

第3回 M & A 研究会

議 事 録

(平成20年12月4日開催)

落合座長 それでは、時間になりましたので、第3回のM & A研究会を開催させていただきます。

最初に新しくこの研究会のメンバーにお加わりいただくお二人についてご紹介いたします。お一人は西村あさひ法律事務所の武井弁護士でありまして、前回、法制上の諸課題についてご報告をいただきました。もう一方は、M & Aフォーラムの活動につきましてご協力をいただいておりますマーサー ジャパン代表取締役の西口さんでございます。今後どうかよろしく願いいたします。

それでは議事に入ります。本日の議事(1)最近の投資会社のM & A動向について、これにつきましてご議論いただくということです。資料1は、この研究会の下に置かれています投資会社の動向について検討を行っている小研究会のメンバーの方々あるいはどのような内容で開かれているかということにつきましての資料でございますので、後で目をお通しいただければと存じます。

それでは、本日は小研究会のメンバーである株式会社レコテデータの吉富優子さんから最近の投資会社のM & Aの動向についてご報告をお願いいたします。よろしく願いいたします。

吉富氏 レコフデータの吉富と申します。よろしく願いいたします。

最近の投資会社のM & A動向についてご説明します。まず、M & Aマーケット全体の動向を簡単にご説明させていただいて、その後に投資会社の動向についてお話をしたいと思います。

日本企業のM & A件数は、11月末までで2,213件となりました。前年から1割減で推移しております。このままでいきますと、特に11月に入って件数が急激に減っていますので、2008年全体で2,400件前後になるかと思えます。昨年と比べますと300件の減少です。

月別の件数の推移が3ページにあります。先ほども申しましたように11月は170件、前年同月比で23.1%の減少となりました。11月単月で見えますと、ここ数年は200件を超えていたのですが、2003年の141件に次ぐ低水準になってしまいました。

月別の減少率で見ますと、昨年12月頃からマイナス傾向になっておりまして、それがこれまでずっと続いているということでございます。

4ページは、マーケット別の件数です。2,213件のうちIN-IN、日本企業同士が1,686件。IN-OUT、日本企業の外国企業に対するM & Aが344件、OUT-INが183件です。

構成比は、OUT-INが昨年は11.5%といったん上昇しましたが、今年は8.3%まで低下しております。

次にマーケット別の前年同期比、5ページです。今日の日経産業新聞にも出ていますが、ここで言えることは、IN-OUTのみが前年同期比で9件、2.7%増加しております。IN-INとOUT-INにつきましてはそれぞれ8.6%、35.8%の減少となっております。

金額別で見ますと、11月までで11兆5,300億円。昨年は12兆円を超えております。昨年並みもしくは若干これに足りないところで今年は終わるのではないかと思います。内訳は、IN-OUTが7兆2,500億円と、前年同期比で約3倍に増加しております。件数は9件しか増えておりませんので、日本企業の対外国企業へのM&Aが大型化しているということが言えます。

IN-OUTにつきましては、2006年に大型のM&Aが相次ぎまして、8兆6,000億円と最高額を記録しました。この年、12月にJ Tによるガラハー買収が発表され、2兆2,500億円が計上されております。今年はいくつか1兆円ディールが出てくれば別ですが、2006年にとどかず、7兆円台にとどまるように思われます。

ここに掲載しておりませんが、補足して1月～11月の金額のトップ20の内訳をご説明します。トップは三菱UFJフィナンシャルグループのモルガンスタンレーへの資本参加で9,480億円。以下、20位までがIN-OUTが13件、IN-INが7件で、日本企業がすべて上位20の買い手となっております。

うち投資会社が絡んでいるものは1件のみ、8位の3,000億円、野村フィナンシャル・パートナーズなどが足利銀行を買収したディールです。

以上、全体の動向を簡単に述べまして、これから日本企業に対する投資会社のM&Aについてお話しさせていただきます。

7ページをご覧ください。11月までで233件となりました。内訳はIN-IN150件、OUT-IN83件。2007年は402件と史上最高件数を記録しまして、M&A総件数に占める割合も14.9%まで上昇しましたが、今年は10.5%まで低下しております。

減少の一因としては、昨年402件のうち174件あったOUT-IN、外資系の日本企業に対する投資が今年は83件と激減していて、そのために全体件数を引き下げていると言えます。昨年は市場で買い増すアクティビスト系の動きが活発化していたのですが、今年に入ってそういう動きが少なくなっているという状況です。

一方、2006年と比較してみますと、2006年は318件中、OUT-INは77件でした。それに比べて今年は83件と増えています。かたやIN-IN、国内系の日本企業への投資は241件から150件と減少しています。外資系ファンドのディールが減ってしまったということよりも外資系と国内系含めて投資会社、ファンドの動きが鈍くなってしまったということが言えると思います。

金額は、8ページです。今年1-11月で7,862億円と1兆円を下回りました。昨年は1兆7,200億円と1兆円を超えていましたから、今年はいくらでも減少しております。M&A総額が11兆5,000億円ですので、それに占める割合は6.8%。件数は1割を維持していますが、金額は6.8%と1割を割り込んでおります。

9 ページですが、今年の1-11月の金額上位20です。20件のうち、IN-IN、国内系の投資が9件、OUT-INは11件。1位が先ほど申しました野村フィナンシャル・パートナーズなどの足利銀行の買収で、3,000億円。M&A全体の上位20の中ではこれしか入っておりません。2位は米カーライルグループのNHテクノグラスの買収で581億円でした。

10ページに2007年のランキングがございます。投資対象の業種を比較してみますと、昨年は不動産・ホテルが5件あり、金額の最高額は3位の合同会社光明によるシンプレクス・インベストメント・アドバイザーズの買収で1541億円でした。

しかし、9ページにもどって、今年は件数が3件と減少したうえ、オリックス・プリンシパル・インベストメントが運営するファンドによるジョイント・コーポレーションの買収の100億円など、小規模となっています。今年の上位20のうち、1000億円を超えるデールは1件しかなく、全体的に昨年に比べると小粒になっています。

11ページで投資会社の売却の動きについて説明します。これにはIPOは含まれておりません。取得した株式の売却の件数を集計しています。11月までで59件ありました。昨年は56件まで落ち込んだのですが、今年に入って増えております。この背景のひとつとして、新興市場が冷えてきているうえ、上場審査も厳しくなっているということで、IPOをすることが非常に難しくなっていることがあげられます。さらに、投資会社が買い手の件数が2004年ぐらいから急激に増えていて、投資回収の時期を迎えていることがあげられます。投資期間を早くて3年から4年と想定すると、回収の期限が迫っている案件が少ないといえます。

59件の内訳ですが、日本企業に売却した案件が50件に対して、外国企業に売却した案件が9件と、これまでに比べて増えております。売却先の選択肢が国内の事業会社などのほかに外国企業にも広がっているということが見てとれます。

金額では、外国企業に売却した金額が1,260億円と、全体の3348億円に占める割合も非常に高くなっております。

買い手となった外国企業はどういうところかというのは、売却の金額上位20に出ております。例えば、米RHJインターナショナルが投資していたD&Mホールディングスの株式を米ベインキャピタルに売却するとか、野村プリンシパル・ファイナンスが投資していたタンガロイの株式を米投資会社の傘下でイスラエルの超硬工具メーカーのイスカルに売却するなどの案件がありました。この事例のほかに、インドのカナドイルグループがベネックスの株式をファンドから取得するといったアジアの企業に株式を売却するケースが9件中6件ございました。

このほか、投資会社から別の投資会社に転売されるケースも増えております。金額上位20のなかにも4件見られます。

最後に、14ページのグラフですが、先にご説明いたしました1月～11月までの投資会社のM&A件数233件の「投資会社」を調査分析しております。私どもは、投資会社について一つひとつ連絡をとって、自己投資か、ファンド投資かの確認をとっております。233

件中約7割が、ファンド投資と判明しました。そのほかの約3割については自己投資または、自己投資かファンド投資か判明しないものです。判明しないものが1割程度あるのが実態です。

現在は、これまでにM&Aで登場した「投資会社」を過去にさかのぼって調査をしているところです。現在のところ、ファンドとして把握できている数は600以上ございます。そのファンドが1,600件近くのディールに登場しているということで、これについては今後調査を進めていくつもりです。

