

会長巻頭言



清塚 徳

KIYOZUKA Megumi

一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会会長
サンライズキャピタル株式会社代表取締役社長

昨年9月に開催された日本プライベート・エクイティ協会（以下「PE協会」）年次総会において新会長に選任されましたサンライズキャピタル代表取締役社長の清塚でございます。PE協会への日頃のご理解・ご協力、誠にありがとうございます。

さて、会長就任後まず最初に行ったのがPE協会内の様々なご意見やご要望を迅速に把握することで、副会長・理事・監事12名の皆様とワン・オン・ワンでの意見交換を実施いたしました。この際に頂戴したご意見等を踏まえ、昨年12月に開催された理事会にて、私から2026年度のPE協会活動方針として以下3点（一部補足説明を加筆）をご提案し、審議の上承認を得ました。

1. PE業界の存在感が増している中、PE協会のこれまでの活動を引継ぎ、会員数の増加を目指しつつ、案件のベストプラクティスを共有する等して、業界全体の更なる発展に貢献する
2. PE業界は経済・社会に貢献している実績があるにも関わらず、メディアも含めてファンドへの偏見が残っており、正しい認識を広げるべく広報活動を強化する
3. 正会員約80社、賛助会員約160社となり、会員構成も多様になってきている。それぞれの会員層の課題・ニーズ・想いに沿った対応を行い、「みんなの協会」を目指す

以下、各活動方針の背景や実施策について、同理事会で報告・承認された4委員会（会員拡大・交流委員会、ナレッジシェアリング委員会、PR委員会、ESG委員会）の関連する活動方針と合わせご説明申し上げます。

1. PE業界の更なる発展に貢献する

皆さんご存知の通り、現在の日本のPE市場は活況を呈しており、年間約300件の案件に3兆円を超える投資が行われています。また日本を代表する著名企業がPEファンドと組んで非公開化することが毎月のように発表されています。このため、国内外の投資家の日

本のPE市場への関心も高く、ファンドレイジングも好調な状況です。

この活況を継続・発展させるため、PE協会としては、会員拡大・交流委員会が中心となって更なる会員の獲得を目指すとともに、ナレッジシェアリング委員会主催のオンライン勉強会や実務研修会を継続実施して参ります。またPR委員会主催のJPEAアワードの選考・広報を通じて業界内のベストプラクティスを周知して参ります。会員の皆様におかれましては是非積極的なご参加をお願いします。

2. PE業界の社会的貢献をアピールする広報活動

PE業界は投資先の成長・再生を通じて日本経済の活性化や雇用の増大に大いに貢献しています。またその結果生み出されるリターンは他のアセットクラスや上場株式を大きく上回り、国民の資産形成にも多大なる貢献をしています。

これらの貢献を客観的に示すために、PE協会がプレキン社と協働した「パフォーマンスベンチマーク」やESG委員会主催の「雇用データ」の集計を継続して参ります。正会員の皆様におかれましては、投資活動でお忙しい中恐縮ですが、データの提供等にご協力を宜しくお願い致します。また、これらのデータを正しく広報するために、PR委員会では「メディア勉強会」の開催や発信力強化策の一環としてSNSを活用した情報発信も企画しています。

3. 「みんなの協会」

PE協会に加盟している正会員の中にはファンド規模が数兆円のグローバルファンドもあれば、数十億円の地方承継ファンドも含まれています。また、賛助会員のバックグラウンドも極めて多岐にわたります。このため各会員の課題・ニーズ・想いも多種多様であり、PE協会としても、全ての個別ニーズへの対応は困難としても、一定数を占める会員層のそれぞれのニーズに寄り添っていくことが必要になってきています。

PE協会としては、これら多様なニーズに応えるため、会員拡大・交流委員会やESG委員会を中心に、正会員交流会・若手交流会・女性プロフェッショナル懇親会等、個別グループ毎の交流会を活発に実施して参ります。また、賛助会員からのご要請を踏まえ、オンライン勉強会への講師としての参加や正会員との交流機会を維持・拡大して参ります。一人でも多くの皆様のご参加をお待ち申し上げます。PE協会が会員の皆様にとって「みんなの協会」と感じて頂ける様努力して参ります。

新理事ご紹介



喜多 慎一郎
KITA Shinichiro

株式会社アドバンテッジ
パートナーズ
代表取締役 / シニアパートナー



津坂 純
TSUSAKA Jun

株式会社日本産業推進機構
代表取締役社長・マネージングパートナー
ESGコミティー議長



津田 敬太郎
TSUDA Keitaro

株式会社ロングリーチ
グループ
パートナー



竹井 友二
TAKEI Yuji

ベインキャピタル・
ジャパン・LLC
パートナー



密田 英夫
MITSUDA Hideo

ボラリス・キャピタル・
グループ株式会社
取締役副社長

第20期年次総会報告



2025年9月4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「ソーシャル・イノベーションとプライベート・エクイティ」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。

総会には、正会員68社(委任状含む)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20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21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463名の業界関係者に参加いただきました。会是新協会長となった清塚会長の挨拶に始まり、市場動向についての正会員アンケートの結果や、JPEA Awardの発表及び新理事のご紹介が行われ、皆様のご協力のもと盛会となりました。

パネルディスカッション(正会員・賛助会員対象)

「証券市場の制度改革や市場参加者の動向が、PE市場に与える影響に関する討議」

冒頭、東京証券取引所の池田様からは、市場区分見直し以降、資本コストや株価を意識した経営(いわゆるPBR1倍改革)を軸に改革を進めていること、親子上場等に関する議論や支配株主による非公開化局面での制度整備が進展していること、さらにグロース市場については「高い成長を目指す企業が集う市場」としての性格を強める改革(上場維持基準の見直しやTOPIX組入れ等)を推進していることが共有されました。その後、パネリストの池田氏、田島氏、村上氏が上場維持基準の見直し、未公開化、PEファンドに期待される役割について、討議していただきました。グロース市場改革を踏まえたIPOのあり方、非公開化の増加と制度面の論点、そしてPEに期待される役割が整理され、IPOとM&A/

非公開化の選択がより明確化する中で、PEが上場・未上場をまたぐ資本循環と成長支援の担い手として存在感を高めるべきだ、という方向性で議論がまとまりました。

●パネリスト

株式会社 東京証券取引所

上場部 企画グループ 統括課長 池田 直隆 氏
一般財団法人日本ベンチャーキャピタル協会 会長 /
株式会社ジェネシア・ベンチャーズ

代表取締役・General Partner 田島 聡一 氏
野村證券株式会社 常務 村上 朋久 氏

株式会社ロングリーチグループ パートナー 津田 敬太郎 氏

●モデレーター

日本プライベート・エクイティ協会 理事 /

エンデバー・ユナイテッド 代表取締役 三村 智彦 氏



講演

「パフォーマンスを最大化する鍵：女性活躍とDE&I」

マッキンゼー・アンド・カンパニー・ジャパンの堀井様より、DE&Iや女性活躍は「善意の取り組み」ではなく、企業のパフォーマンスを高めるための重要な経営課題であるとの問題提起がなされました。労働人口減少や働き方の変化を背景に、多様な人材の活用は不可避であり、データからもジェンダー多様性やインクルーシブな組織が業績や人材定着に寄与することが示されました。

一方、日本では採用段階から管理職・経営層に進むにつれて女性比率が大きく低下しており、その背景には無意識のバイアスやスポンサー不足、制度面の課題があると整理されました。PEを含むプロフェッショナル組織では、リーダー自身の腹落ちを起点に、事実の可視化や評価制度との連動、スポンサーシップの明確化など、具体的行動を通じて女性が成長できる環境を整えることが重要だと強調されました。

ミニパネルディスカッション

「ソーシャル・イノベーションとプライベート・エクイティ」

PE業界が社会課題解決にどのように関与できるのかをテーマに、斎藤様からソーシャル・ウェンズデーについて、鈴木様からソーシャル・イノベーション・パートナーズについてご紹介いただきました。

●パネリスト

経済同友会 共助資本主義の実現委員会 副委員長
斎藤 立 氏 (株式会社シグマックス 常務執行役員)
一般社団法人ソーシャル・イノベーション・パートナーズ
代表理事兼CEO 鈴木 栄 氏

●モデレーター

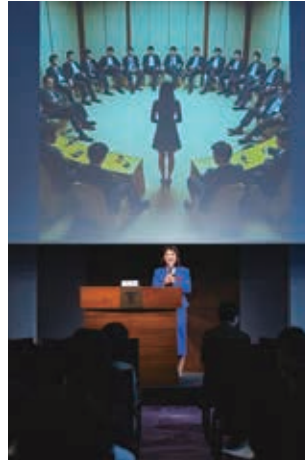
一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会
ESG委員 高槻 大輔 氏
(シーヴィーシー・アジア・パシフィック・ジャパン プリンシパル)



*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/>

●講演者

マッキンゼー・アンド・カンパニー・ジャパン
シニアパートナー 堀井 摩耶 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134名が集い、業界内でのネットワーキングや実務に関する意見交換、日頃の課題についての情報共有が行われるなど、活発な交流の場となりました。

役員構成

本総会における選任をうけ、2025年度の理事・監事、退任理事は以下の通りです。

●2025年度 役員構成

理事	清塚 徳 (会長)	サンライズキャピタル株式会社
	三井 麻紀 (副会長)	Carlyle Japan Equity Management LLC
	三村 智彦 (副会長)	エンデバー・ユナイテッド株式会社
	廣本 裕一	ジャパン・インダストリアル・ソリューションズ株式会社
	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
	福崎 昇平	株式会社丸の内キャピタル
	喜多 慎一郎	株式会社アドバンテッジパートナーズ
	津坂 純	株式会社日本産業推進機構
	津田 敬太郎	株式会社ロングリーチグループ
	竹井 友二	ペインキャピタル・ジャパン・LLC
監事	密田 英夫	ポラリス・キャピタル・グループ株式会社
	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

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
	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
	平野 博文	株式会社KKRジャパン
	檜山 雄樹	J-STAR株式会社

第11回(2024年度)JPEAアワード受賞インタビュー



ESG賞

じじやコーポレーション 取締役 CFO
元 資さん 執行役員管理本部長 (ESG 管掌)

石川 愉基 氏

ユニゾン・キャピタル
パートナー

後藤 玲央 氏

「ESG賞」案件概要

【対象会社】 株式会社資さん
【スポンサー】 ユニゾン・キャピタル
【買い手】 株式会社すかいらくホールディングス
【案件発表】 (投資開始) 2018年3月 / (投資完了) 2024年10月
【事業概要】 外食チェーン「資さんうどん」の直営展開
【業績推移】 (投資時) 売上高71億円、(投資完了時) 同153億円

