

金融審議会
「我が国金融業の中長期的な在り方」WG

日本におけるPEファンドの活用

三井 麻紀

(カーライル・ジャパン・エルエルシー マネージング・ディレクター、インベスターリレーション担当)

大塚 博行

(カーライル・ジャパン・エルエルシー ディレクター、バイアウト投資担当)

2011年12月16日

はじめに

本日は金融審議会のWG勉強会にお招き頂き有難うございます。本日は、下記の点に関し、簡単ではありますが弊社よりご説明させていただきます

1. PEファンド業界の成長の歴史と特性
2. PEファンドが作り上げるリターン(実績)
3. なぜリターンが上げられるのか？(カーライルの事例)
4. 世界における投資家層
5. 限定的な日本の投資家層
6. サマリー

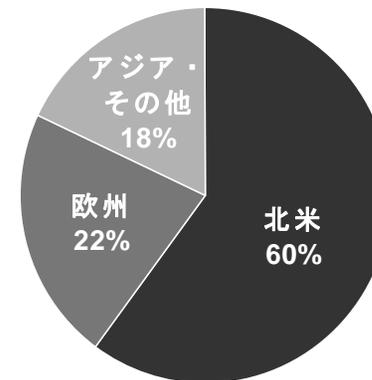
1. PEファンド業界の成長の歴史と特性

グローバルなPEファンド業界は飛躍的に拡大

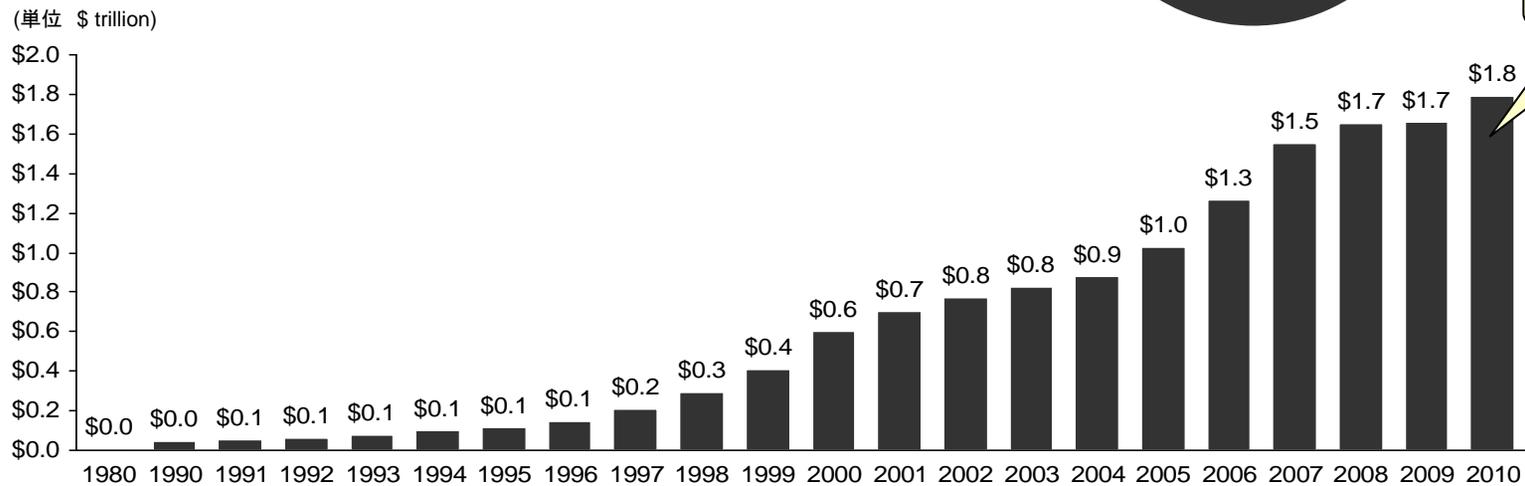
1980年以降:

