

わかりやすく説明しようという姿勢が感じられる。最後の方に外国企業で働くことが記載されており、参考になる。

私は企業買収投資を仕事としているので、優れた事業や、事業モデルをみるのが多くありますが、経営陣が過去の成功体験にこだわり、次の成長段階に適さなくなっていることが多々あります。言い方を換えると、製品・サービス・従業員はすばらしいので、経営者さえその次の成長段階にあったプロを導入すれば、企業が停滞から脱する状況も考えられます。これは、「のびしろ」と呼べます。外国企業はこの「のびしろ」を「アップサイド」と呼び、投資の際に最も重視しますので、これも魅力の一つになります。

まず、日本企業のトップ及び財務担当者の資嘉達の考え方です。是企業では資金調達する理由がどの程度切迫度が高いのかによって、その方法が変わってきます。その選好順位は以下の通りです。

- (1)銀行融資
- (2)公募増資（不特定多数の投資家に株式を発行し、資金調達すること）
- (3)第三者割当増資（特定の投資家、企業に株式を割当て、資金調達すること）
- (4)資産の売却
- (5)一部事業・子会社の売却
- (6)他社との合併、事業売却

(1)から(3)は企業の資産総量（バランスシート）を膨らませる方法で資金調達をしています。経営においても、これは比較的受け入れやすいものでしょう。(4)と(5)は、バランスシートを縮小するものです。これは、日本の経営者は好まない傾向があります。経営が追いつめられて、ぎりぎりのタイミングで行われる傾向があるともいわれます。これに対して、外国企業は、(1)から(6)まで、分け隔てなく検討し、切迫度や資金調達と関係なく、むしろ長期的戦略的理由や事業ポートフォリオの理由から(4)から(6)の施策を検討します。

つまり、日本企業は「買収を好み、売却を嫌う」「国内企業同士での M&A を好む」と要約できます。

先述のように、日本の企業文化上、会社は買うけど売らない、外国企業による買収には乗り気でないということを、明確な傾向としてみることができます。これは、**経済合理性**に必ずしも沿ったものではありません。企業は経済社会の中で、世の中に提供できる価値を最大化すべき存在である以上は、企業文化だからといって、経済合理性を無視するような動きになることは望ましくありません。

買収し非上場とした企業の経営を立て直し価値を向上させるプライベートエクイティ (PE) ファンド

図 1-10 日本で活動する PE ファンド

ファンド名	日本を投資地域に含む運用中のファンド規模 (億円)	1件当たりの投資額目安 (億円)	主要な投資実績
<b>大規模ファンド (ファンド規模が 1,000 億円以上)</b>			
産業革新機構	18,000	5~1000	ルネサスエレクトロニクス、ジャパンディスプレイ、ランディス・ギア
地域経済活性化支援機構	10,000	5~500	日本航空、ウィルコム、アーク
KKR ジャパン	6,600	100~700	パナソニックヘルスケア、バイオニア DJ 事業、インテリジェンス
TPG キャピタル	6,600	100~700	エイボン、タカラトミー、NIS
ベムラ・アドバイザーズ	5,466	100~700	アリスライフサイエンス、あきんどシロ、ジョンマスターオーガニック
ベアリング PE アジア	4,400	100~500	武洲製薬、プリモ・ジャパン、ネットジャパン
OC キャピタル・パートナーズ	3,850	100~500	アルテリア・ネットワークス、テグノプロ、すかいらく、昭和薬品加工
MBK パートナーズ	2,970	100~300	ユー・エス・ジェイ、コマダ、TASANK、インボイス
ベイソン・キャピタル	2,200	100~300	オカイロ、ヘルメスチムズ、マクQミキ、ドミ/ビザ
カーライル・ジャパン	1,195	50~200	学生援護会、キナー、リハキ・カンマ、シンプレックス
丸の内キャピタル	1,000 (目標)	50~150	成城石井、タカラトミー、ジョイフル本田
DBJ インベストメントアドバイザーズ	自己資本投資	50~300	旭ファイバーグラス、鬼怒川ゴム工業、デクセリアルズ (旧ソニーケミカル)
オリックス・キャピタル	自己資本投資	50~300	弥生、ネットジャパン、ウイングアーク1st、旭ファイバーグラス
<b>中規模ファンド (ファンド規模が 300 億円以上、1,000 億円未満)</b>			
ユニゾン・キャピタル	700	50~100	あきんどシロ、クラシエ、東ハト、デクセリアルズ (旧ソニーケミカル)
日本産業パートナーズ	700	50~100	ITX、キューサイ、NEC ビッグロブ、KH ネオカム (旧協和発酵ケミカル)

