

杉浦慶一・越純一郎編

『プライベート・エクイティ勝者の条件』

(日本経済新聞出版社 2010年)

船岡健太

I. 本書の特徴

本書は、日本のプライベート・エクイティの現状、課題、および将来展望を描き出すことを目的に編集されたものである(本書で言うプライベート・エクイティとはバイアウトを指すもので、ベンチャー・キャピタルは含まない)。

本書の編者の一人である杉浦慶一氏は、大学院の博士後期課程に在学中の2006年に「日本バイアウト研究所」を立ち上げ、現在においても同研究所の代表取締役としてプライベート・エクイティの研究および教育に精力的に従事している。本書で用いられているデータは、その多くが日本バイアウト研究所から提供されたものである。プライベート・エクイティのディールの詳細は、通常は公表されず、当事者のみ知るケースが圧倒的に多い。杉浦氏は、プライベート・エクイティの公表データが少ない中で、ディールの詳細を知る当事者に直接に取材を行い、オリジナルのデータベースを作り上げている。この日本バイアウト研究所の緻密なデータベースが存在しなければ、本書における分析の多くは実施不可能であったと思われる。

もう一人の編者である越純一郎氏は、プライ

ベート・エクイティについて、日本では、まだよく知られていなかった2000年に『プライベート・エクイティ』(日本経済新聞社)という入門書を世に送り出した人物である。

上記の2人以外の執筆者についてもプライベート・エクイティ業界の第一線で活躍する実務家が顔を揃えている。

日本においてバイアウト市場が生成したのは、1990年代の後半のことである。本書では1990年代後半から現在にいたるまでの10年あまりの日本のプライベート・エクイティ市場の歩みと今後の展望が詳細に記されている。

この書評においては、次節で本書の構成に関する記述を行い、第3節では日本のプライベート・エクイティ研究の今後について述べる。

II. 本書の構成

本書は以下に示すように、3つの部があり、各部に章が割り当てられ、章としては序章から第10章に加えて終章の計12章で構成されている。各章の右側に記している氏名はその章の執筆者である。

序章 日本のバイアウト市場の10年の軌跡

杉浦慶一

第I部 日本のプライベート・エクイティの到達点

第1章 MBO拡大の背景とバイアウト・

ファンド活用の是非 深沢英昭

第2章 ファンドの仕組みとファンドレイジング 水島正

第3章 企業価値向上の鍵—プライベート・エクイティの役割と実務の現状と課題 福本太郎

第4章 日本のレバレッジド・ファイナンスの特徴 笹山幸嗣

第II部 海外のプレイヤーと市場から学ぶ

第5章 欧米のプライベート・エクイティーバイアウト・バブルを越えて 小林和成

第6章 アジア太平洋地域のプライベート・エクイティ 北村元哉

第7章 海外のプライベート・エクイティの競争レバレッジ 片尾英和

第III部 日本のプライベート・エクイティの課題と提言

第8章 日本のプライベート・エクイティの人材マーケット 佐藤信雄

第9章 今こそ、日本企業に求められる「プロフェッショナルCFO」 安藤秀昭

第10章 経営者人材の育成と経営者市場形成の根本課題 佐山展生

座談会 日本のプライベート・エクイティ市場の回顧と展望—欧米を意識しつつ語る、成長と停滞との間

討論者：笹沼泰助/蓑田秀策/大畑康寿

司会者：知野雅彦

終章 未来編への序説 越純一郎

以下においては、紙幅の都合もあるため、4つの章をピックアップし、その内容を紹介することにしたい。紹介する章は、序章、第4章、第8章、終章である。

1. 序章 日本のバイアウト市場の10年の軌跡

序章は、編者である杉浦氏が執筆を行っており、わが国のバイアウト市場の歩みが手際良くまとめられている。

序章の構成は、「はじめに」、「1 日本のバイアウト・ファームの動向」、「2 日本のバイアウト案件の動向」、「3 日本のエグジット案件の動向」、付表「日本のバイアウト市場の変遷」となっている。まず、第1節では、日本のバイアウト市場で活動しているバイアウト・ファームの動向を1990年代後半から2004年と2005年から2009年の2つの時期に分けて記述している。日本においてバイアウト市場が生成したのは1990年代後半のことである。バイアウト市場の創成期から現在に至るまでのどの時期にどのようなプレイヤーがバイアウト市場に参入したのかが整理されている。独立系ファーム、ベンチャー・キャピタル・ファーム、外資系ファーム、国内大手証券会社のプリンシパル・インベストメント会社などのタイプが異なるそれぞれの投資会社のバイアウト市場への参入時期が具体的なファーム名とともに記されている。

