

副会長 巻頭言



廣本 裕一

HIROMOTO Yuichi

ジャパン・インダストリアル・ソリューションズ株式会社
代表取締役社長

皆様もお気づきの通り、MBO案件の増加など日本の企業社会でもプライベート化が進み始めたなど感じています。私はこの現象を少々大げさに「プライベート資本主義」と呼ぶことにしています。これを一番端的に示すのが上場企業数です。

先進国たる米国では、96年の8,090社をピークに上場企業数は減少に転じ、現在ほぼ半減した4,600社という状況です。英国、ドイツでも直近16年間で40%を超える減少となっています。その間各国の株式時価総額は成長を続けており、M&Aによる企業統合が続く中、96年に米国で証券市場改革法が施行されてIPO件数が激減する一方、新規公開ニーズを多くのPEファンドなどがカバーして来たものです。他方、日本では真逆の現象が続き、1981年の2,415社から23年の3,865社まで上場企業数はほぼ倍に増加を続けて来ました。而して2024年、これまでで最多の94社が上場廃止となり、上場企業数は遂に減少に転じました。プライベート資本主義『元年』と記されるべきでしょう。

昨年、東証では、自社株買い枠の設定が史上最大額の

17兆円行われる一方、IPOを除いた公募増資による資金調達には僅か4,000億円という有様です。一体何のために上場しているのか、アクティビストの動きも視野に入れながら上場企業自身が自問する状況が長く続いています。勿論、上場企業数が減れば良い、などという単純な話ではなく、必要なのは上場市場とプライベート市場がより活発に支えあう関係であり、上場市場から退出する企業の受け皿として我々PEファンドへの期待値も間違いなく高まっています。まずは、ファンドの規模的拡大は喫緊の課題であり、GPIFなど国内機関投資家による国内PEファンドへの投資拡大が促進されるべきでしょう。その為には、公正価値評価とその開示は全てのPEファンドに求められていると思います。また、ベンチマークとしてのパフォーマンスデータの提供は、わが日本PE協会が長年に亘って続けて来た活動の一つですが、今日統計的に十分有意なデータベースとなっています。

昨年訪日されたインドのPE協会会長とこの話をした処、大変驚かれると同時に大いに尊敬されました。インドではPE協会に対する信頼感が醸成出来ておらず、会員各社からのデータ提供が全く無い状況だそうです。わが日本PE協会は、先輩方から受け継いだ相互信頼と互惠精神に支えられて、着実に会員数と活動領域を拡げて来ました。プライベート資本主義を更に発展させるべく、会員の皆様のご支援を心より願う次第です。

会長ご挨拶



飯沼 良介

IINUMA Ryosuke

アント・キャピタル・パートナーズ株式会社
代表取締役社長

昨年、東京証券取引所に上場している企業数が初の減少となり、非公開化した企業数も94社と過去最多となりました。非公開化の多くに正会員の皆様がスポンサーに名を連ねており、同時に多くの賛助会員の方々が関与されています。この流れは当面続くと思われ、益々我々の活躍の場が拡大していきます。現在の国内バイアウトマーケットの盛り上がりは皆様の日ごろの努力の賜物であり、協会の様々な活動がその一助になることを願っております。

新理事・監事ご紹介

■ 理事



檜山 雄樹

KASHIYAMA Yuki

J-STAR株式会社
パートナー

■ 監事



梅津 直人

UMEZU Naoto

D Capital株式会社
代表パートナー

第19期年次総会報告



2024年9月3日丸の内の東京會館にて、年次総会が開催されました。本年は、総会に先立ちGIC様からの基調講演に加え2つのパネルディスカッションを実施し、また並行して、若手交流会・女性交流会が合同開催され、積極的な意見の交換とネットワークの構築が行われました。若手交流会・女性交流会ではDEIについてのミニパネルディスカッションも行われました。レセプションにおきましては、市場動向についての正会員アンケートの結果や、JPEA Awardの発表、新任/退任理事・監事のご紹介が行われました。総会には、正会員50社の参加をいただき、以下の全ての議

案が満場一致にて承認・決議されました。

第1号議案 第19期活動報告

第2号議案 決算承認

第3号議案 定款の変更について

第4号議案 第20期協会体制（役員の改選）について

またレセプションでは、来賓も含めて415名の業界関係者が集い、皆様のご協力のもと盛会のうちに終わることができました。

基調講演（正会員・賛助会員対象）



GIC Head of Asia,
Private Equity
Tan Hwee Loo 氏

パネルディスカッション（正会員・賛助会員対象）

第1部 「国内外を代表するLP投資家からみた

国内PEマーケットの変遷と今後への期待」

パネリストの貞永氏と安田氏からPE投資との出会いや、日本市場に対する期待について語っていただきました。日本のPE市場は2000年代初頭から成長してきたものの、競争が激化し、単なる資金提供ではなく、企業の成長を後押しする「バリュークリエイション」がより重要になっているとの指摘がありました。加えて、市場をさらに拡大するためには、より多くのLPに日本市場へ参入してもらうことが鍵になるとされ、特に国内外の投資家との関係を強化することが重要視されました。最後に、PE業界は単に企業を買収・売却するのではなく、投資先の成長を支え、従業員を含めた関係者にもメリットをもたらす存在であるべきだと議論がまとまりました。

●パネリスト

株式会社ゆうちょ銀行 市場部門

常務執行役員 プライベートエクイティ投資部長 貞永 英哉 氏

アジア・オルタナティブ

……………マネージング・ディレクター 安田 彰彦 氏



●モデレーター

一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会

……………会長 飯沼 良介

第2部 「レバレッジローンマーケットの現状と今後について」

パネリストの中里氏と西川氏からは、日本と海外のLBOファイナンスの違いに触れつつ、日本独自のモデルの特徴や課題について説明。特に、日本のLBO市場では銀行とPEファンドがより密接に連携しながら企業価値を向上させていく「パートナーシップ型」のアプローチが重要であることが強調されました。



また、LBO市場をさらに発展させるためには、人材育成が欠かせないと議論も展開され、各ステークホルダーが互いに流動しながらスキルを磨き、LBO市場全体のレベルを引き上げる必要があるとの見解が示されました。今後もPEファンドと金融機関が協力しながら、市場のさらなる発展に向けて取り組んでいくことが期待されているとのお話をいただきました。

●パネリスト

株式会社あおぞら銀行 常務執行役員

…………… 事業ファイナンス部長 環境ファイナンス部長
中里 弘樹 氏
株式会社三菱UFJ銀行
……………ソリューションプロダクツ部 部長 西川 仁 氏

●モデレーター
一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会
……………ナレッジシェアリング委員長 福崎 昇平 氏

合同開催：若手交流会・女性交流会(正会員・賛助会員対象)

正会員・賛助会員から155名が集い、業界内でのネットワーキング、普段業務の意見交換、悩み相談などを行う場面もあり、お互いに大いに刺激を受けているようでした。



ミニパネルディスカッション「プライベートエクイティ業界のDEIについて」

若手交流会・女性交流会(合同開催)の参加者に向けて近年GPや機関投資家共に注目されているDiversity, Equity & Inclusion (DEI)が日本のPE業界においてどのように発展しているのかを協議いただきました。

●パネリスト

MPower Partners Fund L.P.
……………ゼネラル・パートナー キャシー 松井 氏

アスパラントグループ株式会社
……………プリンシパル 長谷川 奈々 氏
カーライルグループ
……………日本共同代表 山田 和広 氏

●モデレーター

一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会
……………ESG委員会 片柳 淳子

レセプション

本年のレセプションでは、市場動向に関する正社員アンケートの結果発表及び“JPEA Award 2023”として、Truster Capital Partners Japan Limitedがエグジツトされた株式会社モリテックスが“EXIT賞”、J-STAR株式会社が投資された株式会社レナタスが“Entry賞”、アイ・シグマ・キャピタル株式会社が投資された樺化工株式会社と株式会社KKRジャパンが投資された武州製薬株式会社が“ESG賞”を受賞され、各社から事業のご紹介をいただき、会場に参加された会員の投票を受け、株式会社KKRジャパンの武州製薬株式会社が“総会特別賞”を受賞されました。

役員構成

本総会における選任をうけ、2024年度の理事・監事、退任理事は以下の通りです。

●2024年度 役員構成

理事	飯沼 良介(会長)	アント・キャピタル・パートナーズ株式会社
	廣本 裕一(副会長)	ジャパン・インダストリアル・ソリューションズ株式会社
	金田 欧奈(副会長)	ベーシック・キャピタル・マネジメント株式会社
	檜山 雄樹	J-STAR株式会社
	清塚 徳	サンライズキャピタル株式会社
	松山 幸功	シーヴィーシー・アジア・パシフィック・ジャパン株式会社
	平野 博文	株式会社KKRジャパン
	福崎 昇平	株式会社丸の内キャピタル
	三井 麻紀	Carlyle Japan Equity Management LLC
監事	三村 智彦	エンデバー・ユナイテッド株式会社
	岡 俊子	株式会社岡&カンパニー
	梅津 直人	D Capital株式会社

●退任理事

加笠 研一郎	MBKパートナーズ株式会社
--------	---------------

*ミニパネルディスカッションの内容については、協会HP内のオンラインコラム内で詳しいディスカッションの様子をご紹介します。
<https://jpea.group/category/column/>

第十回(2023年度)JPEAアワード受賞インタビュー

EXIT賞

モリテックス 代表取締役社長
コグネックス 代表取締役社長

佐藤 隆雄 氏

トラスター・キャピタル・パートナーズ・ジャパン
日本代表 パートナー

伊藤 政宏 氏

「エグジット賞」案件概要

【対象会社】	株式会社モリテックス	【主な価値創造】	・市場戦略の見直し (半導体中心から他分野(電子部品、スマート関連分野、再生エネルギー、電気自動車、自動運転等)へ進出、国内中心から海外への事業・製品展開)
【スポンサー】	Trustar Capital Partners Limited	・収益性改善 (価格戦略の見直し、海外への生産移管推進、調達網の見直し)	
【買い手】	Cognex Corporation	・旧親会社からの独立支援 (業務や意思決定プロセス、評価体系、システム等全般の見直し)	
【案件発表】	2023年8月30日		
【事業概要】	マシンビジョン事業向けのレンズ、照明など高品質な光学部品の開発・製造・販売 国際的な業界トップ企業を含む強固な顧客基盤に向けた幅広く高度なソリューションの開発・販売		
【業績推移】	投資時：売上高約75億円、EBITDA一桁億円前半、 エグジット時：売上高約100億円、EBITDA二桁億円中盤		

