

プライベートエクイティの勃興とMBO

荒川 暁



若林城将



CONTENTS

- I 欧米でメジャー化したPE投資
- II 日本で成長する外資および日系ファンド
- III PE投資が後押しするMBO、非上場化の意味
- IV 企業価値の向上に貢献した欧米のMBO
- V 成果が待たれる日本のMBO

要約

- 1 近時、注目を浴びているMBO（Management Buy-Out：経営陣による企業買収）や上場企業の非公開化の背景には、それらに資金を供給するPE（プライベートエクイティ）投資が世界的に活発化している状況がある。
- 2 欧米では、機関投資家の豊富な資金により1兆円超のファンドを組成して著名企業を買収するなど、経済活動に大きな影響を与えるバイアウト（PEファームによる企業買収）市場が形成されている。一方、最近まで破綻企業への再生型投資が中心だった日本では、経済規模に比べ発展途上にあると考えられる。
- 3 PEの資金を使ったMBOの本質は、経営者を含む特定の株主へ支配権を集中し、公開企業とは異なるガバナンス（統治）モデルによって、株主と経営者の目線と時間軸を合わせ、意思決定のスピードを速めて、価値創造に向けた企業変革を加速させることにある。
- 4 アカデミックな世界では、アメリカの1980年代以降のバイアウトが、単なるコストの削減や資産の切り売りではなく、ガバナンスの変革によって企業の生産性を高め、企業価値を創造したという研究が蓄積されており、経営者が選択しうる経営形態の一つとして評価が定まっている。
- 5 日本では、「敵対的買収に対する究極の防衛策」「上場企業としてのガバナンスの放棄」「借金による財務体質の悪化」などの誤った解釈がなされている。しかし実際には、MBOに対する正しい理解を持つことが、株主との関係を発展させ、企業変革を通じた経済活性化につながる。

近時、ワールドやポッカコーポレーション、すかいらーくに代表されるように、上場企業がMBO（Management Buy-Out：経営陣による企業買収）により非公開化するケースが注目を浴びている。日本では、「敵対的買収に対する究極の防衛策」「上場企業のガバナンス（統治）の煩わしさからの脱出」など種々の解釈がされている。しかし、その意味合いを正確に理解するためには、世界的に活発化するPE（プライベートエクイティ）投資の潮流の中で考える必要があるだろう。本稿では、欧米でのバイアウト投資の状況を概観し、株主との関係再構築を考える日本企業への示唆を導きたい。

I 欧米でメジャー化したPE投資

1 MBOを支えるPEファーム

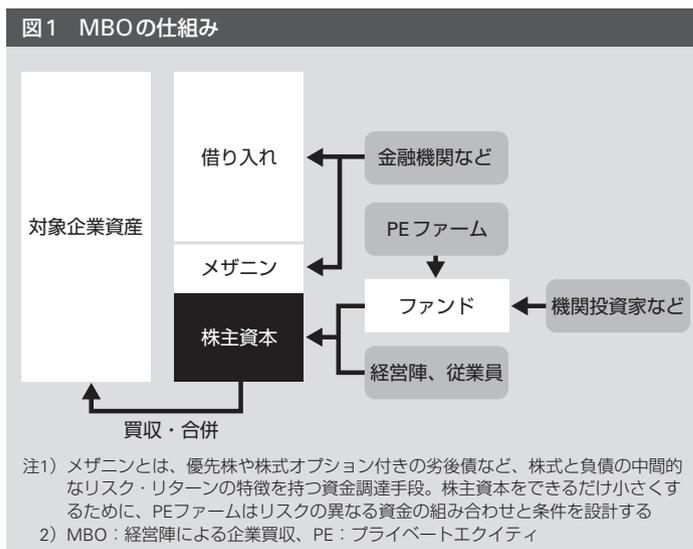
MBOとは、経営陣による企業または事業部門の買収である。小規模な事業を新しい経営陣が買い取るケースもあるが、企業価値の高い上場企業の場合、全株式を取得するための資金を自己資金でまかなうことは難しい。このため、買収資金をできるだけ借入れにより調達し、少ない株主資本で企業全体を買収して経営者の持ち分比率を高めると同時に、残りを金融投資家が引き受けるのが一般的な手法である（図1）。この手法は、銀行からのシンジケートローンやメザニンファイナンスを活用し、レバレッジ（てこ）により少ない自己資本で大きな企業を買収するので、LBO（レバレッジドバイアウト）とも呼ばれる。

リスクマネーを供給する金融投資家の役割を担っているのが、PEファームと呼ばれる

専門投資会社である。PEとは、一般に、非上場株式に対する投資を総称したもので、ベンチャー企業の事業立ち上げを支援する投資とバイアウト投資とがある。バイアウトは、キャッシュフローがある程度見込める確立された事業に対し、過半数以上の株式を取得して経営権を確保したうえで、企業価値の向上に深く関与する事業買収の一形態である。

市場で日々取引可能な上場株式と異なり、流動性が低くリスクの高い投資であることから、PEには高度な投資判断と運用管理が求められる。よって、専門家が集結するPEファームが機関投資家などから広く資金を集めてファンドを組成したり、リスクをとれる投資銀行が自己勘定を使って投資を行ったりする（以下、簡単のため両者ともPEファームと呼ぶ）。

PEファームの投資活動は多様化しており、破綻企業の再生のための出資、業績が低迷する上場企業の増資引き受け、事業投資家との共同投資、小規模事業者の統合推進、公営企業の民営化なども含まれる。しかし、基本形は過半数以上の株式取得による経営権の獲得と、「辛抱強い」長期のリスク資金を使



ったじっくりとした経営改善による価値創造にある。したがって、事業部門が親会社から独立するスピンアウト、あるいは企業全体の非公開化に伴い新経営陣とともに出資するMBOが、典型的な投資形態になる。

MBOが拡大する背景には、PEファームの活動が活発化していることがある。

2 資金流入で拡大を続けるPE投資

PWC（プライスウォーターハウスクーパース）の報告書によれば、2004年の全世界のPE投資は1100億ドル（GDP〈国内総生産〉の0.3%に相当）に達し、うち670億ドルがバイアウトであった。1998年から7年間の累積では、8000億ドルをPEファームが投資してきた。投資活動の中心は欧米で、資金の3分の2は北米から調達され、57%が北米、28%がヨーロッパ、10%がアジア太平洋地域に投資されている。

また、バイアウト業界の専門誌によれば、アメリカを基盤とするPEファームの投資額（株主資本だけでなく、純有利子負債も含む取引額）は、1989年をピークに低迷していた

