

## 2 月度月例会講演録

- ・日時 2017年2月22日
- ・講師 前田 俊一 氏 (株式会社クロスポイント・アドバイザーズ 代表取締役)
- ・演題 「プライベート・エクイティ・ファンドに対する誤解を越えて」

Private Equity (PE) ファンドは、日本では「ハゲタカ」と呼ばれる等ネガティブなイメージが形成されているが、その本来の姿はあまり知られていない。本日は、PEファンドの仕組み、活動について分かりやすく説明し、世界での評価について紹介した上で、PEファンドが日本経済活性化と日本企業再興のツールとなり得ることについて理解頂ければ幸いである。

日本では、PEファンドは、①「ハゲタカ・ファンド上陸」と大きく報じられたリップルウッドによる長銀買収(2002年)、②「物言う株主」と言われた村上ファンド(2006年)、③東京高裁により「濫用的買収者」と判断されたスティー爾・パートナーズによるブルドックソースに対するTOB(2007年)によって世間にネガティブなイメージが形成され、NHKドラマ「ハゲタカ」によってもイメージが更に増幅、いまだにファンド一般に対するネガティブなイメージが抜けていない。

### 【Private Equity とは?】

Private とは、Public (公開市場) に対する語であり、投資対象が基本的に非上場企業で、資金調達方法が公募ではなく私募であることを意味する。Equity とは、資金を Debt (貸付金/借入金) ではなく、Equity (資本) という形態で供給するとの意である。つまり、銀行などから資金調達 (Debt) することが困難な事業や企業に対し、資金を資本 (Equity) という形態で供給するものである。

PEファンドの活動の性格は、資金を供給するのみならず、投資先企業の成長過程を助け、付加価値を付けることに特色がある。PEファンドの活動は、資金を供給してからが「始まり」であり、まさに「金融と実業が融合したビジネス」と言える。

資金運用サイドから見た場合、PEファンドへの投資は、上場株式投資/債券投資といった「伝統的投資」に対し、「代替的投資 (オルタナティブ投資)」と呼ばれる。PEファンドへの投資は、ヘッジ・ファンドへの投資とともに、代替的投資の代表的なものであり、ベンチャー・キャピタル・ファンド、バイ・アウト・ファンドに大別される。

PEファンドは、企業のライフサイクルに合わせて、企業の創業・成長期にはベンチャー・キャピタル・ファンド、成熟期にはバイ・アウト (買収) ファンド、衰退期には再生ファンド、破綻企業にはディストレス・ファンドに分類される。

### 【PEファンドの仕組み】

PEファンドは、通常株式会社としてではなく、組合 (パートナーシップ) として組成される。①永続性のある株式会社とは異なって、期限 (10年等) が設定され、②組合自体は課税対象とならないため二重課

税が回避される。

PEファンドは、1人以上の無限責任組員（ジェネラル・パートナー（GP））と、1人以上の有限責任組員（リミテッド・パートナー（LP））で組成される。分かり易く言えば、GPがファンドの「胴元」、LPは投資家である。PEサイクルと言われる案件選択～付加価値創造～売却等の全てをGPが采配し、資金はほぼ全てをLPが拠出する。

PEファンドを支える重要な基本概念として、「利害の一致（Alignment of Interests）」が挙げられる。すなわち、GPとLPの利害を常に一致させる形でGPは行動する。GPは投資先の株式の過半或いは全部を握り、その上で投資先の取締役会（Board）をコントロールして企業の付加価値向上を図る。経営の執行は社長以下の経営陣に委ね、企業価値向上という方向性を共有しつつ、所有と経営の緊張ある協調関係が構築されることとなる。いわゆる「コーポレート・ガバナンス」の力学を活用した企業価値創造である。

GPの収益の源泉は、20%を基本とする成功報酬、投資家がコミットした額の1~2%にあたる管理手数料である。

ほとんどのPEファンドは通常10年の期間を設定し、最初の5年間は投資期間、残りの5年間は価値創造／投資回収期間となる。よく誤解されているのだが、投資家は、ファンド設立時点で全ての資金を拠出する訳ではない。当初の段階では投資家はコミットメント（資金拠出の確約）を行うのみである。5年間の投資期間中に案件が出てきた段階で自己の出資比率分の拠出を行う。（極言すれば、全く案件が出てこなければ、拠出を行う必要はない。）投資先の売却（Exit）時に利益が生じた場合の配分については、まず投資家に投資原価（元本）を払い戻した上で、一般的には利益分をLP8：GP2の割合で配分することになる。場合によっては、投資家に最低リターンを保証し、投資家への優先リターンを除いた残りを8：2で配分することもある。

以下、PEファンド特有の用語について説明する。

#### <J-Curve>

PEファンドに投資した場合、投資によって当初のキャッシュ・フローはマイナスとなり、時間の経過に伴って投資先の売却等により収益が上がるため、キャッシュ・フローは「J」の形を描く。（これを「J-curve」と呼ぶ。）日本の投資家は、当初の投資期間にキャッシュ・フローがマイナスに沈むことを嫌う傾向があり、これが日本の投資家がPEファンドに興味を示さない要因の1つとなっている。