以上でございます。

●落合座長 ありがとうございます。それではただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をお願いしたいと思いますが、いかがでしょうか。

●前半のところではIN-OUTの大型化のご報告がありました。これは今後しばらく続いていく傾向なのかどうかということと、それから投資会社が絡んでいるものにはあまりIN-OUTの案件が出てこないのですが、IN-OUTの案件で投資会社がどういうふうな動きをしているのか、役割を果たしているのかというあたりについて、何か情報があればお聞きしたいのですが。

●吉富氏 国内市場が縮んできておりますので、海外市場の開拓、グローバルシェアNo.1を目指すような大型の投資の動きは今後も続いていくだろうと思います。しかし、世界的な金融危機で、どこまで企業が決断するか計り知れないところはございます。

IN-OUTで、国内ファンドが外国企業へ投資する案件は数年前からは増えておりますが、件数としては2007年で20件前後です。海外投資でもあり、その後の情報は今のところあまり得られておりません。

●落合座長 どうぞ。

●第3の表を見ていると日本の企業の多くは3月が決算だと思えますが、3月の数字が一番大きいような傾向がずっと続いています。この理由として売り手、買い手でどちらが優先的なのか、力が強いのか。あるいは、その動機といいますか、理由で主なものはどういうものがございませうか。

●吉富氏 3月、期末までに発表しなければいけないというので。

●これは発表のデータですか。完了のデータではなくて。

●吉富氏 発表ベースで集計しております。3月決算が多いところは、その期中に発表しておかなければいけないという心理ですとか、そこを目指してディールを作っていくということがあるのだと思います。

●そうすると、その時点で財務諸表上の損益というものはあまりはっきり出ていないわけですね。損益を意識したディールというのか。

●吉富氏 はい、そうなります。

●落合座長 ほかにございますか。

●今年、減益ということで大きな変化を受けていますが、地方への影響というものを知り

たいのですが。7割がM&Aの地方の件数ですが、地方への影響をどのように見ておられるかということと、ファンド自体がこういうことで収縮傾向になっている中で地方への投資みたいなもの、いわゆる地域ファンドにどういう影響があるのかということはいかがですか。

●吉富氏 M&A全体でいえば、特にここ数か月は地方の未上場企業同士のM&Aが激減しているように思います。上場会社がどこかの地方の企業を買うといった上場企業が絡んだ案件はありますが、地場産業同士のM&Aなどは減っているような感じがいたします。

地域ファンドについては、福岡のドーガン・インベストメンツのように、1度成功事例として認知されると、ファンドに相談にくる企業が多いと聞ききます。地方にはニーズがあるので、地域のファンドとしての存在と、これまでにこういう成功事例を持っていますということが世間で認知されれば、これだけファンドの数が増えているのですし、ファンドが活躍する場面がこれからも十分あると感じています。

●落合座長 時間の関係もございますので、まだまだご質問あるかもしれませんが、次の議題に移らせていただきます。投資ファンドの活動と課題というテーマにつきまして、株式会社KKRジャパン、代表取締役社長の蓑田秀策さんにお話を伺いたいということで、それでは蓑田社長、よろしくお願いいたします。

●蓑田氏 お手元に「当社のビジネスモデルと日本における投資のあり方」、これをめくっていただきましてKKRはどういう会社なのかということをご説明したほうがいいと思います。

KKRというのはご案内かもしれませんが、世界で最も古いプライベート・エクイティファンドで、コールバーグ・クラビス・ロバーツという、このクラビスとロバーツが今でも一線に立ってやっておりますので、非常に連続性がある。それゆえに非常に面白いわけです。

1976年ですから32年間にわたりサバイブしてきているわけです。

手がけた案件数は32年間で160件強です。計算していただくと分かりますが、年間平均5件になります。直近の何年かは10件を超えるディールをやっておりましたので、それを考えてもファンドというのは大きなファンドであっても年間4、5件のディールをやればいいほうかなと考えたらいいのではないかと私は思っています。

現在の投資先企業の43社の売上高を合計すると20兆、約1,800億ドル、従業員数は合計で80万人、大きなコングロマリットだなというふうにお考えいただいてもいいと思います。グローバルに拠点をアメリカに2つ、ヨーロッパに2つ、アジアが4つございます。香港、東京、オーストラリアのシドニー、北京。近々ムンバイ、それからドバイにも開設いたしました。

そういう大きさですが、次のページをめくっていただきますと投資哲学が書いてあります。KKRの特徴を一言で言えという、この上段の2つで、特に大きく下線を引いた一番上のラインですが、「過去の平均投資期間は7.5年」ということであります。これは32

年間の平均の投資期間が7.5年ということなので、私が知っている一番長い投資は今でも続いています。1988年に行われた投資で、約20年投資を続けています。

なぜそんなことができるのかというと、皆さんはファンドの投資期間はどのようなふうに設定されているか、どのぐらいご存じか分からないのですが、KKRの場合はクローズした時点から6年間投資期間と位置づけています。もちろんこれは投資家との間でそういう約束をしているということです。6年間の間に投資をしましょう。

6年の期間の最後の投資から12年以内にお金を返すという約束になっています。したがって最短で12年、最長で18年という投資が理論的にはできるということで、さらに延長条項がついて、先ほどのように20年を超える投資ができるということになっています。

したがって7.5年の平均の投資期間というのは、投資家にせかされて、投資家にリターンを出すために早く金を返せと言われて上げたのではなくて、企業と話し合ったうえで、相当の期間を経て、きちんと結果が出たので出ましようといったことであって、決して急かされて出たわけではない。

なぜこの7.5年という期間が重要と私が考えているかというと、そのすぐ下に書いてありますようにパートナーシップということと非常に密接に絡んでいるからであります。ファンドのビヘイビアというのは投資期間の長さにリンクいたします。投資期間が長いファンドは逆に投資先と敵対することは難しいです。7年も一緒にいて毎日敵対していたら体がもちませんから、どうしてもパートナーシップとってお互いに投資をうまくいかにせるように、あるいは企業がうまく成長するようにお互いに努力するということになりませんが、そうでないと逆のことが起こるということです。KKRの場合は今申し上げたようなことなので、平均期間が長いですからパートナーシップあるいは下に縷々書いてございますようないろいろな、セールストークももちろんありますが、これが本当に実現されないとうまく投資はいかないということになります。

ではどのようなふうに投資収益を上げてきたかは次をめぐっていただくと書いてあります。巷間、レバレッジ・バイアウトというのは企業を借金漬けにして収益を上げるビジネスモデルと思っておられる方もあるかもしれませんが、これが32年間の投資リターンの内訳をざっくりKKRの中でいろいろ分析して調べた結果と申し上げていいと思います。何によってKKRは投資収益を上げたのか。一番右側のトレーディング・マルチプル上昇というのは株式市場全体の相場が上がった結果としてもたらされた収益です。これが16%となっています。真ん中の債務削減による価値創造というのが、企業に借金をしていただいて、その借金をキャッシュフローで返していったために投資したエクイティの価値が上がった結果得たと思われる収益であります。しかし、大層が一番左側であります。それはEBITDAの上昇による価値創造ということで、これは営業利益と減価償却の絶対額が上昇した、合計のです。したがって単純にコストカットをして、ビジネスをシュリンクして営業利益だけ上げて投資収益を上げたのではなくて、投資を拡大しながら減価償却の絶対額を上げて、かつ営業利益の絶対額も上げないと、このEBITDAの上昇にはならないわけです。

から、オーソドックスに企業価値を上げてきて投資収益を上げたということが我々の分析の中では明らかになっています。

では、どういうビジネスモデルでやるのかというと、以下3つほどご案内しています。次のページです。業種別チームによる専門知識の蓄積。今のページの下にもいろいろ書いてありますが、簡単に説明しますと業種別チームによる専門知識の蓄積、これは1998年からKKRは始めました。ここではインダストリー・チーム制というものをとって、投資をする人間が同じ業界を長く担当するという事になっています。したがって非常に知見がたまります。KKRもおそらく90年代の真ん中ぐらいまではいわゆる投資家としてという色彩のほうが強くて、バランスシート、財務諸表を見て、あるいは表面上のいろいろな数字で判断していた投資もあったように聞いていますが、それではいかんというふうにクラビスとロバーツは考えた。彼らの言葉を借りればインダストリアリスト・アプローチをとる。つまり企業人の目線で投資を考えるということをしよというビジネスモデルの大転換を図ったのがほぼ10年前ということです。

