

国内バイアウトファンド 興隆への指針¹

慶應義塾大学 経済学部経済学科 3年
池尾和人研究会 21期

栗国莉央
竹村俊佑
前川直毅
松島魁

¹ 本稿の作成にあたっては、池尾和人教授（慶應義塾大学）をはじめ、池尾和人研究会の先輩方や同期生など、多くの方々から有益なコメントを頂戴した。ここに記して、感謝の意を表したい。また、本稿の主張・内容に関する一切の責任は、筆者個人に帰すものである。

【目次】

【はじめに】

第1章 バイアウトの概要

- 第1節 バイアウトファンドとは
- 第2節 バイアウトのプロセス
- 第3節 バイアウト手法の種類
- 第4節 バイアウト案件の分類

第2章 研究背景

- 第1節 バイアウトファンドの成長意義
- 第2節 先行研究

第3章 国内バイアウトの現状

- 第1節 国内バイアウト業界の動向
- 第2節 国内バイアウト現状(期間ごとの案件数の推移)
- 第3節 これから

第4章 人材不足について

- 第1節 問題概観
- 第2節 個々の業種に求められる人材像
- 第3節 ファンドの人材構成の問題点と分析
- 第4節 今後求められる人材像
- 第5節 ファンドの実際とインセンティブ
- 第6節 まとめ

第5章 結論

- 第1節 短期的提案
- 第2節 長期的提案

【参考文献】

【参考サイト】

【はじめに】

近年、投資ファンドが注目されている。『貯蓄から投資へ』の時代の流れとともに、機関投資家や個人が少しでも有利な資産運用を望むようになってきているからである。

本論文では、投資ファンドの中でも、投資先企業に寄り添い共に経営を行い、企業価値向上を図るバイアウトファンドについて取り上げたい。バイアウトファンドは所謂、「ものを言う投資家」であるアクティビストファンドと混同されていることが多々あり、また「ハゲタカファンド」などと揶揄される事も多いが、これは一般的な認知度が低さゆえの誤解である。近年になりようやく日本において認知されてきたとはいえ、十分に理解されているとは言い難い。

今後、バイアウトファンドは真に企業価値を高めていく役割を担っている、という正しい認識が日本で広まれば、バイアウトに対する抵抗もなくなるであろう。しかし、正しく認知されただけでは、リーマンショック後に減少したバイアウト案件が再び増加していくとは言い難い。なぜならば、日本においてバイアウトファンドが成長、拡大することを妨げている最大の要因は、人材不足にあるからである。具体的には、日本は欧米に比べプロの経営者と呼べる人材が不足しており、また、「プロ経営者市場」が発達していないことが問題として挙げられる。現状として、日本では、プロ経営者を育成するシステムが欧米に比べて整備されていない状況であり、ゆえに「プロ経営者」が専門職として一般的になっていないのだ。

では、これから日本のバイアウト市場が発展するために、プロ経営者不足という課題にどう対処すれば良いのであろうか。本稿では、プロ経営者育成の観点から、求められる業種別の能力とはどのようなものか、いかなるキャリアパスを踏めば良いかを考察し、またどのような枠組みができれば良いのかを、それぞれ順を追っていく。

論文の流れとして、第一章ではバイアウトの概要を述べ、第二章では研究背景、第三章では日本のバイアウト市場の推移を考察し、時代の流れとともにバイアウトがいかに成長し、その背景にある出来事を読み解く。第四章では、第三章の状況を踏まえ、バイアウトの成長を阻害する要因である人材不足に関して、現在のファンド構成員における問題を分析し、これから必要とされる人材像を考える。最後に、第五章では、現時点で考えられる提案を、短期と長期の二つに分けて述べ、結論とする。

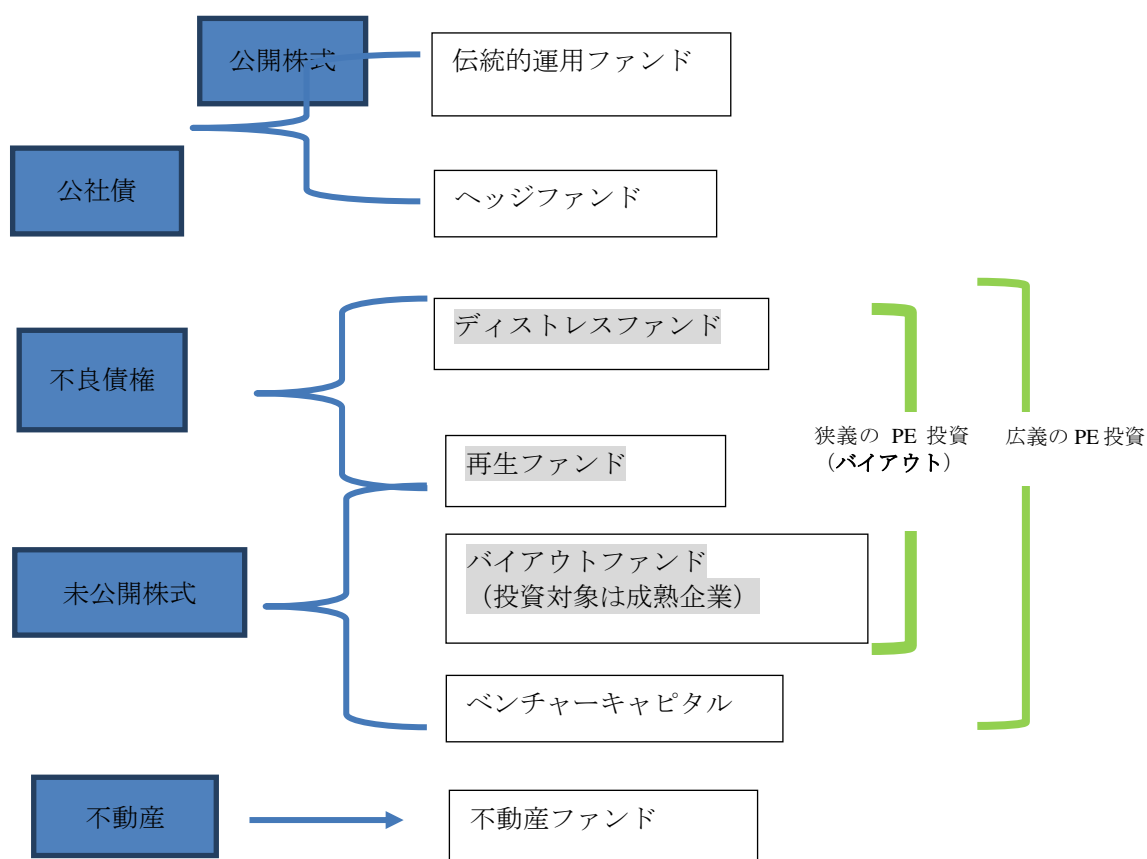
第1章 バイアウトの概要

第1節 バイアウトファンドとは

この章では、本論文のテーマであるバイアウトの概要を述べる。第1節では他の投資ファンドと比較してのバイアウトファンドの特徴を記述する。そして第2節では具体的にバイアウトがどのような手順で行われるのかを考察し、第3節ではバイアウト手法の種類、第4節ではバイアウト案件を分類し、この章の終わりとする。

初めに「投資ファンド」とは『投資家から集めた資金をあるテーマに沿った投資先に投資し、そこから上がる配当や売却益などを投資家に分配する仕組み²』である。投資対象別にファンドを分類したのが図1-1となる。

図 1-1



(株式会社コトラ HP より筆者作成)

² 株式会社コトラ HP より

投資ファンドのうち、バイアウトとは何かを述べる前にプライベート・エクイティ投資（以降 PE とする）の定義と本論文でのバイアウトの定義をおこなう。一般的に、PE 投資は非上場・非公開企業への投資と考えられがちであるが、本質的な意義としては『さまざまなステージ、もしくは事業環境にある企業に対して、その企業が必要とする資金を提供する代わりに、企業に対して企業価値向上のための適切な経営関与やガバナンスを行う投資手法』である。よって、PE 投資を定義する上でファンド側が企業の経営面に深く関与する事が前提と言える。

本論文では、「未公開企業への投資を行い、企業価値向上を掲げて経営に携わる投資手法」を広義の PE 投資とする。さらに狭義の PE 投資の定義は『企業の成長過程において成熟期以降の企業を投資家から集めた資金を使って買収し、株主として経営に参加していきながら事業の成功を目指す手法』と定義し、これをバイアウトと呼ぶこととする。つまり、狭義の PE 投資とバイアウトを同一の意義とし、その意義の下で上図では塗りつぶされているディストレスファンド、再生ファンド、バイアウトファンド（投資対象が成熟企業）すべてをバイアウトファンドに含めることとする。なおベンチャーキャピタルに関しては企業の成長段階において未成熟である点と、経営に参画することよりも資金（リスクマネー）提供としての役割が大きいためバイアウトに含めない。

主要な PE ファンドとしては、ベンチャーキャピタルファンド、バイアウトファンドが挙げられる。

ベンチャーキャピタルファンドは『有望なベンチャー企業に長期投資を行い、株式公開（IPO）時の収益や上場前段階での他社への売却益を収益源とする。ベンチャー企業の草創期から研究開発、財務管理等の指導、取引先の紹介等を通じて、企業の上場時期を早めたり、企業の長期的な成功を促す戦略をとる。』³また、バイアウトファンドは『企業の再編や事業再生等の機会を活用して資金を投資し、不採算部門の削減やスリム化、財務戦略の見直し、事業再生、新ビジネスの展開等を通じて、企業価値を高めたうえで、再上場や出資持分の売却益を収益源とする。』⁴と述べられている。

上記二つのファンドを含む PE ファンドを、企業の成長段階と企業価値から分類したのが図 1-2 である。

ベンチャーキャピタルは、創業間もない企業に投資を行う。一方、バイアウトファンドは、すでに事業を行っていて比較的キャッシュフローが安定している成熟期以降の企業に投資を行っている。また、バイアウトは、投資先企業の過半数以上の株式を取得し、投資先の企業を買収した上で、経営に深く関わることで企業価値を高めていくことが大きな特徴である。