#### <Claw back 条項>（成功報酬払い戻し条項）

利益の配分にあたり、成功した投資案件についてはGPが20%の成功報酬を得る一方、失敗した案件においてGPが何ら損をしないのでは、GPに非常に有利であり、「利害の一致」の理念に反するとの指摘がなされた。Claw back 条項とは、個別案件ごとに成否を測るのではなく、全ての案件を纏めて成功報酬を測り、GPに払い過ぎた成功報酬を払い戻させることを可能とする規定であり、現在では一般的な条項となっている。

#### <Key man 条項>

同様に一般的なものとしてKey man 条項がある。ファンドの成否はGP個人の能力に依るところが大きい

ため、Key man が辞めた場合にはファンドを停止する、あるいはLP側が協議を行うといった条項を盛り込むことが一般的である。

### 【PEファンドの活動】

PEファンドの活動は、ファンド募集～投資活動（案件発掘、企業価値評価、買収交渉、資金調達）～付加価値創造～投資回収(Exit)が1つのサイクルとなる（PEサイクル）。この中で、最も重要なのが付加価値創造であり、まさにGPの力量が問われることとなる。付加価値創造は投資先の取締役会をコントロールすることによって行われ、PEは「マネージメントをマネージする」ことで、付加価値の創造を行う。

### 【PEファンドに対する世界の評価】

日本ではネガティブ・イメージが付きまとうPEファンドであるが、以下のとおり、世界の評価は極めて高い。

ハーバード・ビジネス・スクールとニューヨーク大学スターン・ビジネス・スクールの教授の1998年の著作「The New Financial Capitalism」の中では、世界的に著名なPEファンドであるKKRの創業から金融のメインストリームに躍り出る迄の過程のケースが紹介され、KKRによるRJRNabisco買収は、贅沢の限りを尽くす無能経営者を淘汰し、コーポレート・ガバナンスを強化する等、株主資本主義本来の姿を取り戻した象徴的な事例とされた。また、ハイ・イールド・ボンド（高利回り債券）を活用したLBOは、金融テクノロジーの大きな発展をもたらした。クリントン政権下の米国経済再生は、PEファンドによるところが大と評価されている。

The Economist 紙は、2004年にPEファンドの活動とグローバル経済に対する莫大な影響力について特集。PEファンドについて「The New Kings of Capitalism（資本主義の帝王）」と呼んだ。

ダボス会議においても、2008/2009/2010年にPEファンドの世界的な広がりとその企業経営、金融市場、労働市場、経済へのインパクトについて詳細な分析レポートを出しているが、非常にポジティブな評価を行っている。

### 【PEファンドの統計】

米国においては、現在、M&Aの約50%にPEファンドが関与しているが、日本では5%に満たない。また、運用/投資家側から見ても、例えば、ハーバード大学基金は運用資金の20%、イェール大学基金は30%以上、ワシントン州公務員基金は23%をPEファンド投資に配分し、非常に重要な運用対象となっているが、日本ではGPIFを見てもこれ迄ほとんどPEファンドに投資を行っていない。しかしながら、PEファンド投資は、マーケットとの相関が低く、市場変動の波に曝されにくいというメリットもあり、投資対象として真剣に取り組む価値があると言える。

### 【日本経済活性化と日本企業再興のツールとしてのPEファンド】

日本経済が抱える多くの課題はPEファンドによって解決され得るものも多い。例えば、海外ファンドの日本での活躍は対日直接投資の推進に大きく貢献するものである。また、企業成長・価値創造の観点からは、

PEファンドによってコーポレート・ガバナンスの改善、スチュワードシップコードの推進を図ることができる。企業によっては、「承継問題」「選択と集中」「親子上場の解消」などが大きな課題となっているが、PEが買い手となってこれらを解決に導いた事例も多い。「国際化」などもPEファンドが得意とするところである。

### 【まとめ】

2001年、「Private Equity Funds: Business Structure and Operations; 実務のためのプライベート・エクイティ・ファンドのすべて」を著したが、その「訳者まえがき」で記したことは、そのまま今日に当てはまる。PEは世界的な潮流/常識となっている。

トランプ政権において商務長官に指名されたウィルバー・ロスはPEファンド上位20名に入る大物、トランプが経済助言を受けるスティーブン・シュワルツマンもPEファンドの第一人者、情報機関再編のため政権入りすると噂されるスティーブン・ファインバーグも著名なPEファンドの総帥である。

本年2月9日、日経新聞に「ファンドの力を生かして経営改革を」との社説が掲載され、ようやくPEファンドのイメージがポジティブに変わりつつあると感じる。日本も、積極的にPEファンドを活用すべきである。

### 【質疑】

Q： PEファンドは、所有と経営の緊張関係を保ちつつ、Board をコントロールすることで付加価値創造を行うとのことだが、具体的には如何なる手法・観点からコントロールを行うのか。また日本では、所有と経営の分離はまだまだ進んでいない観があるが、今後の見通しは如何か。

A： PEファンドは、コーポレート・ガバナンスのダイナミズムを活用してコントロールを行うのであり、経営陣とは適度な緊張関係を維持しながらも適切な reward を与え、経営をコントロールしていく。また、PEファンドは、投資時から常に Exit を見据えており、投資先企業を第三者に売却し易い形に、或いは上場し易い形に仕上げてゆくこととなる。ファンドが力点を置く個別の指標としては、EBITDA（金利引前・税引前・償却前利益）が挙げられる。

日本においても、スチュワードシップコードの推進などが強く求められるようになってきており、今後、PEファンド型の所有と経営が分離された「株主資本主義」を意識した経営の機運が高まっていくのではないか。