- 業界全体での運用資産: 22,388%増加¹
- 年間分配金額: 6,818%増加²
- 募集ファンドの数: 12,615%増加²

2010年に募集したPEファンドの投資対象地域³



PE業界の運用資産推移¹

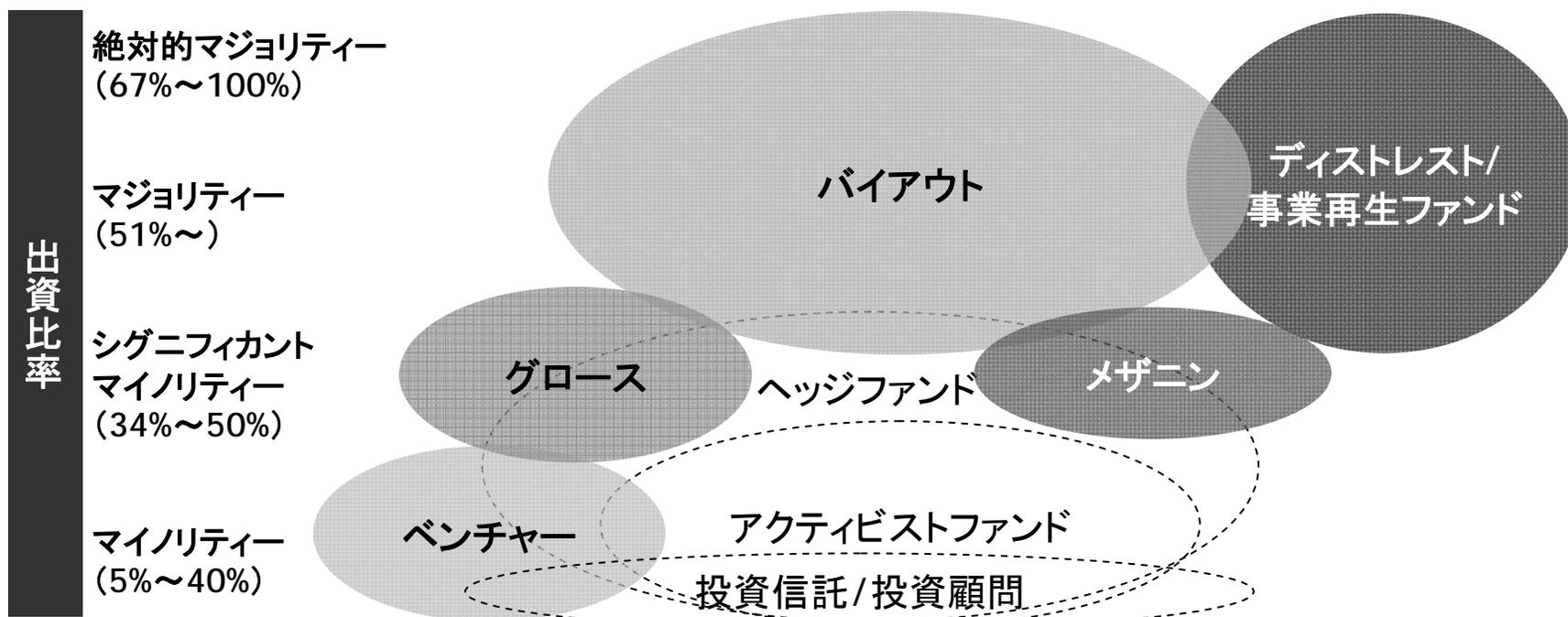


出所 1: McKinsey & Company, 5/2011

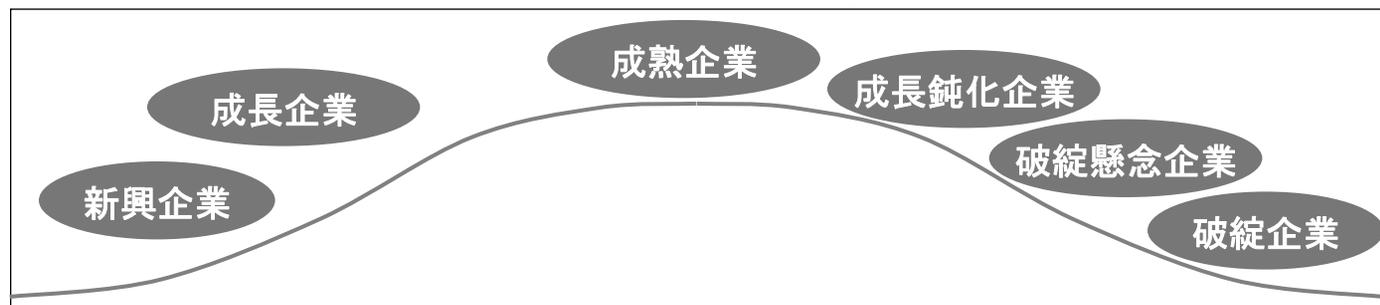
2: Thomson One Financial, data comparison between 1980 and 2010, accessed 9/11/11

3: Preqin, 2011

PEファンド投資の手法



投資先企業の成長



世界の大手PEファンド一覽

| PEファンド会社名 | 本社 | 直近5年間募集済み金額 (単位10億ドル) | |
|---|----------------|--------------------------|-------------------|
| TPG Capital | テキサス | \$50.6 | (約3兆8936億円) |
| Goldman Sachs Principal Investment Area | NY | 47.2 | (3兆6344億円) |
| The Carlyle Group | ワシントンDC | 40.5 | (2兆1185億円) |
| Kohlberg Kravis Roberts (KKR) | NY | 40.2 | (2兆0954億円) |
| The Blackstone Group | NY | 36.4 | (2兆8028億円) |
| Apollo Global Management | NY | 33.8 | (2兆6026億円) |
| Bain Capital | ボストン | 29.4 | (2兆2638億円) |
| CVC Capital Partners | ロンドン | 25.1 | (1兆9327億円) |
| First Reserve Corporation | コネチカット | 19.0 | (1兆4630億円) |
| Hellman & Friedman | サンフランシスコ | 17.2 | (1兆3244億円) |
| Apax Partners | ロンドン | 16.6 | (1兆2782億円) |

PEファンド投資の特徴

- オルタナティブ(代替)投資のひとつ
 - 伝統的資産(債券・株)とは異なるアセットクラス、投資家に資産分散効果を与える
- 高い期待リターン
 - 収益の源泉は、ファンドの投資先企業の成長。単なるレバレッジ効果ではない
- 長期保有
 - 投資先企業の価値向上に中長期的に取り組むため、ファンド期間も長めに設定
- マーケットタイミングを捉えることはできない
- Jカーブ
 - 短期的な投資収益の確保は困難
 - ただし、長期的にはかなり高い投資収益が見込める
 - ビンテージ年(ファンド設立年)の分散が必要
- PEファンド投資とは、ベストなファンドを探し、かつアクセスすること
 - 私募、クローズド・エンド
 - 専門的な知識やスキルが必須

主要市場におけるバイアウトファンド発展の歴史

日本における投資環境が整ったのはごく最近である

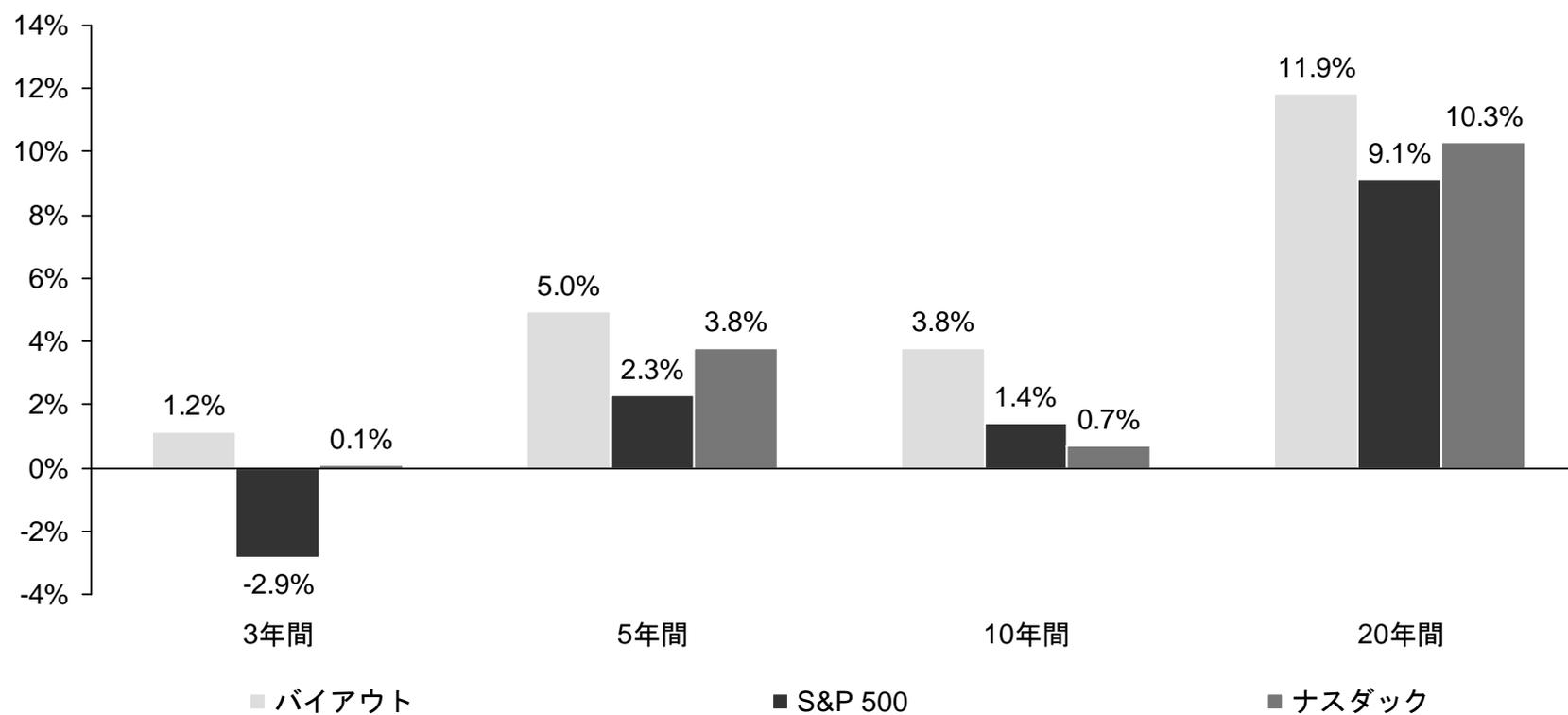
| | 1970年代 | 1980年代 | 1990年代 | 2000年代 |
|------------------|---|---|---|---|
| レバレッジ(LBOローンの貸手) | |  |  |  |
| バイアウトファンドの投資家 |  | |   | |
| 投資プロフェッショナル | |  |  |  |
| 企業経営者の流動性 | | |  |   |
| バイアウトファンドへの売手の存在 | |  |  |  |
| バイアウトファンドの社会的受容性 | | |  |   |
| 経済環境の変化/企業リストラ | |  |  |  |
| エクジットの機会 | |  |  |  |
| 法制の整備 |  |  |  | |

