平成 16 年 9 月 7 日

バイアウト市場の現場から

ＭＫＳパートナーズ／ＭＫＳコンサルティング
代表取締役社長　松木　伸男

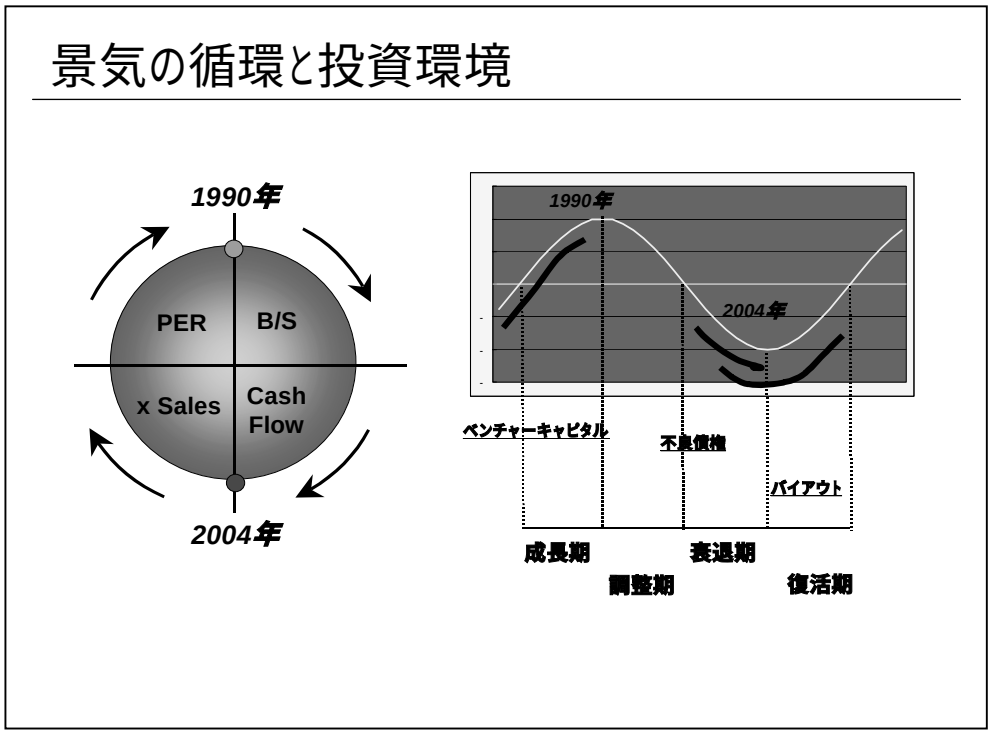
1.　はじめに

本稿では、プライベートエクティのファンドを運用している立場から、これまでに行ってきたことの中から、幾つかポイントを挙げて考察してみたいと思います。

2.　景気の循環と投資環境

日本は 1990 年にバブルのピークを迎えて、現在 2004 年、その景気のボトムに来ているのではないかと思われます。まず、ファンドがパフォーマンスを上げやすい時期というのは、この景気循環と比べてみると一体どういうことなのかを説明致します。（資料①、向かって右側の曲線グラフ）

資料①



ベンチャーキャピタルというファンドは、景気の成長局面で非常に効率よく運用されます。当然これは、投資した金額と出ていくときの金額が利益ですから、出ていくときの市場の環境が良いというのが、ファンドにとっては非常にやりやすい環境になります。

また、下降局面、あるいは調整局面に入った場合には、ほとんどのファンドは余りうまく運用できません。この局面では、価格にかなり高めの期待値がまだ残っていますので、投資をしたいと思ってもなかなかうまく折り合いがつきません。

景気がボトムに近くになると、いわゆるディストレストデット、不良債権ファンドというのが効率よく働きます。その後、不良債権がある程度片がつくと、今度は事業自体の片をつける、プライベートエクイティ、あるいはバイアウトファンドというのがうまく機能し始めるようになります。

