

プライベート・エクイティの広がり ESG視点

SBI大学院大学 教授
京都大学経営管理大学院 特別教授

幸田 博人



1. はじめに

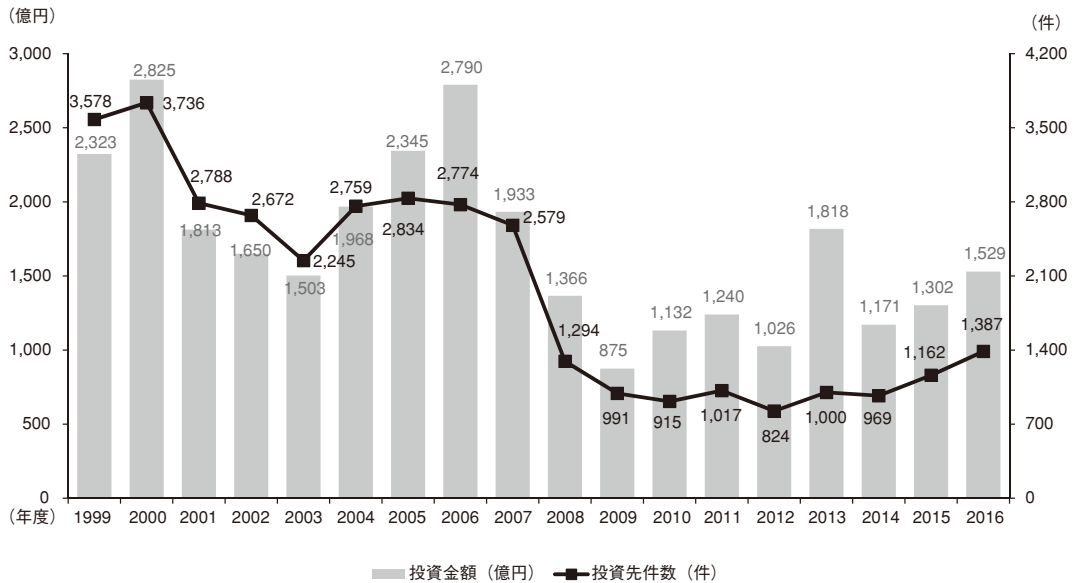
企業の成長とファイナンスは密接不可分の関係であることは、論を俟たないところである。日本の未上場企業にとって、プライベート・エクイティ（PE）が量的にも質的にも十分かどうか、またPEの存在感が未上場企業にとってパートナーとなり得ているか、未だ途上であると言わざるを得ない。近時、大企業の事業再編の活発化／中堅・中小企業の

事業承継の着実な増加に伴うファンド機能の活用や、中長期の経営課題に対する戦略的なエクイティ投資の流れが出ていることに加え、オープンイノベーションへの取組みの加速化の中スタートアップ企業のファイナンスサポートの増大等から、じわじわとPEファンドの存在感が増してきている。機関投資家にとっては、PEが上場株式投資と対極にあるオルタナティブ投資として、単にポートフォリオの一部を構成するという基本的位置づけを超えて、日本経済の持続的成長を確保していく観点や日本企業の競争力強化の観点も意識していく必要があると考えられる。本稿では、少子高齢化や第4次産業革命等、将来の日本の経済社会構造の大きな変革も踏まえ、PE自体の重要性がより増していく流れや課題を示したい。同時に未上場企業のガバナンス向上の観点が、成長企業をよりスピード感を持って育成していくことにつながる可能性を睨み、PEファンドがESG的観点を意

〈目 次〉

1. はじめに
2. プライベート・エクイティの広がり
－VC
3. プライベート・エクイティの広がり
－バイアウト
4. プライベート・エクイティとESG視点
5. おわりに

(図表1) 日本のVC投資の年間推移 (金額・件数)