2. PEファンドが作り上げるリターン(実績)

投資家がPE投資を行う理由：上場株を上回るリターン

3年、5年、10年、20年間のいずれの期間も、PEのパフォーマンスは上場株を上回る

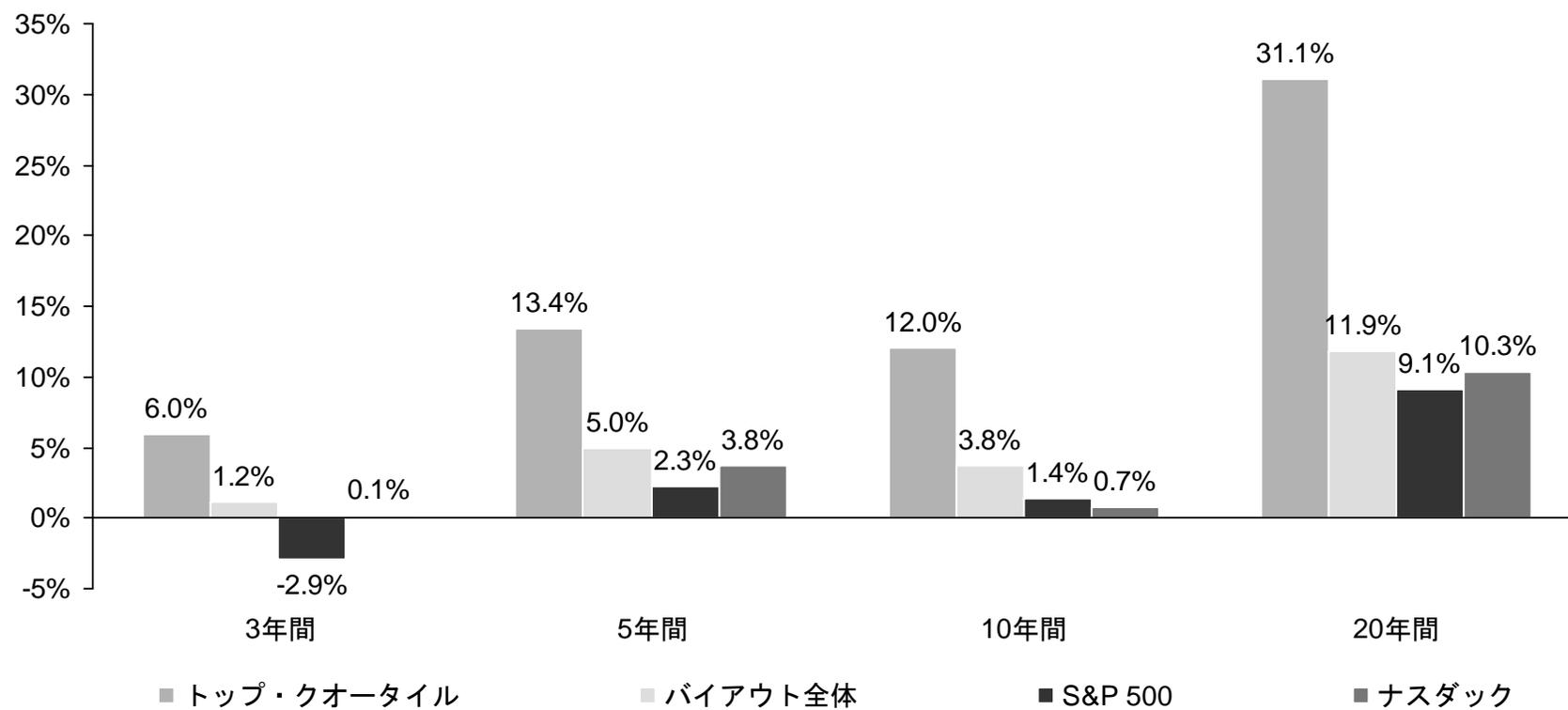
米国ベースのバイアウト・ファンドのリターン比較(ネットIRR %)



PEファンドマネージャー選択の重要性

上位四分の一(トップ・クォータイル)ファンドは、上場株を大幅にアウトパフォーマンス

米国ベースのバイアウト・ファンドのリターン比較(ネットIRR %)



3. なぜリターンが上げられるのか？（カーライルの事例）

カーライルの投資哲学と付加価値

THE CARLYLE GROUP

投資哲学

現経営陣との二人三脚

- 現経営陣と変革への課題を共有し合い、皆で実行
- 投資前に防衛的／攻撃的施策のロードマップを作成

中期的な発想の資本力

- 3-5年のタイムフレームで経営戦略実現を見極める資本構成
- M&Aの実行や成長への投資をサポートする機動的な資本力

ネットワーク

- グローバルに各業界出身のアドバイザーネットワーク
- グローバル業界知見と投資先を通じたネットワーク
- 業界専門チームを世界拠点に配置

コミットメント

- 地域毎のファンドとチーム体制
(ローカル主義とグローバル連携のバランス)