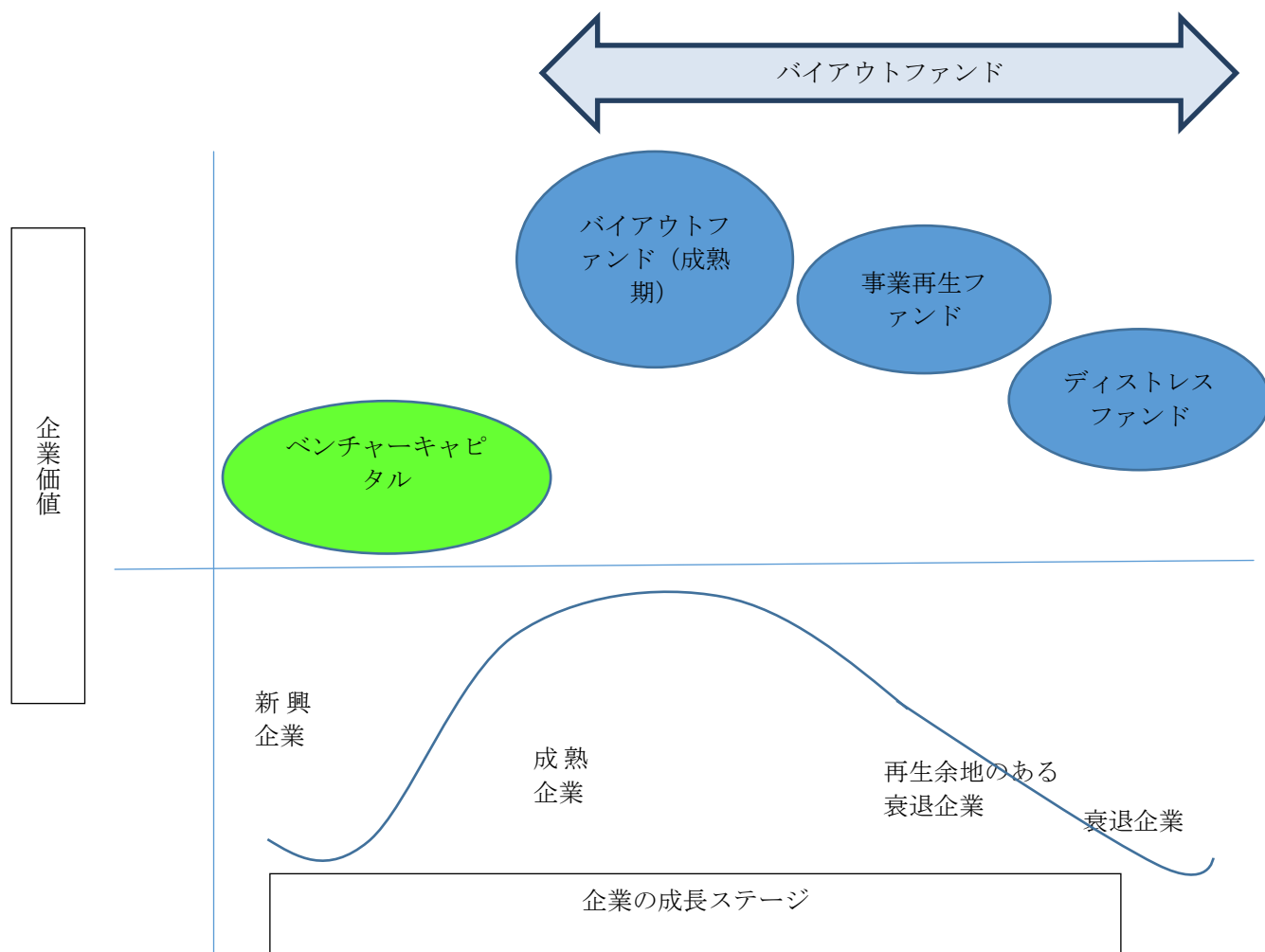
よってバイアウトファンドは優れた経営能力が求められ、投資後の経営方法がバイアウトの成否に大きく関与しているということが出来る。企業経営の介入を行うことから、バイアウトは従業員の立場を考えずに大幅なリストラ策や短期的な債権価値上昇を狙い、早期に資金回収を行う「ハゲタカファンド」というイメージが未だに根付いているが、5-6 年の中長期的な投資期間の間に、業務の効率化を図るなどして企業価値を高める点で異なっている。

最終的には、株式公開や第三者への売却によって得たキャピタルゲインを、ファンドへの出資者である投資家にリターンとして配当し、同時にファンドが報酬を得る。

³ 株式会社マネックス・オルタナティブ・インベストメント HP「プライベート・エクイティファンドの概要」

⁴ 株式会社マネックス・オルタナティブ・インベストメント HP「プライベート・エクイティファンドの概要」

図 1-2



(光定・白木[2008]より筆者作成)

第2節 バイアウトのプロセス

この節では、バイアウトの手順を追っていきたい。バイアウト投資の流れは①投資の検討②投資の実行③経営支援④投資の回収（株式公開や企業売却）の四段階である。プロセスが進むにつれて関与する人が増え、コストもかかるようになる。①～④の段階に分けてそれぞれを詳しく見ていく。以下図 1-3 はバイアウトのプロセスを示している。

投資を検討する前にファンドは、投資家を募集する。典型的な投資家は、欧米の年金基金や投資信託などの機関投資家である。一つのファンドに対する投資単位は、最低 5～20 億円であり、投資効率を高めるためにキャピタルコール方式⁵を採用する場合がある。投資した資金は株式市場への投資とは異なり中途解約ができず、ある程度長期的な（5 年～10

⁵ キャピタルコールとは、契約によって決定された投資金額を初めに全額出資をするのではなく、必要な案件ごとに投資家に資金の拠出を求めること。

年程度)の期間でのリターンに注目して行われるので流動性は低いと言える。

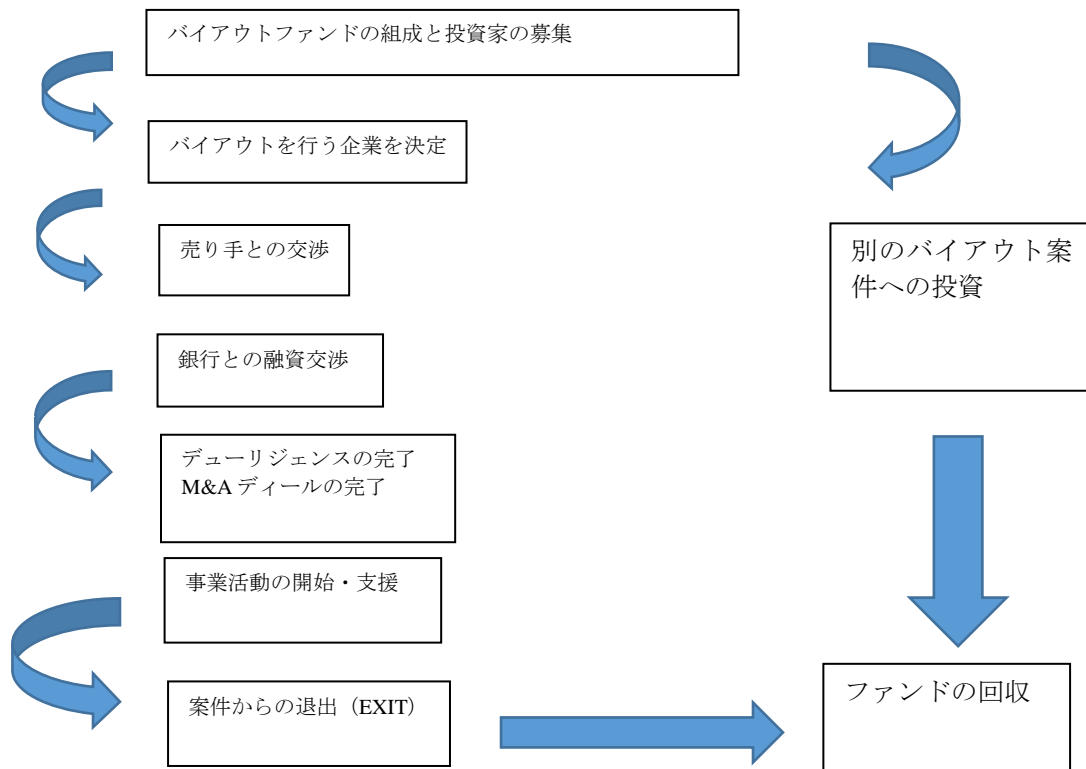
投資家を募集した後に、①の投資の検討段階に移る。検討段階では、様々なネットワークを駆使して、適当な投資案件を発掘する。例えば、投資銀行経験者は売買取引の仲介、株式・債権の発行、M&Aの支援の経験があることから、投資先企業発掘に役立つネットワークや専門知識を持ち合わせている、と考えられる。また、会計事務所出身者は、監査やコンサルティングを通じて、事業オーナーの税務に関するアドバイザーとして関わっていることから、特定業界に関する専門性を持ち合わせている可能性があり、取引の情報源になりうる。また、現役を引退した経営幹部が持つ内部情報も買収候補を探す上で役立つことがある。これら以外からも情報収集を行い、買収する企業を発掘する。投資案件を発掘した後は、デューデリジェンス(デューデリ、DD)と呼ばれる企業の資産価値を確認し評価を行う。デューデリジェンスは、①法務②会計③ビジネスなどがある。法務面では、取締役会の開催実績やその内容、顧客や仕入先との契約書の有無、契約内容と実際の取引状況、適切な従業員の時間管理等など念入りな調査を行う。会計面では、バランスシートにおける資産の正確性や簿外債務の有無等の精査を行う。そしてビジネス面では、対象会社の製造や営業などのビジネスモデルの把握、事業性の評価及びシナジー効果分析・事業統合に関するリスク評価等を行う。これら一連のデューデリジェンスが終了し、③の実行段階である投資ストラクチャーの検討や、投資条件の交渉が終了し、最後に資金引渡しにより取引が完了する。以上が投資の検討段階である。一般的には、案件の検討を始めてから取引が完了するまでに、6ヶ月から10ヶ月程度を要する。

検討が終了すると、②の経営支援が行われる。この段階は、企業価値を創造する重要な段階である。ファンドが取り組む企業価値の向上法としては、「①非効率な事業を切り離し、経営資源を本業に集中させる。②業務の効率化を図る。③債務を圧縮する。」といった手を打つ。

最終段階として、事業活動から得られたキャッシュフローによって負債を返済できれば、ファンドは投資の回収すなわち退出(EXIT)を実行する。投資回収の手段としては、株式公開(IPO、Initial public Offering)、他の事業会社へのM&A、他のバイアウトファンドへの売却(これ自体も、バイアウトである。)などがある。最後は、キャピタルゲインを投資家に配当し、残りがファンド側の収益となる。以上が、バイアウトの流れである。

図 1-3

バイアウトファンドの活動



(松木・大橋・本多[2004]より筆者作成)

第 3 節 バイアウト手法の種類

第 3 節ではバイアウトの種類の中の代表的なものについて解説する。①LBO、②MBO、③EBO、④MBI の順に述べていく。

① LBO

LBO とはファンドが企業を買収する際に、自己資本のみで賄うのではなく将来の資産及びキャッシュフローを担保に銀行などから多額の負債を調達し企業を買収する方法のことである。少ない自己資本で相対的に大きな資本の企業を買収ができることから、槌の原理になぞらえて「レバレッジド・バイアウト (Leveraged Buyout)」と呼ばれ、買収した企業の資産の売却や事業の改善などを買収後に行うことによってキャッシュフローを増加させることで負債を返済していくことが特徴である。ゆえに安定したキャッシュフローが見込める成熟企業に適している。

買収時に自己資金が少なくても行えることがメリットではあるが、買収された企業の業績や外部環境が予想外に悪くなった場合、買収資金として調達した銀行借入等を予定通り返済することが出来ず、債務不履行の危機に陥る可能性がある点がデメリットとして挙げられる。

LBO の手順としては

- ①受け皿となる会社 (シェルカンパニー) を設立
- ②銀行借入れや社債 (ジャンクボンド) を発行して資金を調達
- ③得た資金で標的企業を買収を行う。

- ④あらかじめ設立しておいたシェルカンパニーと買収した企業を合併して新会社にし、株式を非公開化。（合併せずに営業譲渡にすることもある）
- ⑤事業や魅力ある資産（クラウンジュエル）を売却し、買収企業が生み出す営業キャッシュフローなども使ってレバレッジド・バイアウトにより実施した借入の返済を行う。といった流れである。

この時に注意すべきことは、買い手（ファンド）は、借金返済の義務を負わないことである。シェルカンパニー借り入れによる負債を調達し買収後に買収先と合併することで買収先企業に負債が引き継がれる形になる。つまり買収に使われた資金を買収された企業が自身で返済していくのである。