出所：各種データを基に筆者作成

ファンド名	日本を投資地域に含む運用中のファンド規模 (億円)	1件当たりの投資額目安 (億円)	主要な投資実績
<b>小規模ファンド (ファンド規模が 300 億円未満)</b>			
ロングリーチグループ	495	50~100	三洋電機ロジスティクス、サイバード、日立ビアメカニクス
インテグラル	442	30~100	スカイマーク、アバマンショップ、信和
ゴリス・キャピタル・グループ	390	30~100	キューサイ、ワークスアプリケーションズ、ソエ・ワールド、関東運輸
東京海上キャピタル	326	30~70	昭和薬品加工、武洲製薬、バーニーズ・ジャパン
アドバンテッジパートナーズ	NA	30~100	クラシエ、ダイエー、ボッココーポレーション、カチタス
ジェイスター	204	10~40	エスコ、バーンリベア、プリマジェスト
アイソグマ・キャピタル	203	10~40	スイートスタイル、ゴールドバック、飯野ホールディング
アント・キャピタル・パートナーズ	200	10~40	チエッカーモーターズ、トライウォールジャパン、ヴァージン・シネマス・ジャパン
ジャパンプライベートエクイティ	200	10~40	矢野経済研究所、タカラビルメンテ、メディカルライン
CMIC キャピタル	180	10~40	トライウォールジャパン、ポリテックジャパン、マークスタイラー
ジャフコ	NA	10~100	ペイロール、キュービネット、アリュ、プリマジェスト
トラハド・インベストメンツ	NA	10~30	小松ライト、コスモヘルズ、アンドモト
ライジングジャパンエクイティ	NA	20~60	スタイラ、アイナックス、ナチュラルビューティファイ研究所
ニューホライズン・キャピタル	NA	10~30	ハウステック、万葉軒、まぐまぐ
SBI キャピタル	NA	5~40	ナルミヤ・インターナショナル、フードエックス・グループ
ACA	NA	10~30	五輪バックキング、トレード、サムティ
フェニクス・キャピタル	NA	10~30	三菱自動車、ゴールドバック、東急建設
ワイズ&パートナーズ	NA	10~30	テイボ、ツムライフサイエンス、旭ファイバーグラス
ネクスト・キャピタル・パートナーズ	NA	10~30	フジ医療源、CROSS FM、ホームメイドクッキング

政府系      銀行/商社/事業会社系      独立系

EBITDA は、営業利益に減価償却を足し戻したものですから、企業の現金創出力の近似値と考えてください。

EBITDA は、財務分析上の概念の一つ。税引前利益に、特別損益、支払利息、および減価償却費を加算した値である。損益計算書上に表示される会計上の利益ではない。2000 年前後には財務指標として広く利用されていたが、2002 年のワールドコム破綻の際に、指標としての欠点の問題となった。

EBITDA (利払い前税引き前償却前利益 : Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) = 当期純利益 + 少数株主持分損益 + 支払い利息 + 法人税 + 減価償却費

期間中の現金創出で、EBITDA 増加によるもの以外 (すなわち一過性のもの) としては、支払いサイトの延長、集金サイトの短縮、在庫管理効率の向上、遊休資産の売却及び滞留現金の削減等があります。これらは、いずれも一度やっしまえば、それでおしまいです。すなわち継続性のある EBITDA には影響を与えないものです。しかし、もし投資対象会社の PBR が 1 以下である場合には、現金創出は一度きりとはいえ、多大な価値を生むこととなります。事業改善に興味がないことが多いヘッジファンドやアクティビストが PBR に注目する理由はこれです。アクティビスト

が一度きりの「焼き畑」、PE ファンドが「農耕」にたとえられるのは、このような理由からです。

~~~~~

アクティビストは、株主としての権利を積極的に行使して、会社に影響力を及ぼし、会社を変えていこうとする投資家の総称をいいます。また、M&A に関わる投資ファンド会社の中で、単に株式を保有するだけでなく、企業価値の向上を目指して積極的に活動するファンドのことを「アクティビストファンド」と言います。

