



日本における  
プライベート・エクイティの  
潮流と考察 2024年

## 目次

はじめに	3
1. セカンダリー取引の動向と今後の見通し	4
2. ロールアップの動向と今後の見通し	8
おわりに	12

# はじめに

2023年は日本のプライベート・エクイティ（PE）業界にとって、新たな飛躍の年であったと言える。まずは、世界を取り巻く金融を含む外部環境が日本にとって追い風になったことが業界に大きな影響をもたらした。具体的には中国を中心とした地政学上の状況、世界的なインフレに伴う金利の上昇、円安などの要因により、日本市場が改めて世界の投資家から注目を浴びることとなった。これを反映し、2024年3月には日経平均株価はバブル期につけた史上最高値を更新した。

また、案件実績でも2023年後半に立て続けに大型案件が発表された。まず特筆すべきは、日本産業パートナーズ（JIP）を中核とする国内企業連合による東芝の非公開化だ。買収額は2兆円規模と、2018年のベインキャピタルによる東芝メモリー買収以来最大級となった。さらには、外資系では2021年に日本参入を果たしたEQTがベネッセホールディングスのMBOおよびHRBrainへの投資を発表。ブラックストーンも2021年の武田コンシューマーヘルスケアに続く3号案件としてソニーペイメントサービスの80%を取得し、アポロ・グローバル・マネジメントはパナソニックオートモーティブシステムズへの、CVCキャピタル・パートナーズは総合メディカルグループへの投資をそれぞれ公表した。

長くPE業界に携わってきたが、これら大型案件の発表は、概念自体が浸透していなかった2000年代にPEファンドが「ハゲタカ」と揶揄された過去を振り返ると、これら大型案件の発表が示唆する日本経済におけるPEファンドの存在感の向上は隔世の感がある。

コーポレート・ガバナンス・コードを背景に、2014年頃から活動を活発化しているアクティビストの存在もPEファンドの案件増加に寄与している。前述の東芝の非公開化を始め、フォートレス・インベストメント・グループによるそごう・西武の買収や、産業革新投資機構（JIC）によるJSRの非公開化などは、2023年にアクティビストが株主となった企業をPEファンドが買収した事例である。

本稿は2018年、2020年、2021年、2022年に続き、シリーズ5回目の発行となる。従来の年間概観としての色彩を払拭し、PEへの理解の深化に資するべく、業界において注目される2つの大きなトレンド、PEファンド間の取引である「セカンダリー取引」とPEの投資先が追加買収を行う「ロールアップ」に焦点を当てて考察を試みた。