【主な価値創造】

- ・企業基盤作りを通じた地方有力ブランドの全国進出(店舗数・地域の拡大)
- ・経営理念の策定、人事制度構築
- ・外食事業のベストプラクティス導入(店舗オペレーション改善、商品・マーケティング強化等)
- ・生産キャパシティ増大・衛生水準引き上げを企図した自社工場への大型投資
- ・サプライチェーンの再構築

選考理由

①「ミドル・マーケット案件」の実践的なESGへの取り組み

「資さんうどん」は北九州発祥の外食(うどん)チェーン店で、2018年3月にユニゾン・キャピタル(以下、ユニゾン)が投資を行い、2024年10月にエグジットした案件である。投資時は北部九州のみに39店舗を展開していた地域性の高い会社であったが、エグジット時には九州全域・中国・関西地域を含む72店舗にまで拡大し、また関東進出も実現、売上高は投資時対比で2倍以上になった。

投資当初はユニゾンより経営陣に対してESGに関する様々な働きかけを行ったが、これは「ESGのためのESG」を脱しきらない「腹落ちしない」ものがあつた。そこから、ユニゾンは、経営陣・従業員を巻き込んで、創業者の遺志を継いだ経営理念の下、地に足のついた「等身大のESG」施策を実施した。当社の主たる企業価値向上ドライバーは、新たな出店先でも①日常食であるがゆえのリピーター顧客の積み上げとLife Time Valueの向上、および②フルサービスの直営店舗オペレーションを可能とする人材の採用・リテンション、の2つを兼ね合わせた「地域社会に愛される企業」となることである。それを反映させたパーパスの策定、人事・労務関連制度の改善、様々な地域社会貢献施策の実施を行い、雇用の創出・待遇の改善を行いつつ、生産性も向上し業績の大幅な向上を達成した。

②「企業理念」を理解する新たなオーナーへのバトンタッチ

ユニゾンは、2024年10月にすかいらくへ譲渡する形で資さんをエグジットした。すかいらくは良好な条件を呈示しただけでなく、「人財」を重視する考えの下、当社の組織・体制を維持しつつ、更なる事業成長に向けて同社と協働して出店エリアの拡大に取り組んでいる。PEファンドのエグジットに際しては、リターンが最重要であるものの、ESGの観点を含めて投資先企業のコーポレート・バリューを理解し、それを尊重する買手に引き継いでいくことが重要であり、その観点でも今後のPEの投資案件にとって参考になる案件であると評価した。

強みと改善点が明確だったことから投資を実行

——石川さんは2025年3月まで資さんの執行役員管理本部長を務めていました。まずは資さんの事業内容を教えてください。

石川: 資さんは外食チェーンの「資さんうどん」を直営する会社です。ユニゾン・キャピタル(以下ユニゾン)が投資を実行した2018年3月の段階では北部九州のみで39店舗の展開でしたが、九州全域から中国地方、関西、そして関東へと順次進出し、2024年10月に株主がすかいらくホールディングスに交代するまでの約6年半で72店舗にまで拡大、売上高はユニゾン投資時との比較で2倍以上になりました。

——当初、資さんにはどのような経営課題があつたのでしょうか。

後藤: 資さんは、創業者の大西章資さんが40年超にわたって築い

た会社ですが、カリスマ的存在だったその大西さんが2015年に他界された後は、成長をけん引するリーダーが実質的に不在の状態となっていました。従業員は『資さんの味』を提供することに誇りを持っていましたが、会社が向かうべき方向性や将来像については定まっていませんでした。

機能不足の脆弱な本体制、人手不足に代表される外部環境変化に対応できないマンパワーに依存した店舗オペレーションなども、さらなるチェーン展開に向けては課題となっていました。資さんはフルサービスのレストランでメニュー数も多く、厨房とホールの負担が重い業態ですが、店長やベテランの『背中を見て』仕事を学ぶカルチャーが強く、新人にとってはハードルが高い環境でした。ハード面でも、店舗にタッチパネルなどのITツールの類は一切導入されて

おらず、決済も現金のみ。自社セントラルキッチンでの衛生管理も十分とは言えない状態であるなど、全体的に過少投資の状態でした。

石川：店舗は24時間営業がベースで従業員は3交代制なので、大きい店舗をロードサイドに出店する場合、パート・アルバイト含め、100人近くの人員が必要になります。会社を成長させるためには多くの人材を採用・育成しなければいけませんでした。当時の資さんには働きやすい環境がありませんでした。店舗仕事の大変さに加え、休日日数は極端に少なく週1休が基本。男性がモーレツに働く極めて昭和的な世界観の労働環境だったと思います。離職率を抑えながら、女性やシニアも活躍できるような体制を整えていく必要がありました。

——ユニゾンはそうした課題を改善できると踏んで投資を決断したわけですか。

後藤：資さんは、良い味とサービスが長年にわたって支持され、『北九州のソルフード』とも言われる稀有なブランドです。我々のようなPEファンドが大西さんと同じようにそれをゼロからつくれるのかと言えば難しいでしょう。ただ、既にあるブランドを広めたり、事業の拡張性を高めて会社をより良くしたりすることは得意です。資さんの場合は強みも改善点もはっきりしていたので、投資を実行しました。

投資後初期のターニングポイント

——投資後はどのようにしてこれだけの成長を実現したのですか。

後藤：出店拡大による成長、というのが結果的・表面的な捉え方ですが、そこには、店舗オペレーション改善、大規模工場投資とサプライチェーン改革、マーケティング強化など様々な取り組みがつながっています。例えば、店舗のオペレーションを標準化し生産性も上げないと、新店を出すことの負荷が大きすぎて、これほどの出店はとてもできません。また、従前の工場キャパシティとサプライチェーンの仕組みでは北部九州近郊への一定程度の出店が関の山で、関西や関東含めた他地域に展開できる状態ではありませんでした。さらに言えば、そうした成長のための改革と投資を行うための企業基盤が全くと言ってよいほどなかったもので、まずはそこから着手しました。投資初日から参画いただいたCEO・COOのお2人とともに、会議体の設置や事業数値管理の仕組みづくりといった基礎的な経営基盤整備を始め、また外食事業のベストプラクティスを少しずつ取り入れていきました。石川さんに入社いただいたのもこの初期フェーズでした。

——改革が進むターニングポイントのようなものはあったのでしょうか。

後藤：投資後の初出店となった2018年11月の飯塚穂波店(福岡県飯塚市)オープンと経営理念の策定ですね。当時の社内には、漠然と事業を拡大したいと考える従業員と、『守ってきた味が変わるのではないか』と変化に躊躇する従業員とが混在していました。また、店舗の立ち上げには相当な労力がかかるころ、創業者の他界後、出店をしない期間が何年も続いていたので、飯塚穂波のような(当時の)空白地への出店は従業員にとって心理的にも大きなチャレンジでした。ところが蓋を開けてみれば想定以上の繁盛



店となり、この成功体験が一種の着火点となったように思います。

経営理念の策定はこれと並行する形で丸1年をかけて行いました。ワークショップ等を通じて多くの従業員が参加する形で、創業者である大西さんが遺した言葉を紡ぎつつ、今の従業員が自分たち自身についてどう思っていて、これからどうありたいかということ言語化し、結晶化させていきました。それまでは、ある意味で『創業者が主語』の会社でしたが、資さんという会社自体、そして今の従業員たちが主語となった瞬間でありプロセスでした。

石川：経営理念が定まったことで社内がまとまり、また私の後にも次々と入ってきていた外部採用メンバーと既存従業員との間でも共通認識が生まれ、会社の成長に向けた時計が動き出したという感覚でした。

資さんの経営理念では、時代や場所を問わずに『最高の一杯』を通じてお客さまと従業員とで幸せを分かち合いたいという想いを核に、会社として目指すことや従業員としての約束事を定めています。

企業価値向上の鍵となる「人」と「地域」

——会社が動き出し、企業価値向上を追求していくフェーズでのポイントはありましたか。

後藤：資さんの企業価値向上における主たるドライバーは、1つが、日常食であるがゆえのリピーター顧客の積み上げとライフタイムバリューの向上。もう1つが、フルサービスの直営店舗オペレーションを可能とする人材の採用・リテンションです。この2つを新たな地域の新設店舗で再現していくことによって企業価値が大きくなっていきます。資さんの事業は、お客さまと従業員双方が主にその店舗のある地域に住む人たちが構成されているので、地域に良い形で受け入れられ、根付いていくことが重要とも言えます。

——「人」についてはどのような施策を行ったのでしょうか。

石川：まず人事制度自体が、今の時代、そして人手不足の環境下では無理のある昭和型のもので、抜本的な見直しを図りました。短期的にはコスト増となる改定がほとんどでしたが、経営理念に沿って中長期で企業を伸ばしていく視点で必要な改革を押し進めることができました。極端に少なかった休日日数を昨今の一般企業のレベルまで改善し、年間休日日数は当初の平均66日から104日まで増えました。

高かった離職率については、新スタッフの入社後のトレーニングやフォローを拡充しつつ、離職が起りやすいタイミングでのモニタリングにも注力していきました。また、ESサーベイ(アンケートなどでの従業員満足度の可視化)を実施して従業員の声を定期的に吸い上げました。例えば『店長にはなりたくないけど大変さが勝るから昇進したくない』といった不満や課題が浮き彫りになったので、すぐに解決すべき課題と中長期で解決する課題に分け、期限を切って改善を図りました。後年にはESサーベイの一種として目安箱を置き、従業員の要望などを常に吸い上げられるようにしました。責任者を決めた上でそうした仕組みを回すことによって、従業員の間には『適切な要望であれば会社はすぐに改善してくれる』という納得感や安心感、

やりがいが生まれました。それは離職率低下につながる要素の1つでした。結果的に、さまざま見ていた離職率系指標のうち最も重視していた新スタッフの入社3ヵ月後離職率は3割程度低下させることができました。

——女性やシニアが働きやすくなるような施策には、どのようなものがあったのでしょうか。

後藤：店舗のオペレーションが根性論で成り立っていると女性やシニアを含めた多様な人材の活躍機会を逸します。そうした精神面・カルチャーの見直しから始め、またハードの面でも、味に影響を出さず現場を楽にし、生産性改善につながるような機器類への投資を積極的に進めました。例えばご飯を自動で盛る機器や厨房・ホール両方でのITツールの類です。投資期間後半では、コロナ禍を経てテイクアウト需要が増えたことなどもありましたが、店舗の動線設計そのものも見直し、従前の店舗からは大きく進化を遂げたと言えます。投資期間中にパート従業員の平均時給は2割上がったのですが、このコストは同じく2割の生産性改善によってカバーできたほか、多様な人材が生き活きと働ける環境を整備できました。

