

プライベートエクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析

飯岡 靖武 CMA

目 次

- | | |
|---------|-------------|
| 1. はじめに | 4. リサーチデザイン |
| 2. 先行研究 | 5. 分析結果 |
| 3. 仮説構築 | 6. 終わりに |

本稿では、2013～15年の間に国内のPEファンドによって買収された企業の被買収後の財務パフォーマンスを分析した。その結果、①PE投資が有する経済効果（バリューアップ効果など）の存在、②親会社ネットワークを通じた経営支援が投資先のパフォーマンス向上に貢献している可能性、③エージェンシーコストの解消効果が大きい案件の方が相対的に優れたパフォーマンスを実現している可能性、以上3点が明らかになった。なお、本稿は本文と補論で構成されており、詳細を補論で述べている部分については本文中に注が付されている。

1. はじめに

プライベートエクイティ投資（以下、PE投資）は、米国では1970年代後半から、また、英国では80年代半ば頃から企業再編の一手法として活用され始め、主に年金基金といった長期投資家による、オルタナティブ投資の主たる運用対象として市場は今日まで拡大している。他方で、日本では96年まで金融投資家による特定企業の経営権取得が実質的に禁じられていたことから、日本のPE市場は今日までいまだ20年強という浅い歴史

しかない。このため、世界第3位のGDPを有するにもかかわらず、足元の国内PE市場は米国のわずか数パーセントという規模感にとどまっている。しかしながら昨今、国内の低金利環境下におけるオルタナティブ運用ニーズの高まり、オーナー企業の経営者高齢化に伴う事業承継問題の深刻化、大企業による資本効率向上を企図した事業再編ニーズの高まり、これらの環境変化を踏まえ、国内市場におけるPEファンド（注1）への認知・期待は日を追うごとに増してきている状況にある。これらを背景とし、今後も拡大が見込まれる



飯岡 靖武（いとおか やすたけ）

ティーキャピタルパートナーズ（旧・東京海上キャピタル）プリンシパル（ファンドレイズ・インベスターリレーションズ担当）。学習院大学法学部卒業。一橋大学大学院経営管理研究科修了（MBA）。東京三菱銀行（現・三菱UFJ銀行）入社後、同行における法人営業、企業調査・アドバイザー業務、三菱UFJモルガン・スタンレー証券投資銀行本部及び同社ロンドン現地法人における株式引受業務などを経て、2016年8月より現職。

日本のPE市場ではあるが、欧米市場比で投資案件のトラックレコードはいまだ少なく、学術面においてもPEファンドの機能・役割を分析した先行研究は極めて少ない状況にある。よって、今後の市場発展に向けては、実務面における案件の蓄積に加え、学術面からの更なる研究を通じて、その実態が明らかにされ、市場全体に認知されていくことが重要であり、本稿はこの問題意識を発端としている。他方で、PE投資は原則として非公開企業に対する投資であるため、投資先の財務等のデータ取得は上場企業と比べて著しく困難である。本稿では、帝国データ企業情報に加え、個々の投資会社・投資先のウェブサイトや記事検索も活用し、ゼロベースでデータセットを構築し分析を実施した。本稿は国内のPEファンド投資先（非公開企業）の被買収後パフォーマンスの計測を通じて、PEファンドの機能を分析した初の国内論文である。

本稿の構成に関し、第2章では先行研究のサーベイを行い、研究テーマ・仮説を体系化する。第3章では本稿での仮説を設定する。第4章ではリサーチデザインと分析手法を述べる。第5章では主要な実証結果と結果が示唆する解釈をまとめる。第6章では本稿の研究結果と今後の課題をまとめる。