本稿を上梓するにあたっては、数多くのPE業界関係者の皆様から貴重なご意見や示唆を頂戴した。深甚な謝意を表したい。

名倉 英雄（Hideo Nagura）  
PwC Japanグループ  
プライベートエクイティリーダー  
PwCアドバイザリー合同会社  
パートナー





# 1

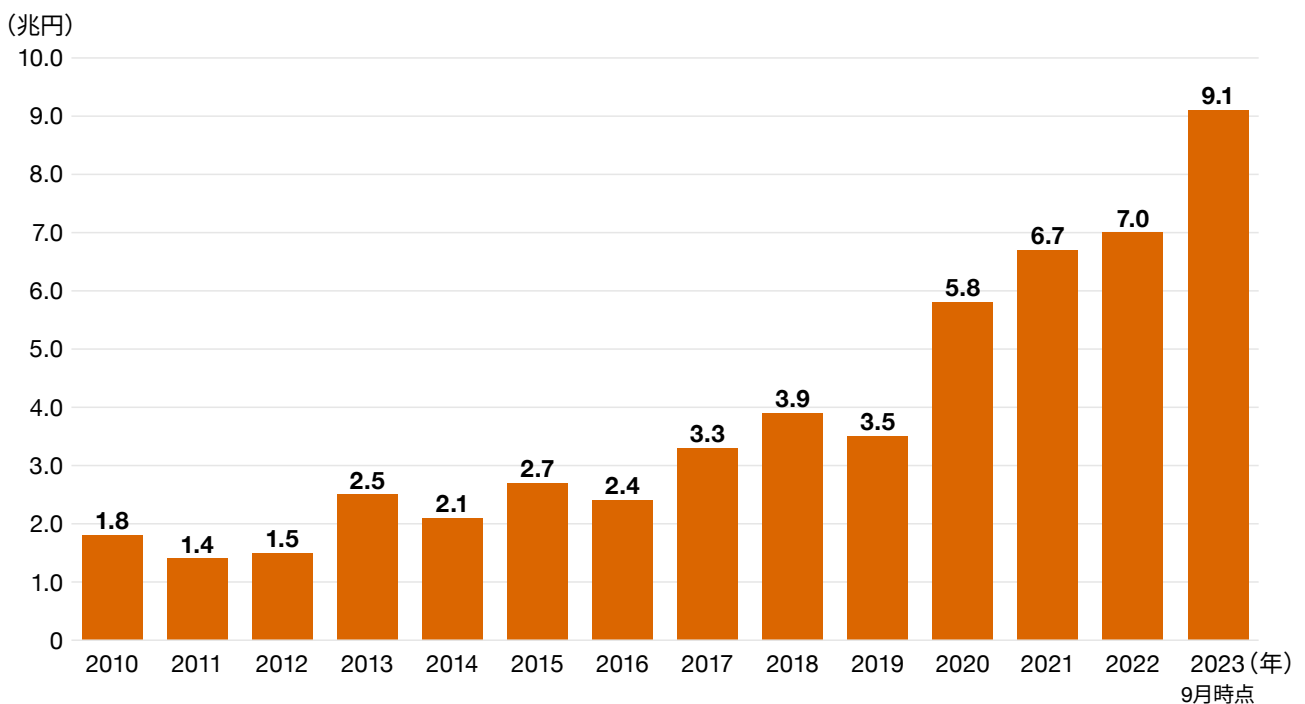
## セカンダリー取引の動向と今後の見通し

図表1にあるように、日本国内への投資に関心を有するドライパウダーが年々積み上がってきている。また、日本PE協会によれば、2019年9月時点での会員数は、正会員43社で2023年12月末時点、正会員62社に増加している。しかしながらドライパウダーを消化するにはプライマリー取引（セカンダリー取引でない取引）だけでは難しく、結果として過去3年間でPE全体の投資の3割弱をセカンダリー取引が占めている。

今後もセカンダリー取引がドライパウダーの金額の成長に伴い増加する可能性が推察される。

1社のPEファンドが価値創造をした後に別のPEファンドがさらなる価値創造を実現するのは困難であるとも考えられる中、さまざまなセカンダリー取引が行われているのはなぜか紐解いてみたい。セカンダリー取引にはいくつかのタイプがあり、これらを具体例も交えて見ていく。

図表1：投資対象国として日本に関心をもつPEファンドのドライパウダーの金額推移



出所：Preqin提供のデータを元にPwCにて作成

## ① IPOエグジットへのつなぎとしてのセカンダリー投資

PEのエグジットには、2つの大きな選択肢があることはよく知られている。それはIPO（株式上場）と、トレードセールと呼ばれるM&Aによるエグジットだ。PEが投資を行う際に経営陣と上場を目指すケースは多いが、IPOは相場や市場環境に左右されるためトレードセールに比してタイミングが難しい。また、PEファンドには投資期間があり、その期間内にIPOができない場合には、セカンダリー取引が選択肢となる。

ここではナルミヤ・インターナショナル（アパレル）とあきんどスシロー（外食）の例を取り上げてみたい。

ナルミヤ・インターナショナルは、2005年にジャスダック市場に上場した。その後、2010年にSBIキャピタルによって非公開化され、2016年にSBIキャピタルから日本産業パートナーズへとセカンダリー取引により売却。そして、2018年

に東証二部（現・東証スタンダード）へ再上場を果たしている。一般的にPEファンドの投資期間は5年とされる中で、SBIキャピタルは2010年から2016年までの6年間保有したがIPOによるエグジットが実現できず、日本産業パートナーズにバトンを引き継いだ格好である。

一方、あきんどスシローは2003年に東証二部に上場した。その後、2009年にユニゾン・キャピタルによって非公開化され、2012年にはセカンダリー取引としてユニゾン・キャピタルからペルミラ・アドバイザーズ（現在は日本に拠点はなし）に売却。そして、2017年に東証一部（現・東証プライム）へ再上場した。ユニゾン・キャピタルは非公開化前の2007年にあきんどスシローに投資しており、2012年までの5年間保有したことになる。

## ② 国内ファンドからグローバルファンドへ所有を移転しさらなる成長を目指すセカンダリー投資

国内ファンドに比べると、グローバルファンドは概して投資規模が大きい。また、グローバルファンドは世界的なネットワークと知見を活用して価値創造を行うことから、国内ファンドとは異なった視点で投資先のバリューアップに取り組むことが可能であり、こうしたセカンダリー取引も実例が多い。

