



日本における
プライベート・エクイティ・
マーケットの分析と
日本企業への提言 2020



目次

はじめに	3
1. 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	
1.1 プライベート・エクイティ・ファンドの投資動向	4
1.2 プライベート・エクイティ・ファンドの売却動向	7
1.3 プライベート・エクイティ・ファンドのファンドレイジング動向	9
2. 今後のプライベート・エクイティ・ファンドの機会と活用の提言	
2.1 事業承継	12
2.2 カーブアウト	13
おわりに	15



はじめに

2020年1月の世界経済フォーラム年次総会（ダボス会議）の開催に合わせてPwCが発表した第23回世界CEO意識調査によれば、日本の経営者は自社の成長見通しに対する脅威として、主に「鍵となる人材の獲得」「技術変化のスピード」「貿易摩擦」「不透明な経済の見通し」を挙げている。地政学リスクや新型コロナウイルス感染拡大による世界経済への影響も高まり、デジタル化の進展により産業構造が激変する中、将来の不確実性も高まり、経営を取り巻く環境は、より一段と複雑さを増しているといえる。

そして、地球環境・社会の課題に対応したサステナビリティへの対応、企業のグローバル化の進展に伴うガバナンス体制の構築、デジタルテクノロジー活用による変革など取り組むべき経営課題が多い中、企業として事業の選択と集中を一段と推し進め、より持続的な成長を実現する戦略と実行が求められている。

このような中、日本におけるプライベート・エクイティ・ファンド（以下、PEファンド）に対する期待は、高まっているといえる。PEファンドによる日本国内の投資は、堅調に推移している状況がうかがえ、大企業の中核でない事業や子会社のカーブアウトへの投資、また、経営者の高齢化に伴う後継者不足・不在による事業承継における投資など、PEファンドの果たす役割は大きくなってきており、ファンド活用の裾野が着実に広がっているといえる。

本誌はPEファンドに対しての理解を深めていただくため、2年ぶりに発行することになった。企業価値向上を実現するうえで、PEファンドの活用を選択肢の1つとして検討していただくきっかけになれば幸いである。

関根 俊

PwC Japanグループ
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



1.1 プライベート・エクイティ・ファンドの投資動向

日本国内におけるPEファンドの投資動向を振り返ると、2019年は、投資金額では、前年より大きく伸ばした。また、件数ベースにおいては、安定的な推移がみられた。

パナソニックは、セキュリティシステム事業をポラリス・キャピタル・グループに事業譲渡し、パナソニックi-PRO センシングソリューションズを設立した。新会社の株式の80%はポラリスが保有し、残り20%をパナソニックが保有している。パナソニックは、「セキュリティシステム事業が今後も市場で成長していくためには、当社が持つ技術力及び顧客基盤と、ポラリスが持つ投資力並びに複数の製造業や大企業との戦略的資本提携を通じて培った知識と経験を活用することで、迅速で柔軟なソリューション事業が実現できるとの認識で一致（後略）」と述べている^{*1}。また、ポラリス・キャピタル・グループのプレスリリースでは、「積極的なアライアンス・M&A戦略も視野に入れたソリューション力の強化、それらを武器にした北米マーケットを中心としたグローバルでの収益基盤の拡充、次世代に向けた新製品や新サービスの提供、ならびに医療機器向けカメラモジュールの販売拡大などを成長戦略の柱とし、これらを着実に実現することで、将来の株式上場も視野に入れて独立企業体としての企業価値最大化を図ってまいります」としている^{*2}。

2019年5月に発表したパナソニックの新中期戦略をみると、利益成長と収益性改善を実現するポートフォリオマネジメントの実行と、選択と集中を進める経営体質の強化を掲げている。赤字事業の抜本的対策、間接業務効率化等による1,000億円程度の固定費削減と他社との連携による競争力強化等で、2020年以降、基幹産業のEBITDAマージン10%以上、全社のROE10%以上を目指しており、低収益から脱却し、利益を成長軌道に戻す取り組みが重要としている^{*3}。このような戦略的指向性の中で、セキュリティ市場の伸びは期待されるものの、2019年3月期連結実績に占める割合が0.49%^{*1}にとどまり、中国メーカーの参入により競争も激化している状況などから、今回の事業譲渡に至った模様である。

創業70年を超える化粧品開発・製造を行うトキワ（本社は東京、本店は岐阜県中津川市）は、2019年3月にカーライル・グループと戦略的業務資本提携を行った。カーライルのディレクターである渡辺雄介氏（現マネージング ディレクター）は今回の提携に関して、「カーライルの化粧品、及び消費財業界における深い知見、そしてグローバルネットワークを最大限活用することで、トキワの経営体制基盤強化、マーケティング能力強化、そして国内及び海外における事業拡大を推進します」とコメントしている^{*4}。トキワは、「カーライルの支援により経営陣・従業員による第二創業を果たし、組織のさらなる主体性を引き出すことで、化粧品製造業界の“永続発展する価値あるグローバル・リーディングカンパニー”を目指します」^{*4}と述べており、PEファンドのグローバルネットワークや経営ノウハウを活用し、海外展開により成長を加速させる経営を目指している。

また、MBKパートナーズはゴディバの日本事業などを買収した。2019年2月に出されたプレスリリースによれば、トルコのユルドゥズ・ホールディングより、ベルギーのブリュッセルにある製造工場と日本、韓国、オーストラリア、ニュージーランドにおける小売・流通のオペレーションの譲渡が合意された。GODIVA ChocolatierのCEOであるAnnie Young-Scrivner 氏は、このディールは、「（前略）新規および既存の市場での取り組みを加速し、世界中に2,000以上のカフェをオープンする計画をサポートすることによって、5倍の成長戦略を実行するために必要な財務上の柔軟性を提供する」^{*5}と述べている。コメダ、TASAKIといった小売・消費財のセクターに投資実績があるMBKパートナーズに、ゴディバの次なる成長実現に向けての知見を期待しているものと思われる。

このように、親会社からの独立により新たな経営体制の構築、グローバル化に向けた海外展開の推進、成長戦略の支援と、PEファンドによる新たな価値創造への期待の高まりを受けて、PEファンドへのニーズが堅調であるものと思われる。