2. 先行研究

(1) PEファンド投資の経済効果に関する主要仮説

PE投資の経済効果（投資メカニズム）の論拠

としては、(1)フリーキャッシュフロー仮説、(2)エージェンシーコスト削減仮説、(3)価値の移転仮説、(4)バリューアップ仮説の主に四つがある。(1)に関しJensen [1989] は、PEファンドが企業を買収する際に、自らのエクイティ出資に加えて借入金を活用したレバレッジドバイアウトとすることで、被買収後、投資先は本業で得たキャッシュフローの相当額を借入金返済に回す必要が生じ、それが経営陣による無駄な投資（Net Present Valueが負の投資）を抑制し、企業価値向上が実現されることを示している。(2)に関しJensen [1989] 及びMuscarella and Vetsuypens [1990] は、投資先経営陣へのPay-for-Performanceに基づく報酬設計及びモニタリング体制強化により、株主と経営陣の利害の一致が図られ、エージェンシーコストが低減し企業価値が向上すると指摘している。(3)に関しLowenstein [1985] は、PEファンドの買収後に雇用や報酬の削減といったリストラを通じて、従業員といった株主以外のステークホルダーから株主に富や価値が移転すると指摘している。(4)に関しMeuleman *et al.* [2008] は、産業や市場に高い知見を有するPEファンドの投資担当者が、投資先マネジメントへのハンズオン支援を通じて、投資先の事業成長による企業価値向上に貢献していると指摘している。

(2) 被買収企業のパフォーマンス分析を通じた実証研究

前述のPE投資の経済効果を、実際の被買収企業の財務パフォーマンスの分析を通じて初めて実証したのがKaplan [1989] である。同研究は、

(注1) 本稿における「PEファンド」の定義は、外部投資家を中心に運用資金を募り、一つのファンドから複数の非公開企業にエクイティ投資を実行し、原則、投資先の過半数の株式を取得（経営権を取得）した上で、投資後の中長期にわたるバリューアップ活動を通じて公開株を上回る運用収益の獲得を目指す投資ファンド（投資運用会社）とする。

1980～86年に実施された上場企業の非公開化案件48件を採り上げた上で、EBITDA / Asset、EBITDA / Salesなどの指標に関し、PEファンドによる買収の2期前から3期後までのパフォーマンス変化量を計測し、同じセクターに属するコントロール企業の変化量との比較を行った上で、パフォーマンス変化量の差が統計的に有意である旨を指摘している。加えて、設備投資額の変化量についても同様に計測を行い、PE投資先の設備投資がコントロール企業対比で有意に減少している点を実証している。つまり、所有と経営が分離した公開企業がPEファンドの出資（レバレッジドバイアウト）による非公開化を経て、無駄な投資を抑制しつつ利益拡大を実現している点を実証している。Scellato and Ughetto [2013] は、1997～2004年の欧州各国で実施された計241件の買収案件を採り上げ、投資会社の属性を独立系と企業系（注2）に大別し、独立系は運用資金を親会社から拠出されているわけではないため継続的に外部投資家から資金を集める必要があり、持続的なファンド運営のために高い運用実績を上げる必要がある、という視点に立った上で、「独立系PEファンドの投資先の方が、そうでないファンドの投資先よりも利益率が高い」という仮説を検証しているが、有意な結果は得られていない。Meuleman *et al.* [2008] は、大企業では複数の子会社・事業部門に対して適切なガバナンス体制の導入やインセンティブ設計がなされていないこと、所有と経営が分離していることで株主と経営陣の利害が相反しやすいこと等の問題に触れた上で、PEファンドによる買収を契機にこれらの問題が解消され企業価値向上につながる点を指摘し、「大企業の子会社・事業部門の売却案件（カ

ーブアウト（Carveout）案件）は、それ以外の案件タイプ比で収益性・効率性・成長性の面で優れたパフォーマンスを実現している」との仮説の実証を試みており、従業員数の成長において有意な結果を得ている。

3. 仮説構築

本稿では、PE投資が有する経済効果（投資メカニズム）に関し、株主と経営者間の利害一致を通じた、収益性・効率性改善に比重を置いた伝統的なエージェンシーコスト削減仮説に加え、投資担当者の産業知見・ノウハウ・ネットワークに基づく投資先へのハンズオン支援の効果（バリュアップ仮説）を、国内投資先をサンプルとして実証する。

