

# 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

吉川 浩史

## ■ 要 約 ■

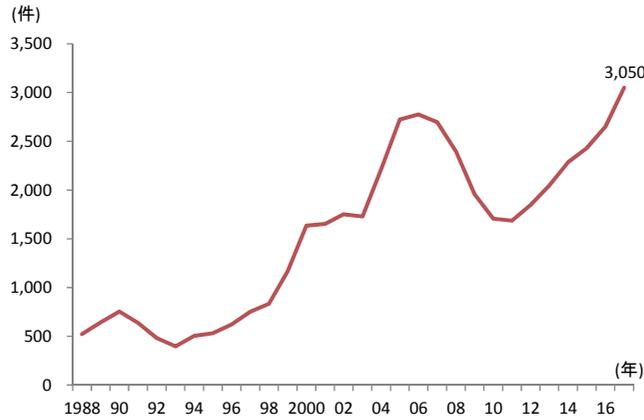
1. 近年の日本では M&A 件数・金額が増えており、特にプライベート・エクイティ（PE）の関与する案件の増加が顕著である。
2. PE の関与する M&A では、成熟企業の事業再編に伴い売却される子会社・事業部門や、後継者が不在の中小・零細企業に対する買収が増加している。いずれのケースでも PE には資金に加え、買収後の成長戦略の策定・実行が期待されることが多い。
3. 広義の PE として、企業や大学の運用するベンチャー・キャピタルによるベンチャー企業投資も活発化している。今後は、投資先のエグジット（投資回収）時に、買い手としての PE へのニーズが高まる可能性もある。
4. 近年は地方創生の観点から、地域産業の振興や観光資源の開発を通じた地域経済の活性化を目的に、自治体、地域金融機関、地域企業等が出資するファンドが地域の企業・事業者に出資する案件もみられる。
5. PE が関与する M&A の増加の背景には、企業等から PE が企業価値向上に取り組むパートナーとみられ始めたこともあろう。足元では米系 PE によるアジア地域を対象とする大型ファンドの組成が相次ぐが、日系 PE の組成は活発とは言えない。経済の新陳代謝を促すためにも、日系 PE による規模拡大と M&A のさらなる活発化が期待される。

## I 日本企業・ファンドの関わる M&A の活発化

日本の企業やファンドが買い手、売り手、または買収対象として関わる合併・買収・出資等（以下、M&A と表記）の案件が増加傾向にある。2017 年には案件数が 3,050 件に達し、過去最大であった 2006 年の 2,775 件を上回る（図表 1）。

国内外の内訳は、件数ベースでは国内同士（In-In）が全体の過半で推移し、2017 年も約 60% のシェアを占める（図表 2）。他方、近年は日本企業・ファンドによる外国企業を対象とする案件（In-Out）も活発である。特に、金額ベースでは 2015 年以降、In-Out の増

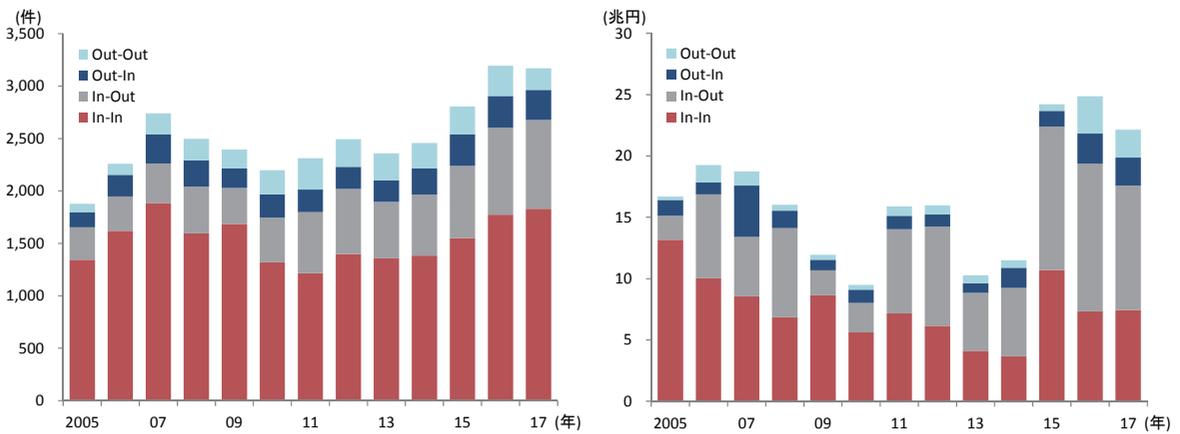
図表1 日本企業による M&A 件数の推移



(注) グループ内 M&A を含まないデータ。

(出所) レコフ社「MARR」統計より野村資本市場研究所作成

図表2 日本企業・ファンドによる M&A の件数・金額の推移  
(件数ベース) (金額ベース)



(注) 1. 「Out-Out」は、日本企業が売却側となり、外国企業による外国企業を対象とする案件。  
2. 金額はブルームバーグが把握できたもののみ。未完了の案件を含む。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

加が顕著で、2017年の取引金額は10兆円を超えており、全体の約半分を占める。

近年の大型案件を確認すると、成長産業であるITセクターや歴史ある日本企業の海外展開を図るクロスボーダーM&A、事業再編に伴うM&Aが含まれる(図表3)。日本企業の成熟化、業績改善、豊富な手元資金といった状況に加え、低金利、機関投資家による投資先企業に対する企業価値向上を目的とする働きかけ(エンゲージメント)等の環境変化も背景にある。図表3では、第3位、4位、6位、8位の案件は買収側にファンドが関わっており、ファンドがM&A金額を押し上げている様子もうかがえる。