*1 パナソニック、2019.「セキュリティシステム事業に関する会社分割（簡易吸収分割）のお知らせ」2019年5月31日付リリース

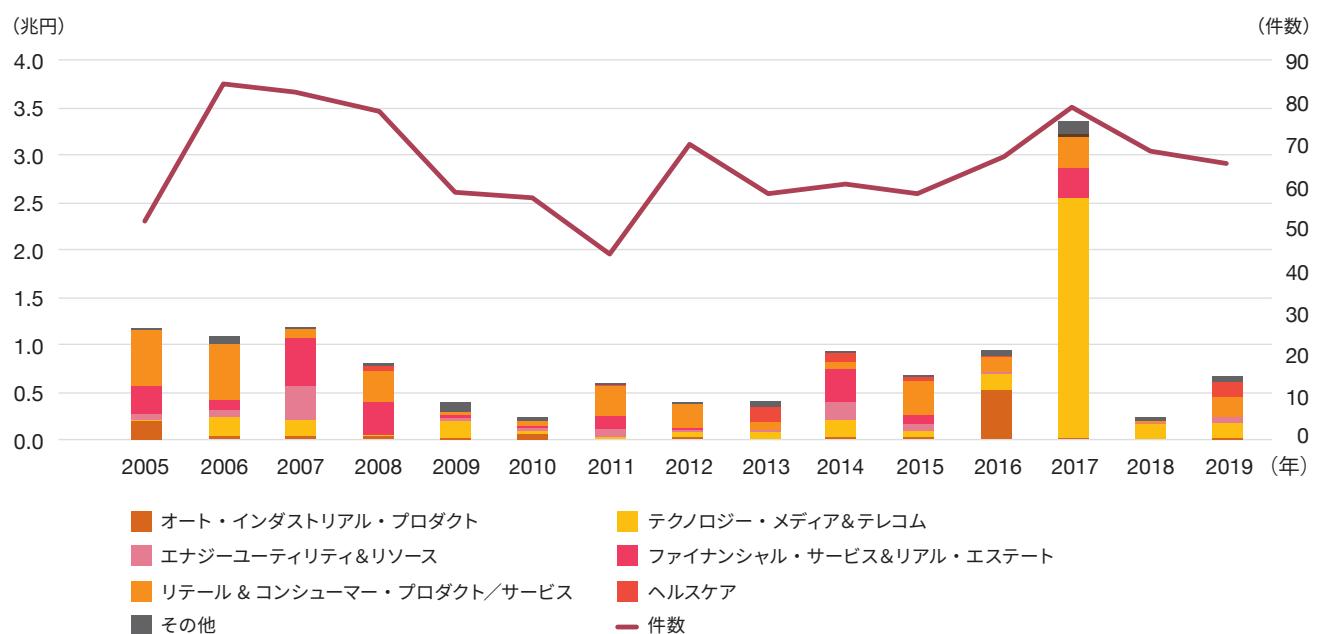
*2 ポラリス・キャピタル・グループ、2019.「パナソニックとのセキュリティシステム事業に関する戦略的資本提携について」2019年5月31日付リリース

*3 パナソニック、2019.「新中期戦略」2019年5月9日

*4 トキワ、2019.「カーライル・グループとの戦略的業務資本提携に関するお知らせ」2019年3月29日付リリース

*5 GODIVA Chocolatier、2019. GODIVA Chocolatier, owned by Yildiz Holding, Enters into an Agreement to Sell Select Assets to MBK Partners to Fuel Future Business Growth Fivefold, February 20, 2019, Press Releases

図表1 PEファンドが関与した国内投資金額と件数の推移



出典：ディールロジック社提供のデータベース（公表ベース）による情報をもとにPwCにて作成（投資先の追加買収も含む）
金額はディールロジック社提供のデータベースおよび次ページの図表2に記載されている情報に基づく

図表2 PEファンドが関与した主な国内投資案件

公表日	被買収企業・事業	被買収企業業種	買収企業	売却企業	金額(億円)
2019/11	共和薬品工業	ヘルスケア	ユニゾン・キャピタル	ルピン	573
2019/10	チーターデジタルの企業向けEメールサービスプロバイダー事業	パブリッシング	ベインキャピタル	Cheetah Digital Inc	約300 ⁶
2019/10	日立パワーソリューションズの受託分析サービス事業	コンピューター&エレクトロニクス	エンデバー・ユナイテッド	日立パワー・ソリューションズ	非公開
2019/8	サンデン・リテールシステム	リテール	インテグラル	サンデン・ホールディングス	500
2019/6	ワークスアプリケーションズのHR領域関連事業および関連子会社	コンピューター&エレクトロニクス	ベインキャピタル	ワークス・アプリケーションズ	1,000規模 ⁷
2019/6	日東エフシー	ケミカル	インテグラル	ワタカネルーツ、渡辺商事、ワタナベ、日東農場他	283
2019/5	パナソニックi-PROセンシングソリューションズ	コンピューター&エレクトロニクス	ポラリス・キャピタル・グループ	パナソニック	非公開
2019/3	トキワ	コンシユーマー	カーライル・グループ	トキワ	非公開
2019/3	あゆみ製薬	ヘルスケア	ブラックストーン	ユニゾン・キャピタル	1,000
2019/2	ゴディバ	フード&ベバレッジ	MBKパートナーズ	Yildiz Holding AS	1,106
2019/2	HITOWAホールディングス	プロフェッショナルサービス	ポラリス・キャピタル・グループ	CVCキャピタル・パートナーズ	500超 ⁸
2019/1	オリオンビール	フード&ベバレッジ	野村キャピタル・パートナーズ・カーライル	アサヒホールディングス・幸商事	480
2018/12	日立オートモティブシステムズ・メジャメント	コンピューター&エレクトロニクス	ポラリス・キャピタル・グループ	日立製作所	約170 ⁹
2018/12	パイオニア	コンピューター&エレクトロニクス	ペアリング・プライベート・エクイティ・アジア	パイオニア	1,020
2018/11	オーネット	プロフェッショナルサービス	ポラリス・キャピタル・グループ	楽天	約250 ¹⁰
2018/7	富士通コンポーネント	コンピューター&エレクトロニクス	ロングリーチグループ	富士通	198
2018/1	富士通コネクテッドテクノロジーズ	テレコミュニケーション	ポラリス・キャピタル・グループ	富士通	400～500 ¹¹

出典：ディールロジック社提供のデータベース、各社プレスリリースおよび日本経済新聞の記事をもとにPwC作成

*6 日本経済新聞 2019年9月30日付「ベイン、米メール配信大手の日本事業買収 約300億円で」を参照

*7 日本経済新聞 2019年6月21日付「ベインキャピタル、ワークスアプリ支援 1000億円規模」を参照

*8 日本経済新聞 2019年2月5日付「ポラリス、HITOWAを買収 CVCから500億円超で」を参照

*9 日本経済新聞 2018年12月26日付「日立オートモティブ、計装機器子会社を売却」を参照

*10 日本経済新聞 2018年11月28日付「楽天、オーネット売却 投資ファンドに」を参照

*11 日本経済新聞 2018年1月26日付「富士通、携帯事業をファンドに売却 400億円超」を参照

・共和薬品工業, 2019.「共和薬品工業株式会社の株式譲渡契約締結に関するお知らせ」2019年11月12日付リリース

・ベインキャピタル, 2019.「ベインキャピタル、米国 Cheetah Digital, Inc.とEメールサービスプロバイダー事業の取得で合意」2019年10月1日付リリース

