



「ファンドに動かされる経営」と「ファンドを動かす経営」

田窪伸郎

はじめに

投資ファンドの存在感が増しています。世界的に投資ファンドが関わる案件の大規模化が顕著ですが、ファンドビジネス発祥の地である米国ではついに自動車業界の名門クライスラーの経営権を投資ファンドが取得するまでに至りました。一方、2006年に制定された会社法によりM&Aに関する法制度が整った日本においても、投資ファンドによる動きが活発化しています。日本経済新聞は年初に「企業買収ファンドが日本企業向け投資として予定している資金額が4兆785億円に達した」と報じましたが、その後も外資系メガファンドによる日本向けファンドの新規設定、トップ人材の増強といった動きが続いています。

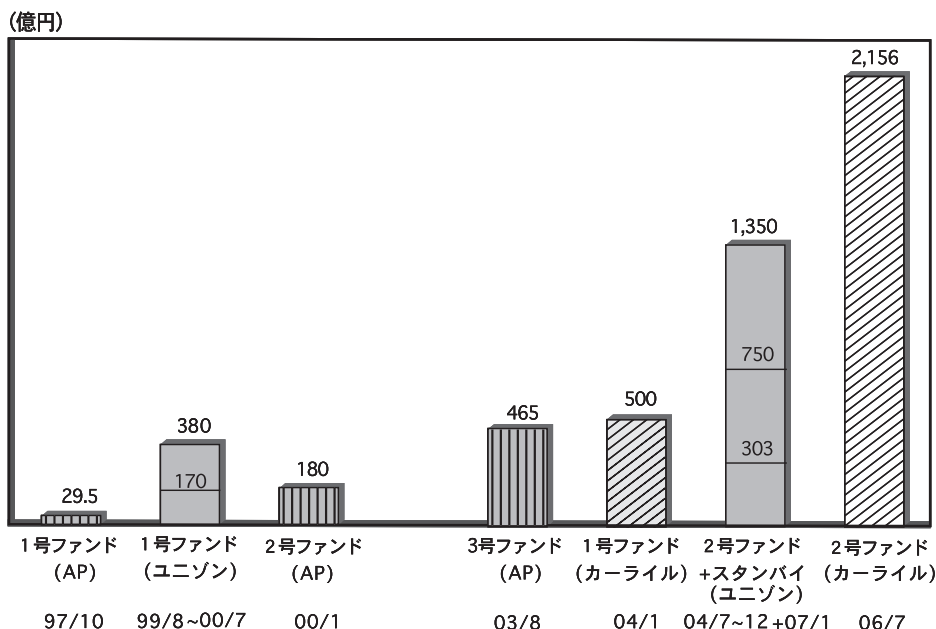
投資ファンドといっても投資対象や投資手法によって複数のタイプに分類できます。企業投資の世界では、やや乱暴な分け方ではありますが大別してスティールパートナーズやかつての村上ファンドのように「自らは企業経営に『コミットせず』、増配、事業分離、経営陣交代などの改革圧力をかけることで投資リターンを得る」ファンドと、アドバンテッジパートナーズLLP（以下「AP」という）やカーライル・グループ（以下「カーライル」という）のように「自ら企業経営に『コミットした上で』投資対象企業の企業価値を高め投資リターンを得る」ファンドの2つのタイプのファンドがあります。本ニュースレターでは、企業経営にコミットした上で投資リターン獲得を狙う「バイアウトファンド」に焦点を当て、ファンドが置かれている投資環境を俯瞰するとともに、企業の経営トップがどのようにファンドと対峙すべきか、といった点を考えたいと思います。

投資家サイドからみたバイアウトファンド

APが1997年に第1号ファンドを組成して10年経ちましたが、ファンドに対する社会の一般的な受け止め方を考えると、「ハゲタカ」のイメージを完全に払拭することができていませんし、最近では上場企業のMBO・非公開化案件に係る経営陣とファンドによる株式公開買付価格の設定に関して、一般投資家保護の観点から問題提起がなされています。しかし、ファンドの新規設定を都度開示しているAP、ユニ

ゾン・キャピタル (以下「ユニゾン」という)、カーライル3社のファンド規模推移を代表例として見れば、この10年間で扱う資金量が2ケタ増えており、存在感が否応なしに高まっているのが実態です。(図①)

