

# プライベート・エクイティ・ファンド(FINIS)

松尾 順介

## 1 プライベート・エクイティ・ファンドとは

プライベート・エクイティ・ファンドとは、文字通り未公開会社の株式に投資するファンドであり、<sup>(1)</sup>広い意味ではベンチャー・キャピタルも含まれる。しかし、ベンチャー・キャピタルが事業の初期段階に投資するのに対し、プライベート・エクイティ・ファンドはある程度成長した企業や成熟企業、さらには破綻(デリストレスト)企業にさえも投資するという点で異なっている。したがって、狭い意味でのプライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー・キャピタルを含めず、確立した事業基盤をもつ企業に対してコーポレート・ファイナンスを提供するものとされている。<sup>(2)</sup>

米国では、プライベート・エクイティ・ファンドは、①企業買収を行なうバイアウト・ファンド、②破綻企業に投資するスペシャル・シチュエーション・ファンド(この中にはいわゆるバルチャー・ファンドも含まれる)、③メザニン・デッド(中位債務)に投資するメザニン・ファンド、④ベンチャー・キャピタル・ファンドがあり、投資先企業の経営を支配する、あるいはそれに参加する機会が多いため、これらの投資では単に資本を提供するだけではなく、経営ノウハウを提供することも必要になる。<sup>(3)</sup>さらに、企業買収が行なわれることも多いだけでなく、投資資金を回収する際には企業売却が行なわれるため、M&Aのノウハウも必要であり、その意味では運用業務というより投資銀行業務のノウハウも要求されるが、投資銀行業務が単なるアドバイザーであるのに対し、

(47)

プライベート・エクイティ・ファンドは資金提供を行なうために、買収後の企業が利益を拡大した場合にはその恩恵にあずかることもできる反面、逆に損失を出した場合には投資資金の回収すら不可能となる。<sup>(4)</sup>また、多くのプライベート・エクイティ・ファンドはリミテッド・パートナーシップ形態をとっており、これは実務を担当するジェネラル・パートナー(GP)と資金を提供する投資家であるリミテッド・パートナー(LP)から構成されている。

## 2 日本での展開

日本でもリップルウッド・ホールディングスによる日本長期信用銀行の買収を契機に、プライベート・エクイティ・ファンドが注目を集めているが、これらのファンドは、外資系ファンド、国内ファンド、外資との提携ファンドに大きく分けられる。

このように多数のプライベート・エクイティ・ファンドが日本で活動を展開し始めた要因は、第一に投資対象の拡大が挙げられる。つまり、①経営不振企業において事業再編の必要性が高まっていること、②倒産状態にある企業の再建が従来型の処理システムで対応できなくなっていること、③後継者難のオーナー企業の存在、さらに④ベンチャー型企業の場合、資金は金融機関などから提供されているが経営ノウハウや経営面のインフラ(会計、システムなど)整備に対する支援が十分でないことが多いこと、⑤インターネット関連ビジネスの拡大が続いていること、などの理由から投資対象となる企業が増加したと考えられる。第二に、資金を提供する投資家側の要因も挙げられる。つまり、機関投資家だけでなく個人投資家も、高い運用利回りを求めてリスクマネーを提供する誘因が強まっていることが指摘できる。生損保ですすでに代替投資が進んでおり、ヘッジ・ファンド、フ

(48)

ファンド・オブ・ファンド、あるいは不動産証券化商品への投資が行なわれ、一部には海外のプライベート・エクイティ・ファンドに対して数百億円規模の投資を始めているところもある。また、プライベート・エクイティ・ファンドでも場合によっては、数百万円単位から投資可能なものもあり、個人投資家に対して募集を行なった例もある。さらに、リスクマネーの提供という観点でいうと、従来産業構造の転換する局面では、銀行が融資を通じて支援してきたが、BIS規制や銀行自体の体力低下のために、銀行がリスクマネーを提供しにくくなっており、それをプライベート・エクイティ・ファンドが提供することになるといって指摘もある。

