



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

2021

# 目次

はじめに	▶ 3
プライベート・エクイティ・ファンドの投資動向	▶ 5
プライベート・エクイティ・ファンドの売却動向	▶ 8
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	▶ 10
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	▶ 13
1. 事業承継	▶ 13
2. カーブアウト	▶ 14
おわりに	▶ 18
お問い合わせ先	▶ 19



## はじめに

2020年3月11日に世界保健機構（WHO）が新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミック（世界的流行）を宣言し、世界は前例のない危機に直面した。言うまでもなくパンデミックの深刻化に伴い世界経済も計り知れない影響を被った。リモートワークの増加、人や物の移動の制限、消費行動の変化、サプライチェーンの分断、世界的な金融緩和など、異次元の変化が幾多の面において見られた。パンデミックはグローバルシステムの根本的な欠陥や企業経営モデルの弱点、今後の世界を形作る課題を浮き彫りにしたと言えよう。

このような局面において日本の経営者は従来にも増して変革のスピードを加速させることが緊要となる。地球環境・社会への課題に対応したサステナビリティへの取り組み、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とこれまで取り組んできた経営課題の中でも、第24回世界CEO意識調査はパンデミックによる当然の副産物であるデジタル化の加速やパンデミック対応で特徴的であった迅速で質の高い意思決定に着目している。また、東京証券取引所は2022年4月に市場区分の見直しを行う方針であり、これにより投資家や市場の変革に対する要求水準もより高くなる傾向だ。

こうした基調に鑑みれば、迅速でより深く変革を推進し企業価値を創造するプライベートエクイティの日本における存在感が従来にも増して高まっていることは決して不自然ではない。非公開化が前述の問題の有力な解決方法であることに加え、経営資源の投入が難しい大企業の非中核事業の活性化や後継者不在の事業承継問題に対しても効果のある処方箋となる。世界的な高成長が顕著であるプライベートエクイティは、日本においても成長と変革の触媒として着実に実績を積み上げており、今後も案件規模と件数の両面で伸長が見込まれる。

本稿は皆様の強いご関心とご要望により2020年に引き続き発行したものである。日本におけるプライベートエクイティの活動に対する関心の高さを改めて再認識し、ポストコロナを見据えた新しい見地から取りまとめようと試みた。本稿がプライベートエクイティに対する関心と理解に資すれば幸いである。

名倉 英雄  
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





## プライベート・エクイティ・ファンドの投資動向

プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）の国内での投資動向を振り返ると、2020年は投資金額（公表ベース）では、前年より大きく伸ばし着実な増加傾向にある。また、件数も含めて考えると一件あたりの金額が増加していることが見て取れる。

2019年度の最大の案件はMBKパートナーズのゴディバの日本事業買収で案件規模は1,106億円であった。これに対して2020年はブラックストーン・グループによる武田コンシューマヘルスケア買収を筆頭にベインキャピタルによるニチイ学館のMBO、KKRと楽天による西友の株式取得と1,500億円規模の案件が3件成約した。

買収総額が2,420億円に達したブラックストーン・グループによる武田コンシューマヘルスケア（以下、TCHC社）買収は2010年以降PEファンドが買い手となった買収案件<sup>1</sup>としては4番目に大きく、ブラックストーン・グループにとっては2018年に買収をしたあゆみ製薬に次いで2件目のヘルスケア案件となる。武田薬品工業のクリストフ・ウェバー最高経営責任者（CEO）はプレスリリースにおいて、「コンシューマヘルスケア事業は、タケダの戦略においては重点領域外になってしまうことに加え、日本のコンシューマヘルスケア事業の売上比はタケダ全体の約2%に留まっており、その比率は近年減少を続けて」いるとし、「TCHC社を成長させるには多額の投資が必要ですが、タケダが5つの主要なビジネスエリアで革新性の高い医薬品の創出に注力していることを踏まえると、優先度高く投資していくことが難しい状況下」にあるという。また、「TCHC社の持つ高い可能性を最大化し、『健康でありたいと願うお客様に対して、優れた製品と情報提供を通じ、人々の健康に貢献していく』という同社のミッションを今後も確実に実現していくためには、ヘルスケアのビジネスモデルを理解し、ブランド、事業、組織・人の成長に戦略的に投資でき、かつ当社が信頼を寄せることができるパートナーに託すのがベストであると決断」<sup>2</sup>したと説明している。

ブラックストーン・グループは同社のグローバルネットワークを活用しTCHC社の成功を加速させる方針だ。

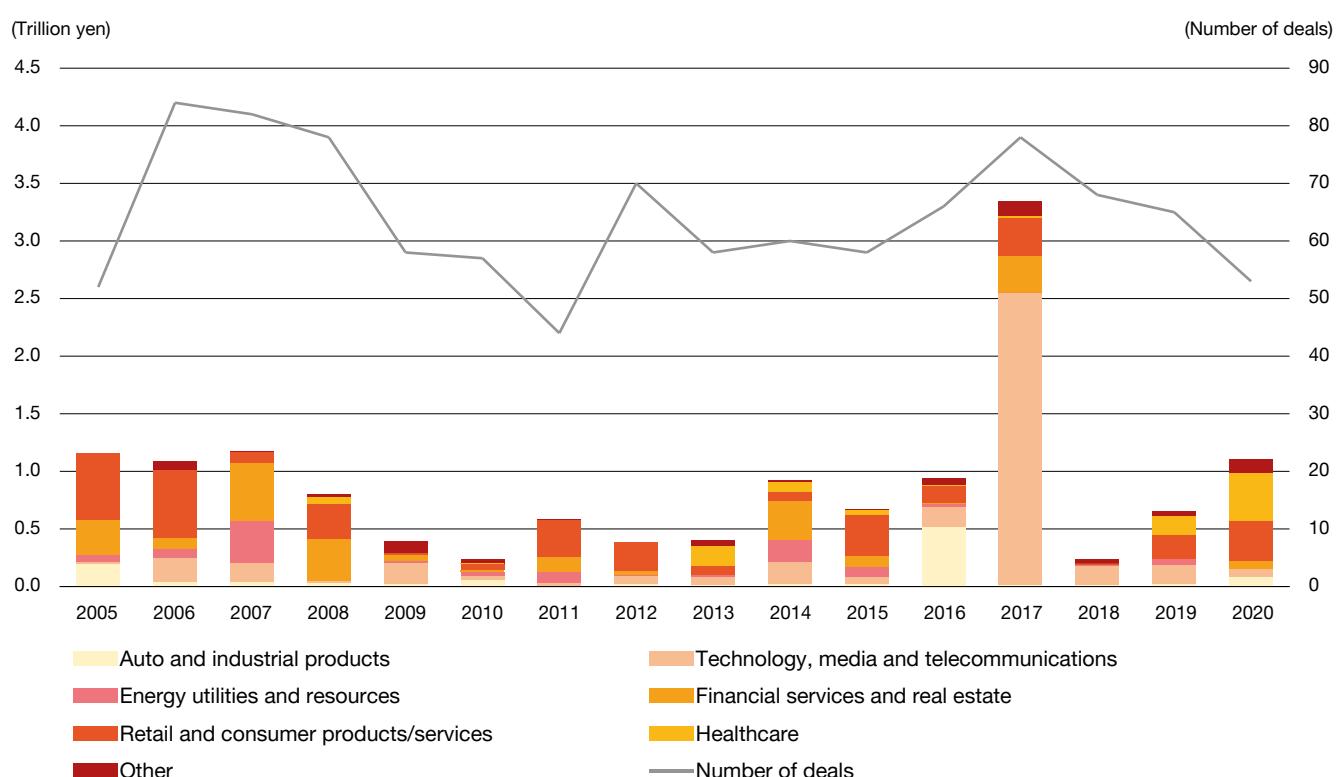
上記TCHC社はカーブアウト案件であったが、2020年度には買収総額1,735億円という最大級の事業承継案件もあった。ベインキャピタルによるニチイ学館のMBOである。公開買付届出書によれば「2019年9月に寺田元会長が逝去されたことにより、従来のトップダウンの経営体制から、全取締役による集団的な経営体制への移行を迫られており」、「可能とする経営体制を構築し、経営の柔軟性を向上させ、ベインキャピタルによる経営支援を最大限活用することが、対象者の企業価値向上を実現する最良の選択であると判断した」<sup>3</sup>としている。ベインキャピタルはニチイ学館の他に事業承継案件としてドラッグストアのキリン堂ホールディングスのMBOも創業家と成功させている。