それ以降、KKRはインダストリアリスト目線、企業人としての目で見えて投資をしようということに非常に傾注してきて、これも含めて、以下申し上げることは全部その後に出てきた仕組みであります。したがって、ここでは投資をする人間が専門家ということだと思えます。

次に何をやったかということ、自前のコンサルティング会社をつくりました。これも同じタイミング、10年前です。KKR・キャップストーンというコンサルティング会社です。これは専属のコンサルティング会社ですが、スタッフは世界中で40人ぐらいしかいませんが、これは企業価値をいかに向上させるかということに特化してものを考える我々の子会社です。したがって、投資が起こるとデュー・デリジェンスも少しはやりますが、この表でいくと、100日計画の策定が非常に彼らにとっては大きなイベントになります。投資がされてから最初の3か月でいかにして企業とファンドが同じ目標を設定するかということでもあります。しかも、ここは10個も20個もということではなくて、おそらくできること3つとか4つということに絞ってやっていくということでもあります。

それがためにキャップストーンは40人しかいませんので、コンサルティングに入るとき2人ぐらいしか行きません。なぜ2人ぐらいしか行かないかということ、計画のオーナーシップはあくまでも投資先の企業にあるという考え方です。したがって、私どもはそういう言葉を使いますが、ファンドは触媒である。触媒機能とか持っていないと、ファンド自体が化学変化を起こすわけではない。投資をした先の企業が化学変化を起こしてもらえような、つまり化学変化というのは今までにない発想ですとか、あるいはより効率化ですとか、あるいはもっと伸びていくぞという戦略ですとか、そういうものを立案していくのは企業の意思であって、ファンドがそういうことを強制してやるべきではないという考え方に立っています。

したがって、化学反応を起こしていただくためにKKRが入っていくということですか

ら、ディリーのオペレーションに対してKKRの人間が口を出すということとはかつてありません。逆に言うと、今投資プロフェッショナルが世界中で130人ぐらいいますが、1年前は100人、2年前は70人しかいませんでした。したがって急速に拡大していますけれども、43社とか5社の、しかも時価総額が1社1兆円ぐらいの企業に対して100人程度の人間が日々経営の介入をするということとはあり得ない話であります。

イメージとして持っておられるのは、ファンドが行って、全部主要ポストを押さえて、ああしろ、こうしろというイメージもあるいはあるかもしれませんが、それはかつて起こったことはありませんし、これからもないだろうと思っています。

したがって企業がやはり変化する。企業のいいところを引き出して、そこを伸ばして営業利益をあげ、そして投資を応援して、追加的な借金注入も含めて拡大していくことによって企業の成長を加速するというのがビジネスモデルになったのだと考えています。

最後にシニア・アドバイザーの概要が書いてあります。このシニア・アドバイザー制というのは今申し上げことの延長線上でいくと、企業がいろいろなことを考えたり、情報を収集したり、人を雇ったり、いろいろな側面で各業界の企業のトップを務めたような方にアドバイザーになっていただいて、我々と一緒に投資先の企業のためにお手伝いをしていくというシステムです。特に投資先の投資判断をするときに必ずシニア・アドバイザーたちの意見も伺うのと、投資した後でポートフォリオ・マネジメント会議というのがありますが、ポートフォリオ・マネジメントで投資先の企業の社長たちと悩みを共有するときにシニア・アドバイザーにも入ってもらって、コンサルではなくて実際に戦略的にどういうふうに考えたらいいのだということを日々議論するということでもあります。

このネットワークは非常に強いネットワークです。私は前職が銀行員でメガバンクにいましたが、メガも確かにグローバル化しておりますが、KKRに入ってみて、このKKRのグローバルのネットワークの強さには非常にすばらしいものがあります。私たちでもこの人たちの紹介を受けると彼らを通して世界中のすべての大企業の経営者と電話1本ですぐつながると思います。

1枚ひっくり返していただいて、案件の実績、これは後でも申し上げますが、こんなことをやっていますということ。左側は去年投資した主な先です。右側が優良企業とのパートナーシップの例ということで、大きな会社が持っているいろいろな子会社、事業部門を親会社と共同でプロジェクトを立ち上げて、切り出して独立させていくというお手伝いです。そのときに親会社はもちろん持ち株を維持したまま、100%持っておられるかは別ですが、例えば30%ぐらいの持ち株であれば、そのまま維持していただいてKKRと親会社と独立する会社の社長さんが一緒になってMBOをやるというケースが過去にもたくさんあった、これからもあるでしょうということを示しています。

以上がKKRのお話ですが、では現状はどうなっているかというのが次のお話だと思います。最初のグラフはCovenant-Liteのローンのボリュームということです。過去2、3年銀行の過剰流動性の中で、あるいはヘッジファンドみたいなものが大変急速に伸びてき

た関係でエクイティがあったというのはご案内のとおりです。したがってCovenantみたいなものがないような取引も散見どころか、かなりの額に上っていたわけです。こういうイメージにデットを調達できるマーケットが急速になくなったということがこのグラフでございます。

その結果として次のページのグラフですが、13ページです。案件、プライベート・エクイティの業界としてのボリューム、世界のボリュームは大きく下がったとこれでごらんいただけます。もちろんこれは第1クォーターの数字ですから、2007年のフルイヤーとすれば、これを約4倍するという事なのかもしれませんが、4倍というよりはむしろ3倍とか2倍の世界に多分なっていますので、おそらく70%とか60%ぐらいの減少に世界中ではなっているということです。先ほどの日本の状況とかなり似通っています。

では、ファンドは一体何ができているのか。日本ではどうしたいと思っているのか。KKRはどうだというのがこのページでございます。これは私がヘンリー・クラブス、ジョージ・ロバーツあるいはいろいろな人と話して自分で作り出した定義です。プライベート・エクイティというのは王道があると思っています。この話をする前にファンドというふうに皆さんおっしゃいまして、ファンドという言葉には何の意味もないということをお私に改めて確認したいと思っております。

ファンドというのは投資家からお金を集めて、その箱に入れて、運用委託を得てどこかにお金を投資してリターンを上げて返す。それだけの機能です。何にとか、どうやってとか、だれがということは全く何も言っていないので、ファンドというのはがらんだ話です。ファンドに命を吹き込むのは、何をやろうとしているのか、だれが、どういう哲学でやろうとしているのかということだと私は思っています。

よくたとえますが、車と同じだ。車は運転する人によって凶器にもなれば便利な文明の利器にもなります。車が人を轢き殺したからといって車が凶器だと決めつけられないように、ファンドがアクティビスト的に悪さをした。だから、ファンドはあまりよろしくないものなのだという議論には私は乗れないと思っております。

プライベート・エクイティの王道というのはそこに書いてあるとおりで、これはビジネスモデルとしてこうだと私は思っています。企業の経営者と投資家である株主が同じ船に乗って長期にわたって企業価値向上という共通の目標に向かって共に努力することである。同じ船に乗らなくてはなりません、投資家と経営者が。そのためには敵対的買収はありえません。もし仮にやるとすれば経営者を代える前提でくるということですが、経営者が会社を知り抜いている以上、経営者をどけで投資家はその会社を乗っ取って経営者を別に据えるというモデルは非常に考えにくいというふうに私は思っています。

同じ船に乗るということは、哲学あるいは目指す方向が同じでなくてはならない。それをまず合意しないと話が先に進まない。その合意したことに基づいて長期にわたって、つまり2年で結果を出そうというのではなくて、7年から10年にわたって結果を出すための企業価値向上という共通の目標、それに向かって共にできるところで努力する。しかし、

努力をすることの大半は会社であって、ファンドはその触媒にすぎないというのがおそらくプライベート・エクイティ投資の本筋だろうと思います。

「新しい勝利の方程式」と書いてありますが、日本がこれから世界のグローバルマーケットに勝っていくためにプライベート・エクイティファンドというのが一つ考える選択肢なのかなと思っています。まず最も重要なポイントは、ファンドは間接金融だということです。皆さんはあまりそう言われないのですが、戦略的パートナーとしての株主という意味は何かというと、株を持って相対で向き合い、会社と向き合う株主、つまりエクイティを買いますが、これはまさに間接金融モデルです。

