

# 日本における プライベート・エクイティ マーケットの動向と日本企業への 活用に関する提言



# 目次

<b>1. はじめに</b> .....	<b>3</b>
<b>2. 日本におけるプライベート・エクイティ・マーケットの動向</b> .....	<b>4</b>
2.1 投資動向 .....	4
2.2 売却動向 .....	8
2.3 ファンドレイジング動向 .....	12
2.4 今後について .....	14
<b>3. 日本企業に対するプライベート・エクイティ・ファンドの活用に関する提言</b> .....	<b>16</b>
3.1 カーブアウト .....	16
3.2 事業承継 .....	18
<b>4. おわりに</b> .....	<b>19</b>

# 1. はじめに

2017年は、プライベート・エクイティ（以下、PE）ファンドにとって画期的な1年となった。ディールロジック社の調査によれば、PEファンドが関与した日本企業に対する投資金額は、リーマンショック前の2000年代中頃から長く低迷していたものの、2017年に入り一気に拡大して2000年代中頃の2倍程度の水準となった（公表ベース：2017年12月末日時点のディールロジック社による公表情報ベース。以下同様）。

日本でのPEファンドによる投資が始まった1990年代末以降、PEファンド各社は多くのケースにおいて投資先に対してオーガニック／ノンオーガニックを問わず成長を支援し、企業価値の向上に貢献してきた。同時に、投資先の経営陣や従業員・従業員組合と良好な関係を構築し、投資先で働く人たちの満足度を向上させてきた。

PEファンドのこのような実績が広く認知されてきたことで、日本の大手企業が子会社や事業を売却するに際しての受け皿としてPEファンドを活用することが一般的となり、大型案件の組成もあって2017年のPEファンドが関与した投資金額は大きく拡大した。また、創業家経営者の高齢化と後継者不足に悩む中堅・中小企業の事業承継先としてのPEファンドの活用も増加している。

その一方で、いまだPEファンドになじみが薄く、PEファンドからの資本の受け入れや、子会社や事業部門の売却先および事業承継先としてPEファンドを活用することにつき十分な判断材料を持ち合わせていない日本企業も少なくないと推察される。

本誌では、グローバルベースでPEファンド向けのサービス提供につき豊富な経験を有するPwCが、日本市場に焦点を当て、プロフェッショナルファームとしての中立性から客観的に、PEファンドの動向について情報を発信することを目指す。これにより、より多くの日本企業にとって、PEファンドに対する理解が深まると共に、PEファンドを活用した成長の検討に繋がれば幸いである。

関根 俊

PwC Japan プライベート エクイティ リーダー  
PwCアドバイザリー合同会社  
パートナー



## 2. 日本におけるプライベート・エクイティ・マーケットの動向

本章では、日本におけるプライベート・エクイティ・マーケットの動向につき、投資、売却、ファンドレイジングに分けて記載すると共に、日本のM&Aマーケット全体の動向を踏まえつつ、プライベート・エクイティ・マーケットの今後についても記載する。

### 2.1 投資動向

PEファンドが関与した国内の投資金額は、ディールロジック社の調査によれば、1.5兆円強あったリーマンショック前の2000年代中頃の水準から長く低迷していたものの、2017年に3.1兆円となり、2016年比3.3倍に急拡大した（公表ベース）。

その要因として、日立工機、日立国際電気、東芝メモリ、アサツーディ・ケイなどに対する大型投資にPEファンドが関与したことが挙げられ、特に東芝メモリ案件は2兆円の大型案件であってその影響が大きかった。金額内訳を見ると、業種別ではテクノロジー・メディア&テレコムが突出して大きく、また、カーブアウト案件の投資金額が大きく拡大しているが、いずれも主因は東芝メモリ案件である。

東芝代表執行役副社長であり東芝メモリ代表取締役社長の成毛氏は、ペインキャピタル（以下、ペイン）への東芝メモリ売却に関する公表資料の中で、「東芝メモリのペインキャピタルを軸とする企業コンソーシアムへの売却（中略）によって、AIやIoT技術の進展に伴い成長する分野を中心に急拡大するメモリ市場に対して、東芝メモリは技術革新、製品供給を継続するためのリソースを確保できるだろう」<sup>1</sup>と述べており、東芝メモリはPEファンドからの支援を通じた事業の拡大を展望していることが伺える。

また、東芝メモリの売却先の選定に際して東芝が挙げた理由の一つに「今後のメモリ事業の安定的な成長への影響（顧客やサプライヤーとの関係、国内雇用確保の観点含む）」<sup>2</sup>を挙げており、PEファンドからの支援が、顧客やサプライヤーとの関係維持や国内雇用の確保に沿うものと期待している。

日立工機案件においては、電動工具業界が製品のコードレス化やIoT化によって市場環境が激化する中で、執行役社長の前原氏は「KKRのノウハウやリソースを活用しながら、（中略）当社の製造開発、販売・サービスの体制を変革することは、当社の企業価値の向上に資する」と述べており、PEファンドの活用が企業価値向上に資すると認識していることが分かる。

さらに同氏は、KKRによる公開買付けに対する意見表明に際して、KKRを「今後の成長戦略と整合した新たなパートナー」と称し、「公開買付者（筆者注：KKRに属するファンド）の協力のもと中長期的視野に立った事業運営をすることが最適である」としている<sup>3</sup>。

東芝メモリ、日立工機に加えて、日立国際電気、アサツーディ・ケイなどの案件においても、これら対象会社は、PEファンドを、短期間で大きな事業構造改革を進める上で不可欠で、かつ、中長期的に良好な関係を構築し得るパートナーとして捉え、PEファンドが株式を取得することにつき賛同の意見を表明している。

この背景として最も大きなものは、前述の通りPEファンドの実績の積み上げであって、投資先に対するオーガニック／ノンオーガニックな成長支援を通じた企業価値の向上や、投資先の経営陣や従業員・従業員組合と良好な関係を構築し、投資先で働く人たちの満足度の向上を実現してきたことが影響していると考えられる。この結果として、PEファンドが、東芝メモリ案件や日立工機案件を始め日本の大手企業による子会社や事業部門の売却に際して受け皿として活用されている。

