

## 英国における米国型プライベート・エクイティの形成とわが国への含意

富士常葉大学 内田 聡

### <報告要旨>

プライベート・エクイティ（PE）ないしバイアウト（BO）は、主に米英における展開から、わが国でも広く知られ、実際その市場が形成され始めている。

PE は一般にファンドを通じた未公開株式投資だが、買収企業への経営参画（ハンズ・オン）を通じ、その価値を増大させてキャピタル・ゲインを得るところに特徴がある。とくにアメリカでは、経営陣の派遣といったより直接的な関与を伴う場合が多い。PE は中堅中小企業への資金供給の円滑化、事業の再編などを通じて経済活性化の一翼を担うと考えられ、1990年代のアメリカ経済の好況に果たした役割も大きいといわれる。

ヨーロッパ、とりわけイギリスは PE の 1 形態である MBO（内部経営陣による企業や部門の買収）の発祥地として知られる。ノン・コア事業の売却や国有企業の民営化などに多くの事例があるが、80年代後半になると、MBO は制度改正やアメリカからの資金流入などにより、レバレッジを効かせた LBO へと変化した。また、買収企業に適当な人材がない場合は外部から経営陣を入れる、マネージメント・バイイン（MBI）も普及してきた。90年代後半には、買収の際に PE 会社などが主導的な役割を果たすインスティテューショナル・バイアウト（IBO）の存在が大規模取引で大きくなり、「イギリス PE = MBO」という図式では事態の把握は十分でない。

本報告では、イギリスにおける MBO の大規模化や MBI・IBO の進展の背景や意味を、アメリカ PE と比較しながら考察する。わが国では MBO への関心が高いが、今後、企業の潜在能力の顕在化、経営不振や破綻企業の再生などから、MBI などを含む広い意味での PE に関心を払う必要があるだろう。わが国金融システムは米英の市場型と同じでないが、イギリスにおける PE の展開は、メインバンク・システム変容下での PE 市場成立の意味や、その可能性の有無を考えるうえで参考になるだろう。

イギリスは比較的アメリカと近い金融システムに区分でき PE の制度的基盤の多くが存在するが、市場形成の事由と経営者プールの不在から MBO に始まった。ところが、ターゲットの存在と取引手法の蓄積により、MBO の大規模化・MBI の進展など、事業投資的色彩に加え、金融取引的色彩を帯びたアメリカ型 PE が展開されている。

わが国にとって、このような PE は、「企業再構築手法のアンバンドリング」と表現できるかもしれない。メインバンク・システムが後退するなかで、アメリカ型 PE が進展しないならば、企業再構築の一定領域に空白が生じている可能性があり、そのための論議が必要だろう。

### < 討論者からのコメント >

神奈川大学 数阪 孝志氏

本報告は、現在わが国で大きな関心事となっている PE について、先行するイギリスの状況をアメリカのそれと比較しながら考察し、わが国への含意を探ろうとしたものと要約できる。報告者も指摘しているように、注目度の割には十分に明らかにされていない分野であり、とくにイギリス PE がどのように生成・変質してきたのか、それを支える基盤(システム)の問題など、わが国にとって大変興味深い報告である。

**質問 1:** イギリス PE の規模や種類の変化について言及しているが、わが国を考えた場合、どのレベルの企業を対象としているのか。

**質問 2:** わが国メインバンクシステムとくにモニタリングへ関連し、PE が補完的機能を果たすという報告があったが、具体的には事前的・中間的・事後的のどの部分(あるいは複数)を補完するのか。

**質問 3:** PE を主体別にみた場合、わが国では投資家・仲介機関・投資先企業のどこに最も問題があるのか。

### < 討論者からのコメントに対する回答 >

**回答 1:** 未公開企業であればとくに規模は問わない。興味を抱いているのは、わが国 PE 市場の形成過程で、大規模化や多様化が進み、「純粋な資金仲介と経営支配」といった米国型の PE が成立するのか否かである。

**回答 2:** 機能面では全てに関連するが、期間は投資の間に限られる。重要なのは PE が機能する国にみられる、「分散した主体とそれが有機的に結合する金融システム」であり、PE は未公開株式という限られた部分ではあるが、その一翼を担うと考えられる。

**回答 3:** 外資に対する見方にもよるが、とくに仲介機関と企業に課題があると思う。ただし、回答 2 にもあるがシステム全般に関わる問題であり、英米のように 10 年単位でみていく必要があるのではないか。わが国では現在、MBO や企業再生ファンドが立ち上がり、(公開企業を対象とする)産業再生機構が機能するかは別にしても、新しい金融の仕組みに対する認識が高まってきたようだ。

### < フロアーからの質問とそれに対する回答 >

質問者：野村総合研究所 関 雄太氏

**質問 1:** わが国における MBO の内容をみると、MBO と MBI の違いは買収後に社長を内部から昇格させるか外部から招聘するかくらいの違いしかないようにみえる。英国や大陸欧州のバイアウトにおいて、ことさらに MBO と MBI を分けて分析する意義は何か。

**質問 2** : MBO の対象になりやすい企業においては、負債比率が低いもしくは無借金の企業が多く、資金供給源もしくは経営に対するモニタリング機能の分担という観点で、メインバンクの重要性があまり高くないように思われる。ドイツの例などから、銀行を中心とする金融システムであると MBO の発展が遅れるとのご指摘があったように思えたが、そういうことはあまりないのではないだろうか。

**回答 1** : 報告者の関心はマクロ的かつ今後のわが国 PE 市場にある。広い意味での PE が機能するにはシステムとの整合性の問題があり、英米が必ずしも良いというわけではないが、両国では PE の多様化が自然であり、わが国 PE を限定的に捉える一部の論調には違和感を覚える。

**回答 2** : 現在起こっているわが国 MBO (PE) については、御指摘が当てはまる部分が多いと思う。一方で今後、PE がどのように展開していくのかは、(あえて言えば、どのような役割を期待するのかにもよるが、)システム全体の問題であり、メインバンクとの関連についても考察する必要があるだろう。