が、2004年は1370億ドル、2005年は1978億ドルと急速に拡大している（図2）。

PE投資が急速に活発化している背景には、世界的な金余り、運用難のなかで、年金や大学基金など機関投資家の資金が流入している状況がある。PE投資が長期的に上場企業株式の平均リターンを大きく上回る成果をもたらし、また伝統的な株式や債券との相関が低くポートフォリオを分散できる新しい投資分野（オルタナティブ投資と呼ばれる）としての評価が高まっているからである。

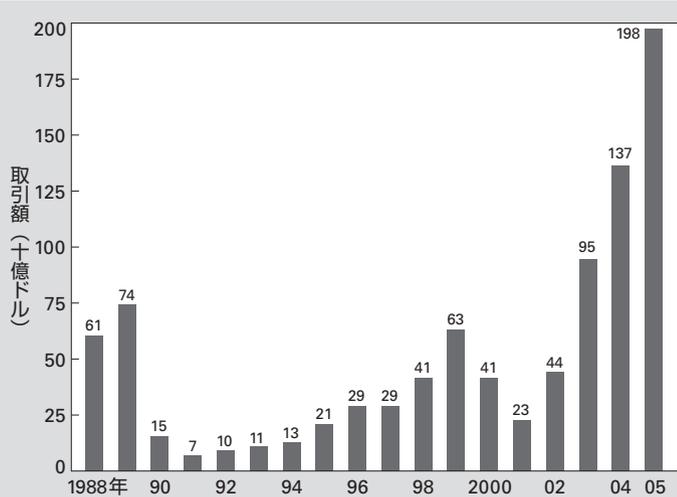
たとえば、世界最大の公的年金基金であるアメリカのカルパース（カリフォルニア州職員退職年金基金）は、2100億ドルの運用資産のうち6%をPEへ配分する方針であり、2005年に新たに10億ドルを拠出した。また、フランス、韓国でも政府年金機関がPE投資を開始している。

資金流入によって、PEファームの数、組成されるファンドの規模も急拡大している。2005年は、50億ドルを超えるメガファンドがいくつも募集され、1735億ドルが新たに調達された。また、アメリカの大手PEファームであるブラックストーン・グループの第5号ファンドは、史上最大の156億ドルの募集を2006年7月に完了している。各PEファームの累積運用資産は数百億ドルに達しているが、ブラックストーンは45の投資先企業で35万人を雇用し、720億ドルの売り上げを達成し、「フォーチュン500」企業のトップ20に相当する規模となっている。

3 経済全体に与えるインパクトで存在感を増すPE投資

ヨーロッパでは、創業者ファミリーの多角

図2 アメリカのバイアウト市場の成長



出所) Buyouts (Thomson Financialの専門誌) の各年のデータより作成

化企業からのスピンアウト、公営企業の民営化など、アメリカ以上にバイアウトが活発である。ロンドン、ドイツ、ユーロネクスト3市場の上場企業の時価総額合計（2005年末時点）が約8兆ドルであるのに対して、PE投資の累積は約3000億ドルに達し、公開市場の規模の3～4%まで拡大している。バイアウト投資の場合、一般的な公開企業よりも高いレバレッジがかけられているので、企業価値ベースですでに1割程度の企業がPEの世界にいると考えられる。

投資規模だけではなく、PE投資は実際の経済活動にも大きなインパクトを与え、存在感が高まっている。

ヨーロッパの業界団体であるEVCA（ベンチャーキャピタル協会）の調査によれば、イギリスではPEの投資先（ポートフォリオ企業）で働く人が300万人に達し、私営企業雇用者全体の18%を占めているという。また、ヨーロッパ全体では2000年から2004年までの間にポートフォリオ企業で雇用者数が42万人増加し、公開企業の4倍の雇用成長率を実現している。

MBOはキャッシュフローが比較的安定している流通・サービス業にも広がり、身近な企業も買収されることで、一般生活者にも広く知られる存在になっている。たとえばイギリスでは、2002年以降だけでも、デベナムズ（百貨店）、トラベロッジ（モーターチェーン）、キャドバリー・シュウェップス（飲料メーカー）、AA（自動車のロードサイドサービス）が、アメリカでも、バーガーキング、ダンキン・ドーナツといったファストフード、ニーマン・マーカス（百貨店）、ハーツ（レンタカー）などがバイアウトされた。

4 共同投資による非公開化案件の増加

近時は、大型上場企業の非公開化が活発化していることが注目される。これは、ファンドと案件の規模が拡大していること、また複数のPEファームが共同投資すること（クラブディールと呼ばれる）によって一つの案件で1兆円以上の資金調達が可能になり、時価総額の大きな公開企業もPEの投資対象になったためである。2001年頃にはアメリカのPEファームによるバイアウト案件に占める非公開化の割合（取引額ベース）は10%以下であったが、2004年は180億ドル（約15%）、2005年は680億ドル（約35%）と急速に増加している。

特に、次ページの表1に示すように、2005年から2006年にかけて著名公開企業の大型案件が続出している。直近では、アメリカで1989年のRJRナビスコを超える約330億ドルの史上最大のMBOとして、病院チェーンのHCAが非公開化され、ヨーロッパでもデンマークの通信会社TDCやオランダのマーケティング情報サービス会社VNUなど、1兆円を超える規模の非公開化が発生していることが、潮流を明確に示している。

PE業界のニューズレターによれば、机上の計算では、クラブディールによって800億ドルの投資も可能であり、PEの投資対象にならない企業はわずか61社しかないという分析もある。バブル的な過熱感を懸念する声はあるものの、PEは経済活動全体へ深く浸透している。

5 産業界からタレントも吸引

PE投資の世界には、単に資金が集まるだ

けではなく、著名経営者などタレント人材が
続々とPEファームのパートナーとして参
画、またはポートフォリオ企業のCEO（最
高経営責任者）に就任する例が見られる。株
式市場へ四半期ごとに業績を説明する責任に
労力を割くよりも、ファンドの傘下で経営者