製造業としてのポテンシャルに着目

——最初に、モリテックスの事業概要と、トラスター・キャピタル・パートナーズ・ジャパン(2023年にCITICキャピタル・パートナーズ・ジャパンから社名変更)の傘下に入るまでの経緯を教えてください。

佐藤：モリテックスは産業用レンズや照明の設計から販売までをワンストップで手掛ける企業です。従来の製品用途は、画像センサーから入力された情報を解析して産業製品の検査や測定を行う『マシンビジョン』向けが中心でしたが、近年は他の様々な領域に活用が広がっています。

2015年1月にトラスター・キャピタル・パートナーズ・ジャパンがスポンサーになる前はドイツの産業用ガラスメーカー、ショットが株式の約7割を保有していました。ショットは自前でレンズや照明のビジネスを持っていたので、モリテックスを通じて日本で彼らの製品を売っていくことを目指していたのですが、私たちが日本で支持されるのは製品が評価されているからで、ショットの製品をそのままモリテックスの商圏で扱っても思うようには売れません。そのため、モリテックスの収益は悪化していました。

さらに、ショット本体でも事業戦略の見直しが行われてメイン事業にフォーカスする方針が変わったことで、モリテックスの売却が検討されるようになりました。

——トラスター・キャピタル・パートナーズ・ジャパンは2015年にショットが保有していたモリテックスの全株式を取得した後、2016年に追加でTOBを実施して完全子会社とし、その後非公開化しています。投資を決めた要因は何だったのでしょうか。

伊藤：当時のモリテックスは東証1部上場企業でしたが、継続企業の前提に注記が付いているような財務状況で、投資対象としては非常に厳しい状態でした。そうした中で私たちはモリテックス

の技術力に着目して接触したのです。そこで、技術者のレベルが非常に高い典型的な日本の製造業であることと、資本や経営の問題で潜在能力を十分に発揮できていないことがわかりました。

また、モリテックスの製品が使われるマシンビジョンは多くの産業にとって不可欠であり、かつ、大きな成長余地がありました。工場の自動化はもちろんですが、AIやIoTの発展に伴い映像センサーにも高い機能が求められていくことが予想できたので、モリテックスの事業が社会に対する重要なソリューションの提供につながる可能性を感じたのです。

当社はこれまでの投資先の約半数が製造業で、一般的なPEファンドよりも製造業に対する造詣が深く、技術や市場を見極める力があると自負しています。さらに、当社の設立に関わったCITICグループは中国有数のコングロマリットであり、そのネットワークを生かした海外展開のサポートを得意としています。私たちが提供できる価値とモリテックスが抱える課題が一致したことで、投資を決めました。

短期間で収益性改善を達成

——投資開始後、最初に着手したことは何でしょうか。

伊藤：大きく2つあります。

まずは資本と経営が『事業』と噛み合っていなかったのを整理し、技術者を中心とした従業員の方々が力を発揮しやすい環境を整えました。従来は意思決定の進め方や社内のシステムが複雑でした。一方でモリテックスはいわゆるスタートアップから成長を遂げて上場した企業で、メンバーの方々にはアントレプレナーシップがあったので、この良さを引き出すためにも意思決定を迅速化する仕組みを取り入れていきました。

2つ目は成長の追求です。以前は日本でモリテックスの製品を自由に売れないとか、海外にチャンスがあっても親会社の事業と重なる場合は制限されるなどの制約がありました。それらを勘案しながら成長余地を見極め、戦略を立てていきました。

特に中国については自社工場があるにも関わらずほとんど市場開拓ができていない状態だったので、1から市場を調査し、顧客を特定してモリテックスに紹介するなどのサポートを実行しています。

こうした取り組みの結果、投資開始から1年ほどの期間で目標としていたEBITDAマージン10%を達成することができました。

——短期間で目覚ましい成果が出ていますが、特に効果が出た取り組みは何ですか。

佐藤：私はモリテックスが復活できた最大の理由は中国市場の開拓だと思っています。それまでのモリテックスのビジネスは日本が中心でしたし、中国特有の事情もあって市場開拓は困難でしたから、CITICという強力なブランドで足場を固めてもらえたことは大きな力になりました。

伊藤：中国市場の開拓に加え、佐藤さんがリードして収益の改善を進めていったことも大きいです。正確な数字をベースに利益率の目標を立てて売値やコストを設定したり、プロジェクト受注時にどのくらいの収益を前提に考えるかといったことを徹底していただきました。

また、中国工場では現地サプライヤの利用率が低いことが調達コストの上昇を招き、粗利率を低下させていたので、佐藤さんに現地サプライヤと矢継ぎ早に契約していただいたことで一気に収益が改善へ向かっていきました。

これらの取り組みと技術者の方々が働きやすい環境の整備を同時に進めたのが成功につながったのだと考えています。どちらか片方だけではうまくいかなかったでしょう。

——「技術者が働きやすい環境」とは具体的にどのようなものでしょうか。

佐藤：モリテックスの技術者は様々な製品を作れる技術を持っているので、上から『これだけをやりなさい』と指示されるのを嫌がります。ただ、『自分はもっとできる』と考えて製品を作っても売れなければ意味がありませんから、営業と一緒に動いて顧客のニーズを聞き取った上で、『さらにこんな工夫ができないか』『コストを下げられないか』といったチャレンジングな依頼を投げるようにしました。

技術者には達成感を得られると燃えるタイプが多いので、難しい要望に応じて感謝の言葉をかけてもらうことがモチベーションに直結します。技術者が顧客を訪問して、声を聞き、最適な製品を提案するという仕組みを整えました。そうすることで、顧客とWin-Winの関係になれるプロセスがうまく作れました。

緊密なコミュニケーションが企業価値を高める

——収益改善後は企業成長に向けてどのような取り組みを実施してきたのですか。

伊藤：モリテックスから新しい領域に進出するための提案をたくさんいただき、それを一緒に検証しながら進めていきました。特に、周辺領域へ進出する場合は海外がメイン市場になるので、その際は私たちが得意とする海外展開のサポートを提供しています。

佐藤：もともとモリテックスは日本で既存製品を売ることに注力してきました。しかし、事業機会はグローバルに存在していて、日本企業がまだ弱い領域もあります。それを見つけてきて技術者に

『やったことはないけど、できる?』と聞くと、やはり燃えてくれるわけです。この相乗効果によって新しい領域にも進出できるようになりました。

もう1つ伊藤さんたちと取り組んだのは、地域や業界ごとに異なるニーズに合わせて製品を作る仕組みに変えたことです。以前はスタンダードな製品の数を揃えて顧客にその中から選んでもらっていたのですが、このやり方では顧客のニーズに合わず売れない製品も大量に抱えてしまいます。今は技術者が顧客のニーズを聞いた上で『売れると分かっている製品』を作れるようになったのが大きな違いです。

伊藤：その結果、従来は半導体関連が中心だった製品の活用領域がエレクトロニクス、物流、農業や食品などへと次々拡大していきました。使われている製品は領域ごとに調整されているものの重なる部分が多いので、製品のバリエーションはあまり変わらずに応用する領域が増えていったイメージです。

佐藤：例えば、モリテックスはもともと『テレセントリックレンズ』と呼ばれる検査用特殊レンズの製造に強みがあるのですが、2016年により計測精度が高い『バイ(両側)テレセントリックレンズ』の製造にトライしています。これはエンジンの部品など検査に高い測定精度が求められる企業の声に応えたもので、リリース後はオートモーティブや外観検査の領域にビジネスが広がりました。

さらに、2017年からはCCTV (closed-circuit television) レンズの製造にも力を入れています。CCTV レンズは製品検査のほかにも監視カメラや防犯カメラなど用途が広く、グローバルに巨大なマーケットが存在します。もともと、一般的な用途のレンズでは先行企業がすでに安価な製品を出しているため、そこでは勝負ができません。そこで、交通監視システムやEVバッテリーの検査など、ニッチ向けのハイエンドな製品に特化することで利益を出す方針とし、伊藤さんとも話し合ってGOサインを出してもらいました。

出資時と比較して中国市場の売上は10倍程度に成長していて、その最大のドライバーになったのがCCTV レンズです。普通に考えれば難しい提案だと思いますが、それでも聞いてくれるような関係性を作っていただいた伊藤さんには本当に感謝しています。

伊藤：当社はもともとCCTVとは異なる領域のニッチトップとしてモリテックスに投資したので、提案された時の衝撃はまだ覚えています(笑)。その時に技術的な説明を受けましたが、顧客のニーズが技術者にしっかりと伝わり、それをどういった形で提供するかというイメージがすでに完成していました。これがモリテックスのすごい所です。

ファンドの目線では、既存事業の見直しで10%のEBITDAを出して2~3年で売却すればある程度のリターンは出せますから、こうしたお話を断るファンドもあると思います。逆にモリテックスもハイエンドのCCTV レンズにチャンスがあると考えても、普通はファンドの手を離れてから取り掛かると思います。お互いにそうはならなかったのが良い結果を生みました。

エグジットで全ての関係者が「ハッピー」に

——エグジットについてはいつから、どのような議論があったのですか。

伊藤：本格的な成長が始まった後の2018年頃からエグジットに関するディスカッションは始めていました。ただ、この時期は成長の起爆剤が次々と生まれて将来に対する期待が大きかったのと、外部環境では米中貿易摩擦が激化していった時期なので、エグジッ

トは急がずに当面は地力を高める方針で合意しました。

佐藤：早い段階でそのような話ができていたので、経営でもどのようなステップを踏んでいけば良いのかが常に分かっていました。これがなければ、その後のLiDARや自動運転分野への挑戦は難しかったと思います。伊藤さんたちがスポンサーの間はエグジットへの不安や距離感を感じることはなかったですね。

—その後、2023年8月に米国コグネックスコーポレーションにモリテックスの全株式を譲渡しています。何がエグジットの決め手になったのでしょうか。

伊藤：タイミングについてはコロナ禍も収束していたので特に議論はありませんでしたが、手法については様々な議論がありました。大きな選択肢としては再上場するか否かがありますし、他社への譲渡を考えた場合、当社がこれまでに実施したエグジットは日本企業によるM&Aが大半なので、そちらの方が進めやすさもありました。

しかし、モリテックスの事業領域が拡大する中で市場は海外に移っていますし、顧客にトータルソリューションを提供するために海外企業と組んで開発するニーズが増していました。こうした理由から、グローバル体制の構築につながるエグジットこそがモリテックスのさらなる価値を生み出すと考え、海外企業にも積極的に打診を行いました。

エグジット先に決まったコグネックスコーポレーションは、モリテックスとは同じマシビジョン業界のグローバル企業です。私が彼らを選んで良かったと感じたのは、同社には豊富なM&A経験があり、モリテックスのような高い技術を持つ企業をグループに取り込む際に細心の注意を払う必要があることを最初から理解していたこと