・日立パワーソリューションズ, 2019.「受託分析サービス事業の会社分割および新会社の株式譲渡について」2019年10月21日リリース

・インテグラル, 2019.「サンデン・リテールシステム株式会社の株式譲受について」2019年8月7日付リリース

・ベインキャピタル, 2019.「ベインキャピタル、ワークス・アプリケーションズとHR事業の取得で合意」2019年6月25日付リリース

・ポラリス・キャピタル・グループ, 2019.「パナソニックとのセキュリティシステム事業に関する戦略的資本提携について」2019年5月31日付リリース

・あゆみ製薬, 2019.「株主異動に関するお知らせ」2019年3月15日付リリース

・GODIVA Chocolatier, 2019. GODIVA Chocolatier, owned by Yildiz Holding, Enters into an Agreement to Sell Select Assets to MBK Partners to Fuel Future Business Growth Fivefold, February 20, 2019, Press Releases

・HITOWAホールディングス, 2019.「株主変更のお知らせ」2019年2月5日付リリース

・野村キャピタル・パートナーズ, 2019.「オリオンビール株式会社に対する公開買付けの結果について」2019年3月25日付リリース

・ポラリス・キャピタル・グループ, 2018.「日立オートモティブシステムズ・メジャメント株式会社の株式取得について」2018年12月26日付リリース

・パイオニア・ペアリング・プライベート・エクイティ・アジア, 2018.「パイオニアとペアリング・プライベート・エクイティ・アジアが総額約1,020億円の『パイオニア再生プラン』に合意」2018年12月7日付リリース

・ポラリス・キャピタル・グループ, 2018.「株式会社オーネットの株式取得について」2018年11月28日付リリース

・ロングリーチグループ, 2018.「富士通コンポーネント株式会社に対する公開買付け成立」2018年9月7日付リリース

・富士通, 2018.「携帯端末事業の再編に関する株式譲渡契約の締結について」2018年1月31日付リリース

1.2 プライベート・エクイティ・ファンドの売却動向

2019年のPEファンドによる国内の売却動向については、前年より金額、件数ともに増加し、ほとんどが事業会社への売却であった。業種別の件数では、プロフェッショナルサービス、コンシューマープロダクトが若干多い状況である。

主な売却案件としては、売却金額で2,000億円を超える、KKRによるKOKUSAI ELECTRICのアプライド マテリアルズへの売却合意を筆頭に、ユニゾン・キャピタルによるあゆみ製薬のブラックストーンへの売却、CVCキャピタル・パートナーズによるHITOWAホールディングスのポラリス・キャピタルへの売却などがあった(p.8 図表4)。

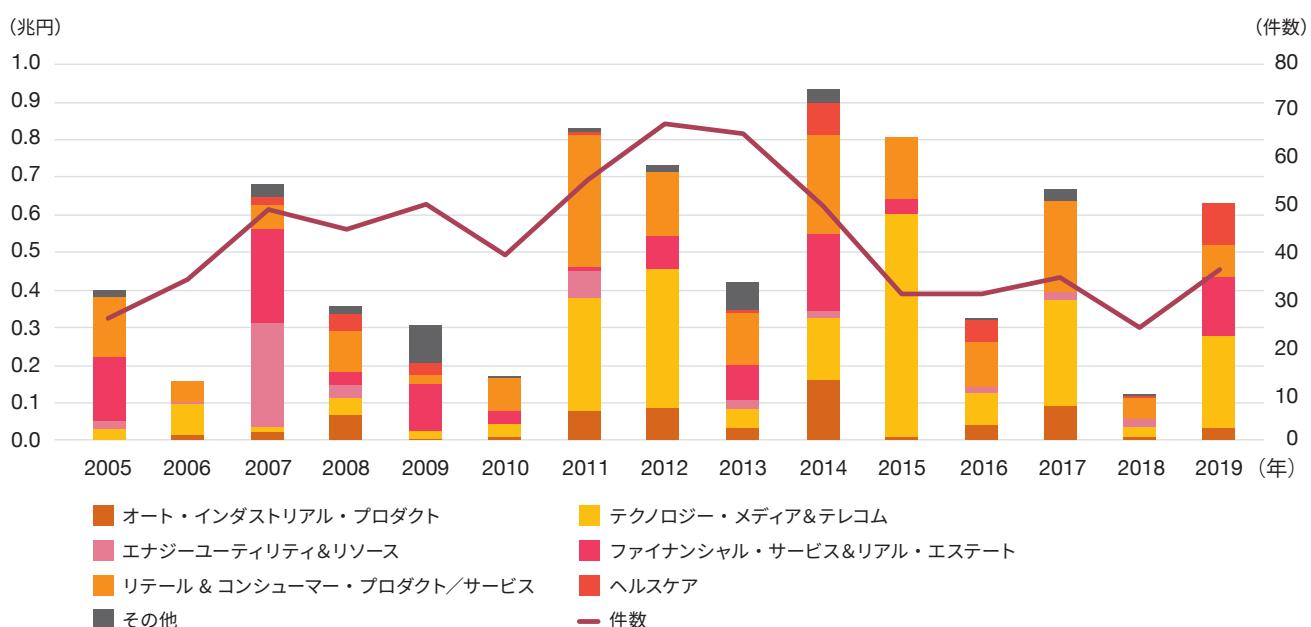
半導体製造装置メーカーの最大手のアプライド マテリアルズが、KOKUSAI ELECTRICをKKRから22億米ドル(2,375億円相当)で買収した。日立国際電気の半導体装置事業が前身であるKOKUSAI ELECTRICの過去3年の業績をみると、2017年3月期の連結業績は915.44億円、2018年3月期は1,339.76億円、2019年3月期では1,609.42億円と顕著な成長を実現している^{*12}。

KOKUSAI ELECTRICはリリースにおいて、「アプライド社は、半導体製造装置を始めとしたマテリアル・エンジニアリング

におけるリーディング・カンパニーであり、当社の長期的成長のための力強いパートナー(後略)」であり、本取引の主なテーマとして、「(1)アプライド社及び当社のビジネス基盤共有によるお客様へのさらなる価値提供、(2)アプライド社及び当社の技術、R&D体制・人財の利活用による研究開発力の強化とイノベーションの加速、(3)アプライド社のグローバル拠点及び当社の拠点の相互有効活用による営業力・生産力強化とサービス品質の向上並びにサプライチェーンの相互有効活用と強化」と述べている^{*13}。アプライド マテリアルズの社長兼CEOであるゲイリー・ディッカーソン氏は、「KOKUSAI ELECTRICはイノベーションを推進する社風と非常に良好な顧客との関係を有し、ウェーハ製造装置市場の急成長分野で活躍しています。KOKUSAI ELECTRICの有能なチームを迎え入れることで、アプライド マテリアルズはお客様に向けたイノベーションを加速するとともに、株主の皆様に大きな価値を創出できると確信しています」と述べている^{*14}。

また、ユニゾン・キャピタルは、抗リウマチ薬や鎮痛剤の製造販売を行う医薬品メーカーであるあゆみ製薬の全発行済株式をブラックストーンに売却した^{*15}。ブラックストーンにとっては、国内初のバイアウト投資案件となった。