成長への付加価値

人材力の強化

- 成長ステージに合わせた経営陣体制の強化(例:海外マネジメント)
- 従業員の”能動性”を引き出す”モチベーション”作り

情報獲得/分析能力

- 外部環境や顧客ニーズ等を的確に捉えられる情報ネットワーク
- それらを個社の取組みにつなげる分析力と展開力

高いコーポレート機能の構築

- 日常のオペレーションを適切な管理と分析を行い、将来の経営判断材料につなげる力
- コーポレート機能全般の機動力強化

スピード経営

- 変化の激しい市場に対し、スピード感を持った迅速かつ機動的な経営執行体制の構築

実行力

カーライルのグローバルネットワーク

広範囲な地域における拠点展開： 世界に33のオフィス拠点、1,200名の従業員

米国ファンド

- 米国バイアウト
- グローバル金融サービス・バイアウト
- 米国グロース
- 米国エクイティ・オポチュニティー
- 米国不動産
- グローバル・インフラストラクチャー
- グローバル・エネルギー
- 再生可能エネルギー
- ストラクチャード・クレジット
- コーポレート・メザニン
- ディストレスト&コーポレート・オポチュニティー
- エネルギー・メザニン
- クレジット・ロング/ショート・ヘッジ・ファンド
- エマージング・マーケット・ヘッジファンド
- ファンド・オブ・PEファンズ
- セカンダリー

欧州ファンド

- 欧州バイアウト
- 欧州グロース/テクノロジー
- 欧州不動産
- ディストレスト&コーポレート・オポチュニティー
- ストラクチャード・クレジット
- クレジット・ロング/ショート・ヘッジ・ファンド
- エマージング・マーケット・ヘッジ・ファンド
- ファンド・オブ・PEファンズ
- セカンダリー

アジア・ファンド

- アジア・バイアウト
- 北京人民元パートナーズ
- 日本バイアウト
- アジア・グロース
- アジア・不動産
- クレジット・ロング/ショート・ヘッジ・ファンド
- エマージング・マーケット・ヘッジ・ファンド
- ファンド・オブ・PEファンズ
- セカンダリー

中東・北アフリカ・ファンド

- 中東・北アフリカ・バイアウト
- エマージング・マーケット・ヘッジ・ファンド
- ファンド・オブ・PEファンズ
- セカンダリー

南米ファンド

- 南米バイアウト
- エマージング・マーケット・ヘッジ・ファンド
- ファンド・オブ・PEファンド
- セカンダリー

サブ・サハラ・アフリカ・ファンド

- サブ・サハラ・アフリカ・バイアウト
- エマージング・マーケット・ヘッジ・ファンド



注：2011年6月30日時点、2011年7月1日付けで買収したAlpInvest Partners B.V. 及びEmerging Sovereign Group LLC、及び2011年4-6月期に開設したサブ・サハラ・アフリカの2拠点を含む

カーライル投資先のグローバルネットワーク(抜粋)

カーライルのコーポレート投資は、多くの国で多くの業種に約400社以上の実績を有する

JAPAN

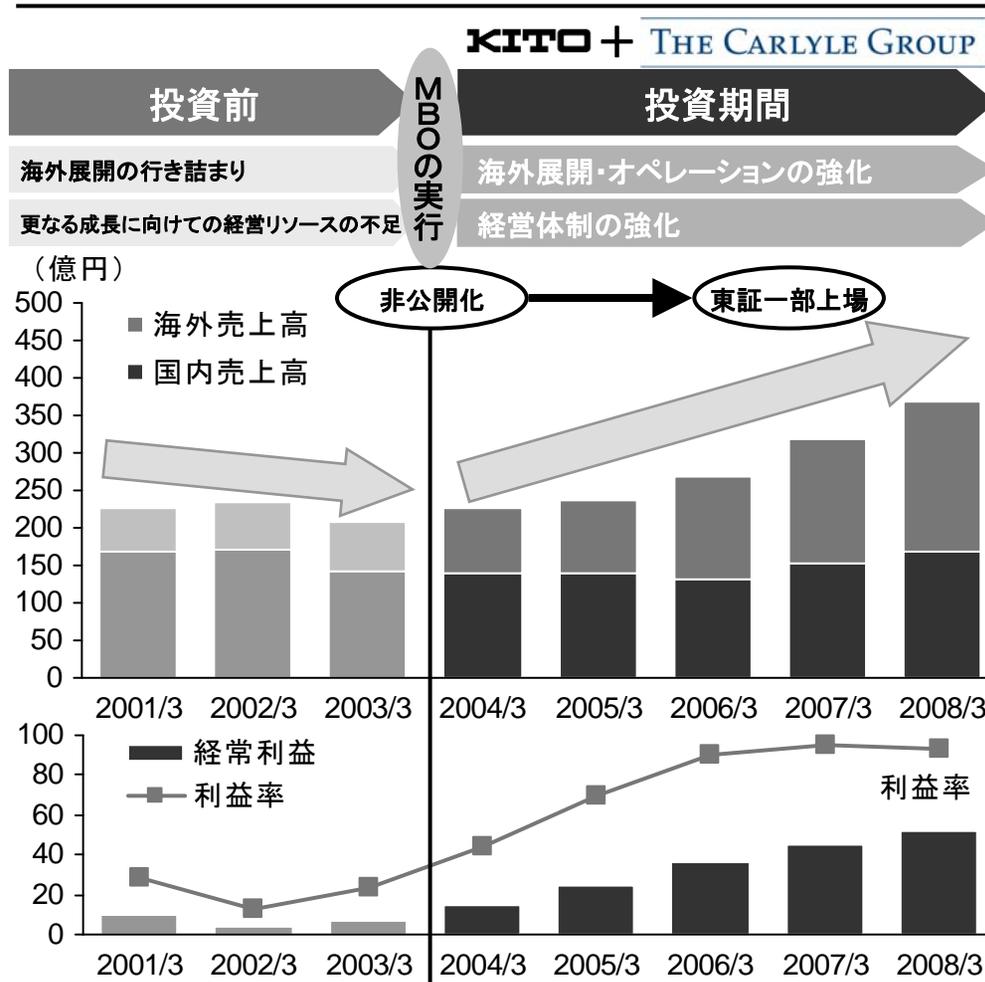
GLOBAL (抜粋)

