

(2007/12/11)

第3回「再生から価値創造へ—本邦PEファンドの新たな挑戦」

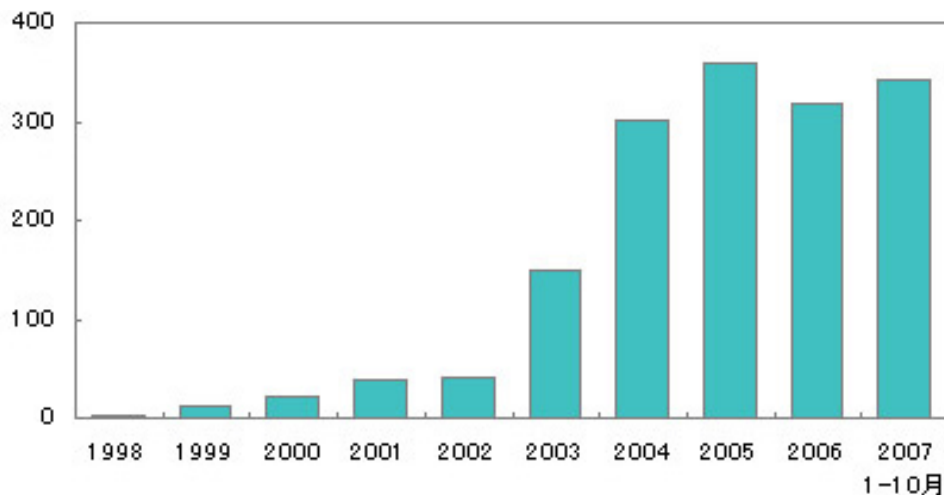
投資会社、M&A32.6%増

1-10月対日本企業

342件、過去最高に迫る

M&A(合併・買収)仲介のレコフ(東京・千代田)が5日発表した2007年1-10月の日本企業に対する投資会社のM&Aは342件と前年同期比32.6%増加した。10月で前年同年実績(318件)を上回り、過去最高の05年(359件)に迫る勢いだ。……(中略)……一方、日本企業が関係する全M&A件数は1.6%減の2244件。うち投資会社によるM&Aの割合は15.2%だった。通年で過去最高だった04年の割合(13.6%)を超えており、投資会社の攻勢が目立つ。(11月6日、日経産業新聞 朝刊25面)

図 1: 日本企業に対する投資会社の M&A 件数の推移



要するに、日本企業のM&Aの件数が減っている中、投資ファンド(プリンシパル投資を含む)によるM&Aだけが増えているという構図です。連載第1回で述べたように、既に全M&A件数の27%が投資ファンドによるものになっている米国に比べると、まだその割合は少ないのですが、米国では産業再編の主役が投資ファンドに移ってきており、日本も遠からずそういう時代になるものと思われる。

この動きは、本邦でPEファンドが果たす役割に更に大きな意味が生じてきていることを意味します。今回は、本邦における近年のPEファンドの発展の背景と、その変化に伴う今後の方向性を考えたいと思います。

1 本邦のPEファンド発展の背景事情(2000年代前半)

本邦のPEファンドは、90年代にその萌芽が見られたものの、飛躍的に発展したきっかけは、2000年代

前半に政府が掲げた構造改革路線にあります。そこで、まず、PEファンドという観点から、構造改革路線を振り返ってみましょう。

構造改革路線は、2001年6月に公開された経済財政諮問会議による、いわゆる「骨太の方針」におおもとの方向性が示されていますが、その時に「聖域なき構造改革」として7項目の改革プログラムが提言されています。経済財政諮問会議は、その後も「民間でできることは民間で」の原則に則り、「民間活力を生かすための規制緩和」、「マクロ資金循環面も官から民へ」、「政府の役割を裁量型から事後監視型へ」といった方針を主導しました。

