

ニューバーガー・バーマン

魅力的な市場へと成長を遂げた国内PE グローバルでの長年の実績と知見を活用し 日本市場でも投資家のベストパートナーへ

「日本のプライベート・エクイティ (PE) 市場は、1990 年代後半からの黎明期、そして金融危機後の停滞期を経たのちに、着実な成長を遂げ、今ではその魅力がますます高まっています。今後も発展が見込まれることから海外投資家からの注目も高く、当社が国内投資家へのご案内を強化している市場の 1 つとなっています」。こう切り出したのは、PE を対象にしたファンド・オブ・ファンズ (FoF) やセパレート・アカウントをグローバルで運用するニューバーガー・バーマンの代表取締役社長の大平亮氏だ。

同氏が指摘するように、国内 PE

ファンドのバイアウト案件数は、2014 年から 2020 年の間に年平均で 16% も増加しており、過去最高水準の更新が続くほど成長著しい。同社がいま注力する日本 PE 市場の発展と同社の取り組みについて話を聞いた。

市場拡大とともに案件やファンドの質も向上 海外投資家も注目する日本の PE 市場

大平氏が指摘する国内 PE 市場の成長とは、量的な拡大もさることながら、案件と PE ファンドの質的向上からも説明されるという。まず、PE 投資の案件について見ると、国内 PE 投資の黎明期である 2000 年代半ばまでは、当時の経済情勢も背景に、事業再生案件や業績が悪化した会社による不採算事業のカーブアウト案件が多く、投資機会は限定的だった。

その後、M&A の浸透や PE ファンドによる地道な企業価値改善への努力などから、PE 投資に対する理解が社会的にも深まっていく。事業承継やノンコア（非中核）事業のカーブアウト案件を PE ファンドに任せる事例が増え、案件に多様性が生まれるとともに、魅力的な事業への投資機会も増大した。

「現在では、資生堂のパーソナルケ

ア事業のように、たとえ利益が出ていても、コア事業でなければ売却されるケースも増えています。市場見通しや業界内のポジショニングが申し分ない案件も多く、案件の増大・多様化とともに質の面でも魅力が高まっています」と同社の日本プライベート・エクイティ運用部でプリンシパルの福田裕之氏は説明する。

もう一方の PE ファンドの質については、国内市場が産声を上げてから 20 年以上の時を経て、業界内に蓄積された経験が寄与している。国内の有力 PE 運用会社ではトラックレコードが積み上がり、世界金融危機やコロナショックなどの厳しい局面を乗り越えて、ファンド運営や企業価値向上のノウハウを着実に培ってきた。さらには、既存ファンドとの差別化を図る PE マネジャーが新規参入していることから、市場の厚みも増しており、今後ますます GP の専門性や企業価値向上の能力も高まるであろう。

こうした市場の成熟に伴い、国内 PE 市場は、一躍海外からも注目を集める市場へと変貌を遂げている。「海外投資家は、市場の成長余地に加えて魅力的なリスク・リターンを獲得し得



代表取締役社長

大平 亮氏

る環境であるという点からも日本の PE 市場をポジティブに評価しています。昨年は、米国の大学基金が日本の PE ファンドへの出資を積極化する動きも見られました」と福田氏は話す。市場の成長性に加え、リターンの観点では、特にスモール・ミッド市場で割安な投資機会が残っている点や収益性改善の余地が大きい点、また LBO（レバレッジド・バイアウト）ローンが低コストで調達できる点で妙味が残る。リスクに関しては、米国のバイアウト案件に比べてエントリー・マルチプルが低く、LBO デットの水準も低いいため、負債リスクが小さいのが特徴だ。

グローバルでのケイパビリティや優位性を日本の PE 投資でも発揮

日本の PE 市場の魅力の高まりを受けて、長年グローバルで PE 投資の実績を積み重ねてきたニューバーガー・バーマンは、強固なケイパビリティを活かして日本でも PE 投資を積極化している。

