



いわかぜキャピタル株式会社・代表取締役社長・植田兼司氏・執筆コラム

不透明な金融情勢下での Private Equity Fund の戦略と実務

その1. PE ファンドの骨子と我が国における浸透

〇はじめに

金融市場を駆け抜けた激震は、かつて経験のない速さと深さで実体経済における深刻な景気後退につながっていた。2009年2月の鉱工業生産指数は前年同月比▲38%、在庫率158.5は同+61%、稼働率指数60.5は同▲44%とすさまじい。悲観一色となるのもやむを得ないが、ピンチの裏にチャンスあり。抜群の技術力、精緻な製造力、そして穏やかさと誠実さを持つ日本企業の見直しが早晚入るものと筆者は考える。実際、アジア諸国を訪問すると、日本人の想像以上に日本企業への期待は大きい。とりわけグローバルに戦えるポテンシャルを持つ日本の中堅企業の成長余地は大きいし、その成長をサポートする Private Equity Fund (PE ファンド) の意義は深い。本稿では、3~4回に渡り、PE ファンドが投資先企業の企業価値をいかに上げていくかということに焦点を当てながら、PE ファンドの戦略と実務を解説したい。

〇PE ファンドの意義は Risk Capital の提供

PE ファンドは、成長のポテンシャルを持つ企業を買収し、中長期で企業価値を上げ、将来株式公開や第三者への売却(Exit という)によって、投資の回収を図り、投資家にそのキャピタルゲインを分配する。その社会的意義は、潜在的成長力を持つにはいるが、現状では優良とは言い難い企業へのリスクキャピタル(中長期にリスクをとっていつでもよいお金)の提供である。そのなかには、①Early Stage の若い企業に投資する Venture Capital Fund、②かつては隆盛を誇ったものの伸び悩んでいる企業の経営権を取得し、立て直して企業価値を高める Buyout Fund、③いったん破綻した企業を安く買って再生して売り抜ける Distressed Fund があるが、本稿では、Buyout Fund を基本に考察を進めたい。

PE ファンドは、Fundraising により、投資家から Commitment を集め、その後 Deal の Closing の度に投資家に Capital Call をかけ、投資資金を入れてもらう。そして Exit の都度、投資家に売却金額を分配する。一般的にファンドの投資期間は7~10年、Commitment の有効期間は4~5年、個別案件では通常投資後3~5年で Exit ということが多い。投資家は Limited Partner (LP) となり、Commitment の2~2.5%を Management Fee としてファンドの運用会社である General Partner (GP) に毎年支払う。Hurdle Rate として IRR6~8%までは売却益のすべては投資家に還元されるが、その利回りを超えると売却益の20%が成功報酬として GP に支払われる。

〇山一証券は生き延びることができた？

日本の PE 投資は、1990年代後半からスタートしたが、Ripplewood が上陸した1999年を元年と考えるとわかりやすい。しかしながら、Ripplewood があと2年早く日本に上陸していれば、山一証券はいまも存在したかもしれない。山一証券の自主廃業が報じられたのは1997年11月。当時筆者は東京海上に在籍していたが、新聞記事を読んで

山一の経営陣・従業員と PE ファンドが組んで山一を買収する MBO (Management Buy Out) の可能性があるのではないかと考えた。米国の PE ファンドを Equity Sponsor として MBO を実行し、その後いったん非上場化して 5 年ぐらいで再建し、再上場をめざすというやり方だ。例えば長銀はその名前はなくなったけれど、PE ファンドとともに再建努力の末、新生銀行として再上場し、脈々とその風土を受け継いでいる。山一証券もばらばらにならずにひとつの企業体としてまとまって継続し、再上場まで漕ぎつけることができたのではないかと惜まれる。このように Risk Money を投入して残すべき企業を再生していくのが PE ファンドの社会的意義であり、そこにこの仕事の醍醐味がある。

○我が国の PE ファンドは 10 年の歴史

我が国における PE ファンドの歴史を振り返ると、1990 年代後半から国内独立系の旗揚げ、外資系の上陸が始まり、日本経済の落ち込みのなかで「ハゲタカファンド」などといった揶揄も受けながら着実に浸透していった。2003 年ごろからは、国内金融機関系、独立系、さらに外資系第二陣の上陸などが相次ぎ、PE ファンド林立の様相を呈した。その間、村上ファンドなどの Activist の出現等もあって、ひとくくりでの「ファンド」の響きがやや微妙な時期もあったが、総じて右肩上がりの M&A のトレンドのなかで PE ファンドはその地位を確立していった。しかしながら、2008 年 9 月のリーマンショック以降、Buyout Finance の不調と含み損の増大から国内外ともに PE 投資は相当冷え込んでいる現況にある。

これまでの我が国における PE 投資について特徴的なところを述べると、①逆張りが苦手な日本人らしく、不況期や株価下落時に会社を売りたい、好況期や株価上昇時にはむしろ買いたいといういびつなサイクルになっている、②M&A がかなり定着してきたとはいえ、「会社を売ることは恥ずかしいこと」という意識が大企業のトップにもオーナー企業の後継者にもまだあり、PE ファンドにとって Deal Sourcing (案件探し) は容易ではなかった、③PE ファンドは林立したものの、売りが十分になかったため、2005-2007 年のミニバブル期には Auction (公開入札) に多くの買い手が殺到するなど、Deal Sourcing の力が不足しているファンドでは十分に Deal ができていないところも多い、④王子製紙による北越製紙の敵対的 TOB 以降流れが変わり、Strategic Buyer (事業会社) による買収にはずみがついて、Financial Investor である PE ファンドにとって強力なライバルが出現した、というところであろう。

○Vintage 2008、2009 の PE ファンドは将来の宝

現状と今後の見通しは次のように考える。まず、銀行が Buyout Finance に慎重になっているから Leverage を効かせにくい。Leverage というのは、Equity に対する Debt の倍率で、Cash Flow が安定している企業であれば、High Leverage とするほど、Debt の返済が進めば Enterprise Value に占める Equity の割合が増え、結果的に Equity 投資の IRR は高くなる。この Leverage が効かせられなくなる、つまり金融 Structure に頼ることが困難になれば、進む方向は Natural Growth が可能な企業を見つけその成長に賭けるか、あるいは Post Deal Management に注力し買収後の企業価値増大に賭けるか、ということになる。いずれにせよ、PE ファンドそれぞれの Deal Sourcing のパワーと巧拙、あるいは Hands On の Post Deal Management の徹底の如何、によって Performance に大きな差が生じ、それがファンド間格差につながっていくだろう。さらに Fundraising においても PE ファンドにとって筆舌に尽くせぬ厳しい環境にある。PE ファンドの Performance はワインと同様、概ねその Vintage Year で、つまりそのファンドがいつスタートしたかによって決まるところがある。従って数年後には、Vintage 2008、Vintage 2009 の PE ファンドが優れものということになると思われるのだが……。

以上、第 2 回に続く