



FSA Institute

Discussion Paper Series

本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化
に向けて
～日本型プライベート・エクイティの確立～

谷山 浩一郎

DP 2020-14

2021年1月

金融庁金融研究センター
Financial Research Center (FSA Institute)
Financial Services Agency
Government of Japan

金融庁金融研究センターが刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>

本ディスカッションペーパーの内容や意見は、全て執筆者の個人的見解であり、金融庁あるいは金融研究センターの公式見解を示すものではありません。

本邦プライベート・エクイティ・マーケットの活性化 に向けて

～日本型プライベート・エクイティの確立～

谷山 浩一郎*

概 要

本邦でプライベート・エクイティ（以下、PE）ファンドが本格的に活動を開始して約 20 年。PE 関係者の尽力もあり、本邦 PE マーケットは着実に成長してきた。しかし、欧米等と比べ本邦での PE の浸透度は依然低いままである。本稿では、本邦 PE マーケットの置かれている状況について、グローバル PE マーケットとの比較、PE 関係者へのインタビュー等を元に調査分析を行い、この結果を踏まえ、本邦 PE マーケット活性化のための施策を提言する。

グローバル PE マーケットは順調に成長を続けている。直近 5 年間はゴールデンタイムと呼ばれるほどの活況を呈し、PE の果たす役割は加速度的に増加している。一方、本邦 PE マーケットは緩やかな成長に留まる。本邦の PE マーケットは何故に緩やかな成長に留まるのか。主たる要因は、本邦で現在行われている PE が「本邦企業、本邦投資家ニーズへの対応」並びに「本邦の社会的特徴への適合」が十分ではないことであると考える。

本邦の PE マーケットは海外ファンドが投資地域を欧米からグローバルに拡大する中で発展してきた。現在、本邦マーケットの中心的な取引形態は多額の借入金を活用したレバレッジドバイアウト（以下、LBO）であるが、LBO は欧米で行われている取引形態をプロダクトアウト的に本邦に持ち込んできたものであり、海外買収、事業統合等、非連続的な成長戦略と一緒に推進してくれる協働パートナーを求める本邦企業並びにミドルリスクミドルリターンを志向する本邦投資家のニーズを十分に捕捉出来ていない。また、企業を売買の対象ではなく、生活共同体的なものとして捉えることの多い本邦の社会的特徴にも本質的には適合していない。しかしながら本邦の置かれている少子高齢化、国内市場縮小等の厳しいマクロ環境を踏まえると、リスクマネーの活用は急務である。エクイティ時代の現代においては、その主流である PE か

* 金融庁金融研究センター特別研究員。株式会社日本再興イニシアティブ代表取締役。なお、本稿は、筆者の個人的な見解であり、金融庁及び金融研究センターの公式見解ではない。

ら背を向けるのではなく、積極的に向き合い、本邦の現状に合うやり方を作り上げていくという発想の転換が必要となつてこよう。

本邦で PE を活性化するために必要なことは、本邦企業、本邦投資家のニーズに対応し、本邦の社会的特徴に十分適合したマーケットイン的発想に基づく PE の確立である。欧米型資本主義を体現する主役としての PE ではなく、本邦企業の成長戦略実行をサポートする支援体としての PE。投資収益拡大を目的に最大限のレバレッジを活用する LBO ではなく、本邦企業の支援を第一目的に柔軟なストラクチャーで適度なレバレッジを活用する取引形態。「日本型 PE」ともいうべき新たな投資手法を確立し、活用していくことが肝要である。

本稿では「日本型 PE」の理解を深めるための例として、コンセプトレベルのものではあるが、海外買収支援ファンド、地銀協働ファンド、リスクシェアファンドの3つを提示した。これらは海外買収、地銀取引先の事業承継、PE 投資家拡大による投資収益の向上という本邦の抱える課題解決のために、本邦企業、本邦投資家と積極的にパートナーシップを組み、自らリスクを取りながら、取引の相手方としてはではなく、同じ船に乗る協働パートナーとして本邦企業、本邦投資家を支援するという役割のファンドである。

本邦は企業数が多く、かつ各々が異なる文化を持つ、「分散型たこつぼ社会」であり、歴史的に新たな取組み、難易度の高い取組みを行う場合、分散化した企業が各々行うのではなく、専門的な中間組織を設立して対応してきた。海外展開が必要だった際に設立された商社、難易度の高い運用を行うための農林中央金庫等の系統金融機関等はその典型例である。

本邦は高度成長期において、国民の預金が都市銀行、地方銀行を経て長期信用銀行に回り、長期信用銀行が長期融資という実質疑似エクイティのリスクマネーを本邦企業に供与し、国内工場を建設。当該工場を輸出基地として活用し、本邦企業の成長と国民金融資産の増大を同時に達成した。これは BIS 規制導入前のデッド時代の枠組みであるが、BIS 規制後のエクイティ時代における現在において、この仕組みに代わるリスクマネー供給の仕組みが確立されていない。現在本邦が直面する多くの課題を乗り越えるためには、リスクマネーの活用は不可欠であり、その為にデッド時代の長期信用銀行に代わる、エクイティ時代のリスクマネー供給専門的機関を組成し、ここに人材、資金を集中して対応することは非常に効果的であろう。世界第三位の経済大国である本邦には多くの企業、優秀な人材、2,000兆円弱の家計金融資産が存在する。日本型 PE がこれら本邦が保有する資産の連携を深め、エクイティ時代のリスクマネー供給源として日本経済再興の一助になることを願ってやまない。

キーワード：プライベート・エクイティ、投資ファンド、PE、LBO、日本型 PE、海外買収

1. はじめに

本邦で PE ファンドが活動を開始してから約 20 年経つ。その間、リーマンショックでの伸び悩みはあったものの、本邦 PE マーケットは着実に成長してきた。しかしながらその歩みは欧米等と比べると遅く、本邦において PE ファンドが市民権を得たとは言い難い状況である。少子高齢化による国内市場の大幅な縮小が見込まれ、非連続的な成長が求められる本邦企業、そして投資からの収益を拡大することが急務である我が国国民にとって PE 活用によるリスクマネー供給並びに投資収益獲得の効用は相応に大きいものと思われる。かかる状況下、何故本邦で PE が欧米のように大きく成長しないのか、何故本邦における PE の効用は限定的なのか。この問いに答えるべく、まずはグローバル PE マーケットの現状分析から始めることとする。

2. グローバル PE マーケット（バイアウト）の現状

2.1 市場動向

グローバル PE マーケットはリーマンショック以降大きく成長してきた。特に直近 5 年間は投資額、エグジット金額、資金調達額共に大きく伸び、PE ファンド黄金期とも言える活況を呈している（図 1 参照）。投資額は 2018 年と比べ微減の 5,510 億米ドルとなったものの、高い水準を維持。グローバル M&A の 13% 程度をバイアウト投資が占め、件数的にも約 3,600 件と前年と変わらぬ状況である。バリュエーションは高止まりし、2019 年の平均 EBITDA 倍率は米国で 11.5x、欧州で 10.9x。高いバリュエーションを背景にエグジットも順調に進んだ。一方でバイアウトファンドの投資判断を行うジェネラルパートナー（以下「GP」）はコロナ発生前から景気後退の対応を始めており、ファンド平均保有期間は 2014 年の 6.0 年から 2019 年には 4.3 年と 2 年弱短くなった。かかる状況下、投資家のキャッシュフローは 9 年連続で受取超（投資回収が投資拠出を上回る）となり、手元にキャッシュが積みあがった投資家は PE ファンドへの資金拠出額（コミットメント）を増加。投資調達額は近年最高の 3,580 億米ドルとなった。コロナ危機によって現在、PE 取引は停滞傾向ではあるものの、GP の保有するドライパウダー（未使用コミットメント額）は大きく、引き続き積極姿勢を堅持している。

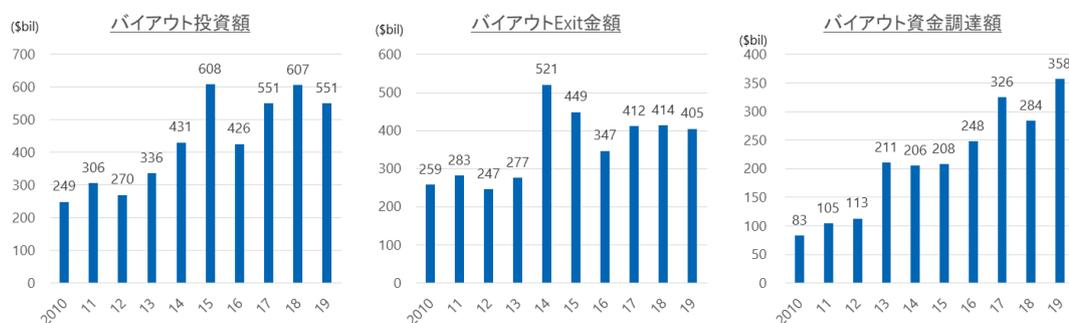


図 1 グローバル PE 市場の動向

(出所) Bain&Company (2020) "Global Private Equity Report2020"

2.2 成長の背景

昨今のグローバルPEマーケットの伸長は高い投資リターンに裏付けられている。バイアウトファンドは上場株マーケットと比べ相対的に高い投資リターンを叩き出している(図2参照)。ここ数年の米国市場では上場株マーケットとの投資リターン差は縮小してきているものの、20年間の長期投資リターンでは大きくバイアウトファンドが上回っている。特に欧州、アジアにおいてはPEが米国ほど浸透しておらず、現時点ではバイアウトファンドの比較優位が明確である。2010年以降のバイアウトファンドのリターン向上の源泉はバリュエーションの上昇であり、売上伸長や利益率向上の影響を大きく超えている。

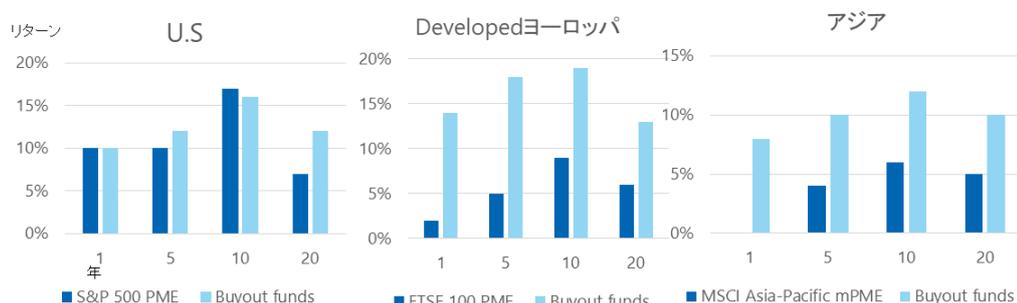


図2 投資リターン比較(上場株/バイアウトファンド)

(出所) Bain&Company (2020) "Global Private Equity Report2020"