仮説1 PEファンドの投資先は、コントロール企業対比で高い事業成長及び利益率を実現している【PE投資の経済効果の実証】。

PE投資会社の属性については、最も大きくくりとして独立系か企業系かという定義が存在し、PEファンドにLP出資する投資家にとっては、どちらに投資する上でもメリット、デメリットが存在する。企業系ファンドのメリットとして、投資担当者は親会社が有する知名度やネットワークを活用したソーシング（案件開拓）が可能であり、買収後のハンズオン支援においても親会社の持つリソースを活用したバリュアップ活動が可能である点が挙げられる（Manigart *et al.* [2002]）。他方で、投資家から投資会社に支払われる管理報酬や成功報酬の一部を親会社が受領する権利を有

（注2） 特定の金融機関や事業会社などを親会社とするPE投資会社。

していることが多く、投資担当者に支払われる報酬が独立系ファンドに比べて少なくなるため、投資家にとっては、投資担当者に適切かつ十分なインセンティブ付けがなされず、有能な投資担当者の離職の可能性といった問題を抱える点がデメリットとなる。また、独立系ファンドのメリット・デメリットは企業系ファンドの逆となる。これらを踏まえ本稿では、国内投資先をサンプルとして以下仮説の実証を試みる。なお、成功報酬の一定割合が国外の親ファンドに支払われる点や、親ファンドが有する海外のネットワークを活用したハンズオン支援（投資先の海外展開支援など）を提供可能という類似特性を考慮し、本稿では外資系ファンドも企業系と同じく、独立系以外の属性のファンドとして扱う。

仮説2 独立系ファンドの投資先パフォーマンスは、企業系及び外資系ファンドの投資先よりも優れている（及びその逆）【投資会社の属性が投資先パフォーマンスに与える影響の実証】。

上場子会社のカーブアウト案件（大企業の子会社・事業部門売却）では、被買収後、株主であるファンドと対象会社マネジメントの利害の一致を図るべく、マネジメントへのストックオプション付与などを通じて企業価値向上に向けたインセンティブ付けがなされる（エージェンシーコストが削減されることで企業価値が向上）。他方で、オーナー企業はもともと所有と経営が一致しているケースが多く、その意味においてはそもそもエージェンシー問題をそれほど抱えていないため、

PEファンドの買収後でも、エージェンシーコストの解消インパクトはないか、あっても限定的である。よって、カーブアウト案件はその他タイプの案件に比べ相対的に企業価値向上、すなわち被買収後のパフォーマンス向上効果が高いと想定される（Meuleman *et al.*[2008]）。これらを踏まえ、国内投資先をサンプルとして以下仮説の実証を試みる。

仮説3 カーブアウト案件のパフォーマンスは、それ以外の案件タイプの投資先よりも優れている【投資案件の属性が投資先パフォーマンスに与える影響の実証】。

4. リサーチデザイン

(1) データセット構築

第1ステップとして、『レコフM&Aデータベース』を使用し、12年4月～16年3月までの4年間に実施された国内企業に対するPEファンドによる買収案件を抽出し、時系列にまとめた上で一覧を作成した。当該期間の案件を選択する理由として、(1) 帝国データ企業情報で開示されている財務データは直近6期分のみであること、(2) 被買収後の財務パフォーマンス測定には被買収対象期とそれ以降（被買収後3期分）の最低4期分の財務データが必要なこと、この2点が挙げられ、この2点の基準を満たす案件が、12年4月～16年3月に実施された案件となる（注3）。抽出手法としては、①株式取得形態が「買収」、②買い手「当事者1」の業種が「その他金融」、③マーケットが「In-In」「Out-In」、これら三つの基準でソー