石川：子育て世代の従業員も多かったため、出店地域の企業主導型保育所と交渉し、優先的に受け入れてもらえる契約を結ぶなどの取り組みも進めました。『働きやすさ』の向上については本当に多種多様な施策を行いました。結果的に従業員数は、ユニゾン投資時の1500人から投資終了時には3300人にまで増え、またわずか1人だった女性管理職も13人にまで増えました。

「子ども」に着目した活動を通して地域社会から受け入れられる

——もう一つのキーワードである「地域」との関わりについては、どうですか。

後藤：発祥の北九州ではソウルフードと親生まれ、お客さまの会社・お店へのロイヤリティ(愛着)が非常に高い状態でした。シンプルに言えば、他の地域でもそうやっていきたいというのが、経営理念に沿った方向性です。新たに進出していく地域の社会から受け入れられ、愛されるには、地域にとって『助かる存在』、『なにか良いお店・会社』であることが大事だと考えました。それが具体的にどんなものかと言われれば、地域によって違う部分もあるのかもしれませんが、例えば1つの共通点として、地域の宝である子どもや子育て世代にとって良い存在になろうという議論になりました。

——「子ども」に着目して具体的にはどのようなことを行っているのですか。

石川：店舗での子ども向けサービスやお子さまメニューの拡充を行ったほか、店舗外の活動としては、例えば、児童養護施設へのキッチンカー訪問があります。これはもともと福岡のプロレス団体が施設を回り、現役レスラーが子どもたちとふれ合う活動をしていたのですが、汗をかいた後は一緒にうどんを食べてもらうことにしました。コロナ禍で外食が難しくなっている時期にこのコラボを開始し、福岡県内の全施設を回りました。



出店地域の子どもたちに資さんの仕事を体験してもらうイベントも実施しています。子どもたちが店舗の厨房で資さん名物の『はた餅』を握り、それをお客さまに扮した保護者に配膳・接客するというイベントです。保護者の評判は良く、着用した制服をプレゼントするので子どもたちにも喜んでいただけました。

また、幼稚園や保育園での食育教室も主要な取り組みの1つです。例えばサプライチェーンをテーマとした回では、資さんの人気メニュー『肉ごぼ天うどん』を題材にして、園児たちは生産(紙芝居でごぼうについて学ぶ)、加工(園庭に埋めたごぼうを掘

り出し、梱包する)、物流(梱包したごぼうを作業台へ運ぶ)、外食(製麺工場が出た端材を活用してうどんをこねる)といった一連のプロセスを体験し、プロセスごとにおもちゃのお金を受け取ります。最後に自分が稼いだお金をキッチンカーのスタッフに渡し、うどんをもらうというイベントです。

後藤：こうした活動には、子どもたちに資さんに親しんでもらい、大人になったらお客さまとして来店いただく、もしくは従業員として一緒に働く仲間になっていただく、そういう素敵な循環が生まれればいいなという願いも込められています。資さんという会社の長期目線での企業価値向上というのは、本質的にはそういうことだと考えています。

回り道を経てたどり着いたESG経営への納得感

——資さんではESGの視点をどのように経営に取り入れていったのですか。

後藤：資さんは、投資時点では正直サステナビリティの文脈とは距離のある会社でした。ESGやSDGsについての会話がなされることはなく、自社の『人』についてさえも、お話しした通りの状況でした。当時、ユニゾンとしては既にESGへの意識は高かったので、まずは経営陣の定性評価の項目にESGの要素を入れ込んだうえで、投資後半年頃から石川さんを含む経営チームとともにESG視点で何ができるかを議論しはじめました。大手企業のサステナビリティ活動の事例を参考にしたり、食品ロスの削減、レジ袋のエコ素材化、廃油のリサイクル、店舗で使う電力のグリーン化等、環境関連の取り組みが多かったですが、手広く色々取り組みました。世の中の的にはSDGsがより馴染みのある言葉として扱っていたので、SDGsのフレームワークで活動の整理を行い、最終的には『資さんSDGs宣言』としてホームページ上でも取り組みの方向性を公開するに至りました。ですが、取り組みがあまりにも多岐にわたっており、追求したいことの輪郭がぼやけており、SDGsのためのSDGs活動という雰囲気から脱しきれていないのが実情でした。

石川：ESGやSDGs関連については私が管掌していたのですが、社内の理解や温度感は当初バラバラで、無関心あるいは冷ややかに見ているメンバーもいたと思います。ただ、何度も何度も色々な議論を重ねていくなかで、要素を整理することができ、最終的にはシンプルなストーリーとして分かりやすくまとめることができました。それがさきほどの『人』と『地域』の話であり、『資さんにとって一番大事なものは街の人たちに愛される存在になることだ』という整理です。

環境関連の取り組みについても、資さんのような中堅企業がCO2排出量の削減やリサイクルの追求などの一つひとつで社会にもたらせるインパクトは必ずしも大きくはなく、それ自体を目的としてしまうと、どうしても社内の温度感にバラつきが出てしまいます。まさにSDGsのためのSDGs活動という見方です。他方で、人、地域、環境などの取り組みを全部まとめて捉え、地域社会から『資さんは地域の人たちを幸せにしようとしている。従業員の労働環境づくりにも注力し、多様な雇用も実現している。環境にも優しい。良い会社だ』という1つの大きなイメージを持ってもらえるとしたらどうでしょう。これは、『お店へ行ってみよう』、『働いてみよう』につながり、事業の観点でも良循環が回り始めます。言われてみれば何でもない整理ではありますが、ストーリーとして明確になったことで、ESGやSDGsの取り組みに賛同する声が多くなり、社内で自然と熱量が上がっていききました。

後藤：その後、更新した『資さんSDGs宣言!』では、会社として『この街に誇れる企業』、『この街に来て欲しい企業』を目指す宣言しています。これは実は、投資後初期に1年かけて皆でつくった経営理念のなかにある、『この街に資さんがあってよかった!』と、すべての地域に元気とぬくもりをお届けします。』というフレーズとほぼ同じことを言っています。ESGの取り組みについては紆余曲折がありましたが、実は経営理念のなかに答えがあったというわけです。さらにこれが資さんの事業特性を踏まえた企業価値向上戦略とも符合しているというのがポイントで、こうなると当然、社員の多くが腹落ちします。

ESGは会社の力を引き出す有力な経営フレームワーク

— あらためて、企業価値とESGの関連性をどのように捉えていますか。

ますか。

石川：私は経理、財務、経営企画など管理部門の出身だったので、当初はESGなどの非財務要因が企業価値にどのような影響を与えるのか実感がありませんでした。しかし資さんのESGの取り組みは最終的に非常にパワフルかつサステナブルなものになりました。新経営体制の前半戦の取り組みが徐々に実を結び、コロナ明けに店舗数や売上が一気に伸びました。経営理念との整合性や、従業員と本気で議論をして腹落ちしていくプロセスが大事だったと今改めて感じています。

資さんでの取り組みや考え方には汎用性があり、他の会社でも活用できます。資さんに在籍した6年半でESGの効果をはっきりと体感したので、現在の会社でも同じような取り組みを始めています。

後藤：どんな事業も最終的には『人』であり、その能力発揮の度合いで企業のパフォーマンスは変わります。社員のエンゲージメントはそこに深く影響し、そして一人ひとりのエンゲージメントが高まっていくためのピースの1つが、自らの存在意義や誇りだと思います。

従業員が自分の仕事を誇りに思える、その何かは会社によってももちろん違いますが、資さんの場合は、お店のある地域の社会との、温もりのあるつながりでした。『なにかいいお店・会社だよ』と受け入れられていくうちに、お客さまは増え、働き手も増える。シンプルなようで、そこに行きつき、価値創造戦略のど真ん中に置くまでにはとても時間がかかりました。従業員が誇りに思える小さなストーリーを見つかけられると、会社全体では大きな力になります。ESGは時として中堅中小企業にはハードルが高く感じられます。しかしそうしたストーリーを見つけて出すためのとても良い経営フレームワークだと感じた体験でした。



「エグジット賞」案件概要

【対象会社】 リガク・ホールディングス株式会社
【スポンサー】 カーライル
【売り手】 創業者
【案件発表】 2021年1月
【事業概要】 X線分析装置の開発・製造
【業績推移】 売上高 投資時 約442億円 (2021年3月期) / エグジット時 約906億円 (2024年12月期)

【主な価値創造】
・経営体制・組織運営の高度化 (創業者主導から制度化された体制へ移行)
・グローバル体制の強化
・成長領域への戦略的投資
・上場に向けた体制整備

選考理由

リガク・ホールディングスは「視るチカラで、世界を変える」というビジョンの下、X線分析をコア技術として、半導体デバイスや分析機器を世界に展開している会社であり、その売上の7割をグローバル市場であげている。

創業者社長が50年近く会社の経営をリードしてきたが、「後進体制を確立するとともにグローバル化をさらに推進し、さらには上場を実現させて永続して成長できる会社にしてほしい」とカーライルに経営がバトンタッチされた。

カーライルは前経営者の負託に応え、外部からCEO、CFO、CHROをはじめ複数の幹部を採用し、プロパー経営陣との組合せにより、創業者のワンマンリーダーシップから脱却し、組織的な経営体制を構築した。また、持株会社化して、日本中心ではなくグローバルマーケットを視野に入れた経営体制に切り替えた。これらのことが功を奏し、売上はカーライル参画前の2倍以上に成長し、EBITDAも順調に増加した。

投資してから3年半後に東証プライムに上場したが、そのディールサイズは直近10年のIPOでトップ10に入るもので、民間PEファンドのIPOとしては過去最大のものとなった。

オーナー企業から公開会社への移行、技術をベースとした製品のグローバル展開の加速、大型上場の実現など高く評価できる点がいくつもあり、EXIT案件として表彰する。

課題は事業承継とグローバル経営体制の構築

——リガク・ホールディングス（以下リガク）の事業概要を教えてください。

川上：リガクは1951年に理学電機として設立され2026年に75周年を迎える、歴史ある会社です。もともとは結晶学者らのR&D（研究・開発）に必要なX線分析装置を開発・製造する会社で、そこから最先端の半導体デバイスの開発・製造などへ事業領域を拡大してきたのがここ10年ほどの動きです。創業者の志村義博さんの跡を継いだ品（ひかる）さんが長い間、経営トップとしてリガクの成長を支えました。

2024年12月期の売上高は約906億円です。主力は、X線回折や蛍光X線分析といった技術を通じて大学や研究機関、大手企業の研究所のR&Dニーズに応える『多目的分析機器』で、売上高全体の約45%を占めます。次いで、半導体製造の前工程で使われる『半導体プロセス・コントロール機器』が売上高の約26%を占め、これが成長のドライバーになっています。残りの約29%はメンテナンスなどのサービス、部品の外販、X線以外の分析機器などです。

