

リスクマネーの新しい流れ

～コロナ禍におけるプライベート・エクイティ投資の広がり～

京都大学経営管理大学院 特別教授
一橋大学大学院経営管理研究科 客員教授
SBI大学院大学 教授

幸田 博人



1. はじめに

—コロナ禍とリスクマネーの重要性

2021年に入っても、新型コロナウイルス感染症（以下、COVID-19）が簡単には収まらない中、日本の将来の成長に向けた歩みは、その難しさが日に日に増している。特に、2020年代の

人口減少・高齢化の急速な進展など社会・経済構造の大きな変革期の局面の中で、そうした困難性に、総合的かつ体系的に取り組む必要があるところ、どのようなアプローチでスピード感ある時間軸で抜本的に構造改革を進めていくか、なかなか一筋縄ではいかない状況となっている。今回のコロナ禍の経験を通じて、日本国内において、日本の経済競争力や社会を動かしていく仕組みそのものに対する危機意識は高まり、例えば、足元の医療体制そのものの脆弱性ととも、デジタル化の遅れが招いた行政の政策実行性に対する不安感など様々な日本の社会・経済構造の弱点が目に見える形で顕在化している。

将来の成長に向けたイノベーションの重要性を意識して、第4次産業革命やSociety5.0などのテクノロジー進展を取り込むべき様々な取り組みがなされているが、グローバルな取り組みとの比較感では、投資の規模の絶対的な不足感、取り組みのスピード感に物足りな

＜目 次＞

1. はじめに

—コロナ禍とリスクマネーの重要性

2. プライベート・エクイティに対する期待の高まり

—特に、「PE」投資に対する関心の高まり

3. コロナ禍における「PE」投資の現状

4. 「PE」投資に係る課題とその方向性 —ポストコロナ時代のプライベート・エクイティ

5. おわりに

さがあり、また、産官学連携上の課題もあり、彼我の差は大きい。こうした新しいイノベーションを継続的に産み出していくためには、何よりも、それを支えるべき人材面の基盤、特にダイバーシティが重要となる。まだまだダイバーシティに広がりがないことに加え、雇用の流動化などの働き方改革に向けた取り組みも途上である。こうした日本の社会・経済構造に係る様々な問題が、あらわになっている一方で、日本を含めた世界的な株価の上昇に伴う株式市場の活況が、潤沢な資金の下で、流動性の高い金融市場のマネーが株式市場に集中し、必ずしも、将来に向けた設備・技術・人材などの投資や、合理的なリスクをとったエクイティ投資に資金が流れていない面がある。

このように、リスクマネー供給の重要性が益々増しており、リスクマネーに係る論点について関心が高まっている。後述するように、プライベート・エクイティに係る論考や提言が足元増えていること、昨年後半には、株式会社産業革新投資機構（以下、JICと略す）によるプライベート・エクイティの本格的なファンドが2つ立ち上がり始動しはじめたこと、また、新しい枠組みや特徴的な投資領域を対象としたファンドの設立計画など、様々な取り組みも広がり始めている。

なお、ここで、プライベート・エクイティとは、未上場株式（エクイティ）投資という定義で、バイアウト型（議決権を過半数以上取得し企業価値向上を行う投資形態）とスタートアップ企業などベンチャー企業に対する投

資の両方を含む概念であるが、本論考においては、紙数の関係もあり、今回は、バイアウト型投資について、主に論じることとする。バイアウト型投資について、「PE」投資と略し、ベンチャー型投資については「VC」投資と略して記述することとする。

以下、コロナ禍の下で広がる「PE」投資に係るリスクマネー供給の足元の状況を評価しつつ、今後の課題などについて、論じていきたい。中期的に、リスクマネー供給が広がり、日本の競争力向上に向けた取り組みにプライベート・エクイティが欠かせないことについて論じる。

■ 2. プライベート・エクイティに対する期待の高まり

—特に、「PE」投資に対する関心の高まり

最近、バイアウト型投資としての「PE」投資について、政策当局の研究センターなどから相次いで、いくつかの提言レポートが出ている。「PE」関係者の間でも、話題になっている。一つは、金融庁金融研究センターのディスカッションペーパーとして、「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～」が2021年1月に出されている。そのレポートにおける問題意識は、グローバル「PE」マーケットの活況に比して、日本の「PE」マーケットは緩やかな成長にとど

まっております、「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」が必要であるとしている。そのための具体的アイデアなどについても言及している。