第2節においては、2000年から2009年までの10年間に於いて日本で成立したバイアウト案件がタイプ別に整理されている。10年間の中で最も多いタイプは、子会社・事業部門売却型であり、全体の約3割を占める。子会社・事業部門売却型の次に多いタイプは、事業再生型、公開

企業の非公開化型（ゴーイング・プライベート）と続き、それぞれ全体の約23%、約16%を占めている。株主構成を集約化して抜本的な経営改革を行うために、上場企業が非上場企業となる選択を行う企業が増加したことは記憶に新しいところである。

第3節では、エグジットの方法の傾向について明らかにしている。2001年から2009年までの9年間における229件のエグジットの実現のうち、M&Aによる株式売却が最も多く、全体の約半数を占めている。株式公開によるエグジットは、一時増加傾向にあったものの、リーマン・ショック以降の株式市場の低迷により、2008年と2009年の2年間においては2件にとどまっている。リーマン・ショックがもたらした市況の低迷は、バイアウト・ファンドのエグジットにも大きな影響を与えている。

本章の最後には、プライベート・エクイティ・ファンドがアクティビスト・ファンドと混同され、企業側がバイアウト・ファンドの活用に対して、抵抗感を持つこともあるとことが記されている。このような抵抗感を取り除き、バイアウト・ファンドの活用を促進させるような取り組みを日本バイアウト研究所で行いたいということを杉浦氏は述べている。

2. 第4章 日本のレバレッジド・ファイナンスの特徴

バイアウトに要する資金は、エクイティとデットの組み合わせにより調達されることが多い。デットの活用は、レバレッジ効果により、プライベート・エクイティ会社のエクイティの投資効率を高めることができる一方、バイアウト企業に金利負担が重くのしかかるという側面を有する。

第4章では、このレバレッジド・ファイナンスについて、日本におけるそのパイオニア的存在である笹山幸嗣氏が執筆を行っている。この第4章は、「はじめに」、「1 レバレッジド・ファイナンスの変遷」、「2 プライベート・エクイティとレバレッジド・ファイナンス」、「3 日本のレバレッジド・ファイナンスの特徴と展望」、「おわりに」から構成されている。

日本の10年あまりのプライベート・エクイティの歴史において、レバレッジド・ファイナンス市場の発展は大きく3つの時期に分けることができるとしている。第1期はプライベート・エクイティ市場が動き出した1998年頃から2002年までの勃興期。第2期は2003年から2008年前半にかけてマーケットが急拡大した時期。第3期はサブプライム問題、リーマン・ショックによって、マーケットが急速に冷え込んだ2008年後半から現在に至る期間である。

黎明期とも言える第1期では、参考となる案件の事例が日本に存在しなかったため、プライベート・エクイティの先進国である欧米でレバレッジド・ファイナンスの業務に携わっていたプロフェッショナルの手によって基本となるストラクチャーが持ち込まれたとのことである。

マーケットが急速に拡大した第2期では、案件数の増加に伴い、レバレッジド・ファイナンスに積極的に取り組む金融機関が日系および外資系ともに増えたという。外資系金融機関の新規参入においては、日系金融機関のレバレッジド・ファイナンスの担当者を引き抜くことによりスタッフの充実を図ったケースも多かったとのことである。しかし、2008年の金融危機後の第3期においては、市場の急激な環境変化に伴い、外資系金融機関の専門チームの縮小や解散が相次いだという。

第2節では、プライベート・エクイティ・ファームとデットの貸し手との関係については、状況によっては利害が相反する場合があるものの、相手を対等のパートナーとして認める意識を強く持つことがマーケットの中長期的な発展に資するとしている。

第3節においては、2009年のTOBを伴うMBO/LBO案件のデータを概観し、金額が大きくなるほどメガバンク3行の占める比率が極めて高いといった、日本のレバレッジド・ファイナンスの特徴が記されている。

3. 第8章 日本のプライベート・エクイティの人材マーケット

プライベート・エクイティ・ファンドでは、投資後においては、社外役員として、投資先企業の経営に関与することが多い。経営に関与する際には、ファイナンスの知識に加えて、企業経営に関するあらゆる能力が求められる。このようにプライベート・エクイティ・ファンドでは、あらゆる分野の知識と経験が必要とされることから、欧米の一流のプライベート・エクイティ・ファンドへの入社は、「針の穴にラクダを通すほど難しい」と表現されるということを第8章の執筆者である佐藤信雄氏は記している。佐藤氏は、プライベート・エクイティ・ファームの立ち上げや既存チームの組織強化に数多く携った経験をもち、プライベート・エクイティ業界のプロフェッショナルについて熟知する人物である。

