

本邦PEマーケットの活性化に向けて

2021年5月

谷山 浩一郎

自己紹介

たにやま こういちろう
谷山 浩一郎

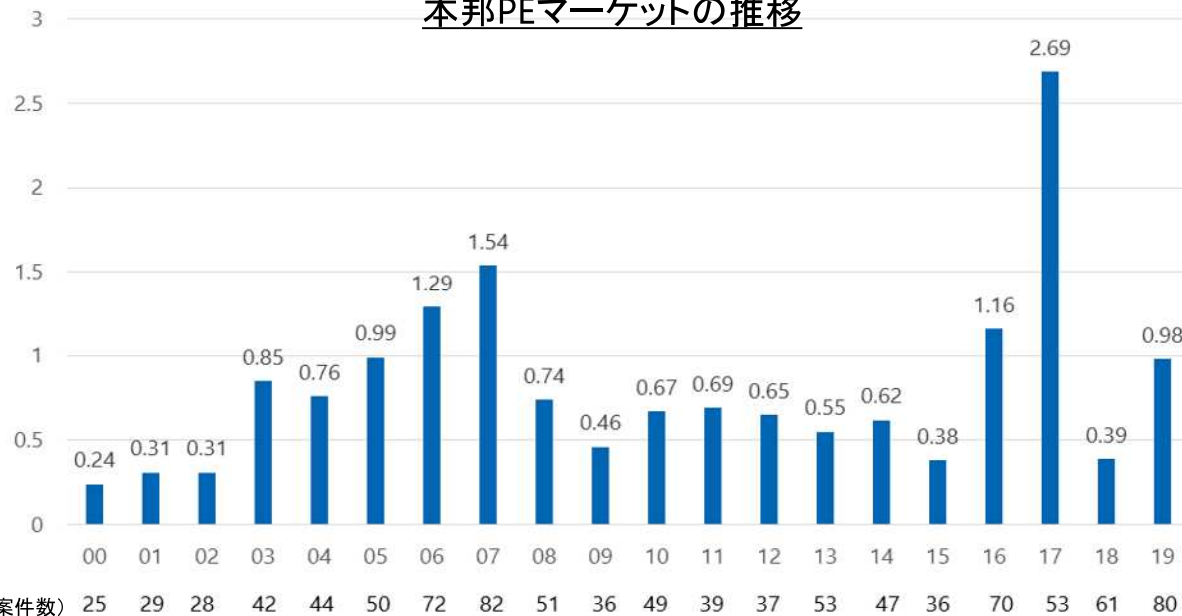
1992年3月	早稲田大学政治経済学部卒業
1992年4月	株式会社日本興業銀行入行
2001年6月	Stanford Graduate School of Business(MBA)卒業
2001年9月	カーライルグループ入社 アソシエイト
2004年1月	同 ヴァイスプレジデント
2007年1月	同 ディレクター
2009年 7月	株式会社産業革新機構入社 マネージングディレクター
2014年 6月	同 執行役員
2016年 6月	同 常務執行役員
2017年 5月	株式会社日本再興イニシアティブ設立 代表取締役 現在に至る

I 本邦PEマーケットの現状(1)市場動向

- 本邦PEマーケットはリーマンショック後、順調に成長。しかしながら、成長は緩やかであり、市民権を得たとは言いがたい状況
 - ✓ 2013年以降は増加傾向にあるものの、2019年においても80件に留まる。取引は欧米のようなレバレッジ60~70%のバイアウト投資が中心。ターゲットリターンは20-30%のイメージ
 - ✓ 金額別に見ると企業価値250億円以上の案件は毎年10件未満であり、太宗は中小型案件。案件数の伸びは中小型案件によるもの
 - ✓ 形態別に見ると事業承継案件が多い。コベンツの制約があり、非連続的な成長(海外展開、事業統合)に取り組みにくい現状であると思料
- グローバル比較においても本邦のGDP対比PE取引比率は低い。GDP対比M&A比率、M&Aに占めるPE比率共に低位だが、特にM&A件数がGDP対し低いのが本邦の特徴