| | | | | | |
|---|--|--|---|--|---|
| <p>アサヒセキュリティ</p> <p>小売業に対する現金集配金、入出金管理などのサービスの提供</p>  | <p>キトー</p> <p>ホイスト(レバーブロック、チェーンブロック)、クレーン等の製造販売</p>  | <p>コリンメディカルテクノロジー (現 オムロンコリン)</p> <p>自動血圧計・生体情報モニター、動脈硬化測定装置の製造販売</p>  | <p>Veyance Technologies</p> <p>ホース、コンベアーベルトの製造販売</p>   | <p>Hertz Corporation</p> <p>レンタカー運営</p>   | <p>Dunkin' Brands, Inc.</p> <p>ドーナツチェーン運営</p>   |
| <p>ウィルコム (旧 DDIポケット)</p> <p>PHSモバイル通信(データ・音声)サービスの提供</p>  | <p>リズム</p> <p>ステアリング、サスペンション、ブレーキ関連の自動車部品の開発・製造販売</p>  | <p>学生援護会 (現 インテリジェンス)</p> <p>求人広告事業、求職・採用支援事業、人材派遣事業</p> <p>株式会社 学生援護会</p> | <p>Qualicorp Participações S.A.</p> <p>医療事務受託業務</p>   | <p>Moncler S.p.A.</p> <p>高級アパレル製造・販売</p>   | <p>Sequa Corporation</p> <p>航空・自動車セクター向け部品・サービス総合サプライヤー</p>   |
| <p>クオリカプス (旧 シオギクオリカプス)</p> <p>医薬品・健康食品向けハードカプセル等の製造販売</p>  | <p>コバレントマテリアル (旧 東芝セラミックス)</p> <p>無機材料を中心としたセラミックス製品及びシリコン製品の製造販売</p>  | <p>アヴァンストレート (旧 NHテクノグラス)</p> <p>液晶用ガラス基板の製造・販売</p>  | <p>Booz Allen Hamilton, Inc.</p> <p>米国政府向けコンサル業務</p>   | <p>Coates Hire Limited</p> <p>重機等の一般工業用機器のレンタル事業</p>   | <p>H.C. Starck GmbH</p> <p>金属粉末等の製造</p>   |
| <p>ブロードリーフ</p> <p>自動車アフターマーケット向け業務用システムパッケージの開発・販売</p>  | <p>テムニー</p> <p>和風海鮮を主力とする居酒屋チェーン</p>  | <p>ツバキ・ナカシマ</p> <p>球面加工技術を強みとする世界有数の鋼球専門メーカー</p> <p>TSUBAKI・NAKASHIMA CO., LTD.</p> | <p>日本医療事務センター</p> <p>医療事務受託サービス、教育サービス、福祉事業の展開</p> <p>株式会社 日本医療事務センター</p> | <p>Greater China Intermodal Investments</p> <p>コンテナ船、ドライバルク船、タンカー、その他船舶資産への投資</p>   | <p>Natural Beauty Bio-Technology Limited</p> <p>化粧品製造・販売</p>   |

カーライルの投資哲学／付加価値と成長の源泉(続き) ～キトー社投資におけるケーススタディ～

キトー社は2003年にカーライルと協働してJASDAQから非公開化をし、MBOを実施。その後、多様な経営アクションを通じて業績を伸長させ、2007年に東証一部へ再上場