（注3） データ分析が可能な案件の対象期間は、実際にはもう少し短いものの、第1ステップのため期間をあえて長めに設定した上で案件を漏れなく抽出した。

トをかけた後、「当事者1」がPEファンドでないと思われるもの、例えば、リース会社などのノンバンク、ヘッジファンドやアクティビストファンドと思われる海外ファンドなどを除外するとともに、本稿の分析では、民間のPEファンドとは役割・目的が異なるため、産業革新機構などの政府系ファンドは同じく除外した。次に、『日本バイアウト市場年鑑』より、同じく12年4月～16年3月に実施されたバイアウト案件を、12年上半期～16年上半期の各年鑑の主要案件一覧表から抽出し、時系列にまとめた上で案件一覧を作成した。そして、『レコフM&Aデータベース』を基に作成した一覧と、『日本バイアウト市場年鑑』を基に作成した一覧を統合した上で、重複する案件を1件にまとめ、最終的に151件のPEファンドによる買収案件を抽出した。

第2ステップとして、第1ステップで作成した案件一覧から、被買収対象期と被買収後3期分の財務データが確実に取得可能と思われる、13年3月～15年4月の期間に買収されたPE投資先を実際の財務データ取得先として絞り込んだ上で、『帝国データ企業情報』にアクセスし、1社ずつ企業プロフィールをダウンロードした。そして当該プロフィールを参照しながら、売上高、税引後当期利益、自己資本比率、創業・設立年といった情報を1社ずつ手入力しデータセットを構築した。企業プロフィールをダウンロードした計77社のうち、被買収後3期分の売上高・税引後当期利益に欠損のない計60社を最終的なPE投資先分

析サンプルとして選定した。

第3ステップとして、先行研究も含め幅広く使用されている、産業とサイズ（売上高）の二つの基準を使用しコントロール企業を選定した。

まず、企業データベース『SPEEDA』の「企業検索」メニューから、各PE投資先（計60社）の「SPEEDA業界小分類」を特定し（注4）、その後、「ターゲットリスト作成」メニューに登録されている国内非公開企業約353千社から、PE投資先と同一の業界小分類に属する企業であり、PE投資先との直近期売上高の差異が±50%の範囲に収まる企業を検索し、該当企業がある場合は当該企業をコントロール企業として選択（複数社ある場合はPE投資先に最も売上高が近い企業を選択、以降同じ）、該当ない場合は中分類から、PE投資先1社に対し1社のコントロール企業（非公開企業）を選定した（コントロール企業群A、計60社（注5））。コントロール企業を非公開企業とした背景は、PEファンドの投資先は原則非公開企業であり、これらの企業と上場企業では、ガバナンスのメカニズムや資金調達構造（非公開企業は間接調達に依存）が異なるためである。

他方で、非公開企業では節税対策からオーナーの役員報酬を高め設定するなどして当期利益が抑制される傾向があり、被説明変数を利益指標とした分析の際、一定の影響を受ける可能性がある。よって本稿では、頑健性確認の観点から、上場企業中心のコントロール企業で構築されたサンプル（コントロール企業群B、計114社）でも分析を

（注4） 業界大分類（19分類）、中分類（83分類）、小分類（553分類）の三つの階層がある（20年6月17日時点）。SPEEDA業界分類のデータがないPE投資先に関しては、当該企業の帝国データ上の業種や、ウェブサイト上の事業内容から、SPEEDA業界分類を類推した。

（注5） 被買収後1期目の売上高が、PE投資先売上高の±50%以内でないコントロール企業も60社のうち16社存在する。本稿における非公開企業のデータ取得プロセス上の限界が理由だが、詳細は本稿の補論、3ページ、「留意事項③」で示されている。