一方、資料①、向かって左側の、景気の循環を円形に書いたものはエコノミストの人たちと議論してまとめたものです。景気の成長局面では、企業の価値というのはいわゆるＰＥＲ、利益の倍率で測られます。ピークを迎えた後、調整局面に入ると、今度はバランスシート、つまり純資産額で会社の価値を測ります。さらに景気の停滞が進むと、どれだけ資産を持っていても余り意味がなくなってきますので、キャッシュフローの倍率で会社を見ます。ボトムを打ち、上昇局面に入りバラ色の先行きが見え始めると、今度は会社の価値を売上の倍率で見てしまいます。この景気循環と企業価値の関連は、過去の例を見ても説得力があります。今後、また売上倍率で事業価値を測るような時期が来るのではないかなと思われます。

先般のインターネットのブームの時には、売上倍率でも説明がつかないため、クリック当たり幾らで企業価値を測ろうと提唱するアナリストがおり、それを信じたために市場バブルに陥ったというのが実態だと思います。

3.　ファンドの種類と違い

次に、資料②では、ベンチャーキャピタルファンド、バイアウトファンド、不良債権ファンド、それぞれの特徴を比較しています。実はこの三つのファンドというのは、ほとんど同じような機関投資家が投資をしています。世界の有数の機関投資家の人たちは、各市場の循環を見て、どのタイプのファンドが良いパフォーマンスをあげやすい時期かを検討し、自分たちの資産をアロケーションしています。私も、この事業を 20 年やっていてやっとわかったのですが、この景気循環とファンドのパフォーマンスの関連がわかっていれば、もう少し効率よく投資が出来たかもしれないと思っています。

資料②

比較表の中に「リターンの源泉」というのがありますが、ベンチャーキャピタルファンドというのは、当然の話として利益の拡大というのが源泉となります。また、バイアウトファンドというのはレバレッジ効果をうまく使います。不良債権ファンドというのは、アービトラージ、つまり買ったときの値段と売るときの値段の差が利益の源泉となります。

この違いは、やはりやっている人たちの性格にも出来るように思います。よく「ハゲタカファンド」と言われるのは、この不良債権ファンドの方たちが多いようです。不良債権ファンドの仕事とは、不良債権をできるだけ安く買いたたいて、すぐに債務者のところに行って、出来るだけたくさん回収することです。例えば 100 億円の不良債権を 10 億円で買って、債権者に対しては「85 億円カットしてあげる」、あるいは、「15 億円払ってくれれば 85 億円を勘弁してあげるよ」と交渉をするわけです。したがって、それが成功すると 10 億円が 15 億円になり、5 億円の利益がでます。

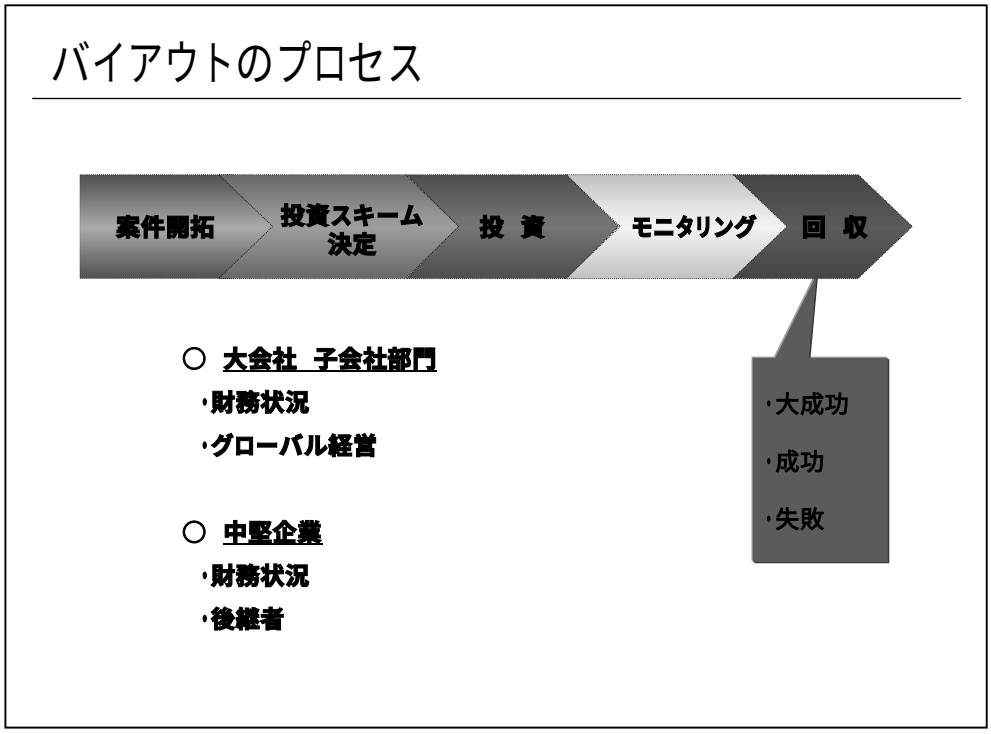
こういう人たちにとってみれば、事業が何かとか、だれがやっているかというのは余り興味のない話で、見方も非常にアグレッシブですし、余り人間味を感じないようなタイプの方が多いのですが、そういう人たちが「ハゲタカ」と言われる人たちです。

