

## キャピタル・アイ特別企画

## ブルパス・キャピタルの梅村代表、グループでバリューアップし尽くす

成果報酬型コンサルティングを手掛けるプロレド・パートナーズ<7034>が、2020年11月にブルパス・キャピタルを設立した。同社はプロレドのノウハウを活かして、事業投資とハンズオン経営支援を行い、投資先企業の価値向上を狙う。プロレド・パートナーズの佐谷進代表とブルパス・キャピタルの梅村崇貴代表に、設立の経緯やファンドの特徴、今後の展望などを聞いた。



ブルパス・キャピタルの  
梅村崇貴代表取締役

## ■ コンサル発の新スタイル

ーブルパス・キャピタルの設立の背景やコンセプトについて

佐谷代表：プロレド・パートナーズは成果報酬型のコンサルティングで、成果を定量的に測定できる領域としてコストマネジメントや売り上げアップを手掛けてきた。だが、経営の全ての要素を定量的に計測して成果報酬型のコンサルティングを行うには限界がある。

例えば、ブランディングや組織マネジメント、新規事業開発など新たな分野に対して、定量的に測定することは難しく、成果報酬型のコンサルティングはできないが、エクイティを持つことで企業価値という定量的な指標により、成果を計ることができる。そのため、起業当初から「いずれPE（プライベート・エクイティ）ファンドを立ち上げたい」と考えていた。

ー梅村代表が参画するに当たって、どのような関心があったのか

梅村代表：前職でハンズオンスタイルによりPEファンドの投資先の経営執行や再生案件などを多数経験する過程で、経営においては、属人的なノウハウだけでなく、ある程度再現性がある形で、体系化できる部分があると気づいていた。

プロレド・パートナーズは属人性を排除するスタイルで、投資先のバリューアップメニューを次々に立ち上げて、しかもスケール化できている。経営者やファンド・マネージャーにとって、この武器（プロレド）が組み合わせることで、リソースにレバレッジが掛かり、より多くの投資先を支援できる仕組みが創れると考えた。

事業の競争力の見立てとバリューアップの方法論に強みを持つ「経営コンサルティング」を中心軸におく、PE ファンドができれば面白い。日本の PE ファンドは、多くが金融機関出身で、経営コンサルティングを出自とするものはほとんどない。今の日本には存在しない新しいスタイルの PE ファンドを創るチャレンジができるのではないかと考えた。

日本の PE ファンド業界はまだ歴史が浅い。10 年前は、PE ファンドに対するイメージがそれほど良いものではなく、ソーシング（案件の開拓）自体が非常に大変な環境にあった。

ただ、この 10 年間で、M&A 仲介の拡大に伴い、中堅・中小企業の M&A マーケットが大きく成長し、また経営者の PE ファンドに対するイメージも好意的なものに変化してきている。そのため、中堅・中小企業に対して投資を行う PE ファンドにとって、投資機会は大きく広がっており、従来と比べるとソーシングはやりやすくなったといえる。

一方で、M&A マーケット全体の効率化により、従来のようにソーシングで割安案件を発掘することは非常に困難となっている。そのため、PE ファンドのリターンの源泉として、事業の本質的な競争力の見立てや、投資後のバリューアップの重要性が相対的に高まっている。

このような環境変化のなかで、プロレド・パートナーズの成長は、PE ファンド業界がバリューアップを重要視するようになったことと密接に関係する。ここ数年、プロレド・パートナーズは PE ファンドの投資先に対するバリューアップを受託する機会が大幅に増えており、これまで、累計 100 社以上の PE ファンドの投資先に対して、業績改善により成果報酬を受領できている。そのため、投資先のバリューアップのノウハウを相当に蓄積できている。

私も長く、PE ファンドの投資先の経営執行を手掛けてきたが、プロレド・パートナーズが蓄積してきた再現性があるバリューアップのノウハウを組み合わせることにより、再現性がある形で EBITDA を増大させ、リターンを出すことができる。まさに我々が経験してきた強みが活きるタイミングが到来したと判断した。