また、日本銀行のレポートとして、「わが国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの可能性—アイデアとコミットメントのあるファイナンスへの期待—」が2020年12月に出ている。このレポートでは、ポストコロナ時代と環境変化について概観的に見たうえで、PEファンドの現状と課題を整理している。更に、PEファンド活用の選択肢についての可能性を視野に入れつつ、事業再編に係るプロ人材の確保などいくつかの課題について指摘している。

また、PEファンド在籍の方による論文として、一橋大学の先生の指導の下、「プライベート・エクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析」が、『証券アナリストジャーナル』2020年10月号に掲載された。未だ学術面におけるPE投資に係る先行研究や実証分析は、「PE」ファンドの歴史も浅いこともあり、まだまだ僅少で十分には行われていない状況である。本論文は、国内のPEファンド投資先の被買収後パフォーマンスの計測を行うなどの研究論文となっている。

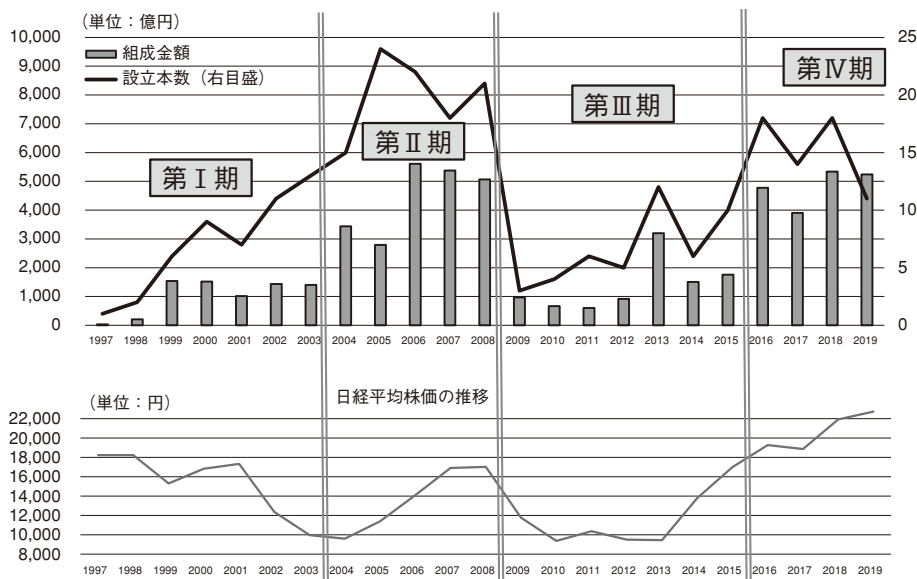
こうしたレポートなどが、昨年後半から2021年初にかけて、いくつか出されてきていることなどを見るにつけ、ようやく、日本における「PE」が、金融機能としての認知を得つつあるのではないかと思う。もともと、

「PE」については、最近まで“ハゲタカ”イメージもあり、企業サイドからの拒絶反応なども強くある。上場企業に対する“アクティビスト”と同様の良くないイメージが定着していた。ようやく、足元までの「PE」ファンドの地道な活動が、時間とともに、前向きな評価が得られるようになってきた面もあり、徐々に理解度が進みつつある。しかしながら、大学・ビジネススクールなどのアカデミズムにおいて、学生向け講義科目としての定着を図りつつ、ある程度研究面においても実証分析などの蓄積が必要だと考える。「PE」の分野は、コーポレートファイナンスやM&Aと同様に、実務家との連携をベースに、アカデミズムにおいて「PE」の知見を高め、研究を深めていくことが大事である。「PE」の機能に係るパフォーマンス計測なども重要であり、また、経営面における企業価値向上に係る手法やプロセスなど多面的な観点からの産学連携的なアプローチをベースとした教育面や研究面の蓄積が望まれるところである。

■ 3. コロナ禍における「PE」投資の現状

日本企業を対象とする「PE」については、まだ20年を少し超える活動状況であり、歴史としては、まだまだ短いところである。欧米との年間取引金額の規模の比較感（GDP対比やM&A規模のウェイトなど）では相対的に小さく、また、日本における大型ファンドのプレイ

(図表1) 日本の「PE」バイアウト・ファンドの組成(4つの時期区分)