- 
1. レコフM&Aデータベースによる2010年以降の投資会社によるM&Aのデータを参照
  2. 武田薬品工業株式会社「武田コンシューマヘルスケア株式会社株式のBlackstoneへの譲渡について」2020年8月24日 <https://www.takeda.com/jp/newsroom/newsreleases/2020/20200824-8193/>
  3. 株式会社ニチイ学館株式会社「BCJ-44公開買付届出書」2020年5月11日 <https://toushi.kankei.me/d/S100IJUD>

またPEがデジタル化推進のカタリストとしての役割を担う大型案件も成約した。KKRと楽天が西友の株式を65%と20%取得、西友のデジタルトランスフォーメーション（DX）を加速する。KKRアジア・パシフィックのプライベートエクイティ共同責任者でありKKRジャパン代表取締役社長の平野博文氏は、リリースの中で「将来的にはデジタル化を一段と進め、大きく変わりつつある消費者のニーズをとらえながら買い物がより利便性の高いものとなるよう、経営陣やアソシエイト、そして楽天やウォルマートと連携し、協業」するとし、「今回の投資はKKRジャパンにとって大きなマイルストンであり、日本企業の長期的な成長と価値創造の実現にコミットしていることの表明」であると述べている<sup>4</sup>。

このように、2020年度には大企業の非中核事業や子会社の売却であるカーブアウトへの投資と日本の大きな課題の1つでもある経営者の高齢化に伴う事業承継の両面において大規模な案件が成約した。また、村上ファンドに代表される「物言う株主」の上場市場における活動も散見され、今後も企業価値向上を実現する上でのPEファンドの活用機会はより一層増加するものと思われる。

図表1：PEファンドが関与した国内投資金額の推移（業種別）



出所：ディールロジック社提供のデータベースをもとにPwCにて作成

金額は公開されている情報に限られているため、非公開の金額は含まれない

4. 楽天株式会社「KKRと楽天、ウォルマートから西友株式を取得」2020年11月16日 [https://corp.rakuten.co.jp/news/press/2020/1116\\_01.html](https://corp.rakuten.co.jp/news/press/2020/1116_01.html)

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)
2020年12月	キューサイ	フード& ベバリッジ	アドバンテッジ パートナーズ	コカ・コーラ ボトラーズジャパン ホールディングス	420
2020年11月	三越伊勢丹不動産	リアルエステート／ プロパティ	ブラックストーン・ グループ	伊勢丹三越 ホールディングス	約300
2020年11月	西友	リテール	KKR、楽天	ウォルマート	1,725
2020年9月	キリン堂 ホールディングス	リテール	ペインキャピタル		396
2020年8月	武田コンシューマー ヘルスケア	ヘルスケア	ブラックストーン・ グループ	武田薬品工業	2,420
2020年8月	ソフトブレーン	コンピューター& エレクトロニクス	アント・キャピタル・ パートナーズ	Scala Inc (50.23%)	256
2020年5月	ニチイ学館	ヘルスケア	ペインキャピタル	Meiwa Co Ltd (24.76%)	1,735
2020年5月	浅野屋	リテール	日本みらいキャピタル		n/a
2020年3月	T-Garden	コンシューマー プロダクト	インテグラル		n/a
2020年3月	秋田共栄観光	ダイニング& ロッジング	フォートレス インベストメント		n/a
2020年2月	総合メディカル ホールディングス	リテール	ポラリス・キャピタル・ グループ		942
2020年1月	シャノアール	ダイニング& ロッジング	ロングリーチグループ		n/a
2020年1月	グラニフ	テキスタイル	丸の内キャピタル		n/a
2020年1月	豆蔵 ホールディングス	コンピューター& エレクトロニクス	インテグラル	インフォメーション クリエーティブ (0.63%)	344
2020年1月	昭和飛行機工業	オート	ペインキャピタル	三井E&Sホールディングス フォスター電機	737