直近の例としては、2022年にKKRが行った武州製薬への投資と、2023年にCVCキャピタル・パートナーズが行った総合メディカルグループへの投資がある。さらに、前述のあきんどスシローも2012年にペルミラ・アドバイザーズ（現在は日本に拠点はなし）に買収された後、海外での売上を伸ばし、2016年には米国ですし関連の和食レストランを展開する企業を追加買収した。これを国内ファンドからグローバルファンドへのセカンダリー取引の観点で見ることができる。

武州製薬は塩野義製薬傘下の医薬品製造受託機関（CMO）であったが、2010年に東京海上キャピタル（現ティーキャピタルパートナーズ）が買収。その後、2014年に東京海上キャピタルによってベアリング・プライベート・エクイティ・アジ

ア（現EQT）へ売却された。そして、2022年にKKRがベアリング・プライベート・エクイティ・アジアから武州製薬を買収している。ベアリング・プライベート・エクイティ・アジアは香港を本社とするアジアのPEファンドであり、その意味では国内ファンドからアジアファンド、そしてグローバルファンドへと武州製薬の所有権が移り変わっていると言える。

総合メディカルは2020年にポラリス・キャピタル・グループをスポンサーにして非公開化。その後、2023年にポラリス・キャピタル・グループがCVCキャピタル・パートナーズに発行済株式の100%を譲渡した。MBO時の買収金額は1,000億円弱だったが、CVCキャピタル・パートナーズの買収額は約1,700億円となる見通しだ<sup>1</sup>。ポラリスの第5号ファンドが総額1,500億円であるのに対し、CVCキャピタル・パートナーズのアジア第6号ファンドは68億米ドルとなっており、より大きな案件への投資が可能である。

日系のファンドが一定規模へ価値創造した後、グローバルファンドがさらなる価値創造に取り組む好事例であろう。



1 「調剤大手総合メディカル、欧州ファンドが買収」日本経済新聞電子版、2023年12月15日

### ③ PEファンドが投資先企業の一部を他のPEファンドに売却するセカンダリー投資

PEファンドの投資先企業が複数の事業で成り立っている場合に、より選択と集中を図る意味も含め、一部の事業を他のPEファンドに譲渡することがある。

具体例としては、ベアリング・プライベート・エクイティ・アジアによるインクリメントP(現ジオテクノロジーズ)の売却、カーライルによるセンクシアチェンの売却、ユニゾン・キャピタルによるあゆみ製薬の売却の3つが挙げられる。まず、ベアリング・プライベート・エクイティ・アジアは2018年にパイオニアを買収し、その子会社であるインクリメントPを2021年にポラリス・キャピタル・グループに売却した。

次に、カーライルは2015年に、当時、東証二部に上場していた日立機材(2016年にセンクシアへ名称変更)を非公開化した。2021年4月には、センクシアの子会社であるセンクシアチェンおよびSENQCIA MAXCO(米国)をライ

ジング・ジャパン・エクイティに売却。その翌年、センクシアチェンは同じくライジング・ジャパン・エクイティ傘下の杉山チエン製作所と経営統合し、2023年に三井松島ホールディングスに譲渡した。他方でセンクシア本体は、2022年にローン・スター・ファンドに売却している。

最後のユニゾン・キャピタルは、2012年に昭和薬品化工を東京海上キャピタルからセカンダリー取引で買収。その後、歯科領域(旧昭和薬品化工)は2016年にジーシーへ、それ以外の領域は参天製薬から承継した抗リウマチ薬事業と統合して、あゆみ製薬として2019年にブラックストーン・グループへ売却した。なお、センクシアとあゆみ製薬の事例では、譲り受けたPEファンドがロールアップの手法を使ってバリューアップを行っており、この点については後段で詳しく考察する。

### ④ のれんの多い会社のセカンダリー投資

2022年のレポート「[日本におけるプライベート・エクイティの潮流と考察](#)」で、日本の会社は無形固定資産の計上に慎重であり、無形固定資産比率が他の地域と比して低いことを述べたが、こうした風土がPEのセカンダリー投資とも関連があると考えられる。現に、無形固定資産の多いソフトウェア会社などはキャッシュフローが安定している優良企業である一方で、PEのエグジットにおいては事業会社への売却が上記の理由で難しい可能性がある。具体例として、ワークスアプリケーションズと弥生を挙げたい。

