファームが生き残っていくためには、他社とどのように差別化できるかが鍵となるだろう。

ブラックストーンやカーライルなど大手の一部の PE ファームのように、投資家にあらゆるオルタナティブ投資の運用機会を与える巨大な「総合オルタナティブ運用会社」となるのが一つの道である。その結果、多様化さ

れた収益により、市場環境の変化に対応できる。一方、特定の産業、規模、地域の案件に特化し、専門性を強化することで生き残っていくのも一つの道である。将来的にはこのような「ブティック PE ファーム」も増加するのではないだろうか。

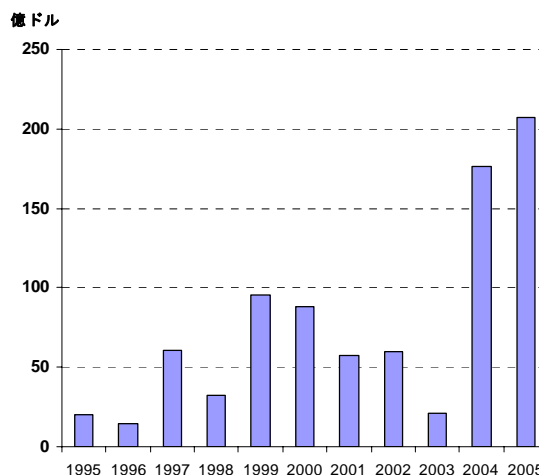
### 3. 資本市場におけるバイアウト・ファンドの役割

本稿の中で、バイアウト・ファンドが大型案件で唯一の資本提供者になるケースがあることを述べたが、実際、バイアウト・ファンドの支援を得た非公開化取引の金額が、2004年から増加している（図表 8）。公開企業が非公開化を選択するのは、サーベンス・オクスリー法制定以後、法令遵守コストなど、上場維持コストが高くなったことも関係していると思われるが、より大きな理由としては、非公開化して、投資家からの短期的な収益向上のプレッシャーを避け、中長期的な企業価値の向上を目指すためだと考えられる。従来は、実際に非公開化できる企業は中堅規模以下の企業に限られたが、大型ファンドの登場により、大型公開企業も非公開化を一つの選択肢にできるようになった。バイアウト・ファンドはここでは“巨大な資本提供者”としての役割を果たしている。

また、公開企業の中でアナリストにカバーされず、流動性が低く、株価がディスカウントされている企業は、近年のセルサイド・アナリストによるカバレッジの縮小で益々増えている。そのような企業の中からバイアウトに適した企業を発掘し、投資して、隠れていた企業価値を顕在化させるバイアウト・ファンドは、“真の企業価値発見者”としての役割を果たしている。

だが、資本市場における“巨大な資本提供者”、“真の企業価値発見者”という役割は、本来、公開株式市場に期待される役割であり、バイアウト・ファンドがこれら二つの役割を一部果たし始めていることは、バイアウト・

図表 8 米国企業の非公開化取引金額



(出所) Thomas Boulton, Kenneth Lehn, Steven Segal, “The Rise of the Private Equity Market”, mimeo. より野村資本市場研究所作成

ファンドの資本市場における存在感の高まりとともに、米国公開株式市場の機能低下を示唆するのではないだろうか。

過去数年バイアウト・ファンドに流入した大量の資金を背景に、今後少なくとも数年間は著名大企業を含め、多くの企業が非公開化することが見込まれる。その中で、公開株式市場の効率性に関する論議や、存在感を増したバイアウト・ファンドのリスクや規制の是非に関する論議が活発化するだろう。

<sup>1</sup> “M&A hits \$3.900bn as it eclipses tech boom”, *Financial Times*, December 21, 2006

<sup>2</sup> Steve Kaplan, Antoinette Schoar, “Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows”, *MIT Sloan School of Management Working Paper* (November 2003)。サンプル期間は 1980 年から 1997 年。

<sup>3</sup> 本稿は、『証券アナリストジャーナル<sup>®</sup>』誌の許可を得て、同誌平成 18 年 12 月号に掲載された拙稿「米国バイアウト・ファンドの変貌」を元に執筆したものである。

<sup>4</sup> マイケル・J・コーバー『プライベート・エクイティ価値創造の投資手法』（東洋経済新報社、1999 年 12 月）183、184 ページ参照。

<sup>5</sup> 関雄太「米国における企業再生プロセスの特徴と

日本の課題」『証券アナリストジャーナル』(2005年4月号)56、57ページ参照。

- <sup>6</sup> 同社ウェブサイト <http://www.blackstone.com/>
- <sup>7</sup> バイアウト・ファームが投資先企業から徴収するフィーには、第一に、ファイナンス案件のアドバイザー・フィーがある。例えば、投資先企業が新たに他の会社を買収する場合、自社株買いをする場合、負債で資金調達する場合など、その都度案件のアドバイザー・フィーを取る。第二に、モニタリング&オーバーサイト(監督)・フィーがある。これは、投資先企業に外部もしくはバイアウト・ファンド自体から派遣された取締役などによる経営の監督や助言に対する対価であり、当期利益の何%というかたちで、通常数百万ドル支払われる。そして、第三に、最終的に投資先企業がIPOや売却のかたちでエグジットする際、以上の監督機能のターミネーション・フィーが課される。
- <sup>8</sup> レバレッジド・ローンとは、シンジケート・ローンのうち借り手の債務格付けがダブルB以下、または貸出金利がLIBOR プラス 150 ベーシスポイント以上のローンを指し、機関投資家によって流通市場で活発に取引されている。ここ数年は、バイアウトの資金調達において、ジャンク債市場よりも調達コストの低いレバレッジド・ローン市場からの調達が増えている。
- <sup>9</sup> “In Today’s Buyouts, Payday For Firms Is Never Far Away”, *Wall Street Journal*, July 25, 2006
- <sup>10</sup> 同脚注9
- <sup>11</sup> “Not your father’s LBO”, *TheDeal.com*, October 2, 2006
- <sup>12</sup> “CD&R is in driver’s seat on Hertz deal.”, *Private Equity Analyst*, January 2006 を参考にした。
- <sup>13</sup> “Private Equity in Asia”, *Financial Times*, July 12, 2004
- <sup>14</sup> “Carlyle clears China deal hurdle”, *Financial Times*, November 14, 2006
- <sup>15</sup> バイアウト・ファンドの上場に関して、詳しくは岩谷賢伸「注目を集めるバイアウト・ファンドの上場」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。
- <sup>16</sup> 詳しくは、関雄太「新たな収益機会の獲得が課題となるヘッジファンド」『資本市場クォーターリー』2006年春号参照。