日本における主な事例として、ソフトバンクによるボーダフォン日本法人（現・ソフトバンクモバイル）の買収（過去最大で、買収総額 1 兆 7 千億円のうち半分強に当たる 1 兆円を LBO により調達した）、リップルウッドによる日本テレコム（現ソフトバンクテレコム）の買収、カーライルによる DDI ポケット（現ウィルコム）の買収が挙げられる。

② MBO

MBO とはマネジメント・バイアウト（Management Buyout、経営陣買収）のことである。会社経営陣が自らの株式や事業をその株主から買収し、独立することを指す。例としては、親会社が子会社や一事業部門を切り離す場合や、「雇われ社長」として経営参画した者が自社の株式を取得し、会社から独立するために用いられることが多い。また、株式公開のメリットが薄れた上場会社が、会社自ら株式非公開に踏み切るための手段として活用されることもある。多くの場合、経営陣だけでは十分に資金調達ができないのでファンドが出資を行い、また LBO によって資金調達が行われる。

MBO のメリットは現経営陣が大株主になることから、これまでの経営方針や雇用方針が継続される点や、上場をしていない企業は、特に IR や情報開示をする必要性がないため、企業秘密を保持したまま中長期的な企業経営が可能となる点がある。一方でデメリットとして中長期的にみた場合、上場を廃止することで市場からの資金調達の道を閉ざすことになり、資金調達の選択肢が狭くなることや、非上場化することで、経営に対する監視機能が低下する懸念があると言える。

MBO の手順としては、

- ①対象となる企業を買収する資金を用意。買収資金を準備ためにプライベートエクイティファンド（PE ファンド）を利用。
- ②経営陣（従業員）において、5 年程度の事業計画、貸借対照表、損益計算書、キャッシュフロー計算書を作成。
- ③この時点で財務・法務のデューデリジェンスを実施する必要。（第三者が買主となる M&A ではこの時点でのデューデリジェンスは必須ではない。）
- ④経営陣（従業員）と売主との交渉が開始され、基本合意書を締結。（基本合意書締結前にデューデリジェンスを実施していない場合には、この時点でデューデリジェンスを実施して必要となる資金を高い精度で確定する必要がある。）
- ⑤キャピタルストラクチャリングを行う。ここで、経営陣（従業員）において準備することができる資金、PE ファンドにおいて用立てる資金、金融機関から受ける融資額等を確定。
- ⑥MBO を実行。

といった流れである。

日本における主な事例として、タワーレコードが 2002 年に米タワーレコードより独立（日興ブリッジ・インベストメントの支援、のち NTT ドコモの傘下に入る）などがある。

③ EBO

エンプロイー・バイアウト（Employee Buyout、従業員買収、略称：EBO）は会社の経営陣と従業員が一体となって、その会社の事業を買収したり経営権を取得したりする行為のことである。中小企業など中心に古くから盛んに行われている。従業員が単独または複数によって買収する場合には、通常は、買収後の企業は株式の公開を行わない非公開会社となることから、外

部からの企業買収に対する対抗策として用いられることもある。

規模が大きく従業員の借入れなどでは不十分な場合は、第三者が出資参加するなどの方法も可能で、上場企業のマネジメント・バイアウト(MBO)などの時には第三者の出資額が多い場合がほとんどである。第三者の出資比率が高い場合は、一定期間経営して企業価値を向上させた後の株式公開を前提としており、株式公開によって出資資本の回収を目的とする投資ファンドによるものが多い。

日本における主な事例は旭電化(2000年6月)にて従業員によるEBOやファイザー中央研究所が閉鎖されることとなり、EBOにより新会社「ラクオリア創薬株式会社」を設立しファイザーから独立した事例などがある。

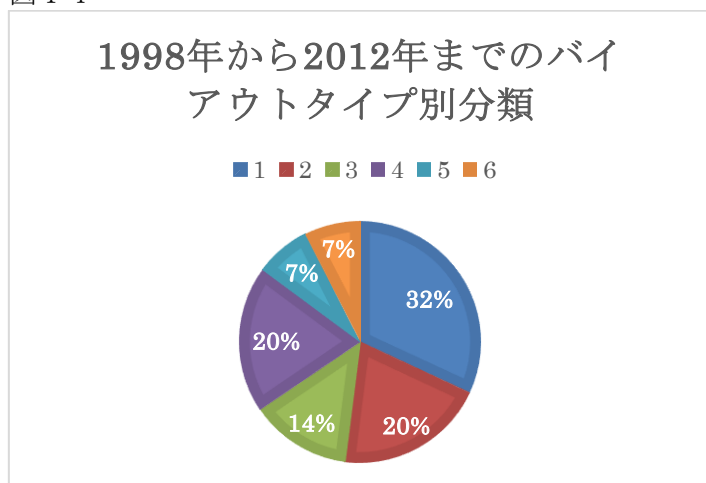
④ MBI

マネジメント・バイイン(Management-Buy-In)はMBOの一種である。異なる点はバイアウトファンドが買収した企業に、外部から経営陣を送ることである。例えば法的整理となり経営者が不在となった倒産企業を買収する時などに用いられる。外部から経営者を送り込むため、事業を行っていく上での摩擦は増加し、既存の従業員からの反発も予想される。一方で経営の専門家が経営改革を行うので、技術力はあるが経営人が不足している企業などでは有効な手段とされている。

第4節 バイアウト案件の分類

第4節では、バイアウト案件をタイプ別に分類し、説明する。1998年から2012年のバイアウト案件(全673件)を、1子会社・事業部門売却型、2事業再生型、3事業継承型、4公開企業の非公開型、5第二次バイアウト、6その他に分けて分類したのが以下の図1-4となる。

図1-4



(日本バイアウト研究所[2013]より筆者作成)

①子会社・事業部門売却型

企業の子会社や事業部門が、バイアウトファンド等の投資会社の支援に基づき独立するタイプであり、日本のバイアウト市場で過去最も多く成立しているタイプである。成熟した企業で中核となる重要な事業(コア事業)と重要性の低い周辺事業(非コア事業)がある場合、非コア事業から撤退するか売却しなければならないことがある。その場合に、売却の受け皿としての役割をバイアウトファンドが担っているのである。非コア事業・子会社はファンド側と共同出資形態で別部門化する場合(MBO)、コア事業を行う側は本体の

バランスシートを改善できる上、別部門化する企業は企業価値向上により成長が期待できるメリットがある。

②事業再生型

民事再生法や会社更生法などの法的整理下にある企業、法的整理には至らないものの、メインバンクの債権放棄を伴う再生スキームを採用する企業を再生するために、バイアウトファンドが支援するタイプである。バイアウトファンドは、経営破綻企業のスポンサーとしての意義があると言える。2003年頃が事業再生型案件のピークで、その後減少傾向にある。

① 事業継承型

創業経営者や経営の一線を退いている創業者一族による保有株式の売却需要を起因とするタイプである。創業者一族は保有株式を売却することで、創業者利得を達成する。バイアウト後に株式公開を目指す案件では、創業者が引退後も一部保有株式を残す場合もある。後継者問題を抱える中堅・中小企業は現在日本において多く、このタイプの案件の需要は今後高まると考えられる。

④公開企業の非公開化

公開企業の非公開化はバイアウトファンドが公開買付け（TOB）を実施し、買収後に対象企業の上場廃止を伴うものである。

⑤第二次バイアウト

第二次バイアウトは、バイアウトファンドが別のバイアウトファンドの保有株式を売買する取引である。株主構成が別のファンドになることで、最初のファンドの期待できなかった価値向上を目指していく。

第2章 研究背景

第1節 バイアウトファンドの成長意義

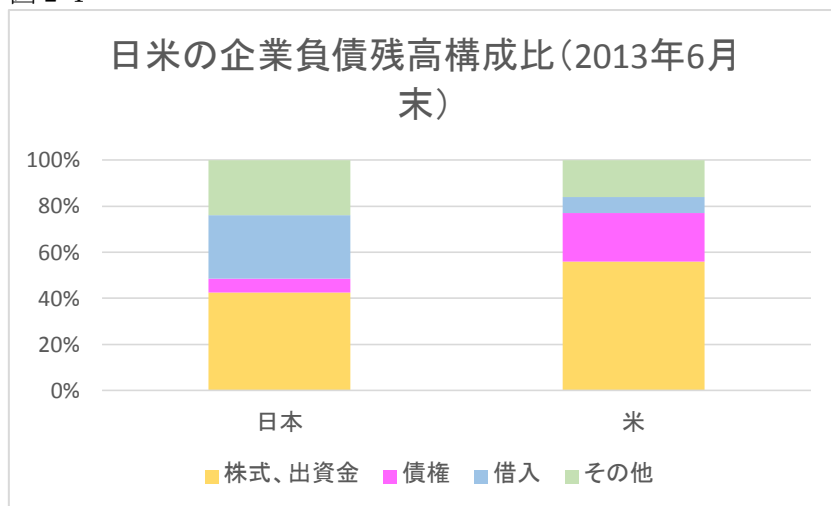
この節では、バイアウトの成長意義として、将来的にバイアウト市場が拡大した場合に日本経済にどのような影響を与えていくのかを考察していく。

まず、バイアウトファンドの役割としては、大きく二点ある。

第一に、「投資先企業へのリスクマネーの供給」、第二に、「投資先企業の経営に深く携わることによる企業価値の向上」である。

現在の日本の企業の資金調達の現状として、アメリカに比べ、銀行借入などの間接金融の割合が大きく株式、出資金また債権といった直接金融の割合は相対的に低いことが、図2-1より読み取れる。

図 2-1



(日本銀行 『資金循環統計』、FRB 『Flow of Funds』 より筆者作成)

預金保護の観点や独禁法や銀行法の適応もあるため、銀行自身がリスクマネーの供給主体になることは考えにくい。一方で、リスクを取り、企業に成長資金を提供する主体として現在注目されているのが、投資ファンドである。

最近では、年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) の運用の見直しにより、国内債券を現行の 60%から中長期的に 35%に下げる一方で、国内株を 25%に上げるほか海外株も積み増して、株式と債券との割合を半分ずつにする旨を発表した。GPIF の投資対象に PE ファンドは含まれていないが、リスクを取り高い利回りを求める風潮が日本でも高まりつつある。

そもそも、リスクマネーは新規事業に関しては、世界に通用する技術は持っているが、資金不足のために事業化できていない企業にとって必要な資金源となる。ある程度成熟している事業に関しては、企業再編により企業から分離する場合、独立を企画する事業や破綻した企業の企業再生など、市場でのファイナンスがすぐには望めない事業に対して、バイアウトファンドは資金供給を行っている。

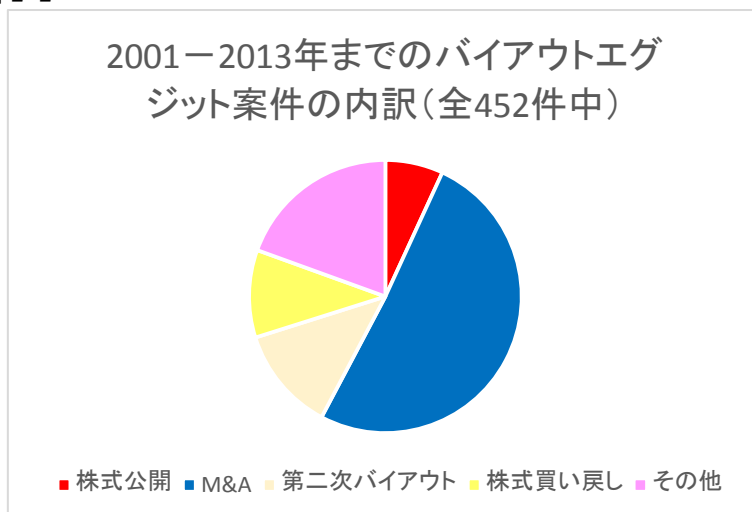
このように、バイアウトファンドを含む PE ファンドは、企業の成長段階に応じてリスクマネーを提供する役割があるのである。