こうした仕事をされている方達は、余りお友だちになりたくないようなタイプの方が多いのですが、実は不良債権を片づけるという意味では非常に大きな役割を果たします。

4. バイアウトのプロセス

バイアウトのプロセスには、通常は案件の開拓、投資のスキーム決定、投資、モニタリング、回収というプロセスがあります

資料③



○案件の開拓～投資スキームの決定

現在案件の対象となっていますのは、大きく分けて 4 つのケースがあります。

1）大会社の場合　ケース 1

グループとして財務状況が非常におかしくなっていて、資産を売却して借入金を返済しなければいけないケースです。こういうタイプの場合は、コアビジネス、あるいはノンコアビジネスに限らず、売却を進めなければなりません。

2）大会社の場合　ケース 2

たとえグループの財務内容がよかったとしても、最近のグローバルな競合状況に勝ち残るためには、コアビジネスに資源を集中する必要が出てくるケースです。過去に多角化とか言っていろいろなものに手を出された方たちも、ノンコアビジネスを切り離し、出来るだけ経営資源をコアビジネスに集中しようとします。こうしたケースでは、ノンコアの部分を引き受けるのが私たちの仕事となります。

私どもが検討するケースは、大企業だけでなく、もちろん中堅企業も対象になります。

3）中堅企業　ケース 1

特に戦後設立されて大成功、あるいはそれに近い形になった会社でよくあるケースです。本業は堅調に推移しているのに、他の事業に手を出して失敗し、財務状況が非常に悪くなったというケースです。私どもで言うと、ベンカン(現ベネックス)、福助がそのケースに該当します。

4）中堅企業　ケース 2

中堅企業の中には、戦後設立された会社で、成功はしたが、後継者がいなくて、どうしたらいいかわからないというような後継者不足に悩むケースです。

産業再生という意味からすると、大会社および中堅企業の財務的に問題のある企業がその対象になりますが、私どもの事業としては、前述の様なグローバル経営を指向する大企業と後継者難の中堅企業が対象となります。

○投資～モニタリング

経験的に言うと、私どもの案件開拓から投資に至るまでというのは、大体 3 カ月から半年ぐらいですが、実はその後のモニタリングのプロセスというのが大体 3 年ぐらいあります。3 年から 5 年と言った方がいいかもしれません。そうすると、いかに上手にこの投資のプロセスをやったとしても、モニタリングのところで間違えると、結果的にはくたびれ儲けということになってしまいます。

現在、このバイアウトのマーケットというのは大半の人たちが、私どもも含めて素人です。私どもも、バイアウトを始めてまだ５年です。アメリカはもう 40 年から 50 年の歴史があります。そこに比べると、私ども自身もまだまだラーニングすることがたくさんありますし、大半の方が、インベストメントバンクだとかＭ＆Ａのコンサルタントだとかそういう類いのところから来ていますから、ほとんどの方がこの投資をするところまでのプロセスは何らかの格好で近いことをやったことはあるのですが、残念ながらこのモニタリングのプロセスをほとんどやっておりません。今、ラーニングカーブが上がっている最中であります。今我々は、このプライベートエクイティのプロなどど言う人がいると、ちょっと疑わしいと思ってしまいます。今みんなで勉強をしているというのが実態だと思います。

○回収

回収は投資の対象になった事業が失敗するか成功するか、大成功するかによって、結果は自ずと変わってきます。失敗した場合には、うまく行っていないわけですから、これは大企業はじめ、どなたかにお願いして、我々は損をしてでも事業の継続をお願いすることになります。