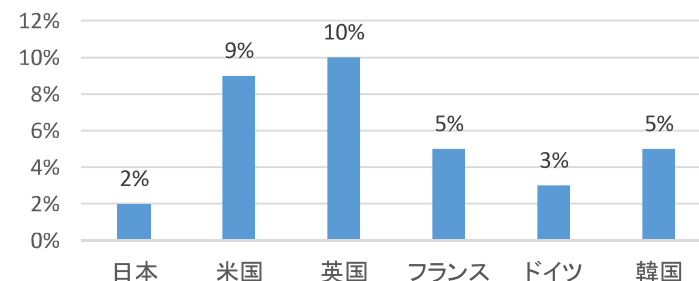
(単位: 兆円)

本邦PEマーケットの推移

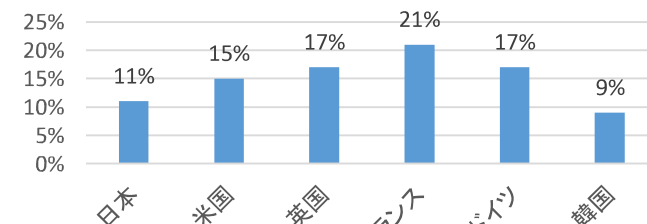


(出所: 日本プライベート・エクイティ協会HP)

GDP対比M&A率
(2014-18年平均)



M&Aに占めるPE比率
(2014-18年平均)

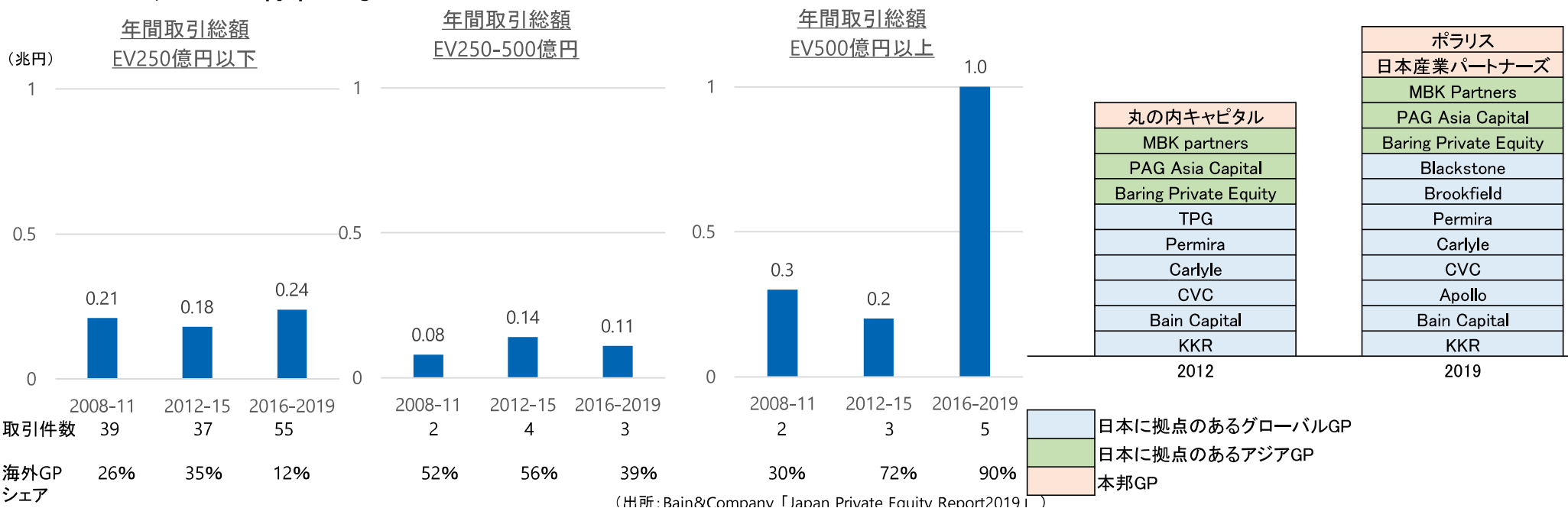


(出所: Bain&Company「Japan Private Equity Report2019」)

