



杉浦 慶一 (すぎうら けいいち)
株式会社日本バイアウト研究所
代表取締役

はじめに

近年、日本のバイアウト市場が急成長しているが、商社もバイアウト（企業買収）投資における種々の局面で重要な役割を果たしている。本稿では、商社によるバイアウト・ファンドへの関与、バイアウト案件への共同出資、バイアウト・ファンドへの案件の供給、バイアウト・ファンドの投資先企業の買収という4つの局面においてどのように商社が関与しているのかについて明らかにする。

1. バイアウト・ファンドへの関与

日本で活動するバイアウト・ファンド運用会社の中には、商社が設立母体となっているものも多い。また、商社は種々のバイアウト・ファンドへLP (Limited Partner：有限責任組合員) として出資することもある。日本のバイアウト市場の創成期より先駆者としての役割を果たしたのは丸紅であり、アドバンテッジパートナーズと共同でファンド運用会社のエイ・ピー・エムを設立し、1997年に日本初のバイアウト・ファンドを組成した。エイ・ピー・エムが運用するファンドは既に第3号まで組成されており、表1に示すように投資実績は業界屈指である。そして、三菱商事は、外資系の Ripplewood Holdings LLCが設立した日本向けファンド「RHJ Industrial Partners, L.P.」に2億ドルの出資を行い、日本へ進出する際に投資担当者を派遣するなど投資体制の確立を支援し、重要な役割を担った。他にも商社が外資系とファンドを組成する動きはあったが、商社はファンド運用会社の立ち上げを行う際の支援を行った。

そして、2002年から2003年にかけて設立されたのが、伊藤忠商事が設立母体として関与しているラフィアキャピタルとイデアキャピタル、丸紅と双日が設立母体として関与しているシナジー・キャピタルである。これらのファンド運用会社は、銀行と商社やコンサルティング会社の合弁により設立されており、銀行の金融アレンジ力と商社によるオペレーション支援の融合を武器としているところに特徴がある。

この他にも、種々の投資コンセプトを有したファンドが活動して

表1 商社が設立母体として関与している主要バイアウト・ファンド運用会社と投資案件

ファンド運用会社	設立母体	投資案件
エイ・ピー・エム	アドバンテッジパートナーズ 丸紅	BMBミニジューク（現BMB）、富士機工電子、ポリゴンピクチュアズ、アイクレオ、キスコソリューション、ひらまつ、アイコテクノロジー、アクタス、キーポート・ソリューションズ、国内信販、弥生、星電社、小倉興産、日本海水、ウイングアークテクノロジーズ、ダイエー、ポッカコーポレーション、カネボウ、日本コンラックス
ラフィアキャピタル	新生銀行、伊藤忠商事、磯田アソシエイツ	ロキテクノ、シンワ、アムリード
アイデアキャピタル	あおぞらインベストメント、アビームコンサルティング、伊藤忠商事、アイデアパートナーズ投資事業組合	エイチ・アイ・シー、ハリマシステムクリエイト、電算、ノス
シナジー・キャピタル	オリックス、双日、丸紅、UFJつばき証券、UFJ銀行、アビームコンサルティング、アタックス、中央ビジネスコンサルティング、山田ビジネスコンサルティング	ゴーセン、コージツ、タイホー工業、国際自動車、モリガング、主婦の友社
フリット・キャピタル	伊藤忠商事 アセット・インベスターズ	ビーアイジーグループ
住商オートインベストメント	住友商事	非公開
レゾンキャピタルパートナーズ	スターリングパートナーズ 伊藤忠商事	未定（2006年9月1日設立）

(注) 設立母体の一部は設立当時の社名を含む

(出所) 各種資料（一部ヒアリング調査を含む）に基づき筆者作成

いる。丸紅は、中国国際信託投資公司の子会社であるCITIC Capital Markets Holding Limited、新生銀行、住友信託銀行と共同で中国への業務展開を加速させる日本企業を支援する投資ファンドを2004年に設立している。住友商事は、100%子会社の住商オートインベストメントを設立し、日興アントファクトリーと共同で業種特化型のファンドを組成し、「自動車流通業界における複数の企業に対してハンズオン（経営支援）型の投資を行いながら、業界横断的な企業連合体を形成し、業界全体の活性化・合理化を目指す」という方針で投資活動を行っている。三菱商事は、大同生命保険と合弁でエー・アイ・キャピタルを設立し、ファンド・オブ・ファンズの運用や国内外の機関投資家に助言を行うゲートキーパー業務も手掛けている。現在は、三菱UFJ信託銀行もエー・アイ・キャピタルの株主となっており、ネットワークと経験を生かし、オルタナティブ投資分野におけるマーケット・リーダーとしての地位を確立している。

