

〔Webマール〕（2024/09/20）

PEファンド、アイ・シグマ・キャピタルの投資手法

——ツバキスタイルグループに投資後、JV形式でのリサイクル事業に成功

中村 大介(アイ・シグマ・キャピタル ファンド・事業投資グループ エグゼクティブ・ヴァイス・プレジデント)



丸紅グループの投資ファンドであるアイ・シグマ・キャピタルは2021年4月に化粧品容器製造会社ツバキスタイルグループへの投資を実行した。投資実行後、化粧品容器のリサイクル事業を開始し、投資先の売上は約3割増加しているという。アイ・シグマはどのような経営支援を実行しているのか。

「環境に配慮した容器」の潜在力に着目

—— アイ・シグマ・キャピタルが2021年4月にツバキスタイルグループに投資を行いました。どのような投資経緯だったのですか。

「2018年から2019年頃、大きなマクロトレンドとして、現在使われているペットボトル容器は環境問題の影響で減

少していくと考えていました。特に海外では環境問題への意識が非常に高く、日本のPET市場の成長見通しに対しても否定的な印象を持っていました。

しかし、2019年頃から丸紅のプラスチック事業の担当者たちと話をしているうちに、売上が100億円に満たない企業でも環境に配慮した容器を積極的に採用している会社が多いことに気づき、注目するようになりました。容器には化粧品や飲料用など様々な種類がありますが、特に環境に配慮している企業に興味を持ち、銀行や仲介会社を通じて情報を集めました。その結果、約40社の環境配慮型容器製造会社をリストアップし、1社1社アプローチを試みました。

その中で、7社ほどと直接会って話をする機会があり、『PET容器は環境問題と相反するため、従来通りのビジネスは続けられない』という考えが次第に確信に変わっていきました。PET容器は非常に便利で、薬品の収納にも適していますし、コストもさほど高くありませんが、環境への負荷が問題です。この課題にどのように取り組むか、非常に大きなビジネスチャンスがあると感じました。

さらに、2022年4月には『プラスチック資源循環促進法』が施行されることも分かっており、その流れに乗ってビジネスの機運が高まるのではないかと考え、何社かと継続的に協議を続けていました。その中で出会ったのが、ツバキスタイルという会社でした」

—— その後、どのようにして投資に至ったのですか。

「ツバキスタイルはペットボトルではなく、化粧品やトイレタリー用品の容器を手掛ける販売会社です。その子会社である椿化工が実際に容器の製造を行っています。

2020年、オーナー社長といろいろな話をする中で、『自分が経営を続けるかどうかは別として、今は大きな時代の転換点にいるのではないか』という議論が始まりました。その後、我々のビジョンを説明し、『参画すればこんなことができる』といった提案を約1年間にわたって継続的に行いました。その結果、2021年4月にツバキスタイルの買収に至ったという経緯です」

—— 入札ではなく、相対での取引だったのでしょうか。

「取引はほとんど相対で進め、早い段階で一次の意向表明書を提出しました。売主側から『提示された価格が適正かどうか確認したい』という要望があったため、オーナー社長が個人で取引をしている銀行などに価格についてヒアリングがなされました。

さらに、1年間にわたり、社長の悩みや我々の考えを共有する時間を設けました。社長の悩みというのは、20億円ほどの売上だった会社が40億円に成長し、一族経営の限界が見えてきたこと、そして社長自身が容器の製造をほぼやり尽くしたと感じていたことです。社長は株式を譲渡した資金で、化粧品のブランドオーナーになりたいという

夢も持っていました。ツバキスタイルグループから離れたいという意向があった中で交渉が進み、最終的には、買い叩くような意図はないことを理解してもらい、合意に至りました」

—— 買収先となぜ1年間も協議を重ねたのですか。

「かなり長期だったと思います。しかし、この案件については、どのような形がベストかを見極めることが重要だったのと、相手とビジョンを一致させて進めたいという思いがあったので、急ぐ必要はありませんでした。前のオーナーもすぐに会社を売る必要はなかったのです」

組織化を進め、リサイクル事業を開始

—— 投資後の取り組みのポイントを教えてください。

「まず1点目は、事業承継型の投資案件でよく見られる課題ですが、ツバキスタイルは『すべての情報がオーナー社長の頭の中にしかない』という状況でした。組織化が課題であり、社長の頭の中にあるビジョンや KPI を具体的に分解し、可視化することが必要でした。『次に何をすべきか』『現在の会社の状況はどうか』『今後取り組むべき課題は何か』などを明確にし、組織として動けるようにすることが非常に大変でした。

2点目は、買収を進める際、『化粧品容器のリサイクル事業を展開するのは面白いのではないか』という話が持ち上がっていました。しかし、調査しても、その実現可能性は確かではありませんでした。日本にはペットボトルのリサイクル事業はいくつかありますが、化粧品容器のリサイクル事業は存在しません。マーケティングの中で、リサイクル事業には大きなビジネスチャンスがあると考えていましたが、買収時点では本当に実現可能かどうかは不透明でした。