I 本邦PEマーケットの現状(2)プレーヤー動向

- 海外GPと本邦GP間で市場の棲み分けが出来つつある状況。本邦GPはミッドスモールキャップ中心。大型案件は海外GPの実質的な独占状態
 - ✓ 海外GPは大型の案件獲得に注力しており、年々ターゲット規模の大型化が進む。EV250億円以下の案件における本邦GPの比率は上昇傾向で、現在は90%近くが本邦GP案件となっている
 - ✓ 一方、EV500億円以上の案件は海外GPが中心であり、その傾向は年々強まっている。本邦GPのファンドサイズでは自ずから手掛けられる案件規模上限が決まってくるので、大型案件に取り組むのは簡単ではない
- 本邦で活動する\$1 bil超のファンドはほとんどが海外GP。2012年以降、Apollo、Blackstone等が新たに日本に進出。2019年に入り、日本産業パートナーズやポラリス等の本邦GPが1,500億円規模のファンドを立ち上げ。これまで本邦中心のファンドで1,000億円を超えるものはカーライル、アドバンテッジ等、苦戦しており、今回日本産業パートナーズやポラリスが1,500億円規模のファンドをしっかりと運用出来るかが試金石となる
- 本邦GPの一部もアジアを中心とした海外展開を開始しているが、その規模は微々たるもの。本邦資本のグローバルファンドは存在しない

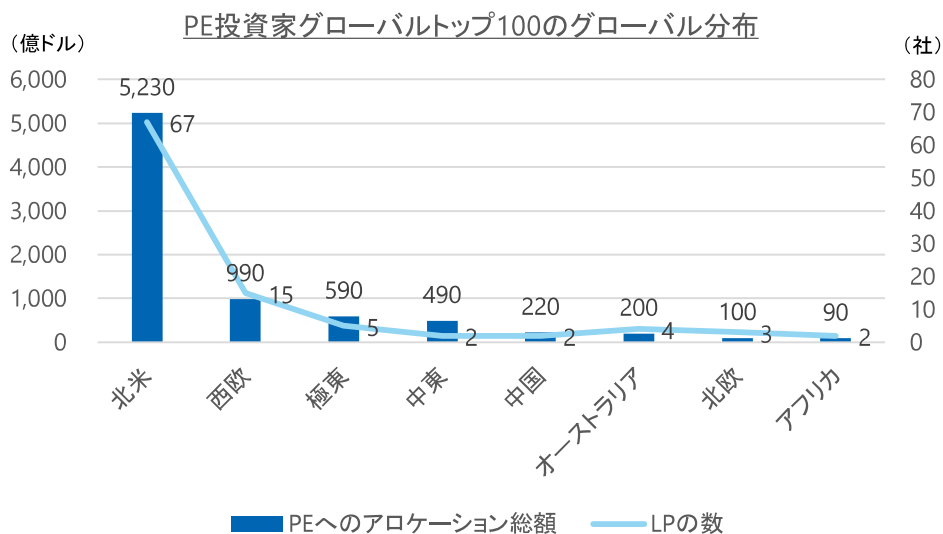
本邦で活動する\$1Bil以上のファンド規模を持つGP数の推移



(出所: Bain&Company 「Japan Private Equity Report 2019」)