ある程度成功した場合でも、このまま行くと事業としては厳しいと判断される場合には、ある大きなグループに入っていくこともありますし、それから、公開という手段をとるケースもあります。

私どもが多分唯一だと思いますが、大成功をしたケースの中に大変おもしろいケースがありまして、会社の中にたまったキャッシュを使って、私どもの持ち分を買ってしまう。

例えば、最初のときに 15%の持ち分を持って経営陣、従業員がスタートして、我々が 85%持っていたとします。そのうちの 50%を例えば会社が買い取ったとすると、経営陣の持ち分は上がるというのは明かですが、そういうケースが最近出てきておりまして、私どものケースで 2 件ありました。いずれも、3 年経った段階で、余りにも業績が良いので、半分以上の株式を経営陣、従業員が保有しております。

5. バイアウト市場の見通し＜マクロ的視点から＞

○バイアウトは企業再生の有効手段

マクロ的観点から見ると、バイアウトというのは企業再生の意味で非常に有効な手段だと私どもは信じておりますし、実際にこれまでやった 10 件では、それを確信することができました。

対象案件はたくさんありますが、現在は、まだバイアウト市場自体が黎明期にありますので、いろいろなプレイヤーが入ってきております。非常にアグレッシブな人もいれば、地道にやっている人たちもおります。多分これからも混乱はあると思いますが、何とかきちんとした市場をつくり上げることが大変重要であると思っております。

日本の 13 年あるいは 14 年にわたる不況というのは、いろいろな環境があったとはいえ、やはりどうしても人為的な意味合いというのは避けられないなと感じています。

例えばアメリカでは非常に早く手が打たれて回復が進んでいくのに比べて、日本は 14 年もかかってしまった。一体これは何なのだろう。

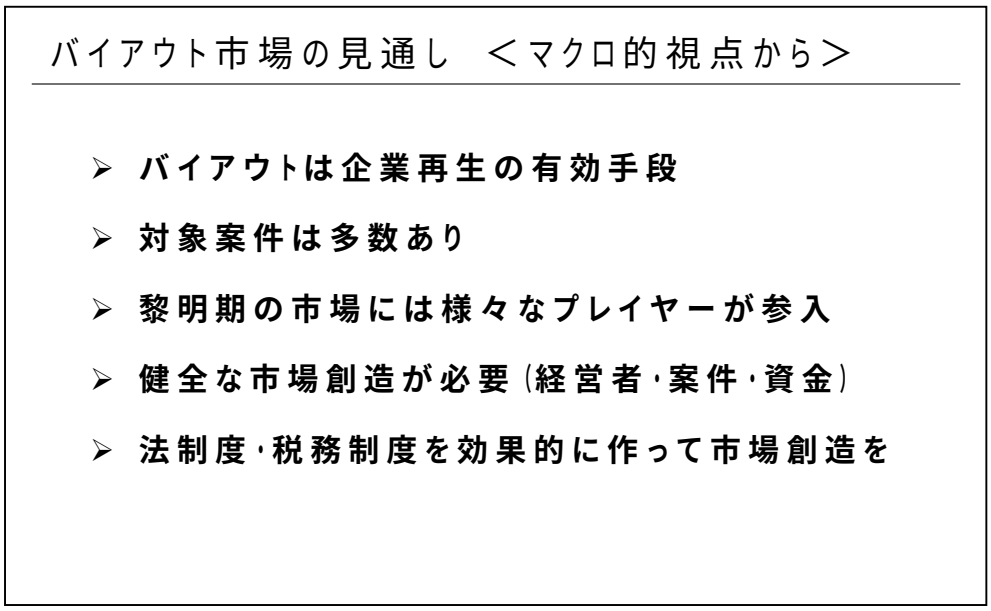
自動車業界を見てみると、トヨタ自動車というのはずっと利益を上げている。日産自動車は、瀕死の状態でルノーが参入し、ゴーン氏の改革により、史上最大の利益を上げている。

ここではっきり言えるのは、時代の流れが変わったときに舵を切りそこなった経営者のところは、いまだに苦しんでいるということだと思います。

○法制度・税務制度を効果的に作って市場創造を

政府の方々には、法的税制面では、確かにまだまだやっていただきたいことはたくさんありますが、5 年前に比べてみるとはるかによくなっておりますので、ぜひ今後とも、制度的なものはやりやすい環境をつくっていただきたいと思っております。

