

FTIコンサルティング・レポート - 2024年2月発行

2024 スペシャル・シチュエーション投資家調査

2023年の振り返りと2024年の予測



はじめに

本年度のスペシャル・シチュエーション投資家サーベイの調査結果を発表し、今後1年間のディストレスト案件の動きに関する我々の考えを共有できることを嬉しく思う。本調査は2023年12月に実施され、英国を拠点とし、主にミッドマーケットのオルタナティブ投資に注力している投資家の意見を集約したものである。これらの投資家の典型的なエクイティ・チェック・サイズは1件当たり1,000万ポンドから1億ポンドで、15%から30%のリターンを目標としている。

今年の調査の主要テーマは以下の通り：

- 投資家の大半は、2023年にスペシャル・シチュエーションの投資機会が増加すると見ており、その増加幅は以下の通りであった。
- この傾向は、2023年12月までの12ヶ月間に英国の行政機関が27%増加したと相関している。この傾向は、2023年12月までの12ヶ月間に英国の行政機関が27%増加したと相関している。
- こうした状況にもかかわらず、また2022年と同様に、完了した取引件数は予想を下回り、投資家が主な課題として挙げたのは、低品質、不十分な再建計画、非常に前倒しされたスケジュールであった。
- サプライチェーンとインフレ圧力が引き続き事業者に問題を引き起こしている利益率の低い産業（工業、自動車、エンジニアリング）とともに、裁量的支出にさらされるセクター（消費者、小売、レジャー、建設）のビジネスチャンスが意外にも高かった。
- スペシャル・シチュエーション投資家は、事業再生の機会を中核としているにもかかわらず、2023年の資金調達により困難であると判断しているようであり、機関投資家が現在の環境下でプライベート・エクイティに多額の資金を配分することに消極的である可能性を示唆している。
- 2024年に向けて、回答者の70%以上が英国経済の先行きを楽観視していない。
- 投資家の80%以上が、今年はスペシャル・シチュエーション投資への資金投入を増やすか、大幅に増やすと予想している。

当社はこれまで、高級消費財、小売、電気通信、不動産、ビジネスサービス、エネルギーなど、さまざまなセクターの幅広い状況に関与してきた。このような状況のきっかけはさまざま、資金調達に苦慮する上場企業、流動性の蛇口を閉めようとするスポンサー、エクスポージャーを減らそうとする金融機関などである。

回答者と同様に、2023年末に近づくにつれ、当社の活動レベルは確実に上昇し、これは2024年初めまで続いている。調査結果について、あるいは一般的なキャッチアップについて、あるいはご検討中の事業撤退や買収について、当社がどのようにサポートできるかをご理解いただくためにも、ぜひご連絡ください。



2023年を振り返って

2023年を振り返ってみると、「グラウンドホッグ デイ (聖濁節)」のようで、2022年のテーマであった「期待の高まり」「量が多いが質の低い機会」が再び調査結果を支配しているようだ。

ミッドマーケットのスペシャル シチュエーション投資家は、2023年のディールフローの質 量ともに例年より改善されるとの期待を持ってスタートした。こうした期待を支えたのは、頑強なインフレ、金利上昇、高水準の企業業績、そして、投資家の投資意欲の減退という経済的背景であった。

レバレッジ、消費マインドの低下、厳しい経営環境、欧州と中東の地政学的緊張。多くの人々にとって、2023年は「ゾンビ」企業がついに清算の日を迎える年であった。当社の調査結果によると、約77%の投資家がデストレスト 案件の増加を見ており、この予想は部分的に現実のものとなった。

しかし、2022年と同様、売り出された案件の質は一般的に不十分であったため、このことが投下資本の大幅な増加には結びつかなかった。ある投資家は、「この1年間に見受けられた案件の大半は、比較的、投資意欲をそそるものであった」と指摘する。「質が低く、金融投資家にはふさわしくない」。投資家から寄せられた不満は他にもある：

- プロセスの立ち上げが遅すぎて、価値を維持できない。
- マネジメント・ソリューションはしばしば欠如しており、信頼できる復旧計画もない。
- 従来のキャッシュ・レバーはすでに引かれたため、コスト主導の回収構想は制限されている。逸話によれば、M&Aを加速させた結果、コネクテッド・パーティーのディール（例：