日本でスタートしたファミリーオウンド（家族経営）の会社ですが、比較的早い段階で海外進出を果たし、海外での売上高が全体の7割超となっています。グローバル市場でのポジションで言うと、多目的分析機器はナンバーワンに近いナンバーツーです。半導体プロセス・コントロール機器は約40%のシェアを持ち、グローバルニッチの領域でナンバーワンになっています。

——2021年にカーライルの資本が入りました。どのような経緯で投資をされたのでしょうか。

富岡：2代目社長の志村晶さんと我々カーライルとの長年にわたる対話の結果、創業家から引き継がせていただいた案件です。志村さんは経営から離れる考えをお持ちでしたが、当時、後継者を会社に入れていらない状態でした。志村さんはリガクの全株式を保有していて、この事業を誰にどのような形で引き継げばいいのか10年くらい

悩んでいらっしゃいました。

リガクのX線の要素技術は世界最高水準です。高い専門性を持ち、かつニッチとはいえグローバルリーダーのポジションを確立した会社はそう多くはないので、このような会社は独立した形で将来に残すべきというお話をさせていただきました。また、リガクは欧米やアジアへ事業展開をしていて各地に現地法人と工場を持っているので、グローバル経営を円滑に行える体制をさらに促進する必要性がありました。その点、カーライルはグローバルな投資ファンドですし、グローバルな経営体制の構築に関しては豊富な経験値があるので、そこをご評価いただきました。

リガクは当時からグローバルな事業会社から注目されていたので、志村さんいろいろな選択肢を持っていたはずですが、最終的にカーライルを選んでいただき、エグジットとしてはIPOを選択する形になりました。

G1RとLab to Fab戦略の推進で経営を強化

——リガクが当時抱えていた経営課題を解消するために、どのような体制を敷いたのでしょうか。

富岡：リガクの宝は何と言っても開発なので、開発部門の人たちが伸び伸びと力を発揮できる環境をつくることが重要で、そこは変えてはいけないと思っていました。一方で、人事を含め、経営管理能力は強化する必要性がありました。経営力の強化

を図るため、カーライルのグローバルなネットワークを活用して最高クラスの経営トップを各地域で採用しました。2021年に取締役として招聘した川上さんには2023年1月からCEOに就いていただき、組織経営への移行に向けてリーダーシップを発揮していただくことにしました。新生リガクの経営チームを機能させることが、グローバルガバナンスを発揮する上で重要でした。

——川上さんは新生リガクの経営強化に当たって、カーライルとどのような取り組みをしてきたのでしょうか。

川上：以前は戦略のクラリティ（明瞭さ、



明確さ)がなかったもので、現在、2つの大きな取り組みを進めています。1つはG1R(グローバル・ワン・リガク)です。G1Rとは、全世界の従業員がワンチームとなってグローバル全体でのパフォーマンスの最適化とグループ総合力の向上を目指す取り組みです。かつては国内と海外の拠点がそれぞれ独立した形で動いていましたが、国や法人の枠を越えて開発・製造・販売といった機能を横断的に統合し、グローバルな組織体制への移行を進めています。

もう1つはLab to Fab戦略です。これは、リガクが長年培ってきたX線の要素技術を基盤に、大学や研究機関などのR&D領域(Lab)で確立した解析技術をより大きな市場である産業分野の生産領域(Fab)へと展開することを指します。Labの装置とFabの装置は全く別ものです。わかりやすく言うと、今回ノーベル化学賞の受賞が決まった京都大学特別教授の北川進さんが行っているような研究を支えるのがLabの装置で、高性能な測定が重視されます。一方、Fabの装置は『24時間、全自動で動く、同じ結果が出る、一貫性がある』といった安定稼働を支える仕組みが重要になります。LabとFabとではビジネスも顧客も異なりますが、X線という共通の技術でつないでLab to Fabを推進しています。

富岡：タイムリーなニュースが出ていたので少し補足をすると、北川特別教授は長年、リガクのX線回折装置や解析装置などを活用してR&Dを行い、数多くの素晴らしい成果を挙げられました。また、リガクは国際的な学術誌ネイチャーが毎年発表するネイチャー・インデックス(重要な科学論文の発表状況を国や研究機関ごとに評価する指標、データベース)の日本企業の化学部門でトヨタ自動車に次いで2位にランクインしたことがあります。日本を代表する大企業であれば多額のR&D費用を投入できますが、リガクのような中堅企業がその領域で存在感を示していることは、リガクの実力の高さを示すものです。技術を大切にすリガクの姿勢はカーライルの投資判断にもつながっています。

積極投資で国内拠点の製造能力を約2倍に増強

——リガクは過去に海外企業を買収した実績があり、カーライルの資本が入ってからオランダ企業を買収しています。インオーガニック戦略の支援も行ったのですか。

富岡：2021年に、オランダのライフサイエンス向けイメージング機器メーカー、MILabs B.V.の買収を支援しました。買収機会はそれ以降もずっと探っていて、経営陣ともいろいろと検討してきましたが、買収は相手がいないとできませんし、当初からIPOを念頭に置いていたこともあり、実現したのは1社だけです。リガクはM&Aを戦略の柱にしているわけではないので、専門のチームや組織はありませんが、経営管理チームのレベルが底上げされたことで、事業ポートフォリオを検討する役割が組織として機能するようになってきています。今後は、こうしたチームが中心になってM&Aを推進していくと思います。



——川上さんはこの4年間、リガクの経営改革を推進してきました。パートナーのカーライルからの提案や対話の中で印象に残っていることはありますか。

川上：PEファンドがリガクのような会社を買収し比較的短いタイムフレームで上場まで持っていこうとすると、R&Dや設備投資を積極的に行わず、お化粧品だけして出ていくケースがあります。その点に関して言うと、今回それは全くなかったです。Lab to Fabを推進するには従来とは違うレベルのR&Dや製品開発を行わなければいけませんし、海外にも自前のコマーシャル・インフラを構築する

必要がありますが、カーライルはそれを奨励してくれました。そこがトラディショナルなPEファンドとは違うと感じた部分です。

富岡：どの会社に対してもR&Dや設備投資を奨励するわけではありません。『その会社にとって何がベストか』で判断します。リガクには成長ポテンシャルがあり、R&Dや設備への投資による十分な成果が見込めたので、投資を通じてさらなる成長を促すことがこの会社にとってベストだと判断しました。むしろ技術の会社でありながらR&Dの投資は比較的少なかったのも、もっと投資をしてもいいのではないかと進言したくらいです。

——売上高に占めるR&D比率はどのように推移していますか。また、製造能力の増強はどの程度行っていますか。

川上：R&D比率は2023年度が6.5%、2024年度が7.5%で、中期経営計画の最終年度に当たる2027年度に9%まで持っていく計画です。

生産能力の増強について言うと、リガクは国内外に生産拠点を8つ所有していますが、2025年に主力の山梨工場に新しい製造棟を完成させたほか、大阪工場や、外部委託先である協力会社の工場の製造キャパシティを増強しています。全体で生産能力が2倍程度になっています。2年くらい前までは製造キャパが一番のネックでしたが、それはこの中計期間中に解消しました。製造キャパを2倍にしたと言うと驚く投資家もいますが、リガクの場合、高額な設備を使って装置を製造するわけではないので、過大な投資ではありません。

なお、サプライチェーンの中心は日本なので、海外の拠点は増強していません。今後、製造キャパの拡大を考えるときには日本の外になるかと思っています。

エクイティストーリーづくりの苦心

——リガクは2024年10月、東証プライム市場に上場しました。当初からIPOを念頭に置いていたとのことですが、カーライルの投資から3年半でエグジットした格好です。

富岡：通常はエグジットまで4、5年かかるので、3年半というのは早いほうだと思います。カーライルが投資した時のリガクの売上高は440億円程度でしたが、2024年度は900億円超と2倍以上の成長を遂げています。通常、経営陣との取り組みが中途半端なままエグジットすると良い結果は出ません。リガクはここまで順調に成長してきているので、我々の想定よりも早くエグジットのタ

イミグを迎えることができました。

—— 投資期間中に新型コロナ禍をはじめいろいろな外的要因がありました。期間中に成長が止まるようなことはありましたか。

川上：部材の調達は大変でしたが、成長が止まることはありませんでした。リガクのビジネスはボラティリティではないので、一貫して年25%くらいの成長を実現できています。R&D用の多目的分析機器が止まっていたときも半導体がずっと伸びていたのので、会社としては伸びたままでした。逆にコロナ禍が収束した後、止まっていたサプライチェーンが動き出して高成長になりました。イノベーションに対する需要はどんどん大きくなっていて、半導体プロセス・コントロール機器のビジネス浸透度も上がっていました。

—— IPOの準備を進めていく上で何か課題はありましたか。

川上：リガクのビジネスはBtoBのニッチ領域なので、誰もがすぐに理解できるものではありません。IPOを目指す上でも『どのような投資家に、どのような説明をして、値段を形成していくのか』というところが一番大きな課題でした。ポイントは、テックの知見を持つグローバルな投資家にまず理解していただき、狭い世界の中で“バズらせる”ことです。今回はグローバル上場でしたし、そこはカーライルの豊富な経験やグローバルなネットワークがなければ難しかったかもしれません。

富岡：リガクのビジネスは専門性が非常に高く、外人受けする会社、知る人ぞ知る会社です。一般の投資家に理解していただくのは難しいので、エクイティストーリーづくりには相当力を入れました。これほどの労力を費やした投資先は他にないくらいです。

IPOでグローバルの土俵に上がる

—— IPOの規模は2770億円（時価総額）に上ります。そのサイズは直近10年のIPOでトップ10に入るもので、民間PEファンドのIPOとしては過去最大です。市場からの評価に対してどのような感想を持ちましたか。

川上：2024年の夏頃から半導体のマーケットにボラティリティが出始めました。一本調子で上がっていたのが一度大きく落ちたので、ローンチを少しずらしました。2770億円という数字に

ついてはボラティリティが出始めた割には非常に良い評価をいただいたという印象です。

富岡：IPOにとってはボラティリティが最大の敵です。ボラティリティが高いと投資家もその会社を適切に評価できません。その意味で2024年のマーケットは非常に難しく、針の穴に糸を通すようなギリギリのタイミングで上場を申請した形です。市場環境が厳しいなかでもリガクはIPOを実現し、オフリングサイズは1100億円になりました。PEファンドが保有している会社の中では当時は日本最大でした。厳しい市場環境で1100億円を集められたのは投資家からリガクを高く評価いただいたからだと思っています。

—— カーライルとして今回の投資を通じてどのような付加価値を生むことができたと考えていますか。

富岡：リガクのような優れたテクノロジーを有する日本企業がグローバルに活躍するための機会を創出し、当社としてその一端を担えたことを大変嬉しく思います。リガクを通じて日本の技術力の強化・発展が進めば、より社会貢献につながります。