(出所) 各種資料・データより筆者作成

(注) 各暦年の、始値・高値・安値・終値の平均値。

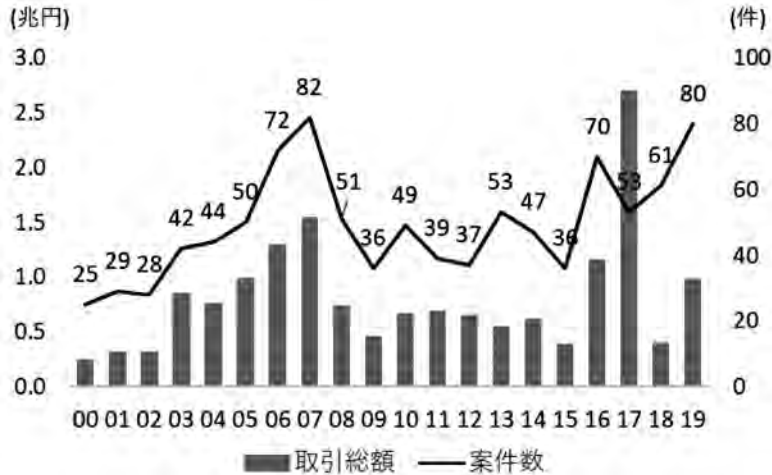
ヤーも外資系がほぼすべてを占めており、まだまだ、「PE」マーケットとしては、途上である。

図表1で示した通り、日本の「PE」の歴史は、1990年代後半以降であり、大きく4つの時期区分が見てとれる。第Ⅰ期は、事業再生から「PE」がスタートし日系ファンドも立ち上がりはじめた草創期とも言えるべき時期、第Ⅱ期は、事業会社からのカーブアウト投資案件なども増え始め、新たな日系ファンドも増加し少しずつ浸透しはじめた時期、第Ⅲ期は、リーマンショックの影響が直撃し撤退ファンドも出るなど低迷時期、第Ⅳ期は、多数の大型外資系ファンドも本格的に参入し、案件ではオーナー事業承継案件の急速な広がりや大企業の事業部門売却案件も定着す

るなど、本格的に「PE」投資が定着した時期である。こうした歴史を見てとると、ようやく「PE」投資の認知が得られ、また、コロナ禍での今後の「PE」投資の更なる成長が期待される局面に入っていることが、よくわかる。この4つの時期ごとの詳しい評価や論点などは、あらためて、今後まとめて論じていきたいと考えている。

ここ数年の「PE」に係る年間取引金額の平均的な取引水準は、図表2に示した通り、おおむね1兆円程度は超える水準感を確保している。そうした中で、2020年以降足元まで、個別案件ベースでの、広がりが見えてきている。具体的には、武田薬品の大衆薬事業を「PE」ファンド(ブラックストーン)が取得、オリン

(図表 2) 「PE」取引総額・案件数推移



(出所) 日本プライベート・エクイティ協会HPの資料を筆者にて加工

(注) 取引額10百万USD以上としてAVCJが報告している案件。インフラストラクチャー、不動産取引を除く。

パスの映像事業を「PE」ファンド（日本産業パートナーズ）が取得、ウォールマートの西友株を「PE」ファンド（KKR）と楽天が取得など、大企業の事業再編に係る案件が着実に増加している。しかも、従来は、大企業としてはコア事業とノンコア事業の選別の下で、ノンコア事業を売却するという戦略がベースにあったと言えるが、近時、コア事業というべき事業に極めて近接した領域も、そうした売却対象になってきている。大企業の事業戦略としては、聖域はなくなりつつあり、コーポレート・ガバナンス・コードやスチュワードシップコードの浸透の中で、ROEアプローチや資本コストを踏まえた対応が徐々に出てきており、注目される場所である。また、案件としての広がりも、総合メディカルのMBO案件を「PE」ファンド（ポラリス・キャピタ

ル・グループ）が手掛け、また、X線分析・測定・検査機器の企業であるリガクについて、「PE」ファンド（カーライルグループ）が手掛けるなど、オーナー系案件や事業承継型案件にも、「PE」ファンドに係るケースも急速に増えている。特に、オーナーの高齢化進展や後継者不足などから事業承継案件は相当程度増えている。2013 年あたりから、事業承継案件が着実に増えてきており、このコロナ禍の進行の中で、更に、こうした事業承継案件と「PE」ファンドの関わり合いは、増えてくるものと見込まれる。

運営者としての「PE」ファンドの状況は、昨年2月以降のコロナ禍の進行や昨年4月の緊急事態宣言下の経済活動が縮小する中で、厳しさが増すものと見られていた。一時、それぞれの「PE」ファンドが抱えているサービス系