そのため、買収の際には、①リサイクル事業を進める場合、②進めない場合の2つのシナリオを作成し、それをもとに銀行や投資委員会に説明し、両方のケースの承認を得て投資に至りました。リサイクル事業には大きな投資が必要になりますが、それが成功するかどうか投資の成否を決定づけるものではなく、『どちらの場合でも投資として収益性が確保できる』という基準で投資を実行しました。リサイクル事業の検討が買収後の最初の1年の主要テーマとなりました」

—— その後、リサイクル事業を始めるに当たってどんな要因・背景があったのですか。

「まず、九州工場の近くに良い土地が見つかったことが大きな要因です。次に、リサイクルの需要が実際にあるかどうかを綿密にマーケティングし、丸紅に相談したり、取引先にヒアリングを行った結果、環境問題への関心が非常に高いことが分かったことです。

上場企業では通常、営業利益やROAの達成がKPIとして重視されていますが、現在は同じくらいCO2削減への

取り組みが求められており、多くの企業が対応に苦慮しています。特に化粧品容器を製造する会社は、リサイクルはおろか、製造工程で発生するロスをすべて廃棄物として処理している状況です。この問題を何とかしたいという強いニーズがあり、『これは事業性がある』と判断して、リサイクル事業に乗り出すことを決めました」

ジョイントベンチャー形式で設立

—— アイ・シグマ・キャピタルならではの取り組みはありますか。

「大きなポイントが2つあります。1つ目は、PEファンドの強みを活かし、ジョイントベンチャー形式で新事業のリサイクル事業『ビューティクル』を展開している点です。売上が40～50億円規模の会社が、リサイクル事業を単独で行うのは負担が大きく、販売力も十分ではありません。

このジョイントベンチャーのパートナーは、業界で非常に有名な容器商社のグラセルです。グラセルの創業者、谷村敏昭会長は業界の重鎮で、今回のジョイントベンチャーでも代表取締役会長としてビューティクルを率いています。

中堅企業は何でも自社で完結させようとする傾向がありますが、ファンドとして、事業の将来性と最も合理的な方法を考え、グラセルとタッグを組んで『二頭体制』でビューティクルを立ち上げました。樺化工が3分の2の株式を持ち、残りの3分の1をグラセルが保有しています。販売はグラセル、その他の点はツバキスタイルグループというように、お互いが得意な分野を活かしながら、不足しているピースをグラセルに補ってもらう形で一緒に事業を進めていく。このような取り組みは、通常の事業会社ではなかなか難しいのです。

自分たちの得意分野と不足している部分は冷静に分析しました。私たちは内部の人間であると同時に、外部の視点を持っているため、事業に対する客観的な分析ができたのだと思います」

—— 2つ目の取り組みは何ですか。

「外部から杉山大祐氏というプロの経営者を迎え入れました。杉山氏は製造業での経験があり、ユニチャームやアディダスでも長年活躍してきました。ビューティクルを立ち上げる際に最も重要なのは、組織化とマーケティングの力です。ビューティクルのマーケティングに注力しながら、組織の整備も進めています」

—— 投資実行後の EBITDA や売上の増加率はどのようになっていますか。

「投資直後、売上は40億円台でした。リサイクル事業が量産体制に入ったのはごく最近です。しかし、グループ全体の売上は約60億円まで成長しています。利益率は大きく変わっておらず、EBITDAマージン率は約20%です」

—— 投資を実行して3年経った現在の重点取り組み事項は何ですか。

「組織の強化と、2023年5月に本格的に始まったビューティクル事業の安定化です。現在はまだリサイクルの実証実験が多く行われており、今年中にはしっかりと独立した事業として確立させたいと考えています。新しい事業なので、課題が次々と発生していますが、それを一つ一つ解決していっています。

今の計画では、2025年12月期、つまり来年の12月までに会社としての正しい姿に近づくタイミングだと考えています。現在の取り組みは、実証実験を確実に行之い、リサイクルの実現可能性を顧客に証明し、必要なインフラを整備することです。3つの工場が本格的に稼働する予定ですので、これをしっかりとKPIで管理していきます」

ESGにコミットする会社には好機

—— この投資案件はESG投資としての意味合いが強いのでしょうか。

「メインコンセプトは、『人をきれいにする化粧品が、地球を汚してもいいのか』という問いかけです。ペットボトルの容器はシンプルな作りでリサイクルも容易ですが、化粧品の容器はそう簡単にはいきません。化粧品の容器は見た目が重要で、刻印があったり、剥がれないシールが使われていたり、さまざまな色がついています。これらの容器をリサイクルするには技術的な課題が多いのです。

2022年4月にプラスチック資源循環促進法が施行され、レジ袋の有料化もCO2排出削減の意識改革を日本に広める一助となりました。欧州と比べて遅れていた日本の環境問題への意識も変わってきています。企業の持続性を考える上で、ESGに取り組むことは避けられませんが、むしろそれにコミットする企業は成長が期待できます。『化粧品の容器は色がついているからリサイクルは無理だ』という従来の考えを排し、実際にリサイクルを行い、『できる』と証明しようとしています。