更に、企業と産業再生に関する基本方針として産業再生・雇用対策本部は2002年12月、「企業・産業再生に関する基本指針」で、以下の方向性を示しました。まず過剰債務問題について、「過剰債務に陥った企業の事業再生は当該企業の自助努力と民間金融機関、再生ファンド等の民間セクターにより市場メカニズムを通して行なわれる」とし、更に、過剰供給問題については「市場の圧力のなかで事業分野の絞込みを行い、不採算部門から自主的に撤退していくことが望ましい」とし、痛みが伴う部分などについては政府が支援措置を実施することで、市場メカニズムを補完するという指針を示しています。

一方、金融庁は平成10年、銀行に対する「早期是正措置」を導入。これは、銀行の貸出資産等の自己査定に基づき金融庁が事後チェックを行うという考え方で、自己資本が適正な水準を割った場合に政府が介入するという方針です。「早期是正措置」導入の背景には、銀行はマクロ的な損失可能性を自ら把握し、それに備えるための自己資本を持つべきという考えがあります。これにより、銀行は貸付債権のポートフォリオ管理の高度化を求められ、目先は不良債権処理の迅速化と自己資本の充実、中期的にはALM(Asset-Liability Management)の精緻化が必要となり、結果的に貸付債権の流動性を高めるという要請が強まることになりました。

そうした中、金融再生プログラムでは「新しい企業再生の枠組み」として、整理回収機構(RCC)の活用、企業再生ファンドの活用、債権流通市場の整備が示されました。この際、債権者調整が大きな課題となり、私的整理のガイドライン、法的整理の簡素化、産業再生機構の設立等の動きが見られたのです。さらに、金融庁の自己査定基準を一律適用すると地方企業の現実にそぐわないため、地方銀行に対しては、地域に根ざした企業との関係を維持しつつ査定を行っていく「リレーションシップバンキング」が提唱されましたが、ここでも企業再生ファンドの活用が謳われています。

日本においては、90年代後半にPEファンドの萌芽はあったものの、実際には、以上のような政府の方針の中で、銀行の不良債権処理の進捗に合わせて、「企業再生ファンド」や「不良債権の買取ファンド」といった形態で2000年代に入ってからPEファンドが急成長した経緯にあります。その際には、政府系金融機関が、再生ファンドへの投資枠を設定するなどにより、政府が機関投資家の投資の呼び水の役割も果たしたのです。

日本の不良債権処理の進捗のフェーズにおいて、政府の方針の後押しを受けてPEファンドが果たした役割は高く評価されるべきものだと思いますが、副産物として、PEファンドが、企業のガバナンス改善や企業

価値向上に果たし得る機動的な役割は、本邦企業の間にも広く認知されるに至ったことも特筆に値すると思います。

2 今後の本邦のPEファンドの役割

不良債権処理が一段落した近年、単純な事業再生案件は減少しています。

一方で、本邦企業は、企業価値を上げていく「攻めの経営」を求められており、その一環として、事業の再構築(集中と選択に伴う、関連会社や事業のスピンオフ)、他社との合従連衡など、M&Aが大きなテーマになっています。また、上場企業が事業構造改革を行なう際などに、大胆かつ機動的に経営の舵取りを行なうために、一旦企業を非上場化する、マネジメント・バイアウト(MBO)を行なう例も増えてきました。

企業が一気に他企業とのM&Aを行なうためには、人の融和や、重複事業の整理など、様々な障害を克服しなければなりません。しかし、動きの早いグローバル経済の中で、時間的な余裕もありません。その際に、迅速に事業や企業の受け皿となって、企業価値を向上させ、来るべき合従連衡に備えた上で、業界再編を行なっていくのがPEファンドの役割です。

またMBOを行なうといっても、銀行が必要となる買収資金の全額を融資してくれるケースは稀であり、創業者を含む現在の経営陣に相応のエクイティ(買収目的会社の出資金)の抛出が求められるわけですが、その資金力が十分でない場合、PEファンドが経営陣と共にエクイティを出資する役割を担うことが多くなっています。