図表 3 日本企業・ファンドの関わった近年の大型 M&amp;A・出資案件（2015～2017 年）

	発表年	買収側企業	対象企業	金額 (億円)	概要・目的
1	2016	ソフトバンク G	ARM HD(英・半導体)	33,000	IoT 分野の強化
2	2015	複数買収者 (国内企業 30 社)	関西国際空港、 大阪国際空港	22,000	空港運営権の譲渡 (コンセッション事業)
3	2017	複数買収者 (企業・ファンド)	東芝メモリ	20,000	東芝の再建
4	2017	複数買収者 (ソフトバンク G 等)	ウーバー・テクノロジーズ (米・ソフトウェア)	10,157	ベンチャー企業投資
5	2015	東京海上 HD	HCC インシュアランス HD (米・保険)	9,182	スペシャルティ分野と海外展開の強化
6	2016	複数買収者 (中国企業・ファンド)	スーパーセル (フィンランド・ソフトウェア)	8,997	ソフトバンク G(売却側)の選択と集中
7	2016	アサヒグループ HD	中東欧 5 カ国のビール 事業	8,940	欧州事業の拡大
8	2016	鴻海精密工業(台)	シャープ	8,470	シャープの再建
9	2015	JX HD	東燃ゼネラル石油	7,823	両社の経営統合
10	2015	日本郵政	トール HD(豪・物流)	7,468	日本郵政の海外展開

(注) 1. 取引金額は案件発表時のもの。未完了の案件を含む。

2. HD：ホールディングス、G：グループ。

(出所) ブルームバーグ、各社開示資料より野村資本市場研究所作成

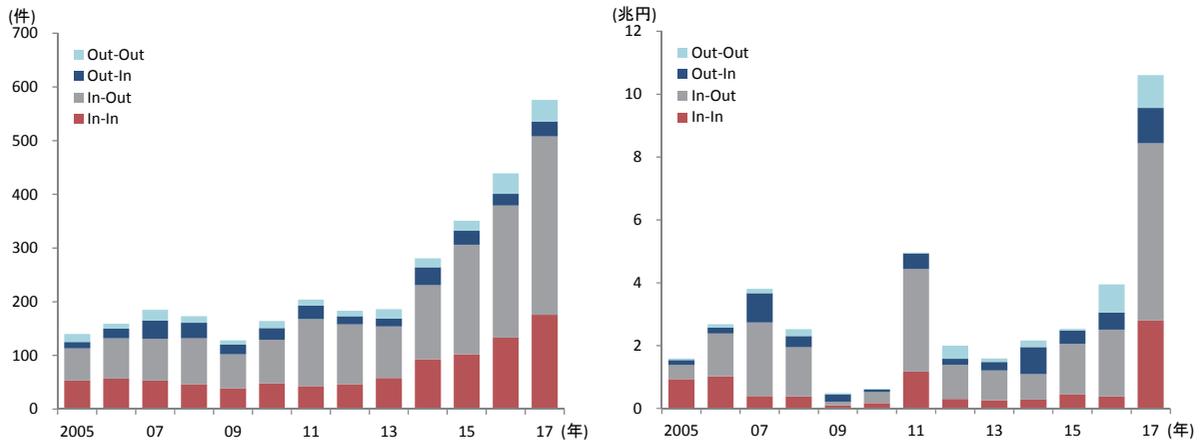
## II M&A 市場におけるプライベート・エクイティの台頭

M&A 件数・金額の増加には、プライベート・エクイティ (PE) ファンドの関与する M&A (以下、PE 関与 M&A) の増加が影響している。PE について、日本プライベート・エクイティ協会によると「広義には未上場企業の株式を意味し、未上場企業の株式の取得・引受を行う投資行為をプライベート・エクイティ投資」と呼ぶと定義されている。本稿では、未上場企業への投資や、企業価値向上のために上場企業を買収して非公開化を図るバイアウト・ファンドに加え、ベンチャー・キャピタル (VC) 等も広く PE ファンドとする。

日本の PE 関与 M&A の動向を確認すると、2005 年は年間 100 件強であったが、2014 年以降に急増し、2017 年には 576 件に上る (図表 4)。国内外の別では、In-In 案件が 2012 年の 46 件から 2017 年には 176 件へ 3.8 倍に急増している。In-Out 案件も同時期に 112 件から 332 件へと約 3 倍に増加し、2017 年の PE 関与 M&A 全体の 58%を占める。M&A 金額は公表案件のみの集計となるが、2017 年に In-Out 案件が 8.4 兆円と全体 (10.6 兆円) の 80%に達する。

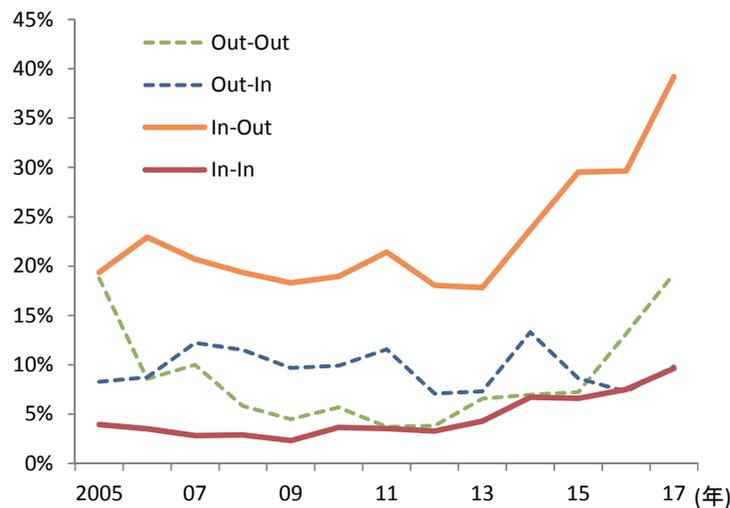
M&A 全体に対する PE 関与 M&A 案件の比率では、In-In は 2005 年の数%から足元の 10%近い水準まで増加し、In-Out は 2013 年の 18%から 2017 年には 39%まで倍増している (図表 5)。PE ファンドの関与が M&A 市場の活発化につながっており、以下では PE 関与 M&A にみられる傾向を概観し、今後を展望する。

