

本邦中堅企業の持続的成長に向けた提言

～PEファンドによる長期投資ならびに人的資本への優遇策の観点から～

報告者

出口知史 フロンティアキャピタル マネージングディレクター

浜村伸二 IGPI パートナー

討論者

小野展克氏 名古屋外国語大学

2025年9月2日

第97回証券経済学会全国大会プログラム

報告者プロフィール



出口 知史 フロンティア・キャピタル マネジングディレクター

(株)コーポレートディレクション、(株)ダイヤモンド社(『DIAMONDハーバード・ビジネス・レビュー』編集部)、グラクソ・スミスクライン(株)、メットライフアリコ生命保険(株)、大日コーポレーション(株)の社長室・経営企画部門、および(株)産業再生機構ほか2社のPEファンドに勤務。

以降は7社のファンド投資先および上場企業買収先の業績不振または停滞企業での常勤経営者・代表取締役を歴任。事業会社の常勤経営者としては、のべ19期のうちコロナショックが直撃した期を除いた18期で利益改善を達成。

慢性的な営業赤字と債務超過に陥っていた老舗の健康器具メーカーにおいて1年で恒常的な黒字体質へと変革させ、その後3年にわたり連続で成長させた。同様に5年連続業績悪化中であった老舗の事務機器メーカーにおいても、9か月で大幅な利益改善を実現させた。また、長らく悪化を続けていた老舗の化粧品・健康食品ブランドにおいては、就任初年度で約20年ぶりの既存事業の売上・利益ともに改善を果たし、黒字化を達成した。ほか、ブームが終焉し悪化を辿ったベンチャー企業において事業・組織基盤を確立させた。

また、個人で事業承継や業績不振問題を抱えた赤字・債務超過の中小企業を4社救済買収し、全て黒字化のうえ第三者に売却。

東京大学工学部卒業、東京大学大学院工学研究科修了。



浜村 伸二 IGPI パートナー

アクセンチュアを経て、産業再生機構にて、製造業を中心に事業再生計画の策定から経営支援業務に従事。IGPI参画後は、製造業、情報通信業、サービス業、食品加工業、農林水産業、小売・卸売業、外食業、金融機関等の事業再生計画の策定～ハンズオンでの実行支援、M&Aアドバイザリー、投資業務等を数多く統括。加えて、政府系ファンド再編や事業性評価等の政府の取り組みも支援。JPiXIには立ち上げ段階から創業メンバーとして携わり、複数の投資案件を統括。

IGPI 共同経営者(パートナー) マネージングディレクター

日本共創プラットフォーム 執行役員

慶應義塾大学EMBA非常勤講師、元金融庁専門調査員

株式会社スワニー取締役、WAB株式会社取締役、浦島観光ホテル株式会社取締役、株式会社クア・アンド・ホテル取締役、トキワ工業株式会社取締役、株式会社クレ・ドゥ・レーブ取締役、株式会社Food Emotion取締役

問題意識

仮説と今後の検証に向けたヒント

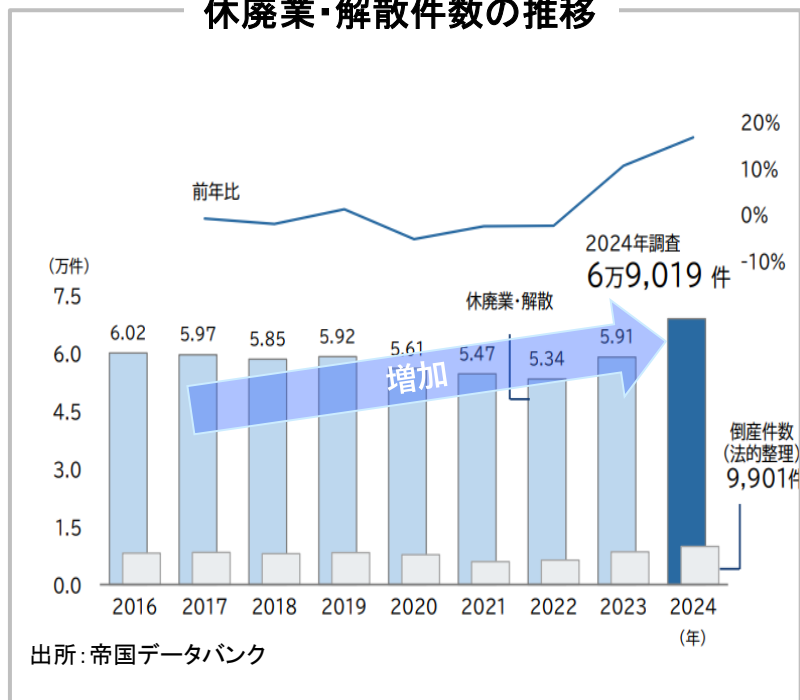
実例

制度面での課題・提言～サマリー

PEファンドの短期志向は、中堅企業の持続的成長に本当に資するのか？

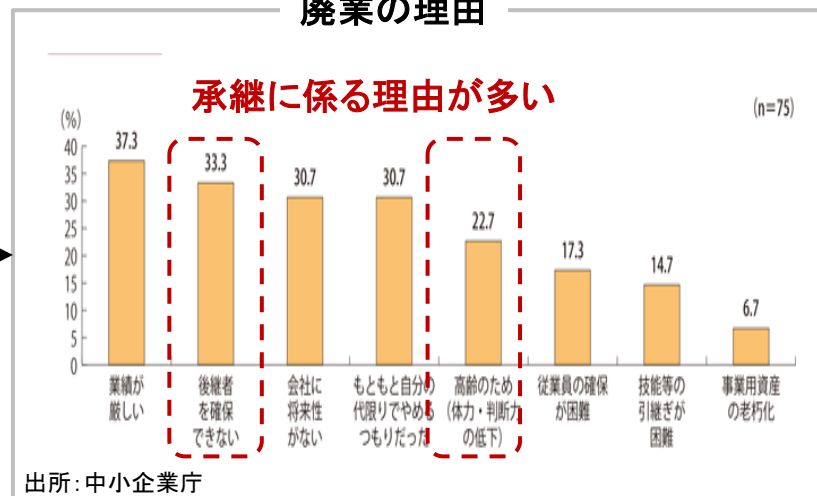
日本の中小企業の置かれている状況 - 廃業の増加と後継者問題 -

休廃業・解散件数の推移



その背景

廃業の理由



経営者の年齢

	集計年	2020	2021	2022	2023	2024	23年比(1年前)
代表者年代別	休廃業・解散件数時平均年齢	69.5歳	70.3歳	71.0歳	70.9歳	71.3歳	+0.4歳
	休廃業・解散ピーク年齢	72歳	72歳	75歳	74歳	75歳	+1歳
	30代未満	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	±0.0pt
	30代	1.2%	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	±0.0pt
	40代	5.3%	5.3%	4.6%	3.7%	4.1%	+0.4pt
	50代	11.5%	10.9%	10.3%	9.6%	11.1%	+1.5pt
	60代	24.9%	23.0%	21.7%	21.5%	20.6%	▲0.9pt
	70代	39.2%	39.9%	41.1%	42.6%	39.5%	▲3.1pt
	80代以上	17.8%	19.8%	21.3%	21.7%	23.7%	+2.0pt