こうした理由から、今後はPEファンドがM&Aに登場する割合は更に上昇していくと思われます。

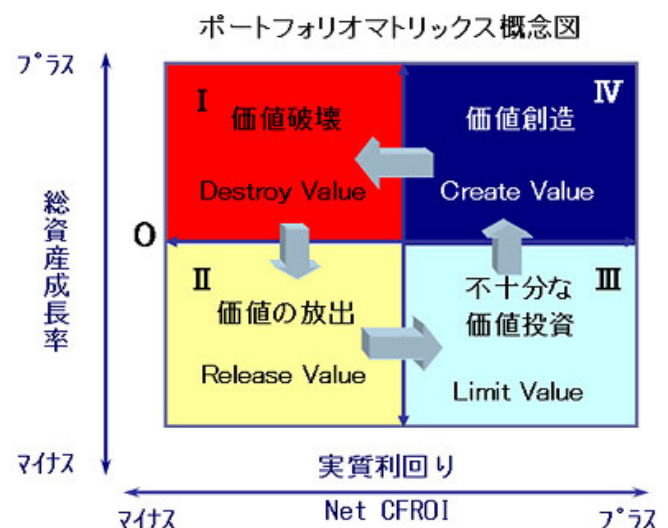
ところで、企業や事業に投資を行なった後のPEファンドの役割は、従来の「企業再生機能」ではなく、企業価値の向上を目指す、「価値創造機能」と考えられます。

PEファンドが担うこの「価値創造機能」とは、具体的に何を意味するのでしょうか。

それは、理論的には、株主価値のポートフォリオ上で、十分な利益を生み出しつつあるが、その規模はまだ小さく、会社全体では、まだ負債(資産)圧縮の方向にいる企業に投資を行い、価値の拡大の支援をすることと考えられます。

図2は、Credit Suisse HOLT社とDeloitteの理論をもとに作成されている価値創造のポートフォリオで、どの産業でも、どの商品でも、こ

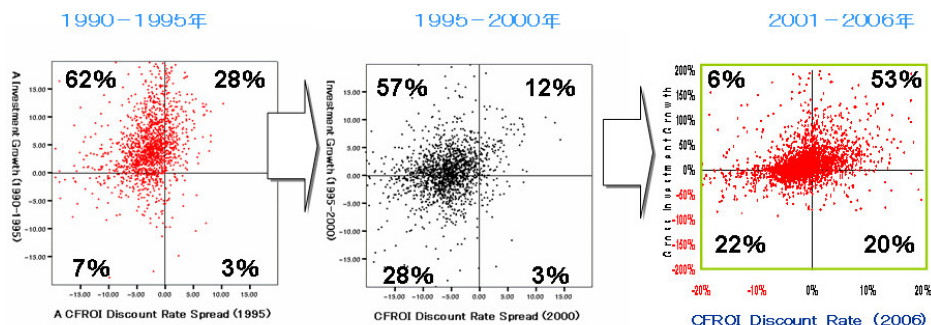
図 2: 価値創造のポートフォリオマトリックス



のサイクルを逆戻りすることはできません。ごく簡単に言えば、第一象限では、過大な資産を不採算事業にどんどん振り向けている状態(価値破壊)、次に集中と選択の中でノンコア資産を圧縮し、実質利回り(NET CFROI=Cash Flow Return on Investment - 資本コスト)を上げ(価値限定)、最後に、コア事業に経営資源を投入して資産規模を伸ばす(価値創造)・・・というサイクルです。

図3は、1995年と2000年、2006年の日本の全上場企業のポートフォリオ上の位置づけをプロットした図です。1995年には価値破壊をしていた企業が多いのですが、2000年には資産(価値)の放出を開始していたことがわかります。更に2006年にはかなりの企業が価値創造していることが分かります。