川上：良い技術や製品を持っているにもかかわらず世界の目から漏れている、という日本企業はたくさんあります。今、国内市場は小さく、グローバルに出ていかなければ大きな発展は望めません。技術力のある会社を1社でも多くピックアップしてグローバル企業に育てていくカーライルの取り組みには価値があります。リガクが世界の土俵に乗れたのもIPOをしたからです。

—— 最後に、リガクの今後の展望を聞かせてください。

川上：リガクのLab to Fab戦略が花開くのはこれからです。半導体の微細化・多層化、パッケージ化が加速する中で、3次元DRAMやCFETといった半導体の新しい技術を実現するには計測技術が不可欠です。X線がより大きな役割を果たすことに世界が気付き始めていて、1年前とは全く違う状況です。

リガクはここまで良い軌道で成長を遂げてきていますが、時代の潮流に乗れば2030年に向けて大きく飛躍できます。短期的には業績の下振れが多少あるかもしれませんが、5年くらいのスパンで見るときには必ず成長する会社です。それを現実化することが私の仕事だと考えています。



「エグジット賞」案件概要

【対象会社】	奥ジャパン株式会社
【スポンサー】	エンデバー・ユナイテッド2号投資事業有限責任組合
【買い手】	株式会社西武ホールディングス
【案件発表】	2025年1月
【事業概要】	外国人観光客向けアドベンチャーツアーの企画・販売・運営
【業績推移】	2019年5月期売上高 約10億円、 2025年5月期売上高 約20億円

【主な価値創造（予定含む）】

- ・ガバナンス体制の構築
- ・経営指標の見える化、計数管理体制の強化
- ・外部招聘の社長を中心とした経営体制の構築
- ・DXによるオペレーション改善
- ・デジタルマーケティングの強化
- ・新規ツアーの開発・販売による事業拡大
- ・雇用創出、地域貢献

選考理由

① コロナ禍を乗り越えた大逆転案件

a) 最悪のタイミングでの投資案件

奥ジャパン株式会社（以下“奥ジャパン”）は、インバウンド観光客向けに、熊野古道や中山道の妻籠宿などを対象にしたツアーの企画・販売・運営を行っている会社である。エンデバー・ユナイテッド社（以下“エンデバー”）は2019年4月に奥ジャパンを買収した。旺盛なインバウンド観光客の更なる増加が期待出来た時期であった。しかしながら、投資した約1年後の2020年3月には、コロナ禍拡大を受けた水際対策が開始され、日本中からインバウンド観光客が消え、本件は最悪のタイミングでの投資案件となってしまった。

b) コロナ禍でも生き延び、成長の芽を創造したエンデバーの力

水際対策直後から、奥ジャパンの売上は激減。買収ファイナンスの返済含め、キャッシュバーンによる資金繰り枯渇との戦いが始まった。金融機関との交渉、公的機関からのコロナ対策支援策の導入は勿論であるが、有為な人財の社外流失を防ぎ、社員の士気を維持・高揚させるために、エンデバーが主体となり、インバウンドに頼らない日本人向けの旅行プランの企画・実行を推進した。資金対策の実行と新たな事業の推進により事業基盤を維持できたことで、奥ジャパンは最悪期を脱することができた。

c) 事業会社への高倍率でのEXIT

コロナ禍が終了し、インバウンド観光客の復活を受け、奥ジャパンの収益は急回復。将来に向けての堅調な成長が見えた2024年12月に株式会社西武ホールディングスへのEXITを実現した。投資回収倍率、IRR共に投資後順調に進んだ案件をも凌駕する数値を実現。投資途中にEBITDAがマイナスになった案件が、投資後5年で実現したEXIT値としては、類を見ない案件となった。

② EXIT成功の大きな要因に、ファンドメンバーも含めた地元への貢献

本件がコロナ禍の苦戦を乗り越えた大逆転成功案件となった大きな要因として、ファンドメンバーも含めた地元への地道な貢献を抜きには語れない。特に、ツアー対象の柱である中山道妻籠宿には、「売らない・貸さない・壊さない」との三原則があり、地元住民の強い絆が作られている。奥ジャパンは、その妻籠宿地元住民からも信頼を受ける存在になっているが、エンデバーメンバーも含めた地元への地味で献身的な貢献を継続したことの賜物と考えられる。革新を求めるPEファンドと、伝統維持が一丁目一番地の地元コミュニティとの間に親和性が成立した事例としても受賞に相応しいと言える。

日本の地域に根差した、外国人観光客向けアドベンチャーツアーの先駆者

—— 奥ジャパンの事業内容や特徴を教えてください。

野田: 中山道や熊野古道など古くから日本の人々の暮らしや文化を支えてきた道を徒歩で楽しむアドベンチャーツアー（AT：アクティビティ体験、自然体験、異文化体験で構成される旅行スタイル）を、外国人観光客向けに企画・販売・運営しています。欧米と異なり、日本では観光名所をバスで巡るパッケージツアーが隆盛です。複数の地域をまたぐ形で1本の道をツアー化し、外国人観光客向けに提供する旅行会社は日本にはほとんどありません。コロナ禍が収束して以降、円安の影響もあって外国人観光客が急増していますが、ATに興味を持つ方々は先駆者である奥ジャパンを選んでいます。

—— 奥ジャパンの独自性はどこにありますか。

野田: 奥ジャパンは魅力的な地域を紹介する観光協会的な機能を有する上、ツアーとして販売して収益を上げられます。従業員の約半数が外国人であるため、ITやSNSを活用したデジタルマーケティング（デジマ）で直接集客できる上、外国人観光客のニーズを的確に把握してツアー開発に活かすことができます。競合は存在するため唯一無二とは言いませんが、日本に拠点を置き、地域に根差しながら外

国人観光客向けに事業を行っている点でユニークな存在と言えます。

—— 奥ジャパンの設立からエンデバー・ユナイテッド（エンデバー）参画までの経緯を教えてください。

吉田: 創業者は日本在住経験のあるイギリス人です。日本という国に魅了され、海外の方々に日本の自然や文化を楽しんでもらいたいとのお思いから、2005年にロンドンでビジネスを立ち上げました。奥ジャパンはもともと、その日本法人として設立された会社です。日本におけるAT領域は競合が少ないこともあり、事業は順調に成長しました。その過程で日本におけるオペレーションの重要性が増し、イギリスに住む創業者が経営にタッチできる範囲に限界が見えたことから事業承継のニーズが生じました。将来の成長加速に向けて様々な提案とディスカッションをさせていただき、最終的にエンデバーをパートナーとして迎えていただきました。

経営基盤をつくったところでコロナ禍が発生

—— エンデバーは奥ジャパンのどこに魅力や可能性を感じたのでしょうか。

吉田: 当時、日本政府は2030年までに訪日外国人観光客を6000万人にすることを目指しており、インバウンドマーケットは継続的な拡

大が見込める市場でした。その中で奥ジャパンはATの先駆者として一定の認知を得ており、外国人観光客にとってストーリー性のある魅力的なツアーを提供していました。さらに、お客様自身の体験に重きを置くことから、欧米では一般的なセルフガイドツアー（ガイドを付けないツアー形態）を採り入れていました。限りあるガイドがボトルネックとならない分、スケーラビリティのあるビジネスモデルである点にもポテンシャルを感じました。

2018年に事業承継の文脈で仲介会社からご紹介をいただきましたが、当時は数字の面でも人員の面でもまだまだ小さく、ベンチャーライクな会社でした。創業から10年以上経っていたものの経営基盤が確立しているとは言い難く、社内のシステムやマーケティングにも改善の余地がありました。逆にこれらの課題を解決することで魅力的な会社像と成長ポテンシャルの解放が見えてくると考え、2019年4月に投資を実行しました。エンデバーはこれまで旅行会社に投資をしたことがなく知見の深い業界とは言えませんでした。ファンドの役割が成長支援に向かう時代の流れもあり、この投資はエンデバーとしても1つのチャレンジと捉えられていたのではないかと思います。

—— 投資後どのような施策を打ち出したのですか。

吉田：最初に手をつけたのは経営基盤とガバナンスの強化です。それまで曖昧だった決裁権限を明確化し、会議体や規定の整備を通じて意思決定のレベルアップを図りました。また、日々の受注や月次業績など経営指標の見える化や、連結決算の導入なども実行しました。それらの取り組みを終えたのが2019年後半であり、土台となる経営基盤をつくったところでコロナが来た、という流れです。2019年12月から予約のキャンセルが出始め、2020年には国境封鎖となりました。



—— ちょうどそのころに野田さんを迎え入れます。

吉田：創業者の退任は既定路線だったため、次の経営者の招聘に関する議論は投資直後からありました。奥ジャパンの課題の1つにマーケティングがあったため、マーケティング分野の知見が深く、周りを巻き込むリーダーシップもある野田さんが適任と考えました。野田さんは別案件でエンデバーとつながりがあった方で、野田さんの招聘はその後の事業成長に結び付いたと考えており、重要な成果があったと捉えています。

野田：私は大手海運会社で海外駐在を10年ほど経験し、最終的には経営企画や財務などを担当していました。40代を前に戦略を描いて事業に落とし込む仕事がしたいと考え、後にミスミグループ本社の中興の祖となる三枝匡さんに影響を受けてミスミに転じました。そこで子会社の経営に携わったのが転機で、外資系コンサルティング会社を経て自らコンサルティング会社を創業しました。奥ジャパンには最初はコンサルとして関与し、マーケティングなどを見ているうちに社長就任の打診をいただきました。

コロナ後の再成長に向け、 インフラ・体制づくりに注力

—— 当時の奥ジャパンにはいくつか課題があったとのことですが、

具体的にお話をいただけますか。またそれに対してどういう手を打ったのでしょうか。

野田：解消すべき点は大きく3つありました。まず1つ目としてデジタル化が全くできていませんでした。業務オペレーションはエクセルベースで、汎用性がありませんでした。業務を円滑に回すためにDXを進めてオペレーションを汎用化する必要があったため、IT開発会社に依頼し、業務の入口から出口まで一気通貫のシステムをゼロから開発してもらいました。奥ジャパンはコロナ明けにグンと伸びますが、このシステムの寄与が大きかったと思います。

2つ目は組織面の問題です。当時は創業者を含む中枢メンバーが従業員に直接指示を出す形で、中枢メンバーが1人でも休むと日々の業務が停滞する状況でした。そこで、営業部、マーケティングチーム、オペレーションチーム、デジタルチームといった具合に機能別組織をつくり、組織のマネージャーたちが自律的、有機的に動ける体制を整えました。