です。経営幹部からはどのような体制にすればシナジーを生み出せるか、事前に多くの質問を受けましたし、こちらの意見も柔軟に取り入れてくれました。

—佐藤さんはモリテックスに加えコグネックス日本法人の代表も務めています。両方の立場からこのエグジットをどのように評価していますか。

佐藤：コグネックスとしては、従来他社から調達していた照明やレンズのパーツを内製化できるメリットがありますし、この分野ではトップと評されるモリテックスがグループに入ったことでシナジーが期待できます。

モリテックスの立場では、ショット時代は本体と組織が分かれていたので、切り離されてしまうことへの不安が常にありました。その点、コグネックスですでにグループに不可欠なメンバーとして扱ってくれていますからそうした不安感はありませんし、従業員が存分に力を発揮できる環境も整っています。コグネックスとモリテックスの両方にとってWin-Winの結果になったと感じています。

また、モリテックスのM&A後もグローバルの経営陣は伊藤さんとコミュニケーションを続けていますから、関わった全員がハッピーになれた案件ではないでしょうか。

伊藤：譲渡先企業の方々に、継続的なコミュニケーションを取りたいと思っていただける案件にできたことは大変誇りに思います。

M&Aにおいては買収後のPMIが最も難しいので、当社としてもどうやれば統合がうまくいくか、様々なアドバイスをさせていただき、良い形の譲渡につながりました。私たちとしては、そこに大きな価値があり、リターンが結果として付いてきたと考えています。こうした形のM&Aをこれからも続けていきたいと思っています。



「エントリー賞」案件概要

- 【対象会社】 株式会社レナタス
- 【スポンサー】 J-STAR No.5 Fund Series、J-STAR Environment Funds等
- 【売り手】 J-STAR No.3 Fund Series、J-STAR No.4 Fund Series等
- 【案件発表】 2023年11月
- 【事業概要】 環境関連事業、環境整備・ビルメンテナンス事業、コンサルティング事業
- 【業績推移】 売上高569億円（2023/12月期）
※合併前のジャパンウエスト社も含めた単純合算

- 【主な価値創造（予定含む）】
 - ・本邦初のスキーム（コンティニューエーション・ファンド）を用いた投資先企業の集約による有力企業連合体の樹立
 - ・ロールアップ戦略支援を通じた業界再編のさらなる促進
 - ・企業の壁を越えた連携（営業面、技術面）体制構築によるサービスの高度化・効率化
 - ・IPOを目指すことによる社内体制の高度化
 - ・CEOをはじめとするキーマネジメントの招聘、採用

国内初のスキームで 複数ファンドの投資先企業を集約

——レナタスはJ-STARによって2024年8月に設立された後、2024年11月にJ-STARの既存ファンドで投資していたハリタ金属(現HARITA)、新日本開発ホールディングス、シンシアホールディングス、サンワグループの全株式を取得し、レナタスを持株会社とする企業グループを結成しました。まずはグループ設立の経緯を教えてください。

中嶋：J-STARでは投資テーマの1つにロールアップを用いた業界再編を掲げています。創業からのプライマリー投資企業数60社に対して、ロールアップを含めた総投資企業数は140社を超えます。つまり1社に対して1社以上のロールアップを実施していることになります。

ただ、レナタスの事業領域である産業廃棄物処理業やリサイクル業の投資先には地域の有力企業が多く、事業規模が比較的大きいため、時間軸や投資額を踏まえると1つのファンドだけでロールアップをやりきることは困難でした。

また、これら業界の特徴として、事業の地域性がとても強いことが挙げられます。

そのため、4号ファンドまでの投資先だけでは事業エリアが離れていてシナジーが見込めず、当初は再編に二の足を踏んでいました。そうした中、5号ファンドで中部・北陸・関西圏に廃棄物の収集・運搬・処理のネットワークを持つサンワグループへの投資機会を得たことで物流面や営業面のシナジーが期待できるようになったため、企業グループ結成に向けた検討を開始しました。

——レナタス設立にあたっては、本邦初となる「GP主導型コンティニュエーション・ファンド」というスキームが使われています。このスキームがどのようなものかや、その仕組みを教えてください。

中嶋：レナタスグループの構成企業は3号～5号ファンドにまたがっていましたが、各ファンドのLPは一致していません。こうした状況で単純な企業統合を選んでしまうと、投資家間で利益相反が生じる可能性があります。この懸念を払拭するために、コンティニュエーション・ファンドという仕組みを使って新たに『環境ファンド』を組成し、このファンドから持株会社のレナタスにエクイティ出資をする形をとりました。

詳細を説明すると、3号と4号ファンドで投資していたハリタ金属、新日本開発、シンシアの投資持分をレナタスに移すことでLPにエグジット機会を提供するとともに、継続投資を希望するLPには環境ファンドにもLPとして参加いただいています。なお、設立から日が浅い5号ファンドについては、投資先であるサンワグループの持分をレナタスに移すとともに、その対価である売買代金債権をレナタスに現物出資しました。従って、レナタスの資本の多くは環境ファンドと5号ファンドからの出資で構成されることになりました。

また、環境ファンドにはレナタスの成長に向けた追加投資枠を確保する狙いもあり、新規LPからの出資も受け入れています。その際は入札形式で企業価値を評価してもらうことで、既存LPとの利益相反を緩和する仕組みにしています。

2017年頃から業界で PEファンドに対する認知が向上

——J-STARはいつからこれらの業界に着目していたのですか。

櫻井：2006年の当社創業直後に、2番目の投資案件として廃プラ

スチックのリサイクル企業に投資しています。

この投資で業界にネットワークを作ることができたので、その後も関心を持っていたのですが、先述のように各地域の有力企業が多く、かつ参入障壁が高いこともあり、なかなか投資機会には恵まれません。状況が変わったのは3号ファンドでハリタ金属に投資した2017年頃からです。業界でPEファンドに対する認知が広まったこともあってか、以降は継続的な投資ができるようになっていきました。

——投資にあたってはESGに対するコミットメントも意識したのですか。

櫻井：最初の投資時点で、次世代に必ず引き継がなければいけない、社会に不可欠な産業であるという認識はありました。

一方で、例えば廃棄物処理では焼却工程をとまうので、投資に際して環境負荷の観点から社内で議論を重ねました。その結果、CO2は発生させるものの、有害物質の除去によって公害の拡大を防ぎ、住環境や人々の健康を守る役割もあることから、『他で代替できない社会的な価値がある』との結論に至った上で投資を実行しています。

ESGは社会にとって重要な課題であり、取り組む意義は大きいと考えています。

全国区の企業がグループに参画

——その後、ジャパンウェストが2024年3月、親会社のAREホールディングスとレナタスの株式交換によってレナタスの完全子会社となりました。ジャパンウェストはどのような経緯でPEファンドをパートナーに選んだのですか。

中西：ジャパンウェストは2023年4月にAREホールディングスから分社化した後、当初は単独IPOに向けた準備を進めていたのですが、そのタイミングでJ-STARからレナタスの構想を伺う機会がありました。

話を聞く中で、私は、『レナタスの事業価値をある程度の規模まで拡大できなければ、業界に一石を投じるような存在にはなれない』と感じるとともに、単独IPOよりもレナタスに参画して上場を目指す方が結果的に事業価値を高めることができる、との考えを持ちました。

別の側面として、ジャパンウェストは分社化前からM&Aを活用した成長に積極的で、買収した企業は10社以上にのぼります。しかし、近年は事業承継の際にオーナーがPEファンドのスピード感やファイナンスプランを選ぶケースが増えていて、M&Aの実行が非常に難しくなっていました。こうした環境ではジャパンウェスト単独でM&Aのアプローチを続けるよりは、PEファンドと一緒に事業価値の拡大を図る方が望ましいと考えたのです。

櫻井：グループの他の企業は、事業承継で世代交代するタイミングでJ-STARを選んでいただきました。

PEファンドにとってM&Aは本業です。年金や保険など公共性の高い投資家から資金を預かり運用するという社会的な意義も持っています。また、投資後のアプローチについても、強力なリーダーシップの発揮より、高いガバナンスに基づく永続的な組織運営体制の構築が企業からより強く求められています。こうした点が、私たちがパートナーに選んでいただく際や、レナタスのような参加型の組織を作る上でも訴求したのだと思います」

——レナタスグループへの参画を決めた後、ジャパンウェストの社内からはどんな反応があったのですか。

中西：もともと単独上場を目指していたところからの方針転換だったので、プロパー社員はM&Aの観点ではこれまでとは全く逆の立場になりますし、『ファンド』という言葉に対して『ハゲタカ』のイメージを抱いている社員もいました。

そこで、昨年10月にグループ参画のプレスリリースを出してからグループ入りするまでに、全国の拠点を回って社員と対話する機会を設けました。その間J-STARとさまざまな交渉を行う中で、私には櫻井さんや中嶋さんを始めとするJ-STARの誠実さが伝わってきました。もちろんこれだけでグループ入りを判断することはできませんが、社員に自分の考えを正直に伝えたことで『レナタスグループの一員となれば、先行する競合企業を追いかけられる』という認識が社内に広がったと思います。その結果、もともと高かった社員のモチベーションが一層向上しました」

ビジネスモデルの違いがシナジーを生む

——J-STARによる投資先企業のサポートにはどのような特徴がありますか。

中嶋：個別企業レベルでは、幹部層や社員にも業績が見えるように経営を透明化し、人事制度と連動させる仕組みを取り入れています。これによって株主・会社・従業員それぞれの目線を合わせることができるようになりました。

また、一部の企業には管理職を対象にしたコーチングの実施や、IT活用による工場管理の効率化なども進めています。

——成長に向けたグループでの取り組みとしては、どのようなものがあるのでしょうか。

中西：ジャパンウェイトは全国15拠点に150名の営業メンバーが在籍する強みがありますし、他の4社にはそれぞれの事業エリアに特化しているという強みがあります。そこで、まずは各社が持つ営業・技術・安全面のノウハウを共有し、相乗効果を生み出していくところから始めています。

さらに、将来のIPOを目指した体制構築も進めています。ジャパンウェイトでは単独上場を目指してある程度の準備を整えていたので、レナタスにもその体制や人員を提供しています。

櫻井：レナタス設立当初はグループ各社の拠点が離れていたのですが、全国に拠点と営業網を持つジャパンウェイトの参画によって、グループ内の連携が一段と取りやすくなりました。