ワークスアプリケーションズは、2011年にポラリス・キャピタル・グループをスポンサーとしてMBOを実施した。そして2017年にACA Investments Pte Ltdに譲渡され、ACA Investments Pte Ltdは2019年にワークスアプリケーションズのHR事業をベインキャピタルに譲渡。その後、ベインキャピタルは2023年にワークスアプリケーションズのHR事業であるワークスヒューマンインテリジェンスをGICに3,500億円売却している。2011年のポラリス・キャピタル・グループの買収総額は230億円であった<sup>2</sup>。

弥生を巡っては数多くのPEファンドが関与している。2007年にMBKパートナーズが710億円で買収し、その後オリックスの所有を経て、2021年にKKRが2,400億円で譲り受けている。

日本の事業会社が「のれん」を嫌うことから、PEファンドの中にはエグジットが難しいという理由でのれんの多い企業への投資を敬遠することもある。皮肉なことに、のれんを嫌う日本企業のPBRは1倍を割っているケースが多い。また、のれんの問題も含め、事業会社にはファンドの投資先の買収に消極的な会社も多い。のれん償却が懸念であればIFRSの導入を検討すべきであり、日本経済新聞の記事<sup>3</sup>によれば、「民間企業部門(金融除く)の現預金残高が2023年6月末時点で343兆円と前年同期比で3.7%増えた」こともあり、現預金をM&Aを含めた事業成長の為に活用すべきと考える。また、PEファンドの投資先を買収する場合はシナジーに加え、PEファンド的な価値創造の余地についても精査することが肝要であろう。

PEファンドの投資においては、プライマリー取引(カーブアウトや事業承継案件など)よりセカンダリー取引の方が高いリターンを創出しているケースも少なくない。また、PEファンドのエグジット案件の入札において、事業会社よりPEファンドの方が価格競争力があるケースもある。こうした背景がPEファンド間のセカンダリー取引の増加につながっている。



2 「ワークスAP、MBO成立」日経産業新聞、2011年3月16日

3 「メガバンク、金利復活へ企業と交渉 貸出金利は上がるか―異次元緩和 近づく出口⑥」日本経済新聞、2023年11月30日

図表2：PEファンドによるセカンダリー投資と思われる案件一覧

公表日	対象企業	対象企業業種	買収企業	売却企業
2021年1月	プリモ・ジャパン	リテール	インテグラル	ロングリーチグループ (香港)
2021年3月	インクリメントP	コンピューター & エレクトロニクス	ポラリス・キャピタル・グループ	パイオニア (親会社) ベアリング・プライベート・エクイティ・アジア
2021年3月	社関	フード & ビバレッジ	日本産業推進機構グループ	アント・キャピタル・パートナーズ
2021年4月	ピアメカニクス	マシナリー	アドバンテッジパートナーズ	ロングリーチグループ (香港)
2021年11月	センクシアチェン およびSENQCIA MAXCO	マシナリー	ライジング・ジャパン・エクイティ	センクシア (親会社) カーライルグループ
2021年11月	セントラル・タンクターミナル	トランスポートेशन	KKR	マッコリー・インフラストラクチャー・アンド・リアル・アセット (親会社) マッコリー・グループ
2021年11月	アコーディア・ゴルフ	レジャー & リクレーション	フォートレス・インベストメント・グループ (親会社) ソフトバンクグループ	MBKパートナーズ
2021年12月	コスモライフ	フード & ビバレッジ	東京電力タイムレスキャピタル (親会社) 東京電力ホールディングス株式会社	アドバンテッジパートナーズ
2022年1月	大江戸温泉物語ホテルズ & リゾーツ	ダイニング & ロジキング	Lone Star Global Acquisitions, Ltd (親会社) ローン・スター・ファンド	ベインキャピタル
2022年3月	プラティア	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	J-STAR MIDWEST MINATO, L.P. PACIFIC MINATO II, L.P.
2022年3月	with	コンピューター & エレクトロニクス	タイボン・キャピタル・マネジメント (香港) アカツキ きらぼしキャピタル	ベインキャピタル
2022年3月	ファクトリージャパングループ	プロフェッショナルサービス	ジャパン・チャイナ・キャピタル・パートナーズ	ポラリス・キャピタル・グループ
2022年3月	センクシア	メタル & スチール	Lone Star Global Acquisitions, Ltd (親会社) ローン・スター・ファンド	カーライルグループ
2022年10月	物流施設7物件	不動産 & プロパティ	ガウ・キャピタル・パートナーズ	ブラックストーン
2022年12月	おやつカンパニー	フード & ビバレッジ	D Capital	カーライルグループ
2022年12月	武州製薬	ヘルスケア	KKR	ベアリング・プライベート・エクイティ・アジア
2023年1月	HITOWAライフパートナー (おそうじ本舗川崎三田店事業)	コンシューマーサービス	マーチャント・バンカーズ、MBKバイオテック (親会社) マーチャント・バンカーズ	HITOWAホールディングス (親会社) ポラリス・キャピタル・グループ
2023年3月	Works Human Intelligence	コンピューター & エレクトロニクス	GIC Pte Ltd	ベインキャピタル
2023年5月	エコロシティ	トランスポートेशन	アドバンテッジパートナーズ	CLSAキャピタルパートナーズ (香港) (親会社) 中信証券
2023年5月	ユナイテッド・プレジジョン・テクノロジーズ	メタル & スチール	インテグラル	アドバンテッジパートナーズ
2023年5月	ジャパン・イーエム・ソリューションズ	テレコミュニケーション	エンデバー・ユナイテッド、京セラ、電通国際情報サービス (親会社) フェニックス・キャピタル、京セラ、電通国際情報サービス	ポラリス・キャピタル・グループ
2023年8月	J-CEP	ファイナンス	ロングリーチグループ (香港)、LRG AJ Financing Cayman LP (親会社) ロングリーチグループ (香港)	J-STAR
2023年12月	総合メディカルグループ	リテール	CVC アドバイザーズ (親会社) CVCキャピタル・パートナーズ	ポラリス・キャピタル・グループ
2023年12月	HITOWAホールディングス	持株会社	MBKパートナーズ	ポラリス・キャピタル・グループ