出所: 帝国データバンク

高齢化が進捗

直近では、中小企業の廃業が増加傾向
→その背景には事業承継やオーナーの高齢化の問題があると推察

新陳代謝の遅れが業績の悪化に影響

社長年齢別 業績状況

業績	30代以下	40代	50代	60代	70代以上
増収	54.23%	49.40%	45.37%	43.16%	39.22%
減収	38.57%	43.88%	47.00%	48.87%	48.17%
売上横ばい	7.20%	6.73%	7.63%	7.96%	12.61%
増益	46.53%	45.79%	44.72%	43.89%	40.59%
減益	45.30%	46.71%	46.63%	47.07%	44.84%
利益横ばい	8.17%	7.50%	8.65%	9.04%	14.57%
黒字	78.22%	79.67%	78.80%	77.95%	76.11%
赤字	20.85%	19.61%	20.29%	21.03%	22.30%
前期黒字	80.97%	82.01%	81.24%	80.37%	78.56%
前期赤字	18.23%	17.36%	17.95%	18.70%	19.99%
連続黒字	67.83%	69.52%	68.92%	68.21%	66.63%
連続赤字	7.92%	7.29%	8.13%	9.04%	10.58%

東京商工リサーチ調べ

新陳代謝の遅れ＝社長の高齢化に伴い会社の業績が
低迷する傾向にある

事業承継に係る考え方

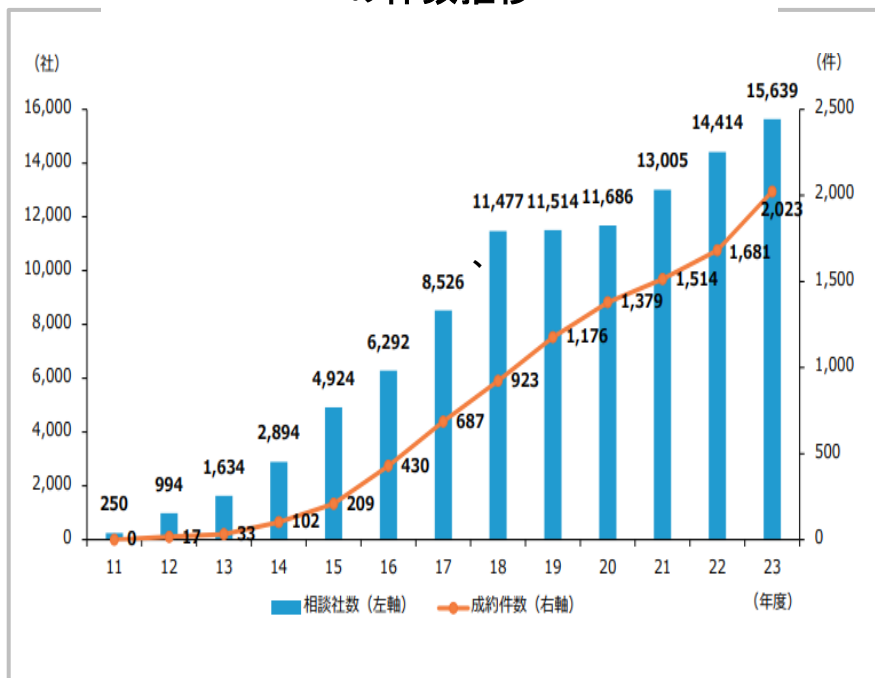
オーナーの高齢化に伴う承継ニーズ	選択肢	メリット	デメリット
	① 親族内承継	● 一族としての会社を守る ● 地元における見え方が良い	● 一族に適切な後継者・社長がいないと、会社が衰退→本人・一族にとっても不幸 ● 事業・組織の閉塞感 ● 相続税の問題/債務保証の問題
	② 社内承継	● 現状の業務・オペレーションの継続	● 株式取得のための資金 ● 債務保証 ● 事業・組織の閉塞感
	③ 第3者売却	● 創業者利益 ● 相続税・債務保証の問題から解放	● 地元・社員に対する見え方 ● その後経営に対する不安感（会社を分割されて転売等々）