として企業価値向上のための大胆な改革に集
中できる点と、改革が成功した場合の株式保
有による高い報酬が魅力になっているといわ
れる。

アメリカでは、GE（ゼネラル・エレクト
リック）のCEOであったジャック・ウェル

表1 2002年以降の大型バイアウト（30億ドル以上）

発表年月	対象企業	業種	国	買収者	(単位：百万ドル) 取引額
2002～2004年					
02年 8月	クwest・コミュニケーションズ（電話帳事業）	出版（電話帳）	アメリカ	カーライル、ウェルシュ・カーソン・アンダーソン&ストウ	7,050
02年 7月	ルグラン	電線設備	フランス	ヴァンデル・アンヴェスティスマン、KKR	5,060
04年 8月	インテルサット	衛星通信サービス	バミューダ	エイバックス・パートナーズ、ベルミラ、アポロ・マネジメント、MDP	5,000
04年 9月	メトロ・ゴールドウィン・メイヤー	映画	アメリカ	TPG、PEP、DLJ マーチャント・バンキング・パートナーズ、ソニー、コムキャスト	4,812
02年11月	TRWオートモーティブ	自動車部品	アメリカ	ブラックストーン	4,725
04年 4月	*バンナムサット	衛星通信サービス	アメリカ	KKR、カーライル、PEP	4,682
02年 6月	*ジェファーソン・スマーフィット・グループ	包装資材	アイルランド	MDP	4,390
03年 6月	SEATグループ（電話帳事業）	出版（電話帳）	イタリア	BCパートナーズ、CVCキャピタル・パートナーズ、ベルミラ、インベスティトリ・アソシアティ	4,368
03年 9月	オンデオ・ナルコ	水処理用製品	アメリカ	ブラックストーン、アポロ・マネジメント、GSCP	4,350
03年10月	スコティッシュ&ニューキヤッスル（パブ事業）	パブ	イギリス	TPG、ブラックストーン、CVCキャピタル・パートナーズ、メリルリンチGPE	4,174
04年 8月	*LNRプロパティ	不動産投資	アメリカ	サーベラス	3,960
04年 7月	ボイス・カスケード	紙・パルプ	アメリカ	MDP	3,700
04年 7月	AA	自動車サービス	イギリス	CVCキャピタル・パートナーズ、ベルミラ	3,183
04年 3月	*エクステンデッド・ステイ・アメリカ	ホテル	アメリカ	ブラックストーン	3,182
04年12月	レクセル	電気機器販売	フランス	CD&R、ユーラゼオ、メリルリンチGPE	3,143
03年 9月	デベナムズ	百貨店	イギリス	CVCキャピタル・パートナーズ、TPG、メリルリンチGPE	3,128
2005年					
9月	ハーツ	レンタカー	アメリカ	カーライル、CD&R、メリルリンチGPE	5,600
3月	*サンガード・データ・システムズ	情報サービス	アメリカ	シルバー・レイク・パートナーズ、ベイン・キャピタル、ブラックストーン、GSCP、KKR、PEP、TPG	10,844
11月	*TDC	情報通信	デンマーク	エイバックス・パートナーズ、ブラックストーン、PEP、KKR、ベルミラ	10,618
5月	ビテラ	不動産開発	ドイツ	テラ・ファーマ	7,960
3月	トイザラス	流通（玩具）	アメリカ	KKR、ベイン・キャピタル、ボルネード・リアルティ・トラスト	6,114
3月	*アマデウス・グローバル・トラベル	ソフトウェア	スペイン	BCパートナーズ、シンベン	5,849
5月	*ニーマン・マーカス・グループ	百貨店	アメリカ	TPG、ウォーバーク・ピンカス	5,157
3月	*ISS	施設運営サービス	デンマーク	EQTパートナーズ、GSCP	5,142
4月	インタージェン	発電	オランダ	AIGハイスター・キャピタル	4,450
10月	コーラル・ユーロベット	カジノ運営	イギリス	カンドーバー・インベストメンツ、シンベン、ベルミラ	3,878

チ氏は老舗PEファームであるCD&R（クレイトン・デュビリエ&ライス）のパートナー、IBMのCEOであったルイス・ガースナー氏はカーライル・グループ、フォード・モーターの再生を担ったジャック・ナッサー氏はJPモルガン傘下のPEファームに参画して

いる。PEファームはミドルマネジャーにとってもキャリア形成上の魅力を増しており、間口は狭いものの、ここ数年はMBA（経営学修士）の就職希望先の1位になっている。

このようにPE投資は、もはや一部の専門家だけが知っているベールに包まれた金融取

発表年月	対象企業	業種	国	買収者	(単位：百万ドル) 取引額
3月	*インサイト・コミュニケーションズ	ケーブルテレビ	アメリカ	カーライル	3,275
6月	*ウィンダム・インターナショナル	ホテルチェーン	アメリカ	ブラックストーン	3,099
2006年（1～7月）					
7月	*HCA	病院チェーン	アメリカ	ベイン・キャピタル、KKR、メリルリンチGPE	32,147
5月	*キンダー・モーガン	天然ガスパイプライン	アメリカ	GSCP、AIG、カーライル、リバーストーン・ホールディングス	23,945
6月	*ユニビジョン・コミュニケーションズ	スペイン語放送	アメリカ	サバン・キャピタル、MDP、PEP、TPG、THL	13,427
1月	*VNU	マーケティング情報サービス	オランダ	ブラックストーン、カーライル、KKR、THL、ヘルマン&フリードマン、アルプインベスト・パートナーズ	11,566
8月	フィリップス（半導体事業）	半導体製造	オランダ	KKR、シルバー・レイク・パートナーズ、アルプインベスト・パートナーズ	9,476
5月	*アラマーク	ビジネスサービス	アメリカ	GSCP、THL、JPモルガン・パートナーズ、ウォーバーク・ピンカス	7,870
4月	GMAC	金融	アメリカ	サーベラス、シティグループ、あおぞら銀行	7,853
6月	*マイケルズ・ストアーズ	工芸品販売	アメリカ	ベイン・キャピタル、ブラックストーン	6,046
4月	ガンプロ	医療機器	スウェーデン	EQTパートナーズ、インベスターAB	4,593
6月	トラベルポート	旅行サービス	アメリカ	ブラックストーン	4,300
5月	*ウエストコーブ	コールセンター	アメリカ	THL、クワドラングル	3,821
3月	*カーズナー・インターナショナル	ホテル、カジノ	パハマ	イスチスマール、ホワイホール・ストリート・グローバル・リアル・エステート、コロニー・キャピタル、PEPIほか	3,635
8月	エッセント・カベルコム	ケーブルテレビ	オランダ	ウォーバーク・ピンカス、シンベン	3,326
4月	セレクト・サービス・パートナーズ	給食サービス	スウェーデン	マッコリー銀行、EQTパートナーズ	3,174
3月	エデュケーション・マネジメント・コーブ	教育サービス	アメリカ	PEP、ゴールドマン・サックス	3,145
1月	テキサス・インスツルメンツ（センサー事業）	半導体製造	アメリカ	ベイン・キャピタル	3,000
6月	*すかいらく	外食サービス	日本	野村プリンシパル・ファイナンス、CVCアジアパシフィック	2,976