第二のバイアウトファンドの役割としては、単にリスクマネーを企業に供給することで破綻回避や事業成長を促進する働きがあるだけでなく、事業経営に継続的に関わり、専門的な知識や経験を持つファンドの実行支援により、企業価値向上に協力することである。ファンドは国内外に大きなネットワークを有しており、それを活用することで、海外事業展開やM&Aのサポートを行える利点がある。少子高齢化による国内市場の縮小のためにグローバルな国際競争力が求められる日本で、バイアウトファンドは企業の市場の拡大に寄与しているのである。

これらのバイアウトファンドの役割を踏まえ、今後日本のバイアウト市場が拡大した場合に、日本経済に与える影響はどれほどのものなのだろうか。

以下の図 2-2 は 2001 年度から 2013 年度までのバイアウトのエグジット案件の分類である。株式公開とM&Aによる株式売却の案件を企業価値が向上したと仮定し、成功案件と捉えた場合に、約 68.7%はバイアウトファンドによって企業の価値が向上したと考えられる。景気状態によって各年の成功率の変動はあるものの、バイアウトファンドの取り組みが企業価値向上に高い割合で貢献していることが分かる。企業価値が上昇すれば、生産や営業の拠点が拡大し、雇用の増加にも結びつくと考えられる。また、業績が向上により、賃金上昇も期待することが出来るので、バイアウト市場が今後成長することは日本経済を活性化させると考えられる。

図 2-2



株式会社日本バイアウト研究所 『日本バイアウト市場の推移 2013年12月末』より筆者作成

第2節 先行研究

ベンチャーキャピタルにおける、一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会 (JVCA) のような組織を挙げると、バイアウトファンドにおいては、一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会が挙げられる。ただ、データが乏しく、日本バイアウト研究所が統一的に情報を管理している代表格である。

- ・NASDAQ 上場 (2012年5月3日) のカーライルグループ、
- ・ユーロネクスト上場 (2005年3月24日) のRHJ インターナショナル (元リップルウッド・ホールディングス)
- ・ユーロネクスト上場後、ニューヨーク証券取引所に上場 (2010年7月) のKKR (コールバーグ・クラビス・ローバーツ)

など、一部の外資系のオルタナティブ投資会社は、株式を公開しているが、ほとんどの投資会社の株式は非公開であり、このことも情報の乏しさの原因となっているようである。

実際、先行研究は乏しく、丸山(2006)において、2006年4月の段階では、「バイアウトファンドの実証研究が見当たらなかった」、「バイアウトファンドの情報開示が、一般企業に比べると限定的である」、「バイアウトファンド主導の会社更生の長期的な経済効果については、即断できないが、スポンサーが見つかりにくく、弁済率が抑制的であった不況産業での更生案件において、バイアウトファンドが一定の役割を果たしていると言えそうである。」という三点が、指摘されている。

上記は、日本における先行研究の例であるが、海外に目を向けてみると、全米経済研究所 (NBER, The National Bureau of Economic Research) の Kaplan, Per Stromberg (2008) の p. 14-15 において、バイアウトファンドが雇用に与えるプラスの影響について、先行研究を参考にした上で、論じられている。同論文で言及されている論文の一つとして挙げられている、同じく、全米経済研究所の Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner, Miranda (2011⁶) の対象企業 3200 社の買収前後の結果を利用した研究において、

⁶ 最初の発表時期は、おそらく 2008 年であるので、注意。

- ①対象企業の雇用は、バイアウト後2年間では3パーセントの減少、5年間で6パーセントの減少し、それは、上場から非上場のバイアウトや、サービス・リテールセクターの企業に関係する取引に集中すること
- ②一方、対象企業で失われる正味の雇用は、初期の雇用の1パーセント未満にすぎないが、投資先企業における雇用創出と破壊の総和は、2年間で13パーセントを越える。
- ③つまり、PEにおけるバイアウトは、雇用に対して穏やかな正味影響を伴い、労働市場において生産的な破壊過程を促進させ、その反応として、投資先企業における、より速やかな労働の再割り当てを主にもたらす。

ということに加えて、

- ④この研究にもデータの扱いなどにおいて不完全な点があり、限界が存在すること
- ⑤それまでの実証研究が、データの利用可能範囲に左右され、小さなサンプルに依っていること

も述べられているので、鵜呑みにすることはできないが、プラスの面があることは否定することはできないだろう。

また、安岡（2007）では、『Jerry Cao, Josh Lerner（2006）における新規公開企業への投資パフォーマンスに関する分析（図2-3）では、PEによる新規公開企業への公開後3年間にわたる「年率投資内部収益率（IRR）」と単独で新規公開した企業への同様の収益率、それに市場全体に投資した場合の変数として、株価指数であるS&P500社の投資収益率を述べたものである。1980年～2002年の収益率の平均値は、PEによるIPOが単独IPOを35%以上上回り、またS&P500社に対しても25%以上上回っており、PEによる企業支援の効果が市場の高い評価を得ていたことがわかる。』と論じられており、PEファンドが上場廃止した企業の雇用の変化の分析（The Financial Times, “Centre for Management Buy-out Research”, 2007年2月）など、様々な先行研究において、ファンドの経済的な意義が論じられている。

つまり、比較的最近になって、バイアウトファンドのプラスの影響に関する実証研究がおこなわれ始めた、ということがわかる。ただ、海外における先行研究は、アメリカにおけるものが多く、日本においてそのままあてはめることができない可能性があるということをつけ加えておきたい。

図2-3（PEと単独IPOのパフォーマンス）

年	PEによるIPO(Buyout-Backed IPOs)			単独IPO(Non Buyout-backed IPOs)		
	件数	IRR(注1)	S&P500社(注2)	件数	IRR(注1)	S&P500社(注2)
1980	3	184.19	31.59	56	57.41	27.94
1981	1	-54.93	20.71	174	21.92	22.54
1982	0			65	11.6	45.23
1983	6	18.17	36.58	344	19.6	41.94
1984	2	65.63	75.62	185	30.13	65.75
1985	7	39.41	38.41	172	2.84	41.74
1986	18	51.79	31	337	5.57	30.02
1987	23	75.87	10.47	258	-10.54	14.12
1988	3	-64.42	38.79	121	12.72	38.34
1989	2	43.11	25.24	117	27.66	27.31
1990	8	50.26	29.23	94	23.78	31.43
1991	22	51.21	22.63	189	29.28	21.46
1992	64	53.08	19.71	245	19.81	23.88
1993	40	89.75	41.52	401	26.1	41.24

1994	26	61.44	65.88	313	56.62	73.22
1995	16	61	84.18	286	19.16	85.07
1996	25	46.95	86.64	428	8.09	85.92
1997	33	8.4	63.4	280	78.98	62.14
1998	26	13.67	18.09	180	28.09	19.6
1999	32	-36.09	-19.34	290	-38.8	-15.61
2000	29	-30.34	-33.74	186	-60.55	-31.93
2001	21	23.26	-6.87	54	40.45	-7.99
2002	21	82.28	15.29	66	60.58	24.07
平均値	18.61	57.87	31.19	210.48	20.46	33.37

注1：上場三年間の平均年率投資内部収益率

注2：上場日から起算した S&P500 社の平均年率収益率

(Jerry Cao, Josh Lerner (2006) と、安岡彰 (2007) を参考に筆者作成)

実は、米国や欧州では、ヘッジファンドや PE などに対して、その閉鎖性や情報公開の低さなど、様々な批判があり、先行研究の存在は、その批判への対応という面があるのだ。例えば、米国では、従業員年金や公務員年金などが PE への主要な投資家になっていることもあり、労働組合などからの批判はあまり強くないという状況がある。また、欧州などでは、「アセットストリッパー（資産の切り売り人）」などの批判も強く、ヘッジファンドや PE ファンドは各国金融庁に登録され、情報公開も進んでいる。以上のように、各国の状況は様々だが、批判が存在しているということは共通しているだろう。

第3章 国内バイアウト現状

第1節 国内バイアウト業界の動向

日本においてバイアウトファンドが誕生したのは、1997年に独立系ファームとして、アドバンテッジ・パートナーズが日本初のバイアウトファンドへのサービスを開始した。

その後、東京海上キャピタル、ジャフコ、みずほキャピタル・パートナーズなどの金融機関系やベンチャーキャピタル・ファームがバイアウトファンドの運営に参入した。また、カーライル・グループなどの外資系ファンドが、日本特化型ファンドを組成し、実勢を積み上げている。

2000年代の半ばごろからは、J-STAR や WISE PARTNERS などの独立系ファームの組成が増加した。これらは100～200億円程度のファンド規模で活動を開始したファームが多く、中小型の案件を中心に、中小企業への実績を積み増している。

2000年後半には、三菱商事が丸の内キャピタルを設立したように、商社がバイアウトを中心とした PE 事業を強化している。

以下図 3-1 に、主要なファンドを分類し、設立年と規模をまとめた。この表より、外資系ファンドの規模が、本邦系ファンドより遥かに大きいことがわかる。(ベンチャーキャピタル、国内金融系に関しては有用なデータが不足していたため「日本経済新聞 企業再生ファンド調査」(2003)より引用した。データが古く、信用性に問題があることをことわっておく。)

図 3-1 主要ファンドの分類と規模

形態	種別	社名	設立年	(運用) 規模
----	----	----	-----	---------

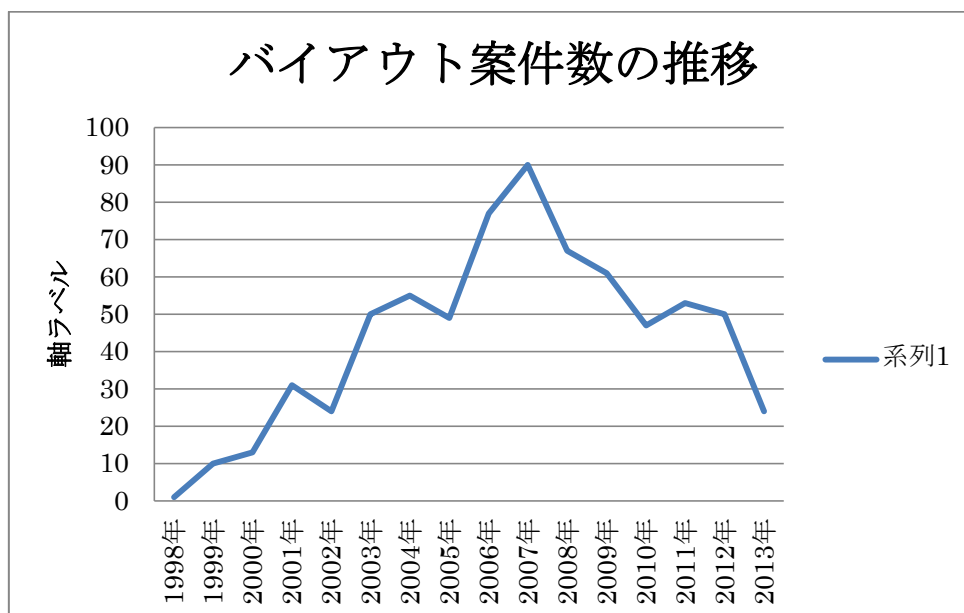
投資会社	国内独立系	アドバンテッジ・パートナーズ	1992	約 1025 億円
		ユニゾン・キャピタル	1998	約 7000 億円
		フェニックス・キャピタル	2002	約 2300 億円
	国内金融系	みずほキャピタル・パートナーズ	2005	150 億円
		野村プリンシパル・ファイナンス	2000	150 億円
		日興プリンシパル・インベストメンツ	2000	1000 億円
	外資系	RHJ インターナショナル	1995	投資総額約 235 億ユーロ
		カーライル・ジャパン	1987	運用資産 2030 億ドル超
		ブラックストーン・グループ	1986	総資産 680 億ドル
ベンチャーキャピタル	国内系	ジャフコ	1974	300 億円
		東京海上キャピタル	1991	260 億円