図表 1 使用する変数と変数の定義・内容

変数	定義・内容
被説明変数	
Turnover Growth	被買収後 3 期目売上高 / 被買収後 1 期目売上高 (売上高成長率)
Mean Profitability	被買収後 1 期目から 3 期目までの、税引後当期利益率の 3 期平均
Profitability_3	被買収後 3 期目の税引後当期利益率
説明変数	
PE Backed Buyouts	PEファンドの投資先企業を 1 とするダミー変数
Independent	独立系ファンド (投資会社) の投資先企業を 1 とするダミー変数
Corporate/Foreign	企業系ファンド、外資系ファンドの投資先企業を 1 とするダミー変数
GP Age	投資会社の 1 号ファンド設立から、対象となる投資案件実行時までの年数 (投資経験年数)
Carveout	大企業の子会社・事業部門の売却案件を 1 とするダミー変数
Business Succession	事業承継案件 (オーナー企業案件) を 1 とするダミー変数
Secondary	投資ファンド等の金融投資家間での売買案件を 1 とするダミー変数
Revival Support	事業再生型案件を 1 とするダミー変数
Going Private	上場企業の非公開化案件を 1 とするダミー変数
コントロール変数	
In Turnover_1	被買収後 1 期目の売上高の自然対数
Profitability_1	被買収後 1 期目の税引後当期利益率
DE Ratio_1	被買収後 1 期目の、営業債務を含む広義のDEレシオ
Company Age	サンプル企業の創業年・設立年 (古い方) から、被買収時までの年数 (業歴)
TOPIX	サンプル企業の被買収時のTOPIX指数 (月末時点)

(出所) 筆者作成

施している (注6)。

(2) 使用変数 (図表 1)

被説明変数

まず、PE投資先の被買収後の長期パフォーマンスの指標として、本稿では売上高成長率 (Turnover Growth) を主要な被説明変数として使用する。売上高成長率は、Meuleman *et al.* [2008] などの先行研究で広く使用されており、本稿で使用する変数として適切である。利益項目は、投資先とコントロール企業の利益水準を比較する上でEBITDAが適しているが (注7)、帝国データの企業プロフィールでは税引後当期利益しか

開示されていないことから、本稿では税引後当期利益率を変数として使用する。分析対象期間は被買収後の 3 期分とする (Cressy *et al.* [2007]、Meuleman *et al.* [2008])。

説明変数 (検証仮説の変数)

検証する仮説の主要な説明変数は、PEファンドの投資先企業を 1 とするダミー変数など、投資会社の業歴 (GP Age) を除いて全てダミー変数である。独立系・企業系ファンドの区分けに関しては、各投資会社のウェブサイトなどから、株式の過半を国内金融機関などが保有していると思われる投資会社を企業系ファンドに、そうでない投

(注6) PE投資先の被買収後 1 期目の売上高を基準に、当該売上高の +20% 以内及び -20% 以内に同時期 (決算期) の売上高が収まる上場企業 (コントロール企業) をSPEEDA業界小分類から検索し、該当企業がある場合は当該企業をコントロール企業として選択 (複数社ある場合はPE投資先に最も売上高に近い企業を選択、以降同じ)、該当しない場合は中分類、中分類でも該当しない場合は大分類というプロセスで、原則、+20% 以内・-20% 以内で 1 社ずつ (計 2 社) 選択した。結果、該当する上場企業が 1 社もなかった 2 ケース (この場合はコントロール企業群Aで選択した非公開企業 2 社を維持)、該当する上場企業が 1 社のみ 4 ケースを含め、コントロール企業として計 114 社を選択した (上場企業 112 社、非公開企業 2 社)。

(注7) 詳細は本稿の補論、1 ページ、「留意事項①」で示されている。

資会社を独立系ファンドに区分けしている。外資系はグローバルに投資事業を行うファンドの国内現地法人が対象となる。案件属性の区分けに関しては、『日本バイアウト市場年鑑』が定義する五つの属性(注8)に基づいているが、同年鑑上に記載のない案件(レコフM&Aデータベースのみに収録されている案件)については、投資会社のウェブサイト上で確認を実施するか、案件のプレスリリースを参照し案件化の背景を確認した上で、当該案件がどの属性に最も近いかを検証し選択している。

説明変数(コントロール変数)

