

2. 国際化と地域ファンド

シティック・キャピタル・パートナーズ・ジャパン・リミテッド
マネージング・ディレクター 奥野 啓
(報告要旨)

(1) シティック・キャピタルの概要

シティック・キャピタルのシティックとは中国の大きな財閥の中信集団であり、シティック・キャピタルは、その系列のバイアウト・ファンドとして、過半数以上の経営権も持ちながら会社と一緒に成長するビジネスモデルに取り組んでいる。

このファンドの特徴の1つは、中国、アジアに進出する日本の企業のリスクを少なくする水先案内人であり、その中心は「中国を活用して事業成長機会（売上、利益の増大）をもたらすこと」にある。言葉をかえると、日本では投資ファンド、中国・アジア市場においては、進出した事業会社の株を持った事業パートナーになる。

第1号ファンドは170億円の規模であり、資金の大半は、政策投資銀行をはじめ日本の大手4行と大手商社から得ている。スタッフは、日本人と中国人の混成チームにより国境をまたいでサポートしている。

投資先は、チャイナ・アングルがあるかどうか、中国で伸びしろのある会社を対象としており、製造業、特に消費財産業が中心になる。

シティックグループは、財閥というか、中国の改革開放政策、その後の発展の歴史の中で非常に重要な役割を果たしたグループである。3つぐらい大きな機能がある。1つは金融資本の集積ということで、中国や香港の銀行・証券等を傘下におさめている。

もう一つは、外資の大手企業が中国に入るとき合弁相手という機能、コカ・コーラの合弁とかウォルマートとの合弁、三菱化学や日産自動車が最初に入ったときにもシティックとの合弁をつくっている。

3番目は、シティックグループの保有する会社の運営である。鉄、石油、不動産、製造業など、最近ではキャセイ・パシフィックの筆頭株主になったが、関係会社は500社、従業員15万人になる。

(2) 地域企業再生の視点

本研究会のテーマである地域経済の再生を考えるとときの視座として、いくつかポイントを挙げておく。1つは、地域の問題と言っても今や世の中は非常に狭くなっているので、ここ10年、15年ぐらいの間に恐らくITの影響もあるが、企業が地域や国によって住み分けていくことは明らかである。その結果、既存のキャパシティの余剰というのも出てきて、昔は100社あった企業はそれほど要らないということで、グローバルな調整が進むことをみとっておく必要がある。

また、世の中が狭くなるに従って、発展途上国が国際市場に突然現れて、あるいは全く別の業界から大手企業が参入して、今までの勢力図が一気に崩れてしまうというようなこ

とが、大会社から中堅、中小の世界までよく見られるようになった。したがって、日本が世界の中に組み込まれるのと同じように、地域も日本の中から一挙に世界の中でという図がすぐ出てくる。

もう一つは、今の金融危機とか原材料高という問題もあるが、トレンドとして少子高齢化が具現化してきたことを認識しておく必要がある。例えば一番最初に影響を受けているのはベビー用品の会社で、去年も何社か中国に主戦場を移したいという相談があった。少子高齢化の影響は地域において、先行的にかつインパクトを持って出てくる。

これも去年幾つも見えた例だが、繊維、陶器のような伝統的な産業集積地域から、そこであえいでいる会社が相談に来るケースが多い。よくよくみると集積地の日本を代表する1位、2位の会社がもう既になくなっていく。アパレルの関係とかの集積地域の1番、2番のところは先に倒れている。

地域の金融機関の罪ではないと思うが、地域の中だけで考えている限り、解がないというケースはよく見られる。そもそも市場が縮んでいて、保有する情報が地域内のものではないと手の打ちようがない。M&Aを活用といっても、地域の中に投資家はいない、他の地域にいるのか、場合によってはアジアの会社かもしれない。

(3) グローバル化の取り組み

地域企業の活動は、まず日本でというのは当たり前だが、全体の市場が縮んでいる中で、グローバルな視点でパートナーを探したほうが良いのではと思う。本当に興味を持っているシナジーのあるパートナーは実は日本の中にいないのかもしれない。