図 3: 日本の上場企業と価値創造フェーズ



資料: Credit

次に、ニューホライズンキャピタルが重点投資先と考えている電機産業についてこれを俯瞰してみたいと思います。

図 4: 世界の電機業界の位置付け

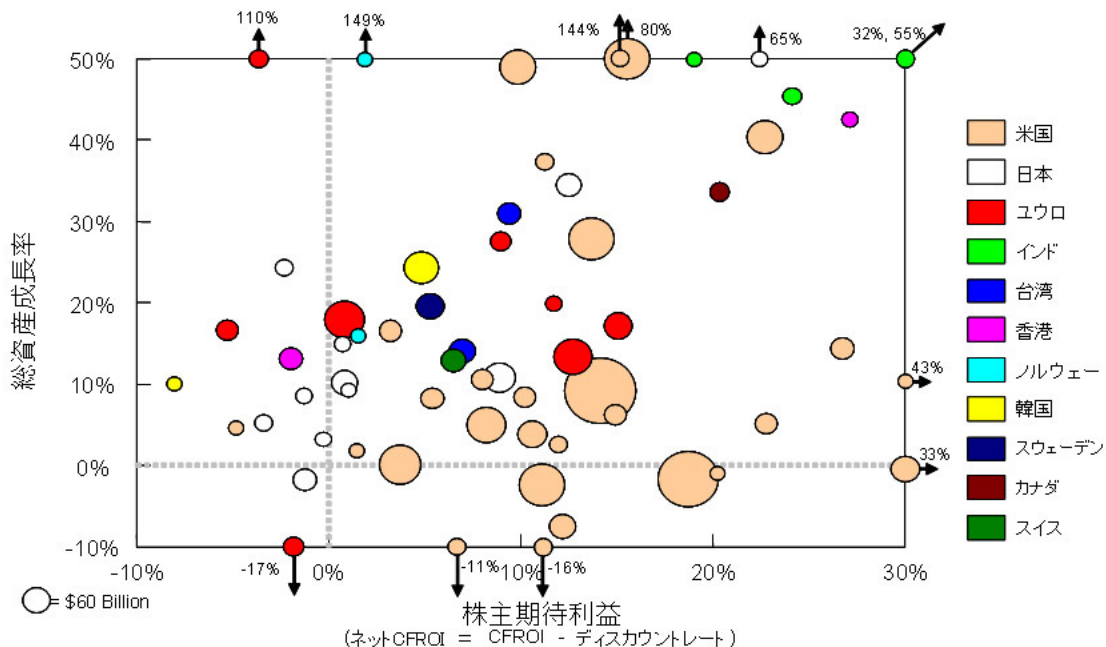


図4は、世界の電機メーカーの位置付けを示したものです。円の大きさは売上高を表しています。固有名詞は除いてありますが、白色の円が日本の電機メーカーです。欧米の企業に比べ、まだ価値破壊の段階にある企業が多数残っていることが一目瞭然です。本邦のPEファンドの役割は、こうした企業を助け、価値創造のマトリックスに沿い、まずは価値破壊を止め、次に集中と選択の中で価値が限定された段階を経て、最

最終的には右上の価値創造の象限に持っていくことです。

価値を破壊している企業については、ノンコア事業の受け皿を用意するなど集中と選択をサポートし、価値が限定されている企業の価値創造の投資においては、企業が成長できない障害を取り除くとともに、技術などの価値の追加、ネットワークの提供、非公開化やMBOなどによる既存組織からの分離などの支援が必要になります。PEファンドはこうした事業会社の視点に立ち、事業戦略見直しを進める企業経営陣と早期の段階から協働し、企業グループの戦略ニーズを的確に見極めたうえで、これに対応するかたちでの投資を進める必要があります。このため、PEファンドの側にも、十分な投資経験に基づく最先端のファイナンシャルなノウハウのみならず、業界の機微情報にも精通したインダストリアルなノウハウをも提供できる人材を擁することが必要になっていると考えられます。