好調なリターンを背景にPEマーケットは拡大を続けており、上場(Public)市場から非上場(Private)市場への資金の大きな流れが米国を中心にグローバルで生じている。PEマーケットの伸長と合わせ、PE投資先は順調に増加し、P to P(Public to Private)案件の増加と相まって世界的に上場企業数は大きく減少。上場企業数は、ピーク時と比べ、米国で約50%、英国で約36%減少している(図3参照)。一方、本邦は世界的に見ても上場企業数が相対的に多いのにも関わらず、上場企業数は毎年増え続け、過去最高を更新しており、世界的なトレンドに逆行している。

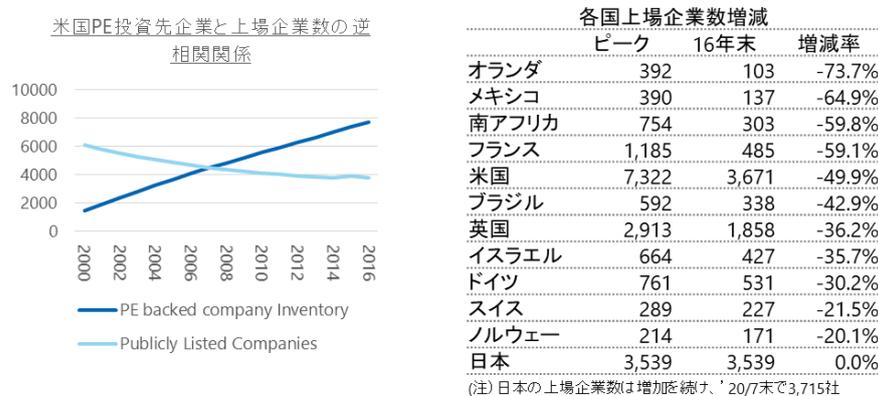


図3 上場企業数分析

(出所) The Carlyle Group(2018) : "Economic Outlook May2018"

2.3 GPの成長戦略

資金調達額の増加と軌を一にし、未使用コミットメント（ドライパウダー）額も増加。集まった資金を有効活用すべく GP は投資範囲を拡大してきた。資金調達額が大きく伸びた 1990 年代後半から 2000 年代前半が GP の第一次成長期。このタイミングでは地域拡大並びに商品ラインアップ拡充が成長戦略の主たる施策であった。KKR、Blackstone、カーライル等の米系大手ファンドはグローバル展開を図り、ヨーロッパファンド、アジアファンド等を相次いで立ち上げた。本邦への進出もこのタイミングであり、カーライルは 2000 年にジャパンファンドを、KKR は 2006 年に東京オフィスを設立している。同時に商品ラインアップの拡充を行い、バイアウトからベンチャー、不動産、メザニン、ヘッジファンドにまで投資対象を拡大した。その流れでカーライル、KKR、Blackstone 等の大手バイアウトファンドは GP 会社を上場し、資金調達の多様化も図った。

現在は第二次成長期を迎えている。第二次成長期は前回とは異なり、コアであるバイアウトの商品性に工夫、二工夫するような所謂「コア周辺」での成長戦略の施策が目立つ。主たる施策は、①成長企業へのマイノリティ投資を行うグロースエクイティ、②投資期間を従来の 5 年程度から 15 年程度に延長した長期保有ファンド、③テクノロジーやヘルスケア等、業界専門知識を必要とする業界への投資に特化したセクターファンド、④企業価値 50-500 百万米ドルの中小規模企業をターゲットとする中小型投資専門ファンド等である。図 4 は、バイアウトファンドの年代別の商品ラインアップ拡大タイミングを表しているが、2008 年以前はベンチャー、不動産、再生、ヘッジファンド等への拡大を図っているが、2008 年以降はよりバイアウトファンドに近い領域で伸長を図っているのが確認できる。

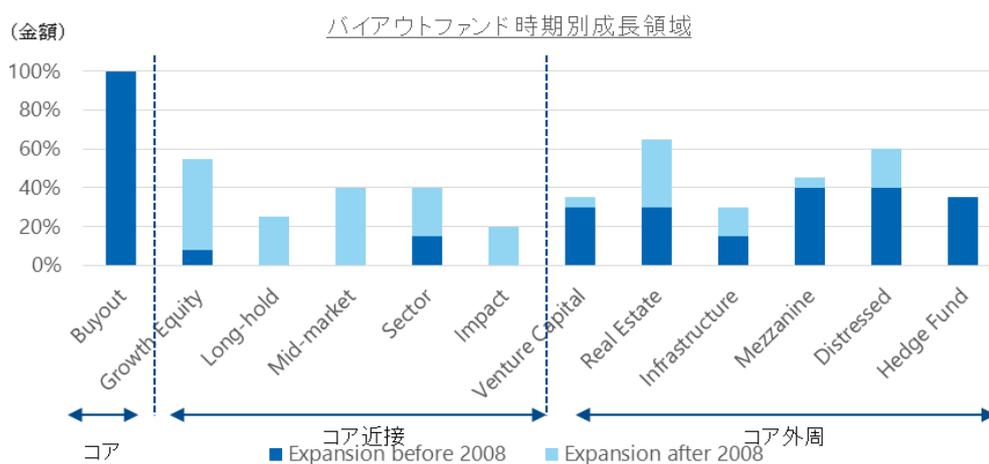


図 4 バイアウトファンド時期別成長領域

(出所) Bain&Company(2019) “Global Private Equity Report2019”

3. 本邦 PE マーケットの現状

3.1 市場動向

本邦 PE マーケットは 1990 年代後半に立ち上がり、2007 年まで順調に推移してきた（図 5 参照）。PE 黎明期はダイエーや日産自動車等、経営危機に直面した企業の子会社並びに事業部門売却（カーブアウト）取引が中心であり、年間案件数も 20 件程度であったが、この時期の投資が順調に結果を出したこともあり、案件数は順調に増加。2007 年には年間案件数は 80 件超まで積み上がった。この流れに水を差したのがリーマンショックである。リーマンショックは金融機関からの買収ファイナンスを活用して投資を行うバイアウトマーケットに甚大な影響を及ぼした。案件数が激減し、再び成長軌道に乗り始めるのは金融機関が落ち着きを取り戻し始めた 2013 年以降である。しかしながら、成長は緩やかであり、2019 年においても 80 件に留まり、市民権を得たとは言いがたい状況である。

本邦における PE の投資形態は、買収ファイナンスで取引総額の 60-70%を賄う、LBO 中心で、LBO のターゲットリターンは 20-30%と言われている。資金の出し手は海外機関投資家が多く、彼らは欧米等で行われている LBO の投資対象地域を拡大するという狙いから本邦 PE を行っているため、本邦 PE マーケットは自然と欧米 PE マーケットのプロダクトアウト的な LBO 中心となった。

取引案件を金額別に見ると企業価値 250 億円以上の案件は年平均 10 件未満であり、案件の大部分は中小型案件である（図 7 参照）。また案件の伸びもこの中小型案件が牽引している。形態別に見ると事業承継案件が多いのが現在の本邦マーケットの特徴である。

本邦 PE マーケットの中心的取引である LBO は多額の買収ファイナンスを活用する形態であり、故に重要な経営判断を行う際に金融機関の承諾を必要とするケースが多い。海外企業買収、事業統合等の非連続的な成長戦略を実行する場合は、金融機関の承諾が必要なケースが多く、機動性等の観点からもそのような取組みは簡単ではない。LBO における投資リターンの主たる源泉は買収ファイナンスの返済であり、基本的には市場が拡大している地域でコスト削減等の収益改善策を積み上げていくようなケースに適している。「湖の中で上手く泳ぐ、但し、大海には出ていくな」的なイメージであろう。

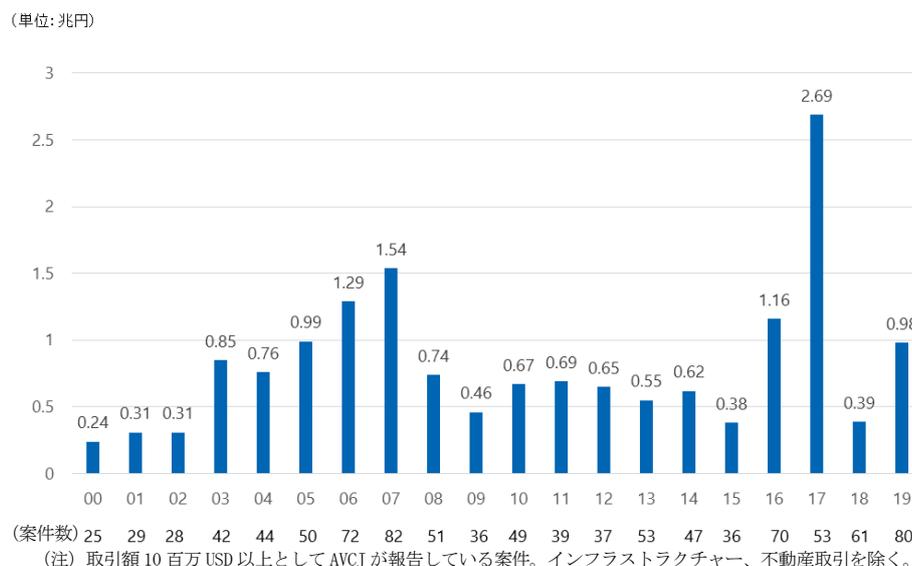


図 5 本邦 PE 取引総額、案件数の推移

(出所) 日本プライベート・エクイティ協会 HP

本邦 PE マーケットはグローバル比較でみても他の先進諸国ほど浸透していない(図 6 参照)。本邦はグローバルで見ると経済規模に比して M&A が起こりにくい国であり、2014-18 年平均の GDP 対比 M&A 比率は米国の 9%、英国の 10% と比べ、2% と先進主要国の中で最も低い。M&A に占める PE 取引の比率については、2014-18 年平均で 11% とグローバル対比で低いものの、米国の 15%、英国の 17% と比べても GDP 対比 M&A 率ほどの減少幅ではない。GDP 対比 PE 比率は上記二つの比率の掛け算となるが、本邦のこの数値は 0.2% であり、米国、英国の 5 分の 1 以下である。大きな要因は前述したように GDP 対比 M&A 比率の著しい低さであり、本邦の社会的特徴に起因するところが大きいものと考えられる。