既存の株主、貸し手、経営陣に対するもの）、あるいは重要な取引は全くない。その他の機会も、大きなシナジー効果を期待できる戦略的買収者に適していた。例えば、フレイザーズ・グループは、2023年12月のマッツズ・ファッションの買収や、様々な上場小売企業への更なる出資など、買収劇を続けている。また、投資家からは、以下のようなコメントもあった。

2023年には、企業のカーブアウトが引き続き好調であったが、「興味深い“AMA”の機会は極端に限られていた」。

また、プライベート・クレジット・ファンドが、貸出債権を回収するために前倒し売却を行うのではなく、不良債権化した債務者の所有権を取得するケースも見られた。こうしたプロセスの中には、非協議的な強制執行を伴うものもあったが、多くは貸し手とスポンサ



77%の投資家がデストレスト 案件の増加を確認

一の間の合意の産物であり、これは現在の市場におけるこれらの利害関係者間のより広範で共生的な関係を反映している。

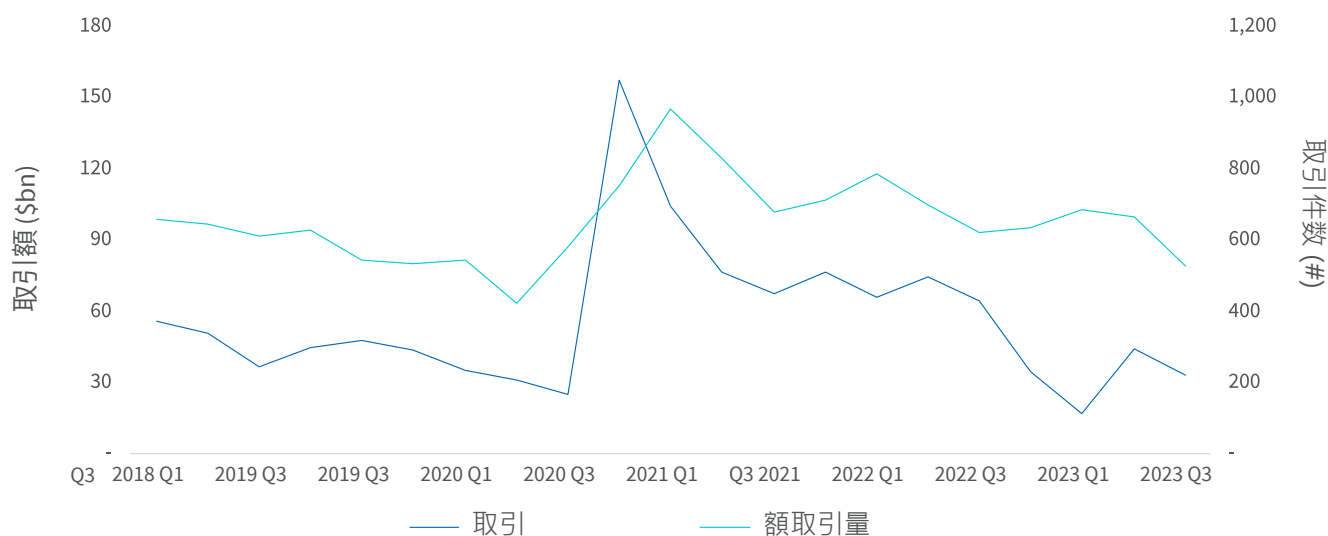
事業再生の投資家にとって残念なことに、また、レバレッジが一般的にハイストリークの銀行によって保有されていた以前の不況とは対照的に、このアプローチは多くの銀行がレバレッジを保有することを意味した。

