

プライベート・エクイティ・ファンドとは

福田 徹

一、はじめに

今回のアメリカの大統領選挙では共和党のロムニー候補を破り民主党のオバマ候補が再選されるという結果になった。残念ながら落選したロムニー候補であるが、プライベート・エクイティ・ファンドの管理に従事するプライベート・エクイティ・ファームの大手ベイン・キャピタルの共同設立者としても知られている。同候補の選挙戦の期間中、この経歴は彼の評判に対して陰に影

響を与えていたと思われる。つまり、対立候補からはハゲタカの手先呼ばわりされた一方、同候補自身は経済とビジネスの仕組みを熟知できるようになった理由としてベイン・キャピタルでの経験を挙げるといった具合である。

確かにプライベート・エクイティ・ファンドは、そもそも実態がわかりづらいことに加えて垣間見えるその活動内容によって批判を招きやすい傾向があるといえるだろう。その一方で同ファンドに対する学術的なアプローチは増加しつつある。本稿ではそれらの成果について紹介しよう

思う。

具体的な内容としては、プライベート・エクイティ・ファンドの仕組みについて簡単に説明する。そして、その発展のプロセスにとって最も重要な存在であるプライベート・エクイティ・ファームの歴史を眺める。その後と同ファンドのパフォーマンスとそれをもたらした理由について考察する。続いて、最大の関心事の一つであると思われる買収された企業の取締役会の人員構成やその背景についての研究内容を紹介する。

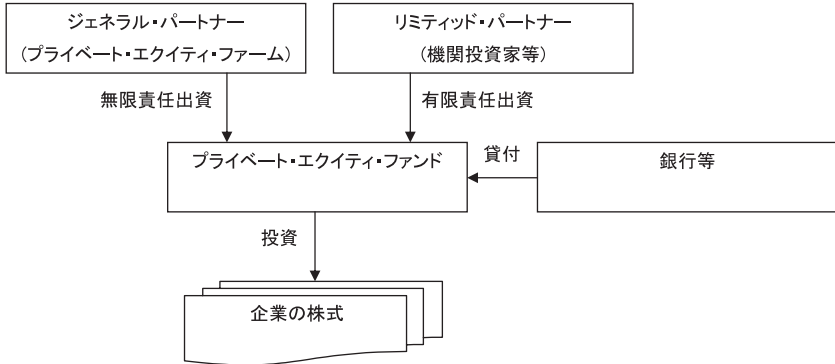
二、プライベート・エクイティ・ファンドの仕組み

プライベート・エクイティ・ファンドとは、様々な投資家から資金を募ってその企業にとって大株主となるだけの株式を購入し、その経営に深

く関与しながら企業価値を高めた後に売却して利益を稼ぐことを目的とするものである。投資対象はプライベート・エクイティ・ファンドの名称の通り非公開企業の株式となるのが通常である。さらには投資されたのが公開企業であっても非公開にされる。これは、株主の構成が利害関係の一致している少数の大量保有者のみになるからである。

プライベート・エクイティ・ファンドの形態であるが、図表1にあるように一般的にリミテッド・パートナーシップという法人格を取得して組成される。この法人格を選択する理由には三つある。一つは、これが稼ぎ出した利益について法人税が課されずに出資者に対して配分できるという制度になっている点である。もう一つは出資者の大部分を占めるリミテッド・パートナー(LP)が有限責任を享受できるという点である。最後の1

図表1 一般的なプライベート・エクイティ・ファンドの構造



(出所) 各種資料より筆者作成

つは、LPなど様々な出資者間の利益配分の方法を柔軟に設定できるとい点にあるとされる。

なお、リミテッド・パートナーシップとして認められるためには、負債に対して無限責任を負うジェネラル・パートナー（GP）とLPによる出資を受ける必要がある。LPになるのは有限責任であるということを重視する傾向にある純投資家である。具体的には、年金基金、保険会社、銀行、裕福な個人投資家等が挙げられる。一方、GPがそのファンドの経営権を掌握するが、この役割を果たすのがプライベート・エクイティ・ファームである。ただし、詳細な経営方針については、リミテッド・パートナーシップ・アグリメントによって出資者間で取り決められることとなっている。その内容はファンドの規模やGPの出資割合、投資内容、GPに対する手数料や成功報酬、利益配分の方法など多岐にわたっている。

