



いわかぜキャピタル株式会社・代表取締役社長・植田兼司氏・執筆コラム

不透明な金融情勢下での Private Equity Fund の戦略と実務

その 4. PE ファンドによる Post Deal management と Exit

○はじめに

最終回は、PE ファンドが Post Deal (Acquisition) Management を通じていかに企業価値を上げていくか、その奮闘のプロセスと幾分かノウハウを記すこととする。買収後、実際に経営に参画し、Hands On で企業価値を上げる Post Deal Managementこそが、通常の Asset Management との大きな違いである。筆者の「いわかぜキャピタル」では、New Deal に費やす時間が 50%、Post Deal Management に費やす時間が 50%と、相当の Weight を置いている。通常の Asset Management では、銘柄選択をして Portfolio を作り、Market Timing をうかがって売買するものの、Portfolio Manager は Market の趨勢には抗えない。しかし、PE ファンドの Manager は、自分の時間を削って Portfolio Company に Hands On で打ち込む努力をすればするだけ Performance が向上することは確かである。それは、茨の道ではあるが、PE ファンドの醍醐味でもある。筆者などは、月末近くになると「工場が火事になって操業日数が足りない」、そんな夢にうなされるのである。

○百日委員会と成長戦略

Deal Closing (買収完了) の翌日から百日委員会が動き出し、各部門の Working Team に分かれ、成長戦略を議論・確認しながら 3~5 年の収益計画 (売上高、コスト、営業利益) を弾き出し、100-Day Plan を約 3 カ月で策定する。ここで策定した EBIT (営業利益) が Budget となり、経営陣にとっては Commitment となる。百日委員会を買収後の顔合わせ的な感じで安易に終わると、必ずそのツケがきて 1~2 年後にもう一度百日委員会を持たなくてはならない破目になることを筆者は経験している。なお、長期的に我が国の成長が見込みづらい状況下、成長戦略における Global 戦略の重要性は大きく、筆者は、対象企業のビジネスをどのように Global に展開可能できるかが Deal Sourcing においても Post Deal Management においても大きな意味を持つと考える。

○送り込む Top management の選定と求められる資質

企業の Performance の 7 割は、その CEO によって決まる。全く同じ企業がほぼ同じ環境下において、社長が変わることによって見違えるほど業績が変化する場面を筆者は過去に見てきた。社長選びを間違えると 2 年の遠回りを覚悟しなければならない。過去何度も社長選びで成功と失敗を繰り返してきた筆者からみた送り込む Top Management に求められる資質は、①当該企業に時間の 100% を投入する、②1 社よりも 2~3 社経験し、いくつかのやり方を柔軟に身につけている、③中堅・中小企業への転身であるなら Hands On で汗を流して取り組める、④勝ち組企業の出身で勝ち方がわかっている、ということではないか。なかなか簡単にそういう有能な人材を Deal が決まってから探すことは難しい。従って、筆者はいろいろな人に会って「この人は」と思う人の E-Mail Address と携帯番号を控え、いざ Deal ができそうだという時に最適と思われる人に打診をする形の「人材プール」をファンドで抱えている。企業を成長させる最も大きな要因は、お金も然ることながら、やはり「ひと」であろう。こうして企業に送り込む経営陣

の方々には Incentive Plan として Stock Option を提供するだけでなく、手がねで Co-investment をしてもらうことによって「同じリスクの船に乗る」運命共同体的状況を作り出すことが大切だ。ユニデンの藤本会長には一度「金のわらじをはいても社長を探すハゲタカの姿勢に学べ」と日経ビジネスでほめていただいたことがある。

○Board による Monitoring

年度初めに立てた予算と実績について Board は毎月その Performance をチェックする。筆者は緊急事態を除き原則として、PE ファンドは Board から Monitoring すべきで、Execution にまで踏み込むべきではない、経営陣の選定までがその仕事だと考えている。Budget は、多くの課題を与えるよりも年間、月間の EBIT(営業利益)のみとする方がわかりやすい。長期的には営業利益率をどの水準までもっていくかが経営課題となる。そして Commit した Budget が 100%達成されたら Base Salary の X%の Bonus、Budget の X%未満であれば Change Leadership と決めておく。

PE ファンドは Portfolio Company の執行には入らずに、あくまでも黒子としての Support、Board からの Monitoring に徹するべきと述べたが、さまざまな銀行交渉はそれこそ PE ファンドの出番である。とりわけ、Buyout Finance の Covenants が Breach したときなどは銀行との厳しい交渉が必至となる。いかに有利に Financier の Waiver Letter を獲得するか、金融交渉に慣れない Portfolio Company(事業会社)を助けていく。

○効果的な Roll Up Strategy(追加買収戦略)

ある会社を買収すると、必然的に同業界での売り情報もたらされ、追加買収がしやすくなる。PE ファンドにとって Exit までの時間が限られている中、追加買収は時間との戦い(買収に要する時間+Synergy を出すのに要する時間)という点において難易度の高い戦略ではあるが、驚くほどの成果をあげることがある。対象企業が中堅・中小企業である場合、これらを組み合わせることによって大企業に対する Bargaining Power を持つことも可能になる。従って、追加買収の効果が見込まれるならば、果敢に実行すべきであるが、①量的拡大をむやみに追わない、②外国企業との Merger は並はずれたエネルギーが必要であり、容易ではない、③買収しても Merger にこだわらず被買収企業の独立性を尊重すれば、日本企業は驚くほどの成果をあげる、といった諸点には留意しておきたい。

○OPE ファンドの Exit

PE ファンドはそのバックに投資家がついており、企業価値が上がった暁には、あるいは見切りをつけるべき時には投資した株式を売却して投資家に配当しなければならない。必ず Exit しなければならないという点において事業会社による買収と異なる。Exit 戦略としては、①国内外市場での IPO(株式公開)、②友好的な第三者への売却、③元の売り手への売り戻し、④経営陣による MBO、⑤増資等に合わせた市場での売り出し、⑥Equity から再び Debt へ向かう Recapitalization、などが考えられるが、通常の出口は①と②である。当初、PE ファンドに株式を売却する時に多くの売り手や対象企業の経営陣が心配するのが、「PE ファンドは、いつかは Exit で売却する。その時にライバル企業とか難儀な先に売られたくない」ということだ。Definitive Agreement(最終契約書)では、こういう懸念が払拭されるような条項が盛り込まれ、何らかの制限が設けられていることが多い。また、3~5 年の Post Deal Management を経た末の Exit であり、投資銀行等に丸投げして Auction にかけるだけでなく、買い手を最もよく知っている業界の達人とともに Hands On で Exit を求めることで、より最適な買い手、より高い売却価格を得ることが可能になるだろう。

○おわりに

以上で 4 回にわたる連載を終える。Deal Making から Post Deal Management まで PE ファンドの仕事は尽きな

い。ただひとつ言える真実は「企業は植物と同じ、毎日ていねいに水をやり、接していけば育つ」ということ。金融という枠を超え、今は苦しいけれども成長の Potential がある企業を発掘し、育てて価値を高めていくという PE ファンドの仕事に意義を見出し、奮闘努力している筆者の毎日である。追加説明ご希望、またはご質問の向きはいつでもご連絡を。E-Mail Address; kenji.ueda@iwakaze.com、そして TEL は、03-5574-8766。

以上