(出所)「ベンチャー白書2017」一般社団法人ベンチャープライズセンターより筆者作成

識することで、企業のサステナブルな競争力向上につながることを論じることとしたい。

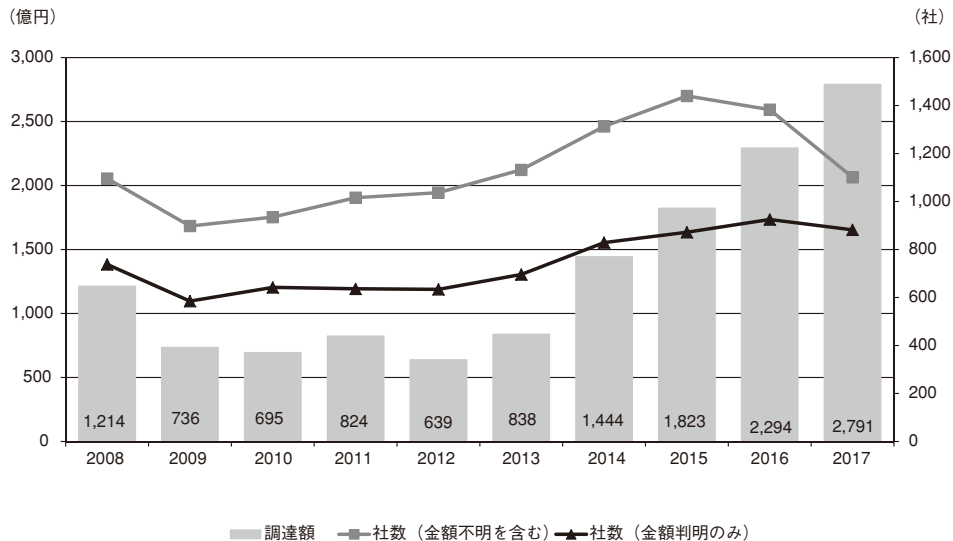
2. プライベート・エクイティの広がり－VC

まずプライベート・エクイティ (PE) の範囲について確認した上で、議論を進めていくこととしたい。PEとは基本的には未公開株式投資全般を意味しており、大きくわけて、いわゆるベンチャーキャピタル (VC) 投資とマジョリティの支配権を獲得するバイアウト投資 (狭義のPE) の2つから構成される。本稿においてはVC投資とバイアウト投資の両者を対象に議論していくこととしたい。

(1) VC投資の活性化

2012年以降のアベノミクスの下での第3の矢としての成長戦略にフォーカスがあたる中、VC投資は徐々に活発化している。特に、人工知能 (AI) やIoT等の第4次産業革命を視野に、イノベーション的な技術をベースとしたスタートアップのベンチャー企業へのVC投資が増大しつつある。図表1は過去20年の日本のVC投資規模の推移を示している。2016年は1,500億円強の投資規模があり、増加基調となっている。また図表2はスタートアップの調達額と社数を示している。2012年以降着実に増加しており、2017年は3,000億円近くの調達規模に達しており、スタートアップ企業の調達額としては過去最大である。

(図表2) スタートアップの調達額と社数



(出所) Japan Startup Finance 2017 (entrepedia) より筆者作成

アベノミクスの「成長戦略」としての「日本再興戦略」で示されているイノベーションに係る政策は、政府系ファンドの創設や拡大、ベンチャー企業創出に向けた大学改革との連携、AI、IoT、ビッグデータ等、第4次産業革命に向けた具体的取組み等に注力している。元々VC投資に対しては、量的な不足感に加え質的にも不十分であるという指摘は長年なされてきている。量的には、図表1にあるように長いトレンドで見ると、投資水準は伸び悩んでおり、大企業内の研究投資額の絶対額の大きさとのかかなりのギャップ感は否めない。また、質的にも投資後のフォローアップの弱さや、バリューアップへの貢献不足等改善の余地がある。

(2) VC (ファンドGP (ゼネラル・パートナー)) の多様性について

「日本再興戦略」を含めた産業構造変革に向けた取組み加速化等の外部環境面での後押しもあり、日本のVCの多様性は急速に進んでおり、また外資系VCの参入の動きも活発化している。従来は銀行系VCや大手証券系VCを中心としたマイノリティ投資で幅広い業種に投資を行うポートフォリオ型VC投資が一般的であった。今回の変化のポイントは4点ある。①バリューアップ型ファンドやハンズオン型ファンドの増加、②特化型ファンドの定着、③産官学連携を強く意識した大学発ベンチャー企業向けファンドの増加、④コーポレートベンチャーキャピタル (CVC) の増加である。