潜在的により質の高い投資機会は密室で処理され、外部からのスペシャル・シチュエーション資本の短期的な必要性は限られていた。

「2023年には、困難な資産を売却し、中核となる収益性の高い事業を優先させるため、カーブアウトのレベルが高まった。」

Ben Hughes、シニア・マネージング・ディレクター

図表1 - M&A活動 2019年から2023年まで

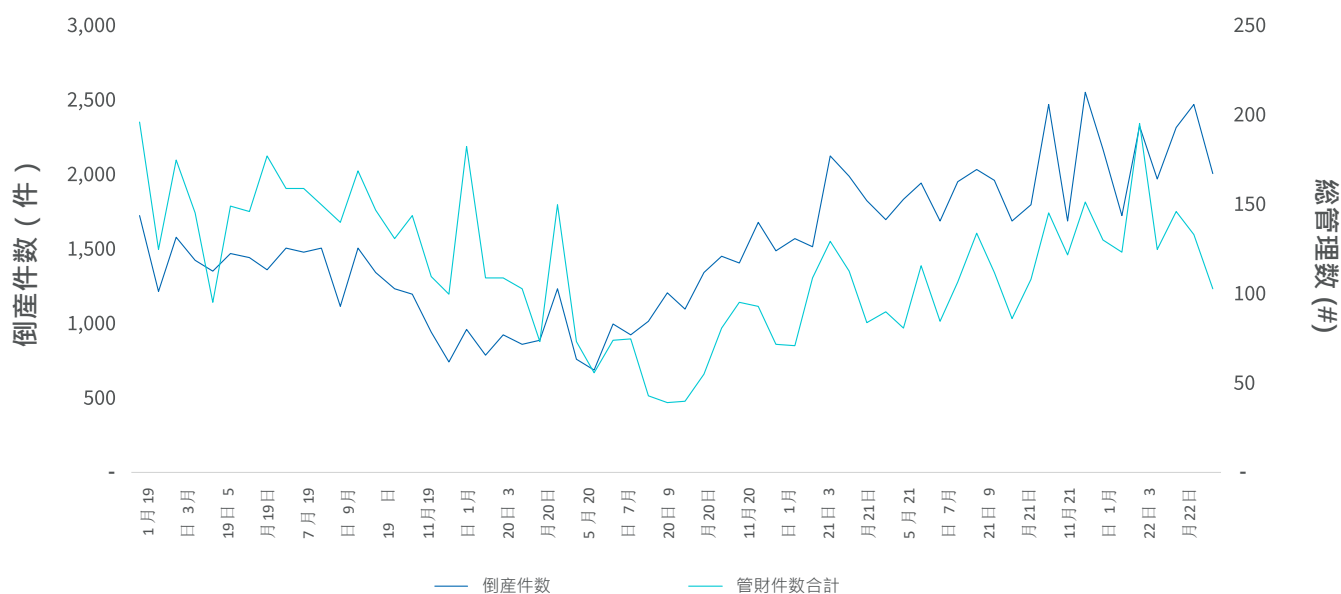
出典: <https://mergers.whitecase.com/>

マクロ的な視点に一步戻ると(図表1参照)、英国のM&A活動は世界的なトレンドに追随し、2023年9月までの12ヶ月間のディール活動は、前年同期比で金額で約55%、件数で約11%減少した。低水準

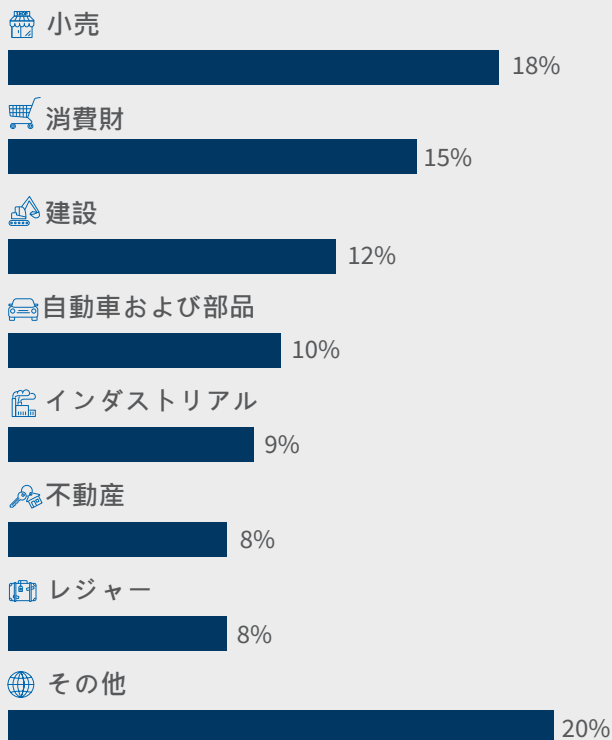
景況感、融資条件の厳しさ、そして対米ドルで2017年以来最高の年となった英ポンドの意外な強さが、この傾向の一因として挙げられている。