特に、地域特化型の各社では自社処理施設の稼働率を高める営業が中心であるのに対し、ジャパンウェイトは顧客から処理が難しい案件を預かり、それを適切な施設で処理できるようにコンサルティングを行う営業スタイルです。この2つのビジネスモデルを連携できる点がグループ化で最もシナジーが出ている部分です。

また、これまで各社が取り組んできた技術開発や事業開発についてもグループ内のリソースを配分しながら加速していきます。こうした機能の提供もレナタスの重要な役割です。

グループ成長の手段としてM&Aに注力

——J-STARはロールアップによる企業価値向上を得意としますが、今後はレナタスでもM&Aを加速させていくのでしょうか。

柳原：グループへの参加企業の増加はレナタスの成長戦略においても重要で、今後も積極的にM&Aを実施していきます。

レナタスグループがユニークなのは、1つの大きな会社が企業を吸収するのではなく、各社が集まって一緒に成長しながら将来

的な上場を目指しているところなのです。そのためM&Aの対象企業には『レナタスというプラットフォームをうまく活用しながら、一緒に成長していきましょう』と伝えています。

この業界では事業規模がお客様に対する信用につながりますし、技術的なノウハウをお互いが提供し合うメリットもありますから、グループへの参画も検討しやすいと思います」

——今後のJ-STARとレナタスの連携については、どのように考えていますか。

櫻井：J-STARはM&Aを行う会社なので、一番の支援はレナタスと一丸になってグループに参加いただく企業を探していくことだと思います。私たちに集まる様々な情報の中で、レナタスの成長に寄与するものについてはしっかりつないでいきます。

中嶋：もっとも、PEファンドは投資先に永続的なサポートを提供するわけではありません。いま櫻井さんが挙げたことをレナタスグループで回せるようにしていくのが、J-STARのミッションです。

櫻井：皆が共同作業を始めた初期段階では、私たちのような事業会社ではないプレーヤーがまとめ役を担っていくことには意義があると思いますが、段階的に自立できる体制を築いた上で、最終的にJ-STARから卒業していただくことが最大の目標です。先ほどIPOに向けた準備の話もありましたが、上場に向けて不足している機能があれば、それを補う人材を紹介するなどしてレナタスを支援していきます。

——レナタスグループが描く成長戦略を教えてください。

中西：廃棄物処理業には過去に起きた不法投棄問題のイメージが根強くあり、これまでは『いかに法規制に則った適正な処理をするか』に注力することがほぼ全てでした。しかし、今はそれだけでは駄目で、脱炭素に向けた取り組みやサーキュラー・エコノミーへの移行が必須となっています。

グループの中で、私たち事業サイドに課せられた使命は、すでに存在するリソースと今後新たに提供されるリソースを最大限に活用していくことです。この点を意識しながら、廃棄物処理業界が果たすべき役割の変化に合わせて企業価値を高め、事業への信頼性を高めます。それが結果的に優秀な人材の獲得につながりますし、人材を活用して新たな技術を取り入れたり、メーカーや小売など『動脈産業』サイドにもアプローチしていくことが、さらなる企業の成長につながっていくのだと考えています。

柳原：この業界は社会的インフラとして非常に重要な役割を担い、さらには社会的な関心の高まる環境課題の解決を行う上で重要な役割を果たしているにも関わらず、ステータスが決して高いとは言えません。将来的な上場を踏まえてグループ各社の従業員の待遇改善や社会的地位向上を図っていくことは、私たちが掲げる目標の1つです。

M&Aを通じた成長については、私たちは事業会社なので同業他社から事業承継の相談が入りにくい側面がありますが、J-STARであればそういった話も集まりやすいので、しっかりとファイアウォールを引いた上で、J-STARと連携しながらM&Aを進めていきます。実際、J-STARはM&Aの経験が豊富で実務のスピード感が段違いなので、連携はソーシングの面でも、エグゼクティブの面でも大きなメリットがあります。

一方、レナタスは設立から間もない会社ということもあり、企業成長を図る上では認知度の低さが課題です。将来的にはレナタスの名前を出すことでM&Aの話が集まるようにしたいです。政府や自治体との連携を進めてビジネス機会を増やすためにも、レナタスの名前を一層広めていく必要があると考えています。

ESG賞



アイ・シグマ・キャピタル
ファンド・事業投資グループ
エグゼクティブ・ヴァイス・プレジデント
中村 大介 氏

ツバキスタイル
代表取締役社長 CEO
杉山 大祐 氏

「ESG賞」案件概要

【対象会社】 株式会社ツバキスタイル／椿化工株式会社
【スポンサー】 アイ・シグマ事業支援ファンド3号
【売り手】 経営陣を含む個人株主
【案件発表】 2021年3月（株式譲渡契約締結）
【事業概要】 プラスチック容器の販売
【業績推移】 2020年12月期47億円、23年12月期62億円

【主な価値創造】

- ・外部人材採用や社内人材の執行役員登用
- ・人事労務・経理財務体制の強化・ガバナンス強化
- ・経営指標の見える化
- ・合議制による経営体制への変革
- ・営業戦略の立案
- ・新規事業（リサイクル事業）の企画、資金調達、JVパートナー交渉、マーケティング、運営支援
- ・丸紅グループとのリサイクル事業における連携、調達先の多様化

「環境に配慮した容器」の潜在力に着目

——ツバキスタイルグループの事業概要を教えてください。

杉山：ツバキスタイルグループは、化粧品や日用雑貨、トイレタリー、ヘアケア用品などで使用されるプラスチック容器を製造する椿化工と、その販売を手掛けるツバキスタイルの2社をメインに構成されます。

他社にはないグループの強みとして挙げられるのが、高水準の容器成形技術です。小ロットの製造でも利益が出るよう、複雑な仕様や形状に対応した高付加価値・高単価の製品を効率的に製造する体制を作り上げています。

また、製造工程では再生樹脂やバイオマス樹脂といった環境対応型の原料を他社に先駆けて導入し、高い使用比率を保っています。そのため、業界内でもESGや環境配慮に積極的に取り組んでいる企業として認知されています。

——アイ・シグマ・キャピタルは2021年4月にツバキスタイルグループに投資を行いました。どのような投資経緯だったのですか。

中村：2018年から2019年頃、大きなマクロトレンドとして、現在使われているペットボトル容器は環境問題の影響で減少していくと考えていました。特に海外では環境問題への意識が非常に高く、日本のPET市場の成長見通しに対しても否定的な印象を持っていました。

しかし、2019年頃から丸紅のプラスチック事業の担当者たちと話をしているうちに、売上が100億円に満たない企業でも環境に配慮した容器を積極的に採用している会社が多いことに気づき、注目するようになりました。容器には化粧品や飲料用な

ど様々な種類がありますが、特に環境に配慮している企業に興味を持ち、銀行や仲介会社を通じて情報を集めました。その結果、約40社の環境配慮型容器製造会社をリストアップし、1社1社アプローチを試みました。

その中で、7社ほどと直接会って話をする機会があり、『PET容器は環境問題と相反するため、従来通りのビジネスは続けられない』という考えが次第に確信に変わっていきました。PET容器は非常に便利で、薬品の収納にも適していますし、コストもさほど高くありませんが、環境への負荷が問題です。この課題にどのように取り組むか、非常に大きなビジネスチャンスがあると感じました。

さらに、2022年4月には『プラスチック資源循環促進法』が施行されることも分かっており、その流れに乗ってビジネスの機運が高まるのではないかと考え、何社かと継続的に協議を続けていました。その中で出会ったのが、ツバキスタイルという会社でした。

組織化を進め、リサイクル事業を開始

——投資後の取り組みのポイントを教えてください。

中村：まず1点目は、事業承継型の投資案件でよく見られる課題ですが、ツバキスタイルは『すべての情報がオーナー社長の頭の中にしかない』という状況でした。組織化が課題であり、社長の頭の中にあるビジョンやKPIを具体的に分解し、可視化することが必要でした。『次に何をすべきか』『現在の会社の状況はどうか』『今後取り組むべき課題は何か』などを明確にし、

組織として動けるようにすることが非常に大変でした。

2点目は、買収を進める際、『化粧品容器のリサイクル事業を展開するのは面白いのではないか』という話が持ち上がっていました。しかし、調査しても、その実現可能性は確かではありませんでした。日本にはペットボトルのリサイクル事業はいくつかありますが、化粧品容器のリサイクル事業は存在しません。マーケティングの中で、リサイクル事業には大きなビジネスチャンスがあると考えていましたが、買収時点では本当に実現可能かどうかは不透明でした。

そのため、買収の際には、①リサイクル事業を進める場合、②進めない場合の2つのシナリオを作成し、それをもとに銀行や投資委員会に説明し、両方のケースの承認を得て投資に至りました。リサイクル事業には大きな投資が必要になりますが、それが成功するかどうか投資の成否を決定づけるものではなく、『どちらの場合でも投資として収益性が確保できる』という基準で投資を実行しました。リサイクル事業の検討が買収後の最初の1年の主要テーマとなりました。

——その後、リサイクル事業を始めるに当たってどんな要因・背景があったのですか。

中村：まず、九州工場の近くに良い土地が見つかったことが大きな要因です。次に、リサイクルの需要が実際にあるかどうかを綿密にマーケティングし、丸紅に相談したり、取引先にヒアリングを行った結果、環境問題への関心が非常に高いことが分かったことです。

上場企業では通常、営業利益やROAの達成がKPIとして重視されていますが、現在は同じくらいCO2削減への取り組みが求められており、多くの企業が対応に苦慮しています。特に化粧品容器を製造する会社は、リサイクルはおろか、製造工程で発生するロスをすべて廃棄物として処理している状況です。この問題を何とかしたいという強いニーズがあり、『これは事業性がある』と判断して、リサイクル事業に乗り出すことを決めました。

——リサイクル事業の開始にあたり、グループ内で苦勞された点がありましたか。

杉山：2つの大きな壁がありました。

1つ目は、国内に前例がない事業なので、普及や認知してもらうための難易度が極めて高かったことです。飲料用のペットボトルであれば、すでに国内にもリサイクルのプラットフォームが整っています。一方、化粧品やトイレットリーのプラスチック容器は、そのほとんどがゴミとして焼却されているのが現状ですから、そもそもリサイクルという発想自体が世の中にも、お客様の間にも、社内にもなかったのです。

この状況をうまく変えていくのは本当に難しく、結果的に事業開始から今に至るまで、ずっと普及活動を続けています。

2つ目は、会社規模に対して相当額の投資をとるため、本業以外の部分で大きなリスクを負う点でした。前例がない事業に投資するわけですから、回収の目途が立つかどうかについて、中村さんをはじめとするファンドの皆さんと一緒に綿密な収支計画を練り、その上でようやくGOサインを出したという経緯があります。