図表3 PEファンドによる日本企業の売却金額と件数の推移



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

*12 KOKUSAI ELECTRIC, 2019.『KOKUSAI ELECTRIC グループ CSR報告書 2019』

*13 KOKUSAI ELECTRIC, 2019.「米国アプライド・マテリアルズ社との株式譲渡契約書締結に関するお知らせ」2019年7月1日付リリース

*14 アプライド マテリアルズ, 2019.「アプライド マテリアルズ KOKUSAI ELECTRIC を統合へ」2019年7月1日リリース

*15 ユニゾン・キャピタル, 2019.「あゆみ製薬株式会社の株式譲渡契約締結に関するお知らせ」2019年3月15日付リリースを参照

図表4 PEファンドによる主な日本企業の売却案件

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)
2019/7	KOKUSAI ELECTRIC	コンピューター&エレクトロニクス	アプライド マテリアルズ	KKR	2,375
2019/4	建デボ	コンストラクション／ビルディング	コーナン商事	ユニゾン・キャピタル	240
2019/4	Aimedical MMT	ヘルスケア	バンドー化学	ポラリス・キャピタル・グループ	106
2019/4	ICI 石井スポーツ	リテール	ヨドバシ ホールディングス	アドバンテッジ パートナーズ	非公開
2019/3	あゆみ製薬	ヘルスケア	ブラックストーン	ユニゾン・キャピタル	1,000
2019/2	HITOWAホールディングス	プロフェッショナルサービス	ポラリス・キャピタル・グループ	CVCキャピタル パートナーズなど	500超 ^{*16}

出典：ディールロジック社提供のデータベース、各社プレスリリースおよび日本経済新聞の記事をもとにPwC作成

*16 日経新聞 2019年2月5日付「ポラリス、HITOWAを買収 CVCから500億円超で」を参照

- ・KOKUSAI ELECTRIC, 2019.「米国アプライド・マテリアルズ社との株式譲渡契約書締結に関するお知らせ」2019年7月1日付リリース
- ・コーナン商事, 2019.「株式会社建デボ株式の取得(子会社化)に関するお知らせ」2019年4月23日付リリース
- ・バンドー化学, 2019.「株式会社 Aimedic MMT の株式取得(子会社化)に関するお知らせ」2019年4月5日付リリース
- ・アドバンテッジパートナーズ, 2019.「株式会社 ICI 石井スポーツの株式の譲渡に関するお知らせ」2019年4月3日付リリース
- ・ユニゾン・キャピタル, 2019.「あゆみ製薬株式会社の株式譲渡契約締結に関するお知らせ」2019年3月15日付リリース
- ・ポラリス・キャピタル・グループ, 2019.「ポラリス第四号投資事業有限責任組合等によるCVCキャピタル・パートナーズ・アジア・ファンドIV及びその他株主からのHITOWAホールディングス株式会社の100%株式取得について」2019年2月5日付リリース



1.3 プライベート・エクイティ・ファンドのファンドレイジング動向

世界的な低金利の金融情勢の中、より高いリターンを求める投資家からPEファンドに資金が流入している状況がうかがえる。調査会社のプレキン(Preqin)社によれば、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(投資家から調達したもの、投資に回されていない待機資金)の金額は、2011年以降上昇傾向を示している(図表5)。2018年度には4兆円近くまで積み上がっている。グローバルに投資事業を展開するPEファンド各社も、日本市場に対する投資意欲が高まっており、関心の高い市場の1つとして捉えているため、新たな投資先の開拓が求められる。

ブラックストーン・グループの企業投資部門のグローバル責任者、ジョセフ・バラッタ氏への日本経済新聞社による取材記事の中で、「米大手投資ファンドのブラックストーン・グループは日本国内に3~5年で最大5000億円規模を投資する方針だ。(中略)大企業による子会社や事業の売却が増えており、『企業が売り手や買い手になるM&A(合併・買収)市場は今後、拡大するだろう』と述べた。(後略)」とある。

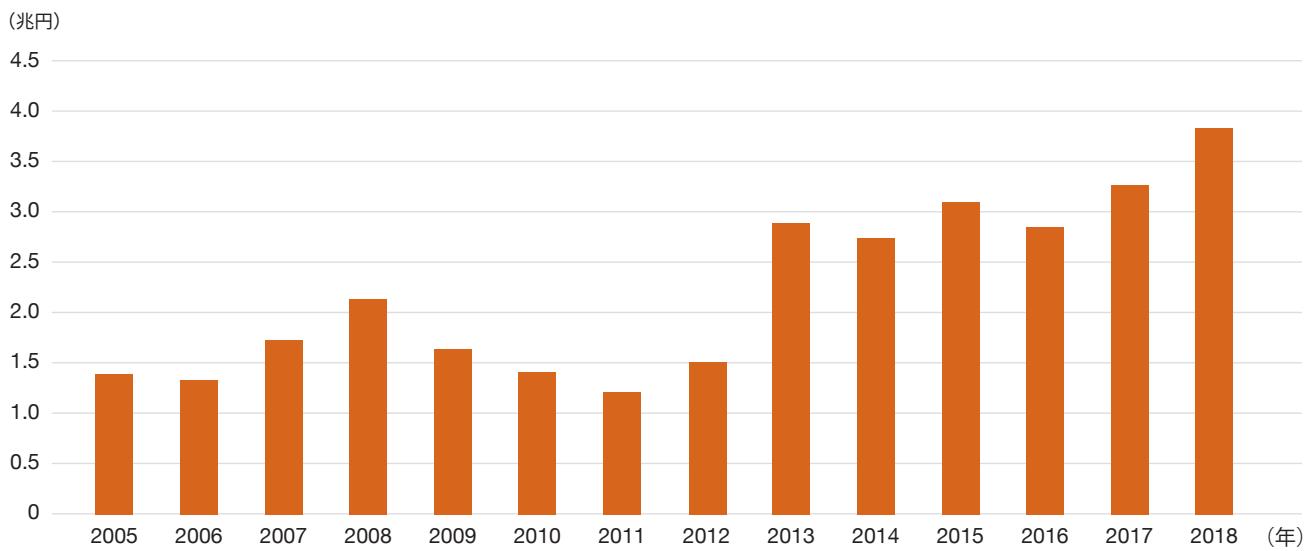
また、「(前略)バラッタ氏は『日本は世界3位の経済大国にもかかわらず、企業投資の市場が非常に小さい』と述べた。今後

は『経済成長率が鈍化する中、日本企業が選択と集中により経営効率を高める取り組みは増える』(後略)との見通しを述べている^{*17}。

さらに、カーライル・グループは2020年3月に日本でのバイアウト投資向け4号ファンドで2,580億円を調達したことを明らかにしたが、カーライル・ジャパンの日本代表の山田和広氏は、ロイターとのインタビューで、「それぞれの会社で切り出しを本格化してくるのはここ数年みえてきている。今後はチャンスだ」ということでファンドのサイズを倍にした」と述べ、「4号ファンドの約半分を大企業のカーブアウト案件、残り半分を事業承継案件に投資する。カーブアウトでは1件当たり200億円から400億円のキャッシュを投資する。何千億にも及ぶ案件であればカーライルのアジア、欧州、米国のファンドと共同投資をする。」としている^{*18}。