一方、英国の倒産件数は2023年12月までの12ヵ月間に前年同期比14%増と堅調に増加したが、管財件数は27%増と顕著であり、この管財件数は第三者や関連当事者へのディストレスト案件の提供との相関がより高い。これは、COVID-19の支援措置の撤回に伴い、意思決定者が決定的な行動を取ることを余儀なくされたことに加え、より厳しい経営・資金調達状況が出現したためで、2022年にも見られたテーマであった。

図表2 倒産統計 2019年~2023年

出典: <https://www.gov.uk/government/statistics/monthly-insolvency-statistics-november-2023>

2023年に、最も特殊な状況の機会があると思われるセクターはどこですか？



出典FTIコンサルティング2024年スペシャル・シチュエーション投資家調査

当然のことながら、2023年に最も苦境に立たされるのは裁量的支出にさらされるセクターであり、ディールメーカーは小売、消費財、レジャー、建設を最も活発な機会として挙げている。利益率の低い企業が投入コストの上昇に直面し、それを顧客に転嫁する能力が限られているため、工業や自動車関連企業も十字線上にあった。

不動産事業も活発化し、商業用不動産は、労働・生活パターンの変化や、時代遅れの評価に基づく持続不可能な資金調達構造によって大きな影響を受けた。



2023年に建設業が特別な状況の機会でトップ3に入り、2022年から2023年にかけて**5%増加**

投資家はまた、資本コストの上昇からリターン・ハードルの再設定を余儀なくされており、調査対象となった投資家の大半は、金利上昇によってディールのリターン・ハードルが中程度または大幅に上昇したと回答している。このことは、質の高い案件が不足すると同時に、多くの投資家のリターン・ハードルが上昇し、その結果、完了した取引が減少したことを意味する。

前述の経済的課題も、2023年のプライベート・エクイティの資金調達環境を厳しいものとした。2023年に資金調達を試みた調査回答者は、以下のように回答した。

機関投資家は、関連するファンドの投資マンデートにかかわらず、この資産クラスへのさらなる投資を手かせ足かせにしたままであるためだ。Prequinによれば、2023年9月現在、プライベート・エクイティ・ファームは、620のファンドのクロージングを通じて、世界で約5,090億ドルの資金を調達しているが、これは前年の資金調達総額の46%に過ぎない¹。

「私たちは、市場に出てくる企業の増加を目の当たりにしてきたが、そのほとんどは再生投資家にはふさわしくなかった。」

Callum Greig、マネージング・ディレクター



2024年の見通し

国内総生産（GDP）成長率の横ばい、失業率の上昇、変動金利に切り替えた住宅所有者の多さ、税負担の増加（しかし隠れている）などが、インフレ率の低下と金利の動きを相殺し、限定的なものとなっている。

2024年を展望すると、インフレ率が低下し、中央銀行が利上げを当面休止することから、投資家の間では英国経済について慎重な楽観論が広がっているようだ。

しかし、この見通しは楽観的すぎるかもしれない。しかし、この見通しは楽観的すぎるかもしれない：

- インフレ率は低下すると予想されるものの、依然として高水準を維持すると思われる。イングランド銀行の2%目標は2025年後半まで続く。しかし、2023年の最終月にインフレ率の低下傾向が反転した英国やEU最大の国ドイツの経験は、2024年1月に発表された英国のデータに対する市場の反応に表れているように、若干の懸念材料となっている²。
- 金利は安定したかもしれないが、イングランド銀行が2008年以来の高水準である5.25%からの金利引き下げをいつ開始するかは不透明だ。
- 英国のGDPは名目ベースでは横ばい、実質ベースでは減少すると予想されており、これは英国の人口が生活水準の大幅な低下を経験するためである³。
- 住宅所有者が固定期間付き住宅ローンを切り離すにつれて、住宅ローンの平均コストは上昇を続け、英国の賃貸市場に間接的な影響を及ぼすと予想される。経済予測が個人消費の大幅な減少をどのように反映しているかは不明である⁴。
- 失業率予測によると、2025年第2四半期までに労働人口の4.6%が失業し、2023年後半から2024年初頭にかけて人員削減計画を発表する大企業の数が大幅に増加する⁵。
- 国民保険料の引き下げにもかかわらず、所得税の課税標準の凍結により、英国経済への税負担は1900年代半ば以来の高水準となる⁶。

