



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 3. PE ファンドによる Deal Execution のさまざまなノウハウ

#### ○どのように企業価値を評価するか

今回は、PE ファンドによる Deal Execution(執行)について、いくつかの留意点を記しておきたい。まず、Valuation であるが、基本は Enterprise Value(時価総額+長期・短期の Debt)が、EBITDA(Earnings Before Interests, Tax, Depreciation & Amortization=償却前営業利益)に対して何倍なのかをチェックする。好況期には、この倍率が上がり、不況期にはこの倍率が下がる。一般的に 5~6 倍以下なら検討の俎上に乗れ、7~8 倍を超えるようであれば敬遠される。通常の株式投資では PER(株価収益率)が重要な指標となるが、企業買収では、営業 Cash Flow を中心とした分析となり、上記の EBITDA Multiple と呼ばれる倍率が基本となる。この EBITDA 倍率を同業他社と比較して、また最近の他の Deal と比較して割高、割安を見極めていく。業績見通しが明るいほど Valuation が高いのは当然として、そのほか①被買収企業の規模が大きいほど、②34%→51%→67%→100%と取得株数が増えて経営権が強固になるほど、③売り手の売却意思が薄弱なほど、④タフな競合相手がいるほど、⑤事業会社であれば自社の Business との Synergy が認められるほど、Valuation は高くなっていく。

#### ○Due Diligence の要点と目的

次に、Dealを進める Process で重要なのが Due Diligence(対象企業の精査)である。これは、法務、会計、税務、環境などさまざまな観点から対象企業の問題点を洗い出すもので、Valuation にも影響する。大きく分類すると① Management Team の評価(経営哲学・戦略、Management 能力、組織運営、従業員や組合との関係など)、②財務諸表分析(Cash Flow 分析を含む)、③法務をはじめとする Risk Management のチェック(訴訟、年金債務、環境問題など)、④事業の分析(売上高、部門別収益、価格戦略、顧客、製品など)、⑤R&D 分析と技術評価(知的所有権評価を含む)、⑥製造・調達の評価(工場の生産性評価、稼働率、設備投資額、調達先など)、⑦営業力評価(営業網、顧客動向、出荷・販売チャネルなど)等の Due Diligence となる。なかでも大切なのは Business Due Diligence で、筆者のファンドではまずこの Business Due Diligence をさせていただき、その上で対象企業の成長戦略と PE ファンドとして何が提供できるかという Proposal を提出する。そしてそれが売り手と対象企業の経営陣にとって納得のいくものであれば、Exclusivity(排他的交渉権)をいただいて通常の法務・会計等の Due Diligence に入る。何より大切なのは、対象企業がどのように成長することが可能かということで、これを抜きにしての精査は無意味である。

#### ○Leverage を効かせた Deal Structuring

Deal の Structuring についても述べておこう。通常、PE ファンドは買収する時に、Enterprise Value(企業価値)を 100 とすれば、そのすべてを株式投資で賄うことはしない。つまり、Debt(銀行借入)と Equity(株式)を合わせて 100 の調達にする。例えば Buyout Finance がうまくまとまって、70 を Debt、30 を Equity というふうに、Leverage(Equity

に対し Debt 2.3 倍というテコ)を働かせたとする。そしてそれから 3 年間、その企業が Cash Flow を生み出して毎年 10 ずつ借入元本 30 を返済したとすれば、3 年後は Debt が 40 に減り、企業価値 100 が不変ならば Equity は 60 となる。つまり、株主価値は 3 年で 30 から 60 に増加したわけで、IRR(内部収益率)は年率 26%となる。このように Equity に Buyout Finance による Debt を組み合わせ、Leverage をかけることによって、Equity の収益率を高めることができる。目標 IRR 20%の PE ファンドが多いが、その高い水準にはこういう Structuring がベースにある。しかしながら、Subprime Loan 問題に端を発した欧米金融機関の行き詰まりから Buyout Finance が困難になってきていることにより、これまでの Leverage に依存した Structuring が成立しづらく、いっそう対象企業の成長 Potential の見極めが大切になってきている。

#### ○Buyout Finance の建付けは Deal の要衝

Buyout Finance は、Tibor+2.5~3%・期間 5 年程度・被買収企業の全資産担保の Senior Loan、もしくは期間 6 年強・無担保の Mezzanine Finance との Combination が一般的。Mezzanine Finance は、4~5%の High Yield 債と Up Side の狙える Equity Kicker(株式転換権)を組み合わせることが多い。筆者の皮膚感覚では、海のものとも山のものともわからない Project Finance と比べて、幾度となく危機を乗り越えてきた“伸び悩む老舗”の Buyout Finance の方が Risk Return の観点からは妙味があるように思われる。Finance 契約では銀行は厳しい Covenants(契約条項)を要求してくるだろうが、Post Closing の経営を考えたら、できるだけ緩い Covenants とすべく交渉するのが PE ファンドの務めであろう。将来 Covenants が Hit(契約違反)した時、それを Recover する PE ファンドの労力と対象企業の Cost は相当なものであるから。

#### ○TOB(公開買付)と情報管理の徹底

次に TOB(公開買付)について。上場企業の発行株式の 33.4%以上を取得するときは、株主平等の原則に基づいて TOB によらなければならない。株価は動くゆえに、上場企業の買収は非上場企業の買収よりも難しい。通常、MOU(Memorandum of Understanding)締結時に、公開買付価格を概ね決めておくことが多いが、そのあとの株価変動が買収価格に影響するため売り手にとっても買い手にとっても神経をすり減らす。情報管理を徹底するために、関係者 Meeting では Confidentiality Agreement(秘密保持覚書)を結ぶが、参加者の所属組織のサインではなく、参加者個人のサインを取り付けることが心理的にも効果がある。Deal に携わる人間を絞り込む企業は信頼がおけ、円滑に Deal が進むことが多い。その逆に、Kick Off Meeting で 10 人以上の人が出てくるような企業を相手にするときは、情報管理に相当気をつけることが必要だ。公開買付価格は、市場の株価に Premium を乗せることが多いが、20~30%Premium が許容範囲で、50%を超える Premium も時々見られるものの、Synergy Premium をつける事業会社ならともかく、PE ファンドではとても投資採算に合わない。

#### ○有効な Co-investment、二つの形

Co-investment についても述べておきたい。ひとつは、PE ファンドとして大きすぎる規模の Deal をするときに他の投資家を Co-investor として招く Club Deal。リスク分散の観点からも有効である。Ripplewood による長銀の Deal では、10 社を超える Consortium を形成している。Co-investor からみたメリットは、Deal Making のコストを節減しつつ、真剣に Risk Taking しようとしている Agent の PE ファンドに賭けるのは悪くはないということだ。海外には、Co-investment を専門にする PE ファンドさえあるほどである。もちろん、この Deal を進めてきた Agent の PE ファンドは、Co-investor に将来の Capital Gain の 20%の Carried Interest(成功報酬)を要求する。なお、議決権は Agent の PE ファンドに預けられることが多い。

もうひとつは、経営陣による Co-investment である。通常、経営陣への Incentive として Stock Option が付与されるが、さらに Co-investment をしてもらうことによって、「自分の懐を痛める」という意味で本当に「同じリスクの船に乗る」ことになる。企業が苦しい時ほど Co-investment による経営陣との運命共同体化が有効になることを筆者はしみじみと経験している。

以上、第 4 回に続く