

第I特集 多様化する事業再生

バイアウトファンドによる事業再生 その意義と今後の課題

ポラリス・キャピタル・グループ 代表取締役社長 木村雄治

1 事業再編・再構築・再生 (事業再編等)の現状

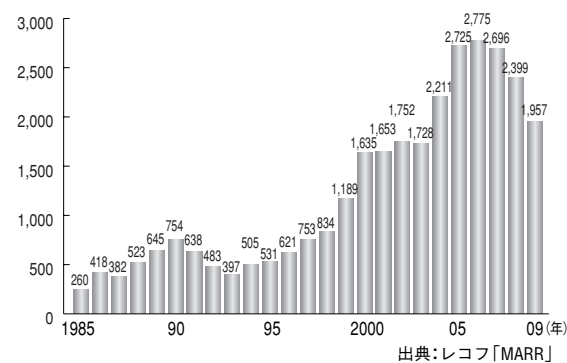
わが国経済は1990年代のバブル崩壊とその後の不良債権問題やデフレの影響により、長期にわたって低迷を余儀なくされてきた。株式や不動産等の資産価値の大幅な下落と国内需要の縮小により、多くの企業が保有資産の毀損、収益・キャッシュフローの悪化、過剰債務といった課題を抱えることとなり、倒産は件数・金額ともに90年代を通じて高水準で推移した。倒産に至らない企業においても、長期化する不況下で生き残るためには、抜本的なリストラクチャリングや経営戦略の見直しが不可避となった。このような状況を背景に、金融機関の協力を得て再建を図る事業再生や、「選択と集中」をキーワードに非コア事業・子会社の整理・売却や事業統合等を行う事業再編・再構築の動きが活発化するに至った。

その結果、90年代半ばから国内でのM&A取引が急速に拡大することとなったが(図表1)、同時に事業再編等の円滑化・促進に向けた法規制の改正が進められたこともあり、不良債権

問題が峠を越え景気回復局面に入った2002年以降においても、国内企業の事業再編等は増え続け今や企業の競争力を強化するための有力な手法として日本産業界に完全に定着したと言える。

リーマン・ショックに端を発する世界同時不況の影響から企業業績が急激に悪化する中、08年後半以降、事業再編等の動きが鈍化したように見受けられるが、M&A市場が拡大を続けていた90年代と比べると、依然高水準で推移しているといえる。また、中長期的な視点で見れば、わが国経済の地盤沈下と国際競争力の低下が危ぐされる中、企業は90年代に勝る

図表1 日本企業によるM&A件数の推移



とも劣らない厳しい経営環境に直面しており、今後事業再編等の動きが更に活発化することが見込まれる。

2. 事業再編等における バイアウトファンドの役割

このように事業再編等はわが国が置かれてきた厳しい経済環境の中でニーズが高まってきたわけだが、注目すべきはその受け皿として、バイアウトファンドという新たなプレーヤーが誕生し、成長してきたことである。従来、金融市場では、銀行借入と資本市場での社債・株式の発行が企業の資金調達手段であったが、銀行が不良債権処理に追われリスク許容力が低下する一方、株式市場の長期低迷が続く中、新たなリスクマネーの提供者としてバイアウトファンドが重要な役割を果たすこととなったのである。

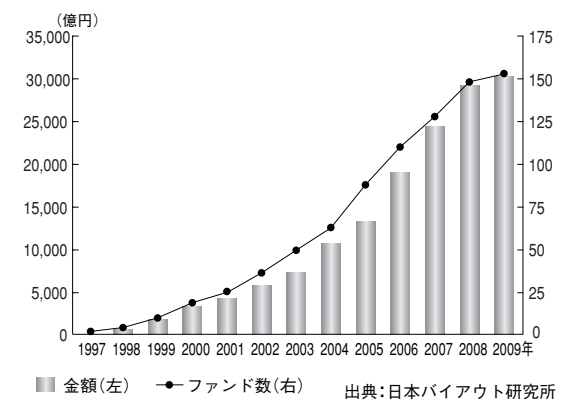
従来、わが国にはベンチャーキャピタルというリスクマネーの提供者が存在していたが、彼らは事業基盤が確立していない高成長期のベンチャー企業を対象とした投資を行い、投資額も小規模であるため、成熟期にある企業や再建を要する企業のニーズに応えることは不可能である。バイアウトファンドはこうした企業のニーズに合致した投資を行うことから、事業再編等が活発化していた97年に国内初のバイアウトファンドが設立されたのを皮切りに、ファンド数・金額が急速に拡大することとなり(図表2)、投資実績も急速に伸びた。