こうした懸念はスペシャル・シチュエーション投資家にも強く、回答者の70%以上が今後の英国経済を楽観視していないと答えている。

近い将来にその結果、80%以上の投資家が、今後12ヶ月間に、中程度（50%程度）または大幅に（30%程度）資本を投下すると予想している。

かなり多い

2024 30%

2023 51%

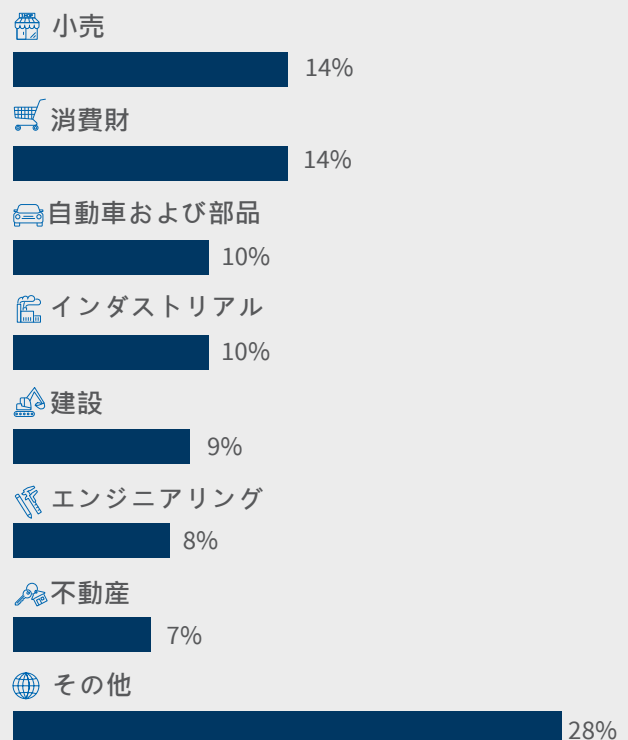
やや多い

2024 50%

2023 30%

以下に示すように、既存のストレス領域が引き続き経済パフォーマンスに悪影響を及ぼすため、投資家は2024年のセクター・テーマはほぼ変わらないと予想している。

2024年にスペシャル・シチュエーションの機会が増えると予想するセクターは？



出典FTIコンサルティング2024年スペシャル・シチュエーション投資家調査



期待されるスペシャル・シチュエーションの機会は
やや落ち込んだものの、小売と消費財は2年連続でト
ップ2を維持



小売

2024 14%

2023 17%



消費財

2024 14%

2023 15%

需要がそれぞれ約20%を占めた。金利がこれ以上上
昇する可能性は低いと考えられるが、スポンサーが支
援する多くのピークルが、金利の上昇に先駆けて満期
を延長しようとしていることが複合的に影響してい
る。

意欲的な撤退と、レバレッジをかけた資産に対する強
制的なヘッジ措置の期限切れが相まって、資本構造主
導のリストラが大幅に増加する可能性がある。

調査結果で明らかになった今後12ヶ月のその他のテー
マは以下の通り：

- 投資家の圧力に押され、一部の主流ファンドは長
期保有投資からの撤退を余儀なくされるだろう。
- 民間のクレジット・プロバイダーが経営難に陥っ
た債務者を所有する傾向は今後も続くだろう。

資金調達環境が依然厳しく、利害関係者の支援が弱ま
り、低成長経済が企業業績の足を引っ張る中、2024年
の活動は着実に増加すると予想される。また、上場企
業、特に小規模企業のディストレスト案件が増加する
と予想される。こうした企業は、現在の環境下で資金
調達がますます困難になり、Takeover Codeの下で支
払能力のある解決策を迅速に提供しようとする、さ
らに複雑な問題が発生するため、取引には何らかの倒
産プロセスが必要になる可能性がある。