1 東芝、東芝メモリ、ウエスタンデジタルコーポレーション 2017年12月13日付リリース「メモリ事業に関する和解と協業強化について」

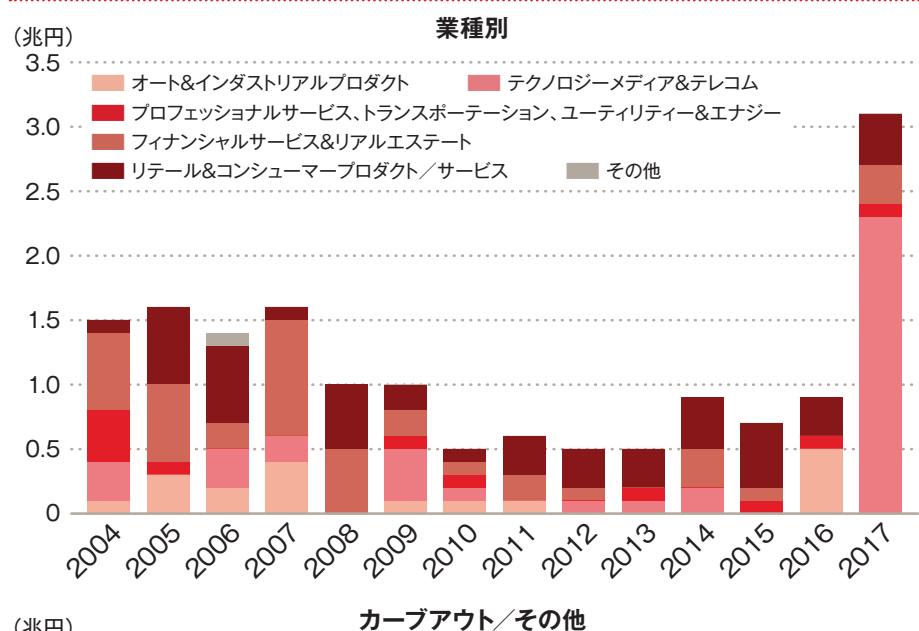
2 東芝 2017年9月20日付リリース「東芝メモリ株式会社の株式譲渡に関するお知らせ」

3 日立工機 2017年1月13日付リリース「当社株券等に対する公開買付けに関する意見表明について」

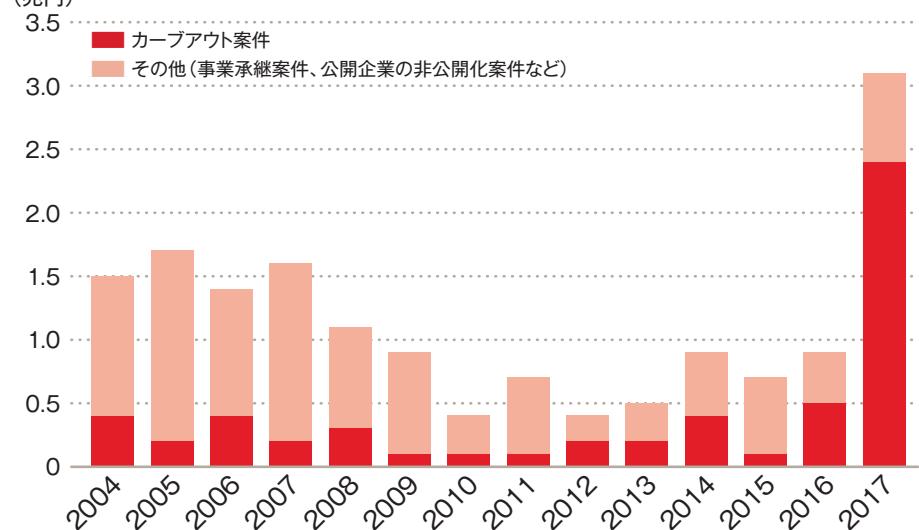
また、今日では、機関投資家によるスチュワードシップコードの受け入れ、アクティビストファンドなどの「物言う投資家」やROE重視の外国人投資家による株式保有比率の増加などにより、国内の上場企業に対する企業価値向上へのプレッシャーが増大している。このため、ノンコアなどで収益性の低い子会社や事業部門の保有・運営を継続することによるグループ全体の低ROE化を許容することが難しくなっている。

子会社・事業部門においても、自由な経営資源配分や従業員への報酬支払に関する制約など、親会社・本社に従属することは成長への阻害要因を抱えることにもなり得ることから、子会社・事業部門の切り出しを通じた、親会社・本社、子会社・事業部門双方の企業価値の向上を検討する上場企業が少なくない。切り出しに際してはその受け皿としてのPEファンドが認知されてきていることから、PEファンドを活用したカーブアウト案件が今後も更に組成されると考えられる。

図表1：PEファンドが関与した国内投資金額の推移（兆円）



カーブアウト／その他



ディールロジック社提供のデータベースによる情報をもとにPwC作成（公表ベース）

加えて、創業家経営者の高齢化と後継者不足の中で、仮に経営体質については改善が必要だったとしても、事業自体は持続的な成長の余地のある中堅・中小企業については、事業承継の受け皿としてPEファンドを活用する事例が増加している。別の事業会社の傘下に入るよりも、PEファンドの資本を受け入れる方が一般的に経営の独立性の維持や企業文化の承継が可能であり、また、不足しているヒト・モノ・カネの提供と、組織力の向上や事業の海外展開のための支援を受けられるということが要因として考えられる。

2017年の主な案件としては、学習塾運営のやる気スイッチグループホールディングス（以下、やる気スイッチ）、チーズタルト製造・販売のBAKEが挙げられる。

やる気スイッチについては、アドバンテッジパートナーズ（以下、アドバンテッジ）が出資する特別目的会社がやる気スイッチの全株式を譲り受けた一方で、事業基盤を40年にわたり築いてきた創業者も特別目的会社に一部出資して社長を統括することから<sup>4</sup>、純粋な事業承継案件と捉えるべきではないかも知れない。しかし、アドバンテッジのホームページ上では本件を「事業承継案件」と位置付けており<sup>5</sup>、やる気スイッチとしても「今後、現役職員・AP<sup>6</sup>ファンドが一体となって『第二の創業』を進めるとともに、将来の株式上場により、永続する企業としてさらなる発展を目指していく方針」と述べている<sup>7</sup>。

BAKEについては、ポラリス・キャピタル・グループ（以下、ポラリス）が運営するファンドが創業オーナー社長を含む既存株主から株式を取得した<sup>8</sup>。創業オーナーは、自身の父親が創業した「きのとや」とBAKE両社の大株主かつ取締役であると共に、「きのとや」はBAKEの重要な取引先でもあって、BAKEにとって「きのとや」との取引関係を維持しながら上場を目指すためには、利益相反の回避の観点から創業オーナーの持株比率を下げる必要があった。このため、株式をポラリスに譲渡するという判断に至ったと共に、時を同じくして創業オーナーは会長となり、副社長が代表取締役社長に就任した<sup>9</sup>。ポラリスからは役員の派遣などによる支援を受け、上場に向けたガバナンス体制の強化を図りつつ、事業および経営管理の両面を強化して企業価値の向上を目指すことである<sup>10</sup>。