間接金融モデルでは貸し手と借り手、あるいは株主とその企業の間が相対性で、相対によってものを考えるということになると思います。したがって株主が何を考えているか。企業と株主の間でどういうやりとりがあるかということが全部分かるということです。

それに対して、日本はほとんど市場型の直接金融だと思います。上場というのは直接金融で、直接金融でやると何が起るかということ、これは釈迦に説法ですが株主の顔が見えないということになると思います。したがって、企業は株主対策ということを言うわけですが、本来株主対策というのは非常に矛盾があります。企業のオーナーが株主なのになぜ株主に対して企業は対策を打つか。常に私はそれを疑問に思いますが、株主対策を打たなければいけないということの裏に隠されているのは株主と企業が、あるいは経営者が同じ船に乗っていないということを示しているのだらうと思います。つまり株主の利益、企業あるいは経営者の利益の間にコンフリクト・インタスレトがあると言わざるを得ない。だから企業は株主対策を打たざるを得ない。であれば、そのビジネスモデルはいつも効率的かと言えば答えはノーだらうと思います。したがって相対的で戦略的パートナーとしての株主を持って企業を経営するという選択肢はあり得るだらうと思っていますし、そうであれば長期の投資計画に基づく成長戦略を書くことも可能だらうと思います。

ちょっと考えると、これも銀行にいたから申し上げるわけではないのですが、昭和30年代、40年代前半の銀行というのは極めてこれに近いビジネスモデルだったのではないかと私は思っています。したがって日本の企業はいつも言われていますが、この間ヴォーゲルさんがこられたらしいですが、1980年代に本を書かれています、『ジャパン・アズ・ナンバーワン』というので、二十何周年かというので来られたらしいですが、日本の企業の強みは長期の経営戦略を持っていることであって、目先の短期の利益に追われて経営をしているアメリカの企業に比べてはるかに強い存在である。それを可能にしたのは日本の銀行のビジネスモデルだらうと言われました。

そのときの体制は銀行が保護産業でしたから同じことができるわけではないですが、似たようなことで言うと、なぜそれがサクセスモデルであったかと言えば、おそらく株主の短期的な視野、短期的な利益に配慮する必要がなく、長期にわたって経営戦略を書けたから日本の企業は強くなったのではないかというふうに考えれば、やはり長期の目線で会社を支える株主の存在ということが必要で、それをどうやって持ってくるかということ考

えるべきなのだろうと私は思います。

もう一つグローバルファンドとしてKKRが果たせる役割の一つにファンドの持つグローバルなネットワークと資本力を使って、大規模な事業戦略の見直し、あるいは事業の長期的な拡大を支援することができるということがあります。先ほどおっしゃっておられました。IN-OUT、KKRはOUTの存在なのかもしれませんが、ただ日本でやっている限り、私は自分ではINだと思っています。そのINが日本の企業が外へ出ていく、しかも大型の投資をするといったときに、その大型投資のリスクをいろいろな面で軽減し、その投資がうまくいくように応援するためのプライベート・エクイティファンド、分けてもグローバルなプライベート・エクイティが果たせる役割は非常に大きいものがあると考えていますし、今私はそういう形で日本のいくつかの企業とお話をしていて、一緒に海外に出て投資をしようということをお願いしておりますし、それは大変アクセプタンスがいいと思っています。

KKRの現状はどうなのかというと、一番下に書いておきましたが、これを言わないといけないですが、極めて積極的な投資方針を堅持しています。KKRはオフィスを開いてから2年半ぐらいたっています。いまだにほとんど投資をやっていません。しかし、積極的な投資方針を維持しておりまして、人を着実に増やしています。今でも採用しています。

なぜそうなのかという、これはヘンリー・クラビスとジョージ・ロバーツといつも話をします。ヘンリー・クラビスもジョージ・ロバーツも日本のファンです。80年代から彼らは日本に応援してもらっているいろいろなことをやってきたという思いがあって、日本に対して非常に特殊な思いを彼らは持っています。いつも私と彼らの間で議論になるのは、なぜ日本は変わらないのだろうという議論です。変わってくれば、日本の持つ潜在力はすごい。これとプライベート・エクイティを合わせるとおそらくものすごいことになる。でも、カルチュアルの問題とか何とかでなかなかうまくピタッとコンバインしない。ただ、それはいつか必ずくるよ。だから長い目で見て日本に積極的に投資をしようではないかということをおっしゃっております。人員増強、柔軟な投資のあり方ということで、長期にわたって継続したいと言っております。

KKR自体はバイアウトファンドですが、日本ではマジョリティを取るということに全くこだわっていません。マイノリティ・インベストメント、安定株主、そういうことも含めて非常に柔軟にもの考えようとしています。

ですから、その意味では柔軟で、アメリカのやり方そのものを持ち込もうということを考えているわけではありません。日本のことは私に任されていますので、私がどういうふうにするかということだろうと思いますが。

そういう形で積極的にこれからもやっていこうと思っておりますが、なぜ2年半の間やらなかったのかというと、これは多少差し障りがあるかもしれませんが、まだ日本ではレディではなかったと私は思います。準備ができていない。

いろいろな案件が目前にまいました。先ほど吉富さんがおっしゃった案件なども私の

目前にいくつかまいりましたが、私は全部パスをしました。これはできない。いろいろな理由があります。経営者の問題もあります。ビジネスモデルの問題もあります。将来性の問題もあります。でも、先ほどの話ではないですが経営者とファンドが同じ船に乗って長期の戦略を持って事をやる時に、長期の戦略をどれだけ持っているのか、日本の企業は、どれだけ経営者が企業価値向上というものに対して非常に熱い思いを持っているのかというと、それはなかなか難しい問題です。ないとは言いませんが、それが見つかるまで私は投資というものに手を染めるつもりはないのであって、本当にいい会社で、本当に意欲のある、従業員も含めてみんなで頑張っていこうと言える先に投資をしていきたいと考えています。

では、どんなアプローチなのかというと次に書いてあります。非常に簡単です。4つぐらいここにありますが、これは皆さんもよくご存じですが、これをいちいち申し上げるつもりはありません。しかし、日本の企業の効率化、より強くしたい。コア事業を強くして切り捨てるのではなくて、ノンコアの部分のうち伸ばせる部分は一緒に伸ばすということを含めて考えると、ここに書いてあるいろいろなやり方になってくると思います。

最後に課題を言えというお話でございます。実は何も書いていないのと同じです。プライベート・エクイティファンドに対する必要以上の警戒感には確かに低下してきています。銀行からファンドにかかわって、言われていましたから驚きはしませんでした。なるほどなと思ったのは、去年の10月ぐらい、入ってから3か月あたりでいろいろな企業に行ってみるかと思って電話をして行こうとすると、蓑田さん、来られたら受付で会社の名前は言わないでくださいと言うのです。なぜかという、日本のレレプジョンというのは大変無防備だと思えますが、会社の名前を言うのです。ですから、ちょっとお待ちくださいと言われて、呼ばれるときに大きな声でKKRの蓑田様と言います。会社の人はKKRがうちの会社に来ていると周りの人に知られたくない。お前のところはターゲットにされているのかと思われるといやなので、会社の名前を言わないで、個人の名前で来てくださいと言われます。言われました。さすがに最近それは少しずつなくなってきた、一応KKRという形でお伺いすることにしています。そんなところから始まっていたのだらうと思います。

実際に何が課題かという、行政あるいは税制あるいは制度ということがいろいろな意味で課題なのだろうと思われる部分もあるかもしれませんが、確かに完璧な状態ではないと思いますが、それがために投資ができないほどの制度上の縛りがあるわけではないと私は思っています。ただ、一番大きな壁は身内の文化の思考からくる現状維持というメンタリティです。これが一番私にとっては乗り越えるべき課題だと思えます。これは何もファンドだけではないと思っていて、先ほどのIN-INでいうと、私に合併しましょうとか、一緒になりましょうというときも非常に身内文化を大切にするという傾向が強いので、それがために現状維持だというふうに、現状維持が最も最適なんだと、本当にそう思っているかどうかは別にして言われる方が非常に多いので、これでは先ほど申し上げたようなグローバルファンドの良さみたいなものを使いこなせない。要するに使っても、そんなもの

は何の役にも立たないわけで、今現状維持をしようとする。ですから、そうではない、つまり将来に向かって何かをしなければならぬと思っている企業さんがふえてくるということを私は大いに期待すべきだと思っています。期待するだけでなく、自分でいろいろな企業の社長ですとか、あるいは経営陣の方に伺って一緒にいろいろなことをやりましょうと今申し上げている最中でありませう。