資料④



6. バイアウト市場の見通し＜経営者の視点から＞

○景気循環・リストラクチャリング・構造変革期

経営者、実際にバイアウトをやる経営者の視点から考えますと、前述の通り、景気循環の視点から、今はバイアウトが非常にやりやすくなっております。それから、リストラクチャリングに対しても、はるかに昔よりもやりやすくなっている。経済構造はどんどん変化してきています。

○金融情勢

私どもバイアウトは、レバレッジのためのデットが必要なのですが、そのデットは、たしかに通常の借入金よりははるかに高いスプレッドを払っております。当初は 3%、今でも 2.5%ぐらいのスプレッドを払っている。それでも、もともとの金利が安いものですから、3%

程度の金利を払えば、そのレバレッジのデットが手に入る。ご存知の通りアメリカでは、このレバレッジデットのところに 8%から 14%ぐらい払ってもバイアウト事業は成立していたわけですから、それに比べればはるかに有利な環境にあります。

○資本

エクイティサイドを見てみますと、プライベートエクイティファンド、すなわち、我々のようなファンドがバイアウトをしようとするときに、お金を出してくれるわけですから、エクイティもデットも非常にいい環境にあります。

○現在、社長であること

現在、大会社の子会社で社長をやっておられる方たちは、今から 10 年前はもちろん社長ではなかったのですが、今から 10 年前の社長は、自分のやっている事業を自分で買い取るなどということはあり得なかった。

これから 10 年経ったとき、日本の景気は相当回復していると思いますので、回復した場合には、皆さん事業を売りませんから、やはり買うことができなくなる。　そうしますと、今たまたま子会社の社長をしっかりやっておられる方にとっては、とんでもないチャンスであることは間違いありません。まさに、50 年に 1 回ぐらいしか起こらないチャンスだというふうに思います。この人たちにバトンを渡してあげることによって、会社が活性化していきます。

資料⑤

バイアウト市場の見通し　＜経営者の視点から＞

- ■ 景気循環の視点
- ■ リストラクチャリング
- ■ 経済の構造変革期
- ■ 金融情勢の変化
- ■ 現在、社長であること
- ■ プライベートエクイティファンド

５０年に一度のチャンス＝一生に一度

7.　産業再生機構の役割

〇再生メカニズムの不足

13 年あるいは 14 年にわたるの不況が、何らかの理由でうまく回復できていない。これは、一つにはやはり再生のメカニズムが日本にはなかった。それは、たしかに 50 年も景気がよかったわけですから、そういうノウハウがたまっていないのは当然です。

例えば不良債権の処理にしても、もっと早いうちにやっておけば、今のような状況にはなっていないと思いますが、そのときに機動的に動けるような人たち、あるいは経験知を持った人たちが、残念ながらこの国にはいませんでした。ですから、外資系の方たちが日本に来て、一番おいしいところだけいっぱい稼いで、もうやめてしまいました。今度日本に同じようなことが起こったときは、ぜひ日本人の人たちがこれをやっていただきたいと思います。

ハゲタカとはよく言ったもので、例えばバッファローが死んだ、そのまま腐っていくと伝染病が発生したりするわけなのですが、これを処理するのがハゲタカの役割であります。コヨーテだとかハゲタカとか、そういう動物が処理をすることによって、病原菌が広まらないですむ。まさに同じような機能が、この国でも必要だったのではないかと思います。

それから、企業再生は、同じようにやはり日本ではずっと景気が良かったわけですから、これもやはりノウハウだとか経験知がたまっておりません。今一生懸命やっている最中ですが、これも、次回は日本でも日本人がやってほしいなと思います。

〇対象案件は多数あり

対象案件というのは、一時「ゾンビ」なんていう言葉が出ていろいろ話題になりましたが、50 件あるとすれば、ざっと見て 100 ぐらいのビジネスがその各グループにくっついています。多分、そのうちの半分は締めなければいけないような類いのものではないかと想像しますが、その残った 50 だとしても、50 件があるとすれば 2,500。毎年 500 件ずつ片づけていったとしても 5 年かかることになります。さらに、大企業グループだけではなくて、中堅・中小の企業はもう山ほどありますから、案件としてはまだまだたくさんあります。