商社は、自己資金を用いてプリンシパル投資を行うこともあり、三菱商事が単独でプリンシパル投資を行っているほか、三井物産が2004年

にプリンシパル・ファイナンス会社の三井物産企業投資を設立し、自己資金100%のファンドを組成し、投資活動を行っている。

さらに、商社は特定の個別案件のために組成される特別目的ファンドへ出資することもあり、2006年8月には、すかいらーくのMBO（Management Buy-Out：経営陣による企業買収）の案件のために野村プリンシパル・ファイナンスにより設立された特別目的ファンド「NPF-Harmony投資事業有限責任組合」に三井物産がLPとして出資している。

2. バイアウト案件への共同出資

近年、バイアウト・ファンドと事業会社による共同投資案件が急増しているが、商社がバイアウト案件へ共同出資する事例も多い。このような事業会社としての商社による投資は、金融部門のプリンシパル投資案件の場合もあるが、営業部門（鉄鋼部門、食料部門、化学品部門等）の取引関係の強化を目的とした政策投資の場合も多い。商社は、バイアウト後の事業価値の向上をめざし、取引先の紹介、マーケティング・チャネルの拡大、海外市場への進出などのオペ

レーション支援をバイアウト・ファンドと共同で実施する。具体的な事例は、表2に示されるが、事業再生型の案件が多い。初期の案件では、収益力が飛躍的に向上し、新たな事業パートナーの傘下に入り、バイアウト・ファンドの投資の回収が完了している成功事例も存在する。例えば、靴の量販店のワンゾーン（旧 靴のマルトミ）はファーストリテイリングへ、出版を手掛けるアスキーの持株会社メディアリーヴスは角川ホールディングスへ、菓子製造の東ハトは山崎製パンへ売却されている。

2004年以降、バイアウト・ファンドが公開企業の私募増資を引き受けるPIPEs（Private Investment in Public Equities）と呼ばれる投資手法も普及している。このタイプの案件にも商社が共同出資を行うことがあり、食品スーパーのダイエーの案件では、丸紅リテールインベス

トメントが共同投資家となっている。2006年9月には、三井物産が旭テックの第三者割当増資をRHJ International SA/NV、中央三井キャピタルと共に引き受けることが公表されている。調達する資金は、米自動車部品メーカーのMetaldyne Corporationの買収資金に充当される予定であり、三井物産は旭テックの海外展開における資材調達、物流改善、完成車メーカー向け営業などの支援を行うこととなっている。

3. バイアウト・ファンドへの案件の供給

商社が「事業の選択と集中」を目的とし、子会社や事業部門をバイアウト・ファンドに売却することもある。売却される子会社や事業部門は不採算事業ではないため再生案件の要素は薄く、従来からの経営陣が留任するMBOの形態を取ることが多い。商社は、売却後も取引関係

表2 商社が共同投資家となった主要案件一覧

年	案件名	案件のタイプ	売手	エクイティ・プロバイダー	取引金額
2001	ワンゾーン	事業再生型 (民事再生)	—	Oaktree Capital Management, LLC エムシー・プライベートエクイティ・インベストメント	5億円
2002	メディアリーヴス	事業再生型 (再生資金調達)	—	ユニゾン・キャピタル 東京海上火災保険（現 東京海上日動火災保険） エムシー・プライベートエクイティ・インベストメント	142億円
2003	東ハト	事業再生型 (民事再生)	旧東ハト	ユニゾン・キャピタル バンダイ 丸紅	183億円
	日本海水	子会社・ 事業部門売却型	旭化成	アドバンテッジパートナーズ 旭化成 三井物産	N/A
2004	アドバンストマテリアルジャパン	子会社・ 事業部門売却型	蝶理	日商岩井アルコニックス（現 アルコニックス） みずほキャピタルパートナーズ 経営陣	N/A
	ミレニアムリテイリング	事業再生型 (私的整理)	—	野村プリンシパル・ファイナンス、 オンワード樫山、日本政策投資銀行、伊藤忠商事、西武鉄道、 クレディセゾン、みずほキャピタル、NTTデータ	698億円
	マイプリント	事業再生型 (私的整理)	—	ゴールドマン・サックス・グループ 日興アントファクトリー 住友商事	数十億円
2005	三井鉱山	産業再生機構による 支援の終結	産業再生機構	大和証券SMBCプリンシパル・インベストメント 新日本製鉄 住友商事	182億円
	ダイエー	事業再生型 (再生資金調達)	—	アドバンテッジパートナーズ 丸紅リテールインベストメント	620億円
2006	バーニーズジャパン	子会社・ 事業部門売却型	伊勢丹	住友商事 東京海上キャピタル	N/A