もはやマインドセットの問題だと最後に申し上げました。目先の危機対応で、見ているとまたそうなっていますが、円高だ、リセッションだ、だからコストカットしなければならない、人員削減しなければならない、不要不急を抑えて、見直して身を縮めなければならないと思っておられるようですが、今の時代、よくよく見てみると実は海外に非常に安くなった立派な企業があつて、円高とバリエーションの低下で計算すると去年の今ごろに比べると欧米の企業で非常にいい企業であっても、おそらく去年の30%ぐらいで買える。あるいは40%ぐらいだ。つまり6割、7割ディスカウントで将来に大変芽のある事業が海外で売りに出ているということを考えて、ここで危機対応という言い訳をして何もやらないということであるとすると、ちょっと将来は暗いかなというふうに私は思っていますので、ここ1年ぐらいが正念場だと思っています。

最後にKKRの投資先の一覧をつけておきました。後でご覧いただきたいと思いますが、幅広く、こういう業種に対して投資をしているのだということです。最もKKRの投資ポートフォリオの中で大きいのはヘルスケアです。ヘルスケアというのは今になってみると不況対応というか、リセッションのときに非常に強い業種でありまして、今でも業績を伸ばしています。この状態でも伸ばしています。したがって、ファンドがリセッションでポートフォリオカンパニーがバタバタやられるというイメージも一方でおありになるかもしれませんが、KKRの場合に見てみますと不況に非常に強い対応の企業のポートフォリオが非常に大きくなっていますので、ファンド自体は非常に安定しているということで、これからは日本に対しては積極的に対応したいと思っています。以上です。

●落合座長 ありがとうございます。それではただいまのご報告につきましてご質問、ご意見はいかがでしょうか。

●どうもありがとうございます。まさにKKRの機能、それからその周辺、効率的にご説明いただいたと思います。

このM&A研究会でファンドについて扱おうということに今年させていただいた理由は、先ほどの蓑田さんの話にありましたが、ファンドの機能について日本全体として非常に理解が不足していると考えているからです。先ほども、例えば事例でいいますと間接金融という言葉があったわけですが、ファンドというのはいろいろな機能があるわけです。

また、一般にファンドというときにまさに買収ファンド、「ハゲタカ」ファンドというようなイメージがあり、やはり脅威だという、そういう理解が先行しているわけです。また、企業経営の視点では、中長期的な日本的な企業経営、先ほど蓑田さんも日本の経営は中長期的な視点から云々ということの評価していただいたわけですが、日本の企業経営は、昔

と今とは全く違っているというふうに思っています。まさに時間が違えばその体質も変質するわけで、変質しているからわが国で今問題が起こっていると考えます。

そういう中長期的な企業経営と、それから短期的な事業再生の世界、まさにこれは「ハゲタカ」ファンド、そういう事業再生がらみの分野はともにM&Aの機能が最も脚光を浴びる世界なのですが、中長期と短期、その間を取り持つのもファンドの機能ではないかというようなイメージです。地域再生にもファンドというのが出てきていますし、地域再生のファンドもいろいろなファンクションがあります。飛ばしファンドもあるし、性格の分からないファンドが今は多いわけです。まさにそういうファンドの機能、単なる知識を与えるというだけではなくて、しっかりとリスクをとって、あらゆる場における適切な「経営」の視点というものを考えていく。その機能を我が国に基本的に定着させなければ、世界の変化や成熟先進国として自らが先導的に変化していかなければならない状況や地域活性化にも対応できないと考えているからです。

また、その機能がしっかりとないと、ファンド、ファンドということで我が国の中では専門家の方がたくさんいらっしゃるわけですが、まさに国外に乗り出せるようなファンドさえも日本ではできていないというのが実態です。片や日本は金融資産というものが非常にたくさんあって、それをどういうふうに効率的に運用しようか、これもファンドという機能が非常に重要になってきますというのが今我が国が直面している課題であります。

その中におきまして、このM&Aという視点から、このファンドの機能について、しっかり我々の社会の中にプレゼンをしていく必要があるのではないか、しっかりとした説明をしていく必要があるのではないかと考えております。

そういう側面でのいろいろな形でご議論いただければと思っています。

●落合座長 どの点からでも自由にご質問、ご意見をお願いしたいと思います。

●どうもありがとうございます。まさに蓑田さんがおっしゃっていたとおり、昔、金融機関が果たしていた役割をこういう長期的視点に立ったファンドが機能として代替していくような面が非常に期待されているのではないかと思います。

ただ、今日のご説明でありましたKKRさんの投資の前提として、経営者と同じ船に乗って企業の発展を共に目指す。ただ、一方でそういう経営者がなかなか見つからなくて投資実績もまだほとんどないというのが現状だというご説明もありました。

企業価値を高めていくために、今の経営者ではだめだという前提で、その経営者を代える、連れてきて新しい経営者とともにその企業の潜在力を発揮させて企業価値を高めていく。そういう発想もあり得ると思うのですが、そういうところはどうでしょうか。

●蓑田氏 日本ではボードというのが全く機能していない。アメリカではボードが企業の意味決定機関になりますので、経営者を代えようという決議はボードができるはずです。ですから、ボードメンバーが今のCEOではこの会社を任せられないから、じゃあ経営者を代えましょうということで、KKRはシニア・マネジメント、CEOとももちろん話しますが、アメリカでは特にそうですが、ボードメンバーとすごく会話します。ですから、

投資をする前にボードとどうやってやるのだと。

経営というのは経営者でもあるけれども、ボードでもあるわけです。敵対しないというのはボードに対して敵対しないとKKRは言っているのです。そうであればボードが今のCEOでなくて、別のCEOを雇ってKKRと一緒にこの会社をよくしようと考えれば、それは十分そういうことが起こり得るのだと思いますが、日本の取締役会でこの会社をよくするためにまず今の社長を代えて、そしてKKRと組んで来てもらって、そして一緒に企業価値を上げていこうと考えられるようなストラクチャになっているかという、なっていないです。身内で9割5分が下から上がってきて、親分子分の関係で社長と副社長からずつつながって、それは私も30年以上も興銀にいましたから、そんなの分かっているわけです。ですから、環境としてここにファンドが入っていくのが難しいわけですね。奇跡のようにすばらしい経営者で、かつ一緒に船に乗って、よしやるぞということを書いてくれる人を見つけなければいけないという意味で、確かに苦労していると思います。

とにかく企業価値を経営者が上げたいというか、いろいろな意味で企業価値を上げようよということを考えださないと話は始まらないわけです。それは今、たまたま社長になっておられる方でもそういうことになればお手伝いできるわけです。当面はそういうことだと思います。

やはり企業のガバナンスの形態が全く違います。ですから、日本ではそれはしようがないと私は半分思っています。おっしゃっていることはそのとおりだと思いますが、社長を最初から代えるという前提だと、社長がそもそもKKRと組む、ウンと言わない限りは話にならないので、そこはそういう方を一生懸命に見つけてくるということだと思っています。

●落合座長 ほかにいかがですか。

●今のお話に関連しますが、日本企業のガバナンスがチェンジするきっかけといったことを考えますと、最近、IN-OUTのM&Aがずいぶん増えています。1990年頃のバブル期のIn-Outは不動産投資まがいのものが多かったのですが、最近は世界のトップを目指すような本業強化の大型M&Aも増えています。そうしますと、グローバル企業並みのガバナンスを取り入れるといったようなことが必要になる。あるいはMBOなども、そうしたガバナンスの変化のきっかけになる、といったことで、日本の経営が代わる下地のようなものが、できつつあるのかなと気がしたのですが。

KKRさんの「投資アプローチ」として、さきほど、海外案件における共同投資やMBOをあげておられましたが、そのあたりは狙い目と見られているのでしょうか。

●蓑田氏 着実に変わってこられているとは思っていますし、今おっしゃったとおり今年の真ん中ぐらいから日本の会社が少し変わってきたなという実感を少し持っています。少しですよ。少しは変わってきた。