筆者、経験からも通常は「親族内承継」を考えるが、実行の難しさから第3者売却を選択するケースが多い

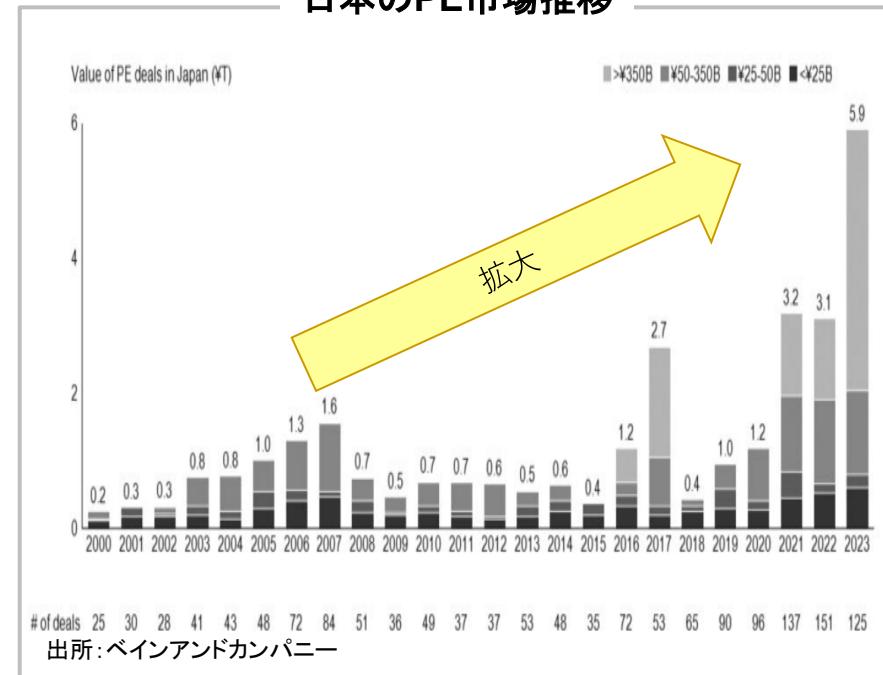
こうした環境下、PEファンドの存在感が増加

多くのオーナーは、独立性に拘り、事業会社への参加を嫌がるケースが多い。結果、PEファンドへの売却が増加

事業承継・引継ぎ支援センター(政府系)
の件数推移

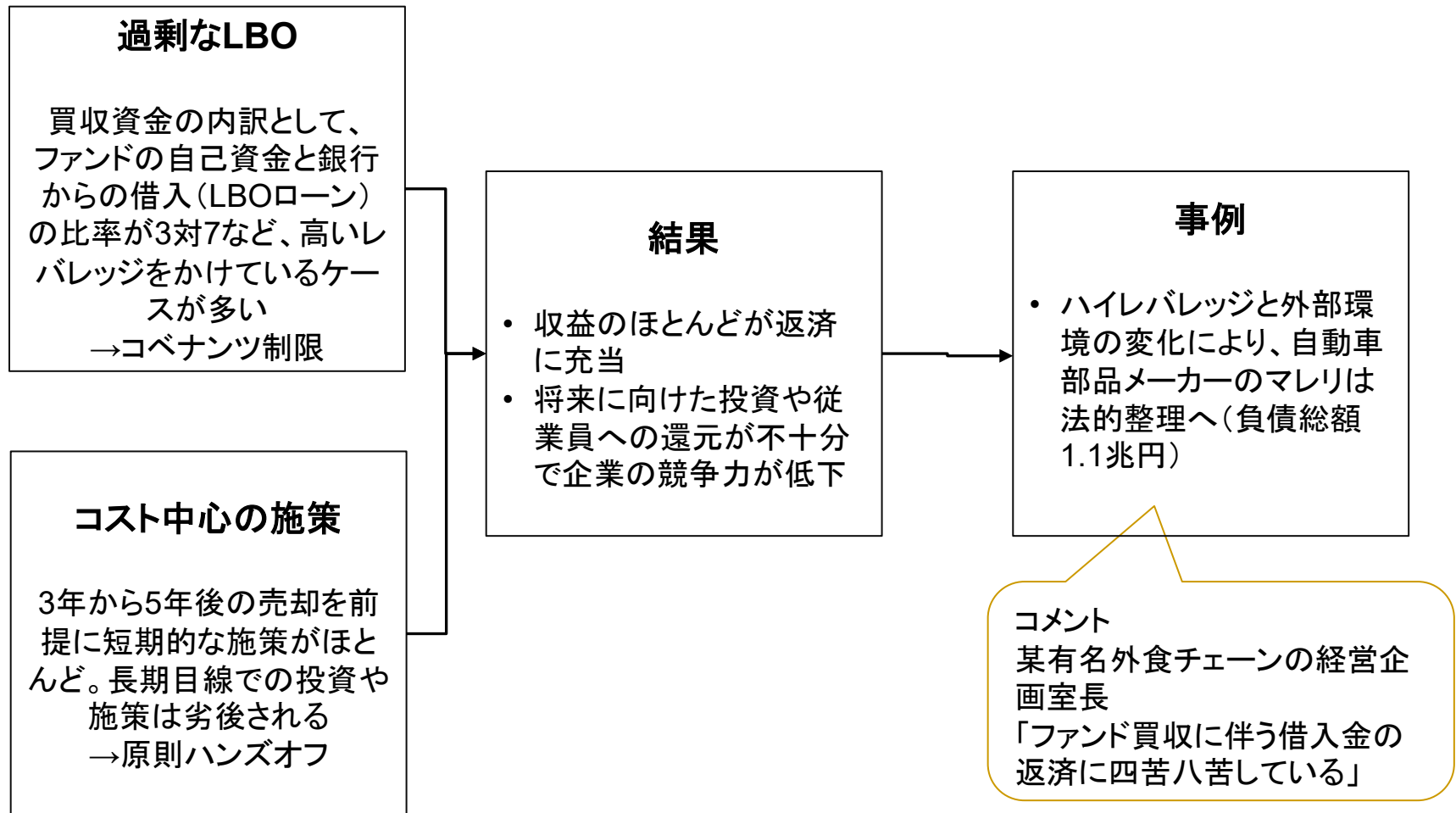


日本のPE市場推移



事業承継の問題に伴い、政府側も支援・支援機能を強化
その中で、PEファンドの存在感も増してる状況

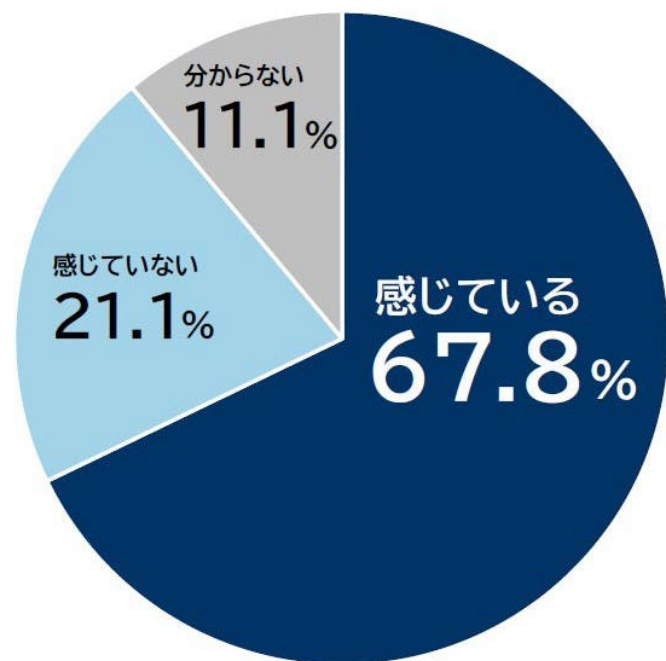
PEファンドに買収された後のネガティブな影響① - ファイナンス面 -



PEファンドに買収後、資本面での増強や事業承継は進むが
一方で「過剰なLBO」と「短期目線のコスト中心の施策」
で資金繰りや将来の成長に苦しんでいる企業は多いのではないか