図表4 日本企業の関わる PE 関与 M&A の件数・金額の推移  
(件数ベース) (金額ベース)



(注) 金額はブルームバーグが把握できた部分の集計。未完了の案件を含む。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表5 全 M&A に占める PE 関与 M&A の比率



(注) 案件数ベース。未完了の案件を含む。  
(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

### III プライベート・エクイティの関与する M&A にみられる傾向

#### 1. 日本企業の事業再編とプライベート・エクイティ

PE 関与 M&A のうち、成熟した上場企業グループの事業再編に伴う子会社や事業部門の売却案件には大規模な取引も多い。前掲図表3では第3位、第8位の案件が該当する。買収資金が大きいことに加え、成熟した大企業が選択と集中を進める場面や、成熟企業が事業立て直しのための成長資金や人材等のリソースを必要とする場面において、子会社等

の売却対象の成長戦略の策定・推進等の役割も期待されて PE ファンドが介在して進むケースもあり、目新しい動きではないが、近年さらに活発化している。

図表 6 は近年の事業再編に伴う PE 関与 M&A の事例であるが、例えば、日立製作所のグループ会社の PE ファンドへの売却は、日立グループの事業再編に伴うものである。同グループは約 10 年をかけて選択と集中を進めており、中核事業を抱える上場子会社の一部を完全子会社化し<sup>1</sup>、足元では非中核会社を分離し、同グループのリソースを重点分野に集約してきた。他方、売却された各社も独自の技術等の強みを持っており、日立グループの事業再編において、グループ戦略から離れて独自の事業戦略の下で成長する道を選択し、成長資金の供給と事業戦略の推進で PE ファンドの後押しを受けている。

一例を挙げると、建材機器等の日立機材は日立製作所の孫会社（日立金属の子会社）として東京証券取引所（東証）の市場第二部に上場していたが、同社の事業は日立グループの選択と集中において非中核事業とされた。しかし、国内市場で顧客等から高い評価を得ており、海外展開の積極化によって一層の成長が見込まれたため、独立系の PE ファンドであるカーライルの協力の下、2015 年にマネジメント・バイアウト（MBO）を実施し、グローバルに展開する高機能材料メーカーを目指すこととなった<sup>2</sup>。

2016 年 1 月にセンクシアへと社名を変更して独自の成長戦略を実行する同社は、海外売上高比率を 2025 年に 3 割まで高めることを目標としており（2014 年 3 月期時点では 13%）、また MBO に伴って 2015 年 7 月に上場廃止となったが、東証市場第一部への上場を目指している<sup>3</sup>。2017 年の日立工機と日立国際電気の案件も、日立グループにおける

図表 6 近年の事業再編・構造改革に伴う PE 関与 M&A の事例（2015～2017 年）

発表年	買収側	対象企業	金額 (億円)	背景・目的、エグジット等
2015 年	カーライル(米)	日立機材	289	日立グループの事業再編、海外展開の加速
	ユニゾン・キャピタル	参天製薬の抗リウマチ薬事業	450	参天製薬の事業再編、新設会社への移転
2016 年	KKR(米)	カルソニックカンセイ	3,456	日産グループからの分離、事業拡大の加速
	ユニゾン・キャピタル等	ゆこゆこ	202	地銀傘下のファンドとの共同買収
2017 年	KKR(米)	日立工機	913	日立グループの事業再編、事業拡大の加速
	KKR(米)	日立国際電気	2,547	同上、日立製作所が一部事業に再出資
	ペインキャピタル(米)	アサツーディ・ケイ	1,340	事業構造改革、3 年後の再上場が目標

- (注) 1. 外資系ファンドの場合、日本国内に設立した法人や傘下の特別目的会社を買収する案件も含まれる。  
2. 案件金額は、ブルームバーグの集計した発表時ディール総額に基づく。  
3. 日立国際電気の金額は、株式公開買付け後の日立製作所からの日立国際電気株式の買取額も含む。

(出所) ブルームバーグ、各社開示資料、報道等より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 詳細は、吉川浩史「わが国でも増加するクロスボーダー M&A によるグローバル展開」『資本市場クォーターリー』2009 年秋号を参照。2009 年時点では中核事業として情報通信システム、社会インフラ、リチウムイオン電池等を掲げ、現在も方向性に大きな変化はないが、重点事業領域として電力・エネルギー、産業・流通・水、アーバン、金融・社会・ヘルスケアを掲げている。

<sup>2</sup> CK ホールディングス（本案件のために設立されたカーライル傘下のファンド）のプレスリリース（2015 年 2 月 3 日）。

<sup>3</sup> MARR オンライン記事（2016 年 7 月 15 日）におけるセンクシア笠原社長に対するインタビュー。

事業再編の一環として実施され、両社は PE ファンドから成長資金と事業戦略面の支援を受け、独自に企業価値の向上を図っている。

また、2016 年に KKR が買収したカルソニックカンセイは、日産自動車グループの部品メーカーとして自動車向けの電子部品等を手掛けてきたが、親会社における系列取引の見直し等の流れの中、同社においても顧客層の多様化や自動車分野のサイバーセキュリティ<sup>4</sup>といった成長分野の強化等が一層重要となり、独自路線を歩むこととなった。