しかし、プライベート・エクイティ・ファンドが日本で本格的に活動を展開する上で、まだまだ課題も多いといわれている。その主な課題を挙げると、①投資先に派遣する人材が確保しにくいこと、とくに日本では経営ノウハウを有する人材の流動性は低く、機動的に人材提供ができないこと、あるいは既存の経営者にストックオプションを与えても、それがインセンティブを有効に引き出せるかどうか疑問視する向きもあること、②必ずしも投資案件が多くないこと、すなわち成長性の高い投資対象企業が多くないだけでなく、経営参加や買収をめぐる既存の経営者の理解が得られにくい場合も多いこと、③会計・監査の信頼性が十分でなく、徹底したデュー・デリジエンスが行なわれにくいこと、などが挙げられる。

このような障害が指摘される中で、外資系プライベート・エクイティ・ファンドは、国内の証券会社、銀行、商社などと提携する動きを強めている。この理由は、第一に外資系プライベート・エクイティ・ファンドが自らのネットワークだけで経営陣を派遣したり、既存の経営者を管理あるいは支援するのは困難なためである。閉鎖的な体質の強い日本企業に外国人経営者を派遣しても定着しない可能性が高いと考えられる。第二に、案件探しのためのネットワークも十分ではなく、日本でのネットワークを独自に構築するとコストと時間がかかる

ものと思われる。他方、商社がプライベート・エクイティ・ファンドとの提携に積極的な理由は、商社本体の業務とシナジー効果があることといわれている。例えば、投資先企業の製品輸出先を紹介することで、投資先企業の業績拡大を支援する一方、商社側も貿易の仲介に関わるビジネスを獲得できるといように双方がメリットを享受できる。

### 3 プライベート・エクイティ・ファンドの投資事例

このようなプライベート・エクイティ・ファンドが実際に日本で具体的にどのような投資を行なっているのか、破綻した電子部品メーカー、富士機工電子に対するアドバンテッジ・パートナーズの投資事例を紹介する。

まず、アドバンテッジ・パートナーズは、一九九二年に資本金四、八八七万円で設立され、本社は東京都港区である。同社の事業内容は、①新規事業の設立・運営、②投資ファンドの設立・運営、③経営コンサルティングとなっており、グループ会社として、欧州の付加価値税還付申請手続きサービスを行うメリディアン・VAT・レクレイム・ジャパン、企業向け保険販売代理業務を行うアドバンテッジ・インシユアランス・サービスのほか、一九九七年に設立の投資会社エイ・ピー・エム（以下APM社とする）がある。

今回の事例で投資を行ったのは、このAPM社であるが、同社はアドバンテッジ・パートナーズ六〇%、丸紅四〇%出資による設立である。また、同社には丸紅からの出向社員も派遣されている。同社が投資事業組合を設立し、投資先企業に投資するが、同組合ではAPM社が無責任組合員として業務執行し、国内機関投資家約一〇社が有限責任組合員として出資することになる。これによって投資先企業一社あたり数億円から二〇億円程度の投資が可能となる。また、実際の投資に際しては、同組合は投資先企業に対するコンサルティングおよび経営

者派遣をアドバンテッジ・パートナーズに委託しており、アドバンテッジ・パートナーズ側は経営者プールといわれる人材ネットワークの中から経営者を派遣する。この経営者プールには現在約一〇名がリストアップされている。ただし、今回富士機工電子に社長として派遣されたのは、アドバンテッジ・パートナーズのメンバー（中野宏信氏）である。