図① AP、ユニゾン、カーライルのファンド設定の推移



注1) ユニゾンの1号ファンドは、170億円でスタート(99/8)し380億円で設定完了(00/7)したものと

注2) ユニゾンの2号ファンドは、303億円でスタート(04/7)し750億円で設定完了(04/12)したものと。その後07/1に600億円のスタンバイ・ファイナリティ(追加共同投資ファンド)が追加で設定された。

出所: 各社HP

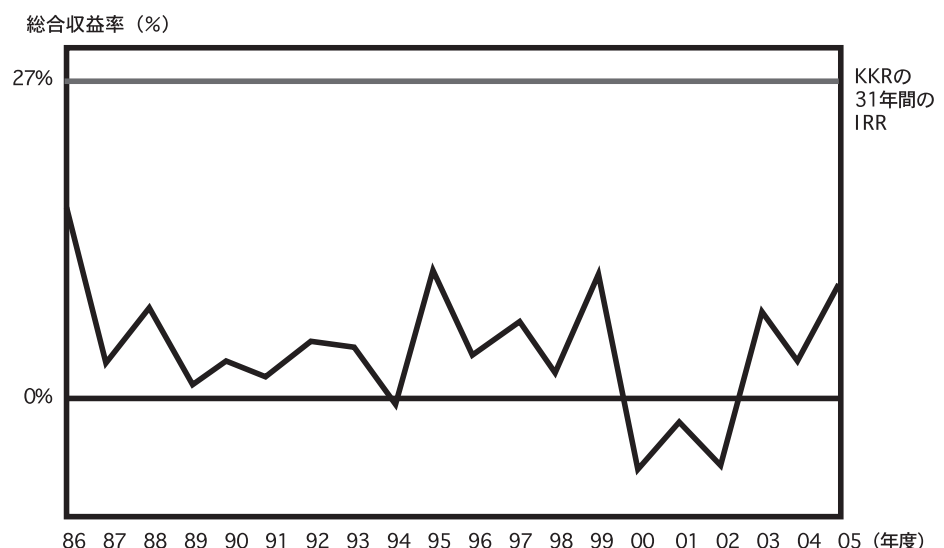
では、どのような投資家がバイアウトファンドに資金を拠出しているのでしょうか。米国のトップファンドの一つであり、3月にIPOを発表したブラックストーングループが2006年に設定した第5号ファンド(181億ドル<約2兆1,720億円>)の投資家構成をみると、州や地方自治体といった公的部門の年金基金が過半数を占め(54%)、ファンド・オブ・ファンズ(14%)、オーナー系企業(9%)、企業年金(7%)、財団・基金(7%)、生命保険会社(7%)と続きます。ユニゾンも、1999年の第1号ファンドの募集にあたっては、海外の富裕個人投資家や機関投資家だけでなく、日本の金融機関、ノンバンク、損害保険会社、商社の出資を仰ぎました。巷間マイナスイメージのみ伝えられるファンドですが、年金基金、金融機関をはじめとして「真っ当な」運用を行う機関投資家が、洋の東西を問わずバイアウトファンドの投資方針・運営スタイルに賛同して資金提供している事実は、あまり公にはなりません。改めて認識すべきだと思います。

コーポレートファイナンスの理論によれば、リスクの相関性の低い複数のアセットクラス(投資対象資産の種類・分類)に分散投資することで、ポートフォリオ全体のリスクが低減される一方、より高いリターンが期待できます。バイアウトファンド、ヘッジファンド、不動産ファンド、商品ファンド等のオルタナティブ(代替)投資

は、一般的に伝統資産とのリスクの相関性が低いとされており、長らく株式・債券といった伝統的なアセットクラスでしか運用ができなかった年金基金が、ポートフォリオの一部を配分することは極めて合理的な投資行動と言えるわけです。

トラックレコードが十分積み上がる前からバイアウトファンドを投資対象に組み入れた先駆的（当時は無謀と言われたのでしょうか）な投資家は、これまでのところ伝統資産以上の高リターンをコンスタントに享受してきました。コールバーグ・クラビス・ロバーツ（以下「KKR」という）の共同創業者であるヘンリー・クラビス氏は、31年間の平均IRR（年率換算の内部投資収益率）が27%だったと語っています。リスク量を勘案せずに表面上の収益率を比べることに本来意味はありませんが、それでも我が国最大の投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（旧年金福祉事業団、年金資金運用基金）の過去20年間の運用成果を踏まえれば、いかにハイリスク・ハイリターン性向のアセットクラスとはいえ、バイアウトファンドのリターンの高さが突出していることがお分かりいただけると思います（図②）。