そのように組成されたプライベート・エクイティ・ファンドであるが、長くて十年程度の寿命となるのが一般的である。その間にプライベート・エクイティ・ファームがLPからの出資や借入を行って資金を調達した上で標的とした企業の株式へ投資を実行する。そして、投資先の管理を行った後にそれらを売却するのである。また、プライベート・エクイティ・ファームは複数のプライベート・エクイティ・ファンドのGPとなつて同時並行して管理する状態にあることが多い。その数は大手のプライベート・エクイティ・ファームで十ファンド弱といったところである。

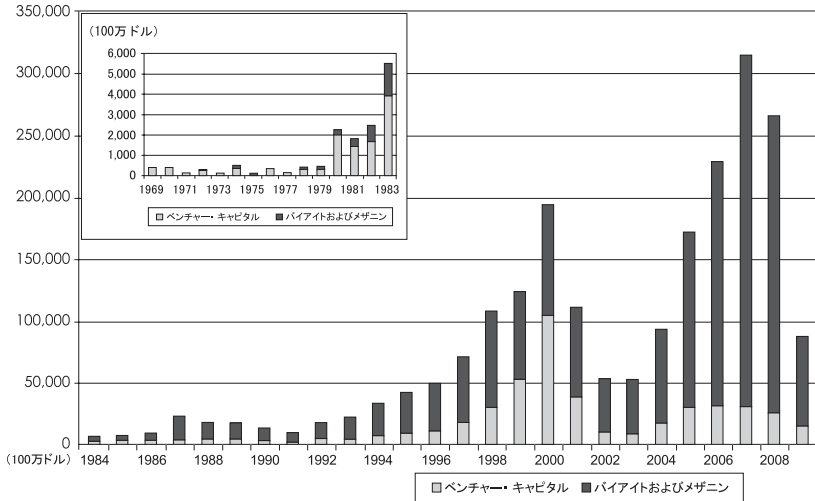
なお、投資先となる企業の属性によつて、一般的にベンチャー・キャピタル・ファンドとバイアウト・ファンドに分類される。前者は未公開の新興企業へ投資するものである。後者ではLBO等(1)を利用して買収を行つて取得した公開企業などが

投資対象となる。また、金額としては少ないが、メザニン・ファンドというものも存在する。これは、プライベート・エクイティ・ファンドに対して通常の場合と比較して劣後する返済条件で貸付を行うものである。ただし、その埋め合わせとしてワラント等のさらなる収益源を受け取るようになってい

三、プライベート・エクイティ・ファームの歴史

プライベート・エクイティ・ファンドにとつて、それを管理するプライベート・エクイティ・ファームは最も重要である。ここでは、図表2の資金調達金額の推移を眺めながら、その歴史について論じたい。最初のプライベート・エクイティ・ファームは American Research and

図表2 アメリカのプライベート・エクイティ・ファンドによる資金調達額



(出所) Lerner, Josh et al. [2012], *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*, John Wiley & Sons, Inc.

Development Corporation (ARDC) 及び J. H. Whitney & Co. によって一九四六年に設立されている。そして、両者とも新興企業への投資を得意にしていたと言われている。ただし、これらが即座に大きい存在感を示したと言う訳ではなかった。

最初にプライベート・エクイティ・ファームが脚光を浴びるようになったのは、LBOによって企業買収が活発化した一九八〇年代である。なぜなら、この企業買収手法によって同ファームの資金調達が容易になり、対象となる企業の幅が広がったからである。従って、この時期において同ファームで管理される企業が急増しており、第一次プライベート・エクイティ・ブームと位置付けられている。なお、最大の買収劇とされるのは、Kohlberg Kravis Roberts (KKR) が RJR ナビスコに対して行ったものである。一九八九年四月に