第1のバリュアアップ型ファンドやハンズオン型ファンドの増加は、過去の総合系ファンドの限界を超えていく取組みである。これは、例えば、金融機関系ファンドにおいては、銀行による将来の貸出しにつなげていくための入口パスポート的役割を担っている面があり、必ずしもスピード感ある事業化やグロス（成長）に向けたファンドとしての主体的取組みにつながらない面があった。近時、VCにおいても、企業価値向上の為に投資先に直接的関与を深めていくことが重要であるという考え方が広がったことに加えて、2000年代半ば以降、バイアウト型ファンドが急速に広がり、且つバリュアアップの為の仕組み（取締役等経営陣の派遣／事業計画をベースとした企業価値向上に向けたプロジェクト的対応等）が浸透したこともあり、そうした手法をベンチャー企業投資にも当てはめていくべきということも意識された面がある。こうしたファンドが浸透していく中で、早期Exitを狙う観点がより強くなり、また、ベンチャー企業のオーナーとファンドGP会社サイドの連携や一体的運営が強固となってきた。LP（リミテッド・パートナー）投資家においてもそうした動きを後押ししており、バリュアアップ型等のファンド投資が増加しつつあるという流れになってきている。

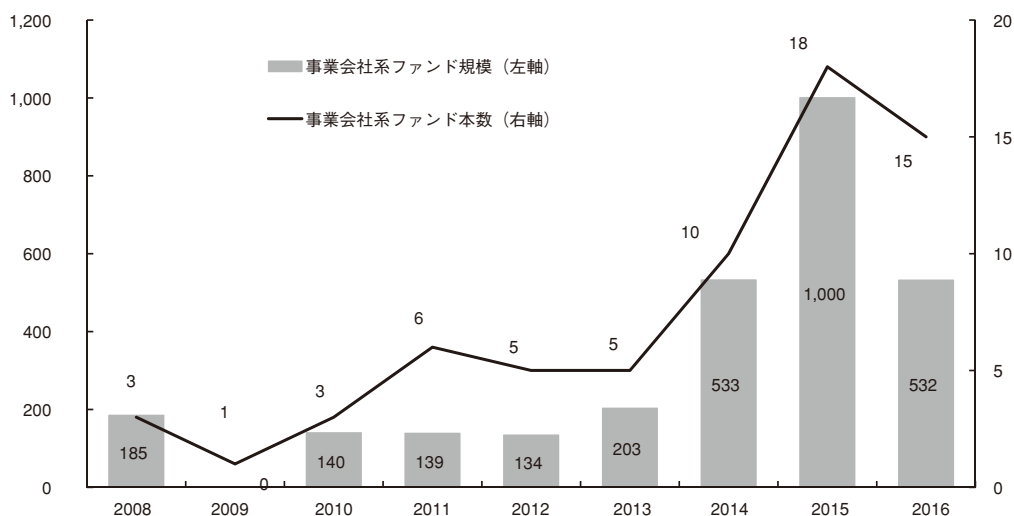
第2の特化型ファンドの定着については、2000年代前半迄は、ITやモバイル等、かなり限定されたセクターにおいて、業種特化のファンドが組成されていた。ここ5年位を見

ると、バイオ、エネルギー、ヘルスケア、環境、フィンテック、イスラエルの先端技術企業とのリンク関連、AI・ビッグデータ等、多様なテーマ性を意識した特化型ファンドが増加している。こうしたファンドは、総合系VCと較べると、やや小ぶりのファンドが多く、1ファンド当たりの規模が50～100億円クラスで、GP会社としても10～15人規模での会社運営体制となっている。金融面の専門人材と、技術や業種の専門人材がうまく組み合わせると、能力（パフォーマンス）が発揮できるケースが多く、ベンチャー企業のバリュアアップや成長力に貢献できるように徐々に becoming になっている。

第3の産官学連携型大学発ベンチャー企業向けファンドについては、足元急速に広がっている。2004年にスタートした東大エッジキャピタルは、大学や研究機関の技術を事業化し、ベンチャー企業として成り立たせるための投資をシード、スタートアップ段階から積極的にエクイティ投資を行い、リード投資家としてバリュアアップ型アプローチも組み合わせで行っている。日本の新しい事業や産業を創り出していくことを目指して活動しているユニークなVCである。政府としても、ベンチャー企業育成にあたって、アメリカなどに後れをとっていた産官学連携分野において、日本の大学が有する有力な知財やテクノロジーを活用しきれていないことに対して、「日本再興戦略」の中で、1,000億円規模の資金を4大学（東大・京大・東北大・大阪大）

(図表 3) 事業会社系ファンドの総額の推移 (2008年 - 2016年設立)

(単位: 億円)