3つ目はマーケティングです。奥ジャパンは当時、口コミとSEOの領域から抜け切れていませんでした。しっかり広告を打たないと大きな勝負をするときにリーチが利かないため、マーケティングの体制を整える必要がありました。そこで、コロナ下で日本人向け

事業を立ち上げ、デジマを仕掛けました。まだ外部環境が厳しく売上は数年間で数千万円程度にしかありませんでしたが、マーケティングの体制整備とノウハウ蓄積に寄与しました。

もともとビジネスモデルは秀逸だと思っていましたし、国境規制の解除など外部環境が好転すれば再成長できると確信していたため、コロナ明けにスケーラビリティを爆発させられるようインフラ・体制づくりに注力しました。

—— 2022年10月に水際対策が緩和されるまでの間、エンデバーは取引金融機関との交渉などに奔走したと聞いています。具体的にどのような支援をしたのでしょうか。

吉田：約10億円あった売上がコロナ禍でほぼゼロになり、資金繰りの問題に直面していました。奥ジャパンは財務の体制がまだ弱かったため、資金繰り対策には私がCFOのような役割で深く関与しました。様々なケースを月繰り日繰りでシミュレーションし、資金がいつまでもつかを把握しながら、それを最長化させる方策を考え続けました。私自身も銀行に幾度も足を運び、借入金のリスケジュールをお願いさせていただきました。また、コロナ対策融資も始まっていたため、各種資金の調達に奔走しました。さらに、日本人向け事業のマーケティングコストについての支援も行っています。

野田：DX、組織化、マーケティングの強化といったフロント面の整備を進められたのは、エンデバーのサポートがあったからです。エンデバーは奥ジャパンの未来や可能性を信じ、全面的に支援をしてくれました。経営と株主の関係としては理想的でした。

成長ストーリーの実証を経てエグジットを検討

—— 数々の取り組みは、コロナ禍が収束に向かう中でどのように花開いたのでしょうか。

吉田: 我々が投資したときの売上は約10億円、EBITDAは約2億円でしたが、いずれもエグジット時には約2倍に成長しました。

野田: コロナ禍の間にインフラはすでに整えていたため、インバウンドの回復に合わせて新規ツアーを増やし、デジマの予算もフルロットルで踏みました。システムも最適化を進めて汎用化していたため、人をそこまで雇わなくても大きな成長ができるようになりました。

吉田: 新規ツアーを開発できたことが大きかったと思います。コロナ前は売り上げのほぼすべてが中山道と熊野古道から生まれていました。その地域の『宿のキャパシティ』が売上の上限になっている状況でしたが、2023年末頃に発売したみちのくツアーが一定程度の売上規模となりました。これは三陸のリアス海岸を北から南へ下るツアーですが、新しい地域において有力なツアーを開発できたことは奥ジャパンの次の成長を示すもので、数字以上に重要でした。

—— 最終的には2024年12月に西武ホールディングス (HD) に譲渡することになります。エグジットについてはいつから話し合いを始めたのですか。

吉田: コロナが明け、2024年5月期の通期決算が出るタイミングで、我々から一度ご相談をさせていただきました。その時点で一定の業績回復が確認できていた上、受注状況から2025年5月期の半期分の売り上げも見えており、当期の売上は過去と比較して2倍程度になると予測できました。『新規ツアーの開発・販売による事業拡大』という成長ストーリーの実証ができたことも踏まえ、エグジットを検討するタイミングだと判断しました。

野田: お話をいただいた時は、オーガニックに成長できる道筋が見えていたため、ファンド傘下のフェーズから事業会社傘下のフェーズに移る良いタイミングだと思いました。特に異論もサプライズもなく、そこから二人三脚のような形でエグジットへの準備を進めました。

—— どのような経緯で西武HDへの譲渡が決まったのですか。また、西武HDは奥ジャパンのどの部分を評価したと思われますか。

吉田: 野田さんには『どのような会社が奥ジャパンのビジネスを評価してくれるか読み切れない部分もあるため、広く募りましょう』というお話をさせていただきました。その方針の下、業種はあまり絞らず、買い手になり得る候補先を幅広く探索しました。その中で様々な会社からニーズをいただき、その筆頭が西武HDでした。

野田: 地域を最大限リスペクトする奥ジャパンの事業は“絶対善”です。ツアーでは地域資本の旅館などを活用し、ふれあいや体験の要素を大切にします。近年はオーバーツーリズムの問題が指摘されますが、我々は地域の環境やコミュニティの保護を重視しています。例えば、中山道妻籠宿には『売らない・貸さない・壊さない』という町並みを保全するための三原則がありますが、それを守るNPOなどとも非常に良好な関係を築いています。そうした姿勢が西武HDに『正しいことをする会社』と映ったのかもしれない。ホテル・レジャー事業や都市交通・沿線事業を通じて地域の方々に幸せになっていただくという彼らの価値観と共鳴したのだと思っています。

吉田: 実は野田さんは、買い手候補先の担当者の方々に中山道や熊野古道のミニツアーにお連れしています。リアルな事業内容を知っていただくことは大切ですし、ミニツアーの中で中山道妻籠支店や

熊野古道支店にも立ち寄り、従業員の方々がどのような地域貢献をしているのかも見ていただいています。奥ジャパンという会社の姿勢や価値を買い手に知ってもらえる良いプロセスだったと思います。

地域経済とウイン・ウインの関係を醸成

—— 奥ジャパンはどのような形で地域の方々との信頼関係を築いているのですか。

野田: 中山道妻籠支店を開設する際には、それに先駆けて従業員が地域のお祭りに参加したり、草刈りを一緒にしたりしました。属人的ですが、信頼関係をつくってから支店を開設します。熊野古道でも同じようなアプローチをしています。次の段階では、地域に根づく継続的な活動をします。例えばその1つが英語塾です。世界遺産登録後、中山道や熊野古道に外国人観光客が急増し、土産物店や宿から彼らとどうコミュニケーションを取ればいいのかわからないとの声が届きました。そこで妻籠と近露にネイティブの英語講師として従業員を派遣し、英語教室の形で地域の方々と触れ合ってもらった

り、ツアーのお客様と接点を持ってもらったりしています。これは我々にしかできない取り組みで、地域の方々からも感謝の言葉をいただいています。

—— エンデバーは投資を通じてどのような価値を創出できたと考えていますか。

吉田: レジリエンス (回復力) とグロースという2つの要素が詰まった案件でした。投資直後から経営基盤を整備し財務面を中心にサポートをしたことによって、コロナの厳しい環境に耐えつつも再成長に向けた体制を維持することができました。これは大きな価値だったと思います。グロースという点では、野田さんを中心とした経営体制を構築

できたこと、その上でコロナ後に向けた成長戦略のディスカッションを重ね、DXやマーケティング、新規ツアーの開発という施策を実行に移すことで事業ポテンシャルを開花できたことが大きな成果です。

現在、従業員数は約2倍になっており、雇用創出にも貢献しています。また、新しいツアーをつくったことで、その地域への経済貢献もできました。みちのくは当時、観光客が少ない状況でしたが、奥ジャパンを経由してハイレベルな外国人観光客が訪れるようになりました。雇用創出と地域貢献も、本件の投資を通じた価値創造と捉えています。

—— 奥ジャパンの今後の成長戦略を聞かせてください。

野田: 訪日外国人観光客は2025年に4000万人を超え、2026年には5000万人に届く可能性があると言われていています。観光立国の実現が近づいてきていますが、日本にはインバウンドツーリズムの恩恵が届いていない地域がまだまだあります。

東京、大阪、京都などの都市部や観光地が目立っていますが、我々は『Off the beaten track Japan』、つまり人里離れた日本の奥へお客様をお連れし、地域の方々と経済を回しながらウイン・ウインの関係をつくっていきます。その世界を我々が真っ先につくるというのが事業の根幹で、そのために今プロダクトを拡充しています。今後は東北、山陰、北陸といった地域に新規ツアーを積極的につくっていく方針です。

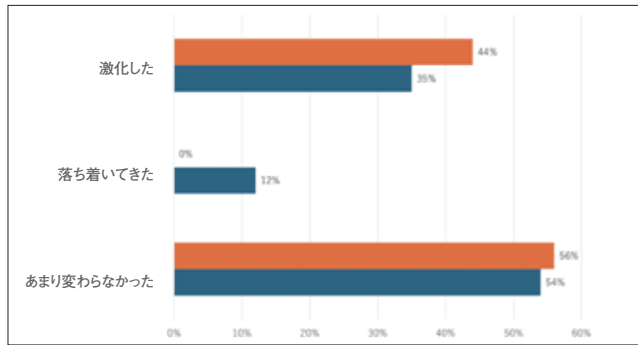


2025年協会正会員アンケート結果紹介

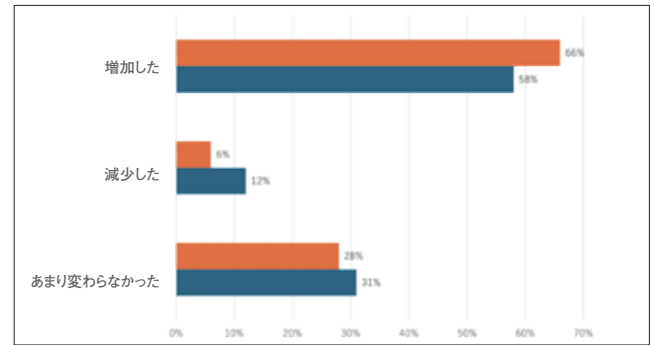
(対象期間：2024年4月～2025年3月)