同社の株式はKKRの管理するプライベート・エクイティとなった。しかしながら、LBOを行う際の資金調達に利用されていたジャンク債市場が崩壊したために、この大型買収を置き土産にして、このブームは終焉を迎えることとなる。

ジャンク債市場が落ち着きを取り戻した一九九〇年代の前半、再びプライベート・エクイティ・ファームの資金調達は増加に転じる。なお、これを押し上げたのは、ベンチャー・キャピタル・ファンドであった。なぜなら、この頃から二〇〇〇年にかけてインターネットが急速な普及期を迎えることとなり、それに関わるIT企業やそれを利用して様々なビジネスを展開しようとするドット・コム企業が立ち上げられたからである。一方、その将来性を過剰に評価している株式市場では、インターネット関連企業の株価が公開すると即座に数倍になるという状態となっていた。従っ

て、そのような株式を購入しているプライベート・エクイティ・ファンドは莫大な利益を獲得したのである。ただ、ご存じの通り、この現象はITバブルと呼ばれている。このバブルが二〇〇〇年に破裂するとともに第二次プライベート・エクイティ・ブームも終了したのである。

第三次プライベート・エクイティ・ブームが立ち上がったのは、二〇〇〇年代前半である。主役となったのは、再びLBOを利用して既存企業を買収した上で管理を行うプライベート・エクイティ・ファームであった。この背景には二つの理由があるとされる。一つは金利水準が低下し、資金調達が容易になったことである。もう一つはエンロンやワールド・コムなどの不祥事への対応として制定された米国企業改革法（サーベンス・オクスリー法）の副作用である、上場維持コストが高くなったことが指摘されている。つまり、上場

図表3 プライベート・エクイティ・ファームの上位10社

順位	名称	所在地	過去5年間の資金調達額 (100万ドル)
1	TPG Capital	Fort Worth	49,897.00
2	The Blackstone Group	New York	49,638.30
3	Kohlberg Kravis Roberts	New York	47,689.87
4	Goldman Sachs Capital Partners	New York	43,469.25
5	The Carlyle Group	Washington D.C.	30,741.39
6	CVC Capital Partners	London	25,068.77
7	Apax Partners	London	22,823.88
8	Apollo Management	New York	21,035.00
9	Bain Capital	Boston	21,033.49
10	Oaktree Capital Management	Los Angeles	17,632.31

(出所) Private Equity International のデータを利用して筆者作成

を続けて流動性を享受するよりも、プライベート・エクイティ・ファームに任せた方が将来的に株主へもたらされる利益が大きくなると判断されたのである。図表2によると、二〇〇〇年代後半においてLBO等を用いるプライベート・エクイティ・ファームの資金調達額が大幅に増加していることがわかる。当時の主な被買収企業としては、アメリカ最大の商業ビル向けリートであるEquity Office Properties Trust⁶、病院のチェーンであるHCA、テキサスの電力会社TXA等が挙げられる。いずれも、RJRNビスコを上回る買収金額となっていた。なお、図表3は最近五年間の資金調達額でプライベート・エクイティ・ファームをランキングしたものである。上位四社はいずれも円換算すると三兆円を上回る規模となっており、その巨大な資金力が窺える。

四、プライベート・エクイティ・ ファンドのパフォーマンスとそ の理由

プライベート・エクイティ・ファンドのパフォーマンスを評価するには、それに対する投資収益を利用する場合とそれが購入した企業の収益性の改善度を見る場合がある。本稿では、主に前者について論じる。

なお、具体的な投資収益の度合いを計測する一般的な手法は内部収益率である。これは、投資金額の現在価値と獲得されたキャッシュ・フローの現在価値が等しくなるような割引率のことである。また、欧米式の債券利回りの計算方法でも用いられるものもある。ただ、この手法の利用についていくつかの批判が存在するもの⁽²⁾、有効な