(株式会社コトラ HP より筆者作成)

第2節 国内バイアウト現状

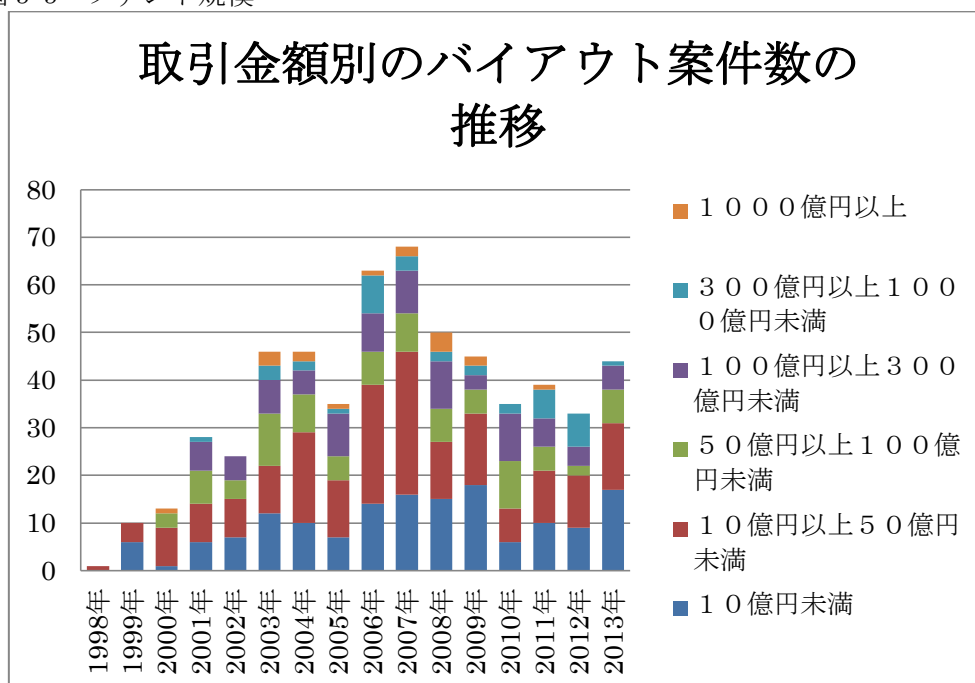
1980年ごろから盛んにバイアウトが行われていた欧米と比較すると、日本でバイアウトは盛んでなかったが、リーマンショック直前までは順調に成長しており、今後さらに伸びていくだろうと期待された。しかし、リーマンショックをきっかけに、案件数・ファンド数は激減、現在に至るまで横ばいの状況が続いている(図3-2)。各案件の規模も少額なものも多く、50億円未満の案件が50~60%を占める(図3-3)。

図3-2



(日本バイアウト研究所のデータをもとに筆者作成)

図 3-3 ファンド規模



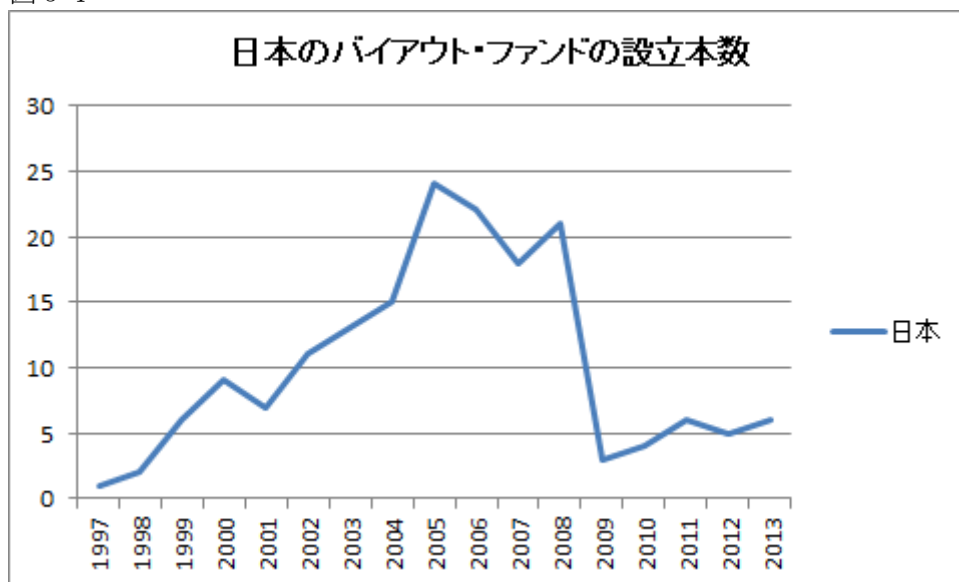
(日本バイアウト研究所のデータをもとに筆者作成)

以下では、バイアウトが日本で受け入れられていなかった1997年まで(1)、安定的に成長していた1997年からリーマンショックまで(2)、リーマンショックから現在に至るまで(3)の3期間に分類して論じる。

① 未発達期

前述の通り、米国では1980年代からバイアウトが興隆していたが、日本では1997年にアドバンテッジ・パートナーズがバイアウトファンドを組成するまで、一件もバイアウトファンドが設立されていなかった(図3-4)。1997年までの日本でバイアウトが受け入れられなかった理由を、以降で考察する。

図 3-4



(日本バイアウト研究所のデータをもとに筆者作成)

(1) 企業買収に対する強い嫌悪感

日本では企業買収というと、短期的な企業価値向上のために非人道的に解雇を行うイメージで「ハゲタカ、リストラ、乗っ取り」といった悪い印象があり、倫理的な嫌悪感を持たれる傾向が強かった。また、戦後の日本では「雇用の確保」が重要視されていたこと、戦後復興を支えた日本的経営への自信も企業買収への嫌悪感につながったと考えられる。企業の目的を「雇用の確保」と捉える経営者は今でも多いため(表)、後述するが現在においても企業買収に伴うマイナスのイメージは根強く、国内におけるバイアウトの活性化を妨げる一因になっている。

表[企業の経営者へのアンケート]

「企業において何を重視しますか。」	
1	売り上げの拡充
2	雇用の確保
3	コスト削減

(大同生命調べ 2012)

(2) メインバンク制の存在

日本には、独自の金融慣例として、企業と銀行との長期的、総合的な取引を通じて形成されたメインバンク制度があり、戦後の復興期、高度成長期において、大きな役割を持った。このように、銀行と企業の密接な関係性、戦後復興を支えたメインバンク制への信頼から、バイアウトファンドが入り込む余地は小さかった、と考えられる。

(3) 経営者の意識

経済産業研究所リレーコラム第4回、胥鵬(2011)において、「バイアウトは1980年代に米国で第一次ブームを迎えた。当時、間接的・直接的に、敵対的買収をめぐる攻防の結果として実施されたバイアウトが多かった」と論じられている。つまり、当時の欧米では敵対的買収でLBOが主流であった。

また、堀江大介(2007)によると、「日本においても、欧米に比べると、株主資本効率という概念は最近のものであり、財務エンジニアリングによるLBOが受け入れられる余地は

相対的に低いと考えられる」と論じられている。つまり、日本では、取引先や従業員などの企業の利害関係者に対する経営の意識が高く、また、当時の日本の経営者の意識における、欧米で主流であった敵対的かつ大規模な LBO を受け入れる余地というものが小さかった、と考えられる。

② 安定的成長期

前述の通り、日本におけるバイアウトファンドは、リーマンショックが起こる直前まで安定的に成長した。それは(上の表)案件数、ファンド設立本数から見ても明らかである。本節では、この期間に日本においてバイアウトが興隆した理由を考察する。

(1) 金融不安

1997 年は金融的に大きな転換期であった。例えば、1997 年に北海道拓殖銀行、1998 年に日本長期信用銀行が破綻するなど、大手金融機関の破綻が相次ぎ、また、バブル崩壊後の不良債権の問題もあり、従来のやり方では立ち行かないという意識が高まった。丸山(2006)は当時の銀行と企業の間を、「それまで支配的であった株式持ち合いが減少し、メインバンクのグループ企業に対する影響力の低下がある。そうした影響力の低下を示すことの 1 つが、経営破綻企業に対するメインバンクの関与が弱まったことに見られる。」と分析しており、1998 年に破綻した日本長期信用銀行を、米国のバイアウトファンドのリップウッドが買収した例がある。つまり、バイアウトファンドは、影響力の弱まったメインバンクの代わりに、破綻企業の処理を行う形で興隆したのである。

(2) 制度的問題

1998 年に「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」が制定され、有限責任の投資事業組合を設立する事が可能となった。それまでは、民法上の組合を作ることではきたが、無限責任であったため、機関投資家からの投資は期待できなかった。その後も 2002 年、2004 年と制度改正が行われ、バイアウトを実行する上での制度的障害が解決されるようになった。

③ リーマンショック後

リーマンショック直前までバイアウトは順調に拡大しており、その後も順調な成長が期待されていた。しかし、リーマンショック後の世界的な金融混乱の中で、多くのバイアウトファンドが清算されることとなった。

ここで、本論文では、「真に投資先の企業価値を向上させる事のできるバイアウトファンド」と「高いレバレッジを掛けて高いリターンを得ることを目的とするバイアウトファンド」を区別して、前者を優良ファンド、後者を非優良ファンド、いわゆる、ハゲタカファンドと定義付けることとする。

加えて、この金融混乱の中で多くの非優良ファンドが淘汰された事に注目したい。許斐(掲載年不明)の中では、この状況を、「LBO ローンは長年の低金利、金余り状態を反映し、本来メザニンファイナンス領域であったものが、シニアローンで融資をしていた為、かなりの金額が焦げ付き始めている。」「この環境の中でもしっかりとした収益をあげることができるバイアウトファンドは、単にレバレッジを掛けた恩恵により、高いリターンを計上しているバイアウトファンドでは無いという証左になるだろう。」と分析している。つまり、世界的な資金不足により、借入資金をもとに投資を行う非優良ファンドの多くは淘汰されたのである。

このことを、証券あるいはポートフォリオの収益率と市場ポートフォリオの収益率との関係を表す直線、つまり、証券特性線で説明する。

ここで

$$r_i = \alpha_i + \beta_i \cdot r_m$$

という式を提示したい。(r_i :ある証券 i の収益率、 r_m :市場ポートフォリオの収益率)

超過リターンを得るための源泉のうち、アルファ値 (α_i) とは、その企業経営 (銘柄) の特性に基づく部分である。また、ベータ値 (β_i) とは、市場全体の変動性 (リスク) に基づく部分であり、ベータ値が一より大きければ、市場ポートフォリオより変動性が大きく、一より小さければ市場ポートフォリオより変動性が小さくなる。

つまり、上記の「単にレバレッジを掛けた恩恵により、高いリターンを計上」していたファンドは、ベータ値の急激な低下に耐えられなかったのに対し、投資先の企業価値向上という市場の動きからは独立した収益を獲得していたファンドは、いわゆる「アルファの追求」によって、リーマンショック後の世界的な金融混乱を乗り切ったと考えられるのである。