1つの具体例として、鳴海製陶の例を紹介する。鳴海製陶は、1946年に創業したボーンチャイナが主力の高級洋食器メーカーである。ノリタケに次ぐ有力ブランドではあるが、国内市場の成熟化による販売不振に直面していた。そこで、住友金属工業の子会社であったが、シティック・キャピタルの支援で2006年にMBOを実施するとともに、中国市場に進出して大きな成功を収めている。シティック・キャピタルが鳴海製陶に90%の比率で投資して既に2年がたっている。中国での売上は倍々で伸ばしていて、販売店は2店舗から30店舗近くに増やしている。まず、中国のデパート、レストランを押さえてブランドづくりに力を入れた。一流デパートの一番いい角地のスペースを中国スタッフが取りに行っている。現地企業と直接交渉しないとそれが取れない。一般小売はせず、コーポレートギフトという慣習の中に鳴海製品を浸透させ、大手企業が贈答品として使うようになって、ブランドが確立していった。

地域の金融機関が悪いのではないが、海外進出をサポートするすべは持ち合わせていない。もちろん、海外セミナーや商談会を開催など努力はしているが、それだけで市場の開拓はできない。地域では特に資金だけでなく、グローバル化に対応できる人材の確保が難しい。やはり助けが必要である。

そういう中で、1つの解としてこれが絶対のものだとは言えないが、投資ファンドが地

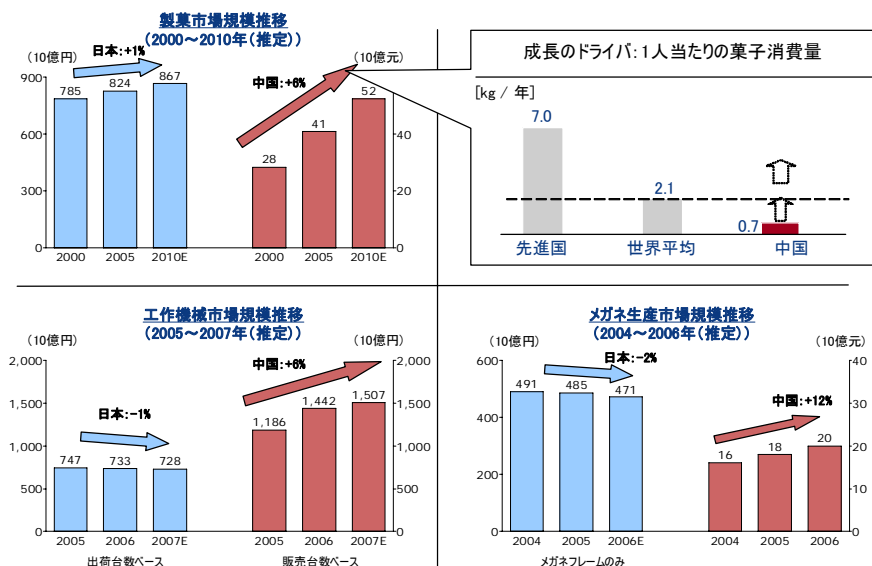
域の企業に投資をして、経営改善、利益追求の中で、海外市場に安全に出ることをサポートするというのは有効な方策である。

次の図は、成熟した日本市場と成長する中国市場を製品別に比較した図である。中国人のコンサルティングチームを使い調べたものである。

お菓子の市場をみると、日本が1%成長であるのに対し、中国は6%成長。成長ドライバーが右に示してあり、これを見ると愕然とするが、先進国は1人当たり1年間に7キロお菓子を食べている。世界平均でも2.1キロ。ところが中国は0.7キロに過ぎない。成長は実は販売の仕方がうまいとか、マーケティングがどうこうという前に、そもそも豊かになれば先進国なりにまでいかなくとも、世界平均には到達する。つまり中国市場は今の少なくとも3倍までは伸びるということである。これはお菓子の例だが、押しなべてこういうことが言える。