被買収当初の業績数値は、将来のパフォーマンス成長における重要な要素(Cressy *et al.* [2007])であることから、本稿では被買収後1期目の売上高の自然対数(\ln Turnover₁)と、被買収後1期目の税引後当期利益率(Profitability₁)を各々コントロール変数として使用する。ギアリング比率は特に利益指標に影響を与える重要な要素であるため、本稿では被買収後1期目のDEレシオ(DE Ratio₁)をコントロール変数として使用する。業歴の浅い投資先は事業成長が早い反面、倒産確率が高い(Cressy *et al.* [2007])という側面を持つため、業歴(Company Age)をコントロール変数として使用する。TOPIXは、被買収時の本邦株式市況の影響をコントロール可能な代表的インデックスであるため、本稿のコントロール変数として使用する。

(3) 分析手法

本稿の分析手法は、主にCressy *et al.* [2007]に基づき、(1)PE投資が有する経済効果、(2)投資

会社の属性が投資先パフォーマンスに与える影響、(3)投資案件の属性が投資先パフォーマンスに与える影響、これら三つを最小二乗法による重回帰分析を用いて分析する。被説明変数は分析サンプル企業の長期パフォーマンスを示す売上高成長率(Turnover Growth)などの各変数、説明変数はPEファンドの投資先を1とするダミー変数(PE Backed Buyouts)などの各変数、コントロール変数は被買収直後(1期目)の各種財務数値に、業歴(Company Age)、TOPIXを加えた五つの変数を投入する。なお、分析するモデルを式で表現する場合は以下となる。

(モデル式)

$$\begin{aligned} \text{Turnover Growth} = & \alpha + \beta_1 \text{PE Backed Buyouts} \\ & + \beta_2 \ln \text{Turnover}_1 + \beta_3 \text{Profitability}_1 \\ & + \beta_4 \text{DE Ratio}_1 + \beta_5 \text{Company Age} \\ & + \beta_6 \text{TOPIX} + \varepsilon \end{aligned}$$

5. 分析結果

(1) PE投資の経済効果

売上高成長率を被説明変数とした場合、PE投資先はコントロール企業対比9.3%程度有意に高い成長を実現している実証結果を得た(5%水準)(図表2モデルI)。この実証結果は、市場や産業に知見を有するPEファンドが、経営支援ノウハウやネットワークを活用して投資先の成長に貢献するという、いわゆる「バリューアップ仮説」の存在を示唆する。

更に、税引後当期利益率(被買収後3期平均)を被説明変数とした場合、PE投資先はコントロール企業対比で、被買収後3期にわたって有意に

(注8) 詳細は本稿の補論、10ページ、「図表7」で示されている。

図表2 PE投資の経済効果（重回帰分析／コントロール企業対比）

Variable	Turnover Growth		Mean Profitability		Profitability_3	
	コントロール サンプルA (非上場)	コントロール サンプルB (上場)	コントロール サンプルA (非上場)	コントロール サンプルB (上場)	コントロール サンプルA (非上場)	コントロール サンプルB (上場)
	I	II	III	IV	V	VI
PE Backed Buyouts	0.093** (0.041)	0.064* (0.034)	0.014* (0.007)	0.006 (0.007)	0.011 (0.009)	0.001 (0.010)
ln Turnover_1	0.023 (0.037)	-0.021 (0.030)	0.007 (0.007)	0.001 (0.006)	-0.003 (0.008)	-0.007 (0.009)
Profitability_1	-0.309 (0.251)	0.037 (0.158)	0.515*** (0.045)	0.604*** (0.033)	0.414*** (0.054)	0.482*** (0.045)
DE Ratio_1	-0.009 (0.010)	-0.009* (0.005)	0.000 (0.002)	-0.001 (0.001)	0.003 (0.002)	-0.002 (0.002)
Company Age	-0.001 (0.001)	-0.002*** (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
TOPIX	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Constant	0.222 (0.229)	0.299 (0.190)	0.020 (0.041)	0.040 (0.040)	0.033 (0.050)	0.101* (0.054)
Observations	120	174	120	174	120	174
R-squared	0.086	0.137	0.577	0.674	0.372	0.423

(図表注) 括弧内は標準誤差。***、**、*、は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。
(出所) 筆者作成