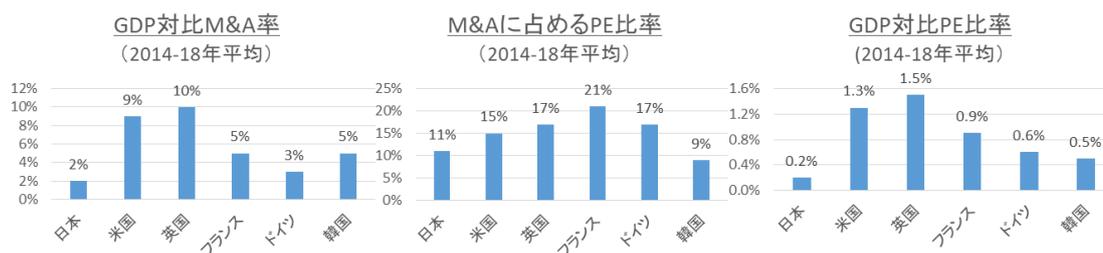


図 6 PE 取引比率のグローバル比較

(出所) 日本プライベート・エクイティ協会 HP

3.2 プレーヤー動向

本邦 PE マーケットで活動する GP の動きを見てみると、市場の成長と共に海外 GP と本邦 GP との間で市場の棲み分けが進みつつある状況が見て取れる。企業価値 (Enterprise Value; EV) 250 億円以下の取引での海外 GP の取引シェアは 2016-19 年では 12% まで落ち込んでおり、この市場が本邦 GP 中心の活動となっている一方、企業価値 500 億円以上の取引では実に

90%が海外 GP の取引となっている (図7参照)。

バイアウトファンドの場合、通常、1件当たりの投資金額はファンド総額の10-20%となるため、1,000億円規模の本邦 GP では、自ファンドからは最大100-200億円の投資しかできず、それ以上の取引となると LP 投資家からの共同投資を募る必要が出てくる。一方、海外 GP はカーライルを除くとアジア全域を投資対象とするアジアファンド又はグローバル全域を投資対象とするグローバルファンドであり、規模も大きいため、500億円以上の案件への投資も比較的容易である。バイアウトファンドでは一般的に投資期間を5年で想定しており、平均投資金額をファンドの10%と仮定すると合計10件、年間2件の投資実行が求められる。本邦 PE マーケットでは企業価値100億円以下の案件が大宗を占めており、年間2件の取引を安定的に行うためには、中小型案件中心に取り組みざるを得ないのが実情である。故に本邦 PE マーケットを主戦場としている限りにおいて、ファンド規模拡大には限界がある。実際に本邦 PE マーケットをターゲットとするバイアウトファンドでもカーライルやアドバンテッジパートナーが2000年代半ばに2,000億円超のファンドを組成したが、運用が想定通りには進まず、次号ファンドでは規模縮小を余儀なくされた。

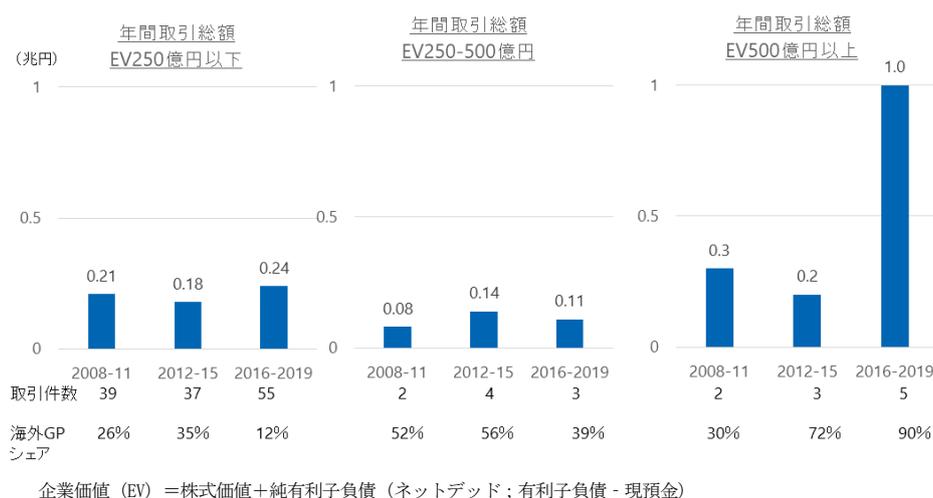


図7 規模別案件状況の推移

(出所) Bain&Company(2019) “Japan Private Equity Report2019”

本邦で活動する10億米ドル超のファンドを見てみると、大部分が海外 GP のアジアファンドないしグローバルファンドであり、規模の小さい本邦 PE マーケットを主戦場としながらファンド規模の拡大を図ることの難しさが見て取れる (図8参照)。2012年時点で本邦 PE マーケットを主戦場とする10億米ドル超のファンドは丸の内キャピタルとカーライルの2社のみである。海外 GP の本邦への投資意欲は強く、2012年以降、Apollo、Blackstone等の海外 GP が新たに日本に進出した。一方で本邦 GP のファンドサイズ拡大はなかなか進まず、日本産業パートナーズやポラリス等の本邦 GP がようやく2019/2020年に1,500億円規模のファンドを立ち上げた段階である。本邦 GP の中には本邦 PE マーケットで安定的に投資を行うための適

正ファンドサイズは500億円前後と考え、規模拡大を敢えて図らず、短い時間軸で次号ファンドの募集を行う戦略を取るグループも存在する。これまで本邦PE市場を主戦場とする1,500億円を超えるファンドは先述したカーライル、アドバンテッジパートナー共に苦戦しており、その意味からは日本産業パートナーズやポラリスが立ち上げた1,500億円規模のファンドの運用が想定通りに進むかが今後の本邦GPの規模拡大戦略の鍵になる。

本邦GPの海外展開は、一部のGPがアジア展開を行うに留まり、その規模は微々たるものである。現在、本邦資本のグローバルファンドは存在せず、その道のりも険しい。

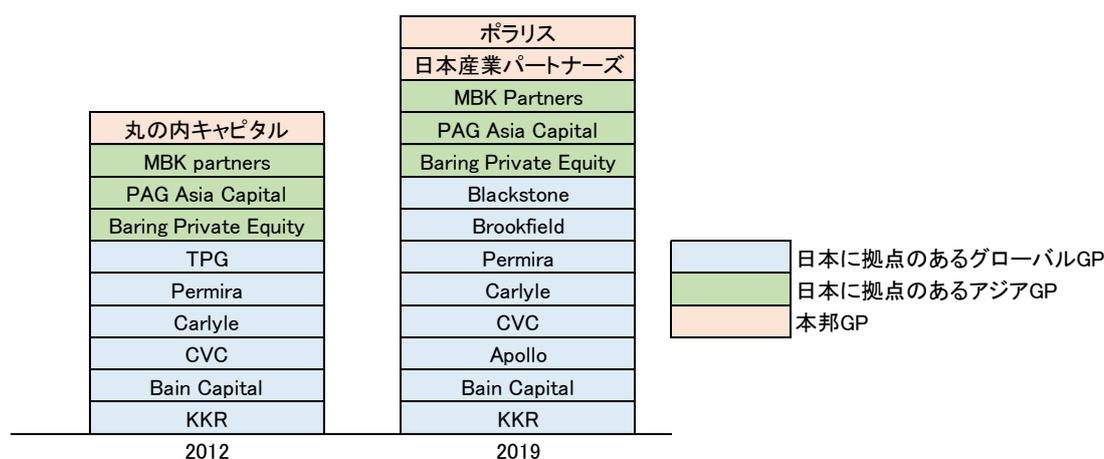


図8 本邦で活動する\$1bil以上のファンド規模を持つGP数の推移

(出所) Bain&Company(2019) “Japan Private Equity Report2019”

海外GPが本邦での活動を活発化させている背景には、本邦PE市場が海外GPにとって非常に魅力的であることが上げられる。本邦株式市場の企業バリュエーションは欧米と比べて低く、相対的に安い価格で企業買収が可能である。また本邦では企業が生活共同体的に位置づけられていることも多く、経営に非効率性が残っていること等に起因しEBITDAマージンも欧米等に比べ低い(図9参照)。故に投資後に欧米で一般的に行われている経営改善を行えば、収益性向上のアップサイドの余地が非常に大きい。更に本邦企業は海外M&Aに消極的であり、海外再編によるアップサイドが残されているケースも多い。KKR等の海外GPはグローバルにネットワークを持っており、本邦企業への投資後、海外再編を行い、バリューアップを図ることを得意としている。日産自動車の子会社であったカルソニックカンセイ投資後にイタリアのマレリを追加買収し、ホールディング会社の下で事業統合を行ったケースなどは典型例である。このように海外GPにとって現在の本邦PE市場は付加価値を生み出しやすい環境にあり、本邦への投資リターンはグローバルで見ても相対的に高い水準にある。本邦PE市場の主要海外GP幹部もインタビューで日本での投資収益の高さに言及している。本邦は投資を行うハードルは高いものの、一度投資を行うことが出来れば、そのリターンは世界屈指の水準であり、海外GPの本邦PE市場を見つめる眼差しは熱い。

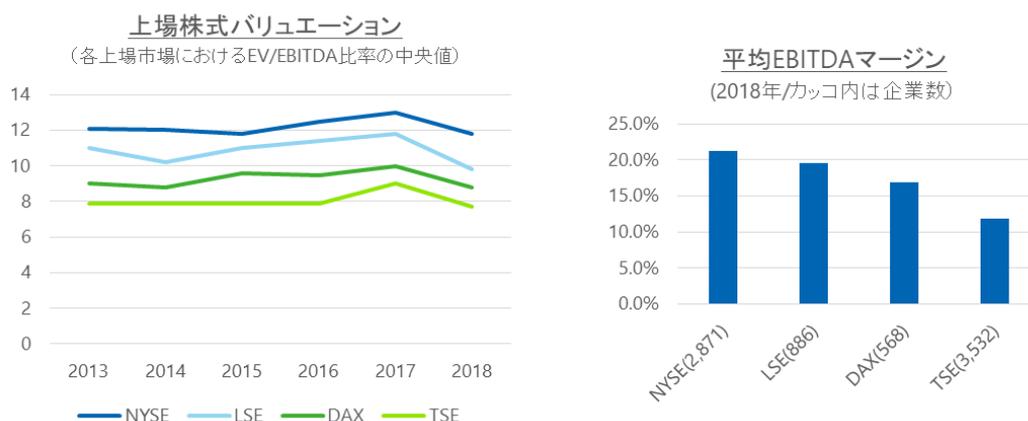


図9 本邦PE市場の魅力

(出所) Bain&Company(2019)“Japan Private Equity Report2019”

3.3 投資家動向

本邦PEマーケットで投資を行っているGPを支えている投資家を見てみると、ここでも中心的役割を担っているのは海外機関投資家となっている。本邦機関投資家のPEへの取組みは徐々に進んではいるものの、欧米諸国等と比べ、投資家の裾野も、投資家のPEへのアロケーション比率でも大きく遅れている(図10参照)。10年前と比べると本邦機関投資家もPEへのアロケーションを増やしてきており、大手生損保、大手銀行、地銀等がPEへの投資を増加させているが、その歩みは遅い。更には欧米で投資家の核となっている年金については未だ本格的なコミットメントに至っていない。運用総額150兆円強の年金積立管理運用独立行政法人(GPIF)はPEを含めたオルタナティブ投資へのアロケーションを5%に上げることを掲げているものの、2019年3月末時点でのPEへのアロケーションは0.009%に留まっている。また本邦はGDP世界第3位の経済大国であるのにも関わらず、現状、PE投資家グローバルトップ100に1社も入っていない(図10参照)。