PEファンドに買収された後のネガティブな影響② - 経営者の問題 -

リーダー人材の不足感について



出所: 帝国データバンク

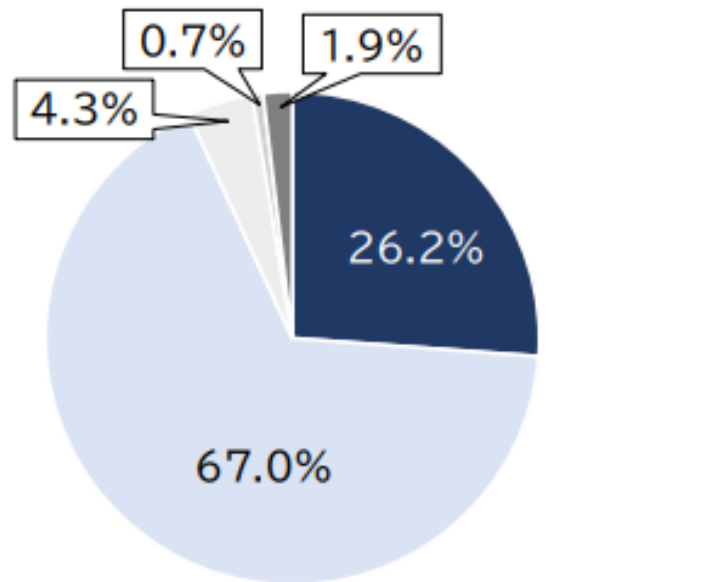
筆者の経験から

- 筆者の経験では経営者になる方とそれ以外の方では、求められる資質、素養が全く異なる
- 日本では昇進の延長線上でなる方が多くオペレーション能力は高いものの、経営者としての意思決定力やリスクテイク力、胆力が不足している印象
- 社長は専門職。どんな小さな会社でも社長を務め、PL、組織の最終意思決定をしてきた経験が不可欠
 - ✓ 私の経験では、大企業の部長クラスを、地方の中小企業の社長に送り込んでも殆どワークしない
 - ✓ また社長の能力により業績、組織のモチベーションは全く変わる
- PEファンドはハンズオフで支援が殆ど

事業承継の問題は株式だけでなく、経営者の問題も
非常に重要であると推察

銀行の存在感の低下 - Debtガバナンスの低下の傾向 -

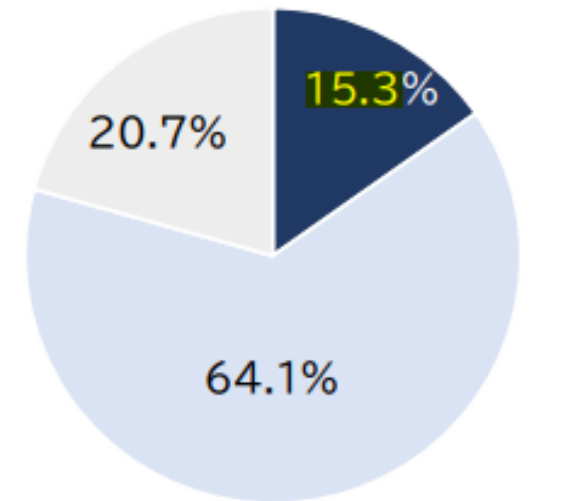
金融機関の当社経営課題に対する理解



- 十分に理解している
- ある程度は理解している
- あまり理解していない
- ほとんど理解していない
- わからない

出所: 金融庁

金融機関のサービスの適合度



- 完全に合致していた
- ある程度合致していた
- どちらかと言えば、合致していなかった

過去は、銀行が日本の中堅企業に対し、資金提供と経営ガバナンスの両面で深く関与し、企業の成長を支えていた。しかし現在では、銀行による関与や融資先への理解が低下し、それに伴いデットガバナンスも弱体化してきたのではないかと？

→エクイティガバナンス強化の必要性があると考えられる

問題意識

仮説と今後の検証に向けたヒント

実例

制度面での課題・提言～サマリー

問題意識の総括と仮説

問題意識

- PEファンドによるLBOの短期保有がもたらす弊害があるのではないか？
- 中堅企業の経営には人的資本(経営人材)が重要な一方で、現実は不足感があるのではないか？

仮説

- 長期保有による企業成長の促進と投資リターン最大化への有効なのではないか？
- 人的資本の投入は中堅企業の企業価値向上に有効なのではないか？

長期投資の有効性 - 短期と長期の比較 -

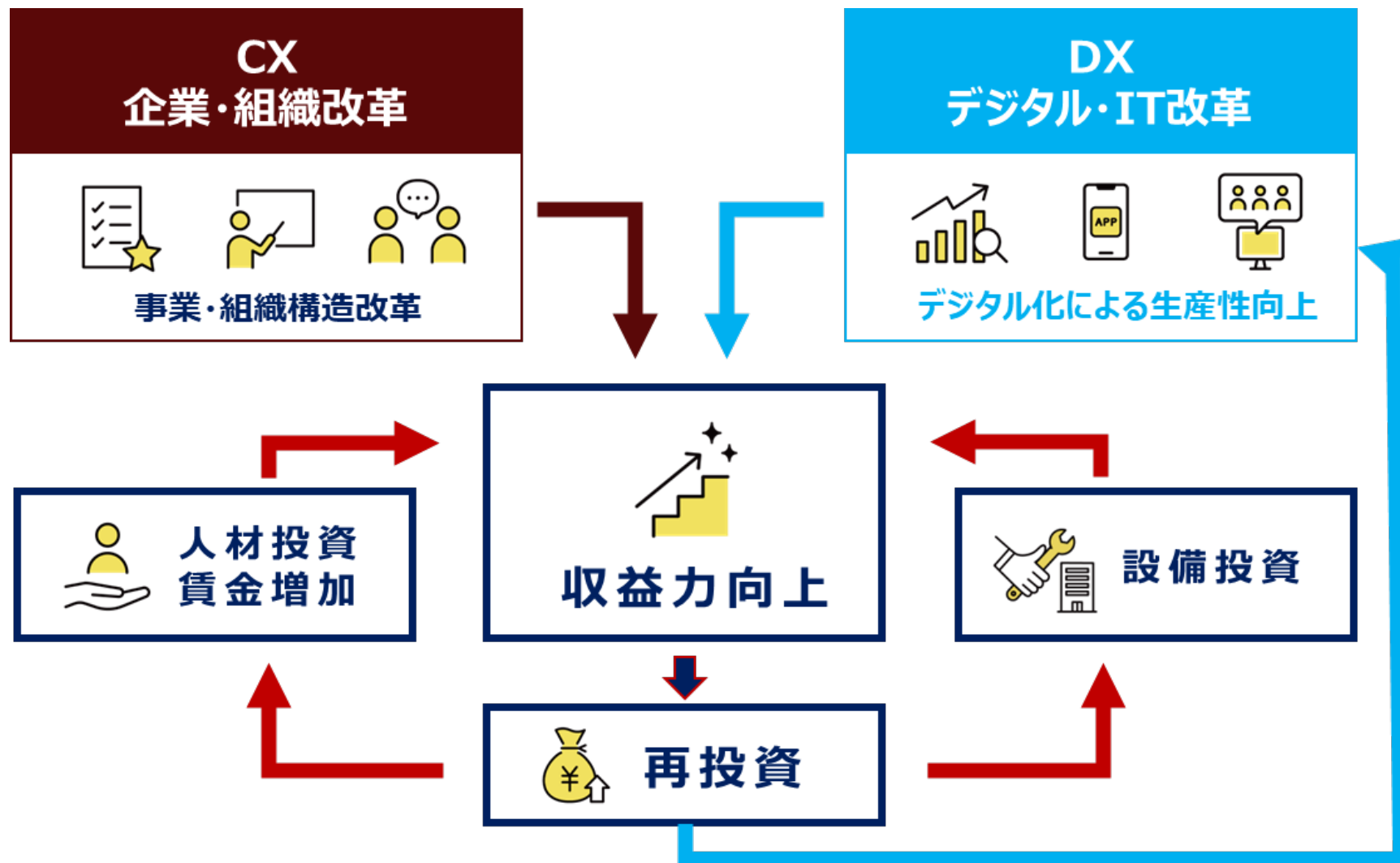
指標	一般的PE(全体平均)	KKR Core	バークシャーハサウエー
投資期間	数年程度	10～15年以上	永久保有
IRR	約10～15%	約28%	CAGR約20%
株主への還元	売却益	配当と売却益	内部留保→再投資(配当せず) →株価の上昇