4 アドバンテッジパートナーズ 2017年6月1日付リリース「株式会社やる気スイッチグループホールディングスの株式譲受に関するお知らせ」

5 アドバンテッジパートナーズ ホームページ「タイプ別取り組み実績」 <http://www.advantagepartners.com/performance/type>

6 アドバンテッジパートナーズの略称

7 アドバンテッジパートナーズ 2017年6月1日付リリース「株式会社やる気スイッチグループホールディングスの株式譲受に関するお知らせ」

8 ポラリス・キャピタル・グループ ホームページ「投資実績（4号ファンド）詳細」

[http://www.polaris-cg.com/fund\\_four/%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E4%BC%9A%E7%A4%BEbake](http://www.polaris-cg.com/fund_four/%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E4%BC%9A%E7%A4%BEbake)

9 THE BAKE MAGAZINE 2017年8月2日「上場を目指して。BAKEの筆頭株主変更、社長交代についての裏側をお伝えします」

10 BAKE 2017年7月31日付リリース「筆頭株主及び代表取締役の異動に関するお知らせ」

事業承継案件についても、PEファンドの相次ぐ投資によって、首都圏・地方を問わず中堅・中小企業がPEファンドを活用することに対する心理的な抵抗感が薄れてきており、今後は案件数のさらなる増加が想定される。

**図表2：PEファンドが関与した主な国内投資案件（2017年の金額上位案件）**

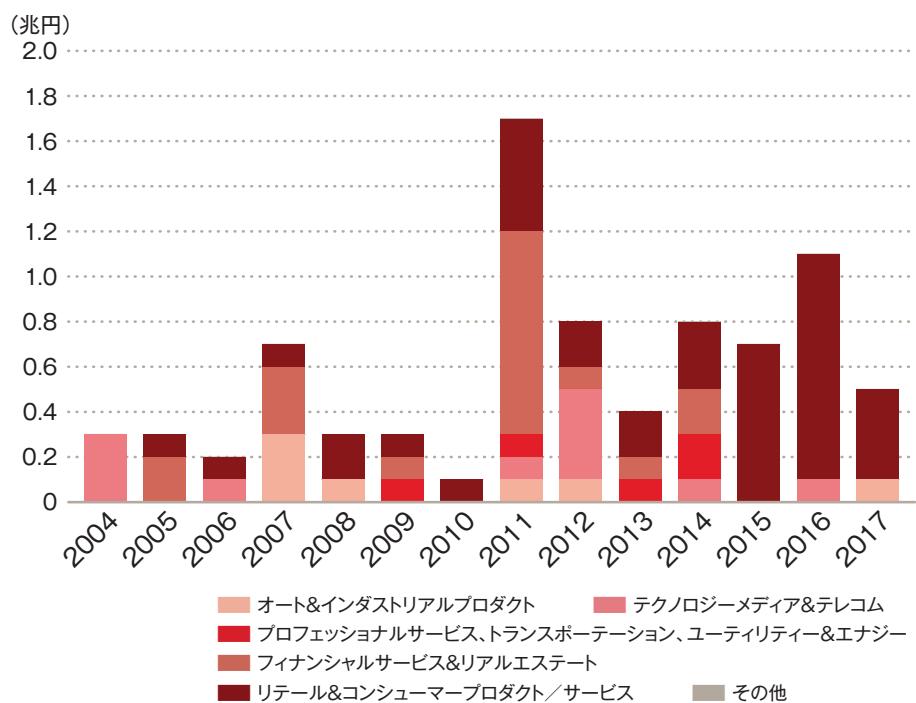
公表日	被買収企業	被買収企業業種	買収企業	売却企業	金額 (億円)
17/9/20	東芝メモリ	コンピューター&エレクトロニクス (TMT)	ペインキャピタル SKハイニックス シーゲート・テクノロジー デル・テクノロジーズ・キャピタル キングストン・テクノロジー アップル HOYA	東芝	20,000
17/4/26	日立国際電気	テレコミュニケーション (TMT)	KKR	—	1,554
17/1/13	日立工機	コンシューマー・プロダクト (R&C)	KKR	日立製作所	1,351
17/10/2	アサツーディ・ケイ	プロフェッショナル・サービス (PTU)	ペインキャピタル	WPPなど	1,326
17/9/21	ホテル (シェラトン・グランド・トーキョーベイ)	ダイニング&ロッジング (R&C)	GIC インヴィンシブル投資法人	フォートレス・インベストメント・グループ	978
17/10/31	黒田電気	コンピューター&エレクトロニクス (TMT)	MBKパートナーズ	—	699
17/2/24	NECトーキンのEMデバイス事業	コンピューター&エレクトロニクス (TMT)	日本産業パートナーズ	NEC ケメット	482
17/8/1	不動産物件 (東京および複数の他都市)	リアル・エステート／プロパティ (FS&RE)	ブラックストーン	アストロ・ジャパン・プロパティ・グループ	379
17/3/24	TASAKI	リテール (R&C)	MBKパートナーズ	—	340

ディールロジック社提供のデータベースによる情報をもとにPwC作成

## 2.2 売却動向

PEファンドによる国内でのエグジットの内、他社への売却の動向について、ディールロジック社の調査によれば、複数の大型案件の売却があった2011年が突出しているものの（野村土地建物、すかいらーく、PGMなど）、2012年以降もおおむね5,000億円～1兆円という水準が継続している。この良好な水準が継続している主因として、金融環境が総じて良好な中で、PEファンドとしておおむね期待通りの価格で売却できていることが考えられる。業種別ではリテール&コンシューマー・プロダクト／サービスの売却金額が大きく、案件ベースでは特にUSJ（ユニバーサル・スタジオ・ジャパン）案件が大きかった。

図表3：PEファンドによる日本企業の売却金額の推移（兆円）



ディールロジック社提供のデータベースによる情報をもとにPwC作成（公表ベース）



USJは2005年以降、ゴールドマン・サックス・グループ、オウル・クリーク・アセットマネジメント、MBKパートナーズ、PAGから出資を受け入れ、アトラクションへの投資採算や人件費などの管理体制の見直し、女性やファミリー向けコンテンツの充実というマーケティング戦略の転換と大型アトラクション導入などのための投資を行った<sup>11</sup>。2009年にUSJに対するTOBで株式の約98%を取得した際の投資金額は約1,100億円の一方、売却金額の合計（株式100%）は約4,400億円（2015年と2017年の2回にわたり売却しており、2017年の金額は2,500億円強）であり、PEファンドの傘下で企業価値が大きく上昇した。

