



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 2. PE ファンドによる Deal Sourcing と対象企業への Approach のノウハウ

○はじめに

今回は、PE ファンドのさまざまな Activity のうち、いかにして Deal を見つけるかという Deal Sourcing (Deal 探し) と対象企業への Approach について述べてみよう。まず当然のことながら、Deal Sourcing の巧拙はそれぞれのファンドの Performance に直結する。米国では、投資銀行が PE ファンドの希望を聞きながら、Long List、Short List を提出し、PE ファンドは投資銀行主催の Auction に参加するというのが一般的。これに対して日本では、証券会社、商業銀行、Brokerage Firm のような Intermediary (仲介者) を使うだけでなく、独自のルートで Deal を探り当て、水面下で組み立てて Auction による割高 Deal を回避することも往々にしてある。それこそが PE ファンドにとっての腕の見せ所だろう。

○Screening 作業による対象企業の絞り込み

筆者は基本的に Intermediary を使わない。それは、Deal の要諦は「時間をかけないこと」と「関係者を増やさないこと」であるから。筆者のやり方は、相当数の企業を、売上高 (サイズ)、Enterprise Value (企業価値)、EBIT (営業利益)、EBITDA (償却前営業利益)、EBITDA Multiple (企業価値の EBITDA に対する倍率)、事業内容、株価推移、大株主、役員構成・年齢、取引銀行、株価推移など 15~16 の定量・定性指標から Screening し、最終的には "Interest" (その会社に興味があるか) と "Opportunity" (その会社は売りに出る可能性があるか) の二つを満たす会社を対象企業として選び出す。それからその企業の推定 Key Person に Cold Call し、訪問の Appointment を取り付ける。この Cold Call は、初めて話す相手に PE ファンドの概略を説明して安心感を与えながら、会ってみようかという気持ちにさせることを 2~3 分で達成する難易度の高いものである。

○Cold Call による対象企業訪問

こうして Appointment を取り付けた対象企業を訪問するときは、当該企業の SWOT (強み、弱み、機会、脅威) 分析のほか、成長戦略のあらましと自分たち PE ファンドが何を提供できるかを詰め込んだ Pitch Book を携えて渾身の Presentation を行い、同時に対象企業の本音を探りだす。年間こういう形で 20~30 社を訪問し、第 2 ラウンド、第 3 ラウンドと進んでいくうちにそれが 2~3 社まで絞り込まれていく。しかしながら、例え Deal Closing まで至らなくとも、「一生懸命わが社のことを考えてくれるファンドがあるものだ」というよい印象を与えて別れることができればもうけもの。そういう関係の蓄積が宝物であり、筆者の経験でも再度別の Deal で復活することがままある。かつて KKR の草創期に Los Angeles の Harry Roman という Broker が KKR に Deal を紹介して KKR の基礎を築くのに貢献した話は有名であるが、Intermediary を使わずに開拓する対象企業のネットワークこそ、その PE ファンドの財産である。

○大企業と Owner 企業の行動原理には違いがあることを理解せよ

Deal Opportunitiesとしては、①大企業の Non-Core 事業の整理、②独立志向経営者による MBO、③更生会社の再建、④後継者問題を抱える、あるいは Capital Gain の実現を図る Owner Family 企業などさまざまである。しかしながら、大企業と Owner 企業では Deal の Process における思考と行動にかなりの差があることを認識しておきたい。大企業では、縦割り組織になっているため、Top Down で大ナタを振るえない限り、話は社内官僚の抵抗にあって進まないことが多い。また Deal Closing 間近になって、他の買い手からより高い Price が提示されようとも、数ヶ月間かけて社内をまとめあげてきた労力を思えば、担当者として Deal を白紙に戻すことに逡巡するということが大きなサラリーマン企業ではままある。それに対して Owner 企業は全くその逆で、Closing 三日前に Deal Break され、他のよりよい条件の買い手に持っていかれた苦い経験が筆者の Trauma となっている。従って、ここから学ぶべきことは、「Deal はできる限り迅速に」そして「常に油断せず、相手が何を求めているか注意深く観察せよ」である。

### OMBO の落とし穴に注意を

次に MBO (Management Buy Out) について述べると、その動機は、①創業者が保有株の Capital Gain を実現するとともに、MBO を実施する SPC に投資し経営者としても残る、②子会社の経営陣が親会社から独立することを目的として行、等があるが、ここに問題がある。ひとつは、現経営陣が同時に TOB (公開買付) における買い手になることから生じる利益相反の可能性 (株主のために会社を高く売るべき経営者なのに、自分たちが買い手となって割安に買っていないか)、もうひとつは経営陣とともに MBO を行うファンド等の買い手が MBO を成功させるために無能な経営者を残すというリスク、である。PE ファンドからすれば、経営者とともに実行する MBO は売り手や現経営陣を説得しやすいが、下手な経営者を残したらそれこそ 2 年の回り道になる。その逆に、PE ファンドとして最も難易度の高いのが、「会社を売ってください、しかし社長さんは退陣してください」という Proposal である。会社の浮沈の大方は社長で決まる。MBO の落とし穴にくれぐれもご注意を。

### ○Strategic Buyer (事業会社) vs. Financial Investor (ファンド)

ここで Strategic Buyer (自社の戦略に基づいて買収を進める事業会社) と Financial Investor (PE ファンド) との比較をしてみよう。Strategic Buyer は、対象企業との間に何らかの Synergy があれば、買収価格にかなりの Premium をつけるので対象企業の株主にとっては有利であるし、対象企業にとっても事業 Synergy を生かせるという利点がある。しかしながら、Strategic Buyer はいわゆる同業他社であるから、対象企業にとって被買収後の経営の独立性が失われることは明瞭で、Strategic Buyer の成長戦略、国際戦略に組み込まれることは必至である。その点、PE ファンドは、投資対象企業の成長こそがすべてであり、両者の Vector は一致しているし、対象企業にとって独立性を維持することが可能だ。一方、対象企業は PE ファンドに対して常に「長期に Commit してくれるか」「Exit でどこに売られるか心配」といった懸念を持っていることは事実であり、それを払拭する回答を用意せねばならない。例えば、First Refusal Right (PE ファンドが将来示す売り先を対象企業がまず拒否できる権利) を付与するといった工夫である。いずれにせよ Strategic Buyer は、PE ファンドにとって相当の難敵であり、これに勝つのは容易ではない。2 年前、不二家が衛生問題で窮地に陥ったとき、山崎パンが電光石火、マニュアルを携えたサポート部隊を不二家の工場に送り込んだのを見てその思いを強くしたことを思い出す。

以上第 3 回へ続く