(出所) ジャパンベンチャーリサーチ資料より筆者作成

に拠出し、研究開発型ベンチャー企業の育成に対応することとした。慶大、東京理科大、東工大等においても、スキームはそれぞれ異なる形態となっているが、同様のファンド立上げも進んできている。4 大学関連については資金の拠出規模と実際の投資額の進捗状況との間にギャップがあり、政府資金の使い方として時間がかかり過ぎている等の批判的なコメントもなされている。技術や研究を事業化するためのコーディネーター役が不足している等ボトルネック等の解消も行ないつつ前向きに進めていくべきであると認識している。筆者は、本件の重要性を踏まえて、あまり拙速に評価をすべきではないと考えている。日本の将来の新しい産業育成の企業を握っている重要なプロジェクトと認識してい

る。

第4のCVCについては、第4次産業革命を睨んだ動きと共に、大企業が自前の研究開発体制から、オープンイノベーションへ舵をきらざるを得なくなっている状況を如実に物語っている。かつて2000年代前半に、ほぼ失敗に終わったCVCブームと異なり、今回のCVCへの傾斜は大企業にとって迫られた選択肢ではあるが、同時に学際的領域や、事業横断的領域へのイノベーションをより意識して、こうしたCVCという選択を行っている。NTTドコモ、KDDI、Yahoo、トヨタ自動車、パナソニック、電通、リクルート等、日本の主要大企業が軒並みCVCに活路を求めている。図表3は、事業会社系ファンドの総額の推移を示しており、2014年頃より急増

していることが見てとれる。現在も、その状況が継続している。規模的には50～200億円程度のもが多いが、自前の研究開発からは出てこないベンチャー企業の発掘や自社の技術やサービスとのシナジーを求めていくには非常に有効な手法である。

このように、新しいVCの動きが多面的に出てきており評価できるが、依然としてVCの量的、質的課題は山積みである。VC投資に係る人材面の問題、ベンチャー企業サイドのコーポレート業務を担う人材の不足感、更にはマーケティング拡充やM&A等の機会が不十分である等の目の前の課題も多い。

■ 3. プライベート・エクイティの広がり－バイアウト

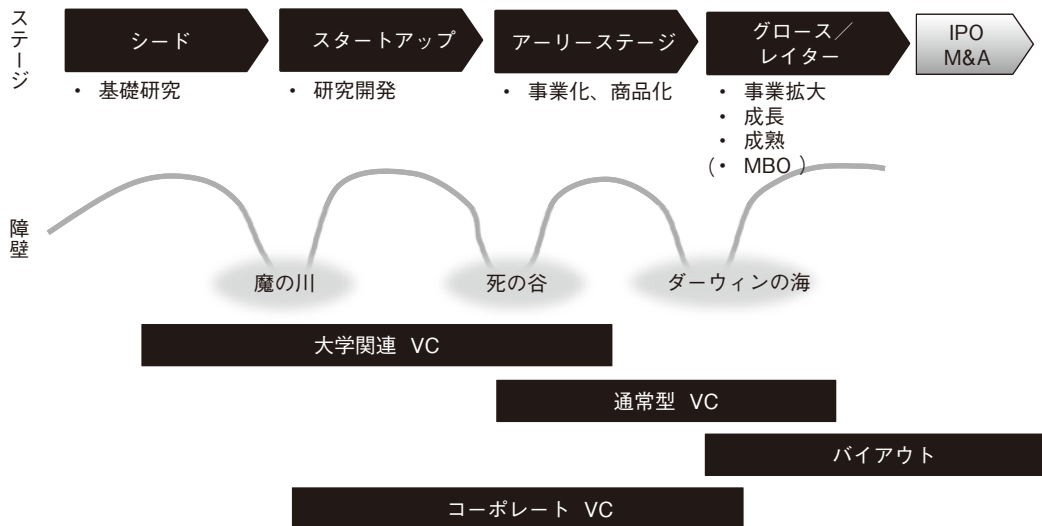
日本のバイアウトファンドは、1997年にアドバンテッジパートナーズが最初のファンドを組成した後、本格的には2000年頃から徐々に広がった。その後、外資の参入も多くあり、2000年代半ばから急速に拡大した。日本におけるバイアウトファンドの設立の規模の推移としては、2000年代半ば頃の5,000億円規模がピークであり、一時的にリーマンショックなどで減少したが、足元も5,000億円近い水準に回復しており、相応の規模感が見てとれる。