第3節 これから

日本経済にとって本質的に影響を持つのは、真に企業価値の向上が出来る優良ファンドである。よって、数の上ではファンドの数、案件数は減っているが、重要なのは見かけの数ではなく、優良ファンドが増えていくことである。しかし、優良ファンドの増加には、人材不足がボトルネックとなっている。次章ではそれぞれについて詳しくみていく。

第4章 人材不足について

国内におけるバイアウトの成長には資金、技術、税制など多くの障壁があるが、最大の問題は人材不足である。しかし、バイアウトファンドにおける人材不足が即座に解決されることは難しい、という現実の中で人材の問題と向き合わなければならない。

そこで、短期的な解決策として、この章の最後に、暫定的なキャリアパスを示すこととする。

第1節 問題概観

日本のバイアウトファンドの人材不足は深刻である。Executive Search Partners Co., Ltd. 一小沢勝信、高田香(2014)では、「日本のバイアウトファームの総従業員数は500人程度」と分析しており、日本のバイアウト業界の人材市場の規模は非常に小規模であることが分かる。

この問題の原因は①そもそも優秀な人材が少ない事、②人材の流動性が低い(転職がしにくい) 事の二点に集約できる。海外に比べてMBA取得者が少ない、ビジネススクールの質が低いなどの問題はあるが、これらの原因は終身雇用制、年功序列制などの日本的雇用慣行に根差している。一つの企業で働き続けるという風土の中で、労働者は企業の外でも通用するようなスキルを身に着けるインセンティブを持たないし、企業側もこれを教育するインセンティブを持たない。人材問題を根本的解決するためには優秀な経営能力を持った人材のストックおよびネットワークが不可欠であるが、日本では欧米のような「プロ経営者市場」が存在せず、専門職としての「経営者」が一般的ではない。

実際、新日本有限責任監査法人(2012)では、「日本のバイアウト市場の発達・成功要件の、投資先候補を含むM&A市場、エクイティ市場、デット市場の発達はある程度進んでいるが、①

日本ではプロ経営者という職業が存在しないこと、②プロ経営者を育成するシステムが欧米諸国に比べて整備されていないことにより、買収先を経営するプロ経営者市場が、発展途上であり、プロ経営者と呼べる人材が不足しているのが現状である」、と論じられている。

このような日本的慣行は今後変化が必要ではあるが、すぐには変容しないだろうし、また、バイアウトファンドにおける人材不足が即座に解決されることは難しい、という現実の中で人材の問題と向き合わなければならない。

以下では、現実にはどのようなキャリアを持った人材が求められているか、どのようなキャリアパスが実際に存在しているか、ということを確認していく。

第2節 個々の業種に求められる人材像

そもそも、バイアウトファンドのチームの人材には、どのようなキャリアパスが求められていて、また、どんなキャリアパスが実際に存在しているのだろうか。

① 商社

商社の提供機能には、一般的に以下の5つのものに分けられる。

- a.) 商取引機能《収益源》
- b.) 投資・経営機能《収益源》
- c.) 情報機能・物流機能・金融機能《一般的に、aの補完機能》
- d.) リスクマネジメント機能《cの補完機能》
- e.) オーガナイズ機能（上記4つを有機的に組み合わせる）

上記5つの中では、ファンドに関わるものとして、投資・経営機能が特に関係すると考えられる。投資の目的としては、キャピタル・ゲインやインカム・ゲインの獲得、投資先企業との商取引の拡大、商社機能・事業の拡充の3つである。

また、投資機能として、商社はバイアウト（企業買収）投資における様々な局面で重要な役割を果たしており、

a.) バイアウトファンドへの関与

商社が設立母体となりバイアウトファンド運用会社を設立する場合や、LP（Limited Partner：有限責任組合員）として出資する場合などがある。

b.) バイアウト案件への共同出資

事業会社としての商社による投資は、金融部門の自己資金によるプリンシパル投資案件の場合もあるが、営業部門（鉄鋼、食料、化学品部門等）の取引関係強化を目的とした政策投資の場合も多い。バイアウト後の事業価値の向上を目指し、オペレーション支援（取引先の紹介・マーケティングチャネルの拡大・海外市場への進出等）をバイアウトファンド共同で実施している。

c.) バイアウトファンドへの案件の供給

「事業の選択と集中」を目的とし、子会社や事業部門をバイアウト。ファンドに売却する場合がこのパターンにあてはまる。

d.) バイアウトファンドの投資先企業の買収

具体的には、ファンドが投資の回収を行うエグジット取引（exit deal）において、バイアウトファンドの投資先企業を買収する場合である。

以上4つの局面に分けられるとされる。

日本のバイアウト市場の創世期より先駆者としての役割を果たした丸紅や、三菱商事、三井物産、住友商事など、様々な商社が、バイアウトファンドの立ち上げやバイアウト企業の経営改善において、重要な役割を果たしているのだ。

ただし、ジョブローテーションによって、ジェネラリストとしての人材を成長させるような環境であるために、転職市場での価値があまり高くないこともあるという懸念点があることには注意しておきたい。

②コンサルティングファーム

民間企業や公共機関などのクライアントに対して、専門知識に基づく情報収集・現状分析・解決策提案をおこなうことでクライアントの問題解決を支援する業務である。

明確な所属部署がなく、一般的な組織形態は一般企業とは異なる。勿論、人事・総務といった機能を担うバックオフィスは存在して、大手であれば、コンサルタンの所属部署存在している。

実際のプロジェクトでは、部署を横断してチームを編成することがほとんどであり、プロジェクトを受注すると、その段階で社内から適切な人材を集めて、その都度プロジェクトチームを編成するのである。

近年のコンサルティング会社は、自動車・製薬・金融といった形で、セクター別に組織を構成しているコンサルティング会社が多く、あるいは、マーケティング・組織戦略・M&A といった形の機能別にプラクティスグループ(研究会のようなもの)を作って、各分野の知識を深めようとしている。このプラクティスグループの存在が、一般企業にはないコンサルティング会社の特徴として挙げられる。

かつては、コンサルティングファームは各社の強みに対応して概ね住み分けられていたが、相互に進出し合い、現状では各コンサルティングファームを厳密に分類することはあまり意味がなくなっているが、コンサルティング領域と、クライアントの規模で、大まかに分けることは可能である。

I. 戦略系

様々な業界の大企業を対象に、主に戦略立案、M&A、業務改善、組織改革などを支援している。ワールドワイドな拠点を持つ、外資系コンサルティングファームに多い。

II. 業務・IT系

業務改善、IT戦略、ERP導入、SI、BPOなど、業務・ITに関わる経営課題の解決を幅広く手掛ける。

III. シンクタンク

政府や企業などから委託された特定課題を検討し、専門的な立場から政策や企業戦略のあり方を提案している。大手シンクタンクは、経営コンサルティング部門(戦略、業務、組織人事)、ITコンサルティング部門、官公庁向けリサーチ部門(政策に関する調査、提言)、エコノミスト部門を併せ持ち、多岐に渡る業務分野をカバーしている。また、メガバンクや大手証券会社などを親会社に持ち、大手企業グループのネットワークを活かした強い営業チャネルを有する。

IV. FAS⁷系(財務系)

財務会計・税務アドバイザーをはじめ、M&A、企業再生、係争分析、不動産投資のスキーム作成、売買譲渡手続き支援など財務まわりのコンサルティングサービスを幅広く展開している。また、戦略系ファームがあまり手掛けないバランスシートの改善ノウハウを豊富にもつという強みもある。

⁷ Financial Advisory Service の略。つまり、財務アドバイザーのことを表す。

V. 組織人事系

企業や公的組織を対象に人事戦略や制度設計の支援し、最近では、組織風土改革や人材開発、タレントマネジメントなどのコンサルティングもおこなっている。

VI. マーケティング・ブランド系

マーケティング戦略やブランド戦略の立案から実行支援までをトータルで支援している。

以前は、「レポートを書いてばかりいて、コンサルタントの経験は実践では活きなかった」という場合もあったが、最近では、クライアント企業も実践的で即効性のある支援を求めてきており、多くのコンサルティングファームが戦略立案だけでなく、実行支援まで踏み込んで行っていることから、クライアント企業の経営者（暫定 COO など）として改革をリードするなど、問題解決を数多く経験することができるようである。

- ・戦略系コンサルタント
- ・再生コンサルティング経験者
- ・M&A 経験のある FAS 系コンサルタント

が、転職サイト（「Movin Strategic Career ファンド・M&A・金融転職」）において、人材のバックグラウンドとして、引き続きピンポイントであり、ケースの大半であると述べられているように、ファンドに転職してきた者は、コンサルタントの中でも限られたコンサルタント領域に関わる者のみであったと考察される。また、何故再生コンサルティングという分野がわざわざ明記されているのかということ、失われた 10 年を経て、不良債権処理に追われていた日本だからこそその分野であり、特徴であると考えられる。

③銀行（商業銀行・投資銀行）④証券会社

まず、銀行といっても様々ではあるが、大まかな区分けとして、投資銀行と商業銀行に分かれている。ファンドの人材としては、セールスやミドルオフィス、バックオフィスなどの部門よりも、投資銀行的な部門からの人材に対する需要が存在する。その意味で、銀行または証券会社の投資銀行部門として、一括りで説明する。

投資銀行部門は、一般的にカバレッジチーム（営業）とプロダクトチーム（商品）に分けられる。後者は、M&A、ECM（Equity Capital Market, 株式市場部門）、DCM（Debt Capital Market, 債券市場部門）、証券化（Securitization）チームなどにさらに分けられ、会社によっては、DCM、ECM のチームは資本市場部門として、別の部門を構成している場合もある。

ファンドにおいては、エグジットなどにおける M&A などにおいて、重要な構成員となるのである。

⑤会計事務所

会計士は、会計デューデリジェンス（取引が適正に記録報告されているかどうかの精査）の過程において必須である。ただ、一口に会計士といっても、コンサルタント的な部分を担当することも多い。

⑥弁護士事務所

会計士と同じように、弁護士は、法務デューデリジェンス（そもそもの取引が成立しているかを確認すること）の過程において必須である。

例えば、法的整理や業績不振会社を対象とする企業再生投資では、債権者と会社、債権者間、既存株主と債権者や新規株主の権利関係が複雑であり、それを解きほぐすため、法的整理手続きを経なければならないことも多い。

しかし、むしろ権利関係が錯綜し誰も手を出さない事業にこそ価値ある資産が埋もれて

いることがあるので、企業再生投資においては、特に重視しなければならない。また、ハイテクベンチャーであれば技術特許、許認可関係が重要になる事業であれば許認可の取得状況など、事業の性格に応じた固有の法務リスクに対処しなければならない。

⑦事業会社

事業会社を経ることで、業界内で働いた経験があれば知っていて当然の法的知識や発生しがちなトラブル、それらを未然に防ぐ方法など、その業界の知識やスキル、ネットワークなど、ある特定の事業の推進に必要なものを得ることができる。

実際、戦略コンサルタントの経験のみでカバーできる範囲が想定より少なかったということも起こりえるため、事業会社での経験が経営に携わる人材には必要である、と考えられる。

ただし、本邦系企業の若手営業という地位から、いきなり大手企業の経営企画部門に入るなどということは難しく、コンサルティングファームを経ることで、戦略立案やマーケティングなどの業務経験を経る等のキャリア設計によって、これを回避する必要があるということを付け加えておきたい。