業績推移

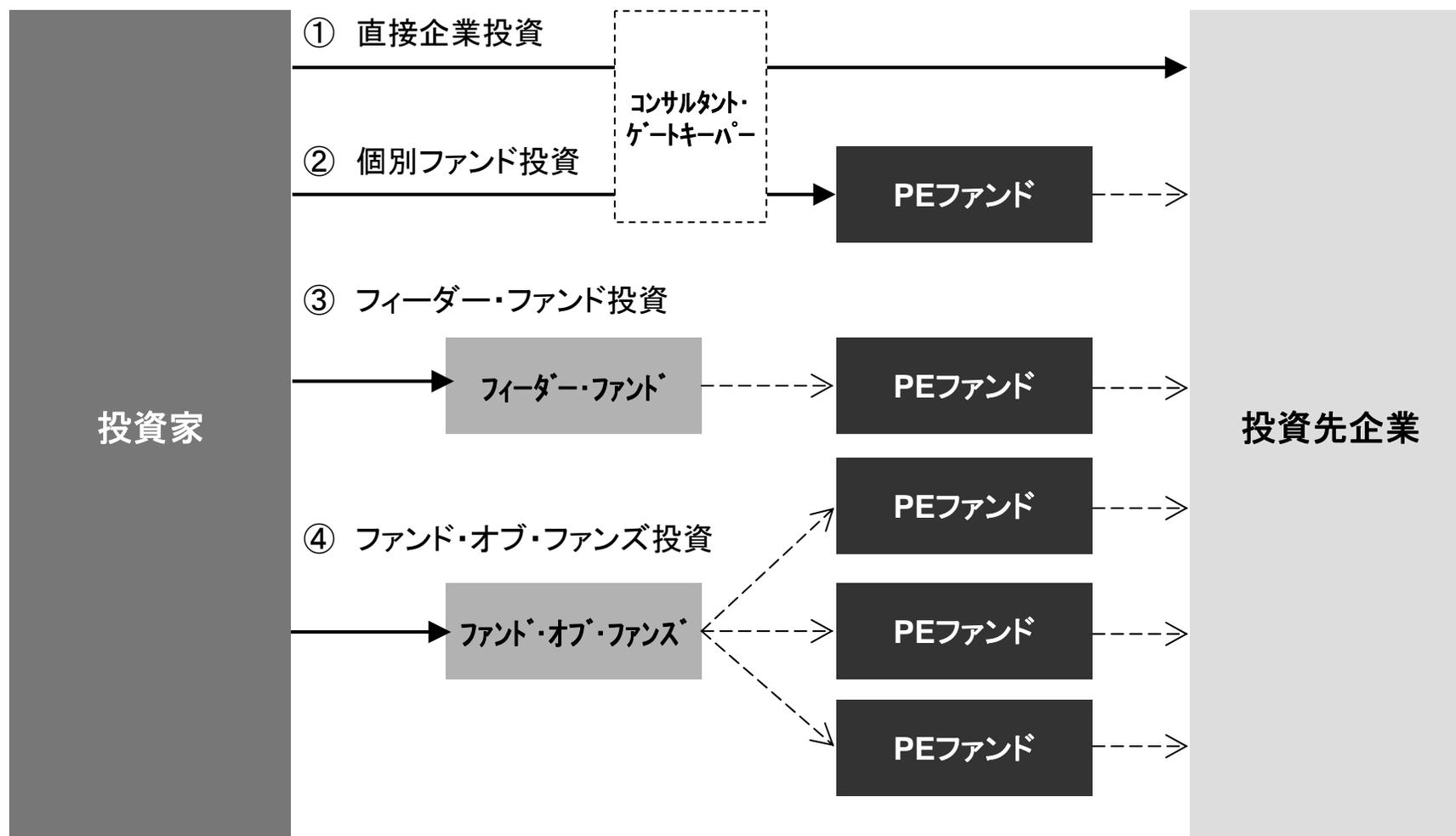


MBO期間の主だったアクション

- グローバル展開の推進・強化
 - 米国子会社の経営体制の見直しを実施
実施: 新CEOを外部から招聘
 - 中国、タイJVの追加株式取得によるガバナンスの強化
 - 中国での新工場建設
 - 欧州市場開拓強化に向け、新しい役員を外部から招聘
- オペレーション改善
 - 工場業務フローの抜本的見直しを実施
 - 赤字のシステム事業をダイフクに売却
- 経営体制の強化
 - 創業家社長の代替わりのtransition supportを実施
 - 取締役会構成を簡素化し、迅速かつ大胆な意思決定を可能とする体制を構築
 - 従業員持ち株制度 (ESOP)、ストックオプション制度、業績連動報酬制度を導入
- 海外M&Aの実施
 - インド市場への参入に向け、現地企業の買収
 - 欧州大手Konecranes社と資本提携

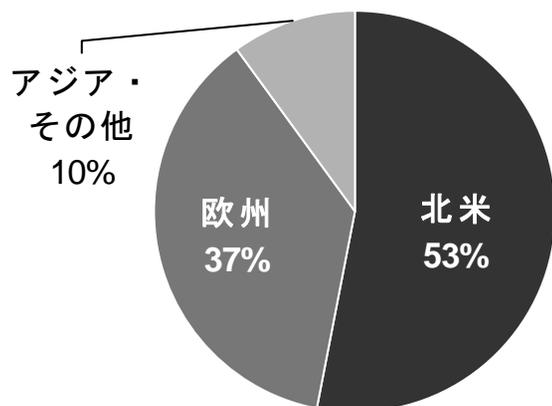
4. 世界における投資家層

PEファンド投資の方法

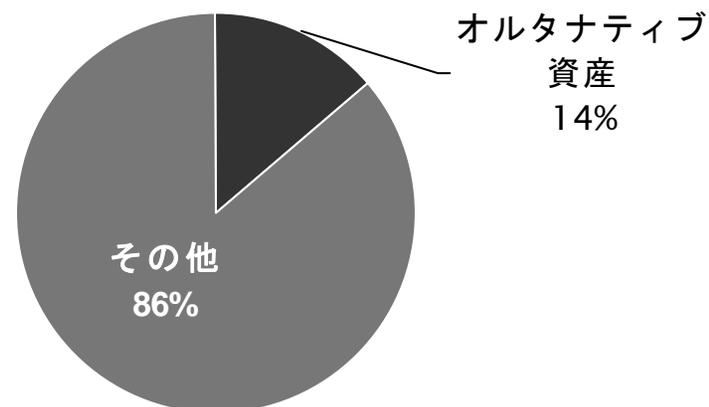


グローバルなPEファンド投資家ユニバーズ

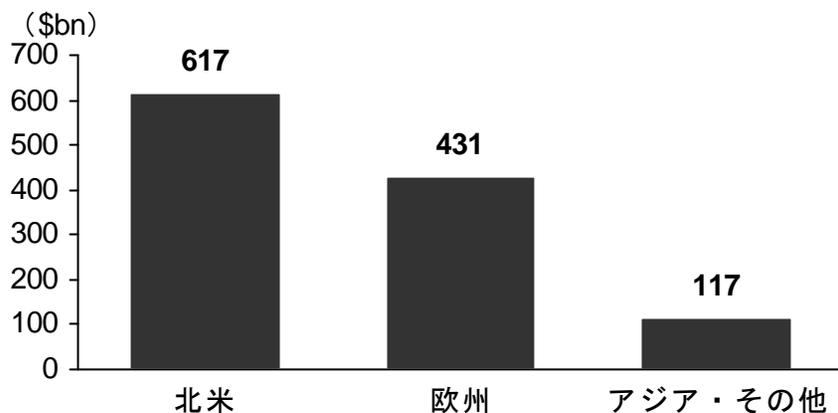
居住地(数ベース、2011年)



機関投資家の
アセット・アロケーション(2009年)