2025年 2024年

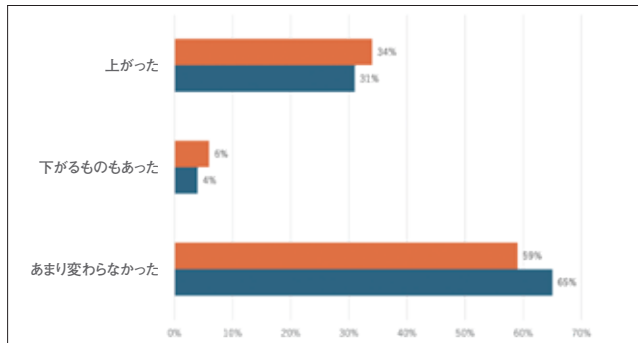
1. 今年度(4～3月)の競争環境はどうでしたか？



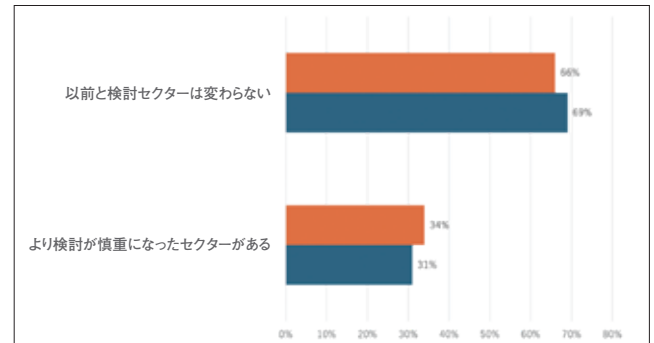
2. 今年度(4～3月)は前年度と比較して案件数(投資検討数)は？



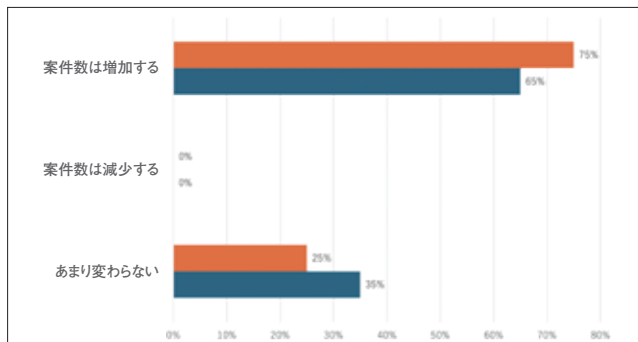
3. 投資のエントリー価格は？



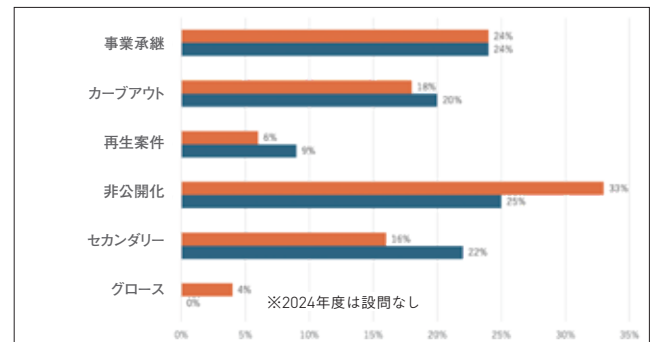
4. 投資対象セクターに変化はありましたか？



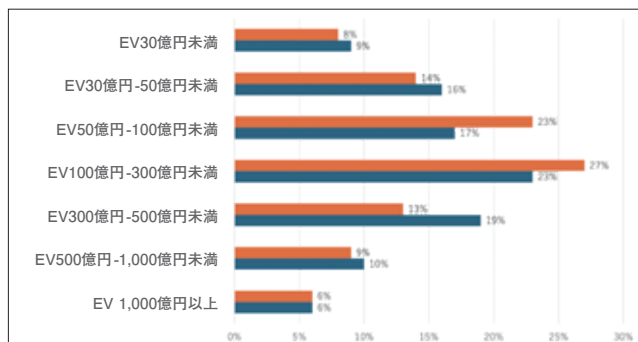
5. 次年度(4～3月)の投資環境をどうみていますか？



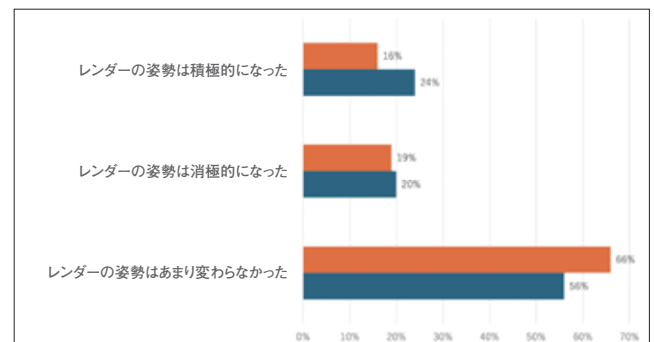
6. どのような案件が増加すると考えていますか？(複数回答可)



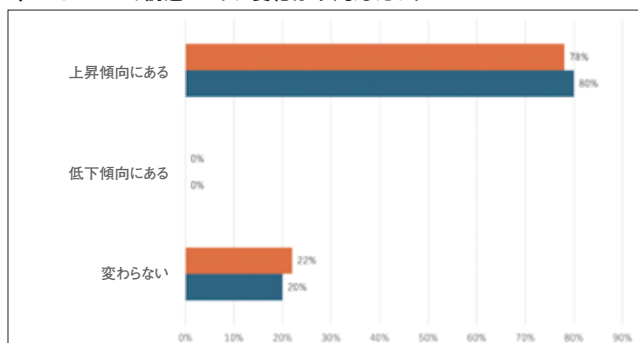
7. 対象にしたい案件規模はどれくらいですか？(複数回答可)



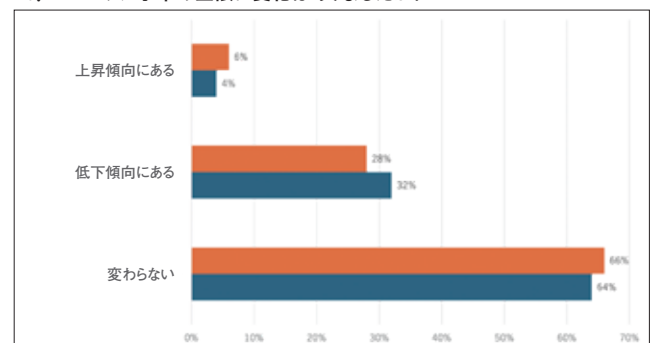
8. レバレッジ(LBOローン)の状況は如何でしたか？



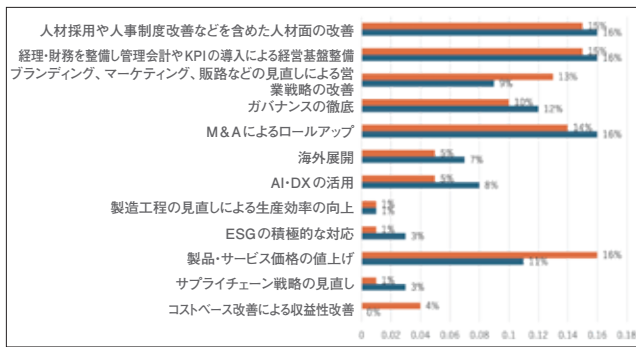
9. LBOローンの調達コストに変化はありましたか？



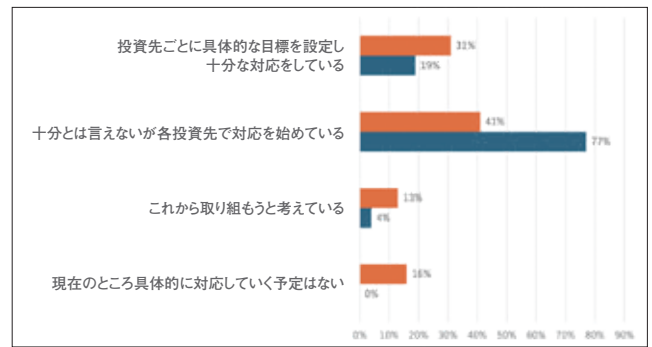
10. レバレッジ水準の上限に変化はありましたか？



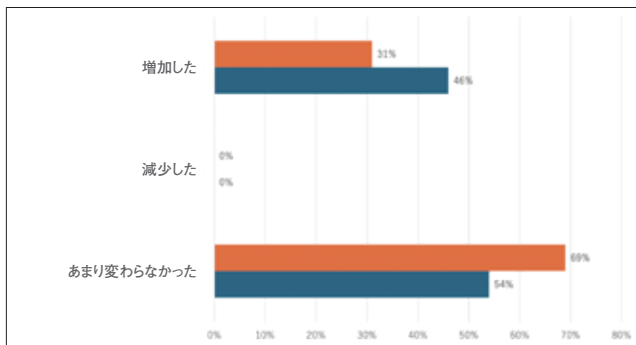
11. 最も注力しているバリュークリエーションはどのようなことでしょうか？
(3つまで選択可)