~~~~~

図 2-4 成長段階に沿った株主類型

市場占有率 成長率	低い	高い
高い	<b>第 1 段階：問題児</b> ● 非上場株 ● 成長株 ● ハイリスク、ハイリターン → 創業者、エンジェル →ベンチャーキャピタル	<b>第 2 段階：スター</b> ● 上場株 ● 成長株 ● 高価格 → 資本市場 → 機関投資家、個人投資家
低い	<b>第 4 段階：負け犬</b> ● 監理ポスト ● 銀行管理下 ● ターンアラウンド → 再生ファンド → ヘッジファンド	<b>第 3 段階：金のなる木</b> ● 上場株、配当株 ● ローリスク ● ローリターン → 国内系、外資系 PE ファンド → 事業会社 → アクティビスト

出所：BCG のコンセプトを基に筆者作成

日本の上場企業はそもそも規模が小さく、**Orphan stock**（孤児株）になりがちです（図 2-6 参照）。もし、日本において株主観点からの資金調達が行われていけば、企業が上場以外の方法を取り、M&A 市場を経由して事業会社に統合されたり、外資系ファンド所有となったりする例ははるかに増えると考えられます。

情報管理の重要性について、もう少し説明します。入札時には、競合する買い手に、買い手としての自分の動きをみられるのは致命傷です。普通に検討を進めていけば、情報が外に漏れることはありませんが、銀行との折衝に入ると関係者が増え、どうしても**情報が外に漏れます**。何度も言うようですが、売り手の本音は、価格、スピード、確度ですから、他の買い手より高く、早く、確実な提案をすれば勝てるのですが、情報が漏れていると、他の買い手がスピードを上げたり、極端な場合は、単純に価格を上乗せしてきたりします。価格上乗せは、特に有名外国企業が入札すると、その企業の事業精査にフリーライド（ただ乗り）してくるというやり方になります。

買い手にとっての理想のシナリオは、信頼のおける銀行とがっちり組んで、情報を管理したうえで、他の買い手に勝るスピードで資金を売り手の目の前に積むことです（ここで資金を「売り手の目の前に積む」というのは象徴的な意味で、実際に積むわけではなく、資金の確証のついた最終提案の提出という意味です）。

しかし、積んだ後が重要です。売り手はこの資金額を持って、**他にもっと高く売れる人がいないか探す (shop around)** という当然の行動に出ます。これを放置しては、せっかくスピードと確度で勝った意味がありません。

そこで、**最終提案の有効期限を設ける**ことがあります。自分が先行しており、その時点で誰よりも資金の確度が高いと確信が持てていれば、2日から1週間程度の期限を切ります。これにより、売り手は目の前にある確実な資金と、出てくるか出てこないかわからない、他のより高額な資金とを比較することになります。不動産業界では、実際に現金と売買契約書を売り手の旦別に置き、署名を迫るというのを聞いたことがあります。これに似ています。売り手がこの提案を取らないと決めたときには、もうその話は元に戻らないことになりますから、売り手も勇気がいらいます。

単純化していえば、アドバイザーのうち、投資銀行が現在、戦略コンサルタントが将来、会計士、税理士と弁護士が過去をみるのが役割ともいえます。

アドバイザーの役割は重要であり、案件の成功はその質にかかっているといっても過言ではありません。アドバイザー会社としての知名度や実績も無視はできませんが、**結局は個人の力に頼るところもあり**、あの売り手ならあの投資銀行のあの人が、この業界ならこのコンサルタントのこの人、というふうに決まることも多々あります。以下では、各アドバイザー別にどのように案件獲得に動くのかを説明していきます。

#### (ア) 投資銀行

対日投資 M&A 案件の実施において、中心的役割を果たすのは投資銀行です。投資銀行の役割は、大きく分けると、①案件の持ち込み、②上場している業界他社との比較と事業価値評価、③売り手との交渉支援、④他の買い手との競合に関する状況把握、⑤資金調達の支援——の5点です。日本では、**投資銀行の役割を証券会社が果していますが**、ここでは、投資銀行と呼ぶことにします。

投資銀行はほとんどの場合、**成功報酬しかとりません**。そのため**案件が成功すると判断した場合にしか真剣に取り組みません**。しかし、同時に投資銀行間の競争は職烈なので、自ら仕掛けなければ案件はとれません。そのような環境下で、投資銀行はまず、売り手にアプローチをかけます。通常、**M&A になると一社の売り手に対して複数の買い手が付くので、売り手側の案件成功の確率は圧倒的に高い**からです。