「当社グループは PE 投資家として 30 年以上の経験を持ち、運用開始来のコミットメント総額は 750 億ドル超にのぼります。2020 年に行われた PE 業界専門誌の調査によると、過去 5 年間における PE 募集金額は、グローバルでトップ 6 番目に入る規模を誇ります」（大平氏）。

LP としての立場から PE 投資を実行する同社では、540 超の PE ファンドに投資し、180 超のファンドで LP アドバイザリーボード・シートを有している。「いかに魅力的な GP にアクセスするか、また質の高い共同投資のディールフローを確保するかが LP に

とって重要です。その点、多くの投資チームのメンバーに直接投資の経験があり、GP の立場に立った幅広いソリューションの提供能力を有していることから、当社は GP から選ばれる存在であると自負しています」と大平氏は言う。特に国内 GP に対しては、①共同投資における柔軟かつ迅速な対応、②セカンダリーファンドを活用したソリューションの提案、③ESG 課題の改善に向けたアドバイスの 3 点が可能なことから、GP のニーズに応え、Win-Win の関係を築いている。

①については、同社がグローバルに差別化のポイントの 1 つとしている Co-underwrite 投資、およびミッドライフ投資のニーズが日本の PE 市場でも高まっていると福田氏は述べる。

コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの導入に加えて、コロナ禍における事業環境の不透明化により、比較的規模の大きいノンコア事業のカーブアウト案件が増加している。このような案件では入札期限が設定されているため、案件組成の初期段階から共同投資家が GP と同じスピード感を持って投資に至る Co-underwrite 型が求められているのだ。

また、GP がバリュアップや投資回収のさまざまな選択肢を検討する際に、既存投資先が柔軟に共同投資を受け入れるミッドライフ投資へのニーズも拡大すると予想される。すでにニューバーガー・バーマンは日本のヘルスケア企業へのミッドライフ投資を実行しているが、「当該案件では回収のタイミングとなった投資において、ミッドライフ投資を活用することで、LP への分配と GP によるさらなる

アップサイドの追求の両方が可能となりました」と福田氏は語る。また、今後、M&A 市場拡大の機会を捉えたボルトオン投資（既存投資先による追加買収）の普及が一段と進むことで、ミッドライフ投資へのニーズはさらに増大すると見られている。

このように、同社は国内 GP の間でもニーズの高まる Co-underwrite 投資やミッドライフ投資において迅速かつ柔軟な提案をしているが、これは日本の M&A 市場を理解した、GP での直接投資の経験を有する投資プロフェッショナルが案件を担当し、日本語でデュー・ディリジェンスを行うケイパビリティを備えているためでもある。

②に関しては、グローバルでは GP 主導型のセカンダリー案件が増えているが、日本では 2000 年以降に設立されたキャプティブファンドの独立が相次いでおり、国内でも GP 主導型のセカンダリー取引が検討され始めている。

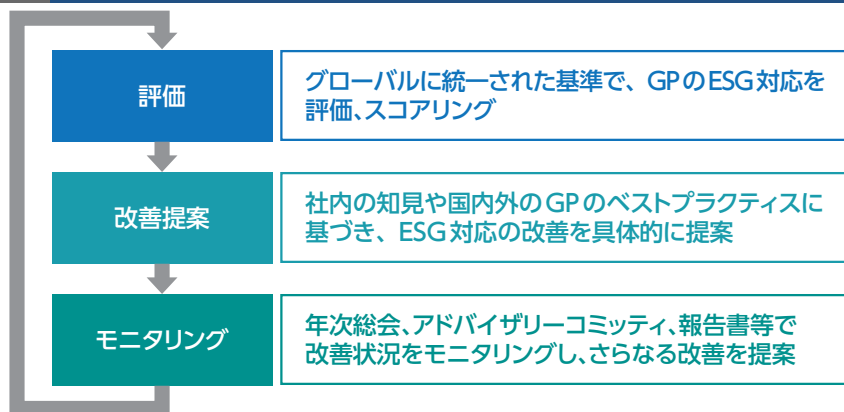
この点でもニューバーガー・バーマンは国内 GP に対する課題解決策を有している。同社の PE 投資チームは、