日本における、PEファンドがファンドレイズした金額の推移は年度により変動はあるものの、ファンドに対して一定規模の資金調達がなされており(p.10図表6)、2020年には5,000億円を超える見込みである^{*19}。

図表5 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



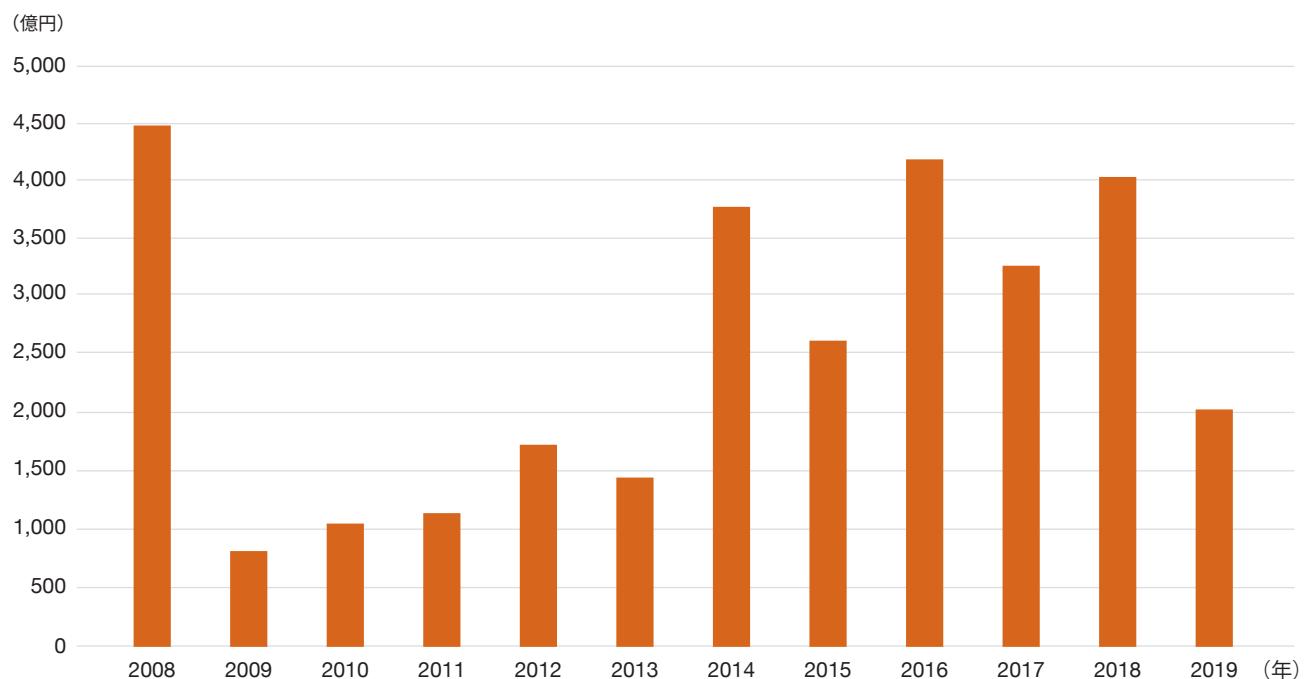
出典：プレキン社提供のデータをもとにPwCにて作成

*17 日本経済新聞, 2019.「ブラックストーン、日本で5,000億円投資へ」2019年5月16日

*18 ロイター, 2020.「訂正-米カーライル、日本投資の新バイアウトファンドで2580億円調達」2020年3月24日

*19 日本経済新聞, 2020.「国内ファンド、最高に迫る 今年新設5000億円台」2020年3月11日を参照

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



出典：Refinitiv社提供のデータをもとにPwCにて作成(資金調達ベース)

国内のPEファンド会社においては、昨今の後継者不足の問題を受け、事業承継に係る課題解決を支援すべくファンドを設立する動きが目立った。

SBIホールディングスの子会社であるSBI地域事業承継投資は、後継者問題を抱える日本国内の中堅・中小企業を対象とし、地域金融機関、大手金融機関にも出資を募り、100億円規模の1号ファンドを設立した。プレスリリースでは、「2号ファンド以降を順次設立し、早期に累計1,000億円規模まで拡大する計画」としている²⁰。

また、アント・キャピタルは、アント・ブリッジ5号A投資事業有限責任組合を設立した。「創業オーナーや個人株主が抱える事業承継や同族問題、事業会社によるノンコア整理等、資本政策上の課題や制約条件を抱えている国内の中堅中小企業の株式への投資を通してソリューションを提供する」として、事業承継や同族株式問題等の課題解決や、投資先企業への成長支援を通じ企業価値を向上させることを目的としている²¹。

ゆうちょ銀行も、このファンドへの出資をプレスリリースで発表しており、「(前略)中小企業の事業承継の支援等を通じ、地方創生に貢献して参りたいと考えています」と述べている²²。

今後国内で増えると思われる大企業のカーブアウトの機会を見据えて、投資戦略を変えてきたファンドもある。

設立から20年を超える累計運用実績1,000億円超になるグロービス・キャピタル・パートナーズは、6号ファンド設立にあたり、投資先をベンチャー企業にとどまらず、「大企業のパートナーとしてカーブアウト(事業分離)案件やMBO(経営陣による買収)案件にも積極的に取り組んで参ります」²³と述べ、これまでの投資戦略から投資先対象を拡大している様子がうかがえる。

*20 SBI地域事業承継投資株式会社, 2019.「事業承継ファンドの設立に関するお知らせ」2019年10月4日付リリース

*21 アント・キャピタル・パートナーズ, 2019.「ブリッジ5号B投資事業有限責任組合およびアント・ブリッジ5号A投資事業有限責任組合募集完了のお知らせ」2019年9月30日付リリース

*22 ゆうちょ銀行, 2019.「『アント・ブリッジ5号A投資事業有限責任組合』への出資について」2019年10月1日付リリース

*23 グロービス・キャピタル・パートナーズ, 2019.「グロービス・キャピタル・パートナーズ、6号ファンドを設立」2019年4月16日付リリース

図表7 日本におけるPEファンドの主なファンドレイジング(2018年～2019年)

時期	ファンド名	会社名	主な対象	ファンドサイズ(億円)
2019/10 (設立時期)	SBI 地域事業承継投資1号投資事業 有限責任組合	SBI 地域事業承継投資	事業承継	100
2019/6	Globis Fund VI, L.P. グロービス6号ファンド投資事業 有限責任組合	グロービス・キャピタル・ パートナーズ	ベンチャー、カーブアウト	375
2019/3	第3号ファンド	ロングリーチグループ	カーブアウト	約700(6.5億米ドル)
2019/9	アント・ブリッジ5号A投資事業 有限責任組合	アント・キャピタル・ パートナーズ	事業承継、カーブアウト	212
2019/2	ブリッジ5号B投資事業有限責任組合	アント・キャピタル・ パートナーズ	PEファンド等の既存持分 へのセカンダリー投資	148
2018/9	丸の内キャピタル第二号投資事業 有限責任組合	丸の内キャピタル	事業承継、カーブアウト	941.6
2018/9 (設立時期)	エンデバー・ユナイテッド2号投資事業 有限責任組合	エンデバー・ユナイテッド	事業承継、カーブアウト、 非公開化、資本増強など	351
2018/6	J-GIA 1号投資事業有限責任組合	日本成長投資アライアンス	事業承継、カーブアウト、 MBO	173