ジョイントベンチャー形式で設立

——アイ・シグマ・キャピタルならではの取り組みはありますか。

中村：大きなポイントが2つあります。1つ目は、PEファンドの強みを活かし、ジョイントベンチャー形式で新事業のリサイクル事業『ビューティクル』を展開している点です。売上が40～50億

円規模の会社が、リサイクル事業を単独で行うのは負担が大きく、販売力も十分ではありません。

このジョイントベンチャーのパートナーは、業界で非常に有名な容器商社のグラセルです。グラセルの創業者、谷村敏昭会長は業界の重鎮で、今回のジョイントベンチャーでも代表取締役会長としてビューティクルを率いています。

中堅企業は何でも自社で完結させようとする傾向がありますが、ファンドとして、事業の将来性と最も合理的な方法を考え、グラセルとタッグを組んで『二頭体制』でビューティクルを立ち上げました。椿化工が3分の2の株式を持ち、残りの3分の1をグラセルが保有しています。販売はグラセル、その他の点はツバキスタイルグループというように、お互いが得意な分野を活かしながら、不足しているピースをグラセルに補ってもらう形で一緒に事業を進めていく。このような取り組みは、通常の事業会社ではなかなか難しいのです。

自分たちの得意分野と不足している部分は冷静に分析しました。私たちは内部の人間であると同時に、外部の視点を持っているため、事業に対する客観的な分析ができたのだと思います。

——2つ目の取り組みは何ですか。

中村：外部からプロの経営者である杉山さんをツバキスタイルの社長に迎え入れたことです。杉山さんは製造業での経験があり、ユニチャームやアディダスでも長年活躍してきました。ビューティクルを立ち上げる際に最も重要なのは、組織化とマーケティングの力です。ビューティクルのマーケティングに注力しながら、組織の整備も進めています。

——杉山さんご自身の経験が特にどの部分で生かされたと感じていますか。

杉山：私はこれまでコンシューマー向け事業が長かったので、最初にアイ・シグマ・キャピタルさんからお話をいただいた時は、正直お引受けするべきか迷いました。

ただ、自身の過去を振り返ると、さまざまな業界に自分の強みがない状態で飛び込んでいった経験がありました。その場合、自分にできないことは他の人にお願いすることになるので、常に組織や人員をどう動かすかを考え、時にはお客様の協力も得ながら会社を動かしてきました。ツバキスタイルグループの経営でもこうしたノウハウが役に立っていると感じます。

特に入社直後は業界のことをほとんど知らない状態でしたし、リサイクル事業に関しては社内にもノウハウが不足していたので、本当にゼロからのスタートでした。

そこで私たちが何をしたかという、ある原料商社グループのリサイクル企業のもとで技術研修をしました。他の分野で高い技術を持つ企業の協力を受けながら実証実験を繰り返し、結果的に自社グループの技術力を高めることができたのです。

自分たちだけでは解決が難しい問題に対して、『いかに社外のリソースをうまく活用していくか』という発想がなければ、リサイクル事業の立ち上げは難しかったと思います。

——ビューティクルの立ち上げ後、社内にはどのような変化がありましたか。

杉山：実は、最初の頃は『リサイクルよりもボトルを作っているほうが儲かりますよ』という反応が大半でした。

そうした中、グラセルの谷村会長からある化粧品メーカーをご紹介いただく機会があり、それを契機に『販売した製品の容器を自社で回収して、リサイクルしたい』というお客様が少しずつ増えていきました。

これが結果的に『リサイクル事業をフックにして製造の受注が取れるかもしれない』という意識を生み、誰かが結果を出して、それを見た社員が続くという、良いスパイラルが社内に広がっていきました。

リサイクルの新たなカルチャーを生み出す

— 投資実行後のEBITDAや売上の増加率はどのようになっていますか。

中村：投資直後、売上は40億円台でした。リサイクル事業が量産体制に入ったのはごく最近です。しかし、グループ全体の売上は約60億円まで成長しています。利益率は大きく変わっておらず、EBITDAマージン率は約20%です。

— この投資案件の事業理念やコンセプトを教えてください。

中村：メインコンセプトは、『人をきれいにする化粧品が、地球を汚してもいいのか』という問いかけです。ペットボトルの容器はシンプルな作りでリサイクルも容易ですが、化粧品の容器はそう簡単にはいきません。化粧品の容器は見た目が重要で、刻印があったり、剥がれないシールが使われていたり、さまざまな色がついています。これらの容器をリサイクルするには技術的な課題が多いのです。

2022年4月にプラスチック資源循環促進法が施行され、レジ袋の有料化もCO2排出削減の意識改革を日本に広める一助となりました。欧州と比べて遅れていた日本の環境問題への意識も変わってきています。企業の持続性を考える上で、ESGに取り

組むことは避けられませんし、むしろそれにコミットする企業は成長が期待できます。『化粧品の容器は色がついているからリサイクルは無理だ』という従来の考えを排し、実際にリサイクルを行い、『できる』と証明しようとしています。

具体的な協業先としては、新日本製薬、アートネイチャー、シャボン玉石けん、さらには東急ホテルグループなどと協力しています。たとえば、シャボン玉石けんでは病院向けの使い終わった容器を全て廃棄していましたが、それを回収してリサイクルしています。トップ企業とタッグを組み、業界に新しい風を吹き込んでいます。

— ツバキスタイルグループが目指す企業の姿を教えてください。

杉山：ESGの観点では、私たちは化粧品容器のリサイクル事業を展開する国内唯一の企業なので、業界内で独自のポジションを持つパイオニアとして成長を続けていきたいと考えています。

売上規模の観点では、私たちのビジネスは常に投資を伴うので、ベースとなる体力を底上げしていく必要があります。まずは60～70億円、その先に100億円を目指します。

最後は企業としてどのような価値を生み出していくか、という観点です。法律は施行されましたが、プラスチックの分別回収の取り組みが普及しリサイクルのプラットフォームが整備されたかということ、まだ着手できていないのが現状です。ですから、私たちは政府やリサイクルに積極的な自治体と一緒に新しいカルチャーを生み出していきます。

新たな価値を自らリードして作り上げていく。それがESGに取り組む企業として最も重視すべきことだと思っています。



ESG賞

KKRジャパン
マネージング・ディレクター

中村 正樹 氏

武州製薬
代表取締役社長
最高経営責任者

高野 忠雄 氏

「ESG賞」案件概要

【対象会社】 武州製薬株式会社

【スポンサー】 KKR

【売り手】 BPEA EQT

【案件発表】 2022年12月

【事業概要】 医薬品や治験薬の受託製造を担う
専門CDMO (医薬品開発製造受託機関)

【業績推移】 売上372億円 (2024/3月期)

【主な価値創造】

- 設備投資の加速および注射剤の充填領域における新規投資の実行
- KKRのグローバルなバイオテック・製薬分野におけるネットワークを活用して、顧客開拓を支援
- 全従業員オーナーシップ制度『Bushu Employee Ownership Program (BEOP)』の導入による従業員エンゲージメントの向上支援
- 会社規模拡大及びグローバル展開にあわせたERP統合のためのSAP Hanaの導入支援

ライフサイエンスとインフラの視点で 経営をサポート

——武州製薬の事業内容を教えてください。

高野：武州製薬は医薬品受託製造の専門企業です。一言で医薬品と言っても関連する事業は幅広く、製造の他に包装や保管管理、医療機器の修理業、卸売販売業なども手掛けています。

会社の設立は1998年で、塩野義製薬が受託製造部門をスピノフする形でスタートしました。その後、親会社の方針転換に伴い2010年にPEファンドの傘下に入り、以降は複数ファンドのもとで成長を続けてきました。KKRはPEファンドとしては3社目のスポンサーです。

——これまでに複数のファンドのスポンサーを経験していますが、KKRのサポートにはどのような特徴があると感じますか。

高野：KKRは社内にライフサイエンスに特化した部門を持っているため、当初から医薬品の受託製造事業に対する理解がありました。さらにユニークなのは、中村さんを中心としたライフサイエンス部門に加えて、インフラストラクチャー部門が当社の経営に関わっていることです。

医薬品事業は投資してから利益が出るまでに早くても3～5年かかります。KKRがスポンサーになってからは、医薬品の視点ではライフサイエンスチーム、長期的なビジネスの視点ではインフラチームとディスカッションができる、非常に面白い関係が作れていると感じます。

——KKRは2022年12月に武州製薬への投資を発表しました。同社のどこに着目したのでしょうか。

中村：高野さんがお話されたライフサイエンスとインフラの視点、それぞれでポイントがあります。

ライフサイエンスの視点では、いま国内外の製薬企業は最も付加価値が高いR&Dにリソースを集中させて、比較的付加価値が低いと見なされている製造や販売はアウトソースする動きが拡大しています。この流れを踏まえると、武州製薬は国内の医薬品製造受託企業ではトップの地位にあり、非常に魅力的でした。

他には医薬品製造受託事業に特有の「スティックネス（粘性）」も挙げられます。医薬品は一度製造を委託すると許認可等の問題からすぐに委託先を切り替えることが難しい特性があり、これが事業の安定性につながります。

インフラの視点では、KKRはインフラの定義をエネルギー施設や空港、鉄道、道路といった狭義のインフラに限定せず、社会貢献度が高い資産という広い意味で捉えていて、武州製薬もその対象でした。また、医薬品製造事業は投資を行い、設備が稼働し、キャッシュフローを生み出すまでに時間がかかり、その間もしっかりと実物資産に投資を続けることが必要ですから、投資サイクルの点でもインフラとの親和性がありました。

後回しになりがちな設備投資を敢行し、 成長の土台に

——ライフサイエンスとインフラの知見に基づき、KKRは武州製薬とどのような取り組みを実行してきたのですか。

中村：武州製薬はこれまでファンドスポンサーが続いてきたのですが、PEファンドは事業からのキャッシュフロー創出を重視するあまり設備投資の優先順位が下がりがちです。実際、同社も過去10年以上ファンドの傘下にあった間、大規模な設備修繕やリノベー

ションを実施する必要があったにもかかわらず、先延ばしになっていました。

しかし、インフラ投資の視点ではむしろハードアセットのクオリティを向上させることが重要ですから、まずはそこから手を付けることにしました。

高野：最初にこの話をされた時は、正直に言えば『厳しい提案だな』と感じましたね。私たちはすでに少額ずつ長期スパンでの設備投資を検討していて、KKRの提案はその計画の時間軸を一気に圧縮し、設備投資を前倒しすることになるためです。