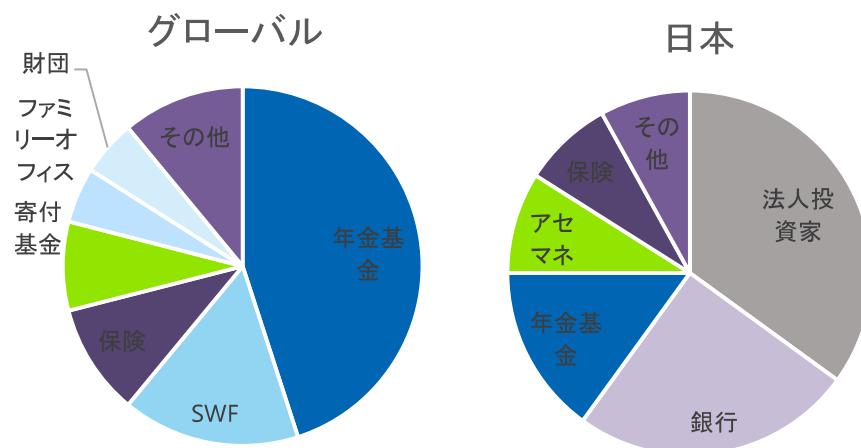
I 本邦PEマーケットの現状(3) 投資家動向

- 本邦機関投資家のPEへの取り組みは徐々に進んではいるものの、欧米諸国等と比べ、大きく遅れている。本邦機関投資家はPE投資家グローバルトップ100社に一社も入っておらず、年金管理運用独立行政法人(GPIF)のPE投資比率は20年3月末で0.01%。
- また本邦投資家構成は年金基金のコミットが多いグローバルと比べ、銀行の比率が非常に高く(銀行はLBOローン獲得に向けてLP投資を行うことも多い)、非常にユニークな状況。また各社の一件当たりのコミット可能金額の上限も低い
- 結果的に本邦で活動しているGPIにコミットしている投資家は大部分がグローバル投資家となっている。また本邦投資家の一件当たりコミット可能金額が低いため、ファンドサイズが大きくなればなるほど、本邦投資家比率は低くなる傾向がある
- グローバル投資家は「日本という地域に投資するため」に本邦ファンドに投資を行っており、本邦ファンドの海外展開については消極的(欧米等の地域は欧米ファンドに既にコミットしている)



(出所: 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会資料」)