代替手段が見つからないのが現状である。

この内部収益率によるプライベート・エクイティ・ファンドのパフォーマンスであるが、概ね良好であるとされている。計測結果の一例を紹介しよう。Kaplan and Schaar [2005]⁽³⁾は、一九八〇から一九九七年の間に投資を開始した七四六のプライベート・エクイティ・ファンドのデータを利用して、LPの獲得したパフォーマンスはほぼS & P 500指数と同一というものであった。ただし、LPが支払う運用手数料を含めなければ、同指数を上回るパフォーマンスを記録したとしている。つまり、投資を行った企業の価値の平均的な増加率はS & P 500指数採用企業のそれを上回ったのである。また、プライベート・エクイティ・ファーム毎に見ると、それぞれが達成するパフォーマンスに連続性があった。これは、相対的に良いパフォーマンスを上げるプライ

ベート・エクイティ・ファームが翌年も同様の結果を示すことを意味する。

このようなパフォーマンスを達成することを可能にする源泉とはなんだろうか。これはバイアウト・ファンドにとって顕著であるが、所有と経営の分離が大きく緩和されることによってもたらされる効果が考えられる。つまり、プライベート・エクイティ・ファームが信任する経営者は企業価値を高めるというインセンティブが強いと推察されるのである。さらに Kaplan and Stromberg[2008]⁴⁾は、一般的に採用されている具体的な三つの手法を挙げている。

その一つとして経営陣に対する報酬の多くがストック・オプションとなっていることが指摘されている。なお、プライベート・エクイティであるから、株式公開などの機会が訪れない限り権利行使しても売却できないストック・オプションであ

る。従って、プライベート・エクイティ・ファンドを解散するまでの長期間、経営陣はその企業の価値を高めようとするインセンティブが生じると考えられている。

また、レバレッジが高いことも理由とされている。これは、経営陣に対して規律を与えるとされる。つまり、過剰なキャッシュ・フローを保有する企業はその立場に安住し経営努力を怠る可能性が高まるため、それが困難になる立場へと追い込むのである。また、法人税を考慮する場合のMM理論にある通り、支払利子の増加による節税効果の高まりによって企業価値が向上する効果があるかもしれない。ただし、過度のレバレッジが企業行動に厳しい制約を与えることは言うまでもない。

最後に指摘されるのは、プライベート・エクイティ・ファームが送りこむことのできる経営者の

幅の広さである。例えば元IBMのルイス・ガースナーや元GEのジャック・ウエルチなどもそれに属している。大手であれば、業種毎に経営者候補を抱えるのに加えて社内外に助言を与えるコンサルタント・チームを配置している。彼らによつて買収前よりも企業価値を高める経営が期待される。

五、取締役会における変化

やはり、プライベート・エクイティ・ファンドの傘下になった場合の企業の取締役会等における変化は最も高い関心を集める事柄であろう。それについては、Cornelly and Karakas[2012]⁽⁵⁾がまとめている。対象となっているのは、イギリスにおいて一九九八から二〇〇三年の間にバイアウト・ファンドに買収された一四二社である。これらに

ついて、買収前後の変化を比較している。

まず、平均的な取締役会の構成であるが、買収前において社内の取締役が五〇%、社外取締役が四四%を占めていたとしている。買収後では、社内の取締役が五三%、プライベート・エクイティ・ファームからの派遣者が三〇%、社外取締役が一%となったと報告している。この結果から、プライベート・エクイティ・ファームの考え方が現れていて興味深い。つまり、手に入れ難い内部情報に通じた社内の取締役は取り敢えずそのまま残し、使いどころが不明となった社外取締役を大幅に縮小したのである。なお、社内出身者の割合が増加しているのは人数が増えたのではなく、取締役会全体のそれが減ったからである。

ただし、上記のものは平均値であり、その企業の置かれている状況によつて取締役会の構成は異なるとしている。これについては、被説明変数を

取締役会におけるプライベート・エクイティ・ファームからの派遣者の割合、説明変数をCEOの選解任の有無（選解任があった場合を1とするダミー変数）や派遣者の実数などとして回帰分析を行っている。この結果は、前述した二つの説明変数の係数が正で統計的に優位となった。これを受けて、Cornelliy and Karakas[2012]はCEOの選解任を行った上で派遣者の人数を増やさなければならぬような良くない状況にある企業の場合、派遣者の割合が増加すると解釈している。