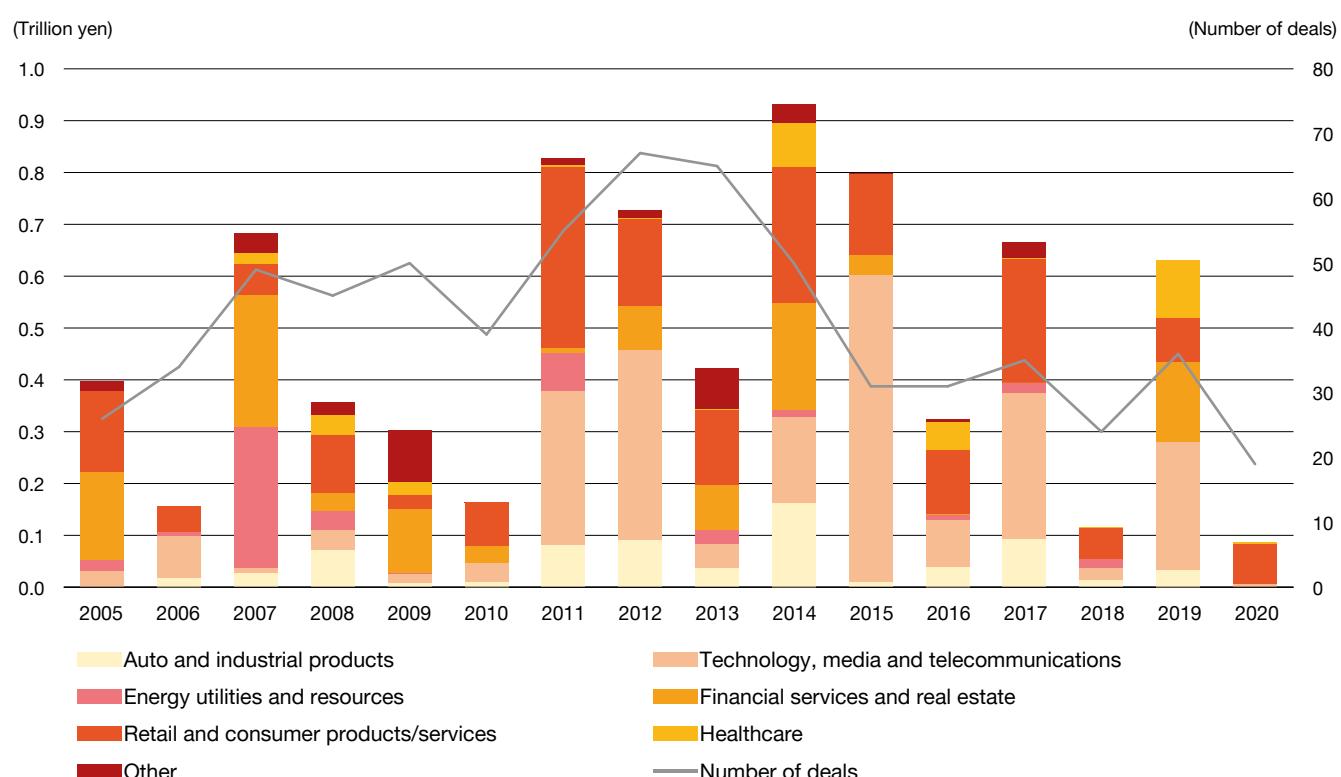
出所：ディールロジック社提供のデータベースをもとにPwC作成

## プライベート・エクイティ・ファンドの売却動向

PEファンドの国内の売却動向については2019年と比較して件数、金額ベースで減少が見られた。外食も含めた一般消費者を顧客とした一部のポートフォリオには影響や先行きの不透明さもあり、売却の動きが鈍化した可能性もある。2019年は売却金額において1,000億円を越える案件が2件あった一方で2020年度最大の売却案件はKKRによるAlpha Thetaの650億円となっている。KKRは2015年3月に、Alpha Theta（旧Pioneer DJ）の85.05%を買収。2020年3月にパイオニアの保有する15.95%とあわせて全株式をノーリツ鋼機に売却した。

ノーリツ鋼機はリリースの中で「AlphaThetaは、音楽という、人間にとて普遍的な価値を持つ分野において、確かな技術と先進的かつ繊細な発想で幅広い層が楽しめる製品を開発し、グローバルに事業展開する企業」であるとし、「世界初へのチャレンジとユーザー思考を大切にする企業姿勢を表しており、これは当社が考える企業としての在り方に通じる」としている。また、「AlphaThetaのように世界で評価される技術を持つ企業は、今後の日本社会において益々貴重な存在になると信じており、当社は、今回の株式取得によりAlphaThetaの更なる発展を推進し、グループとしても、グローバルでの存在感を高めることができます。」<sup>5</sup>と述べている。COVID-19の影響でDJ機器の売上の見込みが不透明の中7年の保有期間を経てEXITに成功したこととなる。2014年3月期のKKRに譲渡された事業の売上は21,621百万円<sup>6</sup>であったのに対し2019年12月の売上は25,338百万円<sup>5</sup>となっており、KKRの傘下で相応の売上の成長を実現した。

図表3：PEファンドによる日本企業の売却金額の推移



出所：デールロジック社提供のデータベースをもとにPwCにて作成

金額は公開されている情報に限られているため、非公開の金額は含まれない

- ノーリツ鋼機「特定子会社の異動を伴うAlphaTheta株式会社（旧Pioneer DJ株式会社）の株式取得のお知らせ」2020年3月2日
- パイオニア「パイオニア株式会社とKKRによるパイオニアDJ株式会社（仮称）の株式譲渡契約締結に関するお知らせ」2014年9月16日

カーライル・グループは2016年3月に日本一の売上を誇るもやしブランド「名水美人」を擁する九州名水美人ファクトリー（旧GGCグループ）に投資、2020年3月に、米穀卸事業を基幹事業とする株式会社神明ホールディングスに株式全てを譲渡することに合意した。カーライル・グループは「2016年3月に名水美人ファクトリーとの戦略的業務資本提携を実行して以来カーライルは、業界に関する深い知見および事業のノウハウを活かし、ミッション・ビジョンの再構築、営業・マーケティング力の強化に伴うもやし販売シェアの拡大、新工場設立によるカット野菜事業の確立、組織経営体制の構築など、中長期的な視点に立った名水美人ファクトリーの成長戦略の策定および実行の支援を行って参りました。今日までに、名水美人ファクトリーの持続的な成長を実現する経営基盤が確立できしたことから、名水美人ファクトリーのさらなる成長を神明ホールディングスとの事業シナジーを通して追求すべく、カーライルは上記の取引の合意に至りました。」とリリースで述べている。また、カーライル・ジャパンのマネー

ジングディレクター渡辺雄介氏は「カーライルは、過去4年間にわたり名水美人ファクトリーと協働し、様々な取り組みを通じて、企業価値向上に努めて参りました。結果として、名水美人ファクトリーが次の成長ステージに進むためのサポートを提供できたと考えています。名水美人ファクトリーは、神明ホールディングスとの新たなパートナーシップにより、国内屈指のもやしおよびカット野菜企業としての地位をさらに高めていくことができる信じています」と述べている<sup>7</sup>。

KKRによるAlpha Theta売却とカーライル・グループによる九州名水美人ファクトリー売却のリリースはともに2020年3月2日付であり、COVID-19のパンデミックを鑑みればぎりぎりタイミングであったと言えよう。2020年4月以降はこの規模のEXITは成約されておらず、買い手である事業会社がCOVID-19による先行き不透明感を意識しPEファンドによる売却環境に影響があったものと思われる。