出所:筆者作成(ヒアリング・文献・IR資料等より)

複利的発想

長期投資を通じた複利的な循環(収益を再投資し、さらなる収益向上を図る)により、IRRの向上が期待できるのではないかと、今後、この点に関してより多くの事例を元に検証する

目指したい姿



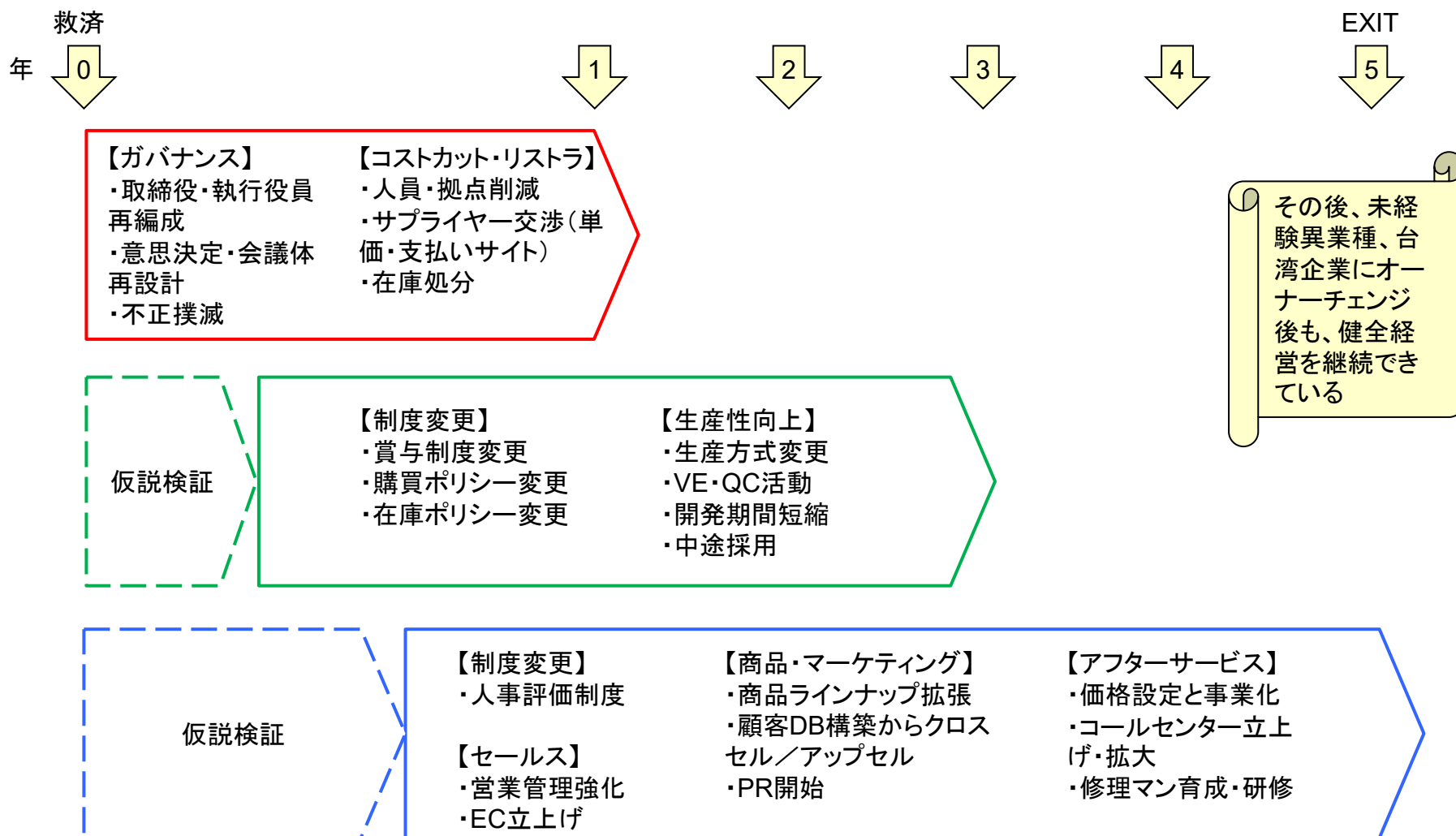
問題意識

仮説と今後の検証に向けたヒント

実例

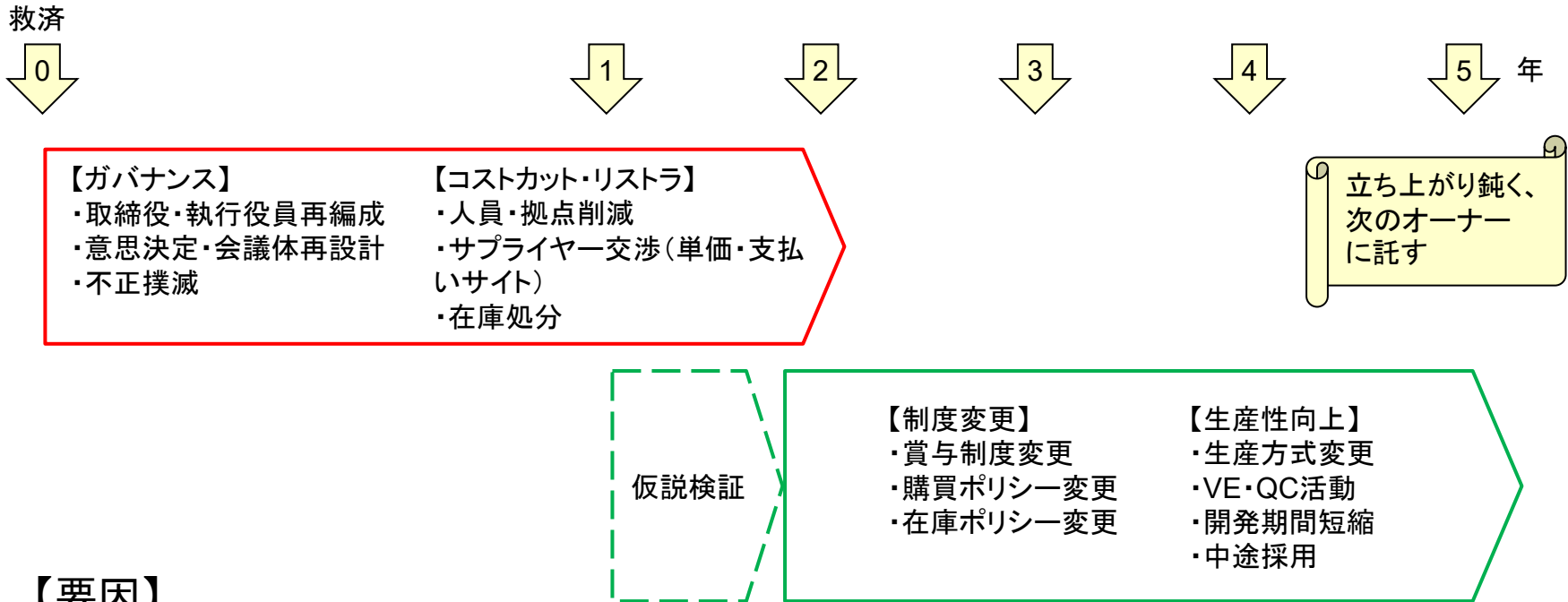
制度面での課題・提言～サマリー

事例① 実質破綻した中規模健康器具メーカー(売上220→180億、赤字20→黒字12億)の再建・成長ステップ事例



- 「再建させた先」のあるべき姿を念頭に、day1から中長期的施策に着手
 - 生え抜きスタッフが嫌がることほど、息の長い取り組みほど、落下傘経営者が直接的に指示・管理

事例① 中規模健康器具メーカー再建・成長でのありがちな例



【要因】

- 落下傘人材が、ステップ取りがわからない。
 - 問題の構造を紐解けない
 - エリートは「インフラが整っていない」ことがピンとこないから手の打ちようがない
- 資金手当の不安。
 - 自分たちの利益から捻出できない
- 落下傘人材が、面倒がるプロパー人材との衝突を恐れ回避を優先。
 - 当事者と話せば30分で終わる問題を2か月かけて制度変更で対処する
- 飛び道具を選びたがる。
 - 地道な営業の積み重ねよりも提携・コネクション

事例② 地域ホテルの成長



ホテル浦島全景（半島全体）