このような日本の上場企業グループにおける事業再編と、グループ会社における独自の成長戦略の推進において、PE ファンドは独立と成長のための資金の供給に加え、グループ会社の成長戦略の策定・推進にも関与している。PE ファンドは触媒として重要な役割を担っており、今後も PE 関与 M&A が増加すると予想される。

## 2. 事業承継ニーズの高まりとプライベート・エクイティ

事業再編に加え、近年は事業承継問題を抱える中小・零細企業における解決策として、PE ファンドが当該企業に対する M&A を行い、次世代の経営者の確保、事業戦略の構築、事業拡大を担うケースも増えている。一般に、大企業では適切なプロセスで選ばれた後任に経営者のポストが引き継がれ、中小・零細企業では従来であれば家族・親族に承継されてきた。しかし、近年は経営者の高齢化が進む中、後継者不在に直面することが多くなり、PE ファンドや同業他社、取引先等の第三者に当該企業が売却されるケースもある<sup>5</sup>。前述の上場企業の事業再編と比較すると、事業承継では売却対象の企業の規模が小さく、第三者に売却される際も案件自体が公表されないか、公表されても事業承継という目的や案件金額等の情報が公表されるケースは少ないため、具体的な案件数や案件金額を集計することは困難であるが、公表案件を確認するだけでも、全国的に多様な業種で確認することができる（図表 7、8）。

PE ファンドが買収するケースでは、対象企業に対し、成長資金の供給とともに、それまでオーナー経営者等が担っていた組織運営や経営戦略の機能も支援し、企業価値の向上を目指すことが多い。実際、カーライル・グループに経営が引き継がれたことで海外の販路開拓が加速し、2 年ほどで海外売上高比率が倍増し、グローバル企業への変革が進む企業もある<sup>6</sup>。また、独立系大手 PE ファンドのユニゾン・キャピタルは 2014 年、国内中堅企業を対象とする 700 億円規模のファンド組成を発表し、経営再建や事業承継のニーズへの対応を図っている。同ファンドには地域金融機関が 10 社弱出資しており<sup>7</sup>、地銀等の資金運用ニーズと地域企業の事業承継等のニーズに答えている。

<sup>4</sup> インターネットに接続した自動車（コネクテッドカー）のサイバーセキュリティ。

<sup>5</sup> 中小・零細企業における後継者不在の現状について詳細は、吉川浩史「地域企業の事業承継を円滑化する新たな方策の考察」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号を参照。

<sup>6</sup> 日刊工業新聞ニュースイッチ（2018 年 2 月 21 日）参照。

<sup>7</sup> 「ハゲタカの恐怖薄れ投資ファンドに追い風、日本の事業継承で機会」ブルームバーグ記事（2016 年 2 月 9 日）。

図表 7 近年の事業承継に伴う M&amp;A の事例 (PE ファンドが買い手のケース)

発表年	買収側	対象企業	対象企業の業種等
2014 年	カーライル・グループ(米)	おやつカンパニー(三重県)	製菓
	アント・キャピタル・パートナーズ	東京製作所(東京都)	工作機械等
2015 年	ベインキャピタル(米)	大江戸温泉物語(東京都)	レジャー施設
	ベインキャピタル(米)	日本風力開発(東京都)	風力発電事業
	アント・キャピタル・パートナーズ	ダーリングコーポレーション(山形県)	日用品等レンタル
	アント・キャピタル・パートナーズ	小松(山形県)	工事用資材の卸売、貸出
	福岡キャピタルパートナーズ	資さん(福岡県)	飲食店
2016 年	アドバンテッジパートナーズ	イチボシ(福井県)	水産加工
	日本プライベートエクイティ	サードウェーブエクステンジ(東京都)	中古家電等の買取・販売
	カーライル・グループ(米)	GGC グループ(岡山県)	もやし生産大手
	アント・キャピタル・パートナーズ	プラント・メンテナンス(東京都)	新興国プラント向け輸出
	とっとり地方創生ファンド等	寿電気(鳥取県)	電気工事業
2017 年	アスパラントグループ	ヤマト(千葉県)	食品卸、飲食店等 3 社
	アント・キャピタル・パートナーズ	木屋フーズ(東京都)	飲食店
	アント・キャピタル・パートナーズ	アルマード(東京都)	化粧品等の企画・開発・販売
	ユニゾン・キャピタル	ケイ・アイ・ティー(群馬県)	調剤薬局
	日本協創	金城重機(千葉県)	地質調査・工事

(注) 取引当事者が事業承継目的と発表していない場合でも、事業承継目的と報じられた案件を含む。

(出所) 各社開示資料、レコフ資料、報道等より野村資本市場研究所作成

図表 8 近年の事業承継に伴う M&amp;A の事例 (企業が買い手のケース)