ただ、振り返ってみると最初に設備投資から始めたのは正解でした。計画を前倒ししたことで製造のキャパシティを早期に確保できるようになりましたし、製造機械の更新で作業効率も向上しました。最初から効果が大きい提案をしていただいたと思います。

中村：一方で、ライフサイエンスの観点でも成長を加速させる必要があります。そこでフォーカスしているのが注射剤の製造です。従来武州製薬ではタブレットやカプセルなど経口剤の製造を中心に受託してきましたが、需要が高い抗がん剤や新薬は注射剤が中心です。さらなる成長には注射剤のキャパシティ確保が必須になるとの考えから、KKRが投資を開始した翌月の取締役会で決議し、現在3年間の計画を立てて注射剤製造の体制を整えています。

これが完了すれば、工場への設備投資によって製造の土台が整い、かつ、成長投資としての注射剤製造事業が立ち上がりますから、武州製薬は新たなステージに入ります。

ファンドリターン連動型の インセンティブを従業員に付与

——今回のJPEAアワードは、武州製薬への「従業員オーナーシップ・プログラム」の導入が評価されての受賞となります。このプログラムの概要を教えてください。

中村：『従業員オーナーシップ・プログラム』は、KKRが2011年に米国で始めた制度です。当時からPEファンドの投資先では一定以上の役職者にストックオプション等のインセンティブを与えることは一般的でしたが、これではファンドの投資リターンは一部の従業員にしか還元できません。米国で年々所得格差が拡大していく中で、この構造的な問題をどうすれば解決できるかを検討した結果、全従業員にオーナーシップを付与するのが一番の近道ではないかという結論に至り、プログラムをスタートしました。

このプログラムでは、従業員に擬似的なオーナーシップを付与します。『擬似的』なので普通株のような議決権はありませんが、エグジット時にファンドの投資リターンに連動したリターンを還元することで、従業員は経済的なインセンティブを得られる仕組みです。

武州製薬の場合、事業計画を達成して企業価値が一定の水準まで上昇すれば、平均で月給6カ月分のリターンをすべての従業員に還元します。もしも事業計画を下回ってしまうとリターンは減少しますが、逆にリターンの上限は設けていません。つまり、アップサイドを実現するほど経済的なリターンが得られますし、事業計画を達成できなかったとしても、従業員が負うリスクはゼロです。

高野：武州製薬の事業は、直接雇用だけでなく業務委託や特定派遣の方々にも活躍してもらうことで成り立っています。そのため、正社員に限定せず武州製薬に貢献してくれたすべての方々にフレキシビリティをもってオーナーシップを付与し得るといえるのもこのプログラムの特徴です。

中村：その意味では、今後武州製薬に入社される方も対象になります。武州製薬に長く貢献している方々と、今後新しく入ってくる方々の全員を対象にした、本当の意味で包括的なプログラムです。

——従業員オーナーシップ・プログラムに対する従業員の反応はいかがですか。

高野：制度を導入する際に川越工場（埼玉県川越市）・美里工場（埼玉県美里町）・会津工場（福島県会津若松市）で同時に全社員を集め、各拠点をオンラインで繋ぎKKRと一緒に全社員にプログラムの内容を説明する機会を設けました。Bushu Employee Ownership Program (BEOP) というプログラム名で『BE an Owner』をテーマに全員が同じオリジナルTシャツを着て一体感を醸成する目的です。また、導入後には、理解度サーベイも実施しました。ここでプログラムにポジティブな評価をした約7割の社員については、モチベーションの向上やリテンションにもつながっているといます。

しかし、約3割の社員からは『よくわからなかった』とか『あまり魅力を感じない』といった回答がありました。この結果については、説明を続けることが大切だと感じますし、今後どのようにモチベーションが向上していくかを分析することも重要なので、社員とのミーティングやサーベイを継続していきます。

エグジット後も持続可能な制度を目指す

——従業員オーナーシップ・プログラムには、制度と引き換えに従業員に低賃金を強いる可能性や、エグジット後も従業員のモチベーションを維持できるかという指摘もあります。

中村：まず、このプログラムは既存の従業員報酬や福利厚生を置き換えるものではありません。武州製薬では労働組合ともしっかりお話をされて賃上げを実現しており、それを大前提に追加的なインセンティブとして実施しています。

エグジット後のモチベーション維持については、私たちの次のオーナーの方々にもこの制度の重要性を理解してもらうなど、社会的な動きにしていくことが大切です。海外ではKKRのメンバーが立ち上げた『Ownership Works(OW)』というNPOが世界中のGPやLPに向けて普及活動を行っています。このNPOに日本で唯一加盟しているゆうちょ銀行が、日本でのプログラム普及を後押しして下さっていることは非常に大きな影響があると感じています。

現在、米国ではKKR以外にも多くのPEファンドがOWに参画することで、スポンサーが変わってもオーナーシップ・プログラムを続けられる土台が整ってきています。日本がこの段階になるにはまだ時間が必要ですが、今回のJPEAアワードの受賞で他のGPやLPにも関心を持っていただくことにより、このプログラムが一層持続可能なものになっていくのではないのでしょうか。

高野：医薬品製造事業は、従業員が業務への意欲を高めていく過程で多くの社会的なバリューを生み出します。私は、このプログラムはエグジットでリターンを得たらそこで終わりではなく、プログラムを通じて従業員エンゲージメントを積み重ねていく間に、武州製薬が社会に果たす役割も大きくしていかなければならないと考えています。

従って、エグジット後も従業員が社会貢献を続けていくことがこのプログラムのゴールであり、医薬品製造を手掛ける私たちだからこそできることも多いと思っています。

——オーナーシップ・プログラムの他に特色のある取り組みがあれば教えてください。

高野：新たに導入した制度として『従業員選択型福利厚生プログラム』があります。これは従業員が主体となって、働きやすさを向上させるためのアイデアを出してもらい、実現に必要な資金を一定の範囲で会社が支援するというもので、今年には食堂のリノベーションを実施することが決まっています。

中村：私たちは従業員オーナーシップと従業員エンゲージメントが両輪の関係にあると思っています。オーナーシップのリターン実現には時間がかかるので、実感がわからない社員が一定数存在するのは当然のことです。

一方で従業員のエンゲージメントをどう高めていくかに関しては、従業員が『何をするか』を主体的に選び、それを『自ら実現していく』ことが大切です。今回は食堂の環境改善でしたが、継続的に自分たちの働き方や職場を快適にできる方法を考え、実現してもらうことで会社へのエンゲージメントを高めていきます。

成長志向への発想転換でさらなる成長を目指す

——投資期間を振り返り、武州製薬にどのような変化が生まれたかと考えていますか。

中村：武州製薬のビジネスは受託型ですから、従業員の方々の間にもある種受け身の部分がありました。そうした中、高野社長とは『今までとは違う、自らプロアクティブに付加価値を提案していくビジネスを作っていきましょう』という話を常にしてきました。これを実現するには、従業員一人ひとりのモチベーションはもちろん、会社や事業に対する愛情のようなものが必要なのですが、それが少しずつ高まってきていると感じます。

また、PEファンドの傘下に入ると、コストを圧縮して利益を絞り出そうとする『縮小均衡的』な発想に陥りがちですが、そこから『どうやって成長を実現するか』という成長志向の発想への変化が生まれています。その結果、業績も非常に好調です。

高野：KKRがスポンサーになってから、社内に『上手に投資をしない限り成長が難しい』という考え方が広がってきました。

これまではどちらかと言えばコストカットの方針だったので、最初は『投資を進めてください』と言われても従業員はお金の使い方がよくわからなかったのですが、今では1つひとつを自分たちで考えて、『これは今投資した方が良い』『投資するならこうだろう』といったように、少しずつやり方がわかってきました。これが変化を生んでいる要因だと思います。

——武州製薬は、KKRと一緒に今後どのような企業を目指していくのでしょうか。

高野：昨今、医薬品業界では多くの企業がアウトソーシングを志向しているので、その動きをいち早くキャッチすることが重要です。私たちのビジネスは先行投資型ですが、事業の特徴として最終的に投資額を委託元に負担してもらうことができますから、この点もうまく生かしながら、顧客の考えやニーズを捉えて受託を増やしていきます。

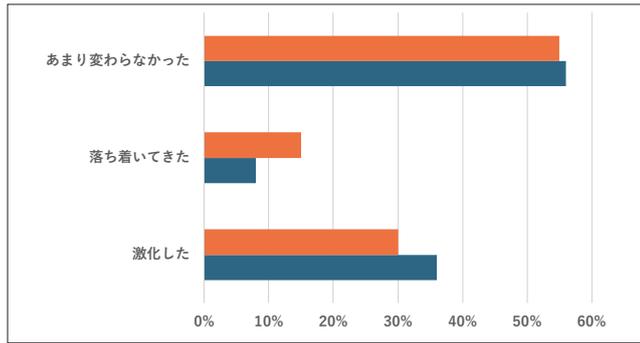
また、従来は顧客に対して『それはできません』と返していた案件でも、『できるか検討してみます』とか『こうすればできます』と返せるように従業員の思考が変わってきているので、承認薬の受託製造という『受け』のビジネスに加え、治験薬の製造受託など『攻め』のビジネスについても拡大を図っていきます。

2024年協会正会員アンケート結果紹介

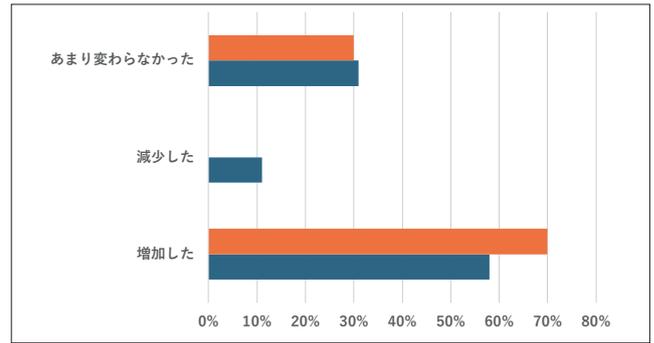
(対象期間：2023年4月～2024年3月)