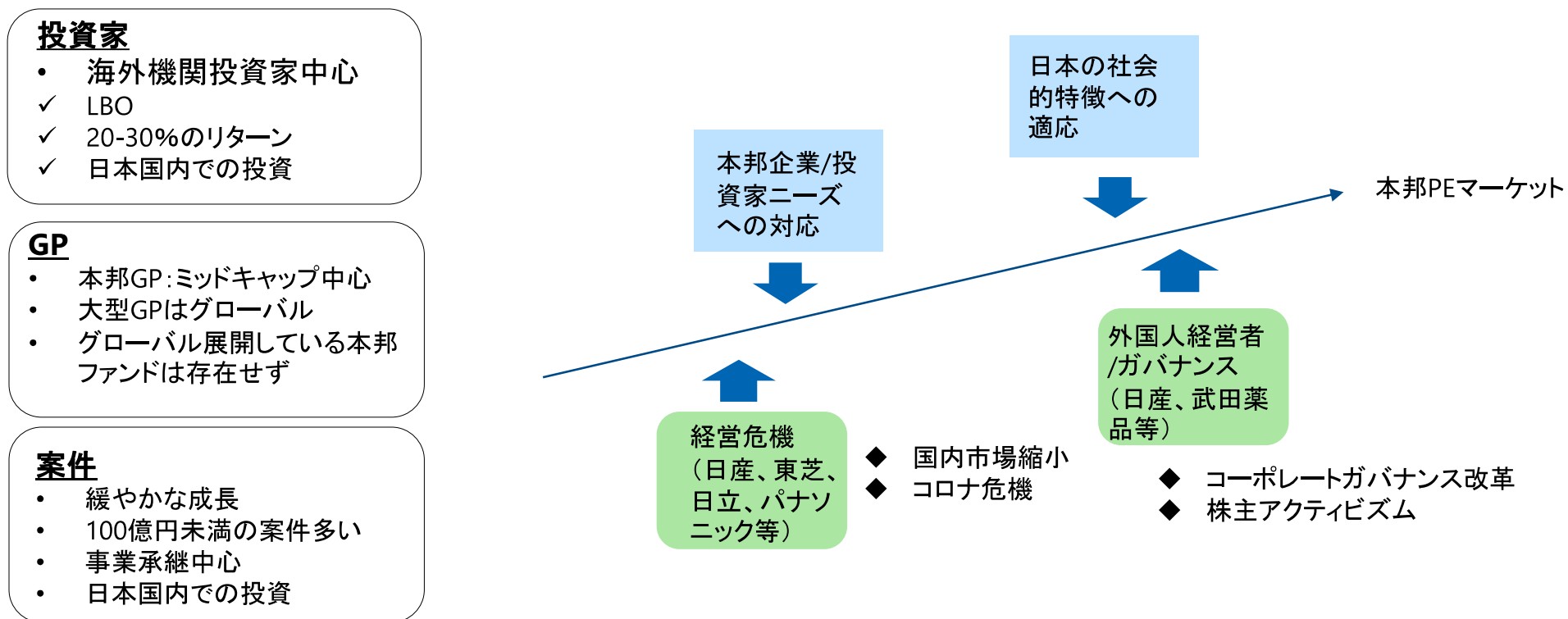
PE投資家の属性



(出所: 日銀レビュー2018年4月)

II 本邦PEマーケットの現状に対する考察(1)現在の枠組み

- 本邦PEマーケットは欧米型のPE(LBO)を主として海外の機関投資家の資金活用して行っている状況であり、その成長は緩やか。市民権を得たとは言い難い状況。GP間では実質的に市場の棲み分けが進んでおり、ファンド規模に限界のある本邦GPは大型案件になかなか入り込めないのが現状
- その要因としては、現在のPEが欧米LBOの「プロダクトアウト」的なものであり、本邦企業/投資家のニーズへの対応並びに日本の社会的特徴に十分対応してこれなかったことであると思料
- かかる環境下、本邦企業のニーズに対応し、かつ本邦GPが主戦場としている事業承継案件以外、特にカーブアウト案件等は諸外国と比べ相対的に少なく、これまでPEの活用は①経営危機に陥った会社が生き残るためのアセット売却②外国人経営者、外国人株主比率の高い会社による売却、が中心となってきた