また、USJに次いで大きな案件であったジョイフル本田については、2016年にペアリング・プライベート・エクイティ・アジア（以下、ペアリング）が丸の内キャピタルから株式の30%強を一株当たり2,400円で取得した後、ジョイフル本田が2017年にペアリングから同3,497円で自社株買いを行った。ジョイフル本田は、2016年に出資を受け入れて以降、ペアリングとの間で店舗運営戦略や商品戦略に関して継続的に協議を行うと共に、ペアリングからの助言およびサポートを受けて取締役会の機能改善にも取り組んだとのことであり<sup>12</sup>、PEファンドからの出資受け入れが企業価値の向上に繋がったことが伺える。

図表4：PEファンドによる主な日本企業の売却案件（2017年の金額上位案件。ただしIPOを除く）

公表日	被買収企業	被買収企業業種	買収企業	売却企業	金額 (億円)
17/2/28	USJ	レジャー&レクリエーション (R&C)	コムキャスト	ゴールドマン・サックス・キャピタル・パートナーズ オウル・クリーク・アセット・マネジメント MBKパートナーズ PAGアジア・キャピタル	2,548
17/6/8	ジョイフル本田	コンストラクション／ビルディング（A&IP）	ジョイフル本田	ペアリング・プライベート・エクイティ・アジア	570
17/9/29	スシロー・グローバル・ホールディングス	ダイニング&ロッジング (R&C)	神明	ペルミラ	380
17/4/28	カチタス	コンストラクション／ビルディング（A&IP）	ニトリ・ホールディングス	アドバンテッジ・パートナーズ	233
17/4/25	ポリマテック・ジャパン	ケミカル（A&IP）	積水化学 稻葉産業	CITICキャピタル・パートナーズ	200
17/4/26	日立国際電気	テレコミュニケーション (TMT)	日立製作所 日本産業パートナーズ	KKR	175
17/11/30	ベルシステム24ホールディングス	プロフェッショナル・サービス（PTU）	凸版印刷	ペインキャピタル	156

ディールロジック社提供のデータベースによる情報をもとにPwC作成

11 Forbes Japan 2016年6月13日付記事「USJも蘇らせたゴールドマン・サックスの投資の全貌」

12 ジョイフル本田 2017年6月8日付リリース「自己株式の取得及び自己株式の公開買付けに関するお知らせ」

PEファンドによる国内でのエグジットの内、IPOについて見ると、第2次以降の安倍内閣の経済政策であるアベノミクスを通じた財政・金融政策により株式市場が活況となった2013年以降、PEファンドによるポートフォリオ企業のIPO金額も好調に推移している（2014年はジャパンディスプレイ、すかいらーくといった大型案件により金額が特に大きくなっている）。2017年においては、スシロー・グローバルホールディングス（以下、スシロー）、アルヒ、カチタス、マクロミルなどのIPOが行われた。

スシローは、2012年に、ペルミラが株式の約80%をユニゾン・キャピタルから取得した（その後ペルミラの出資比率は98%超に上昇）。スシローはペルミラ傘下で経営陣の招聘（しょうへい）、新商品の投入、マーケティングの強化、店舗数の大幅増加（投資期間中に336店舗から476店舗へ）、店舗オペレーションの効率性改善などの改革を行い<sup>13</sup>、2017年に株式を再上場した（再上場後も継続保有していた持ち分については、その多くを2017年中に米卸大手の神明に売却）。新興国の需要拡大などに伴う魚価の上昇に、アベノミクスに伴う円安で仕入価格がさらに上昇するという厳しい外部環境の中で、PEファンドの傘下でスシローは店舗数の増加によって事業を拡大した。

SBIモーゲージ（以下、SBIM。現アルヒ）はSBIホールディングスの韓国上場子会社であったが、2014年にカーライル・グループ（以下、カーライル）が約420億円で株式の98%を取得した。SBIMは2001年に日本で初めて事業を開始した大手モーゲージバンクであったが、SBIグループがコア事業とする証券、銀行、保険に当てはまらず、グループ内のシナジーも強くは見込めないと判断され、カーライル傘下でSBIグループからは独立した成長戦略を実行することになった。カーライルは、SBIMへの投資実行後、経営体制の強化および事業成長戦略を実現すべく積極的な支援活動を継続的に展開したことであり<sup>14</sup>、アルヒ（2015年にSBIMから社名を変更）の上場に際して代表取締役会長兼社長CEO兼COOの浜田氏は「カーライルには組織面・事業面の双方において、当社の企業価値向上に多大なご尽力を頂きました」と述べている<sup>15</sup>。



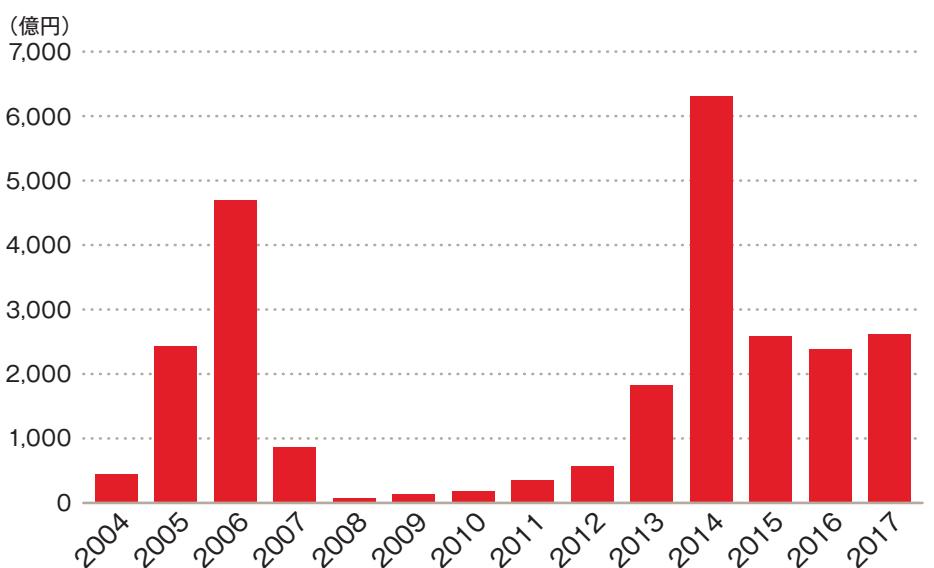
13 ペルミラ 2017年9月29日付リリース「CEILによるスシロー・グローバル・ホールディングス株式の33%持分の神明への譲渡について」

14 MARR Online マールレポート2014年11月号（241号）「SBIモーゲージカーライル・グループの支援で『総合金融ディストリビューター』を目指す」 <https://www.marr.jp/marr/marr201411/entry/4709>