佐谷代表：バリューアップしないと PE ファンドのパフォーマンスに差が出なくなってきた。

梅村代表：今、コロナ禍の状況で、金融機関の LP（有限責任事業組合員）出資は全体的に低調だが、特徴のある PE ファンドに対しては出資を継続している。ファンドの組成が順調に進んだのは、そうした時代背景もあるのではないかと。



プロレド・パートナーズの  
佐谷進代表取締役

ー2021年1月末に組成したドルフィン1号投資事業有限責任組合（ドルフィン1号ファンド）はファーストクローズ（1次募集）で65億円を集めたが、金融機関の出資が多かったのはそのような背景によるのか

梅村代表：そうだ。LP投資家はほとんど銀行・証券の金融機関であり、十数行になる見込みである。11月にLP出資の募集を開始し、3ヵ月でファーストクローズが完了し、その後1ヵ月でほぼ目標額の100億円に近い水準となった。現在は目標額をオーバーしている（注：取材後の3月26日に104億円でファイナル・クローズした）。多くの金融機関から初号ファンドでこれだけの出資をするのは例がないと言われた。支援していただいた皆様には感謝とともに、身が引き締まる思いである。

おそらく10年前であれば、コンサル出身者が組成したPEファンドにこれだけの資金が集まることはなかったであろうが、やはり我々がやってきたこと、やろうとしていることに対して時代がマッチしてきたと感じる。

#### ■個人ではなく組織で運営

ーファンドの特徴について

梅村代表：ブルパス・キャピタルは、おそらく、メンバーの平均年齢が日本で最も低いPEファンドではないか。ほかのPEファンドと比べて平均10歳以上若く、手も足も恐ろしくスピーディーに動き、チームワークも素晴らしい。皆が非常に質の高いスキルと経験を持ち、性格も良い。私が過去に一緒に仕事をしてきた信頼の置けるメンバーは、若いがPEファンド業界に10年以上携わっており、かなりの実績がある。PEファンド業界の出身者だけではなく、M&Aアドバイザーやコンサルティング出身者がバランス良く揃っている。

通常のPEファンドは個人の能力に依存する形態が続いてきて、これからも大半はそうであろう。だが、ブルパス・キャピタルの場合はプロレド・パートナーズと連携してバリューアップを進めるなど、PEファンドを組織で運営するスタイルを追求していく。我々は、個々のメンバーが常駐あるいは半常駐でバリューアップに取り組むが、それに加えて我々ブルパス・キャピタルの裏側には150人超の組織化されたプロレド・パートナーズのコンサルタントがおり、我々はいつでもそのメンバーと連携しながら、グループ一体でバリューアップを行うことができる。そのような形態のPEファンドは日本でいまだかつてないだろう。

ーそのほかにプロレド・グループとはどのような連携があるのか

梅村代表：プロレド・パートナーズに関連するネットワークとして、法人顧客もあり、また、800人規模の顧問（上場企業OB役員）ネットワークが存在する。そのようなネットワークや組織をふんだんに使いながら、投資先のバリューアップを行う。プロレド・パートナーズ自身も、これから新規のコンサルティングメニューを立ち上げていく。その過程では、プリンシパル投資やM&Aで新しいコンサルティング機能を持つことも出てくるだろうが、それが全てブルパス・キャピタルの投資先のバリューアップに貢献する機能になる。そのような形でブルパス・キャピタルとの相乗効果を作りたい。これは、ほかのPEファンドでは真似できない方法論ではないか。

ーグループ体制でサービスを提供するとなると、プロレド・パートナーズとブルパス・キャピタル間の人事交流は活発になるのか

佐谷代表：ブルパス・キャピタルとプロレド・パートナーズのメンバーは業務部分で意識的に協力している。今後体制含めて、よりうまく取り組みたい。

梅村代表：ハンズオンでしっかり経営に入り込むと、様々な解決すべき経営課題が見えてくる。場合によっては、プロレド・パートナーズからコンサルティングの提供を受けるだけでなく、新たなコンサルティングメニューの開発が必要なケースもあり得る。もし、そこで生まれた新たな課題解決が、プロレド・パートナーズの顧客である PE ファンドにも提供できるのであれば、新しいサービスメニューとして拡販できるだろう。そのような相互連携ができると良い。