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)
2020年12月	キット	オート／トラック	アドバンテッジパートナーズ	CLSAキャピタルパートナーズ	n/a
2020年11月	APRESIA Systems	コンピューター&エレクトロニクス	オリックス	日本みらいキャピタル	n/a
2020年10月	トータルメンテナンスジャパン	コンストラクション／ビルディング	大和自動車交通、大和物産	エンデバー・ユナイテッド	n/a
2020年9月	ぶんか社	パブリッシング	ビーグリー	日本産業推進機構	53
2020年8月	日本エルダリーケアサービス	ヘルスケア	ソラスト	ACA	23
2020年7月	日本ポップコーン	フード&ベバレッジ	ミダスキャピタル	アドバンテッジパートナーズ	n/a
2020年3月	AlphaTheta	コンシューマー・プロダクト	ノーリツ鋼機	KKR、バイオニア	650
2020年3月	名水美人ファクトリー	アグリカルチャー	神明ホールディングス	カーライル・グループ	n/a
2020年2月	ポテトかいつか	フード&ベバレッジ	カルビー	日本成長投資アライアンス	138

出所：デールロジック社提供のデータベースをもとにPwCにて作成

7. カーライル・ジャパン・エルエルシー「カーライル・グループ、名水美人ファクトリー株式会社の株式譲渡契約締結を発表」2020年3月2日

## 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

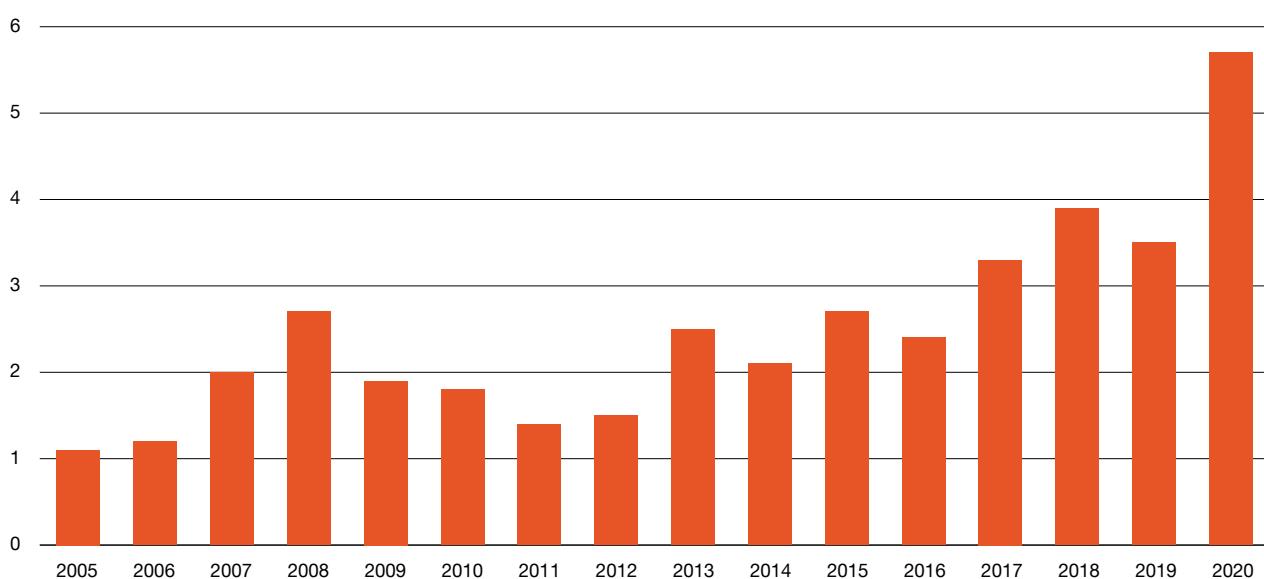
世界的な過剰流動性の影響もあり2020年は日本国内に特化したPEファンドの資金調達が過去最高を記録した。Refinitiv提供のデータをもとにPwCにて作成した図表6が示すように日本においてPEファンドがファンド・レイズした金額は8千億円を超えており、低金利を背景により高いリターンが期待できるPEファンドに資金が流入している。また、前述の通り案件も大型化の傾向が見られ、積み上がっているドライパウダー（投資家から調達したもの、投資に回されていない待機資金）の消化も加速する可能性がある。

特に日本国内に特化したファンドとしてはカーライル・グループの日本のバイアウト第4号ファンドが2,580億円の資金調達を完了。前回の第3号ファンドより2倍以上大きいファンド規模となった<sup>8</sup>。

また、ポラリス・キャピタル・グループのポラリス第五号ファンドも総額1,500億円と、これまでに組成してきたファンドの中でも過去最大規模となった<sup>9</sup>。ポラリス第四号ファンドが総額750億円<sup>10</sup>であったため、こちらも2倍の規模となっている。

インテグラルグループもインテグラル4号ファンド総額1,238億円で設定。インテグラル3号ファンドが730億円であったことから約70%増額した<sup>11</sup>。日本国内に特化したPEファンドとしてはカーライル・グループの日本のバイアウト第4号ファンドが最大、次いでポラリス・キャピタル・グループのポラリス第五号ファンド、インテグラルグループのインテグラル4号ファンドと続く。2020年度に調達が完了したファンドが日本国内に特化したファンドとして規模の面で上位3位を占めることは特筆すべきであろう。上記に加えアドバンテッジパートナーズがアドバンテッジパートナーズVI号ファンドが総額850億円を調達<sup>12</sup>、日本で活発に投資を行うMBKパートナーズも5号ファンドで65億ドルの調達に成功している<sup>13</sup>。