注1) ランクバリュー（対象会社の純有利子負債を含む取引額）

2) *は上場会社の非上場化

3) クエスト・コミュニケーションズの取引額は2段階の合計

4) ハーツの取引額はアセットファイナンスなどによる負債を含めると150億ドル

5) AIG：アメリカン・インターナショナル・グループ、CD&R：クレイトン・デュビリエ&ライス、GSCP：ゴールドマン・サックス・キャピタル・パートナーズ、KKR：コーンバーグ・クラビス・ロバーツ、MDP：マディソン・ディアボーン・パートナーズ、PEP：プロビデンス・エクイティ・パートナーズ、THL：トーマス・H・リー、TPG：テキサス・パシフィック・グループ、メリルリンチGPE：メリルリンチ・グローバル・プライベート・エクイティ

出所) Thomson FinancialのM&Aデータベースより、金融投資家が関与した案件を抽出

引ではなく、資本市場のメジャーな存在であり、一般の生活者も日常の経済活動でかかわりを持つ通常企業の一つの形態として位置づいている。

II 日本で成長する外資および日系ファンド

1 日本はバイアウトの発展途上国

かたや日本のバイアウトの市場規模は、2005年でアメリカ、イギリスに次ぐ第3位のレベルにあるが、図3に示すように、経済規模との比較ではまだ低水準にあり、今後さらなる発展の余地があると考えられる。2004年のバイアウト投資額45億ドル（PWCの報告書による）は、アメリカの1割強の規模に過ぎず、GDP比（0.1%）では4分の1の規模しかない。バイアウトの累積投資額は30分の1程度であるといわれる。

そもそも日本のバイアウト事業の歴史は浅く、金融機関による投資組合経由での5%以上の株式保有が解禁された後、1997年に設立されたアドバンテッジパートナーズが草分け

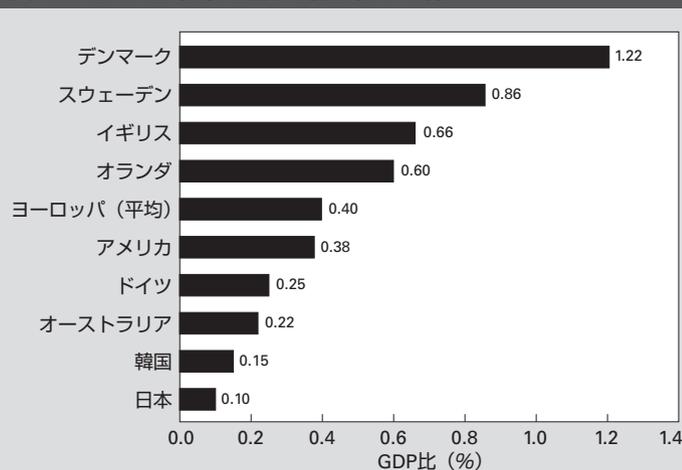
的存在である。MKSパートナーズ、ユニゾン・キャピタルを加えた3つの大手独立系PEファームはいくつもの成功案件によって高い運用実績を上げ、すでに後継ファンドを組成しており、また大手証券会社の自己勘定投資事業も成果を上げているが、20年以上の歴史を持つ欧米に比べれば、まだ発展途上に過ぎない。年金基金などの機関投資家も、ようやく資金配分を始めたところである。

実際、日本の経済の規模や産業の裾野の広さ、また株価が低迷する大企業に収益性改善を求めるプレッシャーから、魅力的なバイアウトの機会が拡大する素地があることは、繰り返し指摘されている。特に、業績低迷に苦しむ多角化した大企業からの非コア事業部門の独立など企業再編のツール、あるいは創業者が引退する企業の事業承継の方法として、MBOは大きく期待されており、法制面の整備などさまざまな研究が重ねられてきた。

たとえば、社歴20年以上の上場企業で、60歳以上の代表者が20%以上の株式を保有する筆頭株主である企業は約90社あるため、ヨーロッパと同様に、戦後生まれの企業のMBOが増加すると考えられる。仮に欧米並みにGDPの0.3~0.4%の規模になれば、バイアウト市場は現在の3倍超の1.5兆円、レバレッジの比率を考慮すると4~5兆円の規模となる。

しかし、株主間での経営権の移動という意味でのM&A（合併・買収）がそもそも不活発だった日本では、経営者が「会社を買う」という発想を持つこと自体がまれであり、経営権を移動せざるをえない状況に追い込まれた企業への再生型投資が中心となった。図4が示すように、銀行の不良債権処理がピーク

図3 バイアウト市場の規模の比較（2005年）



注1) アメリカは2003年、アジアは2004年のデータを使用

2) GDP: 国内総生産

出所) "2005 Annual European Private Equity Survey," EVCA, June 15, 2006

にあった2003年にバイアウト市場は大きく拡大したが、MBOの比率は2割以下だった。結果的に、破綻企業を買い叩き、資産を切り売り、コストを削減してキャッシュフローを捻出するハゲタカのイメージが先行し、バイアウトが企業経営、産業界で果たす役割についての理解が進まなかったと考えられる。

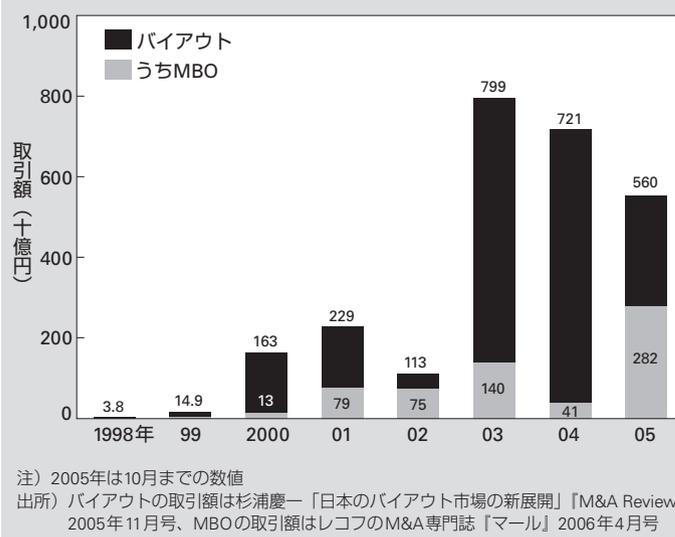
2 グローバルPEファームの 日本上陸

欧米でのバイアウト案件獲得競争が激化するにつれて、日本市場はグローバルPEファームにとっても参入すべき未開拓地として常にウオッチすべき対象であった。ところが、再生型投資を中心としたバイアウト市場の黎明期に、リップルウッド・ホールディングスやサーベラスなどの外資PEファームや外資系投資銀行が、倒産したゴルフ場、ホテルや破綻した金融機関などの大型案件を手がけた以降は、期待以上の発展がなかったと考えられる。