投資銀行は案件獲得競争が激しく、**案件を獲得するための営業部隊は強い**のですが、その後、実際に**案件を実行する部隊が不足**していることが多々あります。案件を獲得した後どのように実行部隊を確保するかがとても重要で、この点は外国企業（雇い主側）がしっかりと**指示を出せるか否か**にかかっています。

少し話は飛びますが、外資系ファンド業界ではよく、「**Unlock the value**（価値を解放する）」という表現を使います。大企業の子会社をファンドに売却することが一般化してきていますが、これにより、大企業は資産を圧縮し、資金を回収し、成長分野に振り向ける（または投資家に配当で資金を返す）ことができます。ノンコア事業に張りついていた資金を「解放」することができます。

しかし、本当にビジネス上のインパクトがあるのは、資金の解放ではなく人材の解放です。大企業の子会社においては、一定期間ごとに親会社から上層幹部が送られてきて、プロパー（子会社採用の従業員）のやる気をそいでいるケースが多くみられます。送られてきた幹部も「片道切符の島流し」ということでやる気がありません。もし、この会社が親会社から離れ、ファンド傘下になれば、親会社から人材が送られることもありませんし、プロパーの人にもチャンスが生まれます。また、実力があれば外部から採用されることも可能になります。このようにいろいろなしがらみに縛りつけられていた人材が一気に「解放」され、モチベーションを持って仕事する人の数が圧倒的に増えます。ファンドの果たす役割は、資産、資金の効率的配分以上に、人材の活性化によるものが大きいと考えられます。

事業精査（デューデューリジユンス）という会計や法務の部分を思い浮かべる方が多いと思います。これこそ M&A の中核と考える方が多いですが、外国企業にとって、この部分まで来たら**案件実施は 8 割方終わっている**ようなものです。買い手の仕事で一番大変なのは、様々なステークホルダーに納得してもらい（買い手の仕事）、業界・市場内の位置付けを確認し（投資銀行の支援）、投資対象企業の将来プランを考え（戦略コンサルの支援）、経営陣の体制を検討し（人事コンサルの支援）、事業に確信が持てるようになって、初めて本格的に過去の数字や契約の確認に入ります。このステージを、英語では「**Kick the Tires**（タイヤを蹴る）」といい、車がどこにあり、どこに向かい、エンジンや、運転する人がどういう状態かという点を明確にできたので、いよいよ足元が大丈夫かどうかを確認するという意味あいを持ちます。

一方、当時の GEHC(ヘルスケア)中国は急激に成長しており、2000 年代中盤には、GEHC 日本の販売額を追い越して、アジア第一の拠点となりました。これにつれて、アジア本社機能も実質上東京から上海に移行していきました。これは、商売のウエイトが中国にシフトしていたことはもちろん、人材の集まりやすさ、外資にとっての仕事のしやすさも重要な要因としてありました。アジア事業開発チームにおいても東京メンバーは減らされて、中国チームが中心的な役割を果たすようになりました。

残念ながら、私が日本にいる必要はそれほど高くなり、**日本で M&A が難しい以上、アジアの事業開発責任者が日本人である必要もなくなりました**。上海に移って仕事を続けることも選り肢としてありましたが、ロンドンでの失敗に懲りているので、やめておきました。

ロンドンでの失敗とは、私がロンドンの投資銀行に転職した際、わずか1年で解雇になった経験です。米国同時多発テロの影響があったとはいえ、自分の強みを生かせない場所（日本人にとってのロンドンの投資銀行）では長期的には生き残ることが難しいということがよくわかりました。この時の経験に基づき、日本人の自分が中国を中心に仕事をして、長期的には中国人に負けるだろうという判断をしました。

かくして、私は **GEHC のアジア事業開発責任者の仕事を辞める**ことにしました。はじめは日本でユアンデのような成功例を作るべく、日本に注力しました。もし、日本でユアンデのような案件があれば、ユアンデのような事業上の成功を実現したうえ、経営基盤のコントロールもうまくやり、日本ベースの NASDAQ 上場企業というような成功例を作れたかもしれません。しかし、日本ではこのような投資案件を作ることができませんでした。私自身、外資系事業会社が日本で M&A を使い展開することは困難が多すぎると思いました。そこでシナジーにこだわることなく、より広い業種で、事業の「のびしろ」と資本コストで戦うファンドへの転向を考え始めました。その時タイミングよく、ロンドンで勤務していたとき、英国人の同僚に常々話を聞いていた、欧州最大ファンドのペルミラが日本に進出するという話を知ったのでした。