第8章は、「はじめに」,「1 日本のプライベート・エクイティ・マーケットの特徴とタレントマーケット」,「2 欧米におけるプライベート・エクイティ・ファンドの職業としての魅力」,「3 日本におけるプライベート・エク

イティ・ファンドへの転職」,「4 PE プロフェッショナルのバックグラウンド」,「おわりに」から構成されている。

まず、第1節において、佐藤氏は、プライベート・エクイティ市場の人材マーケットに関する日本と欧米における違いとして次の四点を挙げている。①プライベート・エクイティの歴史がまだ10年程度であるためプロフェッショナル層が欧米に比べて少ない。②日本のM&Aの年間取引金額は対GDP比でみて欧米諸国に比べて大変低い状況にあるため、日本ではプライベート・エクイティ投資に関して多くの経験を重ねることができず、一人前のプロフェッショナルがなかなか育たない。③日本でファンドという言葉が一般的ではない時期に、ハゲタカファンドの活発な活動によりファンド全体に対して悪いイメージがついてしまったこと。④欧米のビジネススクールの卒業生が希望する就職先として最も人気が高い業種の一つにプライベート・エクイティが挙げられるが、日本においてはそういう状況ではない。このような4点の状況から、日本では欧米に比べてプライベート・エクイティのプロフェッションに優秀な人材を惹きつけることが格段に難しいと佐藤氏は言う。

第2節では、欧米においては、プライベート・エクイティは、金銭面等において、究極のプロフェッション (ultimate profession) といわれるほど魅力的な職業と考えられていることが紹介されている。

第3節においては、ポスト・インベストメントに興味を持つ人物がプライベート・エクイティの仕事に向いているということが記されている。第4節と第5節では、プライベート・エクイティのプロフェッショナルに求められる

バックグラウンドと資質がそれぞれ述べられている。

4. 終章 未来編への序説

本書の最後を締めくくる終章は、編者である越氏が、日本のプライベート・エクイティの将来について述べている。この終章は、「はじめに」、「1 未来編における日本のPEの『内部状況』—人材と実務レベル」、「2 未来編における『外部環境』—経済・社会動向、および業界動向」から構成されている。第1節では、日系プライベート・エクイティ・ファームと欧米系の先進的の大手プライベート・エクイティ・ファームのプレーヤーとの実務レベルの格差は無視できない問題であるとしている。とりわけ、「人材の質・量」と「バリューアップ能力」の格差が特に大きいという。

第2節においては、プライベート・エクイティ業界の外部環境を「マクロ（経済動向や社会動向）」と「セミマクロ（プライベート・エクイティ業界と周辺業界）」とに分けて今後の見通しについて述べている。マクロ的には、当面予想される経済停滞は、日本のプライベート・エクイティにとって、最も大きなネガティブ・ファクターになるものと思われるとしている。だが、日本経済の停滞が予想されるからこそ、プライベート・エクイティへの期待も高まるであろうと述べている。セミマクロ的には、アジア市場への日系プレーヤーの進出が、徐々にではあるが、みられるようになる可能性があるだろうといったことが記されている。

Ⅲ. 日本のプライベート・エクイティ研究の今後

アメリカにおいては、1970年代半ばにコールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）などのバイアウト・ファンドの活動が始まり、1970年代の終盤よりレバレッジド・バイアウトの案件が出始め、1980年代には多くのレバレッジド・バイアウトの案件が成立したことは周知のとおりである。

このようなレバレッジド・バイアウトのブームが起きたことを背景に、アメリカでは1980年代後半から1990年代に数多くのバイアウトに関する実証研究が行われ、その研究は、*Journal of Finance* 誌や *Journal of Financial Economics* 誌などにおいて発表された。特に、当時、マイケル・ジェンセン氏やリチャード・ルーバック氏などが編集委員を務めていた *Journal of Financial Economics* 誌では、レバレッジド・バイアウトの特集を組むなど、M&A 関連の研究の進展に力を入れていた¹⁾。

アメリカにおけるレバレッジド・バイアウトのブームは、1990年代初頭には沈静化するが、1990年代半ば以降においては再び増加傾向となった。最近においては、最初のブームが終わった1990年以降の M&A の動きについて考察を行った研究が、上記のジャーナルにアクセプトされている。レバレッジ比率が1980年代よりも低くなった1990年以降のレバレッジド・バイアウトについて分析している Guo, Hotchkiss and Song (2010) や1990年代半ば以降に増加した複数のプライベート・エクイティ・ファームがシンジケーションを組成することにより実行される案件であるクラブ・ディールを扱った