会社概要

会社名 浦島観光ホテル株式会社（和歌山県東牟婁郡）

設立 1956年（創業69年）

事業内容 紀伊勝浦・熊野本宮地区で4ホテルの運営

従業員数 約230名（2024年9月期現在）

世界遺産・熊野古道



熊野本宮温泉郷

勝浦温泉



世界遺産・那智の滝



奥熊野 川湯温泉
山本館
川湯みどりや

(90室)



奥熊野 川湯温泉
山本館
川湯まつや

(78室)



ホテル浦島

Hotel Urashima Resort & Spa

(391室)



万清楼

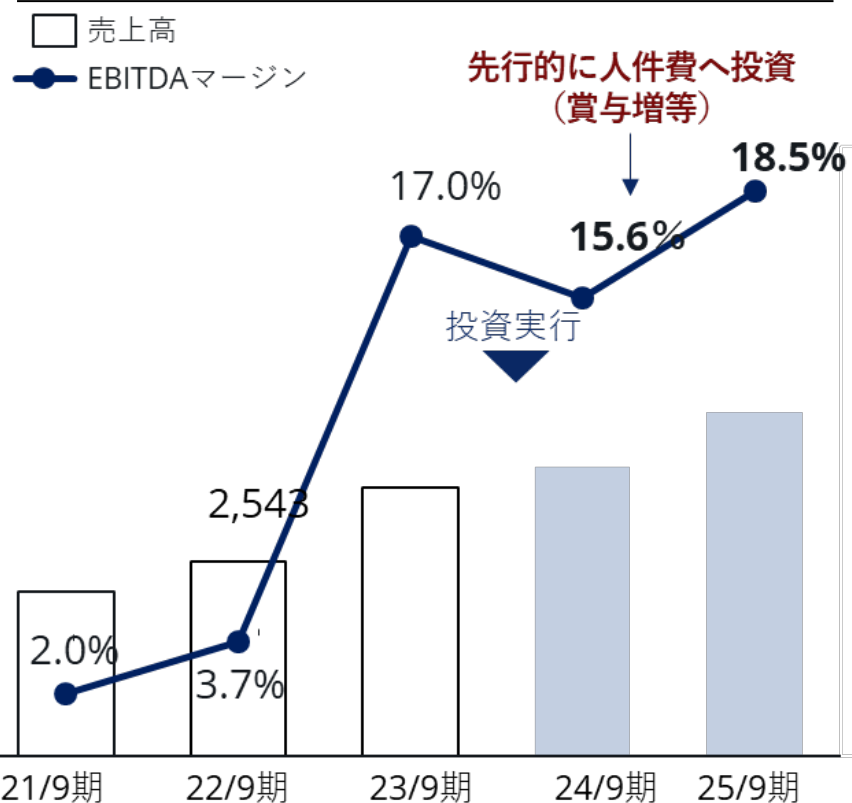
(30室)

和歌山県最大の独立系観光ホテル（総客室500室以上）

- ・ 勝浦地区における宿泊需要年間36万人⁽¹⁾の50%以上
- ・ 熊野本宮地区における宿泊需要年間10万人⁽¹⁾の宿泊需要の50%以上

事例② 地域ホテルの成長

浦島の収益の状況



出所: 筆者作成

「浦島観光ホテル」が2024年10月1日から賃上げ。従業員の給与ベースを平均7%アップ

今夏に実施したボーナス支給額の引上げに続き、平均7%の給与ベースアップを新年度から実施。

浦島観光ホテル株式会社 2024年10月8日 11時00分



浦島観光ホテル株式会社（本社：和歌山県、代表取締役社長：松下哲也、以下、浦島観光ホテル）は、2024年10月1日付で従業員の給与ベースアップを実施いたしました。ベースアップは、正社員、契約社員、パートタイマーも対象に基本給の平均7%の引き上げとなります。