2006年に私は外資系大手ファンドのペルミラに転職しました。

## 外国企業の特徴

そもそも外国企業はどのような特徴を持っているのでしょうか。かなり知られたことではありますが、典型的には以下のようなものです。

- ・明確な成果主義、360度評価制度
- ・一年ごとの雇用契約更新
- ・フラットな組織
- ・マトリックス組織
- ・内部コミュニケーションの重視
- ・長期的人的つながりより、案件ベースの取引

すなわち、個人とその個人が属するチームの役割や貢献度を常に透明性を持って見られているということになります。

## レジュメ（履歴書）の書き方

このような人材を求める外国企業に自分をアピールするためには、履歴書をマーケティングツールと考える必要があります。

- ・必ず1ページにまとめる
- ・Bullet（箇条書き）を使い、Action Verb（動詞）から始める
- ・具体的成果、案件名を記す
- ・応募先に合わせて強調点を変える

専門性を求めるわけですから、幅広い経験をしていることより、**特定の分野で具体的な強みと成果がある**ことが伝わるような履歴書を簡潔に作る必要があります。英語

のことがほとんどですが、動詞を使うことが非常に重要です。専門性を持って具体的に採用1日目から動いていけるイメージを作る必要があります。もちろん人間ですから、実際には3カ月程度の助走期間は許されるわけですが、少なくとも書類上はそのような印象を作る必要があります。

#### インタビュー（面接）の対応方法

いまどきの若い世代は、面接慣れしているとは思いますが、外国企業の面接は実はそれほど難しくありません。日本企業よりも考え方が標準化されているので、奇をてらったやり取りは全く必要ありません。

- ・インタビュー先企業の研究
- ・以下の質問に対する簡潔かつ明確な回答の準備
  - ✓ なぜこの業界に入りたいか
  - ✓ なぜ当社に入りたいか
  - ✓ なぜあなたを雇わなければならないのか
  - ✓ あなたは当社で何をしたいのか
  - ✓ なぜ前の会社を辞めたのか
- ・実績の詳細（成果の定量的数字も含む）
- ・失敗とそこから学んだもの
- ・リファレンス先（推薦人）の確保と根回し

一ついえることは、過去の失敗を隠す必要はなく、むしろその失敗原因がチャレンジから生まれたものであり、そこからの学習能力をしっかりと示すことは成功例を示すこと以上に効果的です。

#### 入社したら特に日本人に必要なこと

- ・ . . .
- ・反論に慣れる
  - ✓ 反対意見があることが当たり前 (Agree to disagree)
  - ✓ 議論を戦わせる中で、主張を変える柔軟性を身につける
  - ✓ 相手に Why と聞かれることを恐れない。自分も相手に Why と聞く
  - ✓ 勝った負けたではない

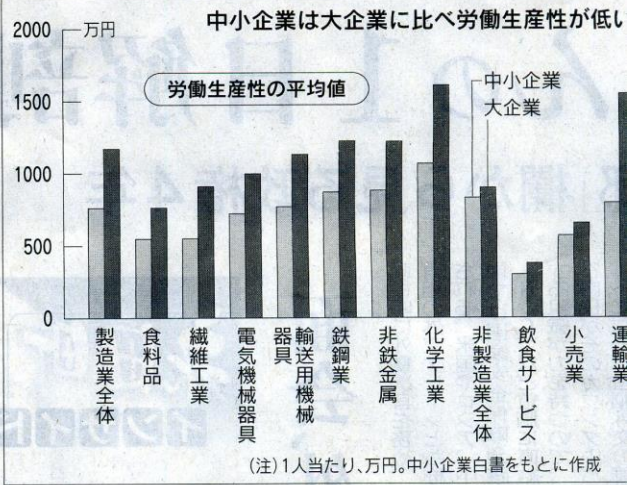


# 成功の条件

い。日本は中小企業の国だ。中小企業が潜在能力を存分に発揮し、低い生産性を高めてこそ日本経済の最終回は復活を果たし、に焦点を当てよう。(編集委)

企業が再生するうえで重要な役割を果たすのが潜在能力のある企業に出資し、改革に腕を振るうプライベート・エクイティ(P.E)ファンドだ。米国の名門ファンド、ペインキャピタルの杉本勇次・日本代表に特長や今後の展開を聞いた。