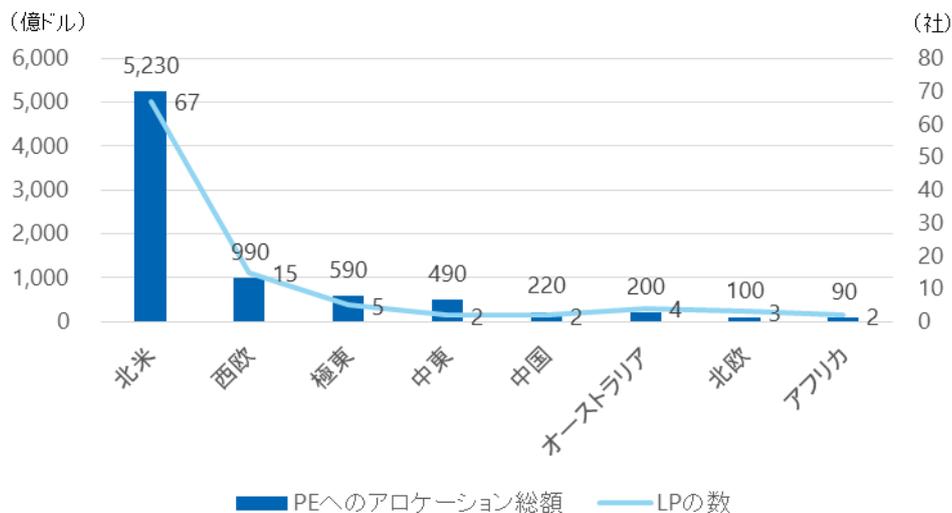


図 10 PE 投資家グローバルトップ 100 のグローバル分布

(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“

本邦の PE 投資家の属性は、銀行の比率が非常に高いのが特徴で、これは年金等、長期の投資家が多いグローバルにおける PE 投資家の属性とは異なっている (図 11 参照)。また、PE 関係者へのインタビューによれば、PE 投資を開始した大手機関投資家であっても一件当たりのコミット可能金額の上限は 30-50 億円程度が多く、グローバル機関投資家と比べ桁が一つ低い。結果的に本邦で活動している GP 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、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。海外投資家は「日本という地域に投資するため」に本邦 PE 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既に別途欧米ファンドにコミットしているため、消極的である。

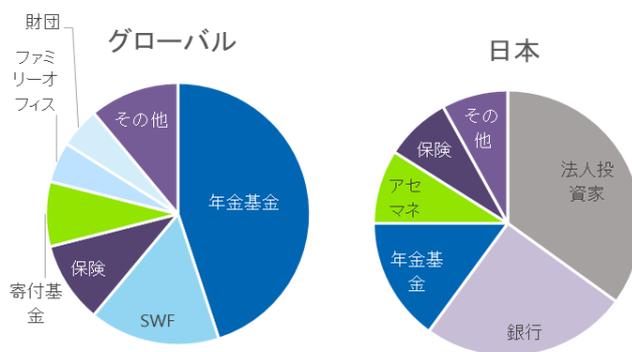


図 11 PE 投資家の属性

(出所) 日本銀行 (2018) ”日銀レビュー2018年4月“

4. 本邦 PE マーケットの現状に対する考察

4.1 現在の枠組み

本章では前章で論じた本邦 PE マーケットの現状について、その背景等を含め考察したい。前章で分析した通り、本邦 PE マーケットは海外機関投資家を主たるスポンサーとして成長してきた。海外機関投資家は GP に欧米で行っている投資リターン 20-30%の LBO 取引を日本という地域で実行することを望んでおり、結果的に本邦 PE マーケットの主たる取引は本邦の特徴を踏まえたマーケットイン的なものではなく、欧米型 PE のプロダクトアウト的なものとなっている。本邦 PE マーケットは事業承継等のニーズを捉え、成長してはいるものの、その歩みは緩やかであり、市民権を得たとは言いがたい。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ていない。本邦での PE の活用は、事業承継案件を除くと経営危機に陥った会社が生き残りのために事業や子会社を売却する（東芝、日産自動車、ダイエー、日立製作所、パナソニック等）場合や外国人経営者／ガバナンス（日産自動車、武田薬品等）の場合が大部分であり、積極的に PE を活用しているとは言い難い状況である。これは PE 取引が頻繁かつ日常的に行われる欧米とは大きく異なっている。

その主要要因としては、現在の PE が欧米のプロダクトアウト的なものに留まっており、本邦企業/投資家ニーズに十分対応できていないこと、並びに本邦の社会的特徴への適合が不十分であること、の2点が上げられる（図 12 参照）。以下、この2つの主要要因について論じたい。

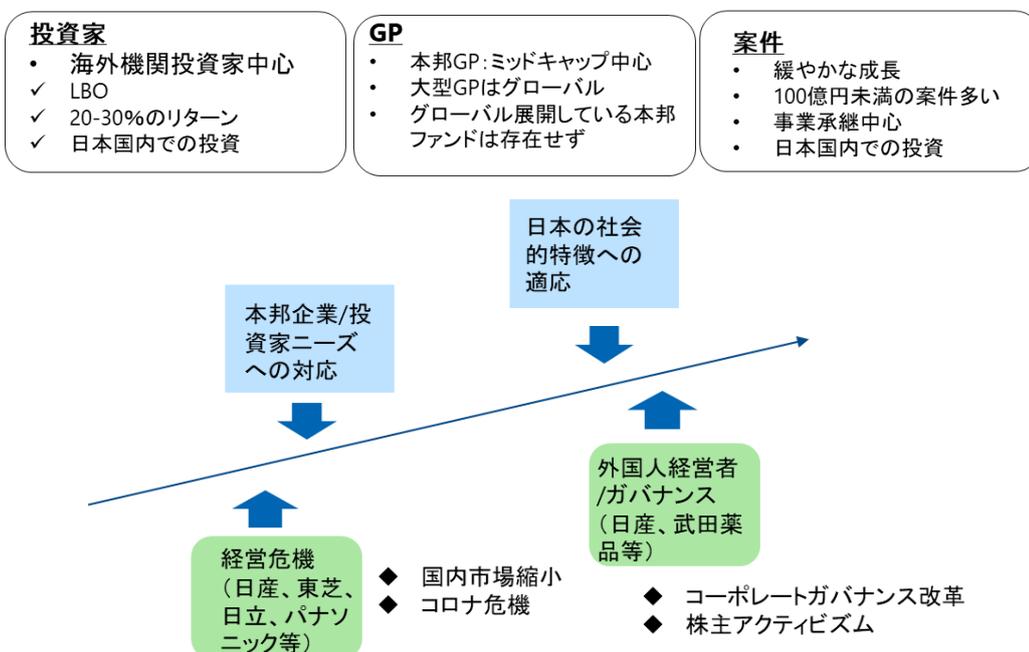


図 12 本邦 PE マーケットの枠組み

4.2 要因

4.2.1 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第一の要因は本邦企業並びに投資家のニーズに十分に対応していないことである。日本では世界に類を見ない人口減少、少子高齢化が進展しており、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いる。

かかる状況下、本邦企業は成長戦略として海外買収、事業統合等の非連続的な施策が求められている。本邦企業はこれらの海外買収や事業統合等の経験が豊富とは言い難く、故に一緒にこれらの課題に取り組んでくれるパートナーを欲している。更には本邦企業の行動様式として、段階的なリスクテイクを好むという側面もある。

高齢化が進む中、本邦投資家にとり、金融資産からの投資収益拡大は急務である。しかしながら本邦投資家は収益拡大だけに着目するのではなく、大義と投資リターンのバランスを重んじる傾向にある。またハイリスクハイリターンよりも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を好む。フィーに対する見方は厳しく、フィー最小化へのニーズが高い。

このような本邦企業、本邦投資家のニーズに対し、現在の本邦 PE マーケットは大きなレバレッジを前提とした LBO が中心であり、ニーズへの対応が十分であるとは言い難い。LBO では、多額の買収資金を借入で賄うため、様々な取り決めを銀行と交わしており、買収、資本提携等の非連続的な施策を行う場合にはすべからず銀行の許可が必要である。銀行の特別な許可が必要ということは基本的にそのような取引は事業計画の前提となっておらず、その意味では LBO は本邦企業が求める海外買収、事業統合等の非連続的な成長には本質的に対応していない取引である。また現在の本邦における PE ファンドとの取引は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を構築するものではなく、基本的には売り手と買い手の関係である。

投資家の観点からも現在の本邦 PE マーケットはニーズに十分に答えていない。LBO はリターンを高めるためにレバレッジを最大限活用する投資手法であり、企業サイドの安定性よりも投資家のリターンに重きをおいたストラクチャーと言える。このストラクチャー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の投資である。また企業売買が日常的に行われていない本邦において、会社をファンドに売却するということはネガティブなイメージが強い。

LBO は本質的には人口や市場が緩やかに拡大しているマーケットで効果を発揮する取引形態であり、移民流入等で緩やかに人口が拡大している米国等には適しているものと思われるが、現在の本邦が置かれた人口減少、国内市場縮小という状況を鑑みると現在の本邦 PE マーケットの主流である LBO 投資は日本という国のニーズに十分に適合しているとは言い難い。

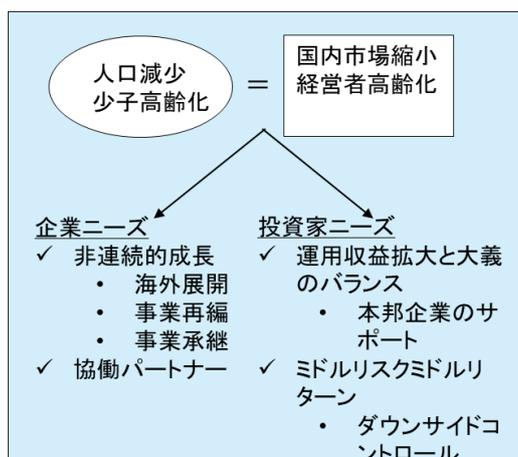


図 13 本邦企業/本邦投資家ニーズ

4.2.2 日本の社会的特徴への適応

本邦での PE の浸透が穏やかなものに留まっている第二の要因は、現在の本邦 PE マーケットが本邦の社会的特徴に十分に適合していないということである。現在の本邦 PE マーケットは欧米型 PE がプロダクトアウト的に行われているものが中心であるが、本邦と欧米では会社に対する捉え方が大きく異なる。欧米の価値観では会社は株主のものであり、売買の対象である。会社組織、雇用体系等も会社の売買を前提としており、人材の流動性も高い。PE 取引はファンドが株主になるというものであり、その意味では欧米型資本主義を体現するものである。一方、日本は島国であり、欧米、中国等とは異なる地理的・歴史的背景を持つこと等に根差し、欧米と大きく異なる社会的特徴を有する。本邦では企業は単なる売買の対象となる器というだけではなく、生活共同体という意味合いが強い。徐々に変わりつつあるものの、依然、新卒一括採用、定年退職というモデルが主流であり、人材の流動性は極めて低い。農耕文化的な色彩も色濃く残っており、長期的コミットメントを好み、約束を守る。そして段階的なリスクテイクを好む。大きくリスクを取り、大きなリターンを狙う狩猟文化的な欧米社会とは対照的である。