(注) 1. エムシー・プライベートエクイティ・インベストメントは三菱商事の100%子会社である

2. 三井鉱山とダイエーの案件は公開企業へのマイノリティ投資案件である

(出所) 日本バイアウト研究所

表3 商社の子会社・事業部門のバイアウト・ファンドへの売却案件

年	案件名	売手企業	バイアウト後の株主構成(公表分のみ)	取引金額
2001	トーカロ	日鐵商事	ジャフコ 経営陣、従業員持株会	67億円
	アルコニックス	日商岩井	みずほキャピタルパートナーズ 日商岩井 経営陣、従業員持株会	170億円
2002	ユアサエレクトロニクス	ユアサ商事	ジャフコ	11億1,500万円
	ヴォークス・トレーディング	ユアサ商事	MKSコンサルティング オリックス	70億円前後
2004	第一化成	日商岩井	日本みらいキャピタル	N/A
2005	ネクシオン	丸紅	住信インベストメント ニュー・フロンティア・パートナーズ 丸紅 経営陣、従業員	5億円
	ユニテックフーズ	双日	JBFパートナーズ 双日	10数億円
2006	サンポット	トーマン	日本みらいキャピタル 従業員持株会、金融機関、一般株主	21億円

(注) 1. 取引金額には、一部既存借入金の借り換え資金を含む
 2. サンポットの案件は公開企業へのマジョリティ投資案件である
 (出所) 日本バイアウト研究所

を継続するため一部保有株式を残す場合や、バイアウト後の新会社に再出資する場合も多い。トーカロやアルコニックスの案件のように株式公開を達成する事例も登場している。

4. バイアウト・ファンドの投資先企業の買収

ファンドが投資の回収を行うエグジット取引(exit deal)において、商社がバイアウト・ファンドの投資先企業を買収することもある。例えば、自動車関連事業の強化をめざす住友商事がユニゾン・キャピタルの投資先である自動車部品メーカーのキリウを2004年7月に傘下に入れた事例が該当する。この他にも、住友商事は、東京海上キャピタルの投資先で完成車輸送のゼロの株式の一部を株式公開に向けた資本政策の一

環として取得している。また、電気器具の総合卸売商社として事業を展開する田中商事は、日本プライベートエクイティとジェイボックスの共同運用ファンドの投資先で高周波同軸コネクタの製造を行う木村電気工業を2006年8月に子会社化している。

おわりに

以上、商社が日本のバイアウト・ファンドの立ち上げやバイアウト企業の経営改善において重要な役割を果たしていることについて述べてきた。多くの外資系ファンドが新規参入を果たす中で、バイアウト市場の創成期からの豊富な実績と事業会社のネットワークを生かした活躍が今後も期待される。

(参考文献)

・杉浦慶一(2005)「日本のバイアウト市場の新展開—本格的バイアウト時代の到来を迎えて—」『M&A Review』Vol.19、No.6、ポリグロットインターナショナル、pp.27~32



表4 商社が事業パートナーとなったエグジット案件一覧

エグジット年月	案件名	バイアウト・ファンド	エグジット方法(売却先)
2004年7月	キリウ	ユニゾン・キャピタル	M&Aによる株式売却(住友商事)
2006年8月	木村電気工業	日本プライベートエクイティ ジェイボックス	M&Aによる株式売却(田中商事)

(出所) 日本バイアウト研究所