15 カーライル・グループ 2017年12月14日付リリース「ARUHIが東証一部上場」

マクロミルについては、2014年にペインが株式の90%超を約500億円で取得し、ペインによる買収直前の2013年6月期から再上場直後の2017年6月にかけて、売上高は171億円から355億円に、当期純利益は25億円から37億円に拡大した。この間、人材の積極採用、海外事業の加速などにも取り組んだが<sup>16</sup>、特に大きな業績拡大の要因となったのがオランダの同業であり欧米で事業展開するトリックスラボの買収であった。ノンオーガニックな成長に対してもPEファンドによるこのような支援があったことで、マクロミルとしてインターネットリサーチの市場規模の大きい欧米での本格的な事業展開が可能になった。2017年の再上場時には時価総額が649億円となり、企業価値が拡大したことが分かる。

図表5：PEファンドによるポートフォリオ企業のIPO金額の推移（億円）



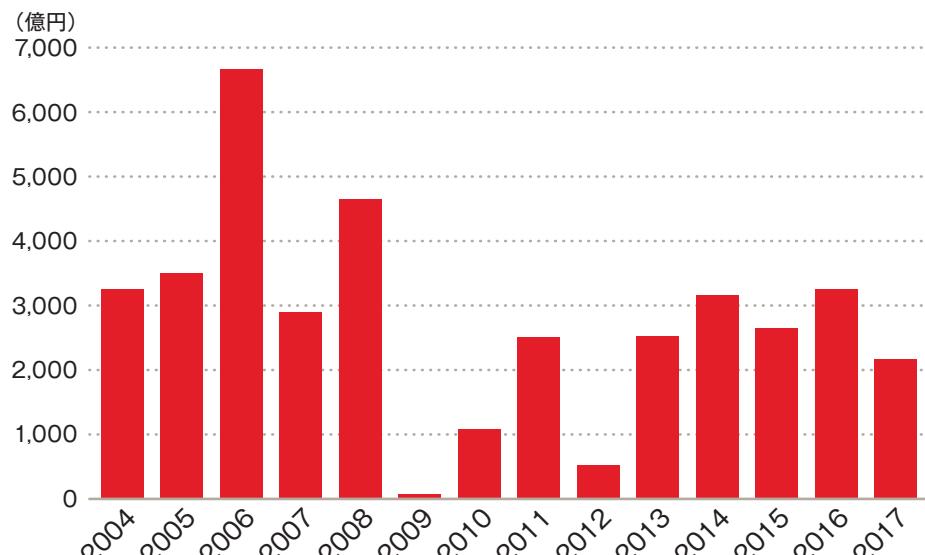
トムソン・ロイター、ブルームバーグおよびキャピタルIQ提供の情報、ならびに会社公表資料をもとにPwC作成



## 2.3 ファンドレイジング動向

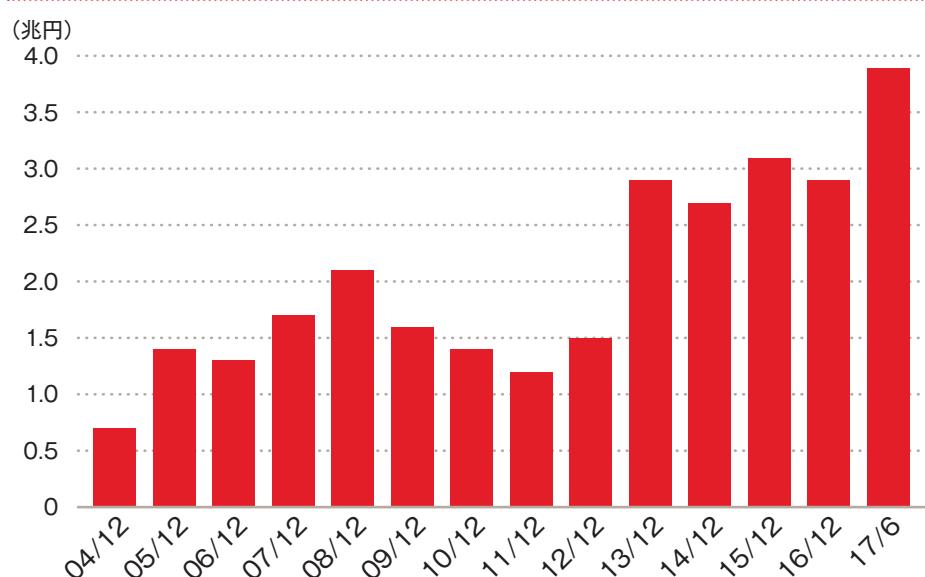
日本においてPEファンドがファンド・レイズした金額の推移は、トムソン・ロイター社の調査によれば2013年以降おむね2,000億円強～3,000億円強となっており、リーマンショック前の水準にまで回復したとは言い難いものの相応の水準で推移している。また、プレキン社の調査によれば、投資対象国として日本に関心を有するPEファンドのドライパウダー<sup>17</sup>金額が大きく積み上がっており、2017年6月末時点では4兆円近くにまで拡大した。2017年は複数の大手PEファンドが日本においてファンド・レイズしたと共に、海外の大手PEファンドが日本以外のアジアでファンド・レイズした資金の一部を日本に振り向ける旨を公表している。

図表6：日本においてPEファンドがファンドレイズした金額の推移（億円）



トムソン・ロイター社提供のデータベースによる情報をもとにPwC作成

図表7：投資対象国として日本に関心を有する  
PEファンドのドライパウダー金額の推移（兆円）



プレキン社提供の情報をもとにPwC作成

2017年にファンド・レイズしたインテグラルは、その運用に当たって複数の小売企業における社長経験者を顧問に迎えて体制を強化しており<sup>18</sup>、投資に加え、投資後の投資先企業価値の向上に対しても積極的であることが伺える。

また、同様に2017年にファンド・レイズしたKKRのアジア・プライベート・エクイティ・ビジネスの代表であるミン・ルー氏は、「われわれは日本などにおけるカーブアウト、クロスボーダーの企業買収や、アジア太平洋地域の主要市場における都市化や消費拡大など、当該地域全域で多様な投資機会があるとみています。単に資本参加するだけでなく、ステークホルダーにポジティブな影響を生み、KKRならではの付加価値の提供ができる多くの企業と手を携えていけることを楽しみにしています。」と述べており<sup>19</sup>、日本に対する投資姿勢は積極的であると推察される。

カーライルの共同創業者、デイビッド・ルーベンシュタイン氏は朝日新聞の取材に「ファンドは経済にプラスになるとの見方が日本の政財界にも定着してきた。ファンドのノウハウで、優良企業がさらに投資へのリターンを高めることができる」と語り、日本への投資は「日本向けの資金だけでなく、アジアや米国向けの資金も使う準備がある。我々の（日本での）投資規模は大きくなると考えている」と意欲を示している<sup>20</sup>。カーライルは、2017年は日本への投資を主目的にしたファンド・レイズは行っていないものの、既存のファンドに加え、日本以外への投資を目的にしたファンドの資金についても、日本への投資に振り向ける用意があるとのことである。