2023年 2024年

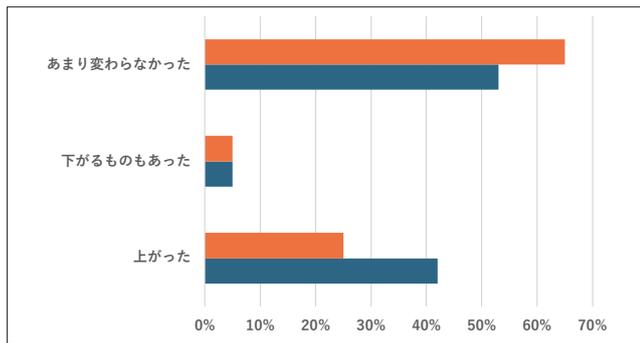
1. 今年度(4～3月)の競争環境はどうでしたか？



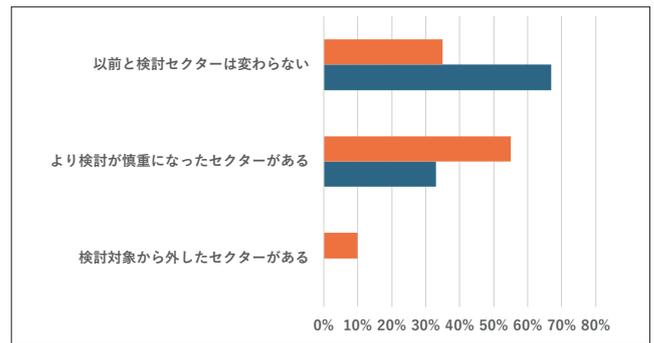
2. 今年度(4～3月)は前年度と比較して案件数(投資検討数)は？



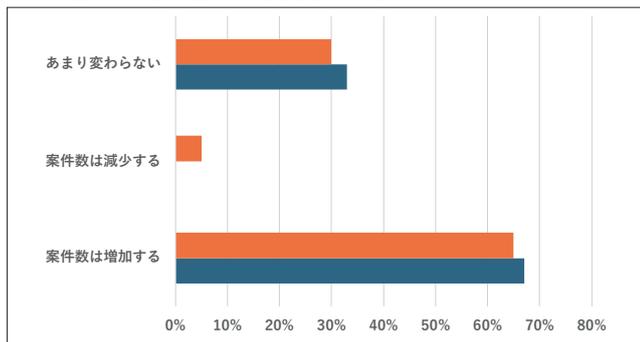
3. 投資のエントリー価格は？



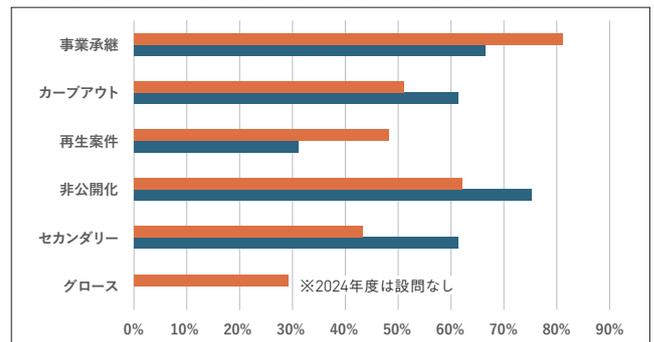
4. 投資対象セクターに変化はありましたか？



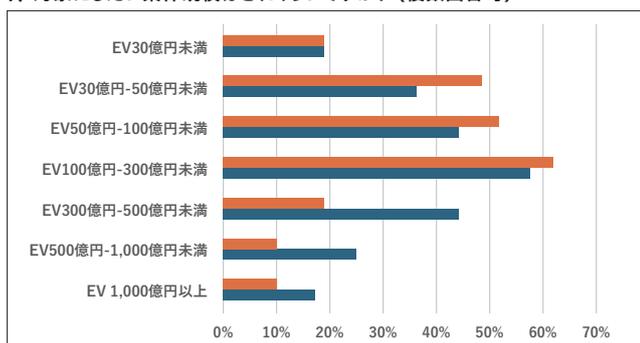
5. 次年度(4～3月)の投資環境をどうみていますか？



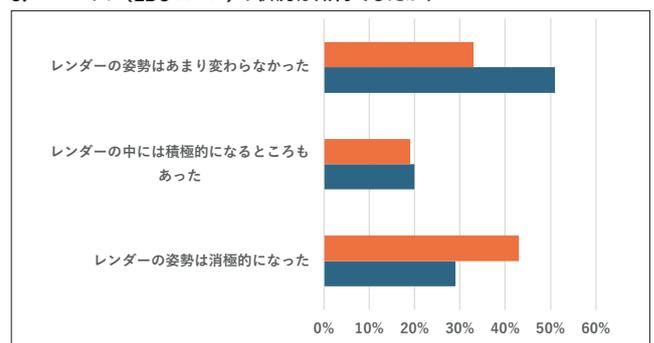
6. どのような案件が増加すると考えていますか？(複数回答可)



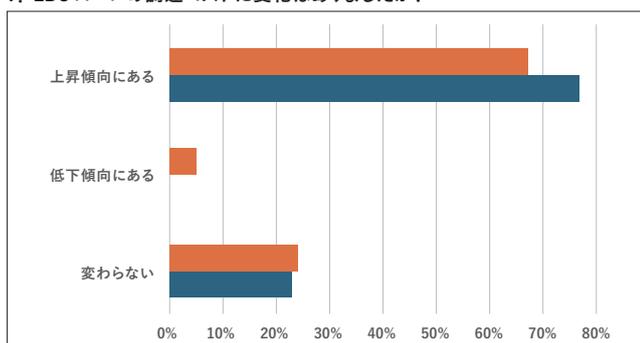
7. 対象にしたい案件規模はどれくらいですか？(複数回答可)



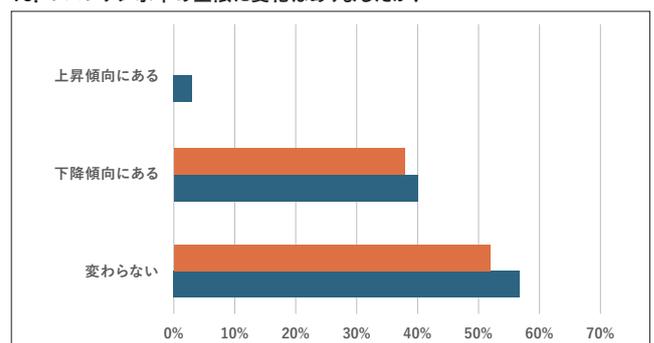
8. レバレッジ(LBOローン)の状況は如何でしたか？



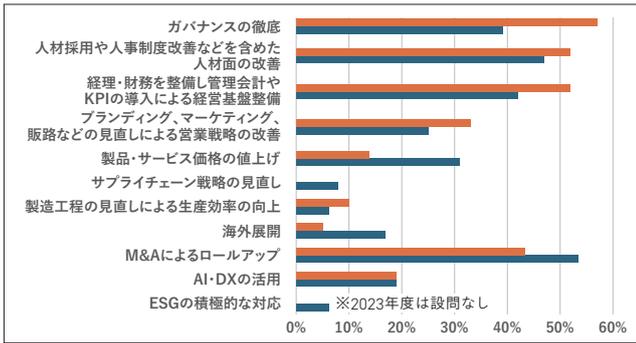
9. LBOローンの調達コストに変化はありましたか？



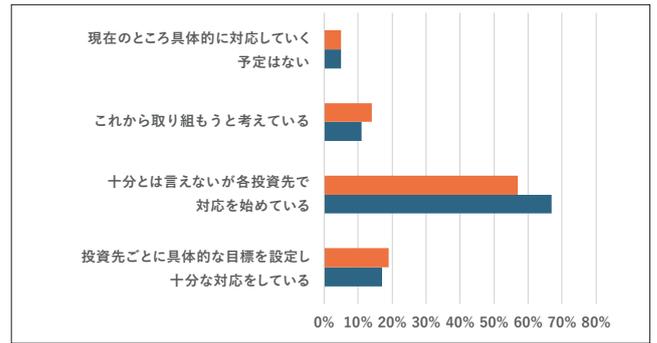
10. レバレッジ水準の上限に変化はありましたか？



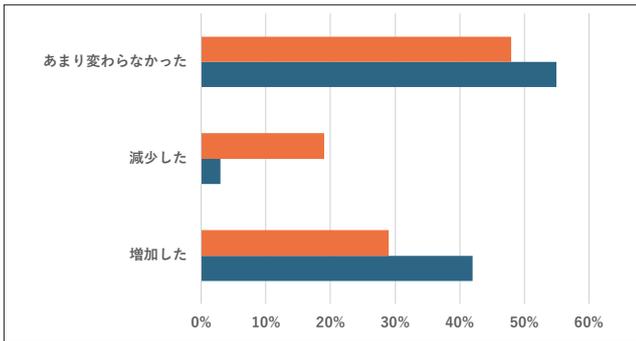
11. 最も注力しているバリュークリエーションはどのようなことでしょうか？
(3つまで選択可)