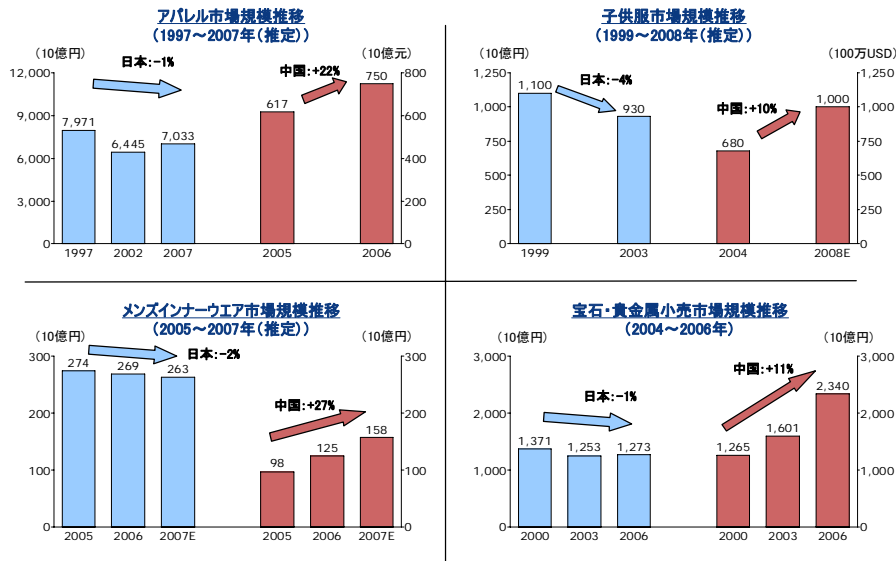
工作機械も、日本はマイナス成長で、中国は6%の成長であり、同様にめがねは二桁(12%)のレベルで成長している。アパレル市場の伸びも大きく、子供服、メンズのインナーウェア、宝石・貴金属も可能性の高い市場である。これらはいずれも、最近、当社に投資の検討を持ち込んだ企業が属する産業分野である。

成熟した日本市場 ~成長著しい中国市場との対比 (1)



出所: Trade press (FMCG Report, FMCG Information), China Confectionery Association, Euromonitor, 矢野経済研究所, World Industrial Database, 日本工作機械工業会, 中国機械工具工業協会, 日本能率協会総合研究所, 香港貿易発展局, シティック・キャピタル分析

成熟した日本市場 ～成長著しい中国市場との対比 (2)



出所: 総務省、China Apparel Association、矢野経済研究所、シテック・キャピタル分析

-7-

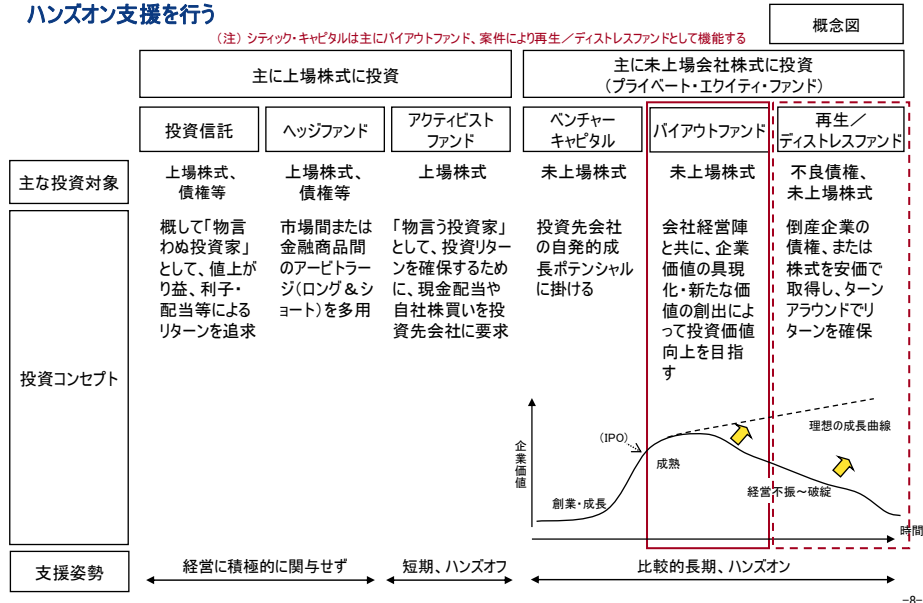
(4) ファンドの役割

ファンドの概念を整理すると以下の図のようになる。まず、上場株式に投資するものと、非上場企業の株式に投資するものに大きく分かれる。上場投資タイプで全く経営に関与しないものに「投資信託」や「ヘッジファンド」がある。一方、アクティビストファンドは「物言う投資家」として口を出すのが、視野は短期でハンズオンはしない。