出所：ディールロジック社提供のデータベースをもとにPwCにて作成

注：「買収企業」と「買収企業の親会社」が異なる場合、および「売却企業」と「売却企業の親会社」が異なる場合には、それぞれ親会社を記載している



## 2

# ロールアップの動向と今後の見通し

前章でも述べたように、PEのバリューアップの有効な手段の1つとしてロールアップがあり、図表3のとおり過去3年間で30件を超えるロールアップ投資が実行されている。介護や人材派遣などの特定の業界では、ロールアップを前提としてPEファンドが最初の投資を行うケースも増えている。経営陣が業界再編を成長戦略として視野に入れており、再編を単独で行うことに財務面で限界があるため、ファンドと組んでロールアップにより業界再編を仕掛けるケースもある。事業会社同士の横のつながりもあり、ファンドが買収するハードルが低いことに加え、PEファンドのM&Aのノウハウを活用することができる利点もある。

ここでも、具体的な例をいくつか紹介したい。介護業界において、カーライルによるソラスト（旧日本医療事務センター）への投資、ベインキャピタルによるニチイ学館への投資、そしてMBKパートナーズによるツクイホールディングスへの投資が挙げられる。

カーライルは2012年に東証二部上場のソラストに投資したものの、当時、同社の介護事業は赤字であった。カーライルの富岡隆臣マネージングディレクター（現・日本共同代表）は介護事業について「（中略）2014年にココチケアを買収しましたが、それ以降も、小規模のものも含めて数件のM&Aを行いました。結果としてIPOした直前年度の介護の売り上げは約120億円、約10億円のEBITDAを出せる水準までできました」と語っている<sup>4</sup>。

その後、ソラストは2016年に再上場し、介護事業における成長戦略の基軸をM&A（ロールアップ）とした。その結果、カーライルがEXITした以降も恵の会、ライフサポート、日本エルダリーケアサービス、ファイブシーズヘルスケア、プラス、森伸、三井住友海上ケアネット、メディカルライフケア、総合ケアネットワーク、ポシブル医科学など、10社以上を買収。カーライル時代に培ったM&Aのノウハウによりファンドがエグジットした後も自走し、2023年3月期における同社の介護事業売上高は485億円になっている。カーライルは15～17年にかけて株を売り、この間に企業価値は投資額の3倍弱まで上がったと推定されている<sup>5</sup>。

ベインキャピタルは、2020年にソラストの同業であるニチイ学館を非公開化。投資期間中の2021年から2023までに、西日本ヘルスケア、総合警備保障、プラティア、西日本マインド、ティーアンドジー、ポプラコーポレーション、いっしん、松本、在宅介護サービスたんぼぼ、辛卯、ピアーズと11の介護事業を買収している。買収時のインタビューで、ベインキャピタルの末包昌司マネージングディレクター（当時）は「（中略）コストの削減だけでなく、しっかりトップラインも伸ばし、さらにロールアップのためのM&Aなども行ってきています」<sup>6</sup>と述べている。2020年のニチイ学館の買収額は1,000億円超と報道されたのに対し、2023年に日本生命へ2,100億円売却しており、ロールアップが価値創造の中核を構成したことは言うまでもない。