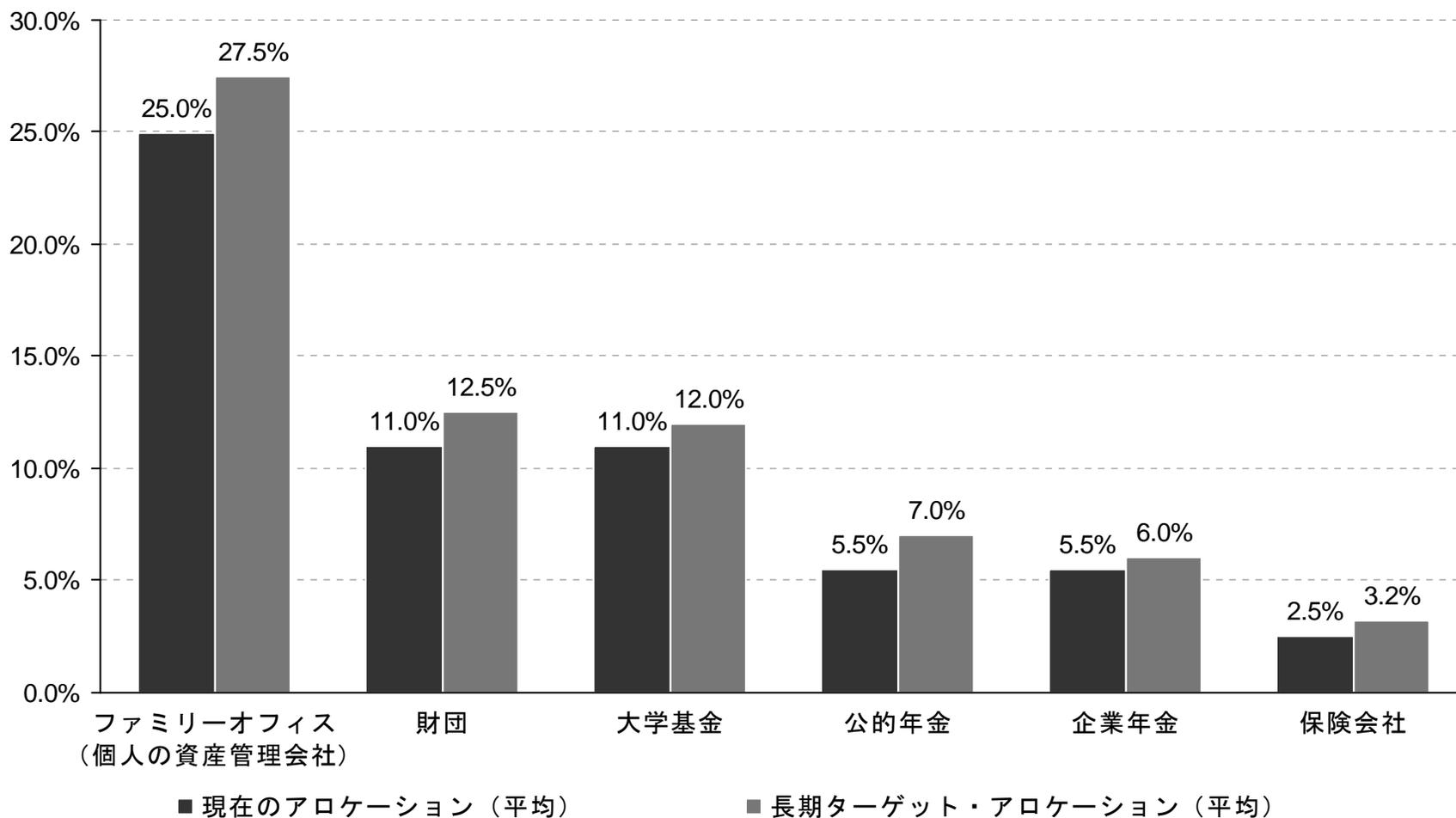


居住地(投資金額ベース、2011年)

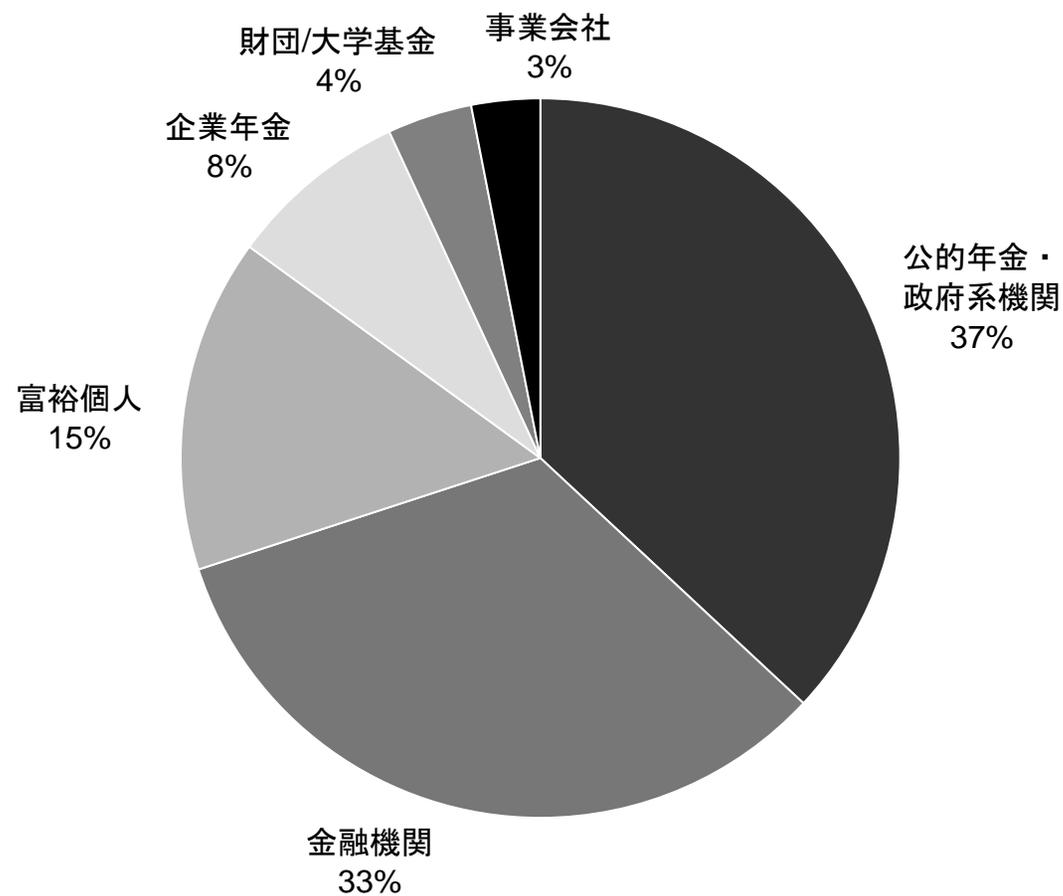


オルタナティブ投資の一環として、
PEへ投資

投資家タイプ別PEファンドへのアロケーション(グローバル)