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（兆円）



出所：Preqin提供のデータをもとにPwCにて作成

8. カーライル・ジャパン・エルエルシー「カーライル・グループ、日本のバイアウト第4号ファンドで2,580億円の資金調達を完了」2020年3月25日

9. ポラリス・キャピタル・グループ「『ポラリス第五号ファンド』の募集完了について」2020年12月1日

10. ポラリス・キャピタル・グループ「『ポラリス第四号投資事業有限責任組合』の募集完了について」2017年4月27日

11. インテグラルグループ「インテグラル4号ファンドの設定完了について」2020年12月4日

12. アドバンテッジパートナーズ「アドバンテッジパートナーズVI号ファンド募集完了のお知らせ」2020年4月27日

13. MBK Partners, "MBK Closes Asia's 3rd Biggest Buyout Fund at \$6.5 Billion", May 21, 2020.

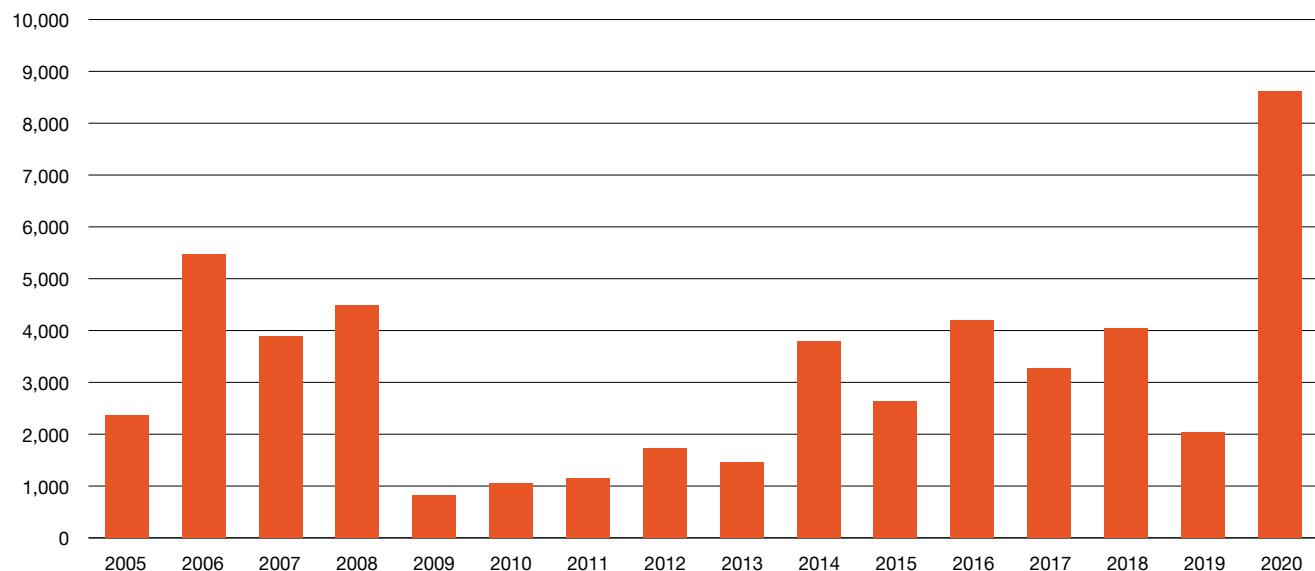
一方、2020年は公的なファンドの発足も見られた。日本の次世代産業を支えるリスクマネーの好循環創出を目的に設立された官民ファンドの産業革新機構（JIC）は2020年9月に1号ファンドを設立。JICはリリースの中で設立の背景として「日本企業を対象とするPEファンドは数多く存在するものの、国内の産業競争力強化に向けた中長期的かつ産業政策的な観点でのリスクマネーの供給は依然として限定的であり、各業界において新産業の創造につながる『新興領域への投資』と大規模な事業再編のための『成熟領域への投資』の両面が必要とされています。しかしながら、日本の各産業界においては、『新興領域への投資』に関しては、多額の資金の確保や異業種参入への心理的ハードルの高さ、また『成熟領域への投資』に関しては、大型買収への資金面、リスク面のハードルが存在していると考えられます。こうした、構造的課題を解決するためには、民間事業会社・金融機関を補完する大規模・中長期のリスクマネー供給が必要不可欠となっています。」として、ファンド規模については「国際競争力強化に向けた大規模な事業再編を企図するような取り組みでは、大型買収などを伴い案件規模が大きくなることも想定される」ことから2,000億円としている<sup>14</sup>。

また、東京都は事業承継M&Aファンド・オブ・ファンズを設立し都が60億円を出資し民間などから集めた資金と合わせて中小企業を支援する<sup>15</sup>。

加えて日本政策投資銀行、日本M&Aセンターとキャリアインキュベーションなどは、国内の中小企業の後継者不在などの課題解決を目的とした、新しいかたちのファンド運営会社として株式会社サーチファンド・ジャパンを設立した<sup>16</sup>。サーチファンドは、サーチャーと呼ばれる個人が中小企業をM&Aして、自ら経営者として企業の再成長を実現させる仕組みで、海外では若手の経営者層の拡大に貢献している。

調査会社のPreqinによれば、「日本のPE市場は、その経済の規模や成熟度にもかかわらず、米国や欧州諸国の市場に比べて相対的に小さいといえる」と指摘している<sup>17</sup>。

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）



出所：Refinitiv提供のデータをもとにPwCにて作成

14. 産業革新投資機構「『JICキャピタル株式会社』の設立について」2020年9月9日

15. 東京都産業労働局「令和2年度新規事業事業承継M&Aファンド・オブ・ファンズ（FoF）の設立について」2020年12月1日

16. 日本政策投資銀行「事業承継の課題解決に向けた新しいファンド運営会社の設立について」2020年10月9日

17. Preqin『PREQIN日本特集：日本経済の転換と国内PE・VC市場の展望』2020年11月

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（2020年）

時期	ファンド名	会社名	主な対象	ファンドサイズ (億円)
2021年2月	6号ファンド	ティーキャピタルパートナーズ	中堅中小企業の事業承継や、大企業の事業再編による子会社・事業部門独立など	810.94
2020年12月	ポラリス第五号ファンド	ポラリス・キャピタル・グループ	カーブアウトや事業承継、非公開化	497.50
2020年12月	インテグラル4号ファンド	インテグラル	事業承継、事業再生、MBO、大企業グループからの独立など	1,238.00
2020年11月	J-GIA2号ファンド	日本成長投資アライアンス	潜在的成長余力のある中堅・中小企業にフォーカス	380.00
2020年9月	ユニゾン・キャピタル5号投資事業有限責任組合	ユニゾン・キャピタル	主にヘルスケア、消費者関連、B2Bサービス事業を営む中堅企業	800.00
2020年9月	JIC PE ファンド1号投資事業有限責任組合	産業革新投資機構	国内外企業へのバイアウト投資、グロース投資	2,000.00
2020年4月	アドバンテッジパートナーズVI号ファンド	アドバンテッジパートナーズ	ミドルマーケットをメインの対象として、事業承継、企業グループからのカーブアウト、非上場化MBOなどのバイアウト投資	850.00
2020年3月	バイアウト第4号ファンド	カーライル・グループ	1) 日本の消費財・小売り・ヘルスケア、2) 製造業・一般産業、3) テクノロジー・メディア・通信分野、などにおける中堅企業への投資機会ならびに大型投資案件	2,580.00

出所：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

- ・ティーキャピタルパートナーズ「弊社6号ファンド募集完了のお知らせ」2021年2月1日
- ・ポラリス・キャピタル・グループ「『ポラリス第五号ファンド』の募集完了について」2020年12月1日
- ・インテグラル「インテグラル4号ファンドの設定完了について」2020年12月4日
- ・日本成長投資アライアンス「J-GIA2号シリーズファンド募集完了のお知らせ」2020年11月5日
- ・ユニゾン・キャピタル「『ユニゾン・キャピタル5号投資事業有限責任組合』の設定について」2020年9月30日
- ・産業革新投資機構「『JICキャピタル株式会社』の設立について」2020年9月9日
- ・アドバンテッジパートナーズ「アドバンテッジパートナーズVI号ファンド募集完了のお知らせ」2020年4月
- ・カーライル・グループ「カーライル・グループ、日本のバイアウト第4号ファンドで2,580億円の資金調達を完了」2020年3月25日