さて、取締役会の人数であるが、買収前が平均六・五人であったのが買収後に五・四人に減少している。なお、Cornelliy and Karakas[2012]はMBO⁽⁶⁾による影響も調べているが、こちらは平均六・二人から四・二人へと減っており減少幅がより大きい。こちらの買収の主体はその企業を良く知る経営者であるから、社外取締役のみを

削るという考え方なのであろうか。

また、CEOの選解任については減少するとの結果である。買収直後において新たなCEOを据えなかった場合には、買収前の平均である一七・一%の選解任率から四・六%まで大幅に減少していた。この解釈においては、この検証の対象になったのがそもそも問題のない企業がほとんどであり、わざわざ波風を立てる必要がないとの判断と最も内部情報に精通したCEOを生かすという戦略を挙げている。また、買収前と比較して企業としての収益力が高まる場合が多く、それがCEOの選解任を減じさせているかもしれないと分析している。さらには、CEOの選解任の減少という事象を見れば、プライベート・エクイティ・ファームが短期的な利益の追求を強いているとの非難は当たらないとした。

六、おわりに

我が国における多くの企業の株価純資産倍率が一を大幅に割っているという状況を理由にして、株価が割安に放置されているという意見がある。これを正当化するためにはいくつかの前提条件が必要であるが、その中で最も重要なのは企業を買収した上で資産を売却および負債を返済しての裁定益の獲得が可能であることである。この行動によって、株価は株価純資産倍率が一になるように上昇して行くだろう。これができなければ、割安という意見など絵に描いた餅に過ぎない。

ただし、実際の活動を行っている企業を廃業して資産を売却するなど暴論である。この例を使って主張したいのは、企業の本来の価値と比較して株価が割安に放置されている場合において、投資

家を買収によって差益を実現できるならかの手段があれば良いということである。これによって、株価は本来の価値に向かって回復するのである。また、このような手段が利用可能であることを投資家が認識すれば、これを前提として株価が形成されるようになると思われる。

毀誉褒貶の激しいプライベート・エクイティ・ファンドであるが、資本市場における重要な役割を果たしているといえるだろう。その一つは、その企業の価値を本来の水準に回復させるという前述したものである。もう一つの役割は、株式会社を株主の手に取り戻すことである。所有と経営の分離や社会全体における株式会社存在感の増大によって、制度的に株主のものであっても実際にその権利を行使するのは困難な状況である。プライベート・エクイティ・ファンドは、敢えてその状況に挑戦して株主の立場を利用して利益を上げ

ようとするのである。ただし、この行動が非難の対象になりやすいのではあるが。

我が国においては、これまで評価されてきた日本の経営が曲がり角を迎えつつあるように思われる。その意味でプライベート・エクイティ・ファンドの活躍の場が広がりつつあると考える。また、その行動に対しては最初から拒絶せずにその意義と副作用を天秤に掛けて冷静に判断すべきだろう。

- (1) Leveraged Buyout (レバレッジド・バイアウト)の略。買収対象企業の資産あるいは将来獲得されると予想されるキャッシュ・フローを担保にして借り入れた資金を用いて買収を行うという手法。
- (2) Lerner, Josh et al. [2012], *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*, John Wiley & Sons, Inc. 437頁を参照 (S.117)。
- (3) Kaplan, Steven N. and Antoinette Schoar [2005], "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital

Flows", *Journal of Finance*, vol.60

- (4) Kaplan, Steven N. and Per Stromberg [2009], "Leveraged Buyouts and Private Equity", *Journal of Economic Perspectives*, vol.23
- (5) Cornelli, Francesca and Oгуzhan Karakas [2012], "Corporate Governance of LBOs: The Role of Boards", Working Paper
- (6) Management Buyout (マネジメント・バイアウト)の略。企業の経営者がその株主から株式を譲り受けたり、会社の事業部門の責任者がその事業の譲渡を受けたりして独立する場合。

(ふくだ とおる・当研究所主任研究員)