バイアウトファンドは、企業やそのステークホルダーとの友好的関係を前提に、原則として株式の過半以上を取得し、経営陣との協調体制の下で中期的な時間軸で経営に深く関与し、企業価値向上を実現した上で上場や持

分売却等により投資利益を得る。その意味で、破綻企業等の不良債権等を買取り、専ら売買時の価格差を以って投資利益の獲得を目指す、いわゆるディストレストファンドとは大きく異なる。経済産業省が08年2月に設置した「ファンド事例研究会」の報告書によると、バイアウトファンドには①企業の成長ステージ・ニーズに応じたリスクマネー等の供給機能、②経営の透明性を向上させる機能と経営人材の最適配置機能、③経営資源等提供機能——があるとされている。こうした機能は、抜本的なリストラクチャリングや経営戦略見直しの必要性に迫られた企業にとって極めて有効であり、金融機関にとっても、与信先企業の再生や経営改善の推進役となるバイアウトファンドと連携する意義は大きいと言える。

さて、バイアウトファンドの実際の活用事例を見てみると、企業の非コア事業の一部切り出し(カープアウト)や完全売却(スピンオフ)、経営不振企業に対する資本注入・経営てこ入れ(事業再構築)、オーナー企業の事業承継、上場企業の非公開放、企業が他社を買収する際の共同投資、合併事業への資本参加など、様々なパターンがある。こうした事例では、

図表2 日本のバイアウトファンドの設立状況
(累計ベース)



①金融機関からの借入では対応しきれないリスクマネーの大規模かつ機動的な調達が必要である、②事業上の戦略的意図を持った資金提供者と比べ、事業に中立的であり企業の独立性も維持できる、③対象企業の企業価値向上と中長期的発展という利害を完全に共有化でき、そのための様々な経営支援や外部リソースを享受できる——ことなどから、バイアウトファンドの存在は不可欠なものと言えよう。

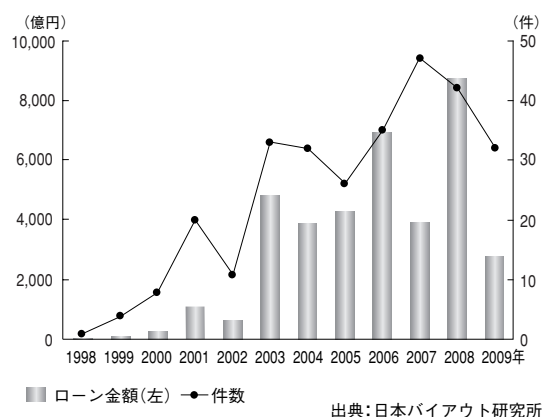
3. 事業再編等でのバイアウトファンドと金融機関の連携

事業再編・再構築においてバイアウトファンドがエクイティスポンサーとなる場合、LBO(レバレッジド・バイアウト)のスキームを活用することが多い。これは投資をする際の買収資金をバイアウトファンドの自己資金だけで賄うのではなく、投資対象先の資産や将来キャッシュフローを担保としたLBOローンも使って調達する手法である。わが国では2000年頃からLBOローンの市場が順調に拡大し、日本バイアウト研究所の集計によると08年には年間8,000億円を超えるLBOローンが組成された。しかしながら、いわゆるリーマン・ショック以降の09年には金融機関のLBOローンに対する姿勢も消極的になり、市場規模は3,000億円に満たないレベルまで縮小した(図表3)。バイアウトファンドが検討する事業再編等の案件の中には、適正な規模のLBOローンが利用できなければ、投資採算を確保できないものも多く、LBOローン市場の停滞はバイアウトファンドによる投資実績の低迷を招く一因になった。ただし、足元では金融機関の姿勢も再び積極的になっている。いくつかの案件ではリーマン・ショック以前と同水準のLBOロ