図② 年金積立金管理運用独立行政法人とKKRの収益率比較



出所：年金積立金管理運用独立行政法人HP

バイアウトファンド運営者の基本思想

バイアウトファンドによる投資活動は、大きく①案件探索・発掘、②個別案件の投資検討・投資実行、③投資先の経営改善、④投資持分の売却による収益実現 (Exit) の4つのフェーズに分けられます。それぞれの業務は労働集約的であるにもかかわらず、実際の投資活動に関わるプロフェッショナルスタッフの陣容が10名に満たないファンドは決して少数派ではありません。プロフェッショナルスタッフが20名もいれば大規模ファンドとみられるような人的資源の制約から、投資活動を推進する際には外部リソースの活用が一般的です。CDIは、個別案件の投資検討時の事業DD（デュー・ディリジェンスー投資対象企業の収益アップポテンシャル、ダウンサイド

リスクの評価といった「事業の目利き」－フェーズ②)、投資先の経営改善(フェーズ③)の局面で様々なファンドを支援する機会が年々増えています。このような背景から我々は独自の視点でファンドの投資活動の一端を見ているわけですが、投資対象や資金量、特長はファンドごとに様々な違いがあるものの、ビジネスに取り組むにあたっての基本思想はどのファンドにも共通したものが少なくとも2つあるように感じます。

まず、第1にファンドの投資担当者は「投資のプロ」であって「経営のプロ」ではないという前提認識を有していること。第2に何らかの理由で投資候補企業の現経営陣が合理的な経営を徹底できていなければ(一方で完全な経営ができている会社は世の中そうは多くはないという前提認識も併せ持っていますが)、その要因を排除することによって企業価値(≒株式価値)を高め投資収益を狙う機会があると考えていることです。

第1の点については、「経営のプロ」と「投資のプロ」に求められる資質・能力の違いを考えれば至極当然のことです。「経営のプロ」には、組織の中で社員のモチベーションを上げるためのリーダーシップを発揮する、事業計画遂行の陣頭指揮を執る等の、日々の組織のマネジメント力が求められます。ファンドの投資担当者の中には「経営のプロ」としての資質を併せ持つ方もいるかもしれませんが、彼らが本来期待されている役割は、有望な投資機会を探索・発掘する、投資候補企業の経営陣に対してファンドの投資を納得させるだけの仮説を構築する、投資検討・実行時に効率的にDDを行い投資を実現するためのタフな交渉に臨む、投資収益を最大化するための投資対象企業のExit計画を策定する等の「投資」業務です。投資先企業にファンドの投資担当者が代表取締役として就任する事例も散見されますが、それは投資先企業が持つ課題群のうち財務面の課題が最大の経営課題でファンドの投資担当者が就任するのがむしろ適任である場合や、適任者を選定するまでの一時的な措置のケースが大半です。

第2の点については、投資先企業の経営資源の不足、経営陣が縛られているしからみ等の制約を取り払い、「論理性・合理性を徹底的に追求する基本姿勢」と言い換えられます。ファンドの投資担当者は、具体的な投資の検討に入れば、施策とそれに伴い想定される成果の因果関係を明確にイメージできるまで詳細な仮説構築のシミュレーションを繰り返し行います。特に株式の過半数を取得するケースとなれば、ファンド側が見極めようとする項目は、経営の根幹に関する領域に近づきます。具体的には、

- 対象企業が本来持つ強みは何か？経営陣はその強みをうまく活かしているか？
- 本来有限である経営資源の適正配分ができていないか？経営資源が分散しすぎているとすれば、どのように中核・非中核事業を峻別すべきか？
- 業界のベストプラクティスと比較して劣る部分がある場合、底上げを図ることがどの程度現実的か？(今の経営資源でもっと売上アップを狙えないか？もしくは経営資源を効率化して同じだけの売上をあげられないか？)

- 新たに必要な経営資源は何か（経営陣や管理職レベルの人材、投資のための資本、組織マネジメント上の仕組み、コーポレートガバナンスの観点からの規律等）？
不足している経営資源をどのように補強できそうか？
- うまくリスクをマネジメントした上で第三者との提携、合併、M&Aといった手段を使いこなすことにより企業価値向上を加速化できないか？
- 最適な資本構成へシフトすることにより、株主に対するリターンを極大化できないか？
- 投資家に対するコミュニケーションを改善することによって、評価を上げられないか？