発表年	買収側	対象企業	対象企業の業種等	買収目的
2016 年	白鶴酒造(兵庫県)	梅錦山川(愛媛県)	酒造	ブランドの獲得等
	鈴木栄光堂(岐阜県)	東京どりーむ(東京都)	小売り	販路拡大
	福島商店(鳥取県)	大山高原漬物丸山商店(鳥取県)	食品製造・販売	製造技術、人材、取引先等の獲得
	ノースヒルズ溶接工業(大阪府)	豊栄製作所(大阪府)	機械設計・製造	製造技術、販路等の獲得
	メイドー(愛知県)	日下歯車製作所(愛知県)	自動車部品	製造技術の獲得
	仙台第一交通(宮城県)	三和交通(新潟県)	タクシー業	他県への進出
	トーカイ(岐阜県)	クックサービス(愛知県)	給食事業	業容拡大
2017 年	大盛工業(東京都)	東京テレコムエンジニアリング(東京都)	NTT 局内の保守・管理	業容拡大
	イステムジャパン(東京都)	アスカビーエフ(東京都)	医療機関向け印刷物の製造・販売	医療機関向け事業の強化
	四国エンジニアリング(香川県)	阿部鉄工所(徳島県)	産業用機械の製造	技術獲得
	レンゴー(大阪府)	杉井工業所(千葉県)	紙・パルプ	納入先の維持、事業拡大

(注) 1. 取引当事者が事業承継目的と発表していない場合でも、事業承継目的と報じられた案件を含む。

2. 買収目的は買収側や対象業種の業種、顧客層等に基づく推測を含む。

(出所) 各社開示資料、レコフ資料、報道等より野村資本市場研究所作成

その一方で取引先や同業の企業が買収するケースも少なくない。事業承継問題を抱える対象企業に対する理解が深く、また取引関係の維持や、対象企業の技術や顧客基盤の獲得を通じた成長につながることを期待したと考えられる。図表 8 には 2016 年に自動車部品の製造会社間の M&A を載せているが、もともと両社はそれぞれ別の大手自動車会社と直接取引を行う系列企業であった。しかし、一方が後継者の問題に直面したため、もう一方が買収（子会社化）することで解決を図った。「系列」を超えた M&A となるため珍しい事例であるが、それだけ事業承継問題の解決が重要となっていることを示しており、また事業承継に伴う M&A をきっかけとして従来の取引関係の枠を越えた事業拡大につながる可能性があることも示唆している。

他の事例では、M&A は企業が単独で実施したが、PE ファンドが買収側企業に資金を提供したケースもある。例えば、製菓業の鈴木栄光堂が 2016 年 7 月、後継者問題を抱える小売業の東京どりーむを買収したが、案件完了の翌々月に日本政策投資銀行や十六銀行の出資するファンド（東海地域中核産業支援ファンド）が鈴木栄光堂に対して「M&A を通じた事業拡大の支援」を目的に、メザニンファイナンスを提供（優先株を取得）した<sup>8</sup>。

今後、事業承継ニーズに対応した M&A はさらに増加すると考えられるが、PE ファンドには様々な形態での資金供給や、事業承継後の事業戦略等の役割が求められよう。

### 3. ベンチャー企業投資の活発化とコーポレート VC 及びプライベート・エクイティ

大手企業の間では事業再編と並び、ベンチャー企業に対する M&A も活発化している。従来は、国内市場の成熟化を背景に海外展開、販路拡大、垂直・水平統合等を図る M&A が多く、大型のクロスボーダー M&A も実施されてきた<sup>9</sup>。それに加えて近年は、多くの産業において IT との融合やインターネットとの接続が進む中、社外のイノベーションの獲得を目的とするベンチャー企業投資も増加している。直ちに買収側企業の成長に結びつくものばかりではないこともあり、企業として直接 M&A を行うこともあるが、傘下に設けたコーポレート VC (CVC) を通じた M&A も増えている。また、従来は商社系ファンドのベンチャー企業投資が多かったが、近年は通信キャリア (NTT ドコモ、KDDI、ソフトバンクグループ) 等のセクターも CVC を活用している。本業とは少し距離のある先端的な分野のベンチャー企業に複数の企業が出資するケースもあり、2017 年 7 月には国内で複数の生命保険会社が人工知能開発を行うベンチャー企業に総額 7 億円強を出資している。

国内で VC への投資総額は増加しているが、年間投資額は 950 億円 (2016 年) と、米国の約 7.6 兆円 (同) と比較すると拡大する余地は大きく<sup>10</sup>、独立系 VC や金融機関系 VC、

<sup>8</sup> 日本政策投資銀行プレスリリース (2016 年 9 月 15 日) 参照。

<sup>9</sup> 詳しくは脚注 1 論文参照。

<sup>10</sup> 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」第 1 回会合 (2017 年 10 月 18 日) の配布資料参照。

さらに VC とともにベンチャー企業に出資する PE ファンド等による投資活動の活発化が期待される。

そうした動きに伴い、VC がエグジットで売却するベンチャー企業に投資する PE ファンドへの需要も拡大すると考えられる。一般に VC は投資先のベンチャー企業を長くても 10 年程度でエグジットするが、研究開発と収益化に 10 年以上を要するベンチャー企業の場合は上場等が困難なケースも少なくない。また、経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会報告書」（伊藤レポート 2.0）は、創薬型ベンチャー企業の課題として、黒字化前に IPO を行うも、黒字に転換できず取引所の上場廃止基準に抵触するケースや、創薬分野を含む赤字先行型のセクターのベンチャー企業が上場後に柔軟で機動的な資金調達を行えないという課題を指摘している<sup>11</sup>。

赤字の未上場ベンチャー企業が PE ファンド等から成長資金を獲得できる環境が整えば、米国のようなユニコーン（企業価値 10 億ドル以上の未上場ベンチャー企業）も現れ、IPO 時には黒字化と市場での高評価も実現し、上場後の追加的な資金調達も円滑に実行できるようになると期待される。VC から引き継いでミドル、レイター・ステージのベンチャー企業に投資する PE ファンドは、国内ではいまだ少数であるが、潜在的なニーズは大きいと言える。