新経営体制のもと、生産性・収益性改善～給与への還元
(EBITDAは1.5倍程度増加→従業員の給与・賞与は10%超増加)

事例② 地域ホテルの成長 - 取り組み事例 -

現在 地元の食材を活かし顧客満足度を向上

以前



事例② 地域ホテルの成長 浦島観光ホテル－将来へ向けての実行中の投資



大規模設備投資

経済産業省/成長投資補助金に採択、当初より大規模な投資が可能に

- 投資額約46億円実行
 - 2年間合計
 - 年間対売上比58%
- 老朽化修繕の対応のみではなく、高付加価値化のための投資が可能に

ソフト面における投資

大規模改修後、稼働UP時にも**現在の人数体制**で対応できる**オペレーション体制**へ

- 和室ベッド導入により布団敷廃止
 - 高齢化・人手不足対応
- フロントDXに向けた基幹システム刷新・CRM強化
 - 高度なマーケティングが可能に
- 清掃自動化ロボの導入

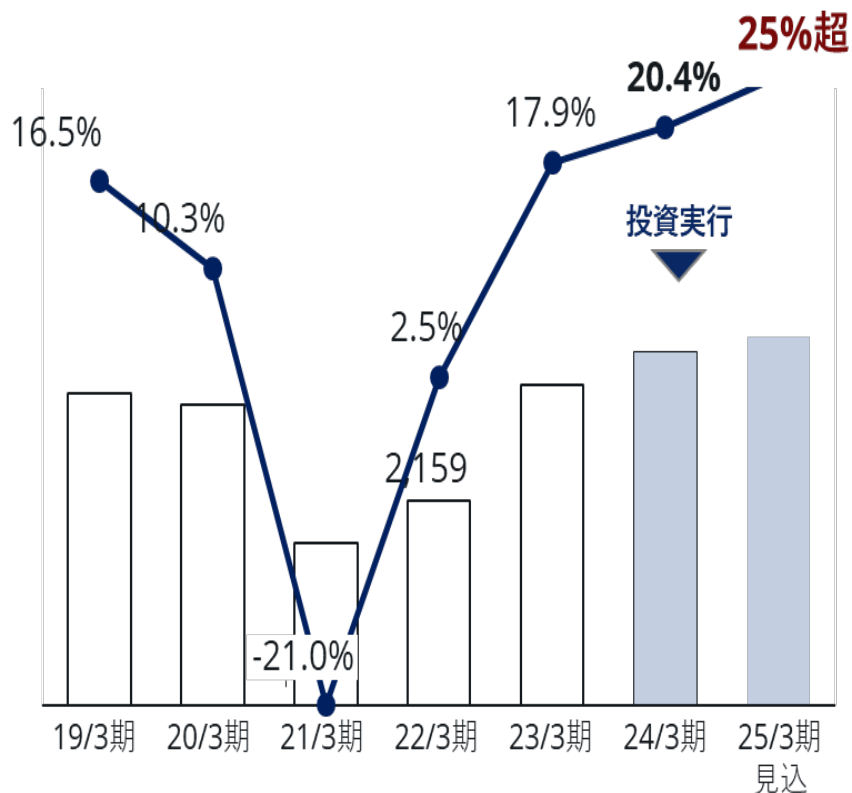
人材への投資

現従業員の**リテンション向上**・**採用力向上**・**成長機会の提供**

- 年間公休の増加
(従来年間96日→108日へ)
- 賃上げの継続
大規模投資完了後、3年間で18%予定
- 施設の高付加価値化に伴うサービスの高付加価値化の教育

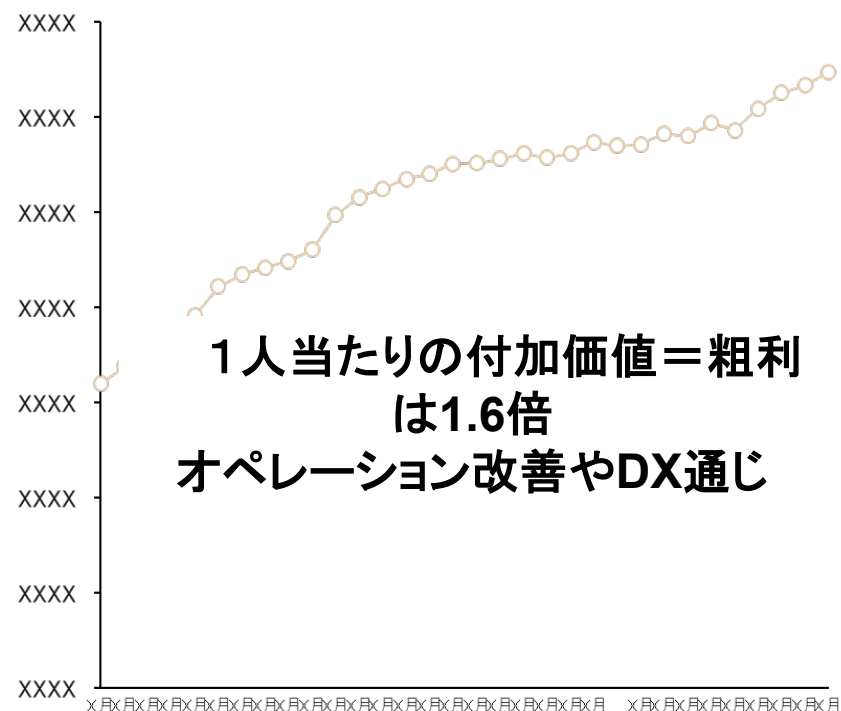
事例③ 新経営体制の効果

某サービス業の業績推移



出所: 筆者作成

某サービス業の 付加価値労働生産性推移



経営者の能力如何により業績・生産性は2 - 3年でも
1.5倍～2倍程度異なる

問題意識

仮説と今後の検証に向けたヒント

実例

制度面での課題・提言～サマリー

プレイヤー・制度の状況

現在の日本のプレイヤーの状況

- 現在、日本で中堅企業への長期投資を継続的に担うプレイヤーはごく限られている。代表例として日本政策投資銀行や政府系ファンドが比較的長く株式を保有する傾向はあるが、それでも期限は存在
- 一方、米国ではバークシャー・ハサウェイやKKRのPermanent Capital型子会社のように、半永久的に企業を保有する投資ビークルが確立されている