カーライル・グループにおける投資家のタイプ別内訳



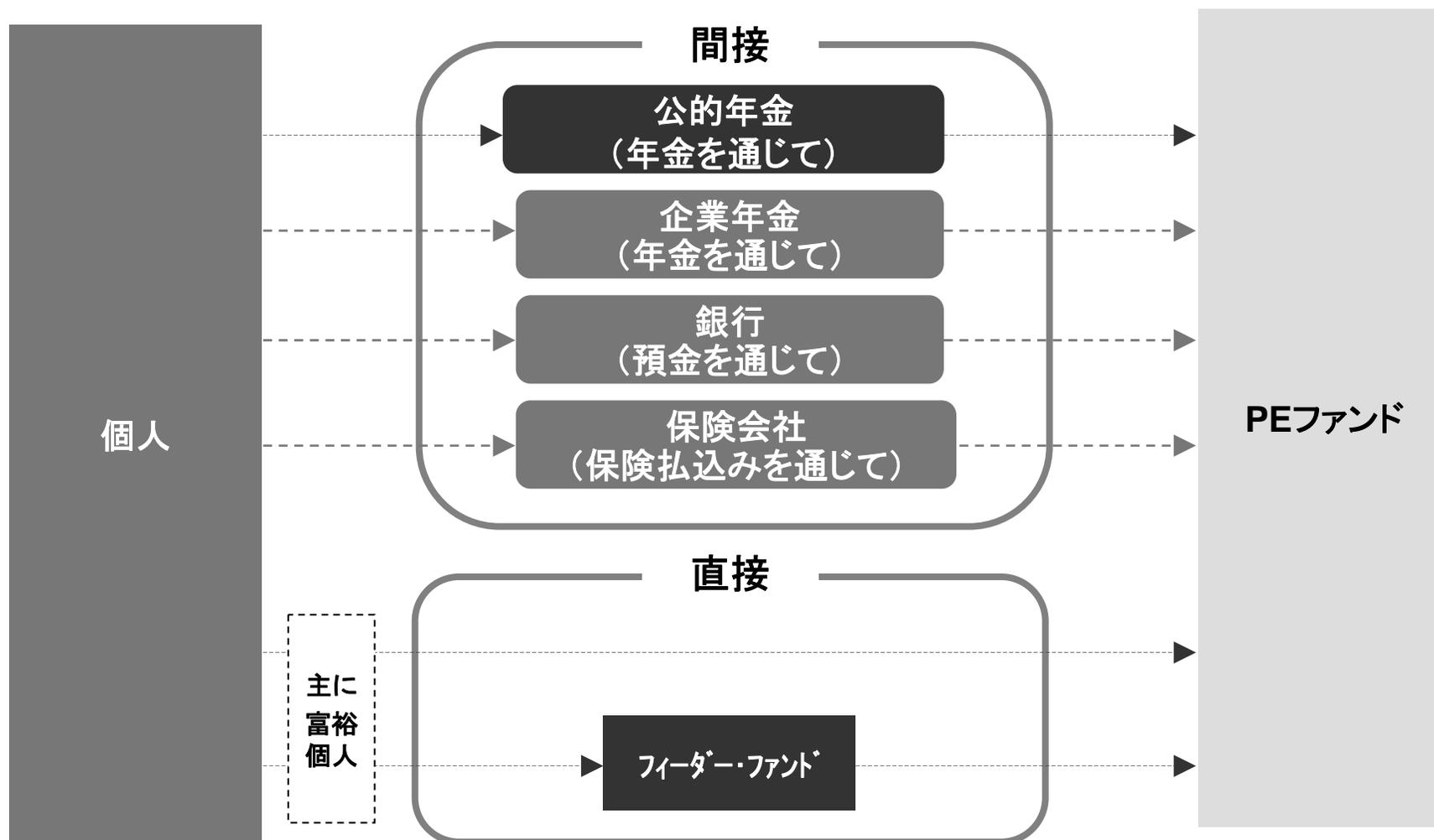
5. 限定的な日本の投資家層

限定的な日本の投資家ユニバーズ

- 公的年金
- 政府系機関
- 金融機関(銀行、保険会社)
 - より厳しい規制環境(バーゼル3, ボルカー・ルール)
 - 最終的な投資先企業の財務状況など、より詳細なモニタリングの必要性
- 富裕個人
- 企業年金
 - 一部の基金はエクイティ投資の一環として、PEファンドへ投資
 - ただし、ファンド・オブ・ファンズや、インフラ、セカンダリー中心
 - オルタナティブ資産の中ではヘッジファンドをより嗜好
- 財団・大学基金
- 事業会社

個人にとってのPEファンド投資への関与(日本)

日本の個人にとっては、**間接／直接を問わず、絶対的なPEファンド投資額が少なく、かつ直接投資を行う機会はほとんど存在していないのが現状**



個人投資家にとってのハードル

- ☑ 高額な最低投資単位： 一口5億円程度
- ☐ 長期投資： ファンド運用期間10年+
(うち投資期間は当初5年)
- ☐ Jカーブ： 短期的な投資収益の確保は困難
- ☐ 低い流動性： 途中解約は原則不可
- ☑ 煩雑な事務手続き： コミットメント形式での払込み
(個別案件へ投資を行うごとに払込み)
- ☐ 予測不能な分配タイミング： 個別案件を売却するごとに投資収益分配
- ☐ 投資評価： 毎四半期
- ☑ ファンドへのアクセス： 私募形式

6. サマリー

サマリー

- PEファンド投資は、世界の投資家にとって有効な投資対象である
 - 歴史的な実績において、トップティアのPEファンドは高い実績を有する
 - その実績の源泉は、投資先の経営陣とファンドは二人三脚で多くの経営施策を実施し、成長に向けた明確なロードマップの実践によるものである
- 日本におけるPEファンド投資の裾野は十分に広がっていない
 - 特に長期的に低迷する日本の株式市場を考慮すると有効な投資手法となる
 - またPEファンドの特徴は、今後の人口構成や外需依存の構造の中で、日本企業がより躍進する強力なサポーターともなり、結果として日本の経済成長にも役立つ
 - 日本の個人投資が、直接的にも間接的にもPEファンド投資に向くことは、将来への個人資産の蓄積となる
 - 但し、特に直接投資においては一層の発展が必要(例:フィーダーファンドの活用)

參考資料

(ご参考)カーライル・グループのご紹介

カーライル・グローバルの概要

- 世界最大級で幅広い投資形態(プロダクト)を運用しているグローバルなオルタナティブ・アセット運用会社
 - 1987年にUSワシントンDCで、3人の創業者により設立 (William E. Conway, Jr., Daniel A. D'Aniello , David M. Rubenstein)
 - 約1,480億ドル(約11兆円)の資産を89のシングルファンド、49のファンド・オブ・ファンドを通じて運用
 - バイアウト、グロース、不動産、ヘッジファンド、CLO、ファンド・オブ・PEファンド、など投資目的別にファンドとチームを世界地域に各々設定
 - 1,200名を超える投資プロフェッショナルとサポート部隊を世界に配置(次頁)
 - 投資家層は、世界72カ国の約1,400の投資家からなる
 - 現在までに、約480億ドル(約3.6兆円)を414社のバイアウト/グロース案件、約260億ドル(約2兆円)を541の不動産案件に投資済

カーライル・ジャパンの概要

- 日本で展開するPEファンド(海外、国内独立系、国内金融機関系を含む)の中でも、一番多くの実績を有する1社
 - 2001年に本格的に日本進出を図る
 - バイアウトに関しては、日本独自のファンドを設定して運用(1号:500億円、2号:1,656億円)
 - その他アジアファンドの一部として、不動産とグロースにも投資実績がある
 - バイアウトチームに20名、不動産チームに4名のプロフェッショナル、その他プロフェッショナルとサポートチーム人員で約40名の体制
 - 日本のバイアウトファンドの総額2,156億円のうち約52%は本邦投資家からのコミットメント
 - 日本のバイアウト投資は、現在までに約1,500億円を13社に投資済