出典：各社のホームページおよびプレスリリースをもとにPwCにて作成

時期については、特に記載がないファンドは、募集完了(設定完了)のタイミングとなる

- ・SBI地域事業承継投資、2019.「事業承継ファンドの設立に関するお知らせ」2019年10月4日付リリース
- ・グロービス・キャピタル・パートナーズ、2019.「グロービス・キャピタル・パートナーズ、6号ファンドを設立」2019年4月16日付リリース
- ・ロングリーチグループ、2019.「第3号ファンドを6.5億ドルで設定完了」2019年3月29日付リリース
- ・アント・キャピタル・パートナーズ、2019.「ブリッジ5号B投資事業有限責任組合およびアント・ブリッジ5号A投資事業有限責任組合募集完了のお知らせ」2019年9月30日付リリース
- ・丸の内キャピタル、2018.「丸の内キャピタル2号ファンド設定完了に関するお知らせ」2018年9月28日付リリース
- ・エンデバー・ユナイテッド「ファンド概要」<http://www.endeavourunited.co.jp/company/fund.html>
- ・日本成長投資アライアンス、2018.「J-GIA 1号投資事業有限責任組合の募集完了について」2018年6月29日付リリース



2

今後のプライベート・エクイティ・ファンドの 機会と活用の提言

現在取り巻く経営環境を考慮すると、日本におけるプライベート・エクイティにとって、投資機会は大きく分けて2つある。

1つは事業承継であり、もう1つはカーブアウトである。

2.1 事業承継

経営者が高齢化していく中、後継者不在の問題を放置すると、中小企業の廃業の急増により、2025年頃までの10年間累計で約650万人の雇用、約22兆円のGDPが失われる可能性があるとされる²⁴。この経済産業省・中小企業庁の試算は記憶に新しい。ファミリービジネスは、地域での雇用を創出し、地域経済に多大な貢献をしていることは疑いのない事実である。ニッチなマーケットにおいて他社の追随を許さない高い技術力、人材などの経営資源を持つ優良なファミリービジネスも少なくない。後継者の不在により経営の承継がされないことがあれば、経済的および社会的損失は大きいといえる。

帝国データバンクの全国社長年齢分析(2019年)によれば、社長の平均年齢は59.7歳であり²⁵、また、後継者のいない割合は65.2%と、おおよそ経営者の3人に2人は後継者がいない現状である。50代の経営者では71.6%、60代では49.5%、70代では39.9%、80代以上で31.8%が後継者不在の状況にあり、深刻さを増している²⁶。このような状況下、昨今の事業承継に関しては、親族内承継が過半を占めるものの、親族外の承継が3割を超えており、経営に対する意欲や覚悟、そして事業に関する専門知識や実務経験があれば、必ずしも親族への承継にこだわらない傾向がうかがえる²⁷。

このような後継者不在という問題に直面している現状、PEファンドの機会という点では、事業承継のニーズが着実に広がりを見せている。前述(p.10)のとおり、昨今、事業承継に係る新たなファンドも複数設立されている。2019年にPEファンドが投資した事業承継に係る案件の例としては、アント・キャピタル・パートナーズの、東北地方を中心に回転寿司店および寿司料理店を運営するアミノ、アドバンテッジパートナーズが投資した、カラオケ機器のレンタル・販売などを行うカジ・コーポレーション、専門資格学校や外国人向け日本語学校を営むアビタス、マーケティングPR、人材紹介事業を行うマテリアルグループなどがあった²⁸。

PwCがグローバルで実施したファミリービジネスサーベイ2018では、日本の調査対象131社の中で、「正式に文書化し、周知している具体的な承継計画がある」と答えた企業はわずか7%、承継に関して真摯に検討を始める年齢にあたる55歳以上の経営者でみれば、45%の企業で「承継計画を策定していない」と回答であった。また、中期経営計画を策定している割合が54%にとどまり、その約半数の26%が「投資計画などの予算計上も含めた計画を策定している」と回答しており、この割合はグローバルのおおよそ半分にすぎない²⁹。

また、経営にかかわる意思決定では、これまでのオーナー、ファミリーによるオーナー依存型の経営から、意思決定プロセスの構築・透明化、また組織体制、コンプライアンス体制などガバナンス機能の体制を構築し、組織での経営体制へ移行することが求められる。

ファミリービジネスでは、創業者のリーダーシップで成長してきた企業が多いと思われるが、これまでの成功体験にとらわれることなく、大きな変革が求められている。現状直面している国内競争や収益性といった課題、またなかなか進まない海外市場での展開など、保有している経営資源、強みを生かしながら、PEファンドからの資金と人材を得て、またその保有するリレーションシップを活用することで、新たな付加価値の創出や新たなビジネスモデルの構築など、成長戦略の実行支援において期待できる。

*24 中小企業庁、2019.「事業承継・創業政策について」2019年2月5日

*25 帝国データバンク、2019.「全国社長年齢分析(2019年)」2019年1月29日付リリース

*26 帝国データバンク、2019.「全国・後継者不在企業動向調査(2019年)」2019年11月15日付リリース

*27 中小企業庁、2019.『中小企業白書2019年版』

*28 アント・キャピタル・パートナーズ、<https://www.antcapital.jp/pe/pe-investment-performance/>
アドバンテッジパートナーズ、<https://www.advantagepartners.com/business/japanbuyout.php>

*29 PwC、2019.『PwCグローバルファミリービジネス サーベイ2018——価値観がもたらす効果』

2.2 カーブアウト

非中核の子会社や事業の一部を切り出すカーブアウトへの投資であるが、金額ベースでは、前年より約3倍大きくなり、また件数についても2011年以降、堅調に推移しているといえる。2019年は規模が比較的大きい案件もあり、業界を問わずPEファンドを活用する裾野が広がっている感がある(図表8)。

2019年のカーブアウト案件ではパナソニックのセキュリティシステム事業のポラリス・キャピタルへの売却、ゴディバのMBKパートナーズへの売却、またチーターデジタルの日本向けEメールサービスプロバイダー事業のベインキャピタルへの売却、などがあった。