日本プライベート・エクイティ運用部
プリンシパル

福田 裕之氏

図1 GPのESG対応の改善を促すエンゲージメント活動



特定の投資プロフェッショナルが特定のGPを担当するカバレッジ・モデルを採用しており、直接投資の経験をベースに、プライマリー、セカンダリー、共同投資というプロダクトを横断した幅広いソリューションをGPに提案している。プライマリー投資とセカンダリー投資の両面からGPとのリレーションを構築できることも、GPから選ばれるゆえんだ。

③のESGに関しては、「当社の運用戦略へのESGインテグレーションについて、PRIが実施する年次評価でPEを含む全資産クラスで最高評価のA+を獲得しています。PE投資においても、ファンド出資の検討段階でデュー・ディリジェンスを行う際に、投資対象のGPに対して独自のESGスコアリングによる評価を行うとともに、出資後にはESGへの取り組みの改善を促すエンゲージメント活動を継続しています。また、共同投資においても、ESGの観点で重要なファクターとなるものは、投資検討時のデュー・ディリジェンスにおいて整理し、リードGPのESGスコアもファンド投資時と同様に把握しています」と大平氏は語る。

PE部門内にESG専任チームを擁し、欧米では広範なGPを対象としたESGセミナー等を実施しているのもニューバーガー・バーマンの特徴の1つ。ESG対応への要求は、PE投資分野でもグローバルに日進月歩で変化しつつあるが、同社では、世界基準に統一された最先端のプラクティスに基づきESGインテグレーションを進めているという。

「日本でも、グローバルと同一の基準に沿ってGPのESG対応を評価し、改善を促すエンゲージメントを通じて具体的な改善策を提案しています（図1）。海外投資家からのコミットメントの受け入れ拡大などを背景に、日本のGPの間でもESG対応の機運は高まっており、当社からの提案を受けて実際に改善に取り組む例も出てきます。また、共同投資のデュー・ディリジェンスにおいても、ESGファクターを組み入れることで、GPの個別企業投資におけるESGインテグレーションを促しています」（福田氏）。

長期にわたるPE投資は実績と信頼があるパートナー選びが重要

こうした国内外で豊富なPE投資の

実績を有するニューバーガー・バーマンは、日本PE市場への投資に踏み出す国内投資家にとって、心強いパートナーとなってくれるに違いない。

日本市場で2004年からPE戦略を提供してきた長年の実績を背景に、現在では日本の投資家からPE戦略だけで1兆1000億円超のコミットメントを受託するなど、厚い信頼が寄せられている。さらに、日本拠点では福田氏のような日本のPE投資専任者をはじめPE専任のファイナンスやレポート担当者也加わるなど、積極的にPE運用やクライアント・サービスの体制強化を進めており、満を持して国内PE戦略の提供を開始するに至った。

国内投資家に対しては、個々のニーズに応じてカスタマイズしたソリューション提供という形でPE投資の提案を進めている。投資形態は、コミングルのファンド・オブ・ファンズ（FoF）に加え、セパレート・アカウントの選択も可能で、内容については、LP持分投資だけでなく、GPとの共同投資案件なども組み入れることができる。これにより、リターンの向上や投資資金回収の早期化、費用の効率化を図ることが期待できる。カーブアウト案件の増加などにより、日本でも共同投資の機会は増えており、2021年もすでに複数の国内共同投資案件が投資委員会で承認されているという。

足もとでは、国内投資家からセパレート・アカウントに関する問い合わせが増えているようだ。個別の投資方針やポートフォリオに合わせたより柔軟なポートフォリオの構築が可能なら、投資対象をバイアウトだけでなく、