といったことですが、一言で言えばファンドは、「企業の経営陣がその責務を果たしているのか？果たし切れていないとすれば、企業価値を上げるポテンシャル、ひいては投資収益を上げるポテンシャルはどの程度あるか？」を見極めようとしているわけです。

ファンドが、投資先企業のリストラを推進してコスト効率を上げることは、ファンドが投資収益をあげるための勝ちパターンの1つですが、投資前段階におけるファンドの論点は、持続的にコスト削減ができる体質改善を進められるかどうかであって、(Exit時に売却価格に反映されないような)一時的な利益確保ではありません。仮に投資リターンが実現できる利益水準に到達するレベルまで持続的に生産性を高められる確証が得られなければ、ファンドは投資の意思決定には踏みきれないでしょう。

投資環境の変化とバイアウトファンドの投資活動の進化

投資事業で収益を上げるには、当然ながら「投資すること」と投資家の期待リターンを上回る水準で「投資持分を売却 (Exit) すること」の双方を実現する必要があります。投資事業をビジネスとして成立させようとするれば、これも当然ですが「投資」と「Exit」の流れを継続的に生み出すことがファンドには求められます。既述のとおり、ファンドの投資活動は高度な専門性が求められると同時に労働集約的な性格が濃いため、「People」ビジネスの事業特性を有しています。ファンドとして競合と差別化して持続的に「投資」と「Exit」の実績を上げるためには、究極的には投資活動に秀でた人材をより多く吸引することに尽きますが、そのためには投資活動の推進とともに「(優秀な人材を引き留めるだけの) チームとしての魅力」と「投資実績に基づくマーケットでのReputation (評判)」を上げることの双方が不可欠であり、「People」ビジネスであるとともに「Reputation」ビジネスの事業特性も併せ持っていると言えます。

もう少し具体的に申し上げれば、チームとしての魅力を上げるという意味では、Exitの実現を起点として、ファンド内の人材に配分する(魅力的な)報酬を確保する、優秀な人材を維持・獲得する、ファンドとしての案件対応力を上げる、次の投資につながる確度がアップするという好循環(グッドサイクル)を回すことが求められま

すし、マーケットでの評判を上げるという意味においても、同様にExitの実現を起点として、マーケットでの存在感を上げる、より確実な案件が数多く持ち込まれる可能性を増大させる、次の投資につながる確度がアップするというグッドサイクルを回すことが求められるわけです。

しかしながら最近では、ファンドとしてのグッドサイクルを回す以前に「投資すること」自体のハードルが高くなっているのも事実です。仮に投資機会に恵まれたとしてもファンドが既存株主に支払うプレミアムの金額に上昇圧力がかけており、従来のような期待リターンを上げづらくなっています。すなわち投資先企業の成長性・収益性を飛躍的に高めることができなかつたとしても、(PER, PBR, EV/EBITDA倍率等の) マルチプルを上げる、レバレッジを効かせる、などにより相応のリターンを享受できた時代は終焉し、オペレーションの改善を通じて持続的に収益創出力を高めることが投資の成果を出すための必要条件となりつつあります。

このような環境下、ファンドの投資活動にも新たな取り組みが見られます。ここでは案件探索・発掘(フェーズ①)と投資先企業の経営改善(フェーズ③)について触れたいと思います。

案件探索・発掘(フェーズ①)

投資実現にあたっては、投資候補企業に合理的な資金調達理由があることが大前提となることは言うまでもありません。現在ファンドには、従来の企業再生型案件に多かった「顕在化している資金調達ニーズをうまく捉える」アプローチから脱して、「潜在化している資金調達ニーズをうまく掘り起こす」アプローチを試みるプレイヤーが出てきています。裁判所から任命された管財人／監督員がスポンサーを公募する形で案件獲得を投資ファンドが競う企業再生案件は、企業の倒産件数の沈静化とともに減少しています。従って、案件の切り口を「大手グループ企業の事業再編」「上場企業の非公開化」「事業承継」に広げ、必ずしも資金ニーズが顕在化していない投資候補企業の経営トップに対して提案営業するわけです。しかしながら、このアプローチは機密性の高い経営事項をざっくりばらんに話し合えるだけの信頼関係を多くの経営者と構築できていることが前提となるだけに、全てのファンドが同じように営業できるわけではありません。