このような投資の仕組みを同社では、マネジメント・バイ・イン（MBI）とよび、内部の経営者が外部の投資家からの資金によって企業の全部または一部を買取る、従来のマネジメント・バイ・アウトと区別している。MBIでは外部の経営者が外部の投資家からの資金とともに企業経営に参画する点が特徴である。その意味において、同社は、未公開企業を投資対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、現在の投資先企業は、カラオケレンタルのBMBミニジューク（四億円）、CG製作会社のポリゴンピクチャーズ（四億円）、母乳粉ミルクメーカーの日本ワイス（三・五億円）、そしてここで取り上げる富士機工電子（六・五億円）となっている。ただし、同社にとって破綻企業への投資は、富士機工電子が初のケースである。

富士機工電子への投資は、すべて株式投資であり、旧株式はすべて一〇〇%減資によって消却済みであるため新株の第三者割当増資によって行われることになっている。その際、増資目標額は一〇億円であるが、APMはそのうち六億五、〇〇万円を引受け、残り三億五、〇〇万円は従業員持ち株会と取引先による引受けを検討している。この従業員持ち株会によっても引受けが検討されているところがユニークな点であるが、購入株数は個々の従業員の希望に応じて決定できるものとしている。ただし、今後場合によってはさらに外部の投資家に対して募集を行うこともありえるが、その額は従業員持ち株会の比率を超えない範囲とするものとしている。また、前述のように、新株は額面五〇円で、発行価格を一〇〇円としている。発行価格をこのように設定した理由は、

発行済株式数を低く押さえるためである。つまり、第一に将来会社再建後にIPOを行うことが予定されているが、その際の一株当たり利益を高めること、第二にIPO後の株主構成についても配慮する必要があり、株主の分散化をさけること、といった点が考慮された。

現在の更生計画では一〇年で全額弁済を予定しているが、APM社としては計画の前倒しを企画しており、たとえば現在の更生債務を全額融資によって一括弁済し、更生計画を前倒しで終了した後、五、六年後を目標に株式公開するということも考えられる。

他方、富士機工電子株式会社は、一九五四年鋭削製造機を制作する北城鉄工所として創業されたが、戦後は富士機工塗金株式会社と改称（一九四八年）し、塗金業を中心に業績を伸ばした。その後、一九六七年には半導体および電子部品の精密塗金に着手、一九七〇年には現社名に改称し、多層基盤の本格生産を開始するとともに半導体関係プリント基板素材の本格生産を開始し、現在同社の事業はプリント回路基板、全自動プリント回路基板および化成品事業である。

本社および管理部は、大阪市阿倍野区阪南町にあるが、営業部、デバイス工場、化成品工場は大阪府堺市石津町にあり、その他にプリント回路基盤工場として大阪府南河内郡美浜町に美浜工場があるほか、東京、仙台、鳥取、福山、台北に営業所を有している。九九年二月時点での従業員数は四七八名であり、主たる取引先としてはアルプス電気、京セラ、シャープ、ソニー、東芝、三洋電機、三菱電機、ローム、大日本印刷、凸版印刷などであり、九七年三月期の売上は一五四億四、九〇〇万円であった。また、同社製品はカスタマー・メイドであり、製品の品質については業界および取引先から高い評価を得ていたといわれる。