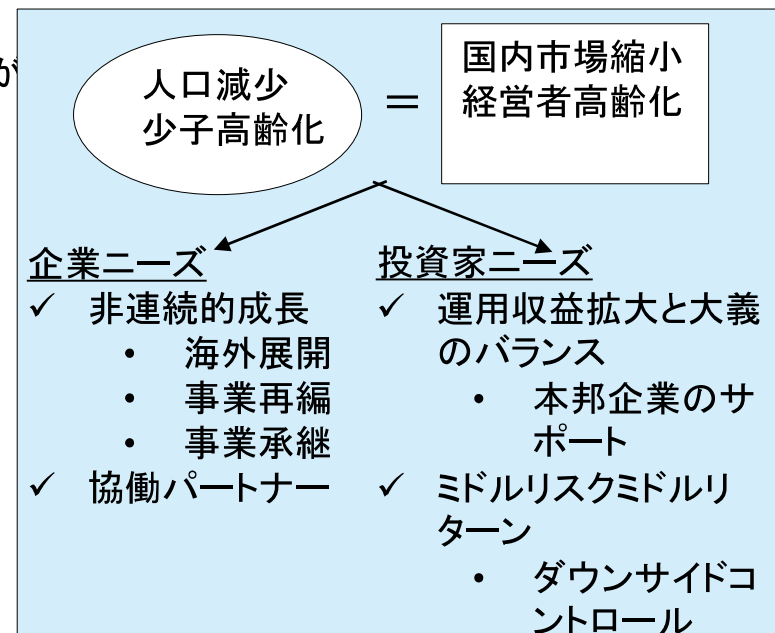
II 本邦PEマーケットの現状に対する考察(2)要因①ニーズへの対応

- 本邦でのPEの浸透が緩やかなものに留まっている大きな要因は本邦企業/投資家のニーズに十分に対応していないことと思料。本邦は世界に類を見ない人口減少、少子高齢化国家であり、各国に先駆けて国内市場の縮小並びに経営者高齢化に直面しており、特有のニーズを持つ
 - ✓ 企業ニーズ: 非連続的な成長; 事業承継、海外展開、業界再編(事業統合)⇒段階的なリスクテイク、協働パートナー
 - ✓ 投資家ニーズ: 運用収益の拡大と大義のバランス、収益源の多様化、ダウンサイドプロテクション=ミドルリスクミドルリターン、リーズナブルなフィー体系、段階的なリスクテイク
- 本邦PEは大きなレバレッジを前提としたLBOが中心であり、非連続的な打ち手への対応が困難。また、ファンドとは「売り手・買い手」の関係であり、「協働パートナー」という位置づけにはなっていない
 - ✓ LBOの場合、買収ファイナンスに係るコベナンツがあり、海外展開や事業統合等の非連続的な成長を企図する場合は銀行の承諾を得る必要がある=投資計画の前提となっていない
 - ✓ また現在の本邦におけるPEファンドとの取引は、本邦企業が望む「事業を一緒に成長させていく協働パートナー」という関係よりも「売り手、買い手」の関係となっている
 - ✓ またLBOは投資家の投資収益を最大化するために借入金を活用したストラクチャー。その意味では本邦投資家が好むダウンサイドがプロテクトされたミドルリスクミドルリターンというよりもハイリスクハイリターンと言える
 - ✓ LBOが適しているのは緩やかに市場や人口が拡大している地域。本質的に本邦には適していない

「(そのチャンスはコロナ渦で広がったという質問に対し)と思います。一番大事なことは「このままではまずい」という危機意識が高まったこと。経営者とミーティングをしても、今までのとは違い危機感を皆持たれている。(経営者からはカーブアウト(事業の切り出し)をしたいという話があるのでしょうかという質問に対し)いいえ。一番多いのは「一緒にこの事業を何とかしたい」という話です。でもそれは簡単ではない」

(カーライルジャパン山田代表)

(出所:ダイヤモンドオンライン2020年7月29日)

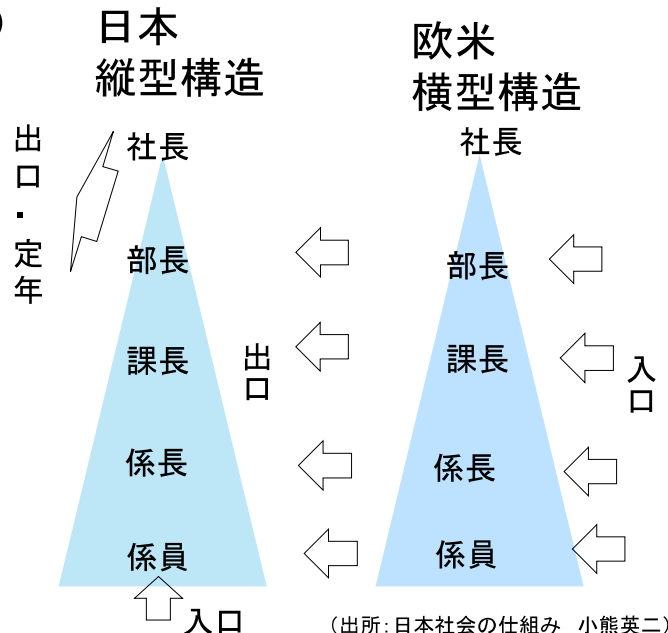


Ⅱ 本邦PEマーケットの現状に対する考察(2) 要因②日本の社会的特徴への適応

- 現在の本邦PEは、欧米の投資手法をプロダクトアウト的に本邦に持ち込んできているものであり、「会社は株主のものであり、売買される対象」という価値観に基づくもの。かかるPEの特徴が本邦でのPE浸透の制約条件となっている可能性が高い
 - ✓ 欧米の価値観では会社は株主のものであり、売買の対象。会社組織、雇用体系等も会社の売買を前提としており、流動性が高い
- 本邦は世界的にも珍しい単一民族の島国であり、欧米、中国等とは異なる地理的歴史的背景を持つ。日本社会はかかる地理的歴史的背景に根差し、欧米と大きく異なる社会的特徴を有する＝分散型たこつぼ社会
 - ✓ 本邦では会社は売買の対象ということだけではなく、生活共同体という意味合いが強い
 - ✓ 株主第一主義に偏重しておらず、従業員、取引先を含めバランスの取れた利益分配を志向
 - ✓ 雇用流動性低く、新卒一括採用、定年退職というモデルが依然主流。会社毎に業務プロセス等が異なり、業界横断的な業務統一性が限定的
 - ✓ 農耕文化的な色彩が残り、長期的視野を持ち、約束を守る。大きなリスクを取るというよりは段階的なリスクテイクを好む
 - ✓ 分散型たこつぼ社会の知恵として新たな取り組みや困難な取り組みを行う場合、専門的な中間組織を組成して対応することが多い(商社、系統金融機関等)

