

アナリストの眼

企業変革に取り組むバイアウトファンド

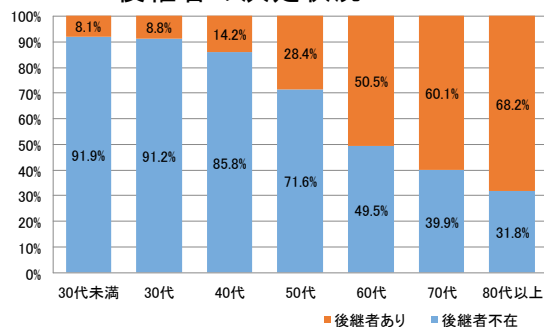
【ポイント】

1. 昨今の新型コロナウイルス感染症の流行拡大は、人々のライフスタイルとともに企業活動の変化を加速させている。その中で、経営権を取得し企業価値の向上に取り組むバイアウトファンドは、事業承継に問題を抱える中小企業や、経営効率性を高めたい大企業のニーズに応え得る。
2. 低金利環境下において、機関投資家によるバイアウトファンドへの投資に対する魅力は高まっているが、ファンド選択の際には注意が必要である。
3. バイアウトファンドは、企業の歴史に新しい風を吹き込む。リターンの視点だけではなく、企業の未来を見据えた持続的な成長を促す土台作りに貢献していくことが求められる。

1. コロナ禍で加速する企業変革

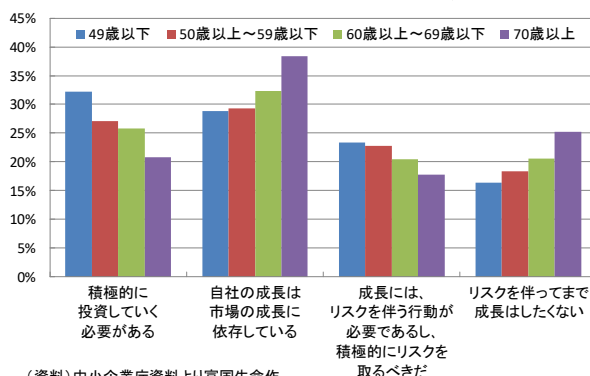
2019年末から始まった新型コロナウイルス感染症の世界的大流行は2021年を迎えてもなお続いている。日本では1月7日には1都3県に2度目となる緊急事態宣言が発令され、飲食店への営業時間短縮や不要不急の外出・移動の自粛を求められた。これまでも人口減少や、それに伴う経済のグローバル化、また社会全体のデジタルトランスフォーメーション（DX）の推進等を踏まえ、事業改革を進めてきた企業も少なくないが、コロナの影響は人々のライフスタイルに様々な変化をもたらし、多くの企業でビジネスモデルの在り方を見直す動きを加速させている。また、以前より中小企業を中心に経営者の高齢化に伴う事業承継も大きな問題となっている。経営者年齢別に後継者の有無を確認すると、60代では約半数、70代は約4割、80代は約3割で後継者が不在となっており、経営者年齢の高い企業においても、後継者が不在の企業が多く存在する（図表1）。コロナ禍で資金繰りや財務の悪化による一時的な経営不振をきっかけに、休廃業に踏み切るケースも出てきており、オーナー企業による事業承継のニーズは今後も高まっていくと予想される。中小企業庁による「中小企業の成長と投資行動に関するアンケート調査」では、若い経営者ほど成長のための投資に積極的な姿勢が伺えることから（図表2）、経営者の若返りをきっかけに事業改革がさらに推し進められる可能性を秘めていると言えよう。

図表1. 経営者の年齢別に見た後継者の決定状況



(資料) 中小企業庁資料より富国生命作成

図表2. 経営者の年齢別に見た成長への意識



(資料) 中小企業庁資料より富国生命作成

2. 企業変革を支えるバイアウトファンドの存在

かかる状況の下、変革を求める企業へ資金を出し、ソリューションを提供する主体として、プライベートエクイティ・ファンド（以下 PE ファンド）が存在感を増してきている。PE ファンドは、複数の投資家からの出資金をもとに事業会社等の未公開株式を取得すると同時に、その企業の経営に深く関与していく過程で株式価値を高め、上場や他の事業会社への売却によるリターンの獲得を目的とした投資ファンドである。その戦略は企業のライフステージによって多岐に亘る（図表 3）。中でも、成熟企業を対象としたバイアウトは事業承継に問題を抱える中小企業や、事業の選択と集中により経営効率性を高めたい大企業に適している。

図表 3. ファンド種類ごとの戦略

	企業ステージ	戦略
ベンチャーキャピタル	創成期	優れた技術やサービスを持つスタートアップ企業へ、研究開発費用や顧客紹介、採用、広報等の成長を促す各種支援を提供する
グロースキャピタル	成長期	継続的なキャッシュフローが見込まれる企業によるM&Aや海外展開等、更なる成長のための事業戦略構築やガバナンス強化を支援する
バイアウト	主に成熟期	大企業の非中核事業や、後継者問題を抱えるオーナー企業、業績不振により株価が低迷する上場企業の経営権を獲得し、ファンドが主体的に企業価値の向上を図る
企業再生・ディストレスト	衰退期・再生期	経営困難（破綻）企業の債務を取得し、財務・事業の再構築による弁済と金融機関からのリファイナンスで健全化を図る

（資料）富国生命作成

投資先企業の経営支援という面では、どの戦略も同じではあるものの、ベンチャーキャピタルやグロースキャピタルは、優れた新技術やサービスの提供による飛躍的な成長が株式価値向上の源泉となっており、革新的なアイデアを生み出す起業家の存在が前提としてある。