以上のように、人材供給をおこなってきた主な業界について述べてきた。

ただし、ファンドでの転職後の業務に生かされるのは、ほとんどの場合、ファンド以前の経験のうちのほんの一部であることを述べておきたい。

世界最大のPE投資会社であるカーライル・グループ元会長であり、IBMを再興させた伝説的な経営者であるルイス・ガースナーは、カーライル・グループのプロフェッショナルの能力について、「第一に、金融機関はディールを実行に持っていくまではプロだが、ファンドは株主としてディールの後三～五年の期間を通じて企業価値を高めていくところまで関わる必要がある。第二に、コンサルティングファームのプロは、企業価値を高めるためのアドバイスをする能力は卓越しているが、ファンドのように企業価値が本当に高まるよう企業に行動させる能力までは獲得し切れていない。よって、金融機関、または、コンサルティングファームから来た人材は、カーライル・グループに参加した時点では、能力的に足りない部分がある。重要な資質は、与えられている経営環境の最高の側面を理解しそれを使い切る能力、つまり、経営陣・ファームなど、そこに存在する様々な人々の力を理解し、それを利用できる能力である。」ということ語っている。

つまり、ファンド転職前のキャリアパスにおいて専門性を磨くことだけでなく、ファンド転職後にさらなる経験を積むことがファンドにおける人材には必要になってくるのである。

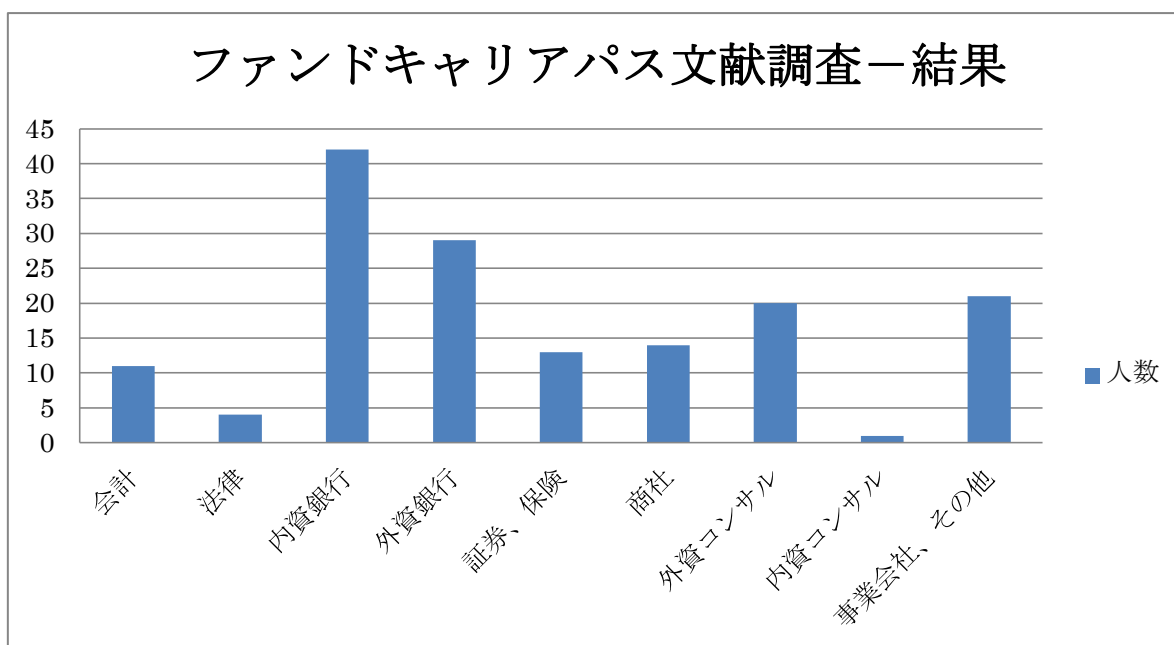
第3節 ファンドの人材構成の問題点と分析

現状の人材構成を探るため、我々は文献調査（WEB調査）として、転職サイトの一つである「Movin Strategic Career ファンド・M&A・金融転職」に掲載されているバイアウトファンド42社（カーライル・グループ、サーベラス・グループ、コールバーグ・クラビス・ロバーツに代表される外資系オルタナティブ投資会社や、丸の内キャピタル、東京海上キャピタルに代表される本邦系ファンドに至るまで、様々なファンド）を、主要プレイヤーと捉え、個々のファンドのWebページ上のファンドの構成員の内、日本人に絞ってキャリアパスを調べた。外資系などが多く含まれているため、日本人の抽出数は外国人に比べ少なくなってしまうが、計155人の日本人構成員のキャリアパスを抽出することができた。

さらに、その中でも、最初に所属した業界が、その後の転職行動に大きく影響を与えていると考え、それを業界別に分類した。正確に最初かどうかわからない場合は、掲載され

ているキャリアパスの時系列的に最初の業界を便宜的に集計した。

「実際のところ、転職によりキャリアパスを形成する場合、キャリアが一つということは考えづらく、短い期間で就業先を変えていくことが普通なため、その点が考慮できないこと」、「ファンドによっては情報の公開が乏しく、ほぼ抽出することができなかったファンドがあったこと」、「証券会社の投資銀行部門は、実質銀行であるとしてカウントしてあること」も、ここに明記しておきたい。ただ、全体を概観する上では支障はないだろうと考えられる。そのことを踏まえた上でデータを理解してほしい。以下がその結果である。



(パイアウトファンド・日本人構成員 155 名の主な経歴、キャリアのスタート。うち MBA 取得者 48 名。筆者作成、2014 年 10 月。)

このグラフからわかることは、以下の 2 点である。

①金融出身者（上記の内資銀行、外資銀行、証券、保険の項目。全体の約 54% を占める部分）の割合が大きい

金融出身者の割合が大きい理由は、日本でも金融出身者中心のリクルートに問題があることは認識されているものの、まだ日本の PE 人材市場が未成熟で、十分な人材の層がないため、代替策として、金融出身者を中心にスタッフィングしているからである。

実際、欧米系の某大手 PE ファンドの日本担当パートナーは、かつて、「ファンドが企業を買う手続は M&A そのものだから、M&A 経験者を雇えば PE 投資ができると考えてしまった…大きな勘違いだった。なぜならば、買収した後のバリューアップこそが PE 投資の成否を決するからだ。…」と、金融出身者、特に M&A 出身者について語っている。

また、欧米のメガ・ファンドでも最上層の役員クラスには、相当数の M&A や LBO 出身者が存在するが、それとは別に、製造業などの産業界の出身者で、人脈をもっており、経営、企画、M&A などの経験を積んできた人材がアドバイザーなどとして多数存在し、いわゆるインダストリアル・パートナー（ソーシング、ディール・メイク、デューデリジェンスなどをおこなう実動部隊）に相当する多数の人材が内製化された形にはなっていて、ファンドによっては、常勤として 10 人も 20 人も常勤として確保していることがある。

一方で、日本の PE ファンドのインダストリアル・パートナーや顧問は少数である。なぜなら、ある程度の規模がなければ、相当数を維持する費用を賄うことができないからで

ある。

②MBA 取得者が少ない

MBA の取得にかなり費用がかさむ上、プロ経営者市場が未発達であるなど、取得におけるインセンティブが日本ではまだ少ないことが原因と考えられる。

また、本章第 1 節に論じられていることに加えて、海外の有名 MBA を取得することに関しては、

- ・ 高度な英語力は勿論、GMAT (Graduate Management Admission Test : MBA 応募時に受験する分析的な能力、言語能力、数学的能力等を測るための試験) をはじめとする筆記試験やエッセイ作成など合格するまでの準備が大変である

- ・ 留学費用や留学期間 2 年間の生活費などの費用 (約 2000 万円) + 滞在期間中に働くことができない機会損失 (約 1000 万円) = 約 3000 万はかかると言われている

というように、選択肢として困難な要因があることを付け加えておきたい。

第 4 節 今後求められる人材像

この章の前半でも述べたように、金融出身者が大半な現状を考慮すると、これから求められる人材とは、経営能力に特に秀でた人材である。

理由は、ファンドを志す金融業出身者が過多である現状を踏まえたからである。

例えば、第 4 章の冒頭部分で挙げた Executive Search Partners Co., Ltd. 一小沢勝信、高田香 (2014) では、以下のようにバイアウトファンドでの人材環境の厳しさが報告されている。

①人材吸収力の小ささ

日本のバイアウトファームの総従業員数は、500 人程度。そのコミットメントは最大でも、1000 億程度と、バイアウトファーム全体でも数兆円に過ぎず、米国における状況とは比べ物にならない

②人材の流動性の小ささ

バイアウトは長期投資であるから、人事のヒエラルキーは硬直的で、人材の流動性は小さい。よって、中堅プロが他のファームに転職しようとしても空きがなく、採用対象は投資銀行からではなく、戦略系コンサルティングの若手のようである。

③人材のミスマッチ

バイアウトのミッションは、投資先のビジネスモデルの再構築や戦略の提案・執行であるから、M&A やファイナンスを業務とする投資銀行とは異なる。よって、投資銀行の多くの若手がバイアウトファンドへの転職を希望するが、必ずしも受け入れられないのである。

しかし、転職サイト (「Movin Strategic Career ファンド・M&A・金融転職」) においては、PE ファンド転職市場の活発化への好材料と、現状が以下のように報告されている。

①ファンドの最新動向の確認

2009 年～2011 年にかけては、日本から撤退した外資系 PE ファンド、次号ファンド設立の目処が立たず、ビジネスをクローズせざるを得なかった PE ファンドも散見されたが、2013 年以降は、新たにファンドが設立されるなど、潮目が変わってきていて、2013 年、2014 年と PE ファンドの動きがいつそう活発化している。

②近年のファンドの採用意欲の高まり

一時期に比べて、多くのファンドで 20 代の若手を中心とした募集が増えている。全

体的な傾向としては、大半がアソシエイトクラスの募集となっており、ミドル以上のニーズは限定的となっている。勿論、各社とも限定採用であり、限られた1~2名の枠に対して、多数の応募者が応募している現状である。

③求められる人材（4章のコンサルティングファームの内容に関連）

少し前までは、外資系投資銀行出身者をはじめとする投資銀行部門やM&A系人材を求めるファンドが非常に多かったが、近年では戦略系コンサルティングファーム経験者のみを求めるファンドも出ており、また外資系投資銀行出身者ばかり採用していた外資系PEファンドでも戦略系コンサルティングファーム出身者を採用したいというオーダーが出ており、戦略コンサルティングファーム出身者の間口は広がっている。

具体的には、ケースの大半として、

- a.) PEファンド業務経験者
- b.) 外資系投資銀行・FAS系コンサルティングファーム・日系投資銀行でのM&A経験者
- c.) 戦略コンサルティングファーム・再生コンサルティングファームでのコンサルティング経験者

のいずれかの人材バックグラウンドが引き続きピンポイントになっていることが述べられている。

第5節 ファンドの実際とインセンティブ

以上、人材の供給源について詳しく述べてきたが、この説では、人材の配分について考えていきたい。

本論分では、特に二つに配分先を分けて考えたい。

- ①ファンドの構成員
 - ②投資先の経営者
- である。

①に関しては、上の役職からあげると、取締役、ディレクター (Director)、ヴァイスプレジデント (VP)、アソシエイト (Associate)、などが存在⁸し、また、マネージングディレクターやシニアアソシエイトなど、投資会社の規模により、個々の役職がさらに細かく分かれていることもある。

②に関しては、ファンドから経営者としての人材を送ることはあるが、基本的には外部から招聘した経営者を念頭に置くこととする。外部招聘に関しては、第5章に譲ることとする。