初期に形成された世間のイメージがバイアウト市場発展の阻害要因となったため、欧米の多くのグローバルPEファームは、参入時期を慎重に見極めていたのだろう。グローバルPEファームがアジアに設定したファンドは、アジア全体または中国を対象とするものがほとんどであり、日本企業をターゲットにして成功したのは、500億円で7件の投資の実績を上げたカーライル・グループの第1号ファンドくらいである。

しかし、ここ1年ほどで日本の市場環境にも変化が生じている。アメリカでは、1980年代にブーン・ピケンズ氏やカール・アイカーン氏らのコーポレートリーダー（会社乗っ取

図4 日本のバイアウト市場とMBO



り屋) による敵対的買収が登場した後に、これに対抗できる経営権移動のモデルとして、経営陣に友好的なスタンスをとるバイアウト市場が急速に成長した経緯がある。ここ数年、日本の資本市場の出来事を振り返ると、アクティビスト（活動家株主）や敵対的買収をしかけるプレーヤーが台頭し、本源的に企業価値を高める株主のあり方の模索が始まっている。

M&Aが「企業支配権市場」と呼ばれ、誰が最も企業価値を高める株主（そしてその株主が支持する経営者）であるかをめぐり、株主間で経営権を争う市場取引として認識され始めた20年前のアメリカ、あるいは10年前のヨーロッパに近づいているという見方もできる。

実際に、世界的に展開する大手PEファームの日本オフィスの開設もいよいよ始まり、2005年9月にペルミラ、2006年に入りKKR（コールバーグ・クラビス・ロバーツ）が東京オフィスを開設した。他のPEファームも

進出がうわさされている。また、カーライル・グループの日本専用の第2号ファンドは2006年7月に2000億円超の募集を終えるとともに、先にあげた国内大手3社も1000億円を超える次期ファンドを準備中であり、バイアウト市場の本格的立ち上がりに向けて機が熟していると考えられる。

Ⅲ PE投資が後押しするMBO、非上場化の意味

1 上場のコストが引き金

近年のバイアウトの形態として、ファンドの規模拡大という資金供給側の理由から上場企業を非公開化するタイプのMBOが増加していることは先に触れた。一方、この潮流を後押しする需要側の要因は、上場を維持することに対する経営者のコスト意識の高まりである。

特に、企業収益に対して公開コストが相対的に大きく、アナリストから注目されてもいないような市場から忘れられた企業、かつ資金調達需要がない中小企業で活発化する傾向にある。また、SOX法（いわゆる企業改革法）や、経営陣の報酬の開示を迫る取引所が推進するガバナンスの強化など、公開のコスト増、リスク増が市場から退出する動機の一つになっている。たとえば、アメリカではSOX法対策費用として、上場企業1社当たり平均430万ドルかかるとされている。

直接的なコストだけではなく、上場企業としての地位を維持していくために費やされる時間や労力も大きい。市場が注目する四半期業績をいかに整えるかという事業価値の創造とは関係のない労力も、見えざるコストとし

て経営者には意識されているだろう。

2 公開企業とは異なるガバナンスモデル

資金調達や営業上のコストメリットは非公開化の一つの動機にはなるものの、公開か非公開かを選択するうえでの本質的な違いは、ガバナンスのモデルが大きく変わることにある。実際、PEファームの資金を使ったMBOの本質は、経営者を含む特定株主へ支配権を集中させることで、株主と経営者の目線と時間軸を合わせ、意思決定のスピードを速め、企業価値創造に向けた変革を加速させることにある。

たとえば、CD&Rは、企業変革による成長性や生産性の改善を通じて価値を生み出すこと、そのために効果的なガバナンス体制によって経営に積極的に関与できることを、投資に当たっての基本的考え方として明確に述べている。

公開企業と非公開企業のガバナンスに対する考え方の違いを、具体的に比較したものが図5である。PEファームが管理するファンドが支配株主となることで、非公開企業は、株主と経営者のスタンスをできるだけ近づけ、情報ギャップを埋めることにより、中長期的な企業価値の創造に集中し、公開企業よりも意思決定のスピードや柔軟性を高めることができる。

しかし、非公開化によってガバナンスの目から完全に自由になるわけではない。資金の究極の出所は同じであり、家計や企業から資金を預かる投資家がリスクに見合ったリターンを求め、価値を創造する活動へ資本を再配分する資本主義のメカニズムの一部である。

ファンドの資金は、一般的に10年という運用期間が設定されており、一つの投資案件は通常3～5年という期間で企業価値を高め、上場または新たな株主への売却（EXITと呼ばれる）によって回収しなければならない。

逆に、途中で目論見どおりに改革が進まなくなっても、簡単には売却できる投資ではないので、ファンドは計画の進捗を常時モニタリングする。経営者に対する企業価値向上へのプレッシャーは、むしろ厳しいといえよう。同時に、レバレッジによって抱える負債は、定期的に返済を行い、かつ財務比率などの制約条項を満たすために、キャッシュフロ

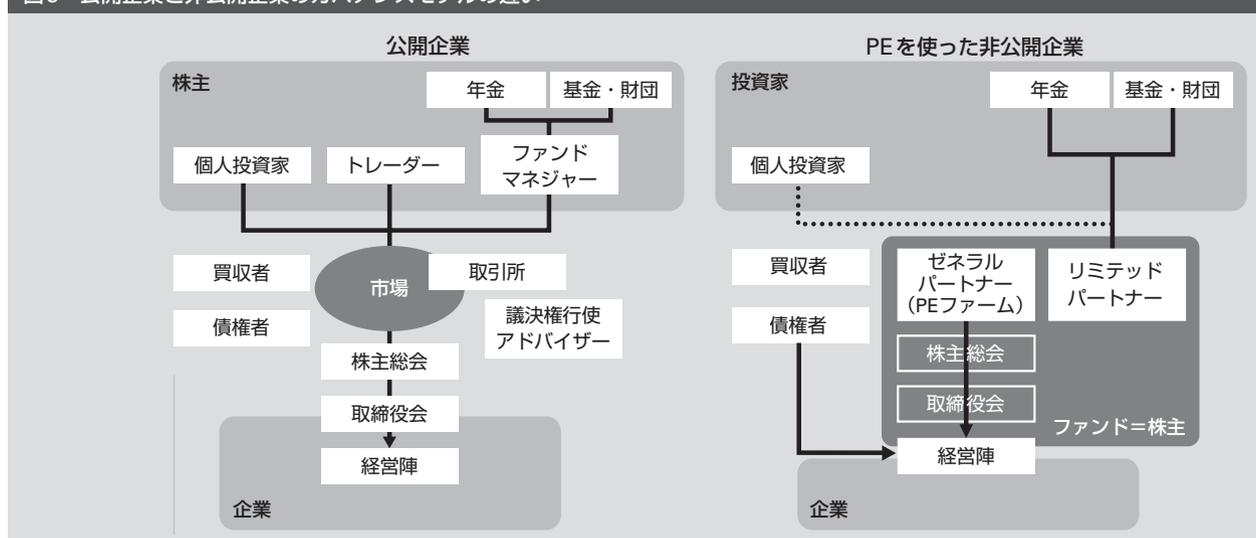
ーの創出と用途について経営者に注意深い管理を求める「規律」となる。

つい最近では、KKRのヨーロッパ向けファンドがユーロネクストに上場して一般の投資家へ「公開」されている例もある。PEファームは、さまざまな投資家から信頼を受けた「代理人」として、持ち株会社のポートフォリオ企業をガバナンスしているともできる。