制度面での違い

カテゴリ	項目	日本	米国（代表例）
投資目的・行動	売買スタイル	短期売買・高配当株狙い・元本保全	資産の長期成長・複利効果最大化
	評価期間	四半期・年度単位での成績評価が強い	5年・10年単位で評価する投資家も多い
投資文化・マインド	成功事例	短期売買や大型配当企業に注目	バークシャーハサウェイ、アマゾン、アップルなどの長期成長企業
制度環境	長期保有税制	優遇なし	1年以上保有でキャピタルゲイン税率軽減（0/15/20%）

長期保有の成功事例共有とインセンティブ設計が肝要ではないか？

政府の取組 - 長期投資・設備投資 -

新しい資本主義（岸田総理以降立ち上げ） 実現会議のポイント

新産業創出や地方活性化
などで分配の原資を稼ぐ

生産性を上げ

カーボンニュートラルや
デジタルなど成長分野へ
の投資拡大

成長投資

全ての働く人が入れる
「勤労者皆保険」の実現などにより全世代型社会保
障を構築

フリーランスや非正規の
待遇改善

人材投資

分厚い中間層を構築し、
旺盛な消費を次の成長に
つなげる

11月上旬にも緊急提言案
を取りまとめ、来年6月ごろ
までに報告書を作成する

出所：政府資料・経済産業省



最新の設備を導入して
もっと生産性をあげたい

拠点を増やして
事業を試大させたい

賃上げをして従業員の
モチベーションを高めたい

中堅・中小 成長投資補助金

1次公募
受付中
令和5年
4月30日まで

中堅・中小企業の賃上げに向けた省力化等の
大規模成長投資補助金

地域の雇用を支える **中堅・中小企業** が、足元の人手不足等の課題に対応し、
成長していくことを目指して行う **大規模投資を促進** することで、
地方における **持続的な賃上げを実現** することを目的としています。

投資
規模 **10億円** 以上が対象

補助
上限 **50億円** (補助率1/3以内)



補助金で拠点設立や大規模投資を実施

事業拡大・生産性向上

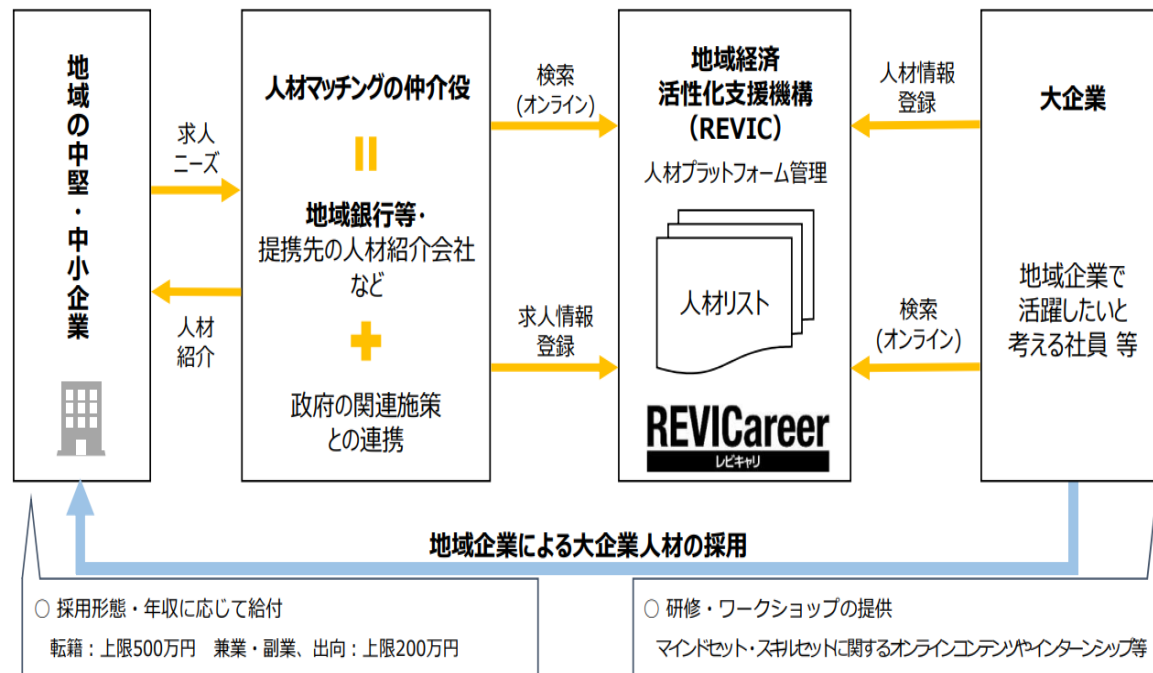
持続的な賃上げ[※]により従業員へ還元、
優秀な人材の確保も可能に

※最低賃金の年平均上昇率を上回る
賃上げ(全国平均+3%/年)

政府でも「生産性・収益性を改善 → 将来に向けた投資・賃金アップ → さらなる好循環」という取り組みや、それに付随する補助金制度が立ち上がっている

REVIC(政府系組織)の取組

□ 地域企業経営人材マッチング促進事業(スキーム)



※「大企業」とは、資本金10億円以上又は常時使用する従業員の数が2,000人を超える法人をいいます。

- 近年、大企業を離れ、地域の中堅企業のマネジメントを目指す人材が増加
- 今後は、大企業においても「子会社社長経験者が本体の社長に就任する」という人事慣行を制度化・通例化することを検討すべき
- 一部の企業では、若手幹部を子会社社長に抜擢し、その経験を本社経営に活かす事例が増加
- しかし依然として、子会社トップ職を本体のシニア層の最終ポストとする慣行も多く、結果として若手がマネジメント経験を積む機会を奪っているのが現状

サマリー

現状の課題

中堅・中小企業では、業績や事業承継、経営者の高齢化といった背景から、事業承継ニーズが高まっている。こうした中で、PEファンドの存在感は強まりつつあるが、依然として「短期型・LBO・ハンズオフ」モデルによる弊害も顕在化している。

✓ デットエクイティレシオ 2倍～2.5倍 例：

仮説と検証

長期保有と人的資本投入は、企業価値向上において有効である。一般的なPEファンドとバークシャー・ハサウェイなどの長期保有モデルを比較すると、IRRの面でも複利効果により差が生じる。また、人的資本を積極的に投入することによる効果は、実例からも明らかである。

- ✓ IRR 一般的なPEファンド 10～15% 長期型の投資会社 20%超
- ✓ 良い経営者への新陳代謝により 2年程度でEBITDA及び労働生産性1.5倍
加えて従業員の給与も10%超上昇

課題と提言

- ①長期資本のインセンティブ整備とロールモデルの確立
- ②人的資本投資の制度化
- ③地域企業での若手登用促進

→筆者としても今後実際の案件を通じて実証分析していきたい