世界に目を向けたときに、日本板硝子の藤本社長とお話をしている、ピルキントンをお買いになって、ピルキントンの社長に全体の社長をやれとお譲りになったときに、いろい

ろな話を伺っていたら、国内だけでやっていた会社がいきなり外国の会社と一緒に
みたら、これはなかなか大変だ。うまくいかせるためには自分は長期の経営視点、デー
ターのオペレーションはやはりピルキントンの社長にやってもらったほうがいいとい
うことで、そういう役割分担をしたのだというおっしゃり方をしました。

触れてみて初めて分かるということはあるらしい。ですから、私の感じはそこに触れて
もらって化学反応を起こしていきたいということです。多少小さなことであってもふれて
いただければ日本も変わるきっかけになるのかなど。でも、よく考えてみると本当に日本
はそんなにねじれているのかというと、30年ぐらい前はそうでもなかったのではないかと
私は思っています。私は1974年の入行です。35年ぐらい前に銀行に入ったときにはもうち
ょっと日本の経営者はダイナミックだったような気がしますけれども、今は非常に目先を
守るということにエネルギーを大変集中されておられるような気がします。

3か月ごとの決算でビクビク説明をしたり、銀行もそうでしたが、3か月といたって
4-6というのは仕込みの時期で利益なんか上がらないのです。第1クォーターの決算を
出して、利益が非常に低いといって、ワーストみんなが株を売ったりするわけです。今仕
込んでいるのだから無理に決まっている。だから、非常に短期間で追われていて、I Rで
何十日も海外を飛び回る。いいですが、いつものを考えて、いつ長期のことを考えて、い
つ議論をして、いつ目を配っているのかというと、今の日本の社長さんは大変忙しいので
す。その点は私はもう少し考え直したほうがいいのではないかと思います。

でも、変わってきていることは事実です。触れて、帰ってきて変わって、じゃあやりま
しょうというふうに、だから長い目で見ないとだめではないかと思っています。

●落合座長 ほかにございますか。

●断片的にですが、ファンド、投資会社で今回の金融バブルが崩壊したときに、レバレッ
ジということで収益性を上げるためにはどんどんレバレッジを高くすればいい。簡単に言
えば、どんどん上がってきた結果、ひどいレバレッジになって、高収益ですよというこ
とで、最後に爆発してしまっただけで、こんなものが中期・長期的な収益の話かねという、例えば
レバレッジをどんどん担当が上げていくようなことを、KKRさんはそのところをピシ
ヤッと抑えているわけですが、そういうようなところのガバナンスみたいなものを
養田さんはどのようにお考えになっていますか。

●養田氏 歴史的に見ると1980年代の前半というのは最もレバレッジが高かった時代です。
アメリカで、KKRの統計によると1対9というレバレッジが出ているのです。1980年代
から83年ぐらいの間です。1対9というのは1のエクイティに対して9のデッドでやっ
ていた。それが行き過ぎて、80年代の後半に銀行が突然レバレッジをあげるのをやめてしま
ったり、90年にアメリカの政府が目的なきローンを出すことを禁ずるみたいなことを言っ
たりした。レバレッジというのはいつでも放っておくとどんどんエスカレートして上が
って、ドスンとなって、またずっと、こういうことを繰り返しているのです。10年単位で繰
り返しているように見えます。今回も2000年代の前半に比べるとレバレッジがどんど

がっていった。

そのディスプリンというのはセルフディスプリンするか、投資家がそのコントロールをファンドを運用しているジェネラルパートナーに対して効かせるという以外には多分ないのだらうと思います。

我々の中でどういう目途値があるかという、レバレッジをかけるときに当然経済計算をして、どのぐらいのキャッシュフローに対してどのぐらいのローンが耐えうる限界なのかということをももちろん考えて、それで適切なレバレッジを出してくるということで、企業を破壊的に借金漬けにしないように気を配りながら投資をしているということだと思います。

ただ、今起きている現象というのは、今直近で何が起きているかという、シニアデッドでアメリカでシングルAからトリプルBぐらいのところの格付けが30%ディスカウントぐらいで売られている。30~40%ぐらいだと思います。そうすると裸で投資をしても、今年率で16、7%で回る。3年~5年で見ると。

ご案内かもしれませんが、チャプター11を申請してもアメリカではシニアのデッドの回復率は6割から7割だということになっていますので、30%ディスカウントでシニアのローンを買ってくるということはほとんどリスクがないのです。リカバリー率が6割ぐらいありますから。そうするとほとんどリスクがなくて、十何パーセントで回る投資対象がある一方で、エクイティ投資をしてパーになってしまうかもしれないというリスクを取っていながらリターンが20%ということになると、これは投資家に対して説明できないということになります。

ですから、ファンドたちが今非常に苦労しているのだらうと私が思うのは、おっしゃっているとおりレバレッジはもうかけられなくなってきて、どんどん低くなって、1対1とか、むしろエクイティのほうが多いような投資というのが散見されるわけです。それに対してのリターンがよほど高くないと、今の世の中でファンドにお金を入れている人たちはそれを容認しないということになってしまうので、これは直近短期的に非常にジレンマです。

だからと言って我々が無理にレバレッジをもう1回上げようとするかという、それはないと思います。ただ、それはセルフディスプリンでしかない。ファンドとLPの間の自己規律でしかないということだらうと思います。

●落合座長 ほかにございますか。

●オペレーションフォーカスというところで企業価値創造の内訳というところがあります。ここでEBITDAで例えば58%と書いてありますが、これは平均投資期間の7.5年ですか。それに対応した数値ということですか。

●蓑田氏 リターンの問題でなくて、これを足すと100になりますので、KKRの今までの32年間の全部の投資の平均利回りはIRで25%です。その25%のうちの6割、つまり15%はEBITDA、つまり企業価値の向上をそれでやったということです。そういうふうに考えていただければと思います。

●分かりました。そうしますとその期間、イグジットするわけですね。どういう形態のものが多いのでしょうか、主なものとしては。

●蓑田氏 過去IPOというのが一番多かったように思います。KKRの場合は抜けていくというか、イグジットするときに、これでさよならと言って抜けるのではないのです。先ほど申し上げたように5年～7年の間、10年もありますが、非常に濃密な関係ができ上がっているのです。なので、どうするか、常にボードと話をしていますが、ボードの反対にもかかわらず何かをするということはしない。つまり取締役会とよく話をして、どういうイグジットをしましょうかということをお互いに相談したうえでイグジットしていきます。そしてボードが上場だと言えば上場です。何とかという会社にくっこうと言えば、そういう交渉をします。そうでなければ少しずつボードの了解をとっていろいろな人に売っていくといことで、抜け方が一番大切なんです。

ですから、イグジットを今までうまくやってきたからこそおそらく30年もったのだと思いますが、基本的にはボードと話し合っただけで会社と合意したやり方に基づいてイグジットしていく。

企業もいつまでもKKRの傘下にいるということだけを望むわけではなくて、もういいよ、大体ここまで来て、もうこのぐらいまで来たから、もういいんじゃないのと言う場合がどうも多いようです。

●いくつかのケースで私が調べたところを見ると、経営者としてはIPOに持って行ってもらったほうが経営権を維持できる。ほかに売却された場合はどちらかというとなら経営者は去っていくという選択肢に迫られている場合が多いように思うのですが、KKRさんの場合にはそういうような微妙な局面というのはあるのでしょうか。

●蓑田氏 あると思います。だから、ボードメンバーの中でも意見が対立したり、CEOとボードの意見が対立したりということはやはりあるのだらうと思います。ですから、基本的にはアメリカとか今までの欧米のパターンから言えばボードです。社長がどうこうというよりもボードが決めるのだと思います。

したがって、マイノリティ・インベストメントなどでKKRがよく入れる条項があります。株を買わせていただくときに取締役会の承認なしには他に転売をいたしません。

それはどういうことかという、例えばアクティビストが来て、今持っている株をお前の買値の3倍で買う。だから売ってくれと言われても、ボードが反対したらKKRは売らないということです。

それから、ボードの了解なしには買い増しをしないとか、成文化して契約をするケースがあります。多々あると言ったほうがいいのかもかもしれません。マイノリティの場合は。それは何を言っているかという、すべてボード、取締役会とKKRが常に同じ船に乗るのだという意味です。ですから、よく安定株主になるかならないかという議論がありますが、売ってくれと言われて2倍の値段で買うと言われれば売ったほうがもうかるに決まっているわけです。利益は保証されます。ただ、ボードがそんなやつに売ってもらっては困るとい