3 企業の成長段階に応じた資本政策の変化の一つ

企業がその成長段階によって資金調達の方

図5 公開企業と非公開企業のガバナンスモデルの違い



株主数	<ul style="list-style-type: none"> 個人投資家など一般株主に幅広く分散している 	<ul style="list-style-type: none"> 経営陣およびPEファームが管理するファンドに集中している
経営権	<ul style="list-style-type: none"> 総会での株主提案、議決権行使、委任状勧誘を通じ、重要事項について経営に関与する 他の株主に任せたり、不満があればすぐに売却したり放棄したりできる 	<ul style="list-style-type: none"> 必要に応じて株主が素早く判断し、アクションをとることができる 株主は基本的に逃げ出す（売却する）ことはできない
監督	<ul style="list-style-type: none"> 総会で選任された取締役が間接的に行う 	<ul style="list-style-type: none"> 株主がほぼ直接監督できる
情報ギャップ	<ul style="list-style-type: none"> 開示された情報を分析するには時間を要し、外部アドバイザーなどが必要になる 	<ul style="list-style-type: none"> 経営に深く介入するので、株主と経営陣がリアルタイムで情報を共有できる
時間軸	<ul style="list-style-type: none"> 四半期ごとの期待業績の達成は、信用維持のために重要である 成果が出るまでの時間を待たない投資家もいる 	<ul style="list-style-type: none"> EXITまでの3～5年の投資期間における経営改善による価値創造を重視する
経営者のインセンティブ	<ul style="list-style-type: none"> ストックオプションもあるが、市場環境に左右される 公開企業としてのステータス自体もある 	<ul style="list-style-type: none"> 個人資産の多くを株式保有に充当することで株主と同じ目線に立つ
負債の規律	<ul style="list-style-type: none"> 十分な内部留保により安全性を高めることを重視する 	<ul style="list-style-type: none"> 高いレバレッジはキャッシュフローを強く意識させる

注) EXIT：新たな株主への売却

法やガバナンスのモデルを変化させていくのは自然なことである。また、上場することが企業の究極のゴールであり、一流企業として維持すべきステータスという概念は必ずしも真ではない。

企業の創生期において創業者が個人資金で自らのリスクの範囲で始めた事業も、拡大するにつれて外部資本としてベンチャーキャピタルからリスクマネーを取り入れるようになる。その代わりに、取締役を受け入れ、経営者は成長に向けた事業運営を監督される。成長期においては、社会的に重要な役割を果たすゴーイングコンサーン（継続企業）として信頼を獲得するために、創業者は持ち分を株式市場に公開して所有と経営を分離する。幅広い株主へリスクを分散して資金調達先を確保する代わりに、一般株主を保護するための厳格なガバナンスを受けながら、事業を継続的に発展させていく。

しかし、公開市場をベースにしたガバナンスモデルは、安定的な成長を続けている段階では有効だが、一度成長が止まり方向転換を迫られる成熟期において、リスクをとって変革を進めていこうとすると非効率が生じる。多数に分散した株主を護るための厳格なガバナンス体制と、それを前提にした企業内部の意思決定システムは、素早く大胆な意思決定により事業を再構築していくためには、あまりにも大掛かりなものである。環境変化に応じて待たないで大きな方向転換を決める状況で、多数の株主に総会通知を送付したり、賛否をめぐって株主間で委任状を争ったりするのは、時間がかかる方法である。

株主と経営の間にある情報ギャップを埋めるために、思惑の異なる多数の投資家に時間

をかけてコミュニケーションをすることができない状況下では、機関投資家が信頼できる代理人に株式を集中させ、リアルタイムでモニタリングできる環境をつくり、経営者および従業員が企業変革に集中する形が有効であろう。すかいらーくの横川会長がMBOを選択した理由として、「大胆な改革の断行と（5万名を超える）株主様のご要望とを一致させ、説明責任をも全うさせることは、極めて困難」であることをあげた点に本質が集約されている。

この議論は、独立した公開企業だけにいえることではない。親会社という株主の傘下にある事業子会社や部門も、当初は親会社からリソースの支援を受けて成長することができるが、やがて事業が変化していくにつれて、グループの持つガバナンス体制や意思決定、業績管理の仕組みが、事業を進めていくうえでむしろ制約になってしまう時が来る。

そのような状況では、スピアウト型のMBOによって親会社を離れ、制約条件を取り払い、新たな株主のもとで、埋もれていた価値を発揮することが有効である。

4 ガバナンスに唯一のスタンダードはない

Creative Destruction（邦訳『創造的破壊』）というベストセラーは、株式市場の平均リターンを上回る成果を長期にわたって維持できた企業がほとんどないという分析結果をもとに、過去の成功体験を前提にした経営スタイル自体が次なる成長への変革を阻害するものになりうることを示した。そして、変革を進めるための企業モデルとして、KKRやKPCB（クライナー・パーキンス・コーフィールド

ド&バイヤーズ)といったPEファームに成功要因を求めている。

同書は、PE投資が期限付きであることによる中期的な価値創造への注力、問題が生じた際の監督機能の素早い発動、経営者へのインセンティブ付与と株主との目線の合わせ方、事業別のキャッシュフロー管理(多角化企業のように収益事業で赤字事業を補填することができない)といったポートフォリオ企業に対するガバナンスの特徴が、改革に有効であるとしている。

ガバナンスは、世界で一つのスタンダードを確立すべきか、あるいは国固有の事情を反映したモデルがあるべきか、という比較文化的な対立軸で議論されるケースが多い。しかし、企業の置かれた状況に応じて、事業リスクと時間軸にマッチした資金の調達方法と、その期待リターンを返していくために最も効果的なガバナンスの形態を考えていくことが重要であろう。