日本と欧米の比較

	欧米	日本
会社の位置づけ	株主のもの	共同体
株主主権	強い	弱い
会社売買の頻度	高い	低い
労組	職能別	企業別
雇用流動性	高い	低い
雇用期間	短い	長い
業務の統一化	進んでいる	進んでいない
リスクテイク	狩猟的	農耕的
学歴	大学院・四年制	大学別



(出所: 日本社会の仕組み 小熊英二)

「お金を積み上げればディールが獲得出来るという考えは日本では通用しない。私はベインの米国オフィスで勤務した経験があるが、米国では良い意味でも悪い意味でもガバナンスが徹底されているので、ファンドが企業のCFOにアプローチすると、すぐに取締役会が開かれて「価格は幾らか」という議論が始まる。一方の日本では、われわれが会社にアプローチすると「事業の付加価値をどうやって出すのか」と社長や創業者に問われ、大丈夫そうだと思ってもらった後に「幾らで買うのか」という話になるプロセスだ。これは良いのか悪いのかではなく、日本企業の文化。その中で信頼関係が出来るからこそ良いディールになっていく」
(ベインキャピタル末包MD)

(出所: ダイヤモンドオンライン2020年7月30日)

Ⅲ 本邦PEマーケットの活性化に向けて～日本型PEの確立～

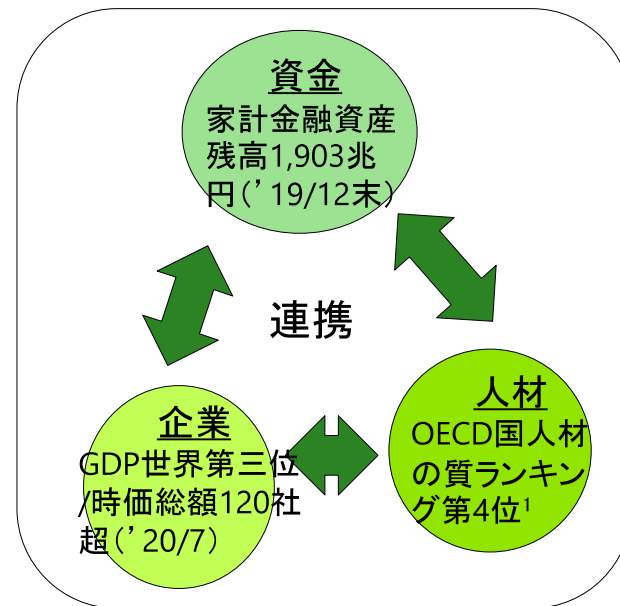
- 本邦PEマーケットを活性化するためには「日本企業/投資家のニーズに十分に対応」し、かつ「日本社会の特徴に適合」するPE、所謂「日本型PE」の確立が決定的に重要
- 日本型PEにおいては、主役は本邦企業であり、ファンドはあくまでも本邦企業の成長サポートの役割。欧米型PEとの主要な違いは下記の通り
 - ✓ ファンド至上主義ではなく、主役は本邦企業であり、ファンドは本邦企業の成長サポートの役割
 - ✓ 本邦企業との協働を積極的に図る
 - ✓ 海外買収、事業統合等の非連続的な成長に対応
 - ✓ 大義とリターンバランスを重視。適度なレバレッジ。ターゲットリターンは10-15%を想定
 - ✓ コールオプションの活用等、段階的なリスクテイクを可能ならしめるストラクチャー
- 本邦には①2,000兆円弱の家計金融資産(大半は銀行預金)②OECD国人材の質ランキング第4位の優秀な人材③120社以上の時価総額1兆円超の企業集団が存在。現状はこれら本邦に存在する資産の連携が不十分で国としての実力を発揮しきれていない。日本型PEがその結節点となる可能性。