図2 多様なプライベート資産にまたがるカスタマイズ型投資プログラム

投資戦略	＋プライベート資産クラス＋	地域	＋	ファンド規模	＋	ESG	＋	ストラクチャー
プライマリー投資	バイアウト	グローバル		ラージキャップ		ネガティブ・スクリーニング		専用ファンド (ユニット・トラスト／ リミテッド・パートナーシップ)
	事業再生							
	ディストレス							
	ストラクチャー・エクイティ	北米		アッパー・ミッドキャップ		評価		
共同投資	グロス・エクイティ							
	ベンチャー・キャピタル	欧州		ミッドキャップ		ポジティブ・スクリーニング		
	ダイレクト・レンディング							
	メザニン	アジア		ローワー・ミッドキャップ		インパクト投資		
セカンダリー投資	スペシャル・ファイナンス							
	インフラ	その他地域						
	リアルアセット							
	不動産							

メザニンやクレジット、ベンチャー・キャピタルなどに広げることができるなど、きめ細やかなカスタマイズ能力が高く評価されている（図2）。

こうした投資家との協議において、同社は3つの点で評価を得ていると福田氏は話す。1点目は、グローバル基準での投資判断、そしてオペレーションとESGのデュール・ディリジェンスの能力だ。業界経験が平均30年以上にのぼる13名のメンバーで構成される投資委員会が投資を判断するほか、独立したオペレーショナル・デュール・ディリジェンスのチームが、拒否権を有する形でオペレーション面に特化したデュール・ディリジェンスを

行うプロセスを採用している。またESGについては、前述の通り、GP評価における不可欠な要素として組み入れられており、投資家に対して積極的に知見を共有している。

2点目は、日本に根付いたローカルGPに対する知見だ。福田氏をはじめ、日本のPE市場をカバーする投資プロフェッショナルを日本拠点に擁する優位性は高く、GPとのより緊密なリレーションシップの構築や新たなGPの発掘につながっているという。そして3点目は、PE投資のグローバルなプラットフォームを活用した、コスト面でも競争力のあるサービスの提供だ。

大平氏は「PE投資は長期にわたる

ため、信頼できるパートナー選びが重要です。私たちニューバーガー・バーマンは、日本のお客様とPE投資において約20年のパートナーシップがあり、リターンのみならず、充実したクライアント・サービス体制を含めたさまざまな観点から評価をいただいています。国内PE投資を検討されるお客様には、日本市場への強いコミットメントと確かな実績があり、各分野のプロフェッショナルを擁している当社のケイパビリティをご活用いただき、当社とのパートナーシップにご満足いただけるよう、私たちは業界最高水準の運用サービスを追求してまいります」と抱負を語った。

AD

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が運用戦略をご紹介する目的で作成したものであり、特定の金融商品を勧誘するものではありません。ご投資にあたっては契約締結前交付書面等の内容をご確認ください。当資料は当社の許可なく複製・転用することはできません。過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。当資料は作成時点において信頼できるとされる情報に基づき作成されていますが、その正確性及び完全性を保証するものではありません。また当資料に含まれる情報は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。●投資リスクについて:当戦略では動きのある金融商品に投資しますので、組み入れた金融商品の値下がりやそれらの発行者の信用状況の悪化、為替レートの変動の影響などにより、損失を被る場合があります。従って、元本が保証されるものではなく、投資元本を割り込む場合があります。デリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。●費用について:投資一任契約を通じて当戦略をご提供する場合、1.4%（年率、税抜）を上限として投資顧問報酬がかかります。またこれとは別に、当戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用がかかりますが、その具体的な水準は、個別案件毎に異なりますので詳細を表示することはできません。

お問合せ先 ニューバーガー・バーマン株式会社
TEL: 03-5218-1930 WEB: www.nb.com/japan

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

NEUBERGER BERMAN