最も活発になると予想されるセクターにおい て、スペシャル・シチュエーションの投資機会 が増加する要因は何か？



持続不可能な債務返済コスト

23%



資金調達や既存債務の借り換えができない

20%



コスト・インフレ

17%



顧客の要望

16%



運営上の問題

6%



その他

18%

出典FTIコンサルティング スペシャル・シチュエーション投資家調査2024

「逆風が依然として強く、スポンサーは売却を
迫られているため、スペシャル・シチュエー
ションの案件が増加すると予想している。」

Ben Hughes、シニア・マネージング・ディレ
クター



FTIコンサルティングのスペシャル・シチュエーション M&Aオフリング

M&Aの専門的な知識とアドバイスが最適な結果をもたらす鍵となります。

コア・サービス

当社は、幅広い分野のクライアントに対して、セルサイドおよびバイサイドのM&Aサービス一式を提供している。



加速するM&A

保留中の流動性イベントや、解決不可能な利害関係者の対立などの突発的要因により、タイムテーブルが短縮された売却プロセス。



迅速な資金調達ソリューション

ストレスや苦境にある企業向けに柔軟な資本を確保し、資金需要が特殊状況金融機関に適している場合。



非中核事業からの撤退

大企業の非中核部門やプライベート・エクイティ・ポートフォリオ内の非中核投資の撤退を伴う売却プロセス。



戦略的M&A支援

マーケットマッピング、売却プロセスのモニタリング、売却プロセスのレトロスペクティブレビュー、戦略的オプションのレビュー、エグジティブプランニングなど、幅広いM&Aサポート。

BEN HUGHES

シニア・マネージング・ディレクター
スペシャル・シチュエーション M&A
+44 (0) 7795 640 462
ben.hughes@fticonsulting.com

MATTHEW CALLAGHAN

シニア・マネージング・ディレクター
中堅企業リストラクチャリング
+44 (0) 7815 187 649
matthew.callaghan@fticonsulting.com

CALLUM GREIG

マネージング・ディレクター スペ
シャル・シチュエーション M&A
+44 (0) 7532 607 753
callum.greig@fticonsulting.com

STEFAN MARICIC

シニア・コンサルタント スペシ
ャル・シチュエーション M&A
+44 (0) 2030 770 189
stefan.maricic@fticonsulting.com

さらに詳しい情報は、以下にお問い合わせください。

KEN SMITH

シニア マネージング ディレクター
コーポレート ファイナンス
+81 35 005 0587
kenneth.smith@fticonsulting.com

ここに記載された見解は著者のものであり、必ずしもFTIコンサルティング社、その経営陣、子会社、関連会社、またはその他の専門家の見解ではありません。FTIコンサルティング株式会社（その子会社および関連会社を含む）はコンサルティング会社であり、公認会計士事務所や法律事務所ではありません。

FTIコンサルティングは、組織が変化を管理し、リスクを軽減し、財務、法務、業務、政治・規制、風評、取引などの紛争を解決できるよう支援することを専門とする独立系グローバル・ビジネス・アドバイザー企業です。FTIコンサルティングのプロフェッショナルは、世界中の主要なビジネスセンターに配置され、クライアントと緊密に連携して、複雑なビジネス上の課題や機会を予測し、照らし出し、克服します。© 2024 FTIコンサルティング 無断複写・転載を禁じます。

巻末資料

1. WSJ: <https://www.wsj.com/articles/private-equity-faces-gloomy-fundraising-forecast-for-2024-5951e96b>
2. OBR - 図表1.1: <https://obr.uk/efo/economic-and-fiscal-outlook-november-2023/>
3. オンス: <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp/bulletins/gdpmonthlyestimateuk/november2023>
4. ONS: <https://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/housing/articles/monthlymortgagerepayment-sup61foraveragesemidetachedhomeintheuk/2023-03-08> <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/articles/costoflivinginsights/housing>
5. OBR - Economic Outlook 1.10: <https://obr.uk/efo/economic-and-fiscal-outlook-november-2023/>
6. ガーディアン紙: <https://www.theguardian.com/politics/2023/oct/06/rishi-sunak-responsible-for-biggest-income-tax-rise-in-at-least-50-years>