また、ファンドの構成員になるインセンティブを考える上で重要なことは、やはり賃金であろう。

ベースの年収や通常のボーナスを合わせた年収は高いとは言え、実際は戦略系コンサルティングファーム+ α 程度である。だが、高額なキャリアボーナス⁹の存在を忘れてはならない。買収している企業の時価総額は巨額であり、バリューアップした際の収益やファンドが受け取る成功報酬も巨額になる。当然、担当者が受け取る金額も桁外れに大きく、パートナーであれば、数億円~10億円単位ということもあるといわれている。

以上のような賃金インセンティブが存在するだけでなく、社会に大きなインパクトを与えられるという立場につくことができるというキャリアインセンティブも存在するなど、①におけるインセンティブは十分でそろっていることがわかる。また、②に関しても、同じようなインセンティブが働いていることは想像に難くないだろう。

よって、本論文では、インセンティブ設計に関しては触れずに、①②になるための、現

⁸ この区分け自体、あまり厳密に捉える必要はない。

⁹ ファンドが投資先企業を売却した際、あるいは運用が終わった時点で得られる収益から担当者へ分配される成功報酬のこと。

時点で提案でき、かつ、これから求められていくキャリアパスを次の節で述べるに留めておき、②に関しての提案は、第5章に述べることとする。

第6節 まとめ

以上のことから、本論文で提案する、バイアウトファンドの構成員、および投資先企業の経営者になるための、これから需要が増えていくと考えられるキャリアパスとは、

『海外 MBA 取得は任意として、

①戦略コンサルティングファームまたは、その他コンサルティングファームの戦略部門に所属するキャリア

または

②商社の、特に、投資・経営機能に携わるキャリア

を経験後、さらに、

③業界別の知識・スキル・ネットワークを身につけるために、事業会社に所属するキャリア

を経験するキャリアパス』

である。（第4章第2節の①②⑦の業界にあたるキャリア）

第5章 結論

第3章4節では、今後日本経済の振興に寄与するファンドは単に利益追求を目的としたファンドではなく、真に企業価値を高めることを主眼としているファンドであり、そのようなファンドが増えていくためには人材不足がボトルネックであることを確認した。

第4章第1節では人材不足の原因を日本に「プロ経営者市場」が無い為であること、日本の雇用慣行の中では、専門職としての「プロ経営者」が一般化し、そのような人材が「市場」を介して需要者と結びつくようなシステムの構築は困難であることを確認した。以下、本論文における提案を、短期的提案（短期的に効果のある提案）、と長期的提案（達成されるのに長い時間を要する提案）に分けて、節ごとに論じて、本論文の結論とする。

第1節 短期的提案

バイアウトファンドにおける人材不足が即座に解決されることは難しいと考えたことから、短期的な解決策として、暫定的なキャリアパスを示すことし、同章第5節、第6節において、ファンドの構成員、投資先企業の経営者へのキャリアパスとして

『海外 MBA 取得は任意として、

①戦略コンサルティングファームまたは、その他コンサルティングファームの戦略部門に所属するキャリア

または

②商社の、特に、投資・経営機能に携わるキャリア

を経験後、さらに、

③業界別の知識・スキル・ネットワークを身につけるために、事業会社に所属するキャリア

を経験するキャリアパス』

を挙げた。

以下では、第5章第5節で述べたように、投資先企業の経営者人材に関して、現在提案

できる長期的な解決策を提案する。

第2節 長期的提案

ファンド内に優秀な経営者を獲得するのは現実的に難しいので、ファンドは個別案件毎に外部から経営者を招聘することを基本とする。

以下の図より、2010年に行われた案件のうち、再生案件の71%が外部招聘の経営者であり、非再生案件ではわずか17%であることからファンド外からいかに優秀な経営者を獲得するかが重要であることが分かる。

形態	非再生案件		再生案件	
	件数	%	件数	%
留任 or 内部昇格	350	83.5	34	28.1
外部招聘	60	16.5	87	71.9
合計	419	100	121	100

(日本バイアウト研究所のデータより筆者作成)

バイアウトファンド側の基準にのっとり、要件を満たす経営者をストックし、管理し、個別案件毎にあてがう。この時の基準は「特許戦略、技術開発戦略、マーケティングブランディング、市場調査、企画、法務、税務、経理、・・・」といった、経営に関する一般的な能力を測るものとする。

現在は、人脈を利用することで上記のことをおこなっているが、これからはファンド毎に形成した経営者のストックを統一的に管理するようなプラットフォームを形成することで、少なくとも国内に存在するプロ経営者を効率的に利用する事ができると考える。実際、人材派遣会社であるキャリア・インキュベーションは「プロ経営者市場」の形成を主眼に置いたアウトソーシング、コンサルティングを行っている。

今後は、「プロ経営者市場」が形成されるのを待つのではなく、バイアウトファンドが主体となってプロ経営者の発掘、派遣を行い、市場の形成者にならなくてはならないのだ。このようなプラットフォームが一般化し、社会的に認知されることで、「企業と企業を渡り歩く経営者」が専門職として出現し、ゆくゆくは「プロ経営者市場」を形成していくはずだ。

【参考文献】

- ・今田栄司著『図解でわかる投資ファンド』日本実業出版、2006年
- ・岡林秀明『投資ファンドの基本と仕組みがよ〜くわかる本』秀和システム、2011年
- ・神川貴実彦編著『コンサルティングの基本』日本実業出版、2008年
- ・岸本義之・松田千恵子著『コーポレートファイナンスがよ〜くわかる本』秀和システム、2007年
- ・笹山幸嗣・松村祐土・三上二郎『MBO 経営陣による上場企業の非公開化』日本経済新聞社、2011年
- ・杉浦慶一・越純一郎『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
- ・鈴木貴博著『カーライル―世界最大級プライベートエクイティ投資会社の日本戦略』ダイヤモンド社、2008年
- ・デービッド・G・ルーエンバーガー著『金融工学入門 Investment Science』今野浩・鈴木賢一・枇々木規雄訳、日本経済新聞出版社、2002年
- ・日本投資顧問協会・投資信託協会編『アセットマネジメントの世界』、宇野淳監修、東洋経済、2010年
- ・日本バイアウト研究所編『事業再生とバイアウト』中央経済社、2011年
- ・日本バイアウト研究所編『事業再編とバイアウト』中央経済社、2011年
- ・日本バイアウト研究所編『事業継承とバイアウト』中央経済社、2011年
- ・日本バイアウト研究所編『機関投資家のためのプライベート・エクイティ』きんざい（金融財政事情研究会）、2013年
- ・松木伸男・大橋和彦・本多俊毅著『―MBA コーポレートファイナンス―バイアウトファンド、ファンドによる企業価値向上の手法』中央経済社、2004年
- ・丸紅経済研究所著『最新総合商社の動向とカラクリがよ〜くわかる本』秀和システム、2010年
- ・光定洋介・白木信一郎編著『投資ファンドのすべて』きんざい（金融財政事情研究会）、2006年
- ・森生明著『日経 BP 実戦 MBA② MBA バリュエーション』日経 BP 社、2001年
- ・リックリッカーセン・ロバートガンサー著『バイアウト―経営陣による企業買収ガイドブック、BUYOUT：The Insider's Guide to Buying Your Own Company』サイエントジヤパン株式会社、2002年
- ・渡辺秀和著『ビジネスエリートへのキャリア戦略』ダイヤモンド社、2014年

参考 URL¹⁰

- ・Executive Search Partners Co., Ltd. - 小沢勝信、高田香『半年毎レポート～金融市場の最近の人材状況について～、2014年8月第20号』、2014年
<<http://www.espartners.co.jp/report/report20.html>>
- ・経済産業研究所リレーコラム第4回、胥鵬「日本の企業統治をめぐる、『ファンド、バイアウトとコーポレートガバナンス』」、2011年
<<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns/04.html>>
- ・経済産業省『我が国経済の活性化を担うファンドの有効活用に向けた事業環境整備に向けた基礎調査』2011年
<http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/sangyokinyu/fund_report_23.pdf>

¹⁰以下 2014年11月28日閲覧。

- ・許斐義信『若き MBA が語る－バイアウト主体 M&A の凋落』、掲載年不明
<http://www.konomi-lab.com/society/?page_id=151>
- ・財団法人年金シニアプラン総合研究機構『プライベート・エクイティ投資に関する調査研究』、2012年 <www.nensoken.or.jp/pastresearch/pdf/h23/H_23_03.pdf>
- ・新日本有限責任監査法人発行『情報センサー、2012年4月、vol.70－日本のバイアウト・ファンドの役割と課題』、2012年
<<http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/info-sensor/pdf/info-sensor-2012-04-06.pdf>>
- ・杉崎幹雄「資産運用におけるベータとアルファ」三菱UFJ信託銀行、2007年
<http://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/c200706_2.pdf>
- ・杉浦慶一『日本のバイアウト市場における商社の役割－日本貿易会月報、2006年10月号 No.641, 日本貿易会, pp.15-18』、2006年
<http://www.jftc.or.jp/shoshaeye/contribute/contrib2006_10b.pdf>
- ・Steven J Davis, John C. Haltiwanger, Ron S. Jarmin, Josh Lerner, Javier Miranda, “Private Equity and Employment”, 2011
<<http://www.nber.org/papers/w17399.pdf>>
- ・Steven N. Kaplan, Per Stromberg, “Leveraged Buyouts and Private Equity, Working Paper 14207, The National Bureau of Economic Research”, 2008
<<http://www.nber.org/papers/w14207.pdf>>
- ・Jerry Cao, Josh Lerner, “The Performance of Reverse Leveraged Buyouts”, 2006
<<http://www.people.hbs.edu/jlerner/rlboperformance.pdf>>
- ・関根俊『日本のバイアウトファンドの役割と課題』2012年
<<http://www.shinnihon.or.jp/shinnihon-library/publications/issue/info-sensor/pdf/info-sensor-2012-04-06.pdf>>
- ・日本バイアウト研究所『日本バイアウト市場の推移－2013年12月末現在－』、2014年
<www.jbo-research.com/common/pdf/20130211.pdf>
- ・堀江大介(野村総研レポート)『欧米と異なるアジアのバイアウト市場』、2007年
<<http://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2007/pdf/cs20071111.pdf>>
- ・マネックス・オルタナティブ・インベストメンツ株式会社「プライベート・エクイティ・ファンドの概要」、2007年 <www.monex.co.jp/pdf/new/ph2007_mai.pdf>
- ・丸山宏『バイアウトファンド主導の会社更生が更生債権弁済率に与えた影響の計測』、2006年 <<http://www.rieti.go.jp/jp/publications/dp/06j039.pdf>>
- ・安岡彰『転機を迎えるプライベートエクイティ－その実体と社会経済面での功罪』、2007年 <<http://www.nri.com/jp/opinion/chitekishisan/2007/pdf/cs20070802.pdf>>
- ・iFinance－専門家の金融ナビゲーション <<http://www.ifinance.ne.jp/>>
- ・エグゼクティブ・サーチ・パートナーズ <<http://www.espartners.co.jp/>>
- ・FRB <www.boj.or.jp/en/statistics/sj/index.htm>
- ・株式会社コトラ <www.kotora.jp>
- ・金融転職サービスのムービン <<http://www.movin.co.jp/finance/index.html>>
- ・日本銀行 <www.stat-search.boj.or.jp/index.html>
- ・日本プライベート・エクイティ協会 <www.japanpea.jp/faq>
- ・りそな銀行・年金用語集
<<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/yougo/index.html>>