IV 企業価値の向上に貢献した 欧米のMBO

1 アカデミックな世界は MBOの効果に肯定的

アメリカでも、バイアウトが登場した1980年代当時、新しい買収手法に対する世論の反発が大きかった。安値で企業を買い叩き、投資後に大胆なコストの削減と資産の切り売りにより即座に大きな利益を上げる手法は、野蛮な投資家が「未実現利益」をむさぼっているに過ぎないという見方があった。

一方、アカデミックな世界では、1980年代のバイアウトについて、投資後の生産性向

上、雇用拡大を評価する研究が蓄積されている。たとえば、シカゴ大学のスティーブン・カプラン教授は、1980年代のバイアウトはアメリカ企業の生産性、キャッシュフローを向上させたが、それは単純な人員削減の結果ではないという分析結果を示している。

当然、成長性が低いキャッシュフローが潤沢にある企業では、レバレッジを高めて節税効果を活用し、税引き後の資本コストを下げると同時に、負債の規律によって生産性の低い投資を抑制したり、過剰な設備を売却したりして余剰現金を返していくことが、企業価値向上の一つの方法である。ファイナンスのテクニックだけで短期間に価値を生み出すやり方も存在する。しかし、多くのケースで、PE投資は単なるLBOモデルを超えて、節税効果以上に生産性の向上と成長力の強化を通じて価値を創造している。

2 変革により価値創造を果たした 企業

欧米では、実際にPEファームの投資によってMBOを行った後に企業競争力を改善し、より高い企業価値で再上場を果たしたり、他社の傘下に入ったりすることで、経営陣を含む投資家に高いリターンをもたらした成功事例が数多く積み上がっている。

(1) シーゲート・テクノロジー

HDD(ハードディスク駆動装置)最大手のアメリカのシーゲート・テクノロジーは、事業環境が大きく変化するなかで2年間の非公開期間を経て、企業体質を再強化し、再び上場を果たした企業の事例である。従来、キャッシュフローが安定している業界に限られ

ていたバイアウトの手法が、変化の激しいハイテク業界での企業変革に応用された点で注目される。

HDD業界はハーバード大学ビジネススクールのクレイトン・クリステンセン教授の*The Innovator's Dilemma* (邦訳『イノベーションのジレンマ』)でも紹介されているように、技術革新と価格競争が激しい業界であった。シーゲート・テクノロジーは、1990年代後半には競争激化や品質不良により業績が低迷し、赤字に転落していた。

そこで、短期的な株価変動を意識せずに、根本から本業を建て直すことを目的として、130億ドルの価値があったソフトウェア事業の株式持ち分を切り離し、HDD事業に特化したうえで、2000年11月にテクノロジー業界を専門とするPEファーム、シルバー・レイク・パートナーズが率いる投資家グループと経営陣によるバイアウトで非公開化した。

非公開の2年間には、単なる人員削減にとどまらず、短期的な業績変動を意識した製品開発から離れて、世界中の生産拠点の再編、部品の共通化、販売体制の見直しを行い、低コストでかつ製品開発スピードの速い筋肉質な企業へと転換を果たした。業績面でも、EBITDA (利払い前、税引き前、償却前利益)を2倍、在庫回転率を1.5倍に高めて業績を改善し、かつ負債を1.5億ドル削減する成果を上げている。2002年、ハイテク業界にとって厳しい環境下で再上場を行うことができたのも、研究開発の蓄積により技術的にも業界をリードできるポジションにあると評価されたからであった。

その後も、日立製作所によるIBMのHDD事業の買収など、業界再編のなかで依然とし

てシェア1位を維持し、2005年12月には業界4位のアメリカのマクスターを買収するなど、業界のリーダーとしてのポジションを固め、株価も上場時の2倍程度の水準にある。

(2) デックス・メディア

親会社の非コア事業として独立し、専業会社として成長を果たした企業としては、アメリカの通信会社クウェスト・コミュニケーションズの電話帳事業であったデックス・メディアがあげられる。性質の異なる事業を切り離し、それぞれが本業に専念することで埋もれていた価値を取り戻す、典型的なスピンアウト型のMBOの事例である。

ハイテクバブル崩壊後、アメリカの通信会社は事業再編と財務リストラに苦しんでいた。安定したキャッシュフローが見込める電話帳事業を、リスクの高い通信事業をコアとする親会社から独立させることは、相互にとって意味のあることだった。2002年8月に、当時で史上3番目に大きなMBOとして、カーライル・グループとウェルシュ・カーソン・アンダーソン&ストウが、経営陣とともに2段階で、総額70億ドルで買収した。発表直後にクウェスト・コミュニケーションズの株価は24%上昇している。

専業会社となったデックス・メディアは、約60億ドルの負債によって節税効果を最大限に発揮するとともに、親会社のサービスエリア外の州への参入、2カ国語版の作成、グーグルとの提携によるインターネット版検索システムの構築などによって競争力を高め、業績を順調に伸ばし、2004年7月に再上場を果たしている。2005年には同業のR・H・ドネリーの傘下に入り、投資家グループにとって

も3倍以上のリターンをもたらす成功案件となった。

3 価値創造を支援するPEファーム

上記のケースに見られるように、PEによるMBOの本質は、経営権を獲得し株主としての本来の権限を取り戻したPEファームが、経営陣と一体となって企業価値向上に集中して取り組むことにある。

たとえば、KKRは自らの価値創造の源泉として、財務のリストラに限らず、外部からの経営人材の招聘、中長期の事業計画の策定、M&Aや業務提携先の発掘、傘下のコンサルティング会社を使った組織変革や業務改善などをあげている。会社単独では持ちえないノウハウやネットワークを駆使して、資金にとどまらず、事業の発展に必要なリソースの獲得を支援するのである。

CD&Rの場合、元CEOの人材が企業運営のパートナーとして在籍し、業界専門性が近い投資先の企業の取締役となる。通常、ファンドと経営者との契約で、大型投資やM&Aなど重要事項に関してPEファームが決定権を確保するが、CEOと信頼関係を築き、あくまでアドバイザーという立場を守り、日常的な業務には口を出さない。しかし、会社の業績が低迷し始めた際には、素早く経営に関与し、当事者には不可能な大胆な改善策を打つことが高い成果につながっている。

アメリカでは、PEファームが傘下の企業群に付加価値を提供したり、グループ内でのなれ合い的取引関係は排除したうえで、ベストプラクティス（最良の事例）を共有したりしていくモデルを新しい「ケイレツ」と指摘する声もあり、PEファームは公開企業に代

わる新たな企業モデルとしての評価が高まりつつある。

V 成果が待たれる日本のMBO

1 MBO、非上場化の目的に対する誤解

日本でも、ワールドやすかいーらくといった数千億円の時価総額を有する著名企業のMBOが出現し、メディアで取り上げられる機会も多くなっている。しかし、その意味合いの解釈は定まっておらず、憶測による懸念がMBOの健全な発展のための議論を混乱させているようにも見える。