や飲食系などの投資先のポートフォリオが痛み、資金をファンドに提供している投資家からのプレッシャーやレバレッジド・ローンを組んでいる金融機関とのコベナント条項などへの対応に相応の時間もとられ、新規案件にリソースが割きにくいなどの状況が生じていた。海外機関投資家からの日系ファンドへの資金提供もコロナ禍の進行で厳しいとの見方も強かった。

その後、株式市場が活況を呈したことに加えて、ポストコロナ時代を展望して、大企業においても、事業見直しを早急に行い新たなビジネスモデルに変革していく必要性が強く意識され、大企業からのカーブアウト投資案件のパイプライン化が増加し、また海外の機関投資家も日本企業に対する旺盛な投資意欲なども急速に回復し、「PE」ファンドによるリスクマネー供給への期待は、全般的に広が

ってきている。外資系ファンドは旺盛な投資意欲を継続しており、また、日系のポラリス・キャピタル・グループの5号ファンドが1,500億円規模に達するなど、コロナ禍の下で、リスクマネー供給が広がりつつある。

更に、官民ファンドとしてのJICによる新しいファンドが2つ立ち上がっている。JICは当初の混乱から活動が約1年程度遅れていたが、2019年12月の新体制発足後2020年に入り本格的に動き出した。最初に、2020年7月にベンチャー・グロース領域へのリスクマネー供給のためのファンドGP会社としてJIC Venture Growth Investments（以下JIC-VGIと略す）を、1,200億円規模のファンドとして立ち上げ、既に9件の投資実績がある。JIC-VGIとして、1件あたりの投資規模が20～30億円程度のグロース投資が多く、また、

政策的な観点でのDX（デジタルトランスフォーメーション）企業が多いという特徴である。この次のファンドとして、2020年9月に、新産業の創造、国際競争力強化のための事業再編、DX促進などの観点でのリスクマネー供給のため、JIC Private Equity（以下、JIC-PEと略す）を、2,000億円規模（+2,000億円のJIC共同ファンドあり）で立ち上げている。この後者のファンドJIC-PEが、本論考の対象としているバイアウト型投資としての「PE」となる。日本におけるバイアウト型投資を通じたリスクマネー供給の重要性や政策的観点からの競争力確保などについて視野に入れると、こうした官民ファンドの役割の重要性は浮かび上がってくる。一方で、JICが前面に出てこうしたリスクマネー供給を行うというよりは、むしろ、民間「PE」ファンドとの連携を強く意識し、かつ補完的な呼び水機能をはたして、リスクマネー供給の裾野を広げていくことが大事であると考ええる。

■ 4. 「PE」投資に係る課題とその方向性

ーポストコロナ時代のプライベート・エクイティ

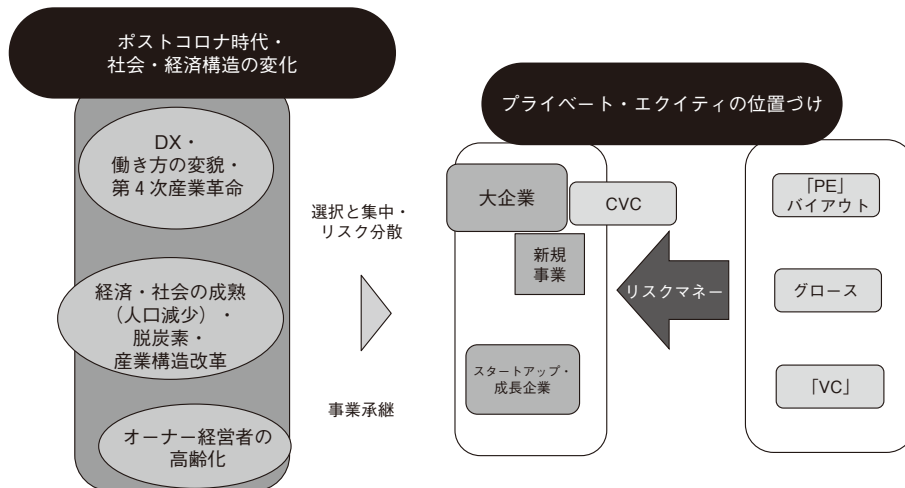
今回の新型コロナの問題は、グローバル社会や資本主義のあり方そのものへのアンチテーゼとしての側面を強く持っている。株主至上主義には、その対抗軸として、ESGやSDGsなどの視点から長期的な企業価値向上