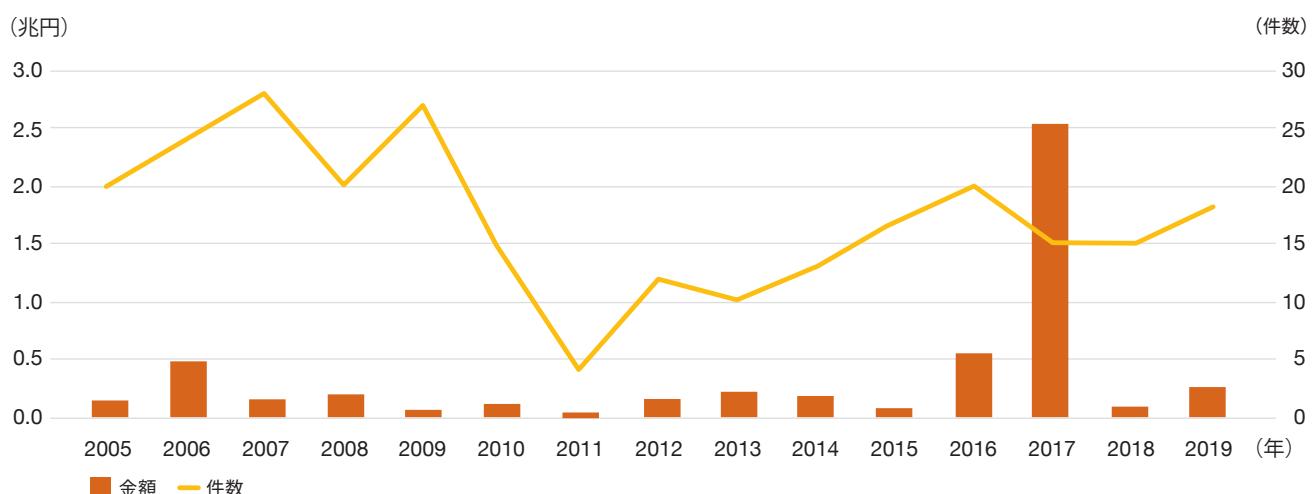
経営環境の複雑性が増し、産業構造が大きく変化する中、大企業において、コア事業に経営資源を集中させ、事業ポートフォリオを見直す、戦略的な事業ポートフォリオマネジメントの機運が高まっているとの見方ができるであろう。

次ページの図表9は、上場企業(売上高500億円以上)の営業利益率の推移を示したものである。欧州、米国、日本でみた

場合、2008年のいわゆるリーマンショックの影響により、全体的に収益性は伸び悩んだものの、2010年以降は、各地域の収益性は持ち直している。欧州、米国では10%以上の営業利益率を確保しているものの、日本では6~8%と収益性に若干劣ることが読み取れる。また、次ページ図表10の事業セグメント数別営業利益率の推移をみた場合、単一セグメントの事業を展開する企業の利益率が最も高く、セグメント数が増えるに従って、企業の収益性が相対的に低くなっている傾向がうかがえる。複数の事業セグメントを展開することによるリスク分散というメリットがあると考えられる一方、企業の多角化が進むにつれて、人、モノ、力といった経営資源を効率的に活用していない可能性が高まる傾向が読み取れる。

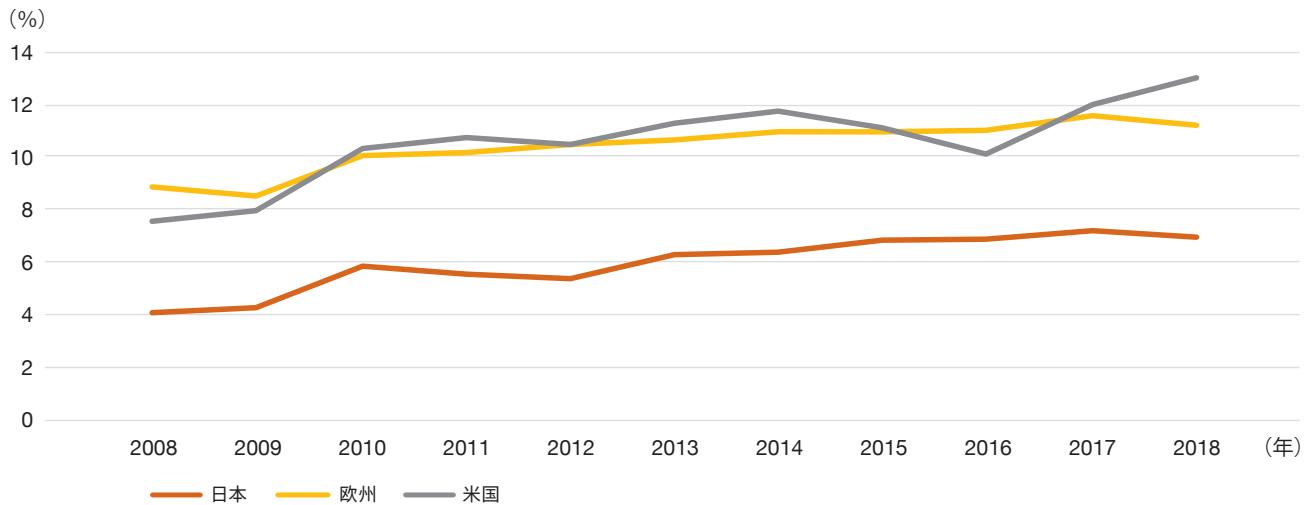
中長期のあるべき姿、ビジョンを踏まえて、事業の選択と集中を進め、経営資源を適切に配分し、成長を追求する事業ポートフォリオの最適化に向けて、経営判断をしていく必要性が一層高まっているといえるであろう。

図表8 カーブアウトへの投資金額と件数の推移



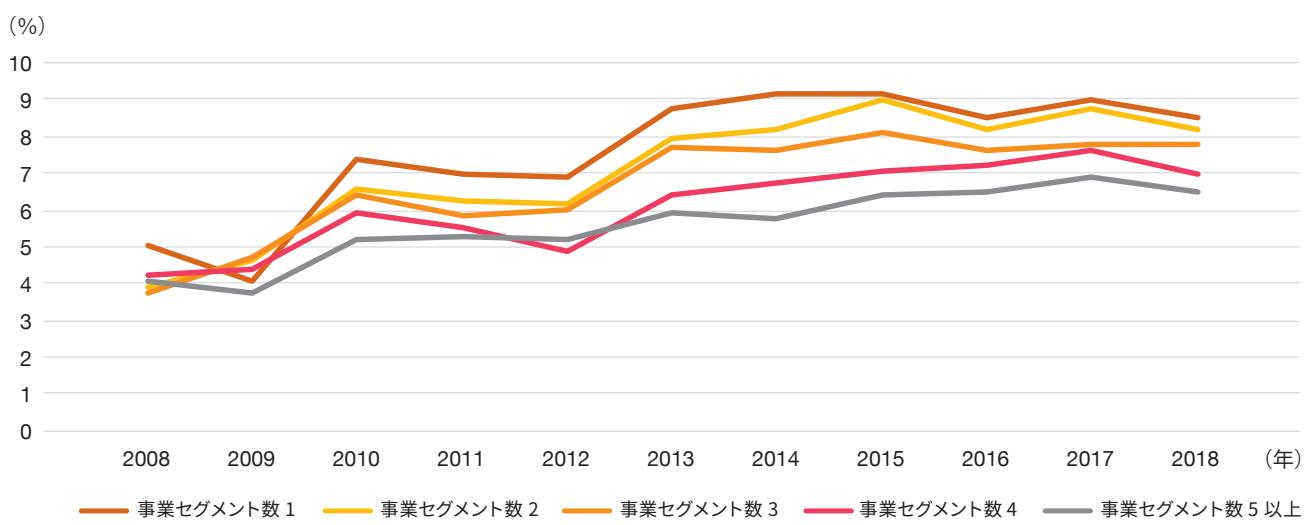
出典：デールロジック社提供のデータベース(公表ベース)による情報をもとにPwCにて作成(投資先の追加買収は含まず)
金額はデールロジック社提供のデータベースおよび6ページの図表2に記載されている金額情報に基づく