4 「【第77回】【ソラスト】カーライルと組んだMBOから4年余、東証1部上場を実現させた経営改革のすべて」 MARR Online、[Webインタビュー] 2017年1月18日

5 「『介護』に群がる買収ファンド もうけ追求できる理由は」 朝日新聞デジタル、2021年5月25日

6 「【ベインキャピタルの担当者が語る】ニチイ学館MBOの経緯と成長戦略」 月刊マール2020年12月号314号、[マールレポート～企業ケーススタディ～] 2020年10月23日



最後にMBKパートナーズの介護業界におけるロールアップにふれておきたい。MBKパートナーズは2021年に介護業界大手のツクイホールディングスを完全子会社化した。その後、2023年に同じく介護大手のユニマット・リタイアメント・コミュニティを、さらにポラリス・キャピタル・グループからHITOWAホールディングスを買収している。ツクイホールディングスの2021年3月期の売上は491億円、ユニマット・リタイアメント・コミュニティの2021年3月期の売上は585億円<sup>7</sup>、そしてHITOWAホールディングスの買収時の売上規模は600億円超<sup>8</sup>と報道されており、これらを合算すると売上規模は業界最大級になるとと思われる。

また、介護と並びロールアップが多いのが調剤薬局だ。前出のポラリス・キャピタル・グループが投資した総合メディカルグループや、バインキャピタルが買収した麒麟堂ホールディングス、アント・キャピタル・パートナーズの投資先のアロスワン、ユニゾン・キャピタルのグループ会社である地域ヘルスケア連携基盤もM&Aにより店舗数を拡大した。

製造業においてもPEファンドによるロールアップ案件は多いが、ここでは代表的な例としてアポロ・グローバル・マネジメントによる昭和電工および三菱マテリアルのアルミ事業の統合、ブラックストーンによるアリナミン製薬の悠香ホールディングス買収を取り上げたい。

アポロ・グローバル・マネジメントは、2021年1月に昭和電工（現レゾナック）のアルミ事業を、さらに同年11月に三菱マテリアルのアルミ事業を買収し、統合の上2022年にアルテミラ・ホールディングスへと社名を変更した。これにより営業の統合による対顧客への価格交渉力の向上や原料調達などのシナジーが見込まれており、2025年の株式上場を目指すという。

PwC Japanグループが2023年に開催した「Value Creation Forum 2023」で、レゾナック・ホールディングス代表取締役社長 社長執行役員 最高経営責任者の高橋秀仁氏は、「当社ではできなかった大型投資で、事業の拡大強化が成し遂げられ、アルミ事業の社員らにとってもよい結果になった」と、この買収について振り返った。

ブラックストーンは、2021年に武田薬品工業から武田コンシューマーヘルスケア（現アリナミン製薬）を、2022年にせっけんなどのスキンケア商品「茶のしずく」を扱う悠香ホールディングスを買収した。これにより、日本経済新聞の記事<sup>9</sup>によれば、「悠香HDの通販事業のノウハウを取り入れ、将来は通販の比率を15%程度に引き上げたい考えだ」とある。悠香ホールディングス買収についてブラックストーン・グループ・ジャパン 代表取締役 シニアマネージングディレクター プライベート・エクイティ日本代表の坂本篤彦氏は、「(中略) ブラックストーンは対象企業のスクリーニングからアプローチまで一貫して案件創出を支援し、悠香HDを特定しました」と語っている<sup>10</sup>。

アルテミラ・ホールディングスの親会社であったレゾナックと、アリナミン製薬の親会社であった武田薬品工業には共通点がある。レゾナックの前身である昭和電工は2020年に日立化成を、武田薬品工業は2018年に製薬大手のシャイアーを買収し、共にアルテミラ・ホールディングスとアリナミン製薬をPEファンドへ売却する前に大型のM&Aを行っている。この意味で、両社にはアルテミラ・ホールディングスとアリナミン製薬が成長するための企業買収を支援するだけの財務面での余裕はなかったと推察され、いずれもPEファンドの傘下となったことで新たな成長戦略を描くことができた好事例と言えよう。

日本経済新聞の記事<sup>11</sup>によれば、「政府は29日に公表した2023年の経済財政白書で、企業が値上げする力にあたる『価格支配力』の向上をデフレ脱却の課題に挙げた」とある。日本の多くの業界ではプレーヤーが多く、国内での過当競争が続く中、PEファンドのロールアップによる業界再編は日本経済の新陳代謝を促進する効果があろう。



