

六本木モーニング Vol. 23

2002年12月30日

日本人投資家のための日本人による FOHF 運用
日商岩井投資顧問(株)

今日のキーワード プライベートエクイティ(PE) ①

ヘッジファンドと共にオルタナティブズの中心的な存在であるプライベートエクイティ(PE)ファンドについて今回と次回にわたり概観致します^{注1}。日本でオルタナティブ投資という場合、相対的にヘッジファンドを想起させる場合が多いようですが、米国においては Alternative investment と言えば PE です。当然ここ数年のヘッジファンドへの取組みにおいても海外動向の方が日本よりもはるかにダイナミックではありますが、PE への取組みは従前より定着したものと云えましょう。

狭義の PE ファンド = 「バイアウトファンド」: PE とは Private Equity (未公開株) の略称で、未公開株に投資するファンドを一般に PE ファンドと呼ぶ訳ですが、狭義の PE ファンドと広義のそれとは具体的な内容が異なります。狭義の PE ファンドとは、比較的大きな金額を未公開企業や親会社から独立した部門などに投資し(経営権を取得する場合もある)、企業価値を高め、IPO や売却によりキャピタルゲインを狙うファンドです。また TOB(株式公開買付)や再生法適用などを利用し、上場企業を非上場化して買収するファンドや、上場会社の私募増資を引き受ける PIPE(Private Investment in Public Equity) ファンドを含む場合もあります。

広義の PE ファンド = 「バイアウト + ベンチャーファンド」: と考えて下さい。ベンチャーファンドは比較的小さな金額を未公開の IT、バイオなどの技術系ベンチャー企業に投資し、企業価値を高め、IPO や売却によりキャピタルゲインを狙うファンドです。従って、投資先へは人材の紹介や提携先・販売先の紹介をすることはありますが、経営権まで取得することは稀です。

当シリーズでは PE ファンドを広義で捉え、今回はバイアウトファンド、次回はベンチャーファンドという順番でみていくことに致します。

バイアウトファンドの種類:

バイアウトファンドは主に以下の3つに分類することができます。

MBO ファンド: MBO は Management Buy-Out の略称で M&A の一手段です。MBO ファンドは対象事業(子会社、事業部門など)の現経営陣や従業員と共同で事業買収するファンドです。人材が(親会社から)外部に出る = Out という考え方です。

MBI ファンド: MBI は Management Buy-In の略称で M&A の一手段です。MBI ファンドは対象事業(子会社、事業部門など)の買収と同時に外部の新しい経営陣などを送り込みます。人材が内部に入る = In という考え方です。

LBO ファンド: LBO は Leveraged Buy-Out の略称で M&A の一手段です。LBO ファンドは対象事業(子会社、事業部門など)の価値を担保に主に借入れにより資金調達し、それを元手に投資するファンドです。借入れをする = レバレッジ、という考え方です^{注2}。

また、PE とは少しニュアンスが異なりますが最近新しいコンセプトのファンドが登場しており弊社では「投資ファンド」と称しています。東京スタイルへの投資で有名になった「村上ファンド」がその代表です。コンセプトとしては、上場会社に対して経営権を握らない範囲で投資をし、株主総会や面談を通じて財務戦略・経営戦略などのアドバイスをし、企業価値を高めることを目的とするファンドです。ただ単に割安株に投資をするバリューストックファンドとは一線を隔しています。

本稿は、オルタナティブ投資に関するキーワードをテーマに、弊社グートキーパーが情報提供を目的として作成したその解説と論考であり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。本資料は作成日現在において信頼できると思われる情報に基づいて作成されておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。ご利用は御自身の判断でお願い致します。

また、本稿を無断で複製・再配布・引用する事は行わない様お願い致します。

ケーススタディ：

バイアウトファンドの中心的存在である MBO ファンドについて実例を交え検討してみましょう。
(2001 年 3 月 9 日の日本経済新聞の記事参考)

日商岩井は 100%子会社の日商岩井アルコニックス（以下、アルコニックス）の全株式をみずほ銀行グループが運営する MBO ファンドに一旦売却、その後日商岩井とアルコニックスの経営陣・従業員に対して第三者割当増資を実施しました。結果、現在のアルコニックスの株主構成は MBO ファンド 60%、日商岩井 35%、アルコニックス経営陣・従業員 5%となっています。

実際に MBO を行う際は、MBO ファンド、売却サイド(日商岩井)、MBO 会社(アルコニックス)のニーズにマッチした出資比率、スキームの構築が不可欠となります。本件の場合には下記がポイントだと考えられます。

- ① MBO ファンド：事業の成長性、会社の人材などの観点から、アルコニックスは将来的にキャピタルゲインが得られる投資対象と判断した。
- ② 売却サイド(日商岩井)：自社の経営方針(選択と集中)の実践と、完全には資本関係を切らない事により商売上のメリット及びキャピタルゲインが得られる可能性を考慮した。
- ③ MBO 会社(アルコニックス)：日商岩井との商売上の繋がりは残しつつ、経営の独立性が確保できることにより系列などにとられない商売が可能となる。また人材が自社に残ることにより事業が早期に軌道に乗る可能性がある。

MBO ファンド、売却サイド、MBO 会社にとり一番重要な事は、如何に MBO 会社の事業を成長させることができるかという点にあります。事業が成長すれば、IPO や売却という手段を使い、各々キャピタルゲインを得ることが可能になりますが、それは簡単に手に入るものではなく成長できない場合は各者に損失発生という Risk に対する報酬(Reward)であることは言うまでもありません。

今後の展望：

ここ数年、新聞等でも見られますように MBO 案件は急増しています。大企業がリストラを進める中で自社では抱えられない事業、部門を売却する一手段として MBO を利用するケースが多いようです。また一般事業会社だけでなくヘッジファンド運用会社にあっても主要株主が手を引く過程で、当該会社にいる運用者を含む社員が MBO を行うケースが始まっております。かたや投資サイドに目をむけても、MBO ファンドが投資した会社が上場するというケースも現れ始めており^{注3}、オルタナティブ投資の 1 商品として今後徐々に MBO ファンドが根付いていくと予想されます。

次回はベンチャーファンドについて検討致します。

以上

[注 釈]

- 注 1) 本稿は日商岩井証券(株)の PE スペシャリストによるアドバイスを受け作成したものであります。但し細心の注意を払って作成致しておりますが、誤謬などは筆者に帰せられるものであります。
- 注 2) 1980 年代、米国では LBO による買収ブームが到来しました。RJR ナビスコ/タイムワナーなどは数兆円の買収案件となりました。当初は純粋に企業サイドの買収ニーズに対応する一手法として活用されていた LBO ですが、いつの間にか LBO 自体が目的化し、マネーゲーム化していきました。結果、91 年のジャンクボンド取扱業者のドレクセル破綻によりブームは終了しました。
- 注 3) MBO ファンドが投資している会社が上場する初のケースとして、2002 年 12 月 3 日にジャスダック市場に上場した日本高純度化学(4973)があげられます。

本稿は、オルタナティブ投資に関するキーワードをテーマに、弊社ゲートキーパーが情報提供を目的として作成したその解説と論考であり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。本資料は作成日現在において信頼できると思われる情報に基づいて作成されておりますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。ご利用は御自身の判断でお願い致します。また、本稿を無断で複製・再配布・引用する事は行わない様お願い致します。