「P.Eファンドの活動規模はどのくらいですか。」「日本ではまだなじみが薄いかもですが、世界では相当な存在感がある。当社の推計ではP.Eファンドの累積投資額は世界で9兆円に達し、現時点で投資可能な資金は15兆円に及ぶ。実際にはファンドの投



資に連動して融資なども実施されることが多く、動かせる金額はその数倍に達するだろう。日本企業も自らの経営改革にファンドの力を活用してほしい」

「どんな投資パターンが多いのでしょうか。」「一つは大企業が非中核事業をカーブアウト(切り離し)する際の受け皿になることだ。最近では東芝が半導体事業を分社する方針を決めており、投資のチャンスが生まれるかもしれない。企業統治改革が進み、企業が事業の取捨選択を加速すれば私たちの活躍の舞台も広がるだろう」

## 潜在力引き出す触媒に



三木 悠二・ゆうじ 三菱商事に勤めていた1998年に米リップウッド事業に参入し、2006年に日本に拠点を移し、主にベンチャー企業に投資する。47歳

「もう一つは事業継承型の投資だ。オーナー経営者が退く際にファンドが株式を譲り受け、中に入って経営の仕組みを整える。創業者のカリスマに頼った経営から、より組織化された経営に脱皮できれば企業の持続可能性は確実に高まる。このパターンは当社でも多数の実績があり、雪国まいたけもその一つだ」

「いずれも経営権を握って経営陣とともに改革を進放すにしても、一つの投資め、企業価値を高めることで投資リターンを得る。その基本は同じだ。理解してほしいのは、短期の株売買で利ざやを稼ぐモデルではないことだ。最後は株を手放すにしても、一つの投資

「81年に就任したゼネラル・エレクトリック(GE)のジャック・ウェルチ前会長は「選択と集中」のスローガンを掲げました。」「80年代以降は投資家の圧力もあってGE流の改革が多く、米国の企業は競争力と株式市場の活性化を取り戻した。その中でP.Eファンドは「変化を促す触媒」としての役割を果たした。今の日本はかつての米国とよく似ている。事業構成や組織運営を改善していくことで、業績が大きく伸びる企業もたくさんある。日本企業の経営改革はこれから本番だ」

## 製販会議 組織に横串

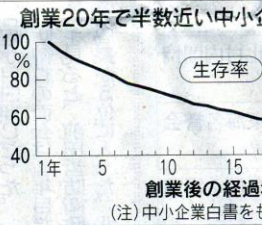


優れた技術や製品、顧客基盤がありながら、経営が暴走を始め、会社が傾く。こんな残念な例は枚挙にいとまがない。創業20年で淘汰される中小企業は半数近い。雪国まいたけ(新潟県南魚沼市)もそんな一社になつてしまったかもしれない。極めて見つけにくい、たまたま山で出くわした人が

喜びのあまり踊りを舞う。「まいたけ」の語源はこんな話に由来するといふ。この貴重なまいたけの人手での大量生産に成功したのが1982年創業の同社だ。順調に発展し、株式も上場したが2011年ごろから函車が狂い始める。業績悪化に続いて不適切な会計が発覚。引責辞任した

はずの創業者が経営に関与し続け、混乱が長引いた。業を煮やした銀行団の主導で株式公開買い付けが実現し、15年に経営権を得たのがペインキャピタル日本法人(東京・千代田)だ。同社の中浜俊介は雪国まいたけ常務も務め、週日は新潟住まい。奔走のかいあり財務面で再建のメドはほ

雪国まいたけタルの支援をてきた(雪国)



ぼついた。EBITDA(払い・税・償却前利益)は今期50億円の台に届く見通しで、利益と有利子負債の比率も「バランスのいい水準に戻った」といふ。だが数字は結果にすぎない。大事な数字の背後にある組織体質の改善だ。過去はカリスマ創業者の個人商店の色彩が強く、各部

場開設も検討する。「マネジメントのやを手直しし、この社会的な強みを解き放つができた」と中浜は言いいモノを持ちながらを生かし切れない。以雪国まいたけのようなは日本全国にたくさる。それだけ改善の余地大きいはずだ。(敬称

「企業再生 成功の条件」は終わり、2月5日付からは社会保障をテーマにした新連載を始まります。少子高齢化でさしみがさ目立つ日本の年金、医療、介護、育児の各制度を振り返り、