また日本社会は非常に分散化されており（各県に地銀が複数行存在することなどは典型例）、業務プロセス、カルチャーなども会社毎に異なるため、業界横断的な統一性が限定的である。この点、職種別労組が強く、人材の流動性が高い欧米とは決定的に異なる。また生活共同体という意味合いもあり、株主絶対主義というよりも従業員、取引先等幅広いステークホルダーの利益をバランスよく実現することを志向する。故に本邦では企業売却というのが「日常」ではなく「非常事態、更にはマイナスイメージなもの」として認識されがちである。結果として M&A は起こりにくく、前述したように GDP 対比 M&A 比率は約 2% と先進国の中で圧倒的に低い水準に留まる。なかなか再編が進まず、世界的に上場企業が大きく減少している中においても本邦の上場企業数は増加の一途である。

本邦の社会を一言で表すと「分散型たこつぼ社会」と言えるであろう。小さな国土に 47 都道

府県があり、それぞれに銀行や農協等が存在する。企業数も多い。また各組織毎に文化が異なっており、同じ業務を行う場合でも統一性が限定的で、やり方が異なることが多い。数が多いという意味で「分散型」、やり方が組織毎に異なることが多く統一性が限定的という意味で「たこつぼ」と言える。

分散型たこつぼ社会では新たな取組み、難易度の高い取組みが進みにくい。欧米であれば、新たな取組み、難易度の高い取組みを行う場合、必要な人材を獲得すると共に必要に応じM&A等で必要な規模まで拡大してから行うが、本邦では分散型たこつぼが維持され、必要な規模まで拡大しないことが多いため、たこつぼ毎に難易度の高いことを行う体制が構築されない。更には人材の流動性が低いため、必要なノウハウを持った人材の獲得もなかなか進まない。

分散型たこつぼ社会において新たな取組みや難易度の高い取組みを行う為の知恵として、本邦では歴史的に専門的な中間組織を組成して対応してきた。明治維新後に海外展開が必要だった際に設立された商社、難易度の高い投資を行うための農林中央金庫や信金中央金庫等の系統金融機関、更には日本興業銀行等の長期信用銀行も産業金融を行うために設立された専門的の中間組織と言えよう。長期信用銀行は地銀や都市銀行に金融債を販売することで資金調達を行い、専門的な企業金融、長期融資という名の下の疑似エクイティ投資を行った。これら商社等の専門的の中間組織は欧米には散見されず、本邦にユニークなものである。分散型たこつぼ社会、農耕社会の知恵として、これまで本邦が欧米と異なる取組みをしてきた証左であり、本邦の社会的特徴は企業売買を日常とし、株主絶対主義を標榜するPEとは本質的には親和性が高くないのであろう。故に本邦でPE取引を活性化するためには独自の取組みが必要となつてこよう。

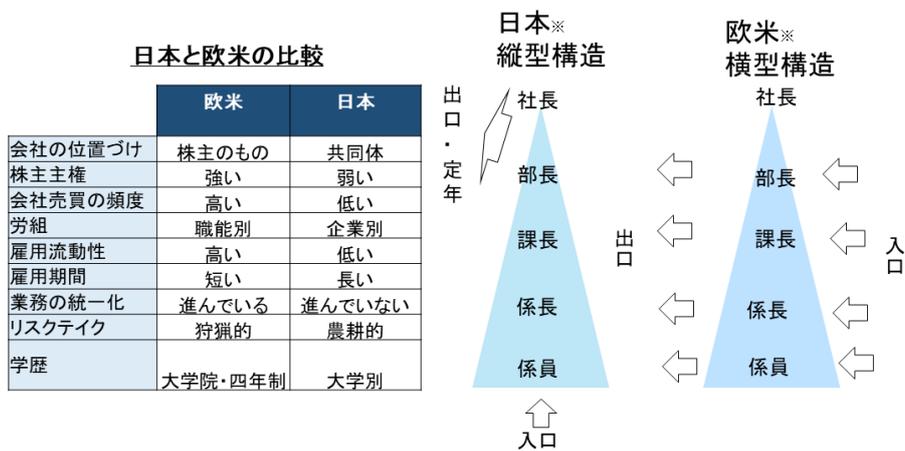


図 14 本邦の社会的特徴と欧米との比較

※ (出所) 小熊英二 (2019) ”日本社会のしくみ”

4.3 本邦を取り巻く環境

前項では本邦でPEの浸透が緩やかなものに留まっている要因を論じた。だからといってこのままで良いとは到底考えられない。それほどまでに本邦の置かれているマクロ状況は厳しく、

本邦企業の経営効率化は待ったなしの状況である。

本邦は1990年代以降、他のOECD先進国と比べ低い成長に喘いでいる。1990年-2015年の全世界経済成長率2.74%に対し、本邦の経済成長率はわずか0.88%。経済成長のうち、0.11%が人口増加要因で生産性要因は0.77%である。本邦に人材がないということではなく、OECD国人材の質ランキングでは本邦は第4位と高く評価されている。問題は人材ではなく、人材を使いこなせていない、経営サイドの問題である。本邦は少子高齢化に直面しており、今後2060年までの人口減少率は先進国で群を抜いてトップのマイナス32%。経済規模を維持、発展させていく為の人口増加要因は望めず、生産性を大幅に向上させない限り、経済成長は望めない。故に生産性の向上、本邦企業の経営効率化は待ったなしの状況である。

経済成長率分析 (1990年~2015年)				OECD国人材の質ランキング			人口増減見通し			
	人口増加 (%)	生産性 (%)	経済成長 (%)	ランキン グ	国名	評点	国名	人口(千人)		
								2016年	2060年	増減率
全世界	1.32	1.42	2.74	1	フィンランド	85.86	アメリカ	322,180	403,504	25.2%
アメリカ	0.98	1.40	2.38	2	ノルウェー	84.54	中国	1,403,500	1,276,757	-9.0%
EU	0.26	1.38	1.64	3	スイス	84.51	日本	127,749	86,737	-32.1%
オーストラリア	1.33	1.77	3.1	4	日本	83.44	ドイツ	81,915	71,391	-12.8%
ノルウェー	0.85	1.59	2.44	5	スウェーデン	83.29	イギリス	65,789	77,255	17.4%
カナダ	1.02	1.26	2.28	7	デンマーク	82.47	フランス	64,721	72,061	11.3%
イギリス	0.52	1.49	2.01	8	オランダ	82.18	インド	1,324,171	1,745,182	31.8%
オーストラリア	0.44	1.38	1.82	9	カナダ	81.95	イタリア	59,430	54,387	-8.5%
フランス	0.53	0.95	1.48	11	ドイツ	81.56	ブラジル	207,653	236,014	13.7%
日本	0.11	0.77	0.88	12	オーストリア	81.52	カナダ	36,290	45,534	25.5%
イタリア	0.28	0.36	0.64	13	シンガポール	80.94	韓国	50,792	47,926	-5.6%
				17	フランス	80.32	ロシア	143,965	124,604	-13.4%
				18	オーストラリア	80.08	世界	7,466,964	10,165,231	36.1%
				19	イギリス	80.04	G7	758,074	810,869	7.0%
				24	アメリカ	78.86	日本を除くG7	630,325	724,132	14.9%

図15 本邦を取り巻くマクロ環境

(出所) デービッド・アトキンソン (2019) ”日本人の勝算”

現在日本が直面しているコロナ危機は本邦の社会的特徴等乗り越える契機となり、PEの活用が加速的に進む可能性がある。本邦でのコロナ対策として緊急事態宣言が出され、社会活動が大幅に制限された3月以降、大きな経済的ダメージが発生した。東証一部上場企業の2020年第一四半期決算は前年比経常利益▲51.4%、当期利益▲55.6%という非常に厳しいものとなった。また2020年度通期予想は前年比経常利益▲21%、純利益▲24.1%の見込みではあるものの、3割の企業が通期見通しを発表出来ないとしており、実態は更に悪化しているものと思われる。Withコロナ、Afterコロナはソーシャルディスタンスの確保等、Beforeコロナとは事業の前提が異なる可能性が高く、業種によっては「改善」では事業の継続がままならないことも十分に想定される。

企業は、コロナ危機対応として資金繰りのために借入を増加させ、地銀等金融機関も積極的に取引先を支援してきたが、コロナ危機発生後数ヶ月がたち、その影響が徐々に見えてくる中、次の手を打つ必要が出てきている。これまで低金利の恩恵などもあり、生きながらえてきた企業もコロナ環境下では資本性資金の調達、事業売却、廃業等、思い切った判断が必要になってくる可能性が高い。その過程において、地銀等の金融機関が取引先の突発的な破綻を回避すべく供与した資金が不良債権化する可能性もある。コロナ下での再生は特定企業の経営問題とい

うより、マクロ経済の問題であり、業界全体が影響を受けるため、バランスシートの改善ではなく、PL的な施策が必要となる可能性が高く、難易度が高い。

一方、企業体力があり、バランスシートの強い会社にとっては、これまで積み上げてきたキャッシュ等を使って攻勢に出るタイミングとも言える。大きなリターンを生むには景気後退期時に的確に買収戦略を実行することが重要であるが、欧米諸国と比べ、内部留保が厚く、キャッシュを保有している本邦企業にとっては好機到来とも言えるタイミングかもしれない。

何れのシナリオにおいてもコロナ危機は本邦企業に抜本的な施策を迫ることになり、エクイティ資金が必要となることが予見される。その意味ではコロナ危機が本邦 PE マーケットの状況を一変させる可能性があることは否定できない。

4.4 PE に付随する付加価値の流れと本邦投資家資金の活用

コロナ危機下において PE の活用が加速度的に進んだ場合、本邦はその果実を享受できるのか。答えは「否」である。現在の構造では、本邦 PE に付随する付加価値は、本邦内に多くは残らない。PE ファンドが本邦企業に投資し、経営効率化を図ったそのリターンは、約 80% が投資家に、20% が GP に還元されるが、GP の本邦、海外如何を問わず、GP をバックアップしている投資家は海外機関投資家が多く、また GP 部分についても大型案件で独占の状態にある海外 GP が大部分を占める。本邦 PE の果実の大部分は本邦には残らないのである。

本邦において PE が発展していくためには、その果実を国民が享受し、自分の問題として前向きに PE 投資を捉えることが不可欠である。本邦機関投資家、個人投資家が PE 投資から投資収益を享受することによって PE に対する認知度、許容度は飛躍的に高まる。PE 投資は非効率化の改善を目指すため、リストラ等の痛みが生じることが不可避であるが、リストラ等の痛みは受ける一方、その果実である投資収益を享受することが出来ないということでは PE が市民権を得ることは難しいであろう。