うケースも多分あるだろうと思います。

●そこら辺が、日本の企業として取締役会の役割というところがかかわってくるわけですね。

●蓑田氏 そうです。取締役会が企業価値の向上、企業そのものの価値向上、それはステークホルダーの最大幸福です。ステークホルダーの中もちろん株主が一番先に来ていますが、しかし従業員であったり地域であったり、ステークホルダーはある意味非常に幅広いです。そういうものの利益を総合的に考えて、ボードがこれがいいと判断する仕組みであればうまく回るわけです。

KKRも最近言い始めていますが、ステークホルダーの幅は非常に広いと認識しています。投資をするときに。もちろん経営者はステークホルダーの一人ですが、ほかの株主ですとか従業員、これは非常に重要なステークホルダーだと思います。それから地域社会、企業が寄って立っている地域社会もステークホルダー。企業と取引している取引先、これもステークホルダーです。

こういうステークホルダーたちの利益をよく考慮したうえでないと投資はよく回らないと考えています。なぜかというとなステークホルダーと敵対すれば、それはそれで大変なことになるわけです。ですから、一番うまくいく道を探そうとして、その典型がTXUという去年やったテキサスの電力会社の買収だったのです。TXUは5兆円規模の企業でしたので、TPGというファンドと一緒に買って買いましたが、私どもがリードして買収に成功したのです。TXUをやったときに初めて経験したのは、何よりも先に来たのは環境保護団体だったということです。環境保護団体がやってきて、TXUは12基、13基の石炭だけの発電所をつくらうとしているが、環境を考えてやめてほしいと。TXUを買収するのであれば、その見直しをしない限り、この買収に反対すると言ってきたのです。

そこで、いろいろと計算して、12か3を2つにしましょうと。2つだけやらせてください。残りはクリーンエネルギーの発電所で代替しましょうとやったのです。次に何が起こったかという、地域住民がやって来た。住民代表が何を言ってきたかという、コストアップするようなLNGとか石油だけの高い電力で電力料金を値上げするのだろうと言ってきたのです。一生懸命に計算して、電力料金は引き下げます。維持ではなくて値下げします。2年間です。その後、急速に上げることはいたしませんという約束をしてしまったのです。今度は州の議会みたいなものが来て、いろいろと言ってきた。あとは連邦政府が来て、連邦の環境何とかが来て、会社と一緒に一生懸命やって、こういう努力をすれば石炭だけ減らしてでも電力料金を値上げしないですむし、環境にも配慮した形でそんなことできるねとやったわけです。すでにサブプライムが起こっていた今年の4月ぐらいにクローズしようとしたとき、なかなかディールがクローズしないのです。そのときに環境保護団体が非常に強い声明を新聞に発表したのです。TXUの買収はKKRにやってほしい。KKRにやってもらえないと我々は困る。環境の保護団体としては全面的に、かつ非常に強くKKRの買収を支援します。住民代表も同じようなステートメントを発表して、州も

同じようなステートメントを発表して、銀行団がそこまで言われるのだったらしょうがない。そしてディールをクローズしたという経緯があります。

これなどまさに我々が学んだことだと思いますが、ステークホルダーは非常に大切な存在なのです。ですから、そういうことまで考えてやはり買収しなければいけない局面に来ているということなのです。

●落合座長 ほかにございますか。

●貴重なお話をどうもありがとうございました。2点お伺いしたいのですが、先ほどから出ているボードの問題にも関係するのですが、KKRさんがボードとより円滑なコミュニケーションをしていくという観点に立ったとき、日本企業における社外取締役というのは何か影響を果たせるのだろうか。何か役割があるのだろうか。その見方が1点です。

もう1つは、最後に日本の潜在的強みということでお話があったのですが、日本の潜在的強みがあるというのは何やらコンセンサスのようにはなっているんですが、改めて今の時代に日本の企業に共通するような潜在的な強みがあるのだろうかという話はあまり具体化されていないように思います。その中でKKRの、特に創始者の方が日本を非常に好きであるというのは大変うれしいお話ですが、KKRさんがごらんになってもう一段ブレークダウンしたとき、日本企業の潜在的強みとは一体何なのかというところをお聞かせいただけるとありがたいと思います。

●蓑田氏 最初のお話ですが、社外取締役は非常に大切に、機能すると私は思います。そこがマジョリティになっていないので社外取締役が完全に機能するかどうかは道半ばだと思いますが、しかし社外取締役の方々がきちんとした声を上げることによって企業の経営が変わる余地は十分あると思っています。

ただ、今の社外取締役の選び方というのが果たしてどこの企業でも社外だということが本当にその人たちが企業価値向上をきちんとやるというメッセージ、ミッションをきちんと理解して、あるいは掲げてやっておられるのかどうか、私はよく分かりません。観念的に言えば、そうでないことをやったときには社外取締役も株主代表訴訟の対象になるのだ、リスクがあるからちゃんとやってくださいということなのでしょうが、その会社がどういう基準で社外取締役を選んでおられるかというのはよく分からないところがあります。日本の場合、私は社外取締役の方々にすごく期待するところが大きいというふうに思っています。

日本の潜在的力ですが、我々の中ではマニュファクチャリングしていく力みたいなものが日本は非常に強い。ものづくりですね。もちろんいろいろな技術を持っているということもあります。技術力とマニュファクチャリング力が結構強いのに、なぜ日本の企業が相対的に弱くなっているかということ、2つ側面があって、1つは意外とソフトのところ、1つは弱いのではないか。悪い言葉を使うと独りよがりなのではないか。その典型という用語がありますが、これはいいものなので勝つはずだという思い込みが日本人にはあります。

技術的に、それから機能として非常に優れているので必ず勝つはずだと。でも、例えば

非常に恐縮ながら携帯電話のお話をすると、たしかに日本の携帯電話はさまざまな機能がついて素晴らしいと思います。外国に持って行ってどうだとやったとき、アメリカ人、中国人は何と言ったかご存じですよ。なんでこんなに携帯にいろいろな機能が入っているのか。道を歩いているときGPSなんか使わない、なんで携帯に案内されながら道を歩かなければいけないのだ。何で車を運転しながらテレビをみなくてはいけないのだ。周りがあるレストランは何か、何でそんなことを調べなくてはいけないのか。知ってますよ、そんなことはという話です。

簡単にメールと電話ができればいい。2万円でそんな機械を買うぐらいだったら5,000円でメールと電話だけでいい。これなんか典型だと思います。

今回、私がすごく危機感を持ったのは、これだなと思ったのですが、ビデオディスクです。ブルーレイとHDの争いがあるって、ブルーレイが勝ったから世の中はブルーレイになったということですが、これなんか典型です。2つの陣営でどっちが技術的に優れているかは全く分からない。分からないけれども陣営が囲い込まれて、こっち側が大きくなってグローバルスタンダードになるとこっちだということになって、こっち側の技術的優位というのが全く無視されてしまうわけです。それを考えると日本の企業が日本の中だけで持っていて優れていると言っても、グローバルのスタンダードがそれにならないとそれにならないということだと私は思うのです。

したがって、持っている技術的優位性とか、それを非常にうまく作り出す力というのも実はデファクトスタンダード化しないと勝てないということなのです。デファクトスタンダード化するのは技術的優位性かということ、必ずしもそうではないですね。よりお友達がたくさんいるところに行って、そのお友達を全部囲い込んでしまって、こいつがいいと言わないとだめだということだと。

日本パッシングがなぜ起こったかということ、5億人しかいない経済では先進国が日米欧、それは5分の1の経済ですから20%経済でみんな日本を見ますが、30億の人口を相手にした世界経済になったときに30分の1のニーズに対してだれが関心を払うか。日本なんか関係ないわけです、世界の企業からすれば。それより29億人のニーズを探ったほうがいい。洗濯機のドラムは斜めのほうがいい。野菜を入れておけばビタミンが増えるような冷蔵庫のほうがいいなんていうことを言う国民は世界広しといえども日本しかなくて、そんなやつをニーズのために多額の設備投資とR&Dをやってもものを作り出すよりも、ただ単に冷やしてものを入れておくだけの機能を買う29億人のほうにフォーカスするのは当たり前の話です。それが日本人の独りよがり、自分はこれが正しい、技術的にも優れている、すごいアップグレードした。ビタミンが増えるのだから、この冷蔵庫は素晴らしいでしょう。そうではないという世界との間でギクシャクしていくのだらうと思います。