# 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

## 1. 事業承継

日本の経営者が高齢化する中、企業が発展、成長を持続するには事業承継が課題であることはもはや言うまでもない。変革へのスピードやデジタル化の推進といった面も含むCOVID-19の感染拡大の企業経営への影響が、ファミリービジネスにおいて事業承継を一層加速させると見られている。

2020年の帝国データバンクの全国社長年齢分析によれば、社長の平均年齢は2019年の59.7歳に対し60.1歳と1990年の調査開始以来はじめて60歳を超えて過去最高を更新した<sup>18</sup>。また、同社の事業承継に関する企業の意識調査によればCOVID-19拡大を契機とした事業承継に対する関心が「高くなった」企業が8.9%あった<sup>19</sup>。また後継者のいない割合は前年の65.2%に比べ65.1%と微減となったが、依然として経営者の3人に2人は後継者がいない状況が続いている<sup>20</sup>。

このように事業承継問題が深刻化される環境下でPEファンドは事業承継問題を抱える企業の重要な受け皿としての役割が期待される。

2020年度は前述のベインキャピタルによるニチイ学館とキリン堂ホールディングスの案件に加え、ポラリス・キャピタル・グループによる総合メディカルのMBO、日本みらいキャピタルによる浅野屋への投資などがあった。ニチイ学館、キリン堂ホールディングス、総合メディカルは上場企業であったが、いずれも非公開化後に創業家が再出資し、上場時の経営陣が引き続き経営を行う。ポラリス・キャピタル・グループはプレスリリースの中で「ポラリスがこれまでに手掛けた多数のヘルスケア企業や多店舗展開企業への投資経験から得た知見を活用し、制度変更に伴う影響に對して高い耐性を持つ経営基盤と事業構造の確立に向けて、調剤薬局事業を安定成長させつつ、M&A等の活用により医業支援事業を非連続的に成長させていく方針」であるとしている。また、そのために「新たなステークホルダーとガバナンス体制のもとで、既存のしがらみにとらわれることなく、経営資源の再配分やビジネスモデルの進化を促進することで大胆な事業構造の転換を図り、総合ヘルスケア企業としての成長を目指す」としている<sup>21</sup>。

COVID-19への対応で日本の医療のデジタル化も大きな課題として浮き彫りになった。PEの参画により医療のデジタル化加速についても期待したい。

日本は、企業長寿大国と言われ帝国データバンクによれば2020年に100周年を迎えた企業は1,176社で<sup>22</sup>、日経BPコンサルティング・周年事業ラボによれば世界でも最も創業100年以上の企業が多いのは日本で世界の41.3%を占めた<sup>23</sup>。一方、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2021では、日本の調査対象となった日本のファミリービジネスにおいて持続可能性の優先順位は低く、持続可能性や地域社会に関する取り組みを1つでも優先事項に挙げる割合は世界平均をはるかに下回った。

2013年にPRI（国連責任投資原則）はPE向けグローバルESG開示フレームワークを発表した。ポラリス・キャピタル・グループも2016年5月にPRIに署名した。ポラリス・キャピタル・グループはホームページで「受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務があることを認識し、受託者としての役割を果たす上で、環境上の問題、社会の問題及び企業統治の問題（ESG問題）が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であると考えて」いるとしている。さらに、「以下の原則（PwC注：6つの責任投資原則）を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識」していると述べている<sup>24</sup>。また、大手投資ファンドのブラックストーン社は、新規の買収案件における炭素排出量の15%削減という目標を設定している<sup>25</sup>。

ファミリービジネスが抱える従来の課題に加えESGへの対応が重要性を増す中、PEを活用した改革への支援が期待できる。

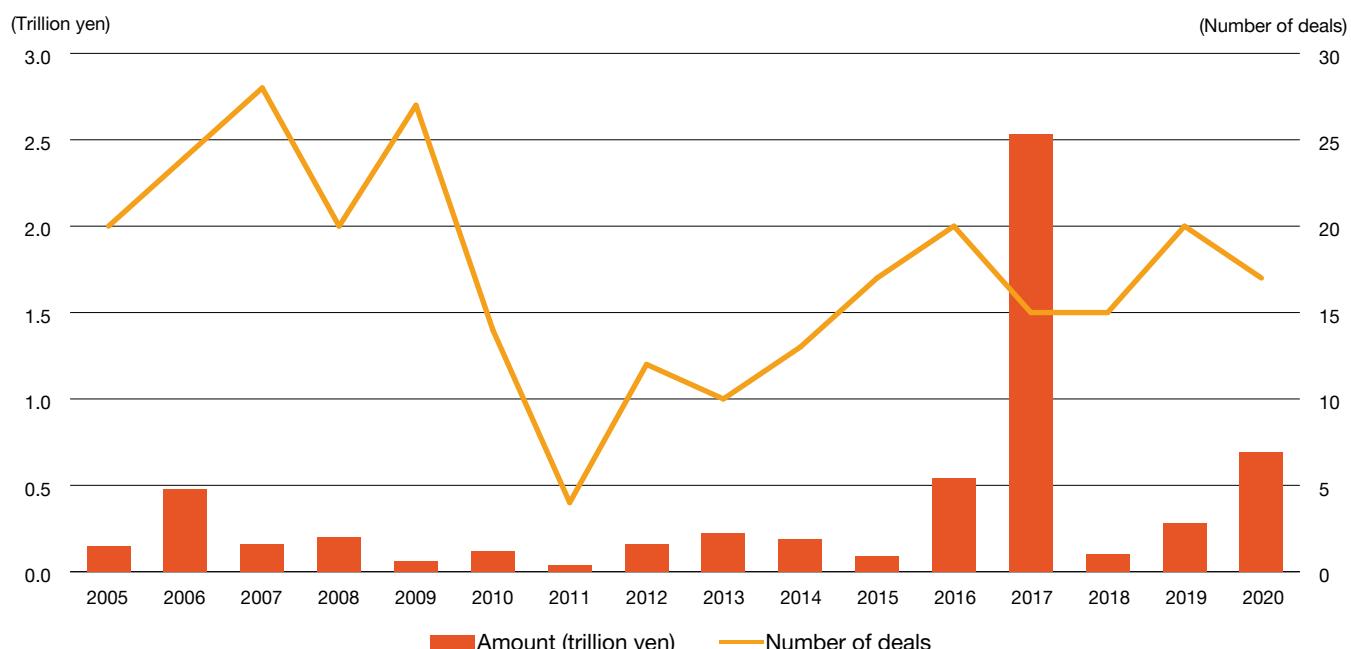
18. 帝国データバンク「全国社長年齢分析（2020年）」2021年2月5日
19. 帝国データバンク「事業承継に関する企業の意識調査（2020年）」2020年9月14日
20. 帝国データバンク「全国企業『後継者不在率』動向調査（2020年）」2020年11月30日
21. ポラリス・キャピタル・グループ「総合メディカルホールディングス株式会社に対する公開買付けについて」2020年2月5日
22. 帝国データバンク「2020年の『周年記念企業』、全国に15万7507社」2019年11月20日 <https://www.tdb.co.jp/report/watching/press/pdf/p191106.pdf>
23. 日経BPコンサルティング・周年事業ラボ「世界の長寿企業ランキング、創業100年、200年の企業数で日本が1位」2020年3月18日 [https://consult.nikkeibp.co.jp/shunenjigyo-labo/survey\\_data/l1-03/](https://consult.nikkeibp.co.jp/shunenjigyo-labo/survey_data/l1-03/)
24. ポラリス・キャピタル・グループ「ESGへの取り組み」<https://www.polaris-cg.com/features/esg.html>
25. PwC「プライベートエクイティは世界を救うことができるのか？」2021年3月25日 <https://www.pwc.com/jp/ja/issues/reinventing-the-future/take-on-tomorrow/private-equity-esg-investing.html>