誤解なきよう申し上げるが、海外 GP や海外機関投資家を否定している訳ではない。海外 GP がその経験を本邦企業に注入し、海外機関投資家が本邦 PE の後押しをしてきたことがここまですべて本邦 PE マーケットを成長させてきたことは確かである。しかしながら本邦において PE がより一層浸透し、次のステージに進んでいくためには、本邦機関投資家、個人の資金が PE マーケットに流入し、自分の問題として PE の活用を考える土壌が必要であろう。特に資金面に関しては海外機関投資家であろうが本邦機関投資家であろうがお金に色はない。本邦機関投資家の多くは円調達であり、円をベースとする本邦 PE マーケットとの親和性は高いはずである。

本邦企業の経営効率化は待ったなしである一方、投資収益の拡大も喫緊の課題である。そうであるならば積極的に本邦機関投資家/個人の資金を活用し、本邦企業の成長を後押しすると共にその投資収益も享受するストラクチャーを早急に作り上げていくべきであろう。

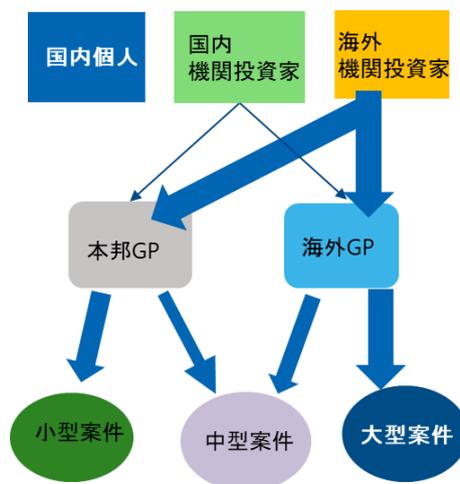


図16 PE関連付加価値フロー

5. 本邦PE市場の活性化に向けて

5.1 日本型PEの確立

本邦において、デッド時代には長期信用銀行等がリスクマネーの提供を行ってきたが、BIS規制後のエクイティ時代において、リスクマネーを供給する主体が確立していない。エクイティには上場株（パブリックエクイティ）と非上場株（プライベートエクイティ）があるが、企業活動の中長期的にサポートするためには、長期的なコミットメントの下、一定のコントロールを持って投資を行うプライベートエクイティがリスクマネー供給に適している。しかしながら本邦はそのPE市場を市場的にも投資的にも十分に活用出来ていない。本章では本邦でPE市場を活性化し、その活用を加速度的に進め、付加価値を取り込んでいくための方策について論じたい。

前章でも述べた通り、本邦でPEが浸透してきていない主要因は「本邦企業、投資家のニーズに対応」し、かつ「本邦の社会的特徴に適合」することが十分に出来ていないことである。それであれば、「本邦企業、投資家のニーズに十分対応」し、「本邦の社会的特徴に適合」するPE、本邦の置かれた状況に適した、マーケットイン的な視野を持った「日本型PE」を新たに確立することが解決策となる可能性がある。古の時代より本邦は舶来の技術、知識をそのまま受け入れるのではなく、本邦に合う形にアレンジして取り入れてきた。本邦は山が多く居住エリアが狭い島国であり、独特の社会的特徴を持つ。その社会的特徴に適合すると共に本邦が直面している少子高齢化、国内市場縮小に十分対応できるPEの形を模索し、本邦に合った形の「日本型PE」が今こそ望まれている。

それでは日本型PEとはどのようなものか、そしてそれは実現可能か。欧米型PEとの比較を含め、論じてみたい（図17参照）。

まず、日本型PEに絶対的に必要なのは本邦企業、本邦投資家ニーズへの十分な対応である。

本邦企業が非連続な成長を必要とし、本邦投資家がミドルリスクミドルリターンを志向するのであれば、レバレッジを下げ、柔軟に対応可能なストラクチャーにするべきであろう。また本邦企業は売買相手としてのファンドではなく、協働パートナーとしてのファンドを求めている。売り手、買い手という対立する関係ではなく、同じ船に乗るパートナーである。本邦企業は一般的に開発的、工場的資質が強く、生産、開発に強みを持つ一方、戦略、ファイナンスを不得手としていることが多い。戦略、ファイナンスはまさにファンドの強みであり、本質的には本邦企業と PE ファンドの相互補完性、親和性は高い。

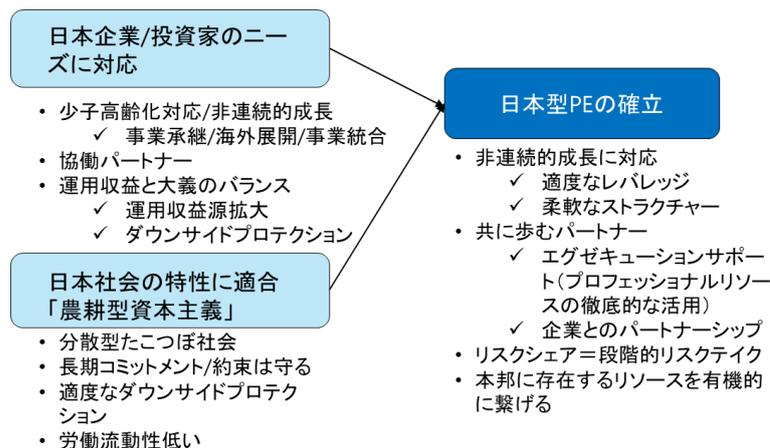


図 17 日本型 PE とは

日本型 PE のイメージを明確化するためには欧米型 PE との比較が効果的である。欧米型 PE ではファンドは事業の売買を行う、投資収益の最大化を目指す主体であり、主役である。投資家の投資収益最大化が目的なので、可能な限りレバレッジを高め、20-30%のリターンを目指す。また、経営の自由度が制限される企業とのパートナーシップには積極的に取り組まない。一方、日本型 PE における主役はファンドではなく、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である。故に本邦企業との協働を積極的に図り、本邦企業の成長支援とリターンのバランスを重視する。レバレッジは適度に、ターゲットリターンは 10-15%を想定。本邦企業の協働パートナーとして、コールオプション等を活用し、本邦企業に海外買収等の大きな経営判断において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を提案する。

欧米型 PE ではファンドと企業は売り手と買い手としてテーブルの反対側に位置するが、日本型 PE ではファンドは事業会社の戦略実行のサポーターとしてテーブルの同じ側に位置する。本邦企業が求めているのは正に日本型 PE におけるファンドのような協働パートナーであろう。

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

欧米型PEと日本型PEの投資家/事業会社利益バランスのイメージ

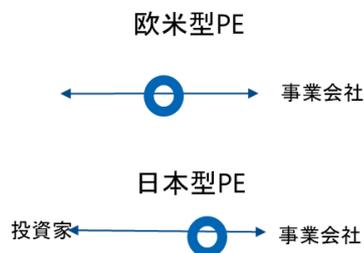


図 18 日本型 PE と欧米型 PE の比較

次に日本型 PE の実現性について考えてみたい。日本型 PE は欧米型 PE と比べ、投資家と事業会社の利益バランスは事業会社寄りである (図 18 参照)。故に、海外機関投資家からの資金集めは一筋縄ではいかないものと思われるが、本邦企業のニーズに適切に対応するものであれば、時間の経過と共に取引の絶対額が増加するため、運用難に直面する海外機関投資家からのサポートが期待できる可能性もある。より可能性を感じるのは本邦投資家である。日本型 PE は大義とリターンのバランスを重視し、ミドルリスクミドルリターンを志向する本邦投資家のニーズには適しているものとする。本邦には①2,000兆円弱の家計金融資産 (多くは銀行預金) 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する。本邦企業の成長サポートという立ち位置が明確であれば、欧米型 PE と比べ事業会社に寄った利益バランスの実現、しいては日本型 PE の確立は可能であるとする。

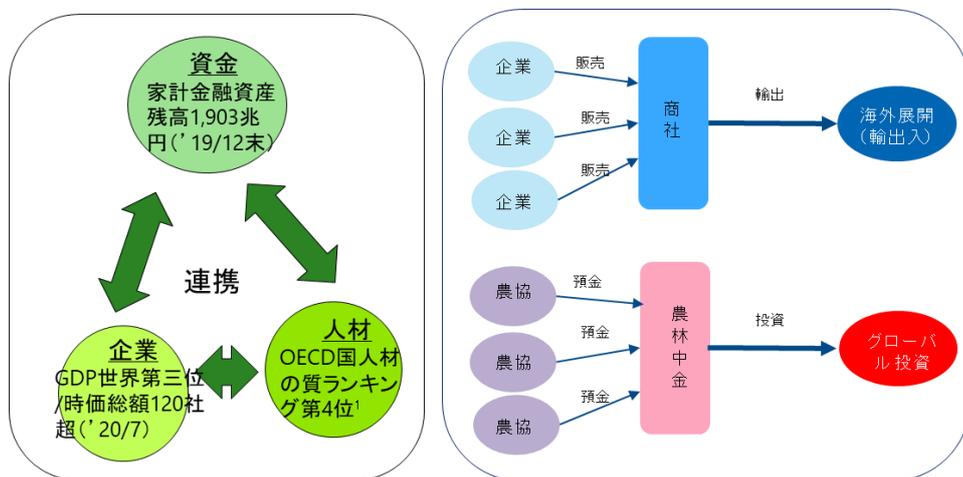


図 19 本邦アセットの連携と専門的中间組織

本邦の抱える課題に対応するべく、日本政府はこれまでガバナンス改革、働き方改革等を進めてきた。その取り組みは非常に重要であり、スピードを緩めることはもはや許されない。一方、本邦の社会的特徴を乗り越えることは容易ではなく、時間もかかる。それは産業革新機構で事業再編チームの主要メンバーとして幾多の案件をリードしてきた経験からも確信を持って申し

上げられる。本邦の課題に対応し、企業の経営効率化を進めていくためには、一本の矢ではなく、複数の矢を放つ必要があり、日本型 PE もそのうちの一本、それも太い一本になり得るのではと考える。

分散型たこつぼ社会である本邦において新たな取組み、困難な取組みを行う場合、歴史的に、分散化した企業等で各々が取り組むのではなく、専門的な中間組織を組成し、人材、資金を集約するという手法が取られてきた。本邦企業並びに投資家が現在直面する海外展開、事業統合、投資収益の拡大といった課題に分散型たこつぼ社会を残しながら対応するためには、個々の企業、投資家各々がそのチャレンジを行う体制を整えて立ち向かうのではなく、リスクマネー供給を担う専門的な中間組織を組成し、そこに人材、資金を集約して対応することが効果的であるとことは歴史が教えてくれている（図 19 参照）。

5.2 具体的施策について

本項では日本型 PE の理解を深めるべく、コンセプトレベルではあるが、具体的なファンド案として「海外買収支援ファンド」「地銀協働ファンド」「リスクシェアファンド」の3つを提示したい。何れも本邦企業並びに投資家の協働サポーターとしての位置づけである。