高い利益率を実現している実証結果を得た（10%水準）（図表2モデルIII）。この実証結果は、欧米の投資先を分析対象とした先行研究同様、エージェンシー理論に基づく収益性・効率性の改善といったPE投資の経済効果が、国内企業への投資においても実現されていることを示唆している（注9）。

(2) 投資会社の属性が投資先パフォーマンスに与える影響

被説明変数を税引後当期利益率（被買収後3期平均）とした場合は、企業系・外資系ファンドの投資先の方が、独立系ファンドの投資先よりも、弱いながらも有意に優れた利益率を計上している

ことが示唆された（10%水準）（補論、8ページ、図表5モデルVI）。これは、企業系・外資系ファンドが、親会社（親ファンド）が有するネットワークを活用したハンズオン支援を通じて、投資先のバリューアップに貢献している可能性を示唆するものである。加えて、国内PE市場は欧米市場比でいまだ市場規模が圧倒的に小さいことから、PEファンドそのものに対する認知が幅広く浸透しているとまでは言い難く、優良な中堅中小企業にアプローチする際には、親会社の知名度が投資会社にとって有利に働き、その結果、実際に収益性の高い企業を買収できている可能性が考えられる。他方で、被説明変数が売上高成長率の場合には有意な結果は得られなかった（補論、8ページ、

(注9) 頑健性確認におけるコントロールサンプルBを使用した分析では、被説明変数を売上高成長率とした場合は10%水準で有意な結果となった一方（図表2モデルII）、被説明変数を税引後当期利益率（被買収後3期平均）とした場合には有意な結果が得られなかった（図表2モデルIV）。PE投資先ではファンドによる被買収時にのれんが発生し、のれん償却費が会計上のコストとして計上されていくため、コントロール企業対比では相対的に当期利益が圧縮される可能性がある。したがって、のれん償却費の影響を加味したEBITDAを使用した上での、PE投資が有する収益性改善機能の実証が、今後の研究課題と言える。

図表3 投資案件の属性が投資先パフォーマンスに与える影響（重回帰分析）

Variable	Turnover Growth				
	I	II	III	IV	V
Carveout	0.160** (0.067)				
Business Succession		-0.095 (0.065)			
Secondary			0.025 (0.079)		
Revival Support				-0.161* (0.096)	
Going Private					0.071 (0.139)
GP Age	0.001 (0.008)	0.005 (0.008)	0.004 (0.009)	0.003 (0.008)	0.004 (0.008)
Constant	0.198 (0.366)	0.232 (0.378)	0.188 (0.384)	0.225 (0.375)	0.194 (0.384)
Observations	60	60	60	60	60
R-squared	0.152	0.096	0.062	0.108	0.065

(図表注1) 括弧内は標準誤差。***、**、*、は、それぞれ1%水準、5%水準、10%水準で統計的に有意であることを示す。

(図表注2) 五つのコントロール変数は、誌面の都合上、記載を省略している。

(出所) 筆者作成

図表5モデルII)。

(3) 投資案件の属性が投資先パフォーマンスに与える影響

被説明変数が売上高成長率の場合において、カーブアウト案件はそれ以外の案件よりも16%程度有意に高い成長を実現している実証結果を得た(5%水準)(図表3モデルI)。これは、所有と経営が明確に分かれているカーブアウト案件は、PE投資によるエージェンシーコスト解消効果が相対的に大きいとするMeuleman *et al.* [2008]の実証結果と整合的である。

他方、被説明変数を税引後当期利益率(被買収後3期平均)とした場合、係数はプラスだが有意な結果は得られなかった(補論、9ページ、図表6モデルI)。すなわちカーブアウト案件は売上成長を実現しているが、利益水準は他属性案件対比で有意に優れているとは言えない。

6. 終わりに

本稿では、欧米のPE投資先対比で研究がなされてこなかった国内のPEファンド投資先(非公開企業)の被買収後の長期パフォーマンスを分析し、PEファンド投資が本源的に持つ価値創造機能(経済効果)を明らかにするとともに、投資会社及び投資案件の属性・特徴が投資先のパフォーマンスにどのような影響を与えているかを分析した。