また、同社は完全なオーナー経営であり、社長の北城義弘、その弟、そして娘婿で九〇%以上の株式が保有さ

れ、残りの部分が従業員持ち株会によって保有され、外部の株主はいなかった。また、メインバンクはさくら銀行であった。

同社が破綻に至った直接の要因は、同社関連会社二社の経営破綻によるものである。同社関連会社は富士プラントおよび富士ミクロであり、前者は鍍金装置等の製造販売を行い、後者はメッキ製ではなく、タブ(TAB)を使った基板を製造していた。このタブを原材料とする基板は、近年伸びてきており、将来有望視されている分野であるが、過剰投資によって債務が拡大し、結果的に経営破綻した。したがって、いわゆる財テクなどの損失が膨らんだのではなく、関連会社への過大投資が破綻の背景となっている。なお、これらの関連会社と富士機工電子との関係は、資本関係のない人的関連会社であり、同一のオーナー社長であった。このため、富士機工電子のキャッシュ・フローはこれら関連会社への投資に充当され、かつ債務保証も行われていたが、経営に対するチェック機能は働かず、過去にもこれらの関連会社は経営危機に瀕し、そのために富士機工電子も一九九三年度および九四年度と二期連続で赤字を計上したが、その際は半導体市況の回復による富士機工電子の増益で埋め合わされていたといわれている。同社は、一九九八年七月一三日、会社更生法適用申請を行うに至ったが、その間も製品受注は増加しており、実際翌八月と九月の月間売上高は過去最高を記録しており、これら関連会社の破綻に伴う、資金繰り悪化による倒産であった。

アドバンテッジ・パートナーズによる投資の経緯を見ると、同社が大阪地裁に更生手続き開始申し立てを行ってから一ヶ月半後、八月三十一日に開始決定が下され、一月四日にアドバンテッジ・パートナーズ社が事業管財人として選任され、早くも一九九九年四月二三日に更生計画が認可されている。

この会社更生においても注目されるのは、このアドバンテッジ・パートナーズという投資会社が事業管財人となったことである。通常、内容のよい企業が何らかの理由で破綻した場合、大手の同業他社が事業管財人となって破綻企業の事業を継承し、傘下企業に組み込むというパターンが多数見られ、実際裁判所の選定する管財人も有力な承継会社を見つけ出すことに尽力するといわれているが、この事例では一部上場のメーカー、仕入先企業、海外メーカーなど少なくとも五社の有力なスポンサー候補があったにもかかわらず、それら企業ではなく一見知名度の低い投資会社が事業管財人に選定された。

このアドバンテッジ・パートナーズとそのファンド(APM)については後述するとして、法律管財人によって同社が事業管財人に選ばれたのは、有力スポンサーの子会社などになるのではなく、自主独立で再建したいという従業員の強い希望を受けて、法律管財人が、富士機工電子の業績見込み、自主再建の可能性を検討した上で、APM社が資金の出資元として相当であると判断し、裁判所がこれを認可したためである。

この更生計画の概略は、担保付債権約一七億円の全額および一般更生債権約八八億円の四〇%を一〇年間で弁済するというものであり、一般更生債権のカット率は一億円以下五〇%、一億円超については漸次弁済率が引き下げられ最大カット率七〇%となっている。したがって、弁済率は全債務の五〇%である。一般に、更生計画の策定においては弁済率の決定が最も重要な点であり、また紛糾する点でもあるが、この計画案で五〇%に決定された理由は、免除益と資産圧縮損の関係を試算した結果であるとされる。すなわち、会計上債務がカットされた部分は免除益として計上され、通常の法人税率が課される。しかし、破綻企業の場合、資産の圧縮が生じるため資産圧縮損が計上されることになり、免除益と相殺される。したがって、免除益と相殺される範囲で、かつ将来の収益見通しから判断して弁済が可能な範囲で、債務のカット率が決定された。

また、弁済期間の一〇年については、米国などと比較すると長期であるが、日本では短期間であり、この業界

は競争が激しく売上げの振幅もあるためもつと短縮することも考えているとのことであった。

さらに、旧オーナーが保有していた旧株式は通常通り一〇〇%減資された。また、この過程で従業員の流出もなく、ほとんどの従業員は会社にとどまったといわれる。その理由は、前述のように同社の製品がカスタマー・メイドであるため、取引先からの受注に継続性があり、破綻後も取引先が流出しなかったことが大きな要因である。実際更生法申請時受注増のために仕事量は増加していた。