5.2.1 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」を専門的に支援するファンドである。

これまで本邦企業の海外買収は一部の大企業を除き進んでこなかった。東証一部上場企業の72%が過去15年で一度も海外買収を行っておらず、1回しか行っていない14%と合わせると実に東証一部上場企業の86%が過去15年間海外買収の経験を蓄積していない（図20参照）。非上場企業や中小企業についてのデータは保有していないが、更に厳しい状況であることは容易に想像できる。これは本邦の置かれたマクロ環境から見ると驚きである。また、海外買収を行った本邦企業の中にものれん減損を余儀なくされたケースが散見され、海外買収ノウハウを十分に保有していない本邦企業単独の海外買収の難易度の高さが如実に表れている。しかしながら、国内市場の縮小に直面している本邦企業にとって海外展開は必須であり、海外買収は成長戦略上、避けては通れない施策である。

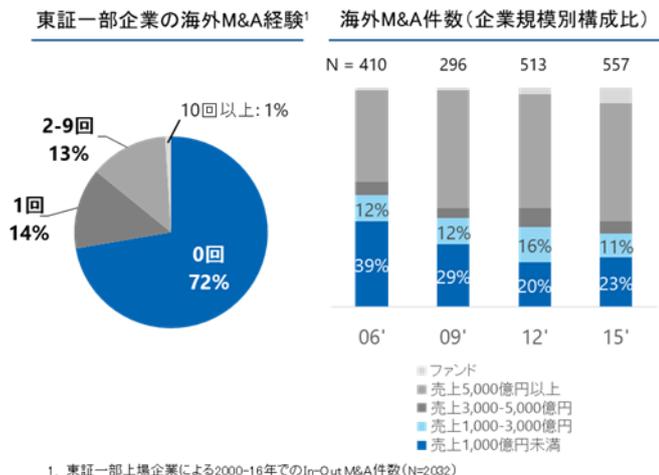


図 20 本邦の海外 M&A 取組み状況

(出所) 経済産業省 (2016) 『リスクマネー供給および官民ファンド等に関する国際比較研究調査』、レコフ M&A、記事検索

海外買収支援ファンドは、海外買収経験が少なく、また人材を含めたリソースが十分でない本邦企業が海外買収に積極的に踏み出し、また成功出来るよう様々なサポートを供与する協働パートナーとしての役割を果たす。

ストラクチャーとしては、海外買収支援ファンドが過半数以上(マジョリティ)出資を行い、過半数未満(マイノリティ)出資を行う本邦パートナー企業と協働で海外買収を実行する(図 21 参照)。本邦パートナー企業へ投資 3-5 年後に行使可能なワントタイムコールオプション(一度だけ権利行使が可能な海外買収支援ファンド保有の全株式を公正価格にて購入する権利)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。その間、海外買収支援ファンドが主体となって投資先企業の投資後バリューアップ、マネジメントサーチ、ガバナンス体制構築、本邦パートナー企業とのシナジー創出等により本邦パートナー企業と共に取り組む。その過程の中で、本邦パートナー企業は幅広い経験値を獲得。十分な知見を持った状態でコールオプション行使是非の判断が可能となる。エグジットは原則として本邦パートナー企業への売却であるが、本邦パートナー企業がコールオプションを行使しない場合、海外買収支援ファンドが本邦パートナー企業の株式持分を強制的に売却することが可能な権利(Drag Along Right)を行使し、対象企業の 100%売却を行う。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。

ワントタイムコールオプション行使時の取引価格は買収時の株式価値算定式に基づくものとし、海外買収支援ファンドへの最低リターン 10-15%を保証する。本邦企業は銀行には金利を、コンサルティング会社にはコンサルティングフィーを支払う。同じような考え方で海外買収ファンドの提供する業務に対し、成功報酬を支払うと思えば、本邦企業が海外買収支援ファンドを能動的に使うということがイメージしやすいかもしれない。

海外企業買収後の PMI (Post Merger Integration ; 投資後の経営統合) については経験豊富

なグローバルコンサルティング企業や欧米のローカル中小型ファンドパートナーシップを組んで行う。グローバルコンサルティング最大手のマッキンゼーは数年前から RTS という成功報酬型のサービスを開始し、急速に売り上げを伸ばしている。RTS ではファンド経験者なども採用しており、これまでのフィーベースでのコンサルティングとは異なるカルチャーが醸成されている印象を受ける。海外買収支援ファンドが RTS 等の成功報酬型コンサルティング企業と成功報酬フィーの一部を株式対価で支払うようなパートナーシップが組成出来れば、同じ船に乗るという意味で意義深い取組みとなる。

海外買収支援ファンドが当初マジョリティ出資することもあり、エグゼキューションプロセスは企業投資、海外 M&A、PMI(Post Merger Integration ; 投資後の経営統合)モニタリングの経験豊富なファンドメンバーがコントロールする。投資後のバリューアップについては海外での改善実績豊富なパートナーとの協業を行う。業務に精通したプロフェッショナルが全面的に案件に関わることにより、グローバルオークションのスピードにも対応することが可能となる。

海外買収支援ファンドは積極的に案件開拓を行い、投資銀行等からの持ち込み案件に加え、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能動的な案件獲得の動きを行い、案件の裾野を拡大する。そのような活動を行うことにより、これまで本邦企業がアクセスすることの出来なかった魅力的な買収機会を生み出すことが可能となる。

このストラクチャーは長期的コミットメントを好み、一度合意した約束をきっちりとする本邦企業の特徴にマッチしたものである。本ストラクチャーが機能する前提は海外買収支援ファンドと本邦パートナー企業の持分売買が公正なバリュエーションで行われることである。通常、ファンドはエグジット時に競争入札（オークション）を行い、公正価格を担保するが、本ストラクチャーにおいては、競争入札を行わないことから、本邦パートナー企業が公正な価格で海外買収支援ファンド持分を購入することが本ストラクチャーの有効性を担保する鍵となる。その点、本邦企業は長期的な取引関係を好み、一度合意した約束を守るという農耕的なカルチャーを持つことから、本邦企業との間において本ストラクチャーは機能するものとする。



図 21 海外買収支援ファンドについて

海外買収支援ファンドで想定しているコールオプションを活用した二段階買収ストラクチャーは海外買収のみならず、国内買収、再編、更には事業承継等にも活用が可能である。国内再編、事業承継等でも買収対象企業とのカルチャー親和性、ガバナンス等は大きな課題であり、第三者であるファンドが当事者として買収、統合を支援し、二段階買収の機会を提供すること

の意味合いは小さくない。本邦企業のニーズを捉えた協働パートナーとしての日本型 PE の果たすべき役割は大きい。

5.2.2 地銀協働ファンド

地銀協働ファンドは、全国津々浦々の地銀と協働し、民間ファンドが積極的に取り組まない小規模事業の事業承継等を支援すると共に地域横断的な統合による規模拡大、収益性の向上、最終的には民間ファンドや企業の投資対象となる規模へのロールアップを行い、エグジットを目指すものである（図 22 参照）。

少子高齢化に伴う事業承継ニーズは地銀取引先にも顕著であり、地銀はその対応を迫られている。株式価値 5 億円以上等、一定の規模以上の取引先については投資を希望する民間ファンドなどが存在し、地銀として民間ファンドを紹介することが可能である一方、株式価値が一定規模以下の取引先については民間ファンドの紹介も簡単ではない。かかる取引先等の事業承継案件等に対応すべく、現在、多くの地銀が子会社 PE ファンドを立ち上げている。しかしながら、投資エグゼキューション、投資後のバリューアップ、エグジット等に不安を覚える地銀は少なくない。人材の流動性が低い本邦において、PE 経験豊富な専門家を採用することが簡単ではないことに加え、エグジットの蓋然性を高めるためには、民間ファンド等が投資対象とする規模まで地域横断等による規模拡大が合理的ではあるが、個別地銀の取組みでは地域横断的な動きが取りにくい。実際、個別地銀ファンドのエグジットは、選択肢が限定的であり、経営陣、従業員に株式持分を買い取ってもらう MBO (Management Buyout ; マネジメントバイアウト) が非常に有力な選択肢となっているのが現状である。

地銀協働ファンドのストラクチャーとしては、官民ファンド等が GP の過半数を保有し、LP 出資も行うことを想定。参加を希望する地銀は 10 億円ロットでの LP 出資を行い、LP 出資の規模に応じた各種特典を獲得する。地銀協働ファンドは人材育成の役割も担い、参加地銀からの出向者の受入れ、育成を行う。また地銀の収益積み上げニーズが強いことから、案件を持ち込んだ地銀に対しては新株予約権付与等の手法でプロフィットシェアを行うことにより PE 投資から生じる利益配分を地銀に対して行う。

地銀は分散型たこつぼ社会の典型例であり、各県に複数行が存在する。取引先の事業承継ニーズに対応する重要性については論を待たないが、PE という高い専門性が必要とされる取引を行うための体制を各地銀が個別に整えることは簡単ではない。このような状況下においては、本邦では歴史的に専門的中間組織が組成されてきたが、地銀協働ファンドは正に地銀という分散型たこつぼ企業が PE 投資という先進的な取組みを行う上で組成される専門的中間組織である。地銀協働ファンドが一括して専門家を採用し、参加地銀から出向者を受け入れ、地域横断的な事業統合に取り組む。地銀が個別に行うのではなく、協働で行い、経営資源を共有することで成功確率を向上させることが可能となる。

地銀協働ファンドは各地銀から出向者を受け入れ、すべからく同じ業務プロセスで PE 投資を行うため、中期的には取引手法の横展開による標準化につながる可能性が高い。分散型たこ

つば社会で業界横断統一性が不足している本邦において、事業統合投資の標準となるような基盤整備の重要性は明確であり、地銀協働ファンドはその点も意識して運営すべきであろう。

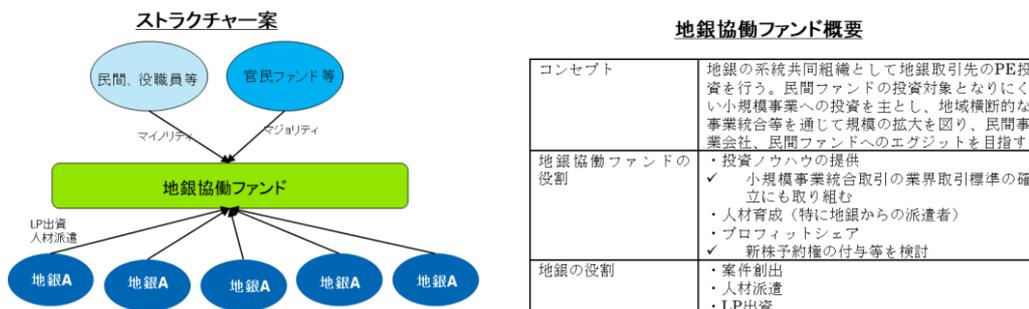


図 22 地銀協働ファンドについて

5.2.3 リスクシェアファンド

リスクシェアファンドとはダウンサイドリスク並びにアップサイドゲインを投資家とシェアすることにより PE のリスクリターンを本邦投資家の好むリスクリターンに変更するもの。リスクシェアファンドは前述した海外買収支援ファンド並びに地銀協働ファンドは異なり、投資家サイドの施策である。

本邦では機関投資家の PE 投資がなかなか進まず、国民は家計金融資産の多くを預金として銀行に預けている。今後、少子高齢化が進むことから、投資収益の拡大が必要なことは明白であり、その意味からも、安定的に二桁以上の投資リターンをグローバルで長期的に生み出している PE に投資資金を振り向けていく重要性は高い。

本邦投資家は、法人、個人を問わず、投資リスクに敏感であり、投資収益の最大化よりもダウンサイドリスクのコントロールを重視することが多い。その観点では、本邦の PE 投資で主流である LBO 投資は収益最大化のために最大限レバレッジを活用する、ハイリスクハイリターンのリスクプロファイルとも言え、本邦投資家との親和性は高いとは言えない。また投資リターンが実現するのは 3~5 年後であり、PE 投資開始から数年はマネジメントフィーを含め、費用が先行する J カーブ効果が存在する。機関投資家においても人事異動を伴うことが多い本邦において、PE 投資は「在任中は費用が発生し、リターンが出るのは異動後」となる可能性が高く、専門的なキャリアを構築し、10 年単位で在職する欧米と比べ、J カーブ効果の影響が大きい。

リスクシェアファンドは上記のような PE 投資を行う上でのデメリットを解消し、本邦投資家が PE 投資に取組みやすい環境整備を図るものである。リスクシェアファンドが元本棄損リスク、費用先行リスクをシェアし、ダウンサイドリスク低減を図ると同時に、利益が出た際のリターンもシェアし、アップサイドゲインの共有も行う。具体的には、官民ファンドが主体となりファンド to ファンド形式でリスクシェアファンドを組成し、投資元本を保証する。官民ファンドは実質的に国のリスクなので、国債同様の元本リスクとなる。また費用先行の J カーブを解消すべく、本邦投資家に対し、リスクシェアファンドが 0.5 (リスクシェアファンドのマネ

ジメントフィー控除後 0.25) %程度の配当を投資家に支払う。一方で投資リターンが出た場合、投資家はリターンの 50%をリスクシェアファンドとシェアする。PE 投資はこれまで中長期的に 15%程度のリターンを上げてきており、経済的には成立するものと判断。リスクシェアファンドを介することによりハイリスクハイリターンの PE 投資のリスクリターンを変えることが可能となる。

ファンド to ファンドに組み入れる PE ファンドはリスクシェアファンドでスクリーニングを行う。リスクシェアファンドは、通常ファンド to ファンド以上の開示を目指し、可能な限り、本邦投資家に PE ファンドに直接 PE 投資を行うのと同様の情報開示を行う。故に本邦投資家は疑似 PE ファンド投資経験を積み上げることが可能となる。また本邦投資家が PE 投資を行う上での大きな制約である流動性を高めるためにリスクシェアファンドがセカンダリー市場のマーケットメイクにも取り組む。

将来的には個人資金の取り込みも企図したい。海外 GP は個人資金の取り込みを進めており、米国では 401K 等に PE ファンドを組み込む検討も進んでいる。家計金融資産が預金に偏在する我が国こそがエクイティ時代に対応するために率先して個人資金の PE 活用施策に取り組むべきであると考えます。

本邦投資家による PE 投資は、ハイリスク/ハイリターンというリスクリターン構造、費用が先行する J カーブ効果並びに流動性の限界等に起因し、欧米投資家の PE 投資と比べ、裾野もアロケーション比率も低位に留まってきた。リスクシェアファンドは、本邦企業の特徴である「リスクを取ることに慎重だが、一旦前例が出来れば積極的に取り組む」に適応した、ダウンサイドをプロテクトする代わりにアップサイドをシェアするものであり、リスクシェアファンドの活用によりこれまで PE 投資に踏み込むことが出来なかった中小機関投資家、企業年金基金の参入を促進すると共に既に PE 投資を行っているものの J カーブ効果等から欧米機関投資家ほどには踏み込んでいない大手生損保等の、一件当たりの投資金額上限更にはアロケーション比率を増やす効果が期待できる。

本邦投資家がリスクシェアファンドへ投資を行い、トラックレコードを蓄積していく過程の中でノウハウを取得し、リスクシェアの必要性が低下することが予見される。故にリスクシェアファンドは期間限定の時限組織とすることが望ましい。期間限定で本邦投資家の資金を PE に振り向けるために、太陽光における FIT のような役割を期待したい。

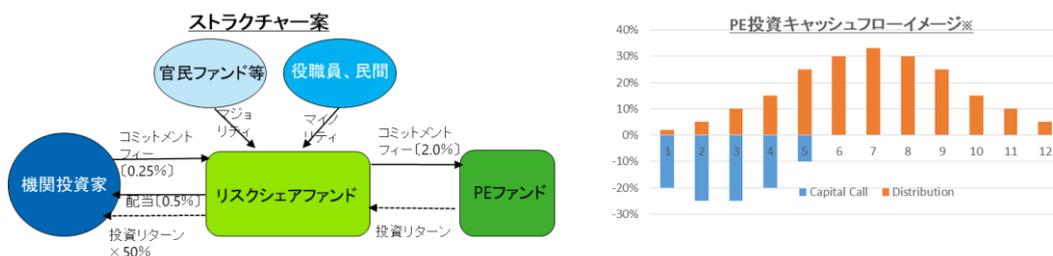


図 23 リスクシェアファンドについて

6. おわりに

高度成長期には、国民の預金が都市銀行から長期信用銀行に回り、長期信用銀行が長期融資という実質疑似エクイティを本邦企業に供与し、国内工場を建設。当該工場を輸出基地として活用し、本邦企業の成長と国民の金融資産の増大を同時に達成した。現在の本邦は、世界第3位の経済規模、2,000兆円弱の家計金融資産、優秀な人材が揃っているのにも関わらず、これらが連携しておらず、国としての実力を出し切れていない。デッド時代には銀行システムを介して本邦金融資産の本邦企業成長への活用が上手く機能していた。一方、BIS規制導入により銀行のリスクマネー供給が制約され、長期信用銀行が消失する中、エクイティ時代のリスクマネー供給、本邦金融資産の本邦企業成長への活用方法が確立していない。本稿で提言した日本型PEは本邦金融資産を本邦企業成長へ活用する有力な施策となる可能性がある。

また、海外展開が急務である本邦企業をサポートするグローバルファンドが本邦に存在しないことは大きな問題であると認識しているが、前述した海外買収支援ファンドは将来的に本邦発グローバルファンドに繋がる可能性がある。現在、本邦GPもアジアを中心に海外展開を図っているが、本邦での投資を本邦GPに期待する海外機関投資家をスポンサーとしながら海外展開を図ることは容易ではない。また本邦GPの日本ファンドが2,000億円に満たない状況での欧米展開はハードルが非常に高い。海外買収支援ファンドは本邦企業の海外買収をサポートすることにより欧米を中心にM&A市場基盤が大きなマーケットへのアクセス、案件積み上げが可能となる。本邦発グローバルファンドはこのような形で欧米等のディールフローにアクセスし、拠点、チームを持つことから生み出されるのではないだろうか。資源の制約があり、グローバル展開が必要な我が国企業にとって本邦資本のグローバルPEファンドの存在は非常に重要であり、その実現に向けては色々な施策を同時並行的に進めていくべきである。

現在、本邦はコロナ危機の真っ只中にある。コロナ危機対応の処方箋の多くは本邦の課題(「業界再編」「海外展開」「貯蓄から投資へ」等)解決策と重なる。「ピンチをチャンスに」に変える発想でコロナ危機を本邦の課題解決に繋げていく。日本型PEの確立がその一助となることを期待してやまない。

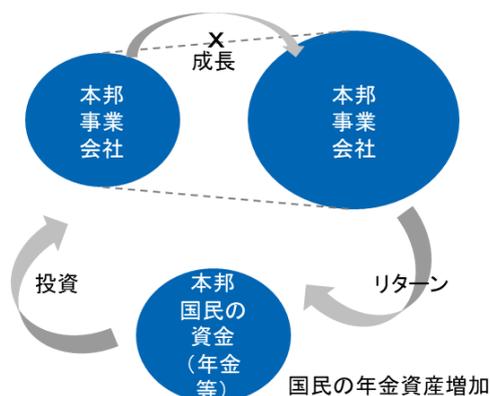


図 24 本邦保有資産の連携と成長

参考文献

- Bain & Company(2020) “Global Private Equity Report 2020”
- Bain & Company(2019) “Global Private Equity Report 2019”
- 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 (2018) 『海外年金等のプライベートエクイティ投資に関する調査研究』
- The Carlyle Group(2018) “Economic Outlook May 2018”
- Bain & Company(2019) “Japan Private Equity Report 2019”
- PWC Japan(2020) 『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』
- 年金積立管理運用独立行政法人 (2019) 『運用対象の多様化』
- 経済産業省 (2017) 『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報告書』
- Preqin(2019) 『オルタナティブ投資の現状と展望』
- JP Morgan Asset Management(2018) “Investing in Private Equity”
- マーサージャパン (2019) 『日本のプライベート・エクイティ市場』
- 野村証券 (2018) 『日本企業の M&A におけるプライベート・エクイティの台頭と今後の展望』
- 日本銀行 (2018) 『日銀レビュー2018年4月 最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について』
- ダイヤモンド社 (2020) 『開戦 ファンド大買収』
- Merdan Halilov(2019) “Private Equity Investment Opportunities for Retail Investors”
- みずほ銀行 (2019) 『加速する株主アクティビズムと日本企業が取るべき対応』
- みずほ銀行 (2019) 『第二ステージに入ったコーポレートガバナンス改革』
- 経済産業省、PWC (2018) 『海外 M&A と日本企業』
- 小熊英二 (2019) 『日本社会のしくみ』 講談社現代新書
- デービッド・アトキンソン (2019) 『日本人の勝算』 東洋経済新報社
- 菊池正俊 (2020) 『アクティビストの衝撃』 中央経済社
- 中神康議 (2016) 『投資される経営 売買される経営』 日本経済新聞出版社
- 松本茂 (2014) 『海外企業買収失敗の本質』 東洋経済新報社
- 松江英雄、篠原学 (2012) 『クロスボーダーM&A 成功戦略』 ダイヤモンド社
- 日本バイアウト研究所 (2014) 『年金基金のためのプライベート・エクイティ』 きんざい



金融庁金融研究センター

〒100-8967 東京都千代田区霞ヶ関 3-2-1
中央合同庁舎 7号館 金融庁 15階

TEL: 03-3506-6000(内線 3552)

FAX: 03-3506-6716

URL: <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>