一方で未上場を対象とするところは、企業の成長ステージによって分けられる。ベンチャーの段階に投資するのが「ベンチャーキャピタル」であり、「バイアウトファンド」はどちらかというと成熟した会社、それをさらに成長させるのが狙いである。オーナー経営者が一代で築き上げて、二代目以降が伸び悩んでいるという企業が対象になる。それがさらに経営不振になってくると「再生ファンド」というものが出てくる。我々はバイアウト中心だが、タイミングが来れば再生案件もやっていく考えである。

バイアウトファンドは、確かに支配権をとるところで企業に構えられるところもある。しかし、業務提携であれば抵抗はないが、責任は小さく踏み込みも甘くなる。バイアウトファンドは会社の価値が崩れる＝自分たちの投資価値が崩れるわけで、一心同体であるという意味では相当のリスクを負っている。

バイアウトファンドは、事業確立後のさらなる企業価値向上を目指し、比較的長期に渡って
ハンズオン支援を行う



よく同業者なり商社に買ってもらった方がいいという意見がオーナーから出される。これについて、幾つかのポイントを比較してみる。まず一つは、事業会社を買われてしまうと自主独立性がなくなることがある。また、親会社との重複部分のリストラが必要になることもある。さらに、事業会社を買われると E x i t という概念がなくなり、部門としてあるいは子会社としてずっとやっていくことになる。

ファンドの活用は、インセンティブ設計の自由度が高いことが利点の1つになる。事業会社を買われた場合、当然、子会社として親会社の体系に組み込まれていくが、ファンドの場合は経営をお任せにせざるを得ない。サポートはしても経営の自由度を与え、成長すればインセンティブとして返ってくるように、企業側とファンドの利害を一致させておくことになる。もちろん不幸な例もあるが、基本的に利害の一致を最初からごまかさず、きちんと設計しておけば、会社にとっていいことはファンドにとっていいことになる。

会社というのは20年かけて成長していくが、ファンドの場合は、長いものもあるが、通常は3年から5年で E x i t になり、そこまでに企業価値の向上が実現できているかどうかのタイムスパンの問題、あるいは売り上げよりも利益をきちんと出す体質に早くしてもらわないと間に合わなくなる。うまくやっていくためには、この辺がきちんと議論できているかどうかが大切である。

(5) 地域再生におけるファンドの活用

最後に、地域企業の再生、あるいは活性化におけるファンドの活用について検討する。地域企業におけるファンド活用には、少なくとも以下の3つのポイントがある。

- (イ) 製品・サービスの競争力
- (ロ) 経営陣の経営能力
- (ハ) 市場の成長性

主としてファンドが貢献できるのは(ロ)と(ハ)に問題がある場合である。具体的には、製品・サービスにもう存在意義がない。競争力がなく上に強い会社から中堅どころまでいて、経営陣もそんなによくなく、市場も伸びそうもない。この場合は全然だめの評価になる。例えば(イ)がだめな場合は、経営者はそこそこで、市場もそこそこであっても、なかなかやりようがないところがある。よく日本がだめだから中国へ出たいと言って来る企業があるが、製品・サービスが日本でも下のほうのレベルにある場合は、中国ではまだ行けるかもしれないが、価格を20分の1にするはめになる。(イ)がだめな場合は、ファンドの活用は非常に難しい。

(ロ)がだめなケースは、オーナー企業の場合に相当数みられる。(イ)がそこそこののに、マネジメントによって落ちている場合は、救うすべがある。特に地域企業の中には、地域の中しか見て来なかったために、洗練された経営というのが身につかないケースも多く、相応の経営者を連れてきてくれれば、自分はただの株主になってもいいという覚悟であれば再生が可能である。

(ハ)の市場成長性があれば、地域に市場がなくても日本の他地域に出たり、世界に導いてあげることも可能である。

当ファンドでは中国市場を主な対象としているが、地域をみると、欧米でもまだまだいける商品を持っているのに、日本にとどまっているケースが結構みられる。その場合は、欧米に強い欧米のパートナーを見つける、あるいは欧米の会社とM&Aをする等をサポートできるファンドであれば、一足飛びに大きく変わる可能性がある。

先述したように自主性をなくす道を選ぶかどうかの判断が重要である。ファンドが3年、5年で海外の道筋をつけたらあとは、自分が抜けても、ファンドが抜けても、マネージしてくれるパートナーを見つければいいわけで、例えば10%、20%の持ち株でファンドを提供してくれるところもある。以上のように、ファンドは有効な地域再生の手段であることは多分間違いないといえる。