7 「ユニマット系介護、アジア系ファンドが買収 数百億円」日本経済新聞、2023年1月27日

8 「アジア系ファンド、介護『イリーゼ』を買収 900億円」日本経済新聞、2023年12月25日

9 「アリナミン製薬、『茶のしずく』の悠香HDを買収」日本経済新聞、2022年11月15日

10 「新生『アリナミン製薬』の成長戦略を語る」月刊マール2023年2月号340号、[特集インタビュー] 2023年1月13日

11 「日本、育たぬスター企業『値上げ力』米欧より弱く——脱・過当競争、業界で明暗 石油化学、集約進まず／半導体はM&Aが奏功」日本経済新聞、2023年8月30日

図表3：PEファンドによるロールアップと思われる案件一覧

公表日	被買収企業・事業	被買収企業業種	主要買収企業	備考
2021年1月	システムエグゼ	コンピューター & エレクトロニクス	ウイングアーク1st (親会社) カーライルグループ	資本業務提携
2021年1月	昭和アルミニウム缶	メタル & スチール	アポロ・グローバル・マネジメント	昭和電工 (売却企業)
2021年2月	Rise UP	リテール	T-Garden (親会社) インテグラル	資本業務提携
2021年2月	N・フィールド	ヘルスケア	ユニゾン・キャピタル	公開買付
2021年2月	きりんカルテシステム	コンピューター & エレクトロニクス	PHCホールディングス (親会社) KKR	きりんカルテシステム (売却企業)
2021年3月	珈琲館	ダイニング & ロジック	シャノアール (親会社) ロングリーチグループ (香港)	合併
2021年6月	西日本ヘルスケア	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	LeTech (売却企業)
2021年8月	エコー・クリオロ	リテール	アドバンテッジパートナーズ	事業承継
2021年8月	Along with	コンピューター & エレクトロニクス	Casa (親会社) アント・キャピタル・パートナーズ	事業承継
2021年9月	マフテック	ケミカル	アポロ・グローバル・マネジメント	三菱ケミカルホールディングス (売却企業)
2021年11月	アコーディア・ゴルフ	レジャー & リクレーション	フォートレス・インベストメント・グループ (親会社) ソフトバンクグループ	MBKパートナーズ (売却企業)
2021年11月	ユニバーサル製缶	メタル & スチール	昭和アルミニウム缶 (親会社) アポロ・グローバル・マネジメント	ホッカンホールディングス、三菱マテリアル (売却企業)
2022年1月	アイセイ薬局 大倉山店、武庫川店の2店舗	リテール	キリン堂ホールディングス (親会社) ベインキャピタル	アイセイホールディングス (売却企業)
2022年1月	traevo	コンピューター & エレクトロニクス	ウイングアーク1st (親会社) カーライルグループ	第三者割当増資
2022年1月	介護施設/事業所 (千葉)	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	ALSOK介護 (売却企業)
2022年2月	ツクイスタッフ	プロフェッショナルサービス	ツクイホールディングス (親会社) MBKパートナーズ	公開買付
2022年2月	ポッカクリエイト	ダイニング & ロジック	ロングリーチグループ (香港) (親会社) ロングリーチグループ (香港)、C-United	サッポログループ食品 (売却企業)
2022年3月	プラティア	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	J-STAR、MIDWEST MINATO, L.P.、PACIFIC MINATO II, L.P. (売却企業)
2022年4月	ピークス	出版	ADDIX (親会社) エンデバー・ユナイテッド	ドリームインキュベータ (売却企業)
2022年4月	アカリエ	ヘルスケア	ツクイホールディングス (親会社) MBKパートナーズ	
2022年5月	キトー	マシナリー	Crosby グループ (親会社) KKR	
2022年8月	南総建	コンストラクション/ビルディング	エンデバー・ユナイテッド (親会社) フェニックス・キャピタル	合併
2022年8月	テイクアンドグヴ・ニーズ	コンシューマーサービス	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	
2022年8月	PUP	ヘルスケア	ツクイホールディングス (親会社) MBKパートナーズ	合併
2022年10月	いっしん (千葉県内のグループホーム事業)	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	いっしん (売却企業)
2022年11月	悠香ホールディングス	リテール	アリナミン製薬 (親会社) ブラックストーン	
2023年1月	ユニマット・リタイアメント・コミュニティ	ヘルスケア	MBKパートナーズ	
2023年3月	ラウンドコスモス大宮	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	松本 (売却企業)
2023年6月	HIROTSUバイオサイエンス	ヘルスケア	総合メディカル (親会社) ポラリス・キャピタル・グループ	資本業務提携
2023年7月	グループホーム和みの家	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	辛卯 (売却企業)
2023年7月	在宅介護サービスたんぼぼ	ヘルスケア	ニチイ学館 (親会社) ベインキャピタル	
2023年10月	チキズカン	プロフェッショナルサービス	ユーザベース (親会社) カーライルグループ	資本業務提携
2023年10月	ライフログテクノロジー	コンピューター & エレクトロニクス	総合メディカル (親会社) ポラリス・キャピタル・グループ	資本業務提携
2023年12月	HITOWAホールディングス	持株会社	MBKパートナーズ	ポラリス・キャピタル・グループ (売却企業)