に向けた取り組みをベースに、企業価値向上に向けた戦略を構築することの重要性が浸透しつつある。また、企業サイドには、デジタル社会の下での「非接触型経済」や「分散型社会」などが求められ、非集中型のノンコア経済圏を前提とした組立ても必要となる。新型コロナにより、企業の経営環境は大きな試練にさらされ、観光業、航空、アパレル、小売り関連、飲食業などビジネス本業が未曾有の危機下にある産業群だけではなく、ユーザーニーズに対面主体で対応し、デジタル化に遅れていた企業なども含めて、すべての産業、企業に大きなチャレンジが求められている。

「デジタル化」に企業がどう取り組むか、最近では、「IT化」ではなく、「デジタル化」という用語が使われる。「IT化」とは、例えば、書類をベースとした既存の業務フローについて、システム化や電子化を通じて、効率化やコスト削減を進めることを意味しており、手段としての「IT」を活用するということである。一方、「デジタル化」は、「デジタル」がもたらす業務変革や事業変革などに通じることから、「デジタルトランスフォーメーション（DX）」^{（注）}という理解とつながり、経済構造の仕組みの変革につながる概念として理解される。そのDXへの取り組みが、まさに、企業のビジネスモデル変革のコアイシューとなる。

筆者の問題意識としては、こうした、企業のビジネスモデルそのものの変革が要求される中で、「PE」ファンドに、そうした知見をうまく組み合わせて、企業価値を上げていく

(図表 4) ポストコロナ時代のプライベート・エクイティ



(出所) 各種資料より筆者作成

ことができるかということになる。ポストコロナ時代は、経済構造、社会構造が大きく変容し、分散型経済、非接触型経済への移行が急速に進行する。そうした中で、企業がビジネスモデルを変えていくためには、第4次産業革命などの進展を取り込みながら、DXを通じた本業強化を進め、同時に事業集中リスク回避の動きも必要となろう。そこに「PE」ファンドとしてのリスクマネー供給が広がり、チャンスは更に芽生えてくるものと思われる。「PE」ファンドとしては、企業やオーナー経営者には、まだ潜在的には存置していると思われるファンドに対する抵抗感を払拭しながら、企業価値向上にあたっては、特に、DX促進のアプローチを併用し、更に、グローバルな取り組みの強化の下、追加のM&Aなども組み合わせつつ、企業価値向上に取り

組む必要がある。図表4は、「PE」ファンドを巡る環境変化とその課題をトータルに図解して示したものである。ポストコロナ時代と日本の社会・経済構造の変化にリスクマネー供給の流れの広がり強く求められる。

ポストコロナ時代の「PE」の広がりについて、どの程度の可能性をみておくかは、大事な論点である。足元、大企業が事業再編について、スピード感をもって進めていく動きが強まっていることや、オーナー経営者の事業承継ニーズの高まりなど、「PE」ファンドからみた投資先(企業)の様々な可能性が広がっていること、同時に、内外投資家、その中でも特に海外機関投資家が、ゼロ金利状況のなかで、オルタナティブ投資に一定程度傾斜せざるを得ない状況にあり、なかんずく、「PE」投資が、リターンとボラティリティの

関係から投資対象としての一定の安心感が見込まれる状況が、継続するものと思われる。

勿論、日本企業におけるM&Aの金額規模やクロスボーダー案件への取り組みがまだまだ少ないことなどが、「PE」ファンドを急拡大させるまでには至らない環境認識ももっておく必要はあろう。

このようにある程度、「PE」ファンドには、追い風もある環境であるとする、と、「PE」ファンド側としては、投資アイデア、企業価値向上のために手法や運営についての能力、また、ベースの人材面などの体制構築など、「PE」ファンドそのものの能力や水準が問われることになると思われる。

そうした中で、何が重要かと考えると、まずは、「PE」ファンドが、投資を行うにあたって、日本の社会課題とのリンケージを強く意識することである。企業価値向上を中長期的に行うことが可能かどうかの見極めは、日本の様々な社会課題、具体的には、人口減少の加速化、シニア化の急速な進行、経済・産業・行政面におけるデジタル化の遅れ、エネルギーにおける地球温暖化問題(脱炭素問題)、消費スタイルなどの変化を意識し、その意味合いや効果を図って投資に取り組むことが大切である。足元、まだまだCOVID-19の収束の見通しは定かではないが、新たな社会のあり方の構築に向けた様々な視点も提示されつつあり、ポストコロナ時代の「非接触型経済」との両立や「分散型社会」への移行など社会の仕組みの変化への取り組みとり