まず、MBOは敵対的買収に対する究極の防衛策という論調があるが、これは経営者だけで完全買収ができない限り誤りである。PEの資金は先に述べたように期限付きのものであり、再び上場するか他社へ売却するかなど、株式の新たな保有者を見つけなければならない。また、非公開化する際にはTOB（株式公開買い付け）をかけることになるが、これは企業が売りに出るというメッセージを市場に発することであり、TOBの期間が十分であるという条件が必要なものの、より高い価値を創造できるプレーヤーが対抗してくることはありうる。

非公開にすることでガバナンスが緩み、企業の社会的責任を果たさなくなるのではないかという指摘もある。しかし、非公開化によって企業活動があらゆる束縛から自由になるわけではない。むしろ、資金提供者のもとで、企業価値の向上を目指して事業計画を立て、確実にマイルストーンを達成するという厳しい要求に応える覚悟が必要になる。

高いレバレッジによって借金が増えることで、財務の健全性が悪化するという懸念もあるが、安定的なキャッシュフローに基づいている限り問題はない。賢明な投資家は、あくまで価値の最大化のために、節税効果だけでなく、経営の自由度と規律のバランスを考えて資本構成を最適化するはずである。また、レバレッジによって少ない株主資本のリスク・リターンを高めることは、優秀な経営者や従業員の株式保有を可能にし、企業変革という難題を成し遂げた際に報いるためにも必要である。

もちろん、手法の良し悪しによりMBOがマイナスの効果を生み出すことはあるが、それがMBOの意義を否定するものではない。感覚的な議論でMBOの発展が阻害され、世界的な潮流であるPEを使った企業変革の流れから取り残されれば、日本経済全体にとってマイナスであろう。

2 MBOの発展に向けた課題

PEのリスクマネーを活用したMBOは、万能な特効薬ではないが、経営者と資金提供者の間で正しい共通理解が深まれば、公開企業とは異なるガバナンスモデルのもとで、事業再編、企業変革によってさらに収益性を改善するための有効なツールになりうる。企業変革を進めるに際して株主との関係の構築に悩む経営者のとりうるオプションが、一つ増えることになる。

しかし、PEを使ったMBOの発展、およびバイアウト市場全体のさらなる成長のためには、まだ成功事例が積み上げられていない日本では、市場ルールの整備や参考のできる事例の蓄積が必要になる。

(1) 買収する経営陣の意見表明

すでに多方面で指摘されていることだが、現経営陣が出資して引き続き経営に就く場合、できるだけ高く売る義務を負う人ができるだけ安く取得したい買い手になるため、MBOおよび株式買い付けの価格の妥当性に関して意見を表明することは、既存株主との利害相反の可能性を払拭できないと考えられる。

MBO以外の代替案の検討の有無、既存株主や企業への影響、買い付け価格に対する第三者の意見など、より丁寧な情報開示のスタンダードが求められる。

(2) 既存株主、債権者への対応

新しい投資家による買い付け価格の決定に際しては、第三者の客観的な意見だけでなく、実際に既存株主が納得するような価値配分が必要になる。バイアウトに限ったことではないが、経営権の獲得を目指した株式取得に際して、取引価格に一定のプレミアムを乗せることがスタンダードになっている。

しかし、新しい株主の将来の期待獲得リターンに対してあまりにも低い比率では、単に割安だった株式の価値を、タイミング良く資金力を使って自らの利益に取り込んだに過ぎないという世間的な批判を免れない。アービトラージ（裁定取引）は市場に必要な機能の一つだが、裁定解消による利益をどのように分配するかは議論が必要である。

また、レバレッジを使ったM&Aを想定した債権の条件設計（経営支配権の変化の際の繰り上げ償還など）が必要になる。アメリカでもバイアウトの初期には、レバレッジが急激に高まることによって既存債権者の価値が

犠牲になるような条項を設定することが問題視され、見直しが進んだ経緯がある。

このような条項が設定されていなくても、債権者集会を開き、既存債権を借り換えることが必要であろう。

(3) PEをめぐる税制

大規模なバイアウトには、国内の投資家に限らず、多様な資金源を確保することが重要である。海外の基金など非課税法人の資金をも呼び込むためには、ファンド自体は税についてパススルーである（ファンドの出資者に課税される）というグローバルスタンダードの制度が必要である。

しかし、2005年の税制改正による外国人投資家の事業譲渡類似株式の譲渡益に対する源泉徴収や、日本企業を対象とするファンド（組合）自体が恒久的施設と見なされることによるさらに高い法人税課税の可能性は、これらリスクマネーの供給を圧迫し、バイアウト市場の発展の阻害要因になる。

(4) 経営者のリスクテイクマインド

市場ルールの整備以上に重要なことは、経営者またはその候補者のマインドであろう。

M&A文化が本格的に浸透し、上場を維持することへのこだわりや非公開化への誤解が薄れたとしても、先行事例が少ないなかでMBOに踏み切るためには、大きな決断が必要になる。企業変革という痛みを伴う活動をやり遂げるためのノウハウ、リスクに対してチャレンジすることの個人にとってのインセンティブやキャリア上の位置づけは、まだ明確になっていない。

しかし、社会のリソースを使って価値を創

造する企業活動にとって最適なガバナンス形態を考えるなかで、MBOが最も有効な手段であるならば、敵対的買収者からの脅威、あるいは資金提供者からの提案といったきっかけを待たずに、自ら積極的に準備することが求められる。事業の転換期にある経営者や事業部門長は、企業変革のプランをつくり、そのリスクに対する成果を見極め、外部からの導入も含めた必要な人材の確保、資金調達的手法と最適な株主との関係を、日ごろから検討していくことが重要になる。

参考文献

- 1 “Global Private Equity Report 2005,” PricewaterhouseCoopers
- 2 “2005 Annual European Private Equity Survey,” European Venture Capital Association, June 15, 2006
- 3 Emily Thornton, “Going Private,” *BusinessWeek*, February 27, 2006
- 4 “Japan’s big three,” *PEI Asia*, July 2006
- 5 Steven N. Kaplan, “The Effects of Management Buyouts on Operations and Value,” *Journal of Financial Economics*, Vol.24 (June 1989)
- 6 Richard Foster and Sarah Kaplan, *Creative Destruction: Why Companies That Are Built to Last Underperform the Market – And How to Successfully Transform Them*, Doubleday, 2001

著者

荒川 暁（あらかわさとる）
経営コンサルティング部主任コンサルタント
専門はグループ経営、企業再編など

若林城将（わかばやしくにあき）
経営システムコンサルティング部コンサルタント
専門は企業統合支援、企業再生