日本型PEの確立

- 共に歩むパートナー
 - ✓ エグゼキュションサポート(プロフェッショナルリソースの徹底的な活用)
- 非連続的成長に対応
 - ✓ 適度なレバレッジ
 - ✓ 柔軟なストラクチャー
 - ✓ 企業とのパートナーシップ
- リスクシェア=段階的リスクテイク
- 本邦に存在するリソースを有機的に繋げる

日本型PEと欧米型PEの比較

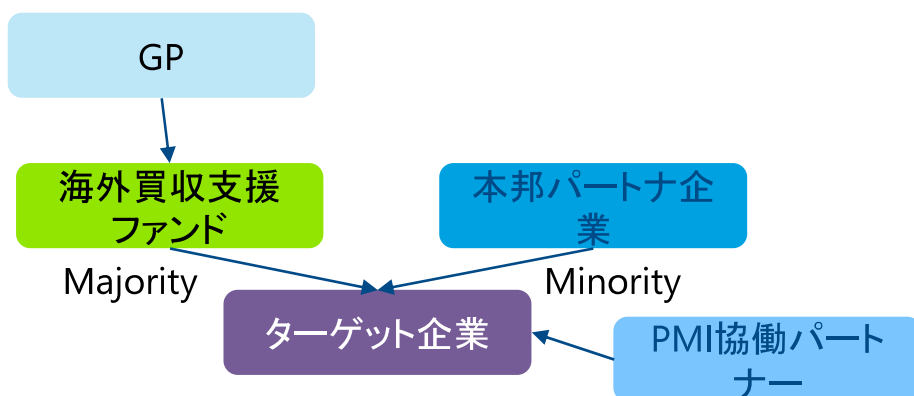
	欧米型PE	日本型PE
ファンドの役割	主役	企業の成長サポート
非連続的成長への取り組み	△	○
リターン	高(20-30%)	中(10-15%)
協働	△	○
リスクシェア	×	○
レバレッジ	高	小～中
ストラクチャー	LBO中心	柔軟



Ⅲ 本邦PEマーケットの活性化に向けて～日本型PEの確立～ ファンド例:海外買収支援ファンド

- 海外買収支援ファンドは「本邦企業のニーズである海外展開」を支援するもの。新ファンドは本邦資本ファンドとして、本邦企業の状況、文化を理解しながら、海外展開を支援
- 新ファンドは本邦企業と協働で海外買収を実行。新ファンドがマジョリティ、本邦パートナー企業がマイノリティを出資。本邦パートナー企業へ投資後3～5年後に行使可能なワンタイムコールオプションを付与し、本邦パートナー企業への売却をメインシナリオとして想定。この枠組みにより、本邦企業は段階的な海外買収が可能となる
- これまで多くの本邦企業がアプローチ出来ていなかった案件への働きかけを能動的に行い、案件の裾野を拡大すると共に案件発掘の段階から協働することにより巨額の減損を伴う失敗案件を未然に防ぐ
- 企業投資、海外M&A、PMIモニタリングの経験豊富なファンドメンバーがエグゼキューションプロセスをコントロールすることにより、グローバルオークションのスピードに対応
- PMIについては、海外での経営改善実績豊富なパートナーとの協業を、成功報酬ベースで行うことを検討
- 国内企業の買収/再編についても必要に応じ同様の枠組みで対応することが可能

ストラクチャー



ファンド概要

投資対象	<ul style="list-style-type: none"> • 欧米を中心とした海外企業 • (グローバル展開している事業の本邦企業からのカーブアウト)
投資 ストラクチャー	<ul style="list-style-type: none"> • 本邦パートナー企業との協働投資(新ファンド80%、パートナー企業20%を想定) • パートナー企業にコールオプションを付与し、将来的にはパートナー企業への売却を企図(コールオプションを行使しない場合はDrag Along Rightが発動。ファンドは全体のExitを行う) • グローバルでの経営改善実績豊富なPMI協業パートナーとの協働を企図