## 2. カーブアウト

非中核子会社や事業の一部を切り出し、当該事業体へ投資するカーブアウトは、COVID-19の影響によりM&A市場全体が停滞した時期があった2020年においても、2019年対比で件数ベースでは20件から17件と微減に留まり、金額ベースでは約2倍に増加した（図表8）。2020年における代表的な案件として、前述の武田製薬工業の連結子会社であったTCHC社のブラックストーン・グループへの売却が約2,400億円と、ウォルマートの子会社であった西友のKKRおよび楽天への売却が約1,700億円に加え、三井E&Sホールディングス（以下「三井E&S」という）の連結子会社である昭和飛行機工業のベインキャピタルへの売却が約850億円、と複数の大型案件が実行された。

三井E&Sの岡良一代表取締役社長はプレスリリースにおいて、「事業再生計画の一環として、財務体質および収益体質の強化を図るべく、様々な資産の売却を進め」たとしている。また、「ベインキャピタルが有するグローバルなネットワーク及び経営ノウハウを活用することで、昭和飛行機工業の輸送用機器関連事業や不動産賃貸事業等について、海外市場での顧客や販路開拓、製品ラインナップの拡充、収益力強化や経営の効率等により、さらなる成長の加速と企業価値の向上を実現できると判断した」と説明している<sup>26</sup>。本カーブアウト案件が三井E&Sにおける事業再編の一環である旨を説明するとともに、ベインキャピタルの有する広範なネットワークやノウハウ活用による昭和飛行機工業の成長に期待を寄せた。ベインキャピタルもプレスリリースにおいて、「これまで蓄積してきた投資先に対する豊富なバリューアップノウハウを提供するとともに、M&Aを含む支援を行い、対象者の事業の潜在的価値の最大化のための施策を推進していく予定」と説明している<sup>27</sup>。

図表8：PEファンドによるカーブアウトへの投資金額と件数の推移



出所：デールロジック社提供のデータベースをもとにPwCにて作成

金額は公開されている情報に限られているため、非公開の金額は含まれない

26. 三井E&S 「子会社株式に対する公開買付けに係る応募契約の締結に関するお知らせ」 2020年1月23日

27. ベインキャピタル 「ビーシーピーイー プラネット ケイマン エルピーによる昭和飛行機工業株式会社普通株式（証券コード7404）に対する公開買付けに関するお知らせ」 2020年1月23日

振り返ると、近年のコーポレートガバナンス改革を通じて、上場会社の収益性や資本効率性に対する意識は高まりつつあるものの、必ずしも事業の入れ替えが進んでいたとは言い難い（図表9）<sup>28</sup>。

その要因としては、事業部門の力が強く事業横断のポートフォリオ管理の仕組みが未整備であること、売上や利益などの規模に連動する業績評価指標が重視されてきたこと、長期雇用を前提としたメンバーシップ型の雇用形態が維持されてきたことなど、日本企業ならではの事情が考えられる。

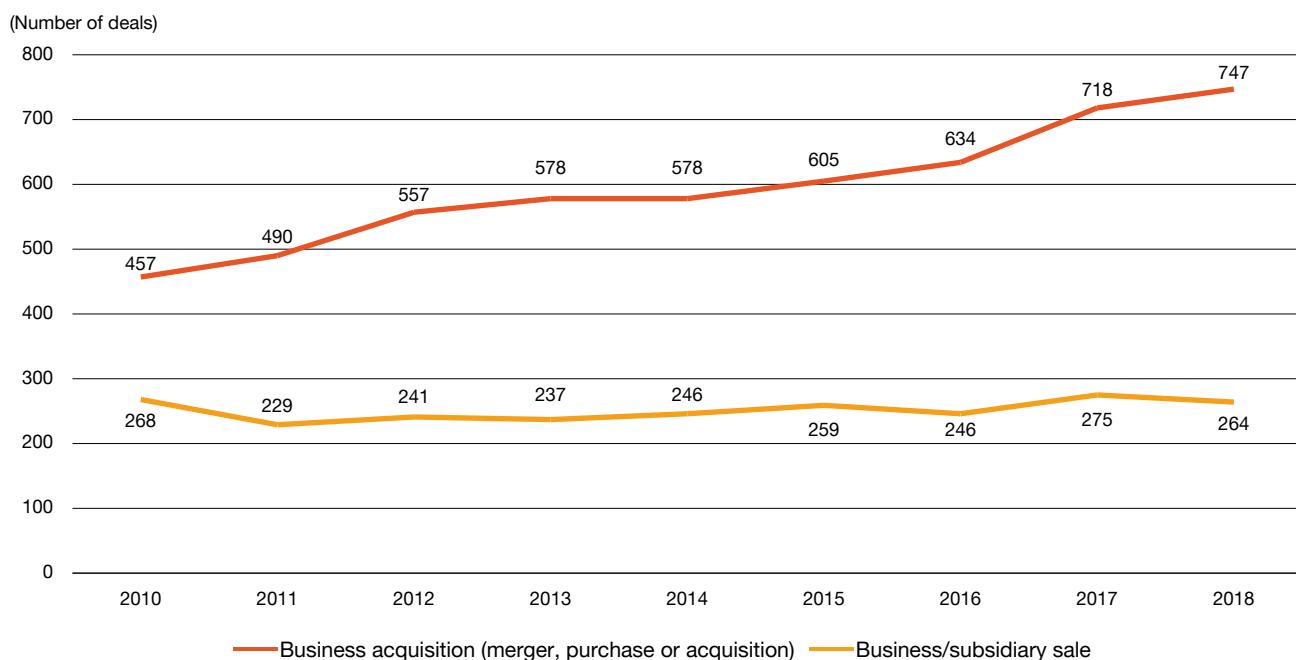
しかしながら、今回のCOVID-19のパンデミックによって企業経営における「量」から「質」への転換が半ば強制的に求められるようになり、特にアセットを有し事業ごとの収益性が浮き彫りになりやすい製造業コングロマリットを中心に、事業ポートフォリオの入れ替えが進み始めたと言えよう。