大企業についてはノンコア型のカーブアウト案件を中心に、事業再編案件にバイアウトファンドが常時関与する等、バイアウトファ

ンドは事業再編等の手段として、欠かせないことが定着してきた。更には、日本における中堅・中小企業のオーナー層の高齢化の進展に伴う事業承継のニーズは急速に増大している。案件数ベースでは過半が事業承継案件で占めていると言われており、また大型案件にもバイアウトファンドが関与するケースが増えてきており、2017年のバイアウト投資金額は、3兆円規模と過去最高の水準に達しているようだ。東芝メモリ案件等の個別案件の影響もあるが、日本の産業構造の大きな変革や、外国人投資家／コーポレートガバナンスコードからのプレッシャー（例えば、ROE 8%以上に向けての取組みの中で、コア事業・ノンコア事業の選択は不可避であり、また、事業シナジー的論点も非常に強くなっている）等企業を取巻く環境が一変していることも大きな要因となっている。

VC投資でも論じたが、バイアウト投資においても、量と質の課題は相応にある。量の面においては、外資系ファンドが大型案件の大半をカバーしており、日本のファンドはミッドキャップゾーン以下の領域をカバーしている状況にある。国内系と外資系の健全な競争関係は必要不可欠であり、こうした面でのファンドカバーがもう一段なされることが期待される。質の面では、ファンドExitの課題としてストラテジック投資家等をメインシナリオとすることが重要であるが、まだまだファンド間売買が相応に多いことや、日本の事業会社サイドにおいてシナジー的な戦略取組

(図表 4) ステージ別VC (イメージ)



(出所) 各種資料より筆者作成

みへの感度が弱い等、金融機能としてのバイアウトファンドの質的な向上に向けての課題は相応にあると認識している。人材面においては、バイアウトファンドとしての経営の関与にあたっての派遣人材の専門性（金融と業務知見）が不足している面がある。バイアウト投資は日本の産業や金融にとって不可欠な役割であり、今後の更なる質的向上が期待される。未上場企業の段階（シード・スタートアップ・アーリーステージ・グロース／レイター等）に応じたVC／バイアウトの役割イメージは図表4に示している。

4. プライベート・エクイティとESG視点

ESG投資については、その潮流はわが国においても急速な広がりを見せており、また様々な角度からの議論も活発になされている。本誌『月刊資本市場』においても、2018年に入り、毎号ESG投資に係る論考や、レポートが掲載され、例えばESGのパフォーマンスに対する懸念が表明される一方で、ESG等の非財務情報の情報開示の重要性や、ESGとSDGsの関連性の分析、ESG債の動向等、ESG投資への注目度は著しく高まっている。

こうした中で、PE業界においても、ESGとの関係性が徐々に視野に入ってきている面

があり、考察することとしたい。

まずはベンチャー企業に対して投資を行うファンドGP会社としては、その資金を提供している投資家（主に金融関連や年金関連の投資家）が、キャッシュフローから計算されるIRR（内部収益率）が何%なのかが、パフォーマンス上の重要なメジャメントとなっていることに最も意識が強くなる。通常、VC投資においては、少なくともグロスIRRで15～20%以上を求めているケースが多い。ベンチャー企業、或いはベンチャー企業のオーナーであるアントレプレナー（起業家）は、成長を実現していくために、事業化プロセスをスピード感を持って実現していく必要がある。事業化に必要な資金は、オーナー自身や銀行（金融機関）からの借入れ（デット資金）による手当てでは、相当な困難を伴うことから、外部のエクイティ資金に依存せざるを得ない。通常、VCを中心にエクイティ資金の提供がなされていくこととなり、前述したようにIRRがメジャメントとなってくる。一般的にはベンチャー企業の事業化のスピードや成長段階に応じて、VCが段階的にエクイティ投資を行う形態となってくる。

VC投資を行うGP会社は、シードやスタートアップ中心に投資するGP会社、アーリー段階から、成長ステージまでをカバーするGP会社、更にはプレIPO（IPOが見えつつあるステージ）にも相応に投資するGP会社まで色々な形態があり、GP会社によっては、ポートフォリオ運用的に一定の割合でそうし

たステージ毎の投資を組み合わせるケースもある（図表4参照）。こうしたVC投資の枠組み（仕組み）の中で、投資家は成長産業の領域に対する目くばりとか、新技術の事業化に対する期待等から、パフォーマンスの向上を求めるということとなる。