#### 4. 大学系 VC、及び大学のシーズに注目する VC

PE 関与 M&A において、まだ件数、金額ともにシェアは大きくないが、大学系 VC によるベンチャー企業投資も実施されている。2014 年 6 月に閣議決定された日本再興戦略において、大学発の新産業創出を目指し、大学による VC 出資を認める方向性が示され、産業競争力強化法（2014 年施行）で実現したことを受けた動きである。

2014 年の京都大学と大阪大学による 100%出資子会社の VC 設立が初のケースとなり、翌年には東北大学も続いている（図表 9）<sup>12</sup>。2015 年には慶應義塾大学が私立大学として初めて出資子会社の VC を設立している。現在では 5 大学がそれぞれ傘下で VC を運用しているが、いずれのファンドも運用開始から 2~4 年程度しか経過していないこともあり、エグジットの実績としては大阪大学の 100%出資する VC で IPO が 1 件あったのみであり、今後は投資先の拡大とともにエグジット件数の積み上げが期待される。

産業競争力強化法の規定により、VC が大学から出資を受けるには「認定特定研究成果活用支援事業者」として認められる必要があるため、当該 VC は国立大学法人等の研究成果の事業化を投資目的としなければならない。VC には単なるリスクマネー供給ではなく、

<sup>11</sup> 経済産業省ウェブサイト「伊藤レポート 2.0『バイオメディカル産業版』（バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会報告書）を取りまとめました」参照。

<sup>12</sup> 2012 年度補正予算においてベンチャー・キャピタル投資の原資として、4 大学に 1,000 億円が出資されており、それを活用したもの。集中実施期間とされた 5 年間（2013 年 4 月～2018 年 3 月）の予算達成率が 26%との報道もある（日本経済新聞電子版「国立大 VC、資金使い切れず 達成率 26%にとどまる」、2018 年 4 月 2 日付）。

図表 9 大学傘下のベンチャー・キャピタル

設立年	大学名	大学の出資する VC 運用会社	投資先企業数
2014 年	大阪大学	大阪大学ベンチャーキャピタル	16 社
	京都大学	京都大学イノベーションキャピタル	19 社
2015 年	東北大学	東北大学ベンチャーパートナーズ	11 社
	慶応大学	慶応イノベーション・イニシアティブ	11 社
2016 年	東京大学	東京大学協創プラットフォーム開発	4 社

- (注) 1. 慶応イノベーション・イニシアティブは、慶應義塾大学傘下の慶應学術事業会から 80%、野村ホールディングスから 20%の出資を受ける VC。他の VC は、大学の 100%出資。  
2. 投資先企業数は直接投資した案件のみ。2018 年 6 月 1 日時点。

(出所) 開示資料等より野村資本市場研究所作成

事業計画の策定、組織編制、マネジメントの面での支援に加え、研究開発の成果である特許等の権利の帰属を明確化することで、円滑な事業化を図ることが期待されている。現状では、大学が 100%出資する VC において投資事業組合を組成し、当該 VC の出資を中心に、他の VC 等が参加してベンチャー企業投資を行うケースが一般的となっている。

また、大学の資金は入らないが、大学のシーズに注目して投資を行う VC も増加している。2004 年創業の東京大学エッジキャピタルは知名度が高く、大学等の研究機関の技術を活かすスタートアップ企業の設立支援と投資を行っている。同 VC は 2018 年 1 月に第 4 号となる新ファンドを組成し、創業以来、約 80 社に投資を行い、そのうち 9 社が IPO で、10 社が M&A でエグジットに至っている<sup>13</sup>。

最近では、他にも大学の資金が入らないが、大学と提携して大学名を冠することを認められた VC が増えている。例えば、「名古屋大学・東海地区大学広域ベンチャーファンド」は、名古屋大学を含む東海地区の 5 大学と日本ベンチャーキャピタルが連携し、共同で設立している。同 VC は、5 大学の研究に基づくシーズの事業化、5 大学の在学学生・卒業生が創業者や役員となっているベンチャー企業への投資に加え、大学の基礎研究分野の研究開発支援や起業家育成に取り組む方針を掲げており、中長期的な東海地区の産業振興も見据えている。大学からの出資が入らないため、産業競争力強化法によって VC の投資先が制約されることはなく、柔軟な投資活動が可能になるメリットがある。

さらに、文部科学省が 2012 年に大学発新産業創出拠点プロジェクトとして発足し、2015 年から科学技術振興機構に移管された大学発新産業創出 (START : Creating Start-ups from Advanced Research and Technology) プログラムにおいて、大学等の研究者と事業プロモーター (VC 等) を結び付け、起業前の段階から支援を行う取り組みも進んでいる。同プログラムにおいて、独立系 VC や金融機関係 VC が事業プロモーターとして大学発のベンチャー企業に投資するケースもみられる。

大学で研究開発された技術等の育成と事業化に重点が置かれている点が特徴であるが、大学傘下の VC や大学名を冠する VC においては、東京大学エッジキャピタルのように投資先のエグジットに至ることができるか否かが継続的な VC 投資の成功のカギを握ると言

<sup>13</sup> 東京大学エッジキャピタルのウェブサイト等参照。

える。また、ファンドには成長資金の供給とともに成長戦略の策定・実行という役割も期待されるため、独立系や金融機関系の PE ファンドが当該ベンチャー企業の価値向上に向けて大学系 VC と協業等を図ることも一案であろう。

## 5. 地方創生への取り組みとプライベート・エクイティ

### 1) 地域産業の振興

近年の特徴として、地方創生を主目的とするファンドの組成・投資の増加も指摘できる。主な投資目的として、地域産業の活性化や観光資源の開発を掲げるケースが多い。前者に関しては、地方銀行を筆頭に地域企業に出資するファンドを立ち上げ、地域の主要産業を担う中小企業や、地元のベンチャー企業への投資を行っている。前述の事業承継の支援を目的とする東海地域中核産業支援ファンドの投資案件も一例である。