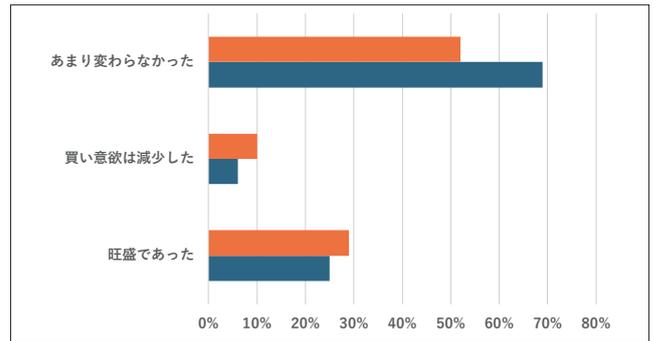
12. 各投資先のESGの対応について



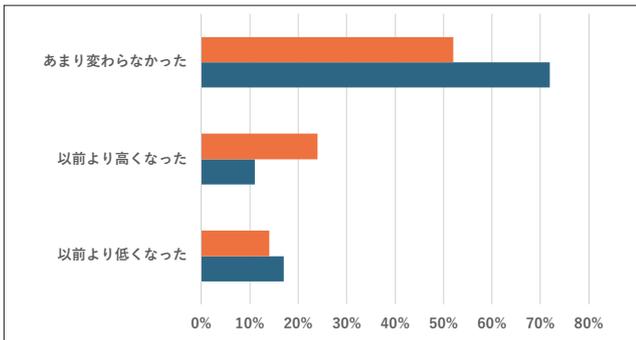
13. 前年度と比べてEXIT件数は増えましたか？



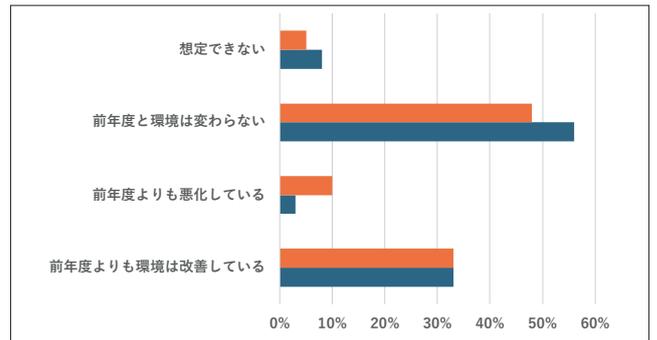
14. 事業会社等 Exit 先の買い意欲に変化はありましたか？



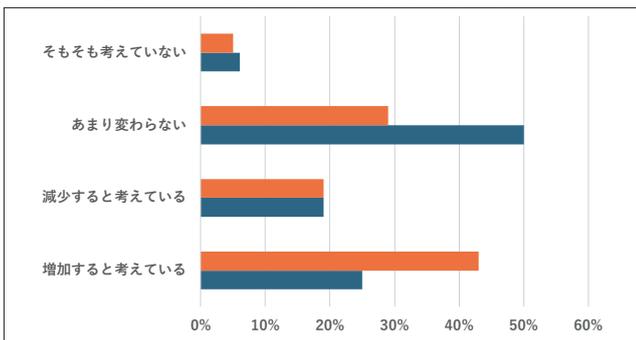
15. EXITの想定価格は？



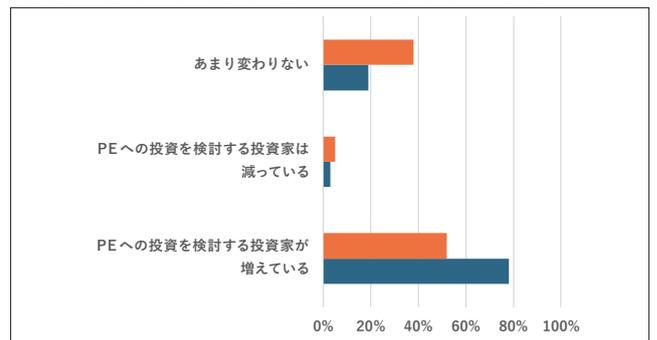
16. 今年度(4~3月)のEXIT環境をどうみていますか？



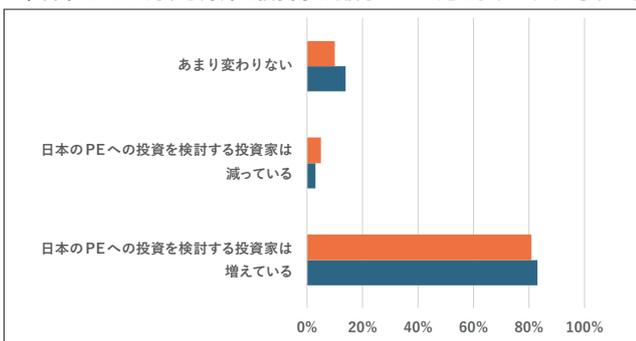
17. 今後のEXITについてはIPOの数は増えると考えますか？



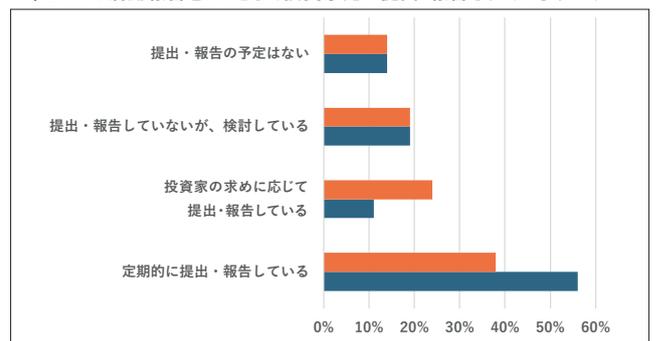
18. PEに対する国内の投資家の動向についてどのようにみていますか？



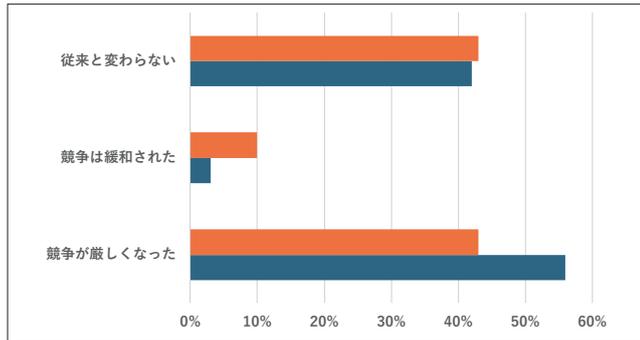
19. 日本のPEに対する海外の投資家の動向についてどのようにみていますか？



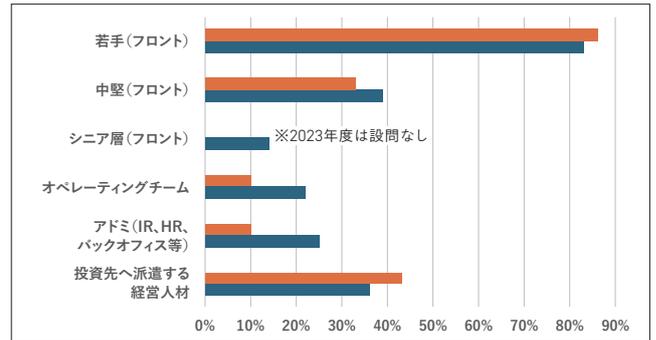
20. ESGの活動報告をGPとして投資家宛に提出・報告されていますか？



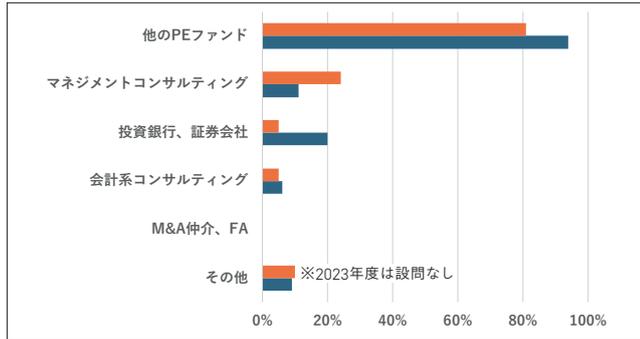
21. 人材の採用環境はどうでしたか？



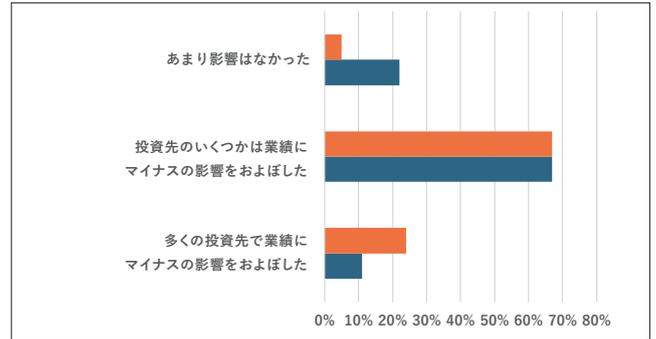
22. 採用に注力しているのはどのポジションですか？(複数回答可)



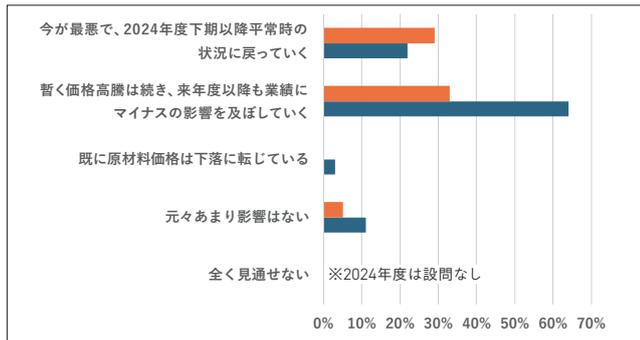
23. 人材獲得の際、競合したのはどの業界でしたか？(複数回答可)



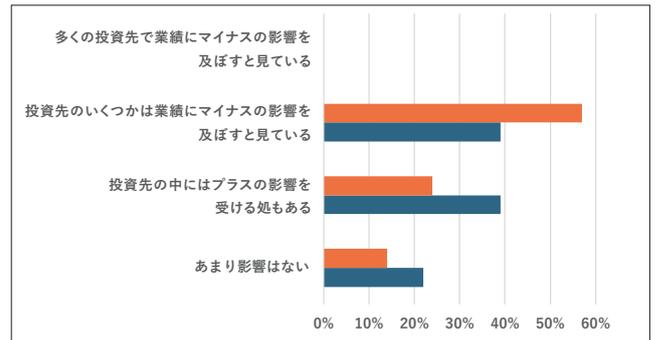
24. 原材料価格の高騰で投資先の業績への影響はありましたか？



25. 原材料価格の高騰で今後の投資先業績への影響をどう見えていますか？

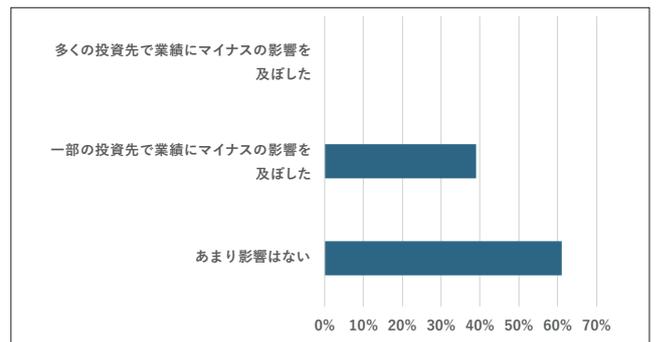


26. 円安の進行に伴う投資先の業績への影響はありますか？



27. 2023年は引き続き地政学的リスク(ウクライナ・イスラエル/パレスチナ・米中関係等)がより一層深刻化しました。これら地政学的リスクの投資先業績への影響はありますか？

※2023年度は設問なし



編集後記

第7号となるニュースレターをお読み頂きましてありがとうございます。2025年に入り3ヶ月経ちましたが、既に30本を超えるニュースが当協会ホームページにリリースされました。昨年の年次総会において、パネリストの皆様から国内外機関投資家が日本市場に注目されていること。そして、レバレッジファイナンスマーケットにおいても積極的な活動が見られたことがハイライトされました。本号にて特集したJPEAアワード受賞案件含め多数の成功事例の影響もあり、PE業界の発展がより広く社会から認知されることに繋がりました。現在日本が世界で最も注目されているPEマーケットの一つとなり、今年は更に大きな発展が見られると信じております。

発行日 2025年4月15日
 発行 一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会
 発行責任 飯沼 良介
 編集責任 松山 幸功、清水 俊孝、榎山 雄樹、佐藤 正秀、中山 祥子
 編集協力 株式会社ブレインズ・ネットワーク