沈静化したとはいえ、2006年度の負債総額100億円以上の大型倒産は82件(帝国データバンク調べ)ありました。案件獲得コストをかけてでも相対に近い形で投資できるよう地道に企業にアプローチするのか、競争は激しくても案件発掘の手間をかけずに資金調達ニーズが顕在化した案件を入札で取りに行くのか、投資ファンド間でも案件獲得戦略が分かれてきます。特にトラックレコードが十分なく、人的資源にも制約があるファンドであれば、後者の戦略をとらざるを得なくなるでしょう。

投資先の経営改善(フェーズ③)

ファンドにとって投資先企業の成長性や収益性を向上させるためにやる事の根本は、「経営の規律」を投資前以上に効かせることにあるように思います。規律をテコにして経営陣を従来以上に働かせる、もしくは外部人材を投入することで経営チー

ムの力をてこ入れすることにより具体的な成果につながるプロジェクトを推進するわけです。経営者としてのキャリアを確立し、会社を渡り歩く人材が極端に少ない日本では、ファンドにとって経営者人材の確保が大きな課題であることは昔から言われていることですが、ファンドが経営者人材として求める人材像が変わりつつある（というより必然的に変わらざるを得ない）ように思います。エグゼクティブサーチファームの方の話を伺うと、投資ファンドから探索を要請されている人材像は、実績のある（＝単価の高い）シニア経営者人材から、経営者としての経験は未知数であるものの30代、40代のコンサルティングファーム、投資銀行、事業会社で活躍する働き盛り人材にシフトしつつあると聞きます。ファンドの投資担当者と同年代が近く共通言語で会話できること、経営者としての経験が未知数の分、在任中の報酬は抑えつつも投資が成功すればリターンを共有するインセンティブ体系を導入することで、高いモチベーションで働いてもらえることといったメリットが期待できるからです。加えて、キャリアを引退するまでの期間が相対的に長いため、経営者として成功すれば次の投資案件の経営者人材のひとりとして活用できることも大きなメリットとして挙げられます。そういう意味では、ファンドの活動が日本で定着すると共に、経営者人材の育成が加速されていると言えるでしょう。

ブームはどこまで続くのか？

投資ファンドの拡大ペースはいつまで続くのか、これは日本に限らずファンド先進国である米国、欧州でもホットな話題です。ファンド間の競争激化により買収対価が上昇し、これまでと同等の収益を上げることが難しい環境になっているのは当然のことですが、投資対象企業の大規模化に伴い、企業価値向上に向けて投資先企業の改革を実現するために投じるエネルギーがより多く必要という点で、投資ファンドにとって収益を上げるためのハードルが高くなっていることも見逃せません。我々が数千人規模の社員を擁する大企業の変革をお手伝いさせていただいた経験から申し上げれば、目に見える形で企業変革の結果が出るまでに数年間かかることが珍しくありません。日本でこれまで実績を上げてきた投資ファンドは、平均して3年以内で投資回収を実現してきましたが、今後日本でも投資案件の大規模化が進めば、回収までに要する期間は長くなり、投資家にとってのリスクは増大するでしょう。

しかしながら、冒頭に述べたように、企業年金等の投資家サイドの要請として、バイアウトファンドを初めとするオルタナティブ投資への配分がこれまで以上となる可能性が高いことを考えれば、資金は流入し続けることとなります。募集しただけの金額を投資できない、もしくは投資できたとしても期待リターンを実現できないファンドの淘汰は進むかもしれませんが、一方でファンドにとっての投資機会がゼロになる（不完全な経営をしている会社が存在しないほど企業経営が効率的な世の中になる）ことも考えづらいとすれば、バイアウトファンドは日本でも確実に定着していくと考えるべきでしょう。

バイアウトファンド全盛の時代に、企業はどのように構えるべきか？

いま「不完全な経営をしている会社が存在しないほど企業経営が効率的な世の中になることは考えづらい」と申し上げましたが、考えてみれば、経営トップが完璧な判断材料が揃った上で意思決定できるケースは極めて稀であり、施策のプラス面とマイナス面が拮抗するような高度な経営判断が求められるのが常態である今日の状況下では、むしろ完全な企業経営の舵取りを常に維持することの方が至難の技だと言えるでしょう。日々の意思決定の積み重ねの中で、必ずしも当初想定したとおりの成果を挙げるには至らない（意思決定した時はベストと思われる判断をしたとしても最終的には結果が伴わなかった）ケースが少なからずあることは、多くの経営者の実感であると思いますし、また（仮に今、好業績だとしても）自社の現在の経営資源に十分満足している経営トップも稀であろうと思います。企業価値向上に向けての「含み」（余地）は、激しい変化の中で常に生み出され続けており、従ってどのような成長ステージの企業にとっても、その「含み」は決して小さいものではないと言わなければならないでしょう。