一方でバイアウトは、既にある程度の事業規模と資産を抱えた企業が投資対象であるため、企業価値向上の手段を様々な角度から講じることができるという点で、投資責任者の手腕が株式価値向上の源泉と言える。投資責任者の中には投資銀行やコンサルティング会社等、M&A に関連した業界でのバックグラウンドを有する人材が多く、それぞれの知見とネットワークを活かして幅広い業界に投資できることもバイアウトの強みであろう。またバイアウトファンドの存続期間は法令¹により通常 10 年で設定されるため、1 件当たりの投資期間も通常 3～5 年と有限である。この限られた時間で投資先企業の価値を向上させるために、投資責任者は経営陣との間で戦略の方向性を絶えず議論しながら実行し、適切な経営管理と迅速な軌道修正を実施する PDCA サイクルを着実に回す。企業価値向上の取り組みは一朝一夕で成果に結び付くものではないが、こうしたプロセスを習慣化することで、ファンドが投資資金を回収し経営に関与しなくなった後も、残った経営陣が継続して企業価値を高められる体制が構築されていくのである。

3. 投資家にとってのバイアウト市場

バイアウトファンドが日本で台頭してから 20 年余りと日は浅いが、投資家からの出資は着実に増えている。日本バイアウト研究所によれば、ファンドを設立する際に投資家との間であらかじめ定める出資約束金額²は、国内企業を投資対象とするファンドに絞

¹ 私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律第11条第1項但書き第4号

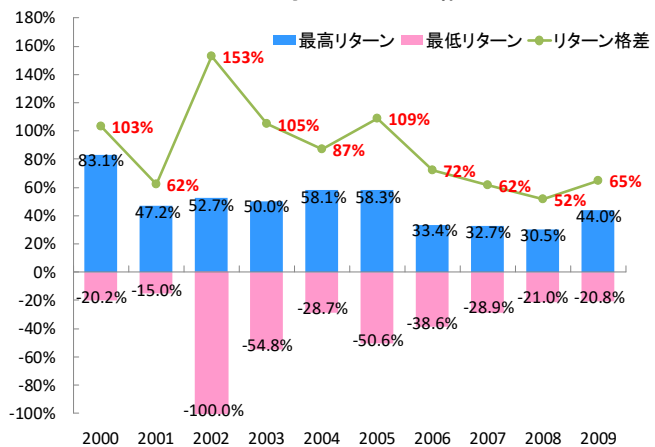
² 投資家はファンドに対して出資金額の上限を約束し、投資案件の発生の都度、出資履行請求に応じるキャピタルコール方式がPEファンド投資において一般的である。

っても 2019 年に約 5,240 億円と、リーマンショック以前の過去最高水準まで回復してきている。また、この期間に商法改正や金融商品取引法の施行等、M&A を通じた柔軟な企業再編を可能とするための改革がなされ、企業変革や再建努力を促す生産的な環境が整備されたこともファンドにとって追い風となった。

昨今のコロナ禍を背景として、世界各国では過剰流動性供給と大規模な財政政策を余儀なくされており、米国 10 年債利回りも歴史的な低水準で推移している。機関投資家にとって、調達コスト以上の投資利回りを確保するために株式等のリスク資産への投資を増やさざるを得ない状況に直面する中で、株式相場との相関性が低く、ポートフォリオ全体のリスク分散に寄与しつつ中長期的な高リターンを見込める PE ファンドは魅力的な投資対象と言えるだろう。ただし、全ての PE ファンドが押し並べて高いリターンを実現できるとは限らない。例えば図表 4 は北米の 2000 年代に組成されたバイアウト

ファンドの、組成年度別の最高リターンと最低リターンの差を示しているが、少なくとも 50%以上もの差がついている。運用責任者の知見や経験の差でファンド間のパフォーマンス格差が非常に大きくなるため、投資前のデューデリジェンスによるファンドの運用哲学や過去の投資実績は入念に確認する必要がある。また、組成された年によってパフォーマンス格差が生じていることから、PE 投資により安定したパフォーマンスを実現するためには毎年継続的に新規ファンドへ出資し、投資開始年度の市場環境による影響を抑制することが肝要である。

図表 4. 北米バイアウトファンドの
パフォーマンス格差



(資料) Bloombergより富国生命作成 (年)
(備考) リターンはファンド運用者への報酬控除後

4. おわりに

かつて敵対的買収を仕掛ける一部バイアウトファンドがメディアで大きく取りざたされたことで、ファンドそのものに対するイメージが悪い時代もあったが、現在では多くの PE ファンドが PRI (責任投資原則) に署名している等、経営陣と共に企業価値向上に向けて真摯に取り組んでいる。日本国内においては、高齢化社会の到来や新型コロナウイルスの影響により複雑化する経営環境にあり、バイアウトファンドの有する知見や経営ノウハウが今後も求められていけよう。バイアウトファンドの手法は、これまで企業が築き上げてきた歴史に新しい風を吹き込むからこそ、いかにして高い投資リターンを獲得するかという視点だけで事業を行うのではなく、投資先企業の持続的な成長を促す土台作りに貢献していくことが求められよう。そして企業経営者にとって、長年育て上げてきた自身の会社を第三者に譲渡する決断を下す裏には苦悩や葛藤もあるに違いない。その決断に報いるためにも、バイアウトファンドには企業の未来を見据えた変革に挑戦し続けることを期待したい。

(金融商品グループ 高野 哲治)