図表9 上場企業の営業利益率の推移



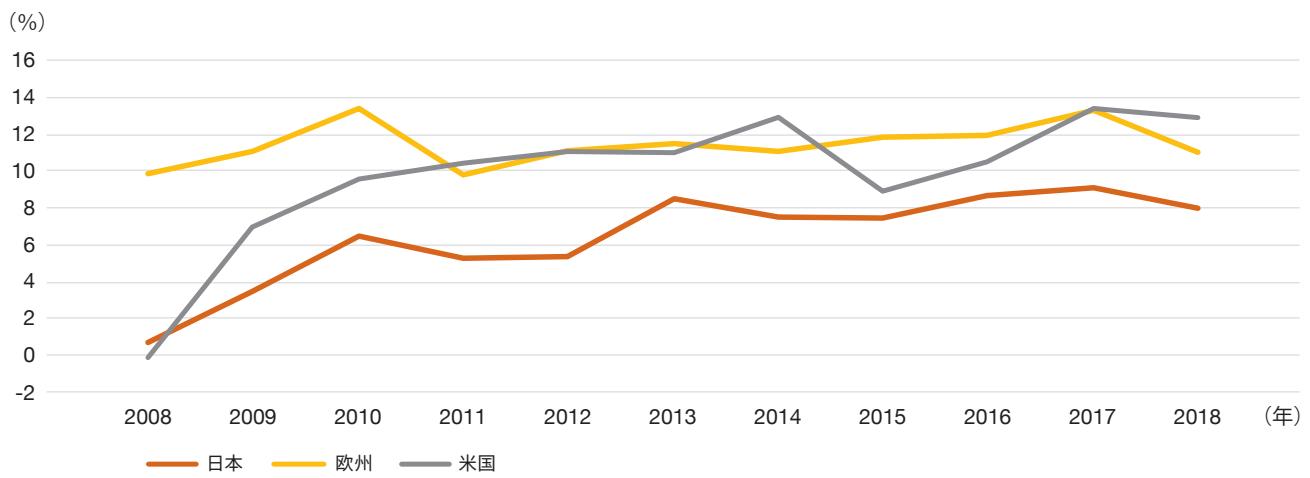
出典：S&P Capital IQの企業データ(売上高500億円相当以上、TOPIX対象銘柄、NYSE、NASDAQ、欧州の上場企業)に基づき、PwCにて作成(※異常値は除外)

図表10 日本の上場企業の事業セグメント数別営業利益率の推移



出典：SPEEDA内の企業データ(TOPIX対象銘柄売上高500億円以上の日本企業)に基づき、PwCにて作成(※異常値は除外)

図表11 上場企業のROEの推移



出典：S&P Capital IQの企業データ(売上高500億円相当以上、TOPIX対象銘柄、NYSE、NASDAQ、欧州の上場企業)に基づき、PwCにて作成(※異常値は除外)

また、前ページ記載の図表11のROE(株主資本利益率)に關しても、欧州、米国ではおおむね10~14%の幅で推移しているものの、日本は2013年以降、8%前後で推移している。欧米とのギャップは縮まってはいるものの、日本の上場企業は相対的にROEが低い状況が続いている。

朝日新聞によるKKRジャパン代表取締役社長の平野博文氏へのインタビュー記事に、「(前略)平野氏は、日本の成長を支えるのは製造業だとしたうえで、大手企業は100~200社の子会社を抱え、経営者の目が届きにくくなっていると指摘。KKRとしては、大企業からこうした子会社の事業を買収して独立させ、経営体制を整えたうえで、KKRのネットワークで海外の会社を買収するなどして事業を拡大したい(後略)」とある³⁰。

また、カーライル・グループの共同最高経営責任者(CEO)キューソン・リー氏は、ロイターとのインタビューにて、「日本市場

では大企業の子会社売却がプライベート・エクイティ(PE)投資の大きな機会になる」との見方を示し、日本市場について「大企業は非中核事業を売却して、中核事業に資源を傾ける必要があるということが分かった。なぜならこれまで資本が的確に分配されておらず、これからは成長分野、あるいは株主価値をより高める分野や強みのある分野に投資しないといけないことに気づいたからだ」³¹と述べている。

経営に影響を与えるメガトレンドを踏まえ、長期的な視点で自社のコア事業強化のために、他社への事業売却やPEファンドへの売却、その売却資金を事業ポートフォリオの強化につながる企業の買収やコア事業への設備投資、研究開発、人材の獲得・育成等に活用することで、事業の選択と集中を進め、さらなる経営体質の強化を図っていくことが求められる。

おわりに

昨今のような複雑化した経営環境だからこそ、PEファンドの有する業界構造に関する深い知見、人的ネットワーク、経営ノウハウなどの活用が、経営基盤を構築、強化し、企業の持続的な成長を実現するうえで必要と思われる。国連の定めたSDGs(Sustainable Development Goals =持続可能な開発目標)を経営目標、ビジョンに取り入れる企業は増え、サステナビリティへの取り組みは企業にとっては不可欠なものになりつつある。また、PEファンドの多くが、PRI(Principals for Responsible Investment =責任投資原則)に署名している。経済的価値の創出と社会的価値の創出に取り組み企業価値向上を実現するPEファンドの役割への期待はますます高まっている。そしてそれは、PEファンドが支援する企業にとってのみならず、社会全体の利益に資するといえる。

*30 朝日新聞、2019.「『大手が手放す子会社に投資』KKRジャパン社長インタビュー」2019年8月8日

*31 ロイター、2018.「日本のPE市場、大企業の子会社売却に注目=カーライル共同CEO」2018年10月25日

お問い合わせ先

PwC Japanグループ
<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



関根 俊
PwC Japan グループ プライベート エクイティ リーダー¹
PwC アドバイザリー合同会社 パートナー

千代田 義央
PwC あらた有限責任監査法人 パートナー

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²
ストラテジーコンサルティング(Strategy&) リーダー

松永 智志
PwC 税理士法人 パートナー

園田 圭
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

今井 兼人
PwC Japan 合同会社 マーケット部 マネージャー

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。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、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、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約8,100人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

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157カ国に及ぶグローバルネットワークに276,000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 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

発刊年月: 2020年3月 管理番号: I201909-5

©2020 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 for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.