このトレンドにはPEファンドも注目しており、Bloombergによるカーライル・グループ日本代表山田和広氏への取材記事では「（山田氏は）新型コロナウイルス禍を経験した日本企業が経営戦略を練り直す中、大企業の事業売却案件などが増える」と見ており、「その機会をもっと捉えていく」という<sup>29</sup>。

また、KKRジャパン代表取締役社長の平野博文氏は時事ドットコムの取材にて、当面は「年間に1、2件、（合計）3000億～7000億円規模で投資できれば良い」と語り、コロナ危機で事業環境が激変する中、経営を多角化した複合企業による子会社・事業部門売却の検討が進む可能性を挙げ、「より巨額の案件もあり得る」と大型買収に意欲を示す<sup>30</sup>。

KKRは2021年4月に1兆6,500億円のアジア新ファンドを設立しており、約3割を日本に投資する方針としている。

図表9：上場企業の事業再編の推移



出所：経済産業省「事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～」2020年7月31日

28. 経済産業省「事業再編実務指針」（2020）によると、合併・買収（M&A）に比べて事業の「切り出し」に対しては消極的な企業も多く、必ずしも十分に事業ポートフォリオの組替えが行われていない状況とされている。

29. Bloomberg 「カーライル、日本で大企業案件参入へー1000億円規模の大型投資も」 2020年6月1日

30. 時事.com 「年7000億円の対日投資、視野 コロナ禍で企業再編・変革ー米KKR」 2020年9月8日

このような経営環境の変化に対応した事業ポートフォリオの見直しを適切に判断するべく、経済産業省は2020年7月に「事業再編実務指針」を策定した<sup>31</sup>。本指針は、企業の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に資する形でコーポレートガバナンスを実践するためにコーポレートガバナンス・コードを補完するためのものであり、事業再編やそれに伴うカーブアウトを円滑に実行するための実務的工夫が提示されている。具体的には、「事業セグメントごとのROICおよび資本コストの比較を行い、最適な事業ポートフォリオを再考すること」「取締役会において事業ポートフォリオマネジメントの実施状況等の監督を行うこと」「投資家へ事業セグメントごとの資本収益性を含めた情報開示を行い、事業ポートフォリオに関する建設的な対話をを行うこと」が提言されており、事業再編に焦点を当て、①経営陣、②取締役会・社外取締役、③投資家の3つのレイヤーごとにコーポレートガバナンスを機能させることが重要であるとしている。コーポレートガバナンス・コードにおいては、資本コストを的確に把握した上で収益力・資本効率などに関する目標を提示し、その実現のために事業ポートフォリオの見直しを求めているが、事業再編やそれに伴うカーブアウトの経営判断は容易なものではない。本指針により、そのプロセスを具体的に提示することで企業価値の向上に資する事業再編の促進が期待されている。

加えて、冒頭にも述べた通り2022年4月より東京証券取引所において新市場区分の適用が開始となり、国際的に見ても魅力あふれる市場となることが期待される中、プライム市場上場会社は一段高いガバナンスを目指した取り組みが必要となる。コーポレートガバナンス強化の動向にはPEファンドも期待を示しており、ベインキャピタルのマネージングディレクター末包昌司氏はダイヤモンドとのインタビューにて「今後はコーポレートガバナンスが改革されていく中で、ポートフォリオを入れ替えるという動きは増えてくるだろう。」と述べている<sup>32</sup>。

サステナビリティやESG投資への関心の高まりにも伴い、日本企業は持続的な成長を実現するためにこれまで以上に自社の存在意義や中長期的なビジョンに沿った経営資源の配分が求められる。そして、自社で抱えることが適切ではないと判断された事業に対して、十分な経営資源や経営ノウハウ、広範なネットワークを提供し、成長可能な事業へ変革した上で、「ベストオーナー」<sup>33</sup>へ引き継ぐための媒体として、PEファンドの力を活用することも選択肢の1つとなるであろう。今後、日本市場においても事業ポートフォリオ変革の手段としてカーブアウトがより一層浸透し、日本経済の再成長に向けた契機となることを期待したい。



31. 経済産業省「『事業再編実務指針～事業ポートフォリオと組織の変革に向けて～』を策定しました」2020年7月31日 <https://www.meti.go.jp/pres/2020/07/20200731003/20200731003.html>

32. ダイヤモンドオンライン「東芝半導体2兆円案件に続く出物の在りか、ベインが語る『次のチャンス』」2020年7月30日 <https://diamond.jp/articles/-/243789>

33. ベストオーナーとは、当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体を指す。



## おわりに

2020年はCOVID-19のパンデミックにより歴史的に記憶に残る1年となっただけではなく、わが国や企業の在り方、人々の働き方などについて改めて考えさせられる1年であったと言える。企業が COVID-19後も持続的成長を実現するには、COVID-19 により浮き彫りになった問題や課題を解決するべく変革を進める必要がある。PEファンドは限られた投資期間で価値を創造するために、こうした変革を迅速に推進する能力と経験を有している。COVID-19 後を見据え日本企業の変革のスピードが問われる今、従来にも増してPEファンドの活用は企業経営の選択肢として有力となろう。より多くの日本企業がPEファンドを活用し経済的価値と社会的価値の創造に取り組むことを期待したい。



## お問い合わせ先

**PwC Japanグループ**  
[www.pwc.com/jp/ja/contact.html](http://www.pwc.com/jp/ja/contact.html)



**名倉 英雄**  
PwCアドバイザリー合同会社  
パートナー

**松永 智志**  
PwC税理士法人  
パートナー

**大西 圭介**  
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

**愛場 悠介**  
PwCコンサルティング合同会社  
パートナー

**園田 主**  
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

**嶋方 亮**  
PwCあらた有限責任監査法人  
パートナー



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9,000人を擁するプロジェクト・シヨナル・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構築し、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155カ国に及ぶグローバルネットワークに284,000人以上のスタッフを擁し、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：2021年6月 管理番号：I202103-11

©2021 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries 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.