ですから、日本の企業を外に連れて行って、それだけのものを作り出すことはできるのだから、世界の人たちのニーズに対して、もっとそのニーズを知れば、もっといろいろなものが作り出せるでしょうという意味で、やはりグローバル化は必然なのだと思います。

す。

ですから、その意味でそれを持っていけば強いのに。トヨタみたいに。強いですが。でも、持っていつているのか、残念ながらそうではないのではないかという気が私はしています。

●ありがとうございます。今のお話は戦略コンサルで事業戦略を作っていて非常に感じるのです。根本の問題として日本は均質的な民族だという誤解みたいなものがあるので、非常に多様性に弱いというのが1つ。

それから、何かを作ったとき、戦略でも何でもそうなのですが、なかなか捨てる決断ができない。今、グローバル化とおっしゃって非常にキーワードだと思いますが、足かせになっているような気がいたします。ありがとうございました。

●落合座長 ありがとうございました。ほかにございますか。

●制度の話が出てきましたので、一言申し上げます。制度以前にマインドセットというのは確かに制度とか税制のここさえ直せばというナイーブな議論が多いのでおっしゃるとおりだと思いますが、日本の取締役会が身内で固められているというのは、それを許容する制度になっているからだということはもちろんあります。委員会等設置会社は2.5%ぐらいの会社しか選択していない、そこの社外取締役にしたところで、文字通り会社の社外、外であれば足りて独立性ということは要件にされていない。そういった制度をどう考えるかというのがあると思うのです。いきなりアメリカのようになれと言ったって、人がいないじゃないとか、社外の人に会社のことは分からないという議論が多いのですが、選択性であっても社外である以上は経営から独立しているということを制度的な要件にしていくという方向で物事を考えなければいけないのだと思います。

もう一つは、レバレッジという議論がありましたが、大抵のファンドマネージャーにとって損をすることと平均以下のパフォーマンスしか上げられないことの間あまり違いがないということだと思います。どのみちもっとパフォーマンスの高い運用者に乗り換えられて首になってしまうのだからということで、バブルではないのかなと思ってリスクをとり続けざるを得ない。レバレッジを高めざるを得ないということで、逆にいうとKKRの場合は名門であるがゆえにお金を出してくれるリミテッドパートナーの人たちが短期的なパフォーマンスを求めないという恵まれた状況にあってこのお話のような仕事ができるのではないかという気がしました。これは感想でございます。

●蓑田氏 ありがとうございます。おっしゃったとおりで、そこが変わってくればおそらく日本もかなり大きく変わるのではないかと私は思っています。

ですから、ぜひそういう議論はどこでどういうベースでやればいいのか、私はお役人さんでないのでよく分かりませんが、そういうことを方向として考えていただくと非常にありがたいと思います。

それから、2点目のご感想はおっしゃるとおりだと思います。ただ、私の気持ちはそういうファンドを増やしていったらいいと思いますし、日本の中で日本人がどういうメンタ

リティか分かりませんが、長い目で見て投資をすることを容認していただけるようなことであれば、日本にそういう良質のファンドをもう少し立ち上げていく必要があるかなと思います。

●落合座長 ほかにございますか。

●2つ教えていただけますか。1つは、世界の優良企業、シーメンス、GMを含めているような企業の子会社あるいは事業の独立ということで手がけたという例がここに出ていますが、これは現在やっているのか、過去のもう終わったものかもしれませんけれども、リピーターという大変ですが、例えばある会社であるものがうまくいったので、次はこっちというようなことがあるのかなのか。

もう1点は、端的に言うとおおKKRさんとして長期戦略、将来戦略といったものがおありなのか、その辺についてお聞かせいただきたい。

●蓑田氏 リピーターという意味では、シーメンスというのは非常に面白い存在です。今から12、3年前ヨーロッパにKKRが出ていったのですが。最初の3年間は全くディールができなかったらしいのです。その理由はアメリカの投資ファンドなんかに門を開くヨーロッパ人はいない。今の日本と似たようなものですが、もっとひどかったらしい。特にドイツがひどくて、門前払いをくらい続けたらしい。ただ、3年間いろいろなことをやり続けて、最初にシーメンスとディールをやる合意に達したのがこういうディールだったので、シーメンスとは以降で7件のディールをやりました。1件やって、その後、これはいいというのでシーメンスは7件やって自分のポートフォリオをファンドを使ってうまく整理をしました。整理というのは売ってしまったわけではないのです。

シーメンスはやったときに大体20%から30%、シーメンスの場合は20%で固定していた気がしますが、20%の持ち株比率は維持する。売却したとき。人も維持して、一緒にKKRとやった。そのことから続いて数年間に7件のディールを一緒にやったということです。ほかの人たちもシーメンスがやったのだからKKRというのはいいだろうというので、それ以降ドイツではかなりKKRのプレゼンスが上がってきた。ヨーロッパで非常に受け入れられたというのはシーメンスのディールを嚆矢としています。

ですから、いいディールをきちんとやってみて、その効果を具体的に示すということは非常に大事だと思っています。それが私が今直面している最大のプレッシャーです。自分で自分にかけていますが、きちんといいディールをやることで世の中にきちんと説明すればリピーターが入ってくるという例で、もちろん今でもプライベート・エクイティというものに対して社会の中で非常に意見が分かれていることも事実のようでもあります。みんながウェネカムというわけではないのですが、しかしドイツの中でもちゃんと機能したなどということだったと思います。

長期戦略ですが、ファンドはフューチャーシャリーデューティというものを背負って仕事をしています。つまり投資家に対する善管注意義務です。投資家に対する善管注意義務だけがそのファンドを規律しているものです。変なことをやると投資家が文句を言うだけで

なくて、下手すると訴えるということもあるかもしれません。したがって20兆を40兆にしようとか、そういう戦略を掲げるというわけではない。私が一番びっくりしたのですが、さっき申し上げたようにイグジットというところは非常に大事なのです。そうすると、ディールをやって入り口では一切この会社では褒められない。イメージとしてはアメリカの企業ですからドンとディールをやるとボンとでかいボーナスが出るとお思いになるかもしれませんが、一切出ない。ディールをやっても。パフォーマンスリンクではない。

なぜそうなっているかという、これはヘンリー・クラビスとジョージ・ロバーツに聞いて何回も確認していますが、ディールをやるのはだれでもできるんだという考え方です。お金さえたくさん払えば会社は買えます。でも、適正な価格で引き受けて、ずっと企業を応援して伸ばして価値を上げて出ていって初めて、出るときにみんなに押し慣れて拍手を受けながら出ていくという、ここまでやって初めてそのディールは完結する。

ですから、ディールをやったところでは絶対に褒めない。実際、スタート・オブ・ハードワークと言われて、ここからだよなということです。ですから、ディールをいくらやりたいということのメンタリティはなくて、どのぐらいいいディールを積むかということになると、数字的にはあまり意味のあることではないというふうに私には思えます。

では、イグジットしたときに褒められる人はだれか。会社全員で褒めるということなので、そこで得た利益は全員で分配するということであって個人に帰着しない。したがってやりただけディールをやって、あとは知らないと行ってパッと逃げてしまうようなビヘイビアにはなりようにはないということです。やってもボーナスは変わりません。給料も変わりません。やるだけでは何の意味もない。きちんとバリューアップしたうえで出ること。ですから、おっしゃったような長期戦略でいうと、今ファンドをいくらにすることは大体の目標としては持ちますが、1、2年の間に、それをどういうふうに投資して、だれに投資していこうかというのはみんなです話し合っ、そのつど決めていくので、目標があつて、そこに向かって行こうぜということでは必ずしもないと思っております。

●落合座長 まだまだご議論はあると思いますが、予定されました時間がまいりましたので、蓑田さん、吉富さん、ありがとうございます。有益なお話を伺うことができたと思っております。

今後の予定につきまして事務局からお願いします。

●事務局 次回の研究会は12月19日（金曜日）午前10時から。本日と同じ会議室で開催します。海外のM&A事情につきましては新しく委員になられました西口委員にご報告をいただくほか、制度・政策に関する小委員会での議論につきましては大杉委員よりご報告していただきます。こういう予定でございます。ご出席のほど、よろしくお願い申し上げます。

●落合座長 これで予定しました議題をすべて終了です。どうもありがとうございました。