Officer, Ozbas and Sensoy (2010)はその一例である。

統計処理を行う実証分析では、一定数以上の観測対象を必要とする。上記のアメリカのケースでは、1980年代に多くのディールが成立することにより、一定数の観測対象が揃ったことが、1990年代におけるバイアウト研究の進展の要因となったことは想像に難くない。

本書において、杉浦氏が執筆している序章では、日本における2000年から2009年までのバイアウトの案件数は、事業部門売却型や公開企業の非公開型などのすべてのタイプを足し合わせると、計514件であることが報告されている。日本においてもバイアウト研究は、タイプによってはまだ案件が少ないものもあるが、テーマによっては実証研究に必要な観測対象数を確保することが可能な状況となった。しかし、現時点では、日本におけるバイアウトの実証研究は、豊富な蓄積があるという状況にはない。わが国では、バイアウトの実証研究は、杉浦氏の本書を含むこれまでの研究や他の一部の研究者の取り組みに限られている。

本書の中で、杉浦氏は、今後において、バイアウト・ファンドのリターン源泉が、①マルチプルの上昇(市場からの評価)、②レバレッジ効果、③オペレーション支援による事業価値の向上のいずれにあるのかについて分析を行いたいということを記している。

この3点の中でも、③のオペレーション支援がバイアウト・ファンドのリターンにどのような影響をおよぼしているのかについては、特に研究の実現を願うトピックである。プライベート・エクイティ・ファームの支援の内容がファンドのパフォーマンスに与えるインパクトに関しては、支援の内容の把握が困難であることか

ら、先行研究は限られたものしか存在しない。日本バイアウト研究所の緻密なデータセットを用いれば、この研究を高い水準で実行することができるのではないかとと思われる。

本書の第3章において、福本太郎氏が、日本のプライベート・エクイティは「変革の担い手」という役割にとどまり、「企業の真の成長支援」にまでは至っていないケースが多いということを指摘している²⁾。このような日本の状況において、どのようなオペレーション支援がバイアウト・ファンドのリターンにプラスの影響を与えるのかについてを杉浦氏の研究により、特定することができれば、日本のプライベート・エクイティ・ファームに対して大きな示唆を提供することとなる。

①のマルチプルと②のレバレッジ効果についても、日本における結果が、前述の Guo, Hotchkiss and Song (2010)などの海外の先行研究の結果とどのように異なるのかについて、是非とも知りたいところである。これらのバイアウト・ファンドのリターン源泉に関する研究が実現すれば、わが国のプライベート・エクイティ研究の蓄積に大きく寄与するであろう。上記の研究が実現し、その研究結果が記された本書の続編が刊行されることを期待している。

最後に実証研究に関するリクエストを記したが、本書が日本のプライベート・エクイティの創成から現在までの歩みと今後の展望について記した優れた研究書であることは言うまでもない。プライベート・エクイティに関心を持つすべての人にご一読をお薦めしたい。

注

- 1) 例えば、1990年9月と10月に刊行された *Journal of Financial Economics* 誌の Vol.27の No.1と No.2では、同誌とハーバード・ビジネススクールがスポンサーとな

り同年3月にボストンで開催されたカンファレンス (*Conference on the Structure and Governance of Enterprise*) の中で発表が行われた23本の論文が収録されている。この23本は、それぞれ5つのテーマに分類されており、この5つのうちの1つのテーマである 'Restructuring and Leveraged Buyouts' に関しては7本の論文が掲載されている。

- 2) 「投資実行後には、ノンコア事業の売却やコスト削減、財務リストラ、人員リストラなどの『外科手術』が行われるだけで、『内科的』な、売上増加、強い組織作り、企業ライフサイクルの中で次のステージへと導くような成長支援はなかなかできていないのが現状である」と福本氏は指摘している。

参 考 文 献

越純一郎編 (2000), 『プライベート・エクイティ—

急拡大する未公開株式投資の世界—』日本経済新聞社。

Guo, Shourun, Edith S. Hotchkiss and Weihong Song (2010), Do Buyouts (still) Create Value? *Journal of Finance*, forthcoming.

Officer, Micah S., Oguzhan Ozbas and Berk A. Sensoy (2010), Club Deals in Leveraged Buyouts, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

(当研究所研究員)