まず1点目として、PEファンドの投資先が、セクターとサイズをマッチングしたコントロール企業(非買収企業)対比で、高い事業成長(売上高成長)を実現していることを実証した。すなわち、PEファンドが、成熟企業ながらも高い成長性を有する企業を探索・選別する能力を有することに加え、投資担当者の持つ産業知見・ノウハウ・ネットワークが投資先の企業価値向上に貢献する「バリューアップ効果」の存在を示した。また、PEファンドの投資先が、コントロール企業対比

で高い利益率（税引後当期利益率の3期平均）を実現していることを実証した。欧米の投資先を分析対象とした先行研究同様、エージェンシー理論に基づく収益性・効率性の改善といった、国内企業への投資におけるPEファンド投資の経済効果の存在を示唆するものと言える。2点目として、企業系・外資系ファンドの投資先が、独立系ファンドの投資先よりも高い利益率を計上している点を実証した。日本のような発展段階の市場では、PEファンドの存在自体や活動内容への認知が不足しており、親会社の有するリソース・ネットワークを活用したハンズオン支援が、投資先のパフォーマンス向上に貢献している可能性に加え、親会社の知名度が優れた収益性を有する企業へのアプローチの一助となっている可能性を示した。3点目として、大企業の子会社・事業部門の売却案件が、その他属性の案件対比で高い事業成長を実現していることを実証した。この結果は、エージェンシーコストの解消効果が大きい投資案件の方が、PE投資案件の中でも相対的に高いパフォーマンスを実現可能であることを示している。

今後の研究においては、民間調査会社を中心とした国内の非公開企業に関する多面的な財務データの蓄積に加え、PEファンドとその投資案件に特化したデータベースの構築が必要である。これには、国内PE市場の黎明期から昨今に至るまでの全ての投資案件が網羅的にデータとして収集・蓄積されるとともに、投資会社や機関投資家側からのデータ提供といった、産業界からの協力も不可欠である。PEファンド専用のデータベースが整備されれば、精緻な学術研究が可能になるとともに、理論構築を通じてPE投資のメカニズムがより明らかとなり、国内PE市場への参加者にとってプラスの効果が大きいと思われる。

本稿の執筆に当たっては、安田行宏教授（一橋大学）より多大なご指導をいただいた。また、匿名レフェリー2名の先生方から貴重なコメントをいただいた。ここに深く感謝申し上げる。なお、本稿の論考・内容は、全て筆者個人に属し、所属企業の見解を示すものではない。

〔参考文献〕

- Cressy, R., F. Munari and A. Malipiero [2007] “Playing to their Strength? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage,” *Journal of Corporate Finance* 13(4), pp.647-669.
- Jensen, M. C. [1989] “Eclipse of the Public Corporation,” *Harvard Business Review*, September-October 1989, pp.61-74.
- Kaplan, S. [1989] “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value,” *Journal of Financial Economics*, 24(2), pp.217-254.
- Lowenstein, L. [1985] “Management Buyouts,” *Columbia Law Review* 79, pp.730-784.
- Manigart, S., K. D. Waele, M. Wright, K. Robbie, P. Desbrieres, H. J. Sapienza and A. Beekman [2002] “Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study,” *Journal of Business Venturing* 17(4), pp.291-312.
- Meuleman, M., K. Amess, M. Wright and L. Scholes [2008] “Agency, strategic entrepreneurship and the performance of private equity backed buyouts,” *Vlerick Leuven Gent Working Paper Series* 2008/05.
- Muscarella, C. J. and M. R. Vetsuypens [1990] “Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs,” *The Journal of Finance* 45(5), pp.1389-1413.
- Scellato, G. and E. Ughetto [2013] “Real effects of private equity investments: Evidence from European buyouts,” *Journal of Business Research* 66(12), pp.2642-2649.

（この論文は投稿論稿を採用したものです。）

※この論文には補論があり、協会ウェブサイトでご覧いただけます。