以上のように、A P M社自体はディストレスト企業だけを投資対象とする米国型のバルチャー・ファンドというより、未公開会社を対象とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、もともとは米国系の経営コンサルディング会社であるが、投資を行う組織としてPai Capitalを運営し、出資と経営参加を行うところの特徴がある。そして、A P M社もBan Capital型の投資をモデルとして、こうしたタイプの投資を日本で行うことを目指して設立された。したがって、ディストレスに対する投資はあらかじめ計画していたというより、今回偶発的な理由から、富士機工電子と接点ができ、投資することになったとされる。同社によると、今回のディストレスト企業への投資から明らかになった点は以下である。

第一に、投資の入り口段階での入りやすさという点である。一般に、業績が順調に推移している会社は、未公開会社であっても、外部からの資本の導入や人材の受け入れに消極的である場合が多く、そこにプライベート・エクイティ投資の難しさがあるが、その反面経営難に陥っている企業や更生法の適用会社は、経営に携われる人材や新規の資本を探しており、その点で投資しやすい。<sup>(5)</sup>

第二に、投資判断を行う場合、破綻理由および財務内容などの企業内容を明らかにする必要があるが、今回管財人が積極的に情報を提供し、たとえば調査報告書も管財人を通じて入手することができたため破綻理由や企業内容も明らかとなった。そのため投資が行いやすかった。ただし、法律管財人による情報提供は、正当な目的を有する相手方であることを確認し、厳格な秘密保持契約を締結した上で行われている。

第三に、投資対象として困難な点は、一般に更生計画が長すぎて投資期間に合致しないという点である。これは外部の投資家からの資金を運用する場合、大きな難点といえる（この点について、筆者は米国のバルチャー・ファンドのマネージャーに対してインタビュー調査を行った際、一件の投資期間は長くて五年程度という回答を得たが、日本の投資家も同様であり、一五年、二〇年といった更生計画では投資対象となりにくいと思われる）。

#### 4 小括

以上のようにプライベート・エクイティ・ファンドを考察すると、プライベート・エクイティ・ファンドの展開にもさまざまな課題や障害があり、場合によっては失敗するファンドも出てくるものの、日本で定着していく可能性は高いと考えられる。それらの課題や障害は大きく分けると、ファンド運用遂行に関するものと案件不足に関するものとに分けられるが、前者は日本版ビッグバンによる会計制度の改革や立法的措置によって解決されるものも多いと考えられるだけでなく、雇用形態の変化とともに人材の流動化も進展していくと思われる。また、後者については、成長性の高いベンチャー企業やIT関連産業が日本でどれだけ出現するのかにについては予見できないものの、事業再編や破綻処理に関する案件は今後も増加するものと考えられる。さらに、メインバンク制が弛緩することによって、従来型の融資を中心にしたリスクマネーの提供がさらに低下するとすれば、プライベート・エクイティ・ファンドがそれを補完する可能性もありうるものと考えられる。

- (1) ただし、不動産に投資するファンドもこれに含まれる場合があるが、これについてはここでは触れない。
- (2) 越純一郎「プライベート・エクイティとは何か」(越純一郎編著『プライベート・エクイティ』、日本経済新聞社、二〇〇〇年、第一章、所収)、三二―三三ページ、参照。また、このような投資は、企業買収の形態をとることもあるため、バイアウトとよぶこともある。
- (3) ただし、経営者を派遣するといった形で積極的に経営に関与する場合もあるが、既存の経営者にストックオプションを提供し、業績を管理するにとどめる場合もある。「日経公社債情報」、一九九九年二月六日、四ページ。
- (4) 前掲、越純一郎、三四―三五ページ。
- (5) 筆者の推測では、入り口段階での投資のしやすさという点でいうと、デイトレスト企業の場合、その企業のマーケットを調査すれば、すでに同社がどの程度市場で評価されており、今後の売上などの見通しが判断しやすい。これは、ベンチャー型の未公開企業の場合、新技術開発に重点があり、新技術およびその市場性の評価が難しい場合が多いのに比べると、すでにデイトレスト企業は市場の評価にさらされている点で投資判断が下しやすいという点も指摘できると思われる。

(まつお じゅんすけ・兼任研究員)