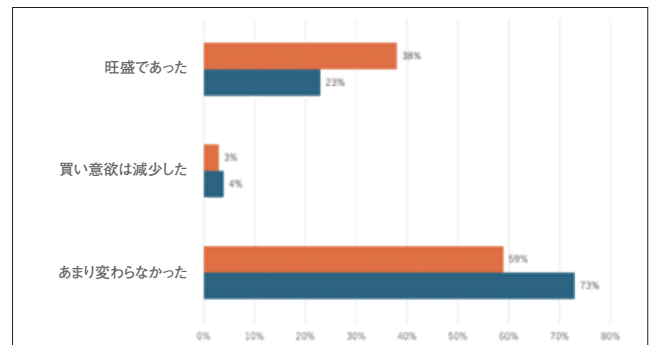
12. 各投資先のESGの対応について



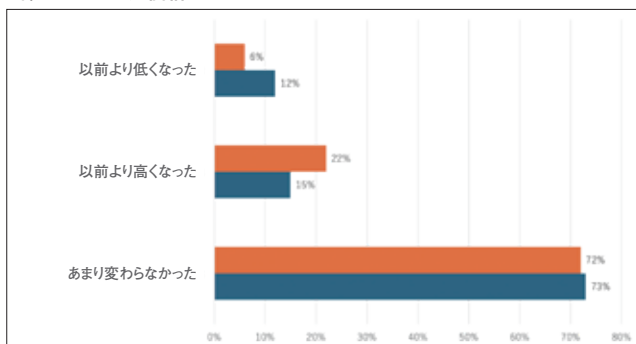
13. 前年度と比べてEXIT件数は増えましたか？



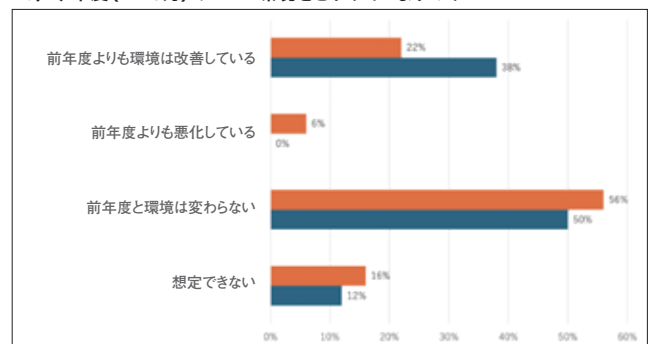
14. 事業会社等 Exit 先の買い意欲に変化はありましたか？



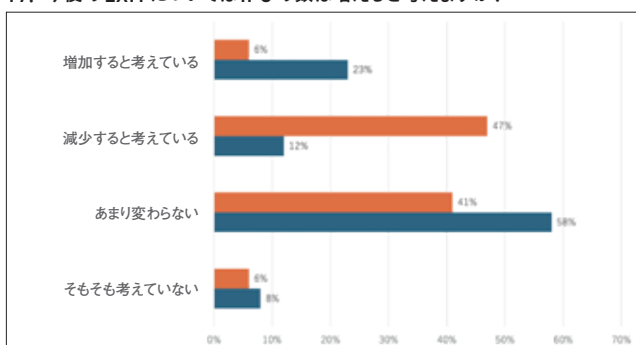
15. EXITの想定価格は？



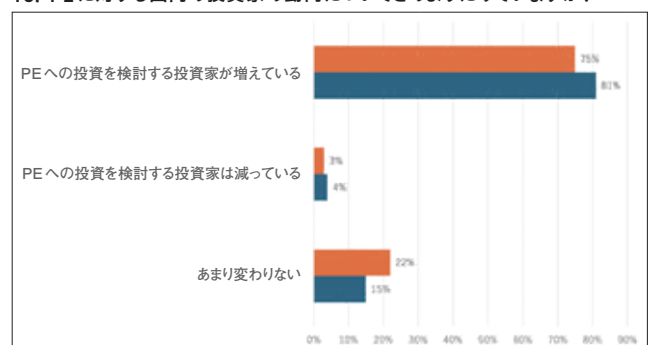
16. 今年度(4~3月)のEXIT環境をどうみていますか？



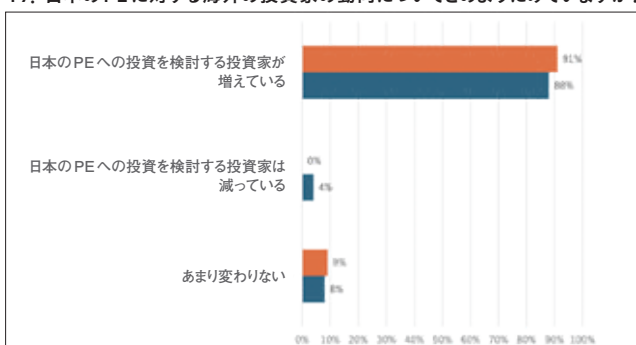
17. 今後のEXITについてはIPOの数は増えると考えますか？



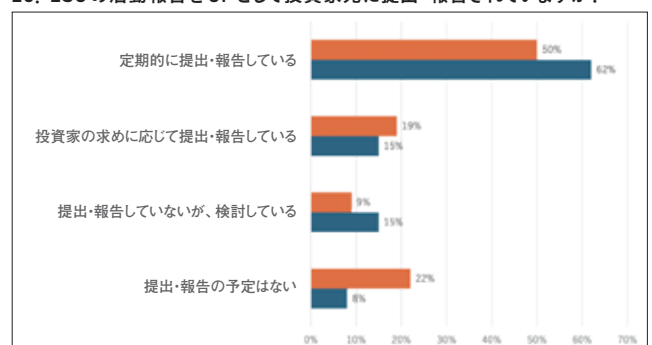
18. PEに対する国内の投資家の動向についてどのようにみていますか？



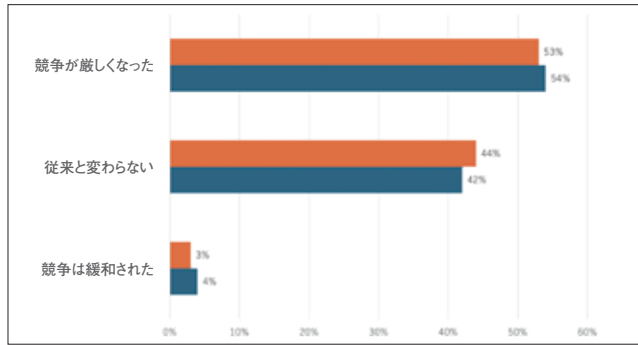
19. 日本のPEに対する海外の投資家の動向についてどのようにみていますか？



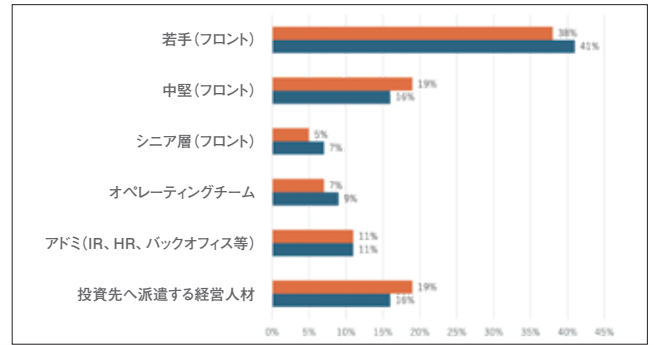
20. ESGの活動報告をGPとして投資家宛に提出・報告されていますか？



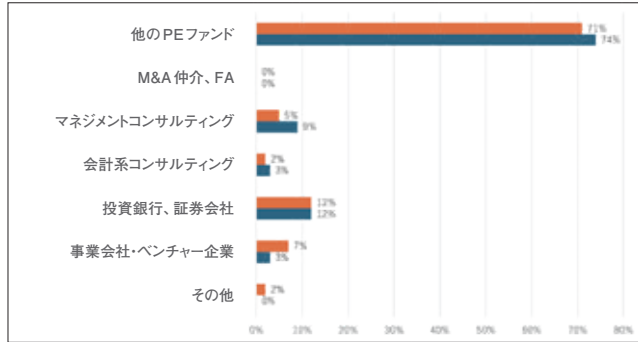
21. 人材の採用環境はどうでしたか？



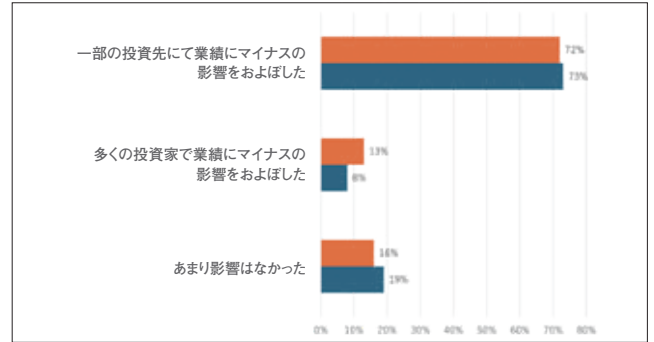
22. 採用に注力しているのはどのポジションですか？(複数回答可)



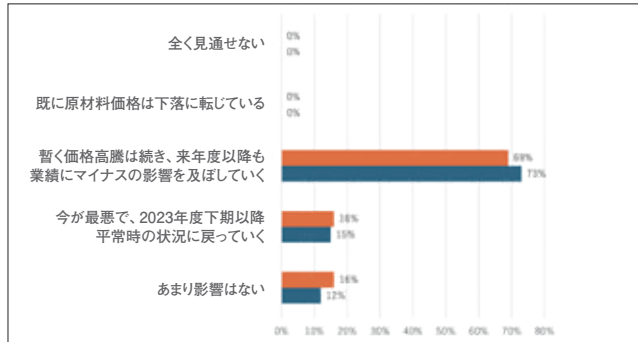
23. 人材獲得の際、競合したのはどの業界でしたか？(複数回答可)



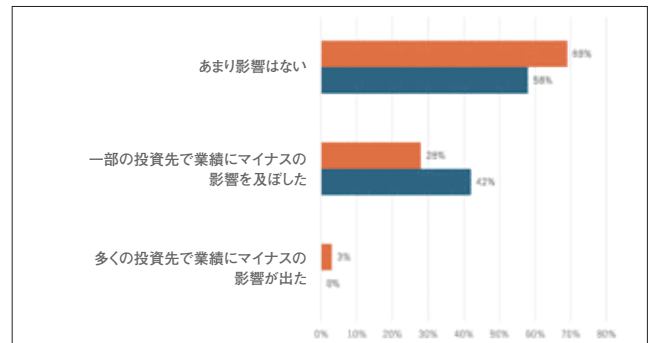
24. 原材料価格の高騰で投資先の業績への影響はありましたか？



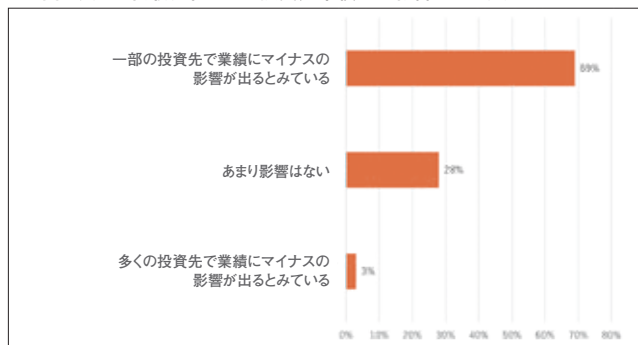
25. 原材料価格の高騰で今後の投資先業績への影響をどう見えていますか？



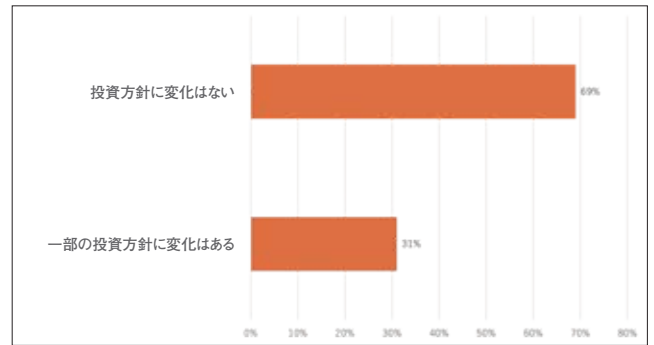
26. 2024年は引き続き地政学的リスク(ウクライナ・イスラエル/パレスチナ・米中関係等)がより一層深刻化しました。これら地政学的リスクの投資先業績への影響はありますか？



27. 2025年初頭より米国新政権の新たな関税戦略に基づき主要産業製品に於ける追加関税施策が足元で議論・交渉されています。これらの対米国輸出に於ける関税処置により投資先業績への影響はありますか？



28. 上記対米国輸出に於ける関税の影響により2025年度の投資方針に変化はありますか？



編集後記

第8号となるニュースレターをお読みいただき、誠にありがとうございます。本号では、年次総会での議論を通じて、グロース市場改革や資本コストを意識した経営の進展、さらには非公開化の活発化といった動きを背景に、PEが果たす役割がこれまで以上に広がっていることが改めて確認されました。また、DE&Iやソーシャル・イノベーションといったテーマも取り上げ、PEの価値創造が企業成長のみならず、より広い社会的価値の創出へと接続していることが共有されました。

制度・市場環境が変化する中で、日本のPEマーケットは質・量の両面で進化を続けております。多様なステークホルダーとの対話を深めながら、資本循環の担い手としての責任と期待に応えていく一年となることを願っております。

発行日 2026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 清塚 徳
 編集責任 松山 幸功、清水 俊孝、中山 祥子、伊藤 政宏
 編集協力 株式会社ブレインズ・ネットワーク