一方、本論で見てきた通り、今やバイアウトファンドの存在、そしてその活用可能性が、企業経営を考える上で一つの重要な選択肢となり得る時代となりました。案件成立の背景を関係者に伺えば、ファンド側が動く事例だけでなく、企業側が動く事例も少なからず出てきています。それは企業経営のあり方に、何を問いかけていると考えるべきなのでしょう。

企業価値向上に向けて、その企業のもつ「含み」の実現を弛まずに追及し続けることが経営者の役割であると考えれば、バイアウトファンドの存在は、そのための仮想のスパーリング・パートナーにも擬することができるはずです。バイアウトファンドは、企業価値向上に資する仮説を携えた上で経営トップに対して投資提案する立場にありますから、その立場からどのような提案があり得るのかを常に想起することは、実は、これだけ変化と可能性の大きい時代にあって、改めて自社を客観視しつつ将来のあり方を検証する（即ち、自社にとってベストな経営判断を下し実践しているかを問い直す）、またとない契機とも言えるでしょう。言い換えれば、企業の経営トップにとって、骨太な経営戦略（＝自社の事業展開の方向性に関する創造的な仮説）を持つことの必要性が今までになく高まる中、バイアウトファンドの存在は、自社の戦略をより現実的で妥当性の高いものに進化させることを促す触媒にもなると言えそうです。

その意味で、実際ファンドに投資を打診されたらどう対応するのか、という受動的対策の議論をする前に、企業の経営トップには、自社の企業価値向上に向けた「含み」を実現し切るにはどのような可能性・選択肢があり得るのかを広く見渡し、その方向に向けて能動的に主張し行動することが求められているのだと思います。特にバイアウトファンドが投資候補としやすい成熟産業で、自助努力だけで成長性、収益性を大きく伸ばすことが難しい局面にある企業にとっては、ファンドから働きかけられる前段階から、業界内の再編についての基本スタンスを保持しておく必要があるでしょう。それを保持していれば、仮にそのような提案を受けた場合でも、単に

経営権が奪われるとか、うるさい株主はお断りという短絡的な理由で退けるのではなく、自社に意味のある提案なのか否かを、迅速かつ冷静に検討することができるはずです。逆に、第三者の提案を受けて初めて企業価値向上策を真剣に検討し始め、苦し紛れに「本社を売却して有力な事業領域に投資する」と返すだけでは、ファンド側に自社が有力投資先であることを宣伝するようなものです。

「企業戦略＝企業価値向上のための仮説」づくりが、唯我独尊ではなく客観的な視点をもって進められなければならないことは論を待ちませんが、しかし、その「客観的な視点をもつ」こと、が現代のような変化と変数の多い状況下にあっては容易ではないことも、また事実です。市場環境や競争環境の進化の方向性を洞察した上で、自社の将来像を「第三者的な視点」から描いてみる、更には、将来像についての仮説の是非を社内だけでなく対外的にも問うてみる…そんなプロセスを経ることの意味も高まっていると言えるのではないのでしょうか。そのような仮説に基づいて、自社にとって意味のある「株主像」まで描ければ、不意に持ち込まれる投資提案に対して、どの時点でもブレることなく対応できる筈です。

おわりに

政治の世界では、度々「日本は外圧がないと変わらない」と言われますが、企業経営の世界で見れば「変わりたくても変わらない」と強く感じている経営トップの方がむしろ多いのが、これまでのコンサルティング経験での実感です。自社の現在地から将来のゴール像を展望したときに、どのような峠を越えながらゴールへ近づくのか。これは経営トップにとっていつの時代にも不変の戦略課題ですが、ファンド時代の到来は、経営トップにとって自社の経営をより深く考える契機になっているように思います。企業戦略を一步深化させることが出来る企業こそ、ファンドに動かされるのではなく、ファンドを動かし活用する経営を実践できるのではないのでしょうか。創造的な将来仮説に基づいて、企業の側がファンドの持つ機能をしたたかに使いこなす、そんな時代の到来がこの先に見えてきているのではないかと思います。

(たくぼのぶお コーポレートディレクションパートナー)