ー新メニューは、プロレド・パートナーズがコンサルティングを日々提供することで出てくるのか

佐谷代表：まずは目先の3年でバリューアップする。3年は長くもあるが、コンサルティングをするには良い期間で、今のコンサルティング（業界）を見ると、3カ月や半年、少し長いプロジェクトでは1年だ。ブルパス・キャピタルの投資先企業に3年間フルでコンサルを入れる。何をすればパフォーマンスが最も高くなるのかといったノウハウは、ほかの困っている中堅・中小企業にもコンサルティングとして展開できると思う。

PE ファンドだからと特殊な経営をするわけではなく、3年で効果の出るコンサルティングができれば、それをパッケージ化して、ほかの企業に広げることができる。

さらに言えば、事業承継前の施策でより効果的なものもあるかもしれない。「事業承継前にここまで準備したら、価値がつき、承継できるようになる」というものもあるだろう。

ブルパス・キャピタルでは、（投資先企業を）成長させる必要から、コンサルタントが1年間関与して何ができるのか、2年ではどうか、ブルパス・キャピタルが資金を投下する意味があるのかと視点が変わるため、結果的に本質的なサービスになる。

ードルフィン1号ファンドの規模や、現時点での投資対象などについて

梅村代表：1号ファンドの規模は100億円を目安とし、その先の2号や3号では、300億円や500億円といったファンドサイズを想定している。

大きな方向性としては、2号や3号でファンドサイズが大きくなったとしても、1号の100億円規模の段階で投資対象とする中堅・中小企業にフォーカスし続ける。M&Aや、特に事業承継がそうだが、M&Aマーケットはディールサイズが小さいほど、案件の数は多くなる傾向にある。一方で、PEファンドのプレーヤーは、我々のターゲットと比べもう少し大きな規模の案件に集中している。当社が対象とするサイズの案件に取り組むPEファンドは、業界ではそれほど多くない。

投資対象となる企業は、人材の採用・育成に課題を持つケースが多い。PE ファンドの関与で、従来であれば接点のなかった経営資源が組み合わせられ、提供できるインパクトは大きい。過去の経験からそれを実感した。このような企業は通常であればコンサルを受ける規模でないことが多いため、プロレド・パートナーズのリソースを投下することによるインパクトも大きいだろう。エグジットのあり方については、中堅・中小企業のオーナーが退いても持続的に成長できる組織を創り上げることが PE ファンドの 1 つの使命であると考えている。その出口として IPO は 1 つの理想の形であり、それを目指せるポテンシャルがある場合は、極力その方向をサポートしていく。

—投資先の資金調達のラウンドは状況により広く対応するのか

梅村代表：当社は PE ファンドであり、原則的に過半数の出資になるので、起業時や事業開始前の投資は想定していない。エグジットにおいて、IPO を目指す場合にも、投資のきっかけは、事業承継、あるいは事業の切り出し（カーブアウト）のシチュエーションが多い。これまでの PE ファンドの投資領域と大きく違うわけではない。

—そうすると、ある程度成熟し、いろいろな課題を抱える企業が対象になるイメージか

投資対象は、社歴がある程度長く、非常に良い強みや特徴を持つ企業、もしくはグロース企業だ。ある程度の準備をすれば IPO を目指すことができる可能性が高い企業も対象となる。

—ソーシングの現状は

佐谷代表：通常の仲介や銀行の紹介に加え、プロレド・パートナーズの顧問からの紹介がある。

梅村代表：独立系であることから、ファイナンシャルアドバイザーや仲介業者とは、ほぼ全部網羅して付き合いがある。当社のメンバーにも PE ファンド出身者がいるが、「これほどまでに付き合いはなかった。案件の紹介は非常に多い」と言われる。それに加えてプロレド・パートナーズの顧問が 800 人ほどいる。それぞれ背景は違うが、金融機関出身者や M&A の動きをする人もいて、独占的な案件の相談を直接受けることがある。