〇なぜ動かないか？

なぜ動かないのかというと、やはりそのメカニズムがきちんと機能していないということで、もともと産業再生機構というのは、そういう趣旨から出てきたことだと私は理解しております。民間ではなかなか動きません。我々のようなプレイヤーは増えたとはいえ、まだ数も少ないで

すし、なお且つ、みんな一生懸命にやっていますが、それにしても新しいビジネスであります。

アメリカやヨーロッパでプライベートエクイティをやっている人たちのところへ行ってみればすぐわかりますが、今日本で機能しているところに比べれば、やはり 10 年以上先を進んでいます。我々は、小さなところから始めて、だんだんノウハウがたまってきていますので、最近は大きなものを扱うようになることができましたが、最初のころはやはり、日本の企業を買って大丈夫かと、ものすごく怖かったものです。経験知というのは非常に重要なので、まだまだこれからラーニングが必要だと思っています。

〇民業圧迫は本当か？

よく、産業再生機構というのは、民業圧迫とか言う人がいますが、私は、全くそのようには思っていません。むしろ、もっとやってほしいと思っています。前述の通り、案件数は、我々が処理するよりもはるかにあります。なお且つ、これを処理しないことには、日本の景気はよくなっていきません。あるいは、やれば確実によくなっていきますので、産業再生機構は来年の 3 月でもう投資できないなどと言わず、もうしばらくやっていただきたいと思っています。ただし、未来永劫やるとなると本当に民業圧迫になりますので、ある程度年限は切っていただきたいと思いますが、当面まだ、処理しなければいけないものがたくさんありますので、ぜひそうしていただきたいと思います。

実際に、産業再生機構と一緒に仕事をしてみてよくわかるのは、まず第一に、非常に志が高い方が多いということで、やっていて気持ちがよくなります。

それから、タスクフォースとはいえ、あれだけの組織を、うまく集めたというのは大変なことだと思います。我々は、とてもそこまではできませんし、予算もありません。一つ例を挙げますと、税務署から出向の方、それから、弁護士の方もいらっしゃいますが、我々の場合、何か案件に取り組むにあたり、税務上の問題や法的な問題があると、会計事務所や弁護士事務所に頼むわけですが、やはり予算、財布の中身を見ながら頼まざるをえません。しかし、産業再生機構には必要なメンバーが全部揃っています。だから、その組織が未来永劫残ったりすると、私どもにとっては大変な脅威になります。ラーニングカーブがものすごい勢いで上がっていますので、例えば税務問題などは、我々だったら、答えを出すのに最低でも 2～3 日かかるのが、ものの 15 分程度で答えが出てしまう。これは脅威です。

脅威と同時に、そこで優秀な人材がどんどん育っていますので、この方たちを、ある時期が来たら解散していただいて世に出していただくと、助かる組織も多いのではないかと思います。

○今後の展開は？

産業再生機構は、大変難しい問題を抱えておられますが、税金を使っているということで慎重になりすぎているような気がします。もう少し大胆に、銀行が持ち込みやすいような組織になれば、もっと良いのではないかと思います。リスクをとるのが仕事と思っておられるのでしょうが、もっとリスクをとっていただいても良いのではないかと思います。

8. おわりに

案件をやっていて、ひとつ感じていることなのですが、業界全体がすごく痛んでいて、業界全体が過大債務を抱えてやっているときは、縮小均衡の状態にあるのだと思います。例えば私どもが事業を買いとり、債権を処理し、それから組織も入れ替えて、といったことをやりますと、会社自体がものすごく元気になります。我々が、もう少し休んだら、と思うぐらい経営陣も社員も働いて業績もすごく上がってきます。

同じ業界にいる会社が元気を取り戻した場合に、大変危険なことに、残りの会社というのは、ものすごく大きなハンディキャップを負って戦わざるを得ません。我々にとって、投資した会社がよくなるのは好ましいことですが、取り残されてしまった場合には、債権者はできるだけ早く手を打たれた方が、結果的に債権回収も進むということではないかと思います。

従って、これから元気な会社が出てくれば出てくるほど、そういう危険性が増大するため、債権者の方々は「懸念先」などと言っていないで、どんどん産業再生機構にご相談されたら如何かと思います。

以　上