**図表8：日本におけるPEファンドの主なファンドレイジング  
(2017年の金額上位案件)**

公表日	ファンド名	会社名	ファンドサイズ (億円)
17/4/20	インテグラル3号ファンド	インテグラル	730
17/9/27	NSSK II	日本産業推進機構	600
17/4/27	ポラリス第四号ファンド	ポラリス・キャピタル・グループ (※)	376.5
17/5/1	J-STAR No.3 SS	J-STAR	325

(※) ポラリス・キャピタル・グループについては、シンガポール現地法人がアドバイスを行う海外ファンドも2017年4月20日をもって総額373.5億円にて募集を完了しており、ポラリス第四号ファンドと併せると総額750億円の募集が完了している  
上記各社公表資料をもとにPwC作成

18 インテグラル 2017年4月20日付リリース「インテグラル3号ファンドの運用体制について」

19 KKR 2017年6月2日付リリース「KKR、アジア3号ファンドで93億米ドルの資金調達の募集を完了」

20 朝日新聞 2017年6月6日付朝刊記事「増える、事業切り離し「カーブアウト」堅調企業でもファンドが受け皿に」からPwCが一部改変して引用

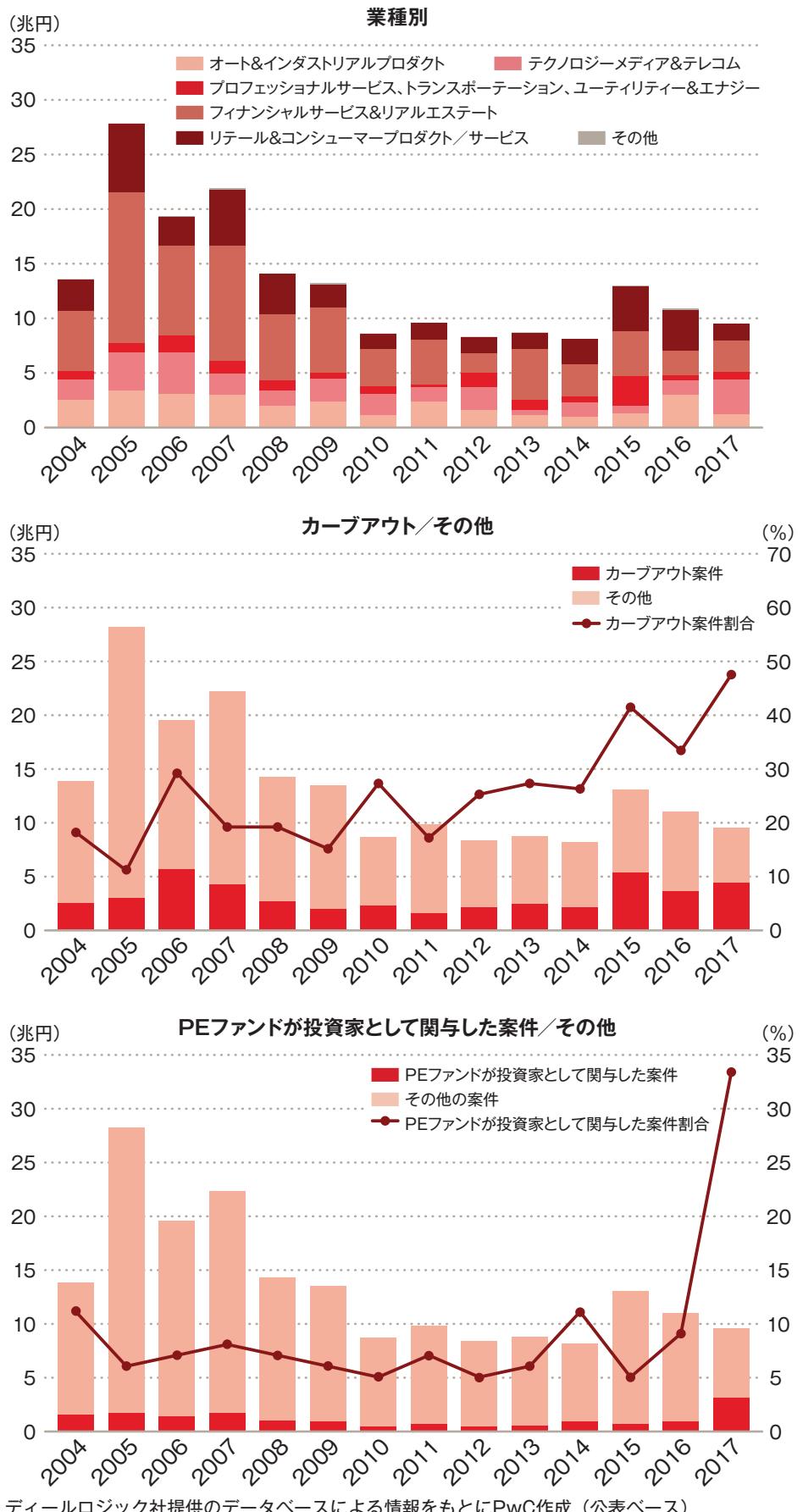
## 2.4 今後について

日本企業が対象となったM&A金額の総額について、ディールロジック社の調査によれば、2010年以降おおむね10兆円前後で推移している。2012年末からのアベノミクスによる金融環境の改善と景気の回復にも関わらず、日本企業を対象とするM&A金額は大きくは変わらず、リーマンショック前の水準に及ばない。

一方で、業種別では、2017年は前年に比べてテクノロジー・メディア&テレコムおよびフィナンシャル・サービス&リアル・エステートの金額が拡大した。テクノロジー・メディア&テレコムについては東芝メモリ案件が、フィナンシャル・サービス&リアル・エステートについてはりそなホールディングスおよび三井住友フィナンシャルグループ傘下の関西地方銀行の経営統合案件などが影響している。

日本企業が対象となったM&Aの内、カーブアウト案件の金額については2015年以降3兆円台後半から5兆円強の水準で推移しており、割合としても拡大傾向にある。2017年の主な案件を見ると、事業会社による子会社売却案件や大手都市銀行による傘下地方銀行の再編など、上場企業に対する投資家からの企業価値の向上に対するプレッシャーがある中で事業の選択と集中や効率化を目的とした売却案件が組成されており、この傾向は今後も継続するものと推察される。