ファンドの役割及び貢献というのを以下にまとめてみたが、非常に多岐にわたる。よくオーナー経営では、株が家族など関係者に分散してしまっているケースも結構みられる。これを束ねるのもファンドの一つの仕事である。親子関係のもとに、たくさんの会社がつくられているのを一回整理するというのもファンドの仕事。また、取締役会の機能を植えつける仕事も重要である。これまで、誰も意思決定に参加せず、内部で経営の議論もしていないということも多い。

また、先述したように、ファンドと対象会社の経営陣との利害一致を図るために、経営戦略の企画立案が必要になる。親会社がいたので経営計画というのをつくったことがないという例もある。親会社にこれで赤字出さないようにやってくれと言われて、長い歴史がある会社でも一回も経営計画をつくったことがない。我々が入り1年半ぐらいかけて計画をつくっている。そこからスタートしなきゃいけないところが結構ある。オーナーの企業の場合も計画が作られないケースが多く、強み弱みの分析も資料分析もほとんどできていない。それをつくらせるのは結構時間がかかるし、マインドが変わらないとできない。

管理体制についても同じように非常に弱いことが多い。実はこれをつくろうとすると、経営陣、従業員の意識改革が必要で、どうしても動かない場合には外から人を連れてくる。

押しなべて、会社というのは事業を考えると自分のリソースの制約の中でしか考えられない。中堅ぐらいの会社までは、リソースがないということで視野が狭くなりがちである。そこを広げてあげるのもファンドの役割と考えている。

ファンドを活用するがどうかは別にして、企業再生をするには、何を捨てて何を守るのかという視点が重要である。会社も守るし、従業員も守る。自分たちの地位も守る、なぜならば地元の名士だからという企業の再生は非常に難しい。

地域企業の再生・活性化におけるファンドの活用(ファンドの役割及び貢献)

- 再生・活性化する地域企業を見るポイント: 「何を守って、何を捨てるのか」
? ① 製品・サービスの競争力、② 経営陣の経営能力、③ 市場の成長性
主としてファンドが貢献できるのは②や③に問題があるケース
- オーナー企業の事業承継型MBO: 対象会社・経営陣、オーナーにとってのメリット(ファンドの役割・貢献)

対象会社、その経営者・従業員にとってのメリット	オーナーにとってのメリット
<ul style="list-style-type: none"> ■ 経営管理と事業体制の構築 ■ (弊害ある) 所有と経営の分離の解消 <ul style="list-style-type: none"> ● 経営の私物化、同族のお財布化からの脱却 ■ 経営陣や従業員へのインセンティブと資産形成 <ul style="list-style-type: none"> ● 従業員の帰属意識・参画意識の醸成など ■ ファンドによるガバナンスの確立 ■ ファンドの持つ知見や各種経営資源の活用(下段参照) 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 株式の現金化とプレミアム価格での売却 <ul style="list-style-type: none"> ● プレミアム価格は原則業績が良好な場合 ■ 個人経営から組織経営への移行 <ul style="list-style-type: none"> ● 経営に関与しない(する能力のない)同族株主よりファンドのガバナンスや支援が信用力を増すケースも ■ 相続に伴う株式分散の回避
ファンドの役割及び貢献	
<ul style="list-style-type: none"> ■ 投資による資金の提供 ■ 最適な資本政策の導入(株主、資本負債比率、親子関係) ■ 取締役会の機能強化及び意思決定機関として役割再構築 ■ ファンドと対象会社・経営陣の利害を一致させる仕組みの導入 ■ 経営戦略(再生計画を含む)の企画・立案 <ul style="list-style-type: none"> ● 新規事業や成長分野に関するアイデアの導入 ■ 経営管理体制の構築 ■ 組織再編 ■ 経営陣や従業員の意識改革や教育 ■ 経営陣及び主要管理職の採用 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ターンアラウンド・マネージャーの採用 ■ ファンドの国内外の投資先や提携先、またはその先で提携先(調達、製造委託、販売など)になりえる会社の選定・紹介 ■ 事務所・工場など拠点に関わるアドバイスや相談 ■ M&A候補先企業の選定・紹介 ■ ファンドのE&Dに備えた将来の株主構成の検討や準備

出所:「これぞMBO!!」から出版、CITICの分析・見解

-11-