具体的な協業先としては、新日本製薬、アートネイチャー、シャボン玉石けん、さらには東急ホテルグループなどと協力しています。たとえば、シャボン玉石けんでは病院向けの使い終わった容器を全て廃棄していましたが、それを回収してリサイクルしています。トップ企業とタッグを組み、業界に新しい風を吹き込んでいます」

—— 協業企業の増加は見込めますか。

「増えると考えています。業界全体には『ジャパン・サーキュラー・エコノミー・パートナーシップ(J-CEP)』という団体があり、花王、サントリー、ポーラ・オルビスホールディングス、TOPPAN、三井住友信託銀行、アマタホールディングスなどが主要メンバーです。この団体に参加する企業と個別に、継続的に協議しています。

工場の稼働率が30%から40%程度に安定すれば、我々ファンドが手を引いてもビューティクル事業は問題なく運営できるようになるので、その段階で次のプレイヤーにバトンを渡すことを考えています」

—— エグジットの方針について教えてください。

「投資を始めた時点から考えていることは変わっていません。まずは、ツバキスタイルグループがしっかりとした組織を持ち、経営が可視化され、PDCAサイクルが回るような会社にするのが1つです。リサイクル事業の将来性が非常に高いので、ビューティフル事業やリサイクル事業を安定稼働させることが使命だと考えています。

今はまだファンドがかなりマイクロマネージしている状況ですが、いなくてもビジネスが自立して運営できる状態になった時が、エグジットのタイミングだと考えています。今後もリサイクル事業を伸ばしていけるような事業会社に株式を譲渡したいと考えています。その旨は経営陣にも伝えていきます」

過去のキャッシュフローを分析し、サステナブルな事業に投資

—— アイ・シグマの現在のファンド規模や運営方針はどうなっていますか。

「現在運用している4号ファンドは約500億円の規模です。3号ファンドは300億円超でした。投資方針は、過去のキャッシュフローを分析しながら、サステナブルな事業に投資することが基本です。ツバキスタイルグループへの投資や、過去には自動車部品メーカーの飯野製作所にも投資してきましたが、共通するのは、既存の事業の延長線上で成長するマーケットに進出しようとする姿勢です。

ツバキスタイルグループの場合、単に容器事業だけに依存しては需要が減少する懸念がありましたが、ESG分野は大きな成長が期待できると考えました。同様に、飯野製作所も当初は国内の自動車部品メーカーで、日本の人口減少や新車販売台数の減少が予見される中、ホンダ1社との取引に依存していましたが、メキシコと中国に工場を設立し、トヨタやマツダと直接取引を実現してグローバル化を進めました。

いずれも、成長が見込まれるマーケットにコミットし、そこに注力することが共通しています」

—— 投資先は事業承継案件が多いのでしょうか。

「最近是比较的規模の大きい企業の カーブアウト（事業の分社化）案件が増えています。以前は事業承継案件が7割から8割でした。現在は事業承継が約6から7割で、残りはカーブアウト、非上場化 案件等です」

—— 丸紅とどう連携していますか。

「特に海外展開において丸紅の拠点が役立っています。例えば、アイ・シグマの投資先である釣具メーカーのジャッカルでは、中国の外注先をコントロールするために現地法人を設立する必要がありましたが、コロナ禍で渡航が難しい状況でした。そこで、丸紅の中国現地法人のオフィスの一部借りて現地法人を設立しました。これは商社系ファンドならではの強みだと思います。

ただし、他の商社との取引を全て丸紅に切り替えなければならないのではと懸念する企業も多く、その点をきちんと説明しています。500億円のファンド資金の多くは外部の投資家からのものであり、投資家の利益の最大化がアイ・シグマの使命なので、親会社の丸紅に利益誘導するようなことはなく、最も利益が出る取引先を選んでいきます。ツバキスタイルグループの場合、材料の調達は今後も豊田通商が行っています。このように丸紅に利益誘導するという発想はなく、協力できるところで丸紅と一緒に取り組むというスタンスです」

(聞き手 レコフデータ 武下 毅)

■中村 大介(なかむら・だいすけ)

三井住友銀行、リサ・パートナーズを経て2011年9月より現職。三井住友銀行では、投資銀行営業部、同部金融ソリューション室、コーポレート・アドバイザリー本部にてM&A、ストラクチャード・ファイナンス、シンジケーション等投資銀行業務に従事。リサ・パートナーズでは、2011年2月までソリューション部長(エグゼキューション責任者)、2011年2月からソリューション営業部長(ソーシング責任者)としてPEファンドの運営を中心にバイアウト案件並びに再生案件を手掛ける。現職では、これまでに株式会社新総企/株式会社マオス、株式会社飯野製作所、株式会社日東コーン・アルム、ミニター株式会社の経営支援等を行い、現在は株式会社ツバキスタイル、株式会社ジャッカルの経営支援等を担当。



copyright © RECOFDATA Corporation All Rights Reserved.