図表9：日本企業が対象となったM&A金額の推移（兆円）



また、日本企業が対象となったM&A金額の内、PEファンドが投資家として関与した案件金額の割合を見ると、一貫して5%～10%強程度で推移していたが、2017年に30%強の水準まで急拡大した。これは、前述の通り東芝メモリ案件が大きく影響したことによるものだが、日本において全体としてカーブアウト案件や事業承継案件が増加している中で、また、PEファンドがその受け皿として活用されることが今後さらに見込まれる中で、2017年水準の継続を見込むことは難しいとしても、傾向としては、PEファンドが投資家として関与する案件は増加するものと考えられる。

**図表10：日本企業が対象となった主なM&A案件（2017年の金額上位案件）**

公表日	被買収企業	被買収企業業種	買収企業	売却企業	金額(億円)
17/9/20	東芝メモリ	コンピューター&エレクトロニクス (TMT)	ペインキャピタル SKハイニックス シーゲート・テクノロジー デル・テクノロジーズ・キャピタル キングストン・テクノロジー アップル HOYA	東芝	20,000
17/2/28	USJ	レジャー&レクリエーション (R&C)	コムキャスト	ゴールドマン・サックス・キャピタル・パートナーズ オウル・クリーク・アセット・マネジメント MBKパートナーズ PAGアジア・キャピタル	2,548
17/9/26	関西アーバン銀行	ファイナンス (FS&RE)	りそなホールディングス	三井住友銀行	2,009
17/6/26	タカタ (エアバッグ以外の事業)	オート／トラック (A&IP)	寧波均勝電子 SDICファンド・マネジメント	タカタ	1,767
17/4/26	日立国際電気	テレコミュニケーション (TMT)	KKR	—	1,554
17/1/13	日立工機	コンシューマー・プロダクト (R&C)	KKR	日立製作所	1,351
17/10/2	アサツーディ・ケイ	プロフェッショナル・サービス (PTU)	ペインキャピタル	WPPなど	1,326
17/12/7	不動産物件 (東京の商業ビル5物件)	リアル・エステート／プロパティ (FS&RE)	東急不動産ホールディングス ノージス・バンク・リアルエステート・マネジメント	ヴェロックス・アセット・マネジメント	1,325
17/8/8	オートモーティブ・エナジー・サプライ	オート／トラック (A&IP)	GSRキャピタル	日産自動車 NEC	1,108

ディールロジック社提供のデータベースによる情報をもとにPwC作成

### 3. 日本企業に対するプライベート・エクイティ・ファンドの活用に関する提言

前述の通り、2017年は大型案件の組成を主因として、PEファンドが関与した日本企業に対する投資金額の大きさにおいて画期的な1年となり、広く日本企業がPEファンドの活用を検討する契機になったと思われる。

本章では、PEファンドの活用を検討する日本企業に対して、特に、近年拡大するカーブアウトと事業承継に際してのPEファンドの活用について、その拡大の背景を記載すると共に、今後のさらなる積極的な活用について提言する。

#### 3.1 カーブアウト

日本企業が投資対象となったM&A金額の総額の内、カーブアウト案件が占める割合が2015年以降拡大傾向にあること、加えて、PEファンドが関与した国内投資金額の内、カーブアウト案件が占める割合が2012年以降おむね拡大傾向にあることは、前述の通りである。

企業がカーブアウトを実施するに際して、その受け皿としてのPEファンドの存在感は今後も拡大すると考えられるが、その背景を、①子会社・事業部門、②投資家、③PEファンド、④親会社・本社それぞれの立場から改めて整理する。

##### ①子会社・事業部門

子会社・事業部門においては、親会社・本社の意思決定に従わざるを得ないことから、役職員給与の決定や経営資源の配分に関する裁量が小さい、経営・人事改革や設備投資を自らの判断で速やかに進めることが難しい、グループ外の企業との取引を自由に行うことは容易ではないなどの制約がある。

役職員にとっては、自社・自部門が大企業の傘下ないし一部門であれば経営に対する安心感を持ちやすい一方で、上記のような制約はモチベーションの低下に繋がることもあり、親会社・本社の傘下からの独立によって成長を期待する子会社・事業部門は少なくない。



## ②投資家

投資家は、近年、これまで以上に投資先の企業価値に対して関心を高めている。多くの機関投資家が日本版スチュワードシップコードを受け入れ、投資家としての立場から投資先の企業価値向上に取り組んでいる。また、アクティビスト投資家からの企業価値向上に資する提案や、ROE重視の外国人投資家による株式保有比率の増加などにより、上場企業に対する企業価値向上へのプレッシャーは増大している。

## ③PEファンド

日本でのPEファンドによる投資が始まった1990年代末以降、PEファンド各社は多くのケースにおいて投資先に対して成長を支援し、企業価値の向上に貢献し、また、投資先で働く人たちの満足度を向上させてきた。PEファンドのこのような実績は、現在、相当程度広く認知されてきている。

## ④親会社・本社

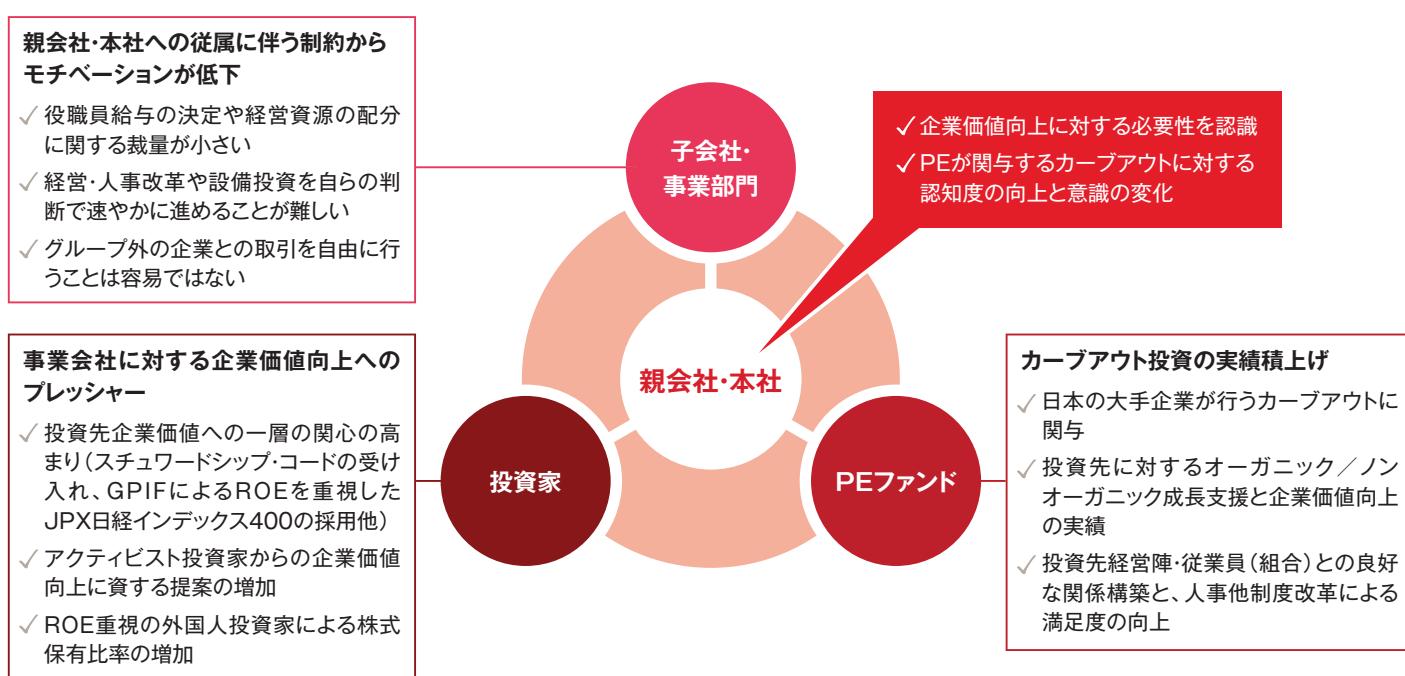
親会社・本社からの独立によって成長を期待する子会社・事業部門があり、また、投資家からの企業価値向上に対するプレッシャーが増大している中で、親会社・本社が子会社・事業部門のカーブアウトを検討する場面が増加している。