出所：ディールロジック社提供のデータベースをもとにPwCにて作成

※「主要買収企業」と「買収企業の親会社」が異なる場合には、それぞれ親会社を記載している



## おわりに

日本のPEの歴史はまだ浅い。老舗と呼ばれるアドバンテッジパートナーズとユニゾン・キャピタルの設立はそれぞれ1992年、1998年であり、外資系のカーライルとベインキャピタルの日本オフィス設立はそれぞれ2000年、2006年である。また、日本プライベート・エクイティ協会が発足したのは2005年で当時の会員は8社であったが、2023年には正会員62社となっている。PE黎明期から現在にかけてリーマンショックや東日本大震災、新型コロナウイルス感染症のパンデミックなどを含む大きな危機がありながら、振り返って見るとPEは大きな飛躍を遂げたと言っても過言ではない。GPの数が増えただけでなく、投資の規模や手法も格段に幅が広がっており、本稿において論じたセカンダリー投資やロールアップの実例は業界としての成長を物語っている。

しかしながら、日本のPE業界の発展の余地はまだある。規模の面では、GDPに占めるPE投資の割合は米国の2%超に対して0.2%程度にとどまっており、成長が見込まれる<sup>12</sup>。2023年の大きなニュースはインテグラルが上場を果たしたことである。ブラックストーンが上場したのは2007年、KKRは2010年、カーライルは2012年だった。こうしたファンドはインフラ、クレジット、不動産などに投資対象を拡大している。今後は上場するファンドが増えてもおかしくない。

また、日本特有の間接金融によるLBOローンの存在も、今後の金利上昇局面でどのような影響を受けるのか注目される。欧米におけるPEのファイナンスは社債発行によるケースが多い。日本では2005年にウィルコムが、2008年にはコバレントマテリアルが信用格付を取得し社債を発行したが、それ以降は行われていない。流動性が潤沢な日本においてどの程度発展性があるかは未知数なものの、クレジット関連もさまざまな動きが出てくる可能性がある。

いずれにしてもPEが日本の経済の変革や年金の運用において重要な役割を果たすことは言うまでもなく、より一層の発展を期待したい。

12 「世界の機関投資家から見た日本のプライベート・エクイティ市場」日本プライベート・エクイティ協会、2022年7月28日



## お問い合わせ先

---



### PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>

#### 名倉 英雄 (Hideo Nagura)

PwCアドバイザリー合同会社

パートナー

<https://www.pwc.com/jp/ja/contacts/n/hideo-nagura.html>

#### 及川 智郎 (Tomoro Oikawa)

PwCアドバイザリー合同会社

パートナー

#### 松永 智志 (Satoshi Matsunaga)

PwC税理士法人

パートナー

<https://www.pwc.com/jp/ja/contacts/s/satoshi-matsunaga.html>

#### 大西 圭介 (Keisuke Ohnishi)

PwCコンサルティング合同会社

パートナー

<https://www.strategyand.pwc.com/jp/ja/contacts/k/keisuke-ohnishi.html>

#### 久木田 光明 (Mitsuaki Kukita)

PwCコンサルティング合同会社

パートナー

<https://www.pwc.com/jp/ja/contacts/k/mitsuaki-kukita.html>

#### 嶋方 亮 (Ryo Shimakata)

PwC Japan有限責任監査法人

パートナー

<https://www.pwc.com/jp/ja/contacts/s/ryo-shimakata.html>

#### 今井 兼人 (Kanehito Imai)

PwC Japan合同会社

マーケット部 シニアマネージャー

[www.pwc.com/jp](http://www.pwc.com/jp)

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwC Japan有限責任監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびブローダーアシュアランスサービス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約11,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。PwCは、社会における信頼を構築し、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界151カ国に及ぶグローバルネットワークに約364,000人のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は[www.pwc.com](http://www.pwc.com)をご覧ください。

発刊年月：2024年5月      管理番号：I202312-12

©2024 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.