こうしたベーシックな考え方に、近時ESG視点が付加されつつある。パイアウト投資についても、バリュアップを基本とするファンドとしての性質からはVC以上にESG投資との近接性は高く、企業価値向上を進めていく観点から取組みの必要性が相応に認識されつつある。例えば企業価値向上にあたって、より持続可能な形でレベニューを増やしていく場合にESG的アプローチを加味することは有効であり、また、Exitにあたって、ESGプロセスは重要な意味あいを持つものと思われる。

PEとESGとの関連の大きな流れとしては、国連で2006年に提唱された責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）が当初は、上場株式投資にその考え方を導入したものが、その後、債券投資やオルタナティブ投資としてのPEにも浸透し始めている。当然、オルタナティブ投資であるヘッジファンドやPEにおいても、そうした責任投資原則の考え方は、受益者の利益を守る観点や、中・長期のリスク軽減にも必要であるということとなる。こういう流れの下で、PEに対するESGに係る対応が徐々に広がりつつある。既に(The)PRI^(注1)に

においては「Integrating ESG In Private Equity – A Guide For General Partners」を作成し、PEのGPに対して、投資プロセスにESGをリンクするためのプラクティスやサンプルを示している。多くの機関投資家がPRIに署名して、責任投資原則に賛同している立場を踏まえると、こうしたPRIからVC／バイアウトファンドに対するある程度のプレッシャーは生じてくるし、最低限、これらの原則にのっとっておくことが、GPサイドとしては、多くの機関投資家から資金を得ていくためには必要となる側面もある。

しかしながら、PEとESG視点について、より本質的に考えていくならば、PEとしてESGを重視する意味あいには、ただ単に機関投資家対策ではなく、むしろ上場企業のようなコーポレートガバナンス中心の世界とは異なっていることをより認識して、意識的にとらえて対処していく必要がある。少数株主の目が入りにくいことや、株主の大半が共通のカテゴリーとなる株主(VC)であること等あり、これが短期的なパフォーマンスにはプラスに働く面がある。一方で、上場会社株式投資と同様に長期的なリスク要因になることや、企業価値にとってマイナスになるリスクをミニマイズする観点も意識すると、よりESG視点を重視しておくことがガバナンス上もバランスが取れ、投資リターンにもプラスにつながる可能性があるのではないかという論点である。

PwCのグローバルPEファームに対する調

査によると、70%のPEファームにおいて公のコミットメントを示し(2016年データ)、ESG活動についての投資家へのレポートイングは83%実施をしているとのデータもある。本調査において、対象ファームが欧州中心であることも一つの要因ではあるが、相応程度ESG投資が広がってきている。英国においてはBVCA^(注2)において、「Guide to Responsible Investment」というレポートも出されており、PEファンドと投資先との関係がESGケーススタディとしてピックアップされており参考となる。

日本については、こうしたESG側面については、VC／バイアウトサイドとしては、まだまだ関係が薄い状況であると思われるが、ベンチャー企業が成長だけを重視した運営の限界を踏まえると、長期的な企業価値向上を見据えた経営視点という意味からも、ESG視点こそ格好の材料と思われる。公的年金等とPEを結びつけていくことが可能となる点においても大変有用であろう。遠くない将来、本格的な組み込みがなされるのは間違いないところである。

■ 5. おわりに

本稿では、日本においても、VC／バイアウト(PE)は金融機能面での欠くことの出来ない役割になりつつある中、最近の新しい動きや課題を示した。同時にPEにとって次のステージに向けた有用な視点としてESG

(PRI) といった側面とどうリンクさせていくのが中・長期的なポイントであるという問題意識を提示した。

こうした取組みを推進していくための、具体的実務的プロセスは人材面の課題ともリンクしており、一朝一夕には届かない部分もある。上場株式投資を中心としたESGからの広がりや、徐々にPEにも進みつつあり、PEサイドもESGは欠かせない視点となってこよう。

〔参考文献〕

- ・ 忽那憲治、山本一彦、上林順子 編著『MBA アン
トレプレナーファイナンス入門』（中央経済社 2013
年）
- ・ 松本守祥「円滑な事業承継には株主政策の実行が不
可欠」（金融財政事情 2017.9.11）
- ・ PwC「日本におけるプライベート・エクイティ」（2018
年3月30日）
- ・ PwC「Are we nearly there yet? Private equity and
the responsible investment journey」（2016年）

（注1）（The）PRI PRI原則を推進する団体として
活動しており、通称PRIと称している

（注2）BVCA：British Private Equity & Venture
Capital Associationの略