## ■プロ経営者を生み出す

—直近ではどのようなことに取り組むのか

梅村代表：1 号ファンドの実績を作らなければいけない。通常、（種蒔きとしての）投資期間は 5 年だが、ファンドの規模の投資を半分ぐらいの 2 年半ほどで完了させたい。回収まではトータルで 10 年ほどかかるが、エグジットは個々の会社で事情が違いため、会社にとってベストなシナリオをそれぞれで対応する。しっかり「バリューアップし尽くす」スタイルを進めて、早期に 2 号ファンドを組成したい。若いメンバーには投資先の経営者として常駐し、スキルをもっと磨いて成長してもらいたい。それが 2 号ファンド組成時において我々がさらに成長する際の糧になる。



ー「バリューアップし尽くす」とはどのようなことか

梅村代表：まず、最低限、盤石な経営体制の構築を全力でサポートする。投資時には当然、良い企業をより良くする発想で投資するため、デューデリジェンスをして事業の将来の見立てを行う。実際に投資した場合には投資先企業の経営陣と協議・擦り合わせを丁寧に行い、その実行を一緒に汗をかくて取り組みたい。メンバーの常駐・半常駐に加えて、プロレド・パートナーズのコンサルティングも導入する。

もう1つ、これは新しい取り組みにはなるが、ファンドを通じてプロの経営人材を輩出していきたい。私の原体験でもあるが、ファンドの投資期間には短期間での経営変革が必要になる。PE ファンドの投資先には経営者としてかなり成長できる環境が用意されている。そこにポテンシャルがある若い経営者たちが参画し、悪戦苦闘し、結果を出していく。その後、連続的に次の投資先の経営を経験し、結果を積み上げる。このようなプロセスを通してプロ経営者としての道を歩むプラットフォームができれば良いと考えている。

少しずつではあるが、今年の1月からプロの経営人材になりたい方々と毎日面談しており、ネットワークを構築中だ。ゆくゆくはPE ファンドが企業の競争力を上げるためのインフラになると同時に、プロ経営者を輩出するためのインフラにもなれると良い。

ー投資先企業にはプロ経営者を毎回送り込むイメージか

梅村代表：もちろん強制ではなく、会社のニーズに応じる。ただ、実際に相談を受ける企業は、後継者人材がおらず悩まれているケースが非常に多いため、そのニーズに応えたい。一方で、若くて能力が高く、意欲溢れる経営人材は世の中に多くいるのだが、事業承継ニーズとの接点が十分でない。我々はPE ファンドを通じてその接点を作りたい。

現在、経営者になる道は、サラリーマンで最後まで出世するか起業するしかないが、第3の道としてPE ファンドの投資先の経営者としてキャリアを積む道がもっと広がっても良いと思う。世界的に見ると、日本の経営者は外部からの招聘率が極めて低い。経営者は経営者としてのスキルを磨かなければプロの経営者にはなれない。PE ファンドは、プロ経営者としてのトラックレコードを築き上げる環境を提供できるのではないかと考えている。

10年前と世の中の見方は変わったと思うが、PE ファンドがどのようなものか、まだまだ十分に認知されていない。PE ファンド自体が社会的に必要不可欠なもので、意義のあるものだと思われようように丁寧に実績をつくりたい。

最近ではDBJが中心となりサーチファンドを設立するなど、プロ経営人材を輩出する気運が盛り上がり始めているが、真の意味での成熟には実績が必要なため、もう少し時間が掛かるだろう。我々も根本では同じ考えであり、10年越しのスパンでプロ経営人材マーケットを意識的に創ろうと考えている。10年経った時には当社のファンドから多くのプロ経営人材が輩出されることを目指したい。