ーンが組成されており、今後はバイアウトファンドによる事業再編・再構築案件が動き出す可能性が高い。

バイアウトファンドが事業再生に取り組む場合には、対象事業の既存の取引金融機関との関係構築が極めて重要である。上述の通り、バイアウトファンドはディストレストファンとは異なり、事前の交渉により取引金融機関の支援が得られることを確認して投資を実行する。金融機関からの支援としては、単純に現行取引関係の当面の維持を約束してもらう場合から、元利払いの延長または金利の減免や、状況によっては債権圧縮の要請まで多種多様である。取引金融機関が一定の金融支援に応じるのは、新しいスポンサーの下で経営再建が進めば、最終的により多くの債権を回収できると判断した場合である。従って、バイアウトファンドは自ら主導して事業再生に向けた中期計画を策定し、これを金融機関に提示して合意を取り付け、協調関係を構築して共同で支援して行くことになる。事業再生においては、バイアウトファンドと取引金融機関はまさに金融機能における車の両輪と言えよう。

図表3 日本におけるLBOローン金額・件数の推移



4. バイアウトファンド業界の今後の展開について

バイアウトファンドが企業に活用される事例が急速に増加していることは前述の通りであるが、ここに来てファンド自体の実力が問われている。すなわち、かつては金融機関からのレバレッジを有効利用して、極力安く買い、極力高く売るというアービトラージでリターンを上げるファンドが一世を風靡したが、サブプライム問題やリーマン・ショック後の未曾有の世界的な経済不況の中では、投資先の経営に深く関与せずアービトラージ手法のみに頼っていたファンドは消えていった。確かにファンドにとってはアービトラージが基本であるものの、景気の短期的回復が期待できない中では、投資先をきめ細かくモニタリングしハンズオン手法で企業価値向上を支援できるノウハウとリソースを持ち合わせ、かつ企業価値向上策の立案実行について金融機関との間で強固な信頼関係を築くことができれば生き残れなくなっている。まさにバイアウトファンド業界が選別の時代に入ってきていると言えよう。

グローバルな視点からわが国のバイアウト市場を見ると、日本への投資の魅力が中国やインドに劣後しつつあることは否めないが、決して日本市場も捨てたものではない。中国・インドではグロース銘柄が活況を呈しグローバル投資家にとって魅力的であるが、日本市場には他のアジア諸国にはないユニークな投資形態、すなわちLBOとターンアラウンドの二つが存在する。日本が成熟企業と衰退企業が同居する市場である故に、バイアウトファンドがLBOローンや金融支援を用いることで高いリターンを確保する素地がある。加えて、世界に通用する技術力、サービス力、ブランド力等を持ち

木村 雄治(きむら ゆうじ)

1961年9月1日生、大阪府出身。85年東大卒、91年米国ペンシルバニア大学院卒。85年日本興業銀行に入行し、国際営業第三部、証券部、営業第七部、興銀証券、みずほ証券プライベートエクイティ部長を経て、2004年ポラリス・プリンシパル・ファイナンス株式会社(現ポラリス・キャピタル・グループ株式会社)を設立。06年より現職。



合わせた企業についてはアジア展開によって大きく成長するポテンシャルがあるとも言えよう。バイアウトファンドの資本参画により、企業がその持ち味を磨き、金融機関との連携の下グローバルネットワークを利用できれば、アジアリテール市場にビジネス展開することで企業価値を飛躍的に成長させることもできる。日本のバイアウト市場の魅力の世界に訴え、グローバル投資家のマネーを日本に導くことで、投資家にリターンを還元するグローバルマネーフローを創出していくことも、日本のバイアウトファンドの役割であろう。

今まさに日本経済の活性化が望まれており地方経済の活性化も大きなテーマである。これまでのバイアウトファンドが手掛ける案件ではメガバンクを中心とする大手銀行と組む例が多かったが、今後は地方銀行と組むことで地場企業の事業再編等を推進していくケースも増えて来るだろう。バイアウトファンドと金融機関とのタイアップは極めて重要であり、これが地方を含む日本経済の活性化、ひいては日本バイアウト市場のグローバルでの競争力を高めるドライバーフォースになることは間違いない。☑

本稿は、ポラリス・キャピタル・グループの木村雄治(代表取締役社長)、飯沼昭(パートナー)、密田英夫(プリンシパル)の3人が執筆した。