スクマナーが連携する。同時に、日本において喫緊の構造問題である人口減少・シニア化の加速、地方の縮退など日本社会のあり方そのもの、すなわち、社会・経済構造の大きな変革期、転換期に、本格的に直面していることとのリンケージを強く認識して、リスクマネー供給を行なっていくことが重要である。

更に、今後は、「PE」ファンドとして、これらの社会課題について、ベンチャー企業とのリンクによる価値提供が可能かどうか模索する。また、グローバルな展開の中で提供できる付加価値機能を用意できるかなどが問われることになる。そうした延長線で企業の付加価値の向上を「PE」ファンドとして推し進めていくためには、従来は、同じプライベート・エクイティ投資というカテゴリーといいながら、「PE」投資と「VC」投資は、完全に別もののファンドという位置づけであったが、ビジネス上のリンケージを強めていくことで、「PE」投資先の企業価値向上にもつながるものと考えられる。例えば、従来の「VC」投資先のEXITは、IPOか事業会社とのM&Aということであったが、「PE」ファンドの投資先企業が、そうしたベンチャー企業やスタートアップ企業と連携したりM&Aを行うなど、「PE」ファンドの投資先企業と「VC」投資先企業とのリンケージを強めていくことが必要となる局面が十分ありうると考えられる。バイアウト系ファンドの専門性や資金調達なども、ベンチャー企業やスタートアップ企業との連携に活かしていくことなど

を通じて、「PE」投資先企業が、デジタル化や第4次産業革命との関係で、よりスタートアップ企業とのリンケージを強めていく。これらの観点の動きが強まると、社会課題の解決に向けた金融機能の提供が広範囲で求められる変化が出てくるものと思われ、企業の様々な成長・成熟段階におけるリスクマネー供給に係る「エコシステム」が広がり、一体的なアプローチ、また多様性を認識した取り組みが、大変重要になってくるものと思われる。「VC」、「PE」を問わず、PEファンドの多様性と専門性が、より必要となる。

5. おわりに

日本の場合は、リスクマネー供給の量が、欧米とくらべて、格段に少ない状況にある。内外からの機関投資家の資金が十分に提供されるかどうかという課題は、まだまだ大きい。機関投資家からすれば、トラックレコードの問題、専門性のある人材の層の問題など「PE」ファンド側の体制整備の問題などまだまだ課題があると考えている。今回、JICが民間ファンドとの連携や補完を相応に意識している中で、日本全体のリスクマネー供給が、「エコシステム」的に、循環型で形成され、量的にも大きくなることが重要と考える。

ポストコロナ時代の社会・経済構造の大きな変化に、「PE」ファンドのリスクマネー供給を通じた企業の非連続的なビジネスモデルの再構築をサポートしていくこと、また、

DX化や第4次産業革命関連のスタートアップ企業の成長スピードを上げ、そうしたスタートアップ企業も含めた循環的なリスクマネー供給を行う「エコシステム」を構築することは、ポストコロナ時代のプライベート・エクイティ投資の新しい時代に相応しいあり方に通じていくものと考えられる。10年後の日本の企業の競争力構築の観点から、「PE」投資の意義ある広がりが、日本全体の価値向上につながるようになるだろう。

【参考文献】

- ・谷山浩一郎「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」(金融庁金融研究センター 2021年1月)
- ・鷲見和昭「わが国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの可能性—アイデアとコミットメントのあるファイナンスへの期待」(日本銀行Reports& Research Papers 2020年12月)
- ・飯岡靖武「プライベート・エクイティファンドの価値創造機能に関する実証分析」(証券アナリストジャーナル 2020年10月号)
- ・一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会「日本におけるプライベート・エクイティ市場の概観」(日本プライベート・エクイティ協会HP)
- ・幸田博人編著『プライベート・エクイティ投資の実践』(中央経済社 2020年3月)
- ・幸田博人編著『日本企業変革のためのコーポレートファイナンス講義』(金融財政事情研究会 2020年3月)
- ・政府(内閣府)『未来投資戦略2018』(2018年6月)

(注) 経済産業省の「デジタルトランスフォーメーションを推進するためのガイドライン」(2018年12月)では、DXについて、「企業がビジネス環境の激しい変化に対応し、データとデジタル技術を活用して、顧客や社会のニーズを基に、製品やサービス、ビジネスモデルを変革するとともに、業務そのものや、組織、プロセス、企業文化・風土を変革し、競争上の優位性を確立すること」と定義。