またベンチャー企業支援の例としては、山梨県では成長企業の支援を目的に、やまなし新事業応援投資事業有限責任組合を 2014 年に設立し、山梨中央銀行や富士急行等の地域企業が有限責任投資組合員（LP）として名を連ねている。同ファンドの投資では、予め定めた医療・介護機器、生活支援ロボット、安全・安心な食品産業といった重点対象分野のベンチャー企業を選定し、ハンズオン支援を行っている。運用期間を 2014～2023 年に設定しており、エグジットとして株式公開、M&A、経営者による買収等を想定している。

実は、地域経済の活性化を目的とするファンド設立のブームは、1990 年代や 2000 年代にも巻き起こった。当時は自治体による投融資に対しては投資先の選定等における証券会社系・銀行系 VC への依存が批判され、それらの VC に対してはアーリーステージ企業に投資が行われなとの批判もがあった<sup>14</sup>。再び設立が活発化する地方創生ファンドにおいては、投資先の選定やエグジットの実現の成否が注目されよう。

また、もう一つの例として、独立系 PE ファンド運用会社でジャスダックにも上場するフューチャーベンチャーキャピタルは、各地方において地方創生ファンドを設立し、それぞれ地域金融機関等からの出資を受け入れて運用を行っている。同社のファンドは創業ファンド、事業承継ファンド、地域課題の解決を目的とするファンドから成り、地域産業の振興等に取り組みつつ、株主に対して収益の確保にコミットしている点が注目される。

<sup>14</sup> 日本経済新聞朝刊「自治体のベンチャー投融資 候補選定、外部頼み」（1997 年 1 月 18 日付）、同「ベンチャーは日本を変えるか」（1998 年 2 月 17 日付）を参照。

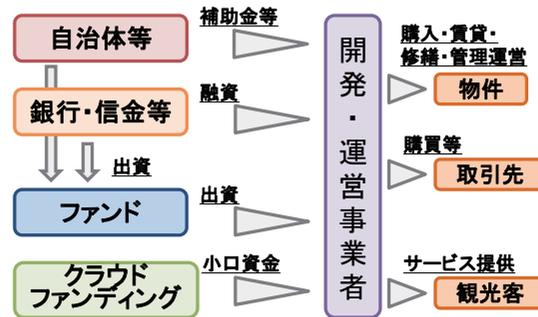
## 2) 観光資源の開発

団塊世代の退職によるシニア層の国内旅行の活発化や、訪日外国人旅行者の増加を背景に、各地域における歴史的資源の観光資源化が盛んになりつつある<sup>15</sup>。具体的には、武家屋敷、町屋等の古民家や酒蔵を、観光客向けの店舗や宿泊施設に改修し、地域の特産品や伝統文化の体験等を提供する取り組みが進んでいる。事業開発・運営事業者は資金調達において、地域金融機関等からの融資に加え、PE ファンド等からの出資や、最近ではクラウドファンディングも活用している（図表 10）。

内閣官房は農林水産省と観光庁から協力を受け、「歴史的資源を活用した観光まちづくり連携推進室」を設置しており、各地域から相談に対して支援策（物件改修等のプロセス、事業運営アイデア、専門人材、資金調達等）をワンストップで提供している。行政の積極的な後押しもあり、既に全国で多くのプロジェクトが立ち上がっている（図表 11）。

地域経済の活性化に重点が置かれるため、必ずしもエグジットを想定していないケースもあると思われるが、観光資源の開発等を行う開発・運営事業者等において企業価値が向上すれば、観光業や運輸業等の企業による M&A といったエグジットも可

図表 10 PE ファンドも関与する地方創生案件のイメージ図



（出所）野村資本市場研究所

図表 11 PE ファンドも関与する地方創生案件の事例

場所	目的	対応策	資金調達
兵庫県篠山市	限界集落と農村（耕作放棄地）の再生	古民家等の再生により城下町を実現し、観光資源化	・デベロッパーの出資 ・日本政策投資銀行等の設立した観光活性化マザーファンドからの出資・融資 ・地銀の融資
瀬戸内地域	瀬戸内のブランド化と地域経済の活性化	瀬戸内7県及び民間企業により「せとうち観光推進機構」を設立し、DMOとして観光地域づくりを推進	・国、自治体の補助金 ・日本政策投資銀行や地銀等の設立した、せとうち観光活性化ファンドからの出資 ・地銀の融資
滋賀県近江八幡市	観光資源の有効活用による地域の活性化	酒蔵等の歴史的建築を宿泊施設に改修し、日帰り中心の観光地への宿泊客の呼び込み	・運営会社の自己資金 ・地銀・信金の融資 ・購入型クラウドファンディングによる小口資金の調達

（出所）「歴史的資源を活用した観光まちづくり連携推進室」より野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> 2017年の日本人国内旅行者数は約6億5,000万人、訪日外国人数は3,000万人弱に達する。

能である。そのようなケースを想定し、今後は独立系や金融機関系の PE ファンドが関与することも十分に考えられる。

## IV 今後の展望

### 1. PE ファンドに対するニーズの高まりと背景

近年、日本の上場企業は、中核事業への集中という観点から子会社の売却を進めているが、一方で技術・ノウハウを持つ子会社自身も、顧客の多様化や海外展開等の独自の成長戦略を描いている。そうした状況において、独立系の PE ファンド等が介在して両者のニーズに応える M&A を実行するケースが増加している。また、事業承継問題に直面する中小企業の増加に対しては、PE ファンドによる M&A や、PE ファンドから資金供給を受けた企業による M&A が増えている。さらには、大学発の技術等を持つベンチャー企業や、地方経済の活性化に取り組む企業やプロジェクト等に対しても、独立系や金融機関系 PE ファンドの関与が確認できる。

いずれのケースも、PE ファンドには成長資金の提供と事業拡大のサポートという役割が求められており、こうしたニーズの高まりは PE 関与 M&A の増加として統計にも表れ始めている。以前は、ファンドによる企業買収に対し、対象企業の解体や蓄積した流動資産（現金等）の吸い上げ等への警戒も強かったが、PE ファンドが企業価値の向上に取り組むパートナーとしてみられつつあるという変化も背景にある。

### 2. 米系 PE ファンドのアジアにおける活動の活発化

今後の日本における PE 関与 M&A を展望する上で、PE ファンドに出資する機関投資家や運用会社の動向も重要となる。日本の先を行く米国では、年金基金等の長期的な視野で運用を行う機関投資家が PE ファンドへの投資を拡大してきた。例えば、カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）では、既に運用資産残高の約 3,500 億ドルのうち、約 260 億ドル（7.4%）を PE ファンドに出資している<sup>16</sup>。足元では、新たに PE ファンドを運用（インハウス運用）して非上場企業等に直接投資するプロジェクト（Direct CalPERS）も進み、2019 年以降に年間最大 130 億ドルのペースで「直接投資」を行う計画である<sup>17</sup>。

また、米国で近年成長著しいファンド運用会社の一つにブラックストーンがある。同社は、PE を一部門として抱えるのみならず、他にイノベーション分野に投資する部門や、非流動資産のソリューションを提供する部門（ヘッジ・ファンド・ソリューション部門）等を幅広く運営する運用機関である。同社の PE 部門は、既に約 1,110 億ドルの運用資産規模を持ち、オペレーションの改善や事業再編によって企業価値向上の可能性のある企業

<sup>16</sup> 2017 年 6 月末時点。CalPERS 開示資料（Comprehensive Annual Financial Report）参照。

<sup>17</sup> CalPERS プレスリリース（2018 年 5 月 17 日）参照。

に投資しており、産業の新陳代謝を活発化している。他方、イノベーション（への投資）部門は、サイバーセキュリティ、クラウド等を活用するテクノロジー、フィンテックの3分野に投資しており、第4次産業革命を加速している。

最近の同社はアジア地域を強化しており、2018年6月12日には、同社として初めてアジア地域に焦点を当てたPEファンドを立ち上げ、上限の23億ドルを集めたと発表している<sup>18</sup>。同ファンドはハイエンド領域の製造・サービス業やヘルスケア分野等への投資を予定する。現在同社のPEファンドにおいて日本、中国、インドといったアジアの主要市場で地位を確立し、取引規模が拡大していることが背景にあるとも報じられている<sup>19</sup>。

ブラックストーン以外にも、2017年にはアジア地域を対象とする342のPEファンドが組成されて1,070億ドルを集め<sup>20</sup>、今年に入っても2018年5月にはカーライル・グループがアジア地域で65億ドルを集めたPEファンドを立ち上げたと報じられている<sup>21</sup>。これらのPEファンドの資金が日本企業の事業再編、事業承継、成長資金等のソリューションで活用されると、米系PEファンドの日本国内での活動は一層盛んになるう。

### 3. 日系PEファンド拡大の可能性

一方、日本にも世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）をはじめ、複数の年金基金や保険会社等の機関投資家が存在する。しかし、機関投資家によるPEファンドへの出資は活発とは言えない状況である。例えば、GPIFの運用資産残高は約163兆円（2017年末時点）に上り、資産配分の基準（基本ポートフォリオ）においてオルタナティブ資産の上限は5%に設定されているが、実際には同資産が年金積立金全体に占める比率は0.07%（2017年3月末時点、約1,000億円）に留まる<sup>22</sup>。ただし、GPIFでは2017年4月に運用機関の公募を開始し<sup>23</sup>、PEファンドを含むオルタナティブ資産への投資拡大に向けて動き出しており、こうした変化が他の年金基金や保険会社等に広がるか注目される。なお、ソフトバンクグループは同社によるベンチャー企業に対する直接投資に加え、傘下で大規模なPEファンドのソフトバンク・ビジョン・ファンドやデルタ・ファンド等を運用し、人工知能や自動運転といった社会・経済のイノベーションにつながる可能性の高いベンチャー企業への投資を拡大している。国内外のベンチャー企業の創出・成長の促進への寄与が期待され、同様のVCの拡大も注目される。

PEファンドの関与するM&Aへのニーズは高まる中、独立系や金融機関系等のPEファンドの規模拡大が、経済（特に産業）の新陳代謝を促す事業再編、事業承継等の様々な局面のM&Aの活発化につながることを期待される。

<sup>18</sup> ブラックストーンのプレスリリース（2018年6月12日）参照。

<sup>19</sup> “Blackstone raises \$9.4 billion for Asia real estate, private equity funds,” *Reuters*, 2018/6/13.

<sup>20</sup> “Bain Capital targets \$4 billion for new Asia fund: source,” *Reuters*, 2018/4/26.

<sup>21</sup> “Carlyle set to close new Asia fund at \$6.5 billion: sources,” *Reuters*, 2018/5/7.

<sup>22</sup> GPIFの業務概況書（2016年度版）参照。

<sup>23</sup> GPIFのウェブサイト「オルタナティブ資産の運用機関の公募について」参照。