佐谷代表：ブルパス・キャピタルは PE ファンドを世の中に必要不可欠な「事業」として成立させようとしている点で本質的に違うかもしれない。ファンドは金融商品を組成し、LP 投資家が商品に投資するイメージだ。我々ブルパス・キャピタルは社会課題を解決し、より良い世の中を創り上げていこうというビジョンがある。そのため、僕らは、ファンドという形態をとりながらも普通の事業会社が株主を集めることに少しイメージが近いかもしれない。

—既存の PE ファンドと本質的にだいぶ違うイメージになる

佐谷代表：そのため協力しようといってくれる地銀が多いのではないかと考える。

梅村代表：中心にあるコンセプトはあくまで企業の課題解決や成長支援を通じて、社会に貢献することで、PE ファンドの形態はあくまでビジネスモデルである。

#### ■PE ファンドをインフラに

—競合環境の認識は

梅村代表：100 億円の PE ファンドであり、PE ファンド業界ではスモールキャップに位置付けられる。スモールキャップの PE ファンドはいくつかあるが、通常はどうしても多くの人数を掛けられない。しかし、我々ブルパス・キャピタルは 10 人のファンド・マネージャーだけでなく、150 人のプロレド・パートナーズのコンサルタントが、組織的にグループでのバリューアップを行う。これはほかのスモールキャップのファンドとは決定的に違う我々の特徴だ。

—IPO 支援にも注力するとのことだが、株式の発行市場との関わりをどう捉えるか

梅村代表：ハンズオンで緊密に取り組む話と少し矛盾するかもしれないが、ハンズオンは、企業の競争力を上げ、価値を高める一方、組織の競争力という観点で、それをいつまで続けるのかという問題がある。

IPO をすることになれば、PE ファンドの常駐支援が終わった後も組織の競争力を発展・維持し続けなければならないので、それを念頭に置きながら支援させていただく。そうすると必然的に重要になるのは、投資先企業の皆様の経営力だ。我々はどこかの時点で意図的にハンズオンスタイルを止め、投資先企業の経営陣のみで運営するスタイルにしなければならない。

新規上場の直前まで関与し過ぎてしまうと、東証の審査で、我々が退いた後に大丈夫なのかと見られてしまう。そこは経営者と緻密に協議することになる。具体的な上場の場面では、内部統制や IR の構築などクリアすべき課題はプロレド・パートナーズ自身が IPO の過程で経験してきたため、実地のノウハウや経験を具体的に投資先企業に提供したい。

—KPI は

梅村代表：当然ながらリターンをいくら上げられるかである。PE ファンドのリターンの源泉は、①EBITDA 改善効果、②マルチプル改善効果、③デレバレッジ効果に分けることができるが、当社は①②を重視する。投資先企業にとって価値があることは、競争力がつくこと、業績が改善すること、社員の処遇が改善することである。我々はそれをしっかり追求していきたい。

佐谷代表：PE ファンドのリターンは IRR（内部収益率）を中心に評価される。バリューアップした効果とレバレッジを使った効果の割合を出すようになると面白いだろう。そのなかでも、当社がバリューアップした効果を示せるようになると、投資家も気になってくるのではないかと。また、バリューアップの能力を示すために、バリューアップの効果を出せるということは、LP 投資家にとっては 1 つの安心材料になるだろう。

—長期的な目標は

佐谷代表：将来ファンドサイズが大きくなったとしても投資先の数を増やしていく方向で成長を目指す。そして、組織的にバリューアップの知見を蓄積したい。また、PE ファンドの活動や投資を通じて、プロ経営人材を次々に輩出し、社会的意義のあるインフラとしての PE ファンドを目指したい。



佐谷代表と梅村代表は、会社自体の明確な成果や成長を伴う PE ファンドは「純粋にいいよね」と意気投合したという

写真の出典：プロレド・パートナーズ（2021 年 4 月）  
[2021/2/19：キャピタルアイ・ニュース 鈴木 洋平]