特に、ノンコアの子会社・事業部門について、十分な経営資源を投入して成長ないし業績を改善させることができずには、ただ保有・運営を継続することは、子会社・事業部門のモチベーションの低下と、投資家からの期待に沿うものではないという両面で望ましくなく、特に真剣にカーブアウトを検討する必要性に迫られる。

その受け皿として、これまでのPEファンドによる投資先の成長支援や、投資先で働く人たちの満足度を向上させた実績から、PEファンドに対する期待を高めている。

背景として記載したこれらの傾向は、今後さらに強まることはあっても弱まることは想定しづらく、カーブアウトの受け皿としてのPEファンドの存在感はさらに増加すると考えられる。日本企業の国際競争力の低下が叫ばれる昨今、日本企業が、金融機能と経営支援機能の双方を有するPEファンドを活用した事業の選択と集中を検討し、企業価値の最大化に繋げることは、国際競争力の向上のために不可欠である。

図表11：カーブアウトの増加とPEファンドが受け皿として活用される背景



## 3.2 事業承継

事業承継についても、昨今、その承継先としてPEファンドが積極的に活用されている。創業家経営者の高齢化と後継者不足の中で企業が事業承継を考える場合、別の事業会社の傘下に入るよりも、PEファンドの資本を受け入れる方が、一般的に経営の独立性の維持や企業文化の承継が可能である。また、不足しているヒト・モノ・カネの提供や、組織力の向上および事業の海外展開のための支援を受けることが期待できる。

とりわけオーナー企業では、オーナーの強いリーダーシップとオーナーへの権限の集中によって、オーナーの後継者候補だけでなく、企業にとって重要な事業の運営を担う経営者人材が育つと期待することは一般的に難しい。また、企業規模の面で資金的リソースが不足しがちで、たとえ資金的には不足していなかったとしても、上記の通り経営者人材が育たず

人的リソースが不足し、新規や海外といった企業の今後の成長のために不可欠な重要事業が思うように展開できないことが少なくない。このような場合、PEファンドによる資金面での支援に加え、投資先のCFOや開発・製造・マーケティングなどの重要部門における責任者などを招聘する人材面での支援は特に有益である。

PEファンドが、これまで、投資先の成長支援や投資先で働く人たちの満足度の向上に貢献してきた実績が認知されてきているということもあり、持続的な成長の余地のある事業を展開する中堅・中小企業については、事業承継に際してPEファンドの活用を検討する事例が今後も増加すると考えられる。

事業承継においても、その受け皿としてのPEファンドの活用は、承継後の事業の一層の成長やさらには株式の上場を目指す場合、欠かせない検討事項である。

## 4. おわりに

欧米主要国と比較すると、日本は、その経済規模に比してPEファンドの投資規模が小さいものの、前述の通り日本への投資に向けたファンド・レイズは継続して行われており、ドライパウダーが拡大している。日本企業が、今後PEファンドに対する理解をさらに深め、PEファンドを活用した成長を志向すれば、PEファンドから事業・財務の両面で十分な支援を得ることが期待できる。

広く日本企業が、PEファンドを日本企業の新陳代謝の一翼を担い得る有益な器として一層認知し、PEファンドを活用した成長を検討し実現することを願っている。



# お問い合わせ先

## PwCアドバイザリー合同会社

東京都千代田区大手町1-1-1 大手町パークビルディング  
03-6212-6880（代表）

### 関根 俊

PwC Japan プライベート エクイティ リーダー  
PwCアドバイザリー合同会社  
パートナー  
[satoshi.sekine@pwc.com](mailto:satoshi.sekine@pwc.com)

### 顧威

PwCあらた有限責任監査法人  
パートナー  
[wei.k.ku@pwc.com](mailto:wei.k.ku@pwc.com)

### 三井 健次

PwCコンサルティング合同会社  
常務執行役 パートナー  
ストラテジーコンサルティング（Strategy&）リーダー  
[kenji.mitsui@pwc.com](mailto:kenji.mitsui@pwc.com)

### 塚原 義章

PwCコンサルティング合同会社  
ストラテジーコンサルティング（Strategy&）パートナー  
[yoshiaki.tsukahara@pwc.com](mailto:yoshiaki.tsukahara@pwc.com)

### 松永 智志

PwC税理士法人  
パートナー  
[satoshi.y.matsunaga@pwc.com](mailto:satoshi.y.matsunaga@pwc.com)

### 高橋 謙

PwCアドバイザリー合同会社  
シニアアソシエイト  
[ryo.r.takahashi@pwc.com](mailto:ryo.r.takahashi@pwc.com)

[www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立して事業を行い、相互に連携をとりながら、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、法務のサービスをクライアントに提供しています。

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界158カ国に及ぶグローバルネットワークに236,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は[www.pwc.com](http://www.pwc.com)をご覧ください。

電子版はこちらからダウンロードできます。 [www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html](http://www.pwc.com/jp/ja/knowledge/thoughtleadership.html)

発刊年月：2018年3月30日 管理番号：I201802-8

©2018 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC Network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.  
This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors