

「Industry Eye」 第5回 プライベート・エクイティ・ファンド「近年に おけるわが国の PE ファンドの動向」

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

C&I プライベート・エクイティ・ファンド担当

シニアヴァイスプレジデント 永松博幸

I. はじめに

プライベート・エクイティ・ファンド(以下「PE ファンド」)の活動は、いわゆるリーマンショックの直前に「ファンド資本主義」と呼ばれるほど盛んであり、そのブームは「マネーゲーム」と批判されるまでに至った。その後金融危機の直撃を受け、PE ファンドによる買収ブームは沈静化したものの、最近では各国の金融緩和等で資金調達も容易となり、再びその活動は活発化傾向にあるとされる。

本稿ではそもそもPEファンドとは何かという点から、近年のわが国におけるPEファンドの活動を中心にその現況を平易に解説したい。

II. PE ファンドの概要

1. PE ファンドとは

ご承知のとおり、PE とは Private Equity の頭文字を取ったものである。ファンドと一口で言ってもさまざまな形態を取るが、PE ファンドは機関投資家等の出資者(Limited Partner “LP”)から集めた資金を主に非公開(Private)の株式(Equity)に投資し、当該企業の価値向上を図った後に当該株式を売却して利益を得る。すなわち投資後において財務施策や経営ノウハウ導入等による経営改善や、すでに投資済みのポートフォリオ企業(投資先企業)とのシナジーにより投資対象の価値を増大させ、LP へ満足できる投資リターンを還元することが PE ファンドの最終的な目標となる。

PE ファンドは極めて明快な行動原理で動く。投資リターンの獲得である。いかに”アルファ(収益の源泉)”を稼ぐかが PE ファンドにとっては重要であり、十分なリターンを LP にもたらしするためには、必然的に投資効率を重視することになる。

よって PE ファンドが買収した企業においては、その戦略や意思決定においてもリターンの高い事業へ「選択と集中」を実施することが多くなる。スピーディーに「選択と集中」を行う施策として M&A があるが、PE ファンドに買収された企業はこの M&A を使いこなして成長する傾向があるといえる。

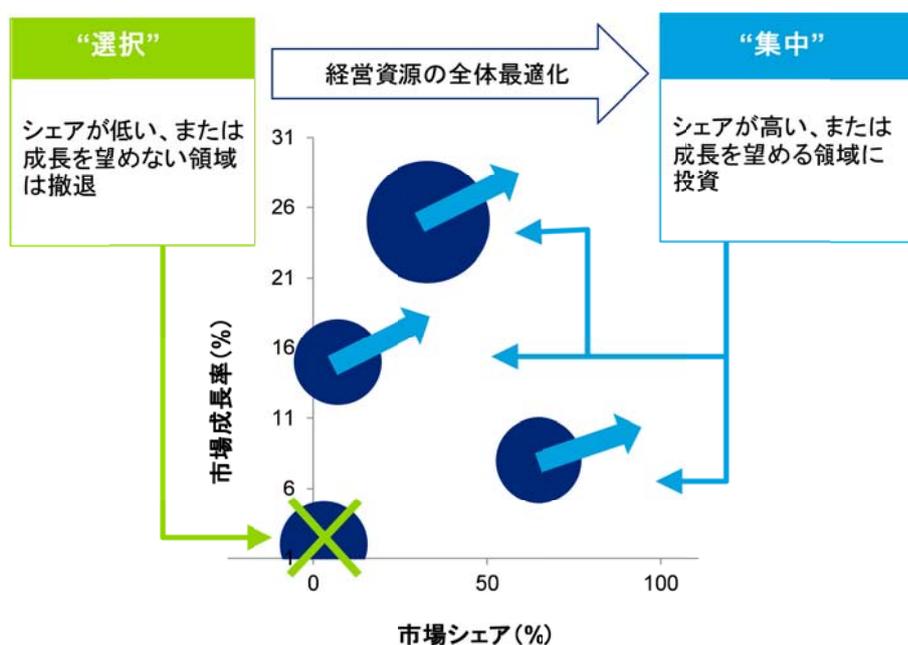
2. PE ファンドの企業戦略への活用～ノンコアの切り出し

では PE ファンドに買収される前の企業における「選択と集中」とはどのようなものか見て行きたい。

まず企業の事業ポートフォリオを構成する各事業単位を、その企業が重視している市場シェアや成長性、利益率等の KPI (Key Performance Indicator、重要経営指標) に基づき「成長事業」、「維持事業」、「撤退事業」等に分類を行う。上記分類により競争力がより高い事業単位へ重点的に資源配分を行うとともに、撤退事業として選択された低シェア、低成長、不採算事業、あるいは収益が上がっていても全社戦略の方針と合致しない領域から撤退を行うことになる。

ソニーが知名度も高いパソコン事業を日本産業パートナーズに売却した例や、パイオニアが非中核事業であるホームオーディオ事業をベアリング・プライベート・エクイティに売却した例、同じく DJ 関連機器事業をコールバーグ・クラビス・ロバーツ (KKR) に売却した例は、この「選択と集中」施策によるものである。またこのような事業譲渡によって得た資金を得意な中核事業分野に集中させることにより、一層の成長を目指すということになる。つまり PE ファンドへの売却を資金調達のための施策としても考えることができる。

事業ポートフォリオ組換の例



出典: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

3. PE ファンドと事業承継

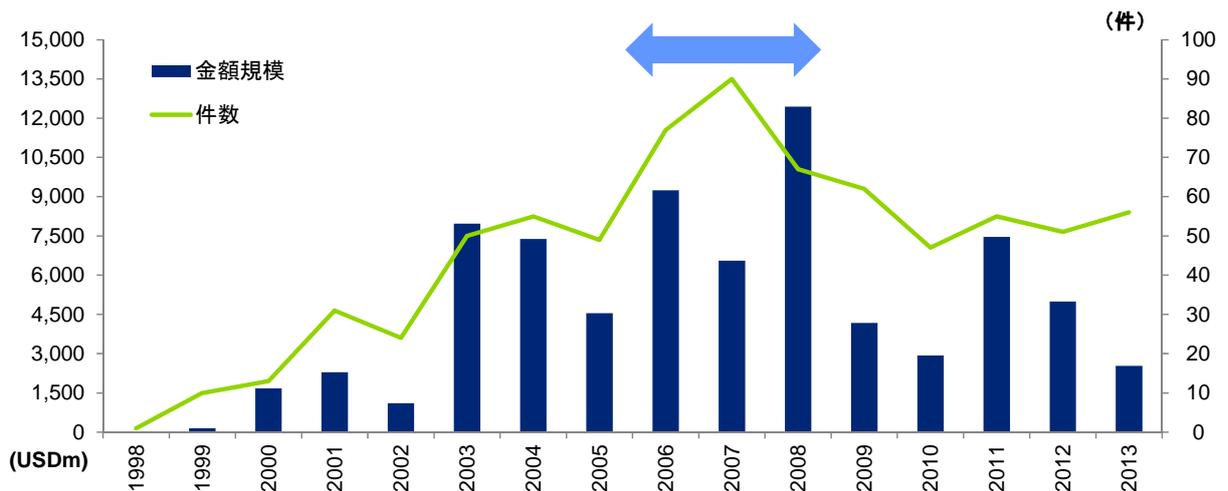
平成 21 年度税制改正によって「中小企業における経営の承継の円滑化に関する法律」に基づくいわゆる「事業承継税制」が導入され、非上場の中小企業の株式については一定の要件のもとで税負担を軽減させる措置が設けられた。ただしこの事業承継税制はあくまで中小の非公開企業のオーナー経営者をその主な対象としたものである。また適用に際して社内にすでに適当な後継者が存在することを前提にしており、社内に適当な後継者がいない場合のカバーはしていない。会社の規模が大きい場合や、社内に適当な後継者がいない場合はこの措置は適用が難しいことになる。このような場合、社外への M&A による売却も検討されるだろうが、さりとて長年のライバルである同業他社の軍門に下る、すなわち株式の売却もしたくない、という場合には特定の企業の「色」のついていない PE ファンドが受け皿になる場合も多い。この事業承継系案件としてはカーライルによるおやつカンパニーや、同じく三生医薬の買収が最近の事例として挙げられる。

III. PE ファンドの動向

1. PE ファンドを取り巻く外部環境

次表は PE ファンドの実施した買収案件の取引金額合計（金額規模）および案件数の推移をまとめたものである。1998 年に日本で最初に PE ファンドの買収案件と認識される M&A 取引が行われて以降、2008 年の金融危機（リーマンショック）に見舞われるまでの期間をピークとし、PE ファンドの活動は拡大傾向であった（グラフ 1 矢印の期間）。

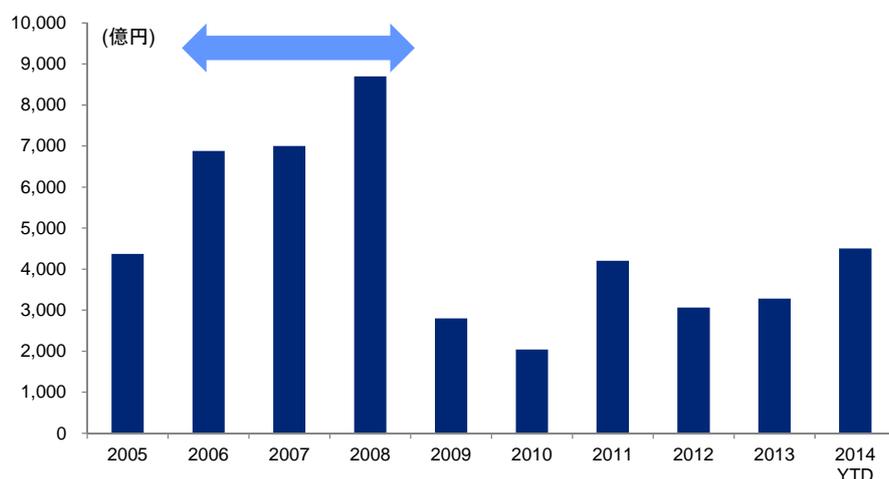
グラフ1.日本における PE ファンドによる買収の件数とその金額規模



出典：株式会社日本バイアウト研究所 「日本バイアウト市場年鑑 2013 年下半年版」よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

なお、一般的にPEファンドの買収案件に際しては、前述した目的の達成に向けて対象会社の株式を全て買い取る必要があるため、負債を一定程度活用するレバレッジドバイアウト(Leveraged Buy Out, LBO)の手法を取る場合がほとんどである。LBOにおける負債は買収対象企業の将来のキャッシュフローや資産を裏づけとして調達されることになる。2006年からの資金の過剰流動性により、海外の金融機関を中心にこのLBOローンの組成が盛んになり、PEファンドも豊富な資金を背景に従来では考えられなかった大型案件を次々に成立させた。ただしこのLBOローンは海外の金融機関を中心にローン担保証券(Collateralized Loan Obligation, CLO)を通じた資金調達も実施されていたため、いわゆるリーマンショックの影響に直面した。以下グラフでも示されているとおり、金融危機後2009年におけるLBO取り組み額は大きく減少、その後も減少傾向を続け、PEファンドの活動に大きな制約となった。

グラフ 2. 日本の LBO 取り組み合計の推移



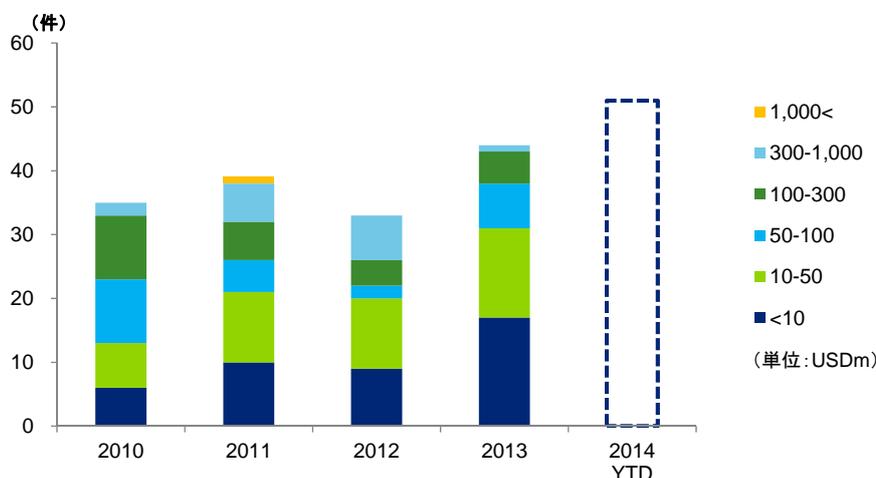
出典: Thomson Reuters データよりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

ただし近年はアベノミクスの影響に加え 2006 年からのファンドブーム期間中に投資された案件のリファイナンスや投資回収を背景に、LBO ローンの市場規模はリーマンショック以前に戻りつつあり、その復活しつつある LBO ローン市場を背景に、PE ファンドの活動も回復基調にあると言える。

2. PE ファンドの活動

次表は PE ファンドの買収案件のサイズごとの件数をまとめたものである。

グラフ3. PE ファンド買収案件サイズ別件数の推移

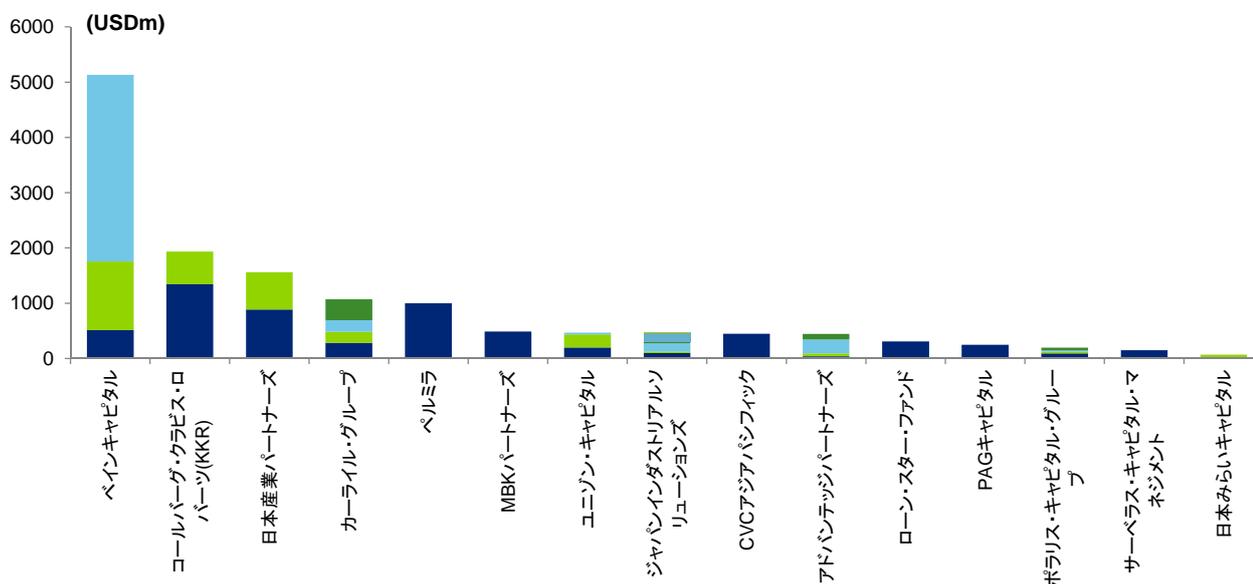


出典:株式会社日本バイアウト研究所「日本バイアウト市場年鑑2013年下半期版」、およびレコフデータよりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

2013 年を例にとると、投資サイズ 50 億円(USD50m)以下の比較的小規模とされる案件が全体の 2/3 程度を占め、大型 PE や外資ファンドが志向する 100 億円(USD100m)以上の大型案件は 5 件程度となっており、特に大型の案件創出における競争の激化が窺われる結果となっている。2014 年 10 月現在では速報値ではあるが、100 億円(USD100m)以上の大型案件は既に 51 件と 2013 年の件数を超える状況となっており、PE ファンドの活動回復を裏付ける結果となっている。

また次の表は直近 3 年間における民間の各 PE ファンドにおいて外部にアナウンスまたは報道されている買収金額を合計したものであり、一件あたり案件規模の大きい外資系 PE ファンドが上位を独占する結果となっている。(なお金額非公開の案件については算入できていない点、そのため、順位が変動する可能性がある点についてはご了承いただきたい。)

グラフ4. 直近 3 年間の各ファンド別投資額合計



出典:各ファンド公表資料、Bloomberg、Mergermarket よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成 (2014 年 10 月 10 日現在)

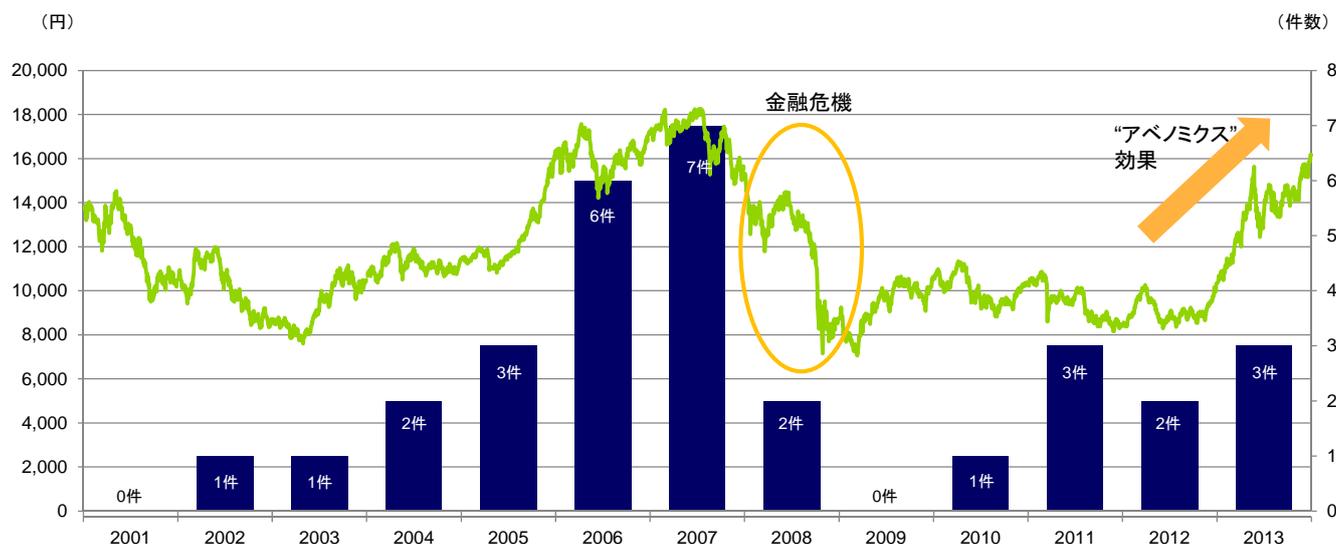
ベインキャピタルが目を引き、これはレストランチェーンすかいらーく買収の金額が大きいことに起因する(グラフ 4 水色部分)。KKR はパナソニックのヘルスケア事業買収の規模が大きく、カーライルはコンスタントに案件を重ねている。日系の PE ファンドで一番積極的に投資を実行しているのは日本産業パートナーズという結果となった。

3. PE ファンドの投資回収

PE ファンドの投資回収段階においては、株式の第三者への譲渡が必要となる。当該譲渡については M&A によるトレードセールか、株式市場への上場が選択肢となる。

現在のトレンドとしては株式市場も復調、投資家センチメント改善に伴い、PE ファンドの投資先の上場準備が加速している状況にあるといえる。2014 年に入り、すでに Joyful Honda、西武ホールディングス、ジャパンディスプレイ、すかいらーくのような大型の投資案件の上場が相次いでおり、このトレンドは株式市場が現状を維持する限りは続くものと想定される。

グラフ5. PE ファンドが主要株主の IPO の件数および日経平均株価の推移



左軸: 日経平均株価、右軸: PE ファンド系 IPO の件数

出典: 各ファンド公表資料、Bloomberg、Mergermarket よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社作成

IV. おわりに

以上簡単に PE ファンドとは何か、また近年の動向について駆け足で解説した。いわゆる「ファンドバブル」ブームから沈静化までの浮き沈みはあったものの、わが国の経済活性化のためには、リスクマネーの供給者として PE ファンドは一定の役割を担う存在として必要不可欠であると考えられる。また近年では PE ファンドは「ハゲタカ」ではないという認知も徐々に進んでおり、過去しばしば見られたファンドアレルギー的な認識も少なくなってきたという傾向を実感している。上記で触れたように、PE ファンドの活動はまた活発化しているため、本稿が、皆様の考える企業経営戦略において、PE ファンドの活用を選択肢として視野に入れる一助となれば幸いである。

本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザリー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,800 名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はトーマツグループ Web サイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザリーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組みクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。