

# プライベート・エクイティ投資における 長期安定的な成長計画の意義

八木田聖三

株式会社日本経済研究所 ソリューション局 副主任研究員

## はじめに

エクイティ投資の一類型であるプライベートエクイティ投資は、我が国では1990年代後半からそれを専業とするファンドやプリンシパル（自己資金）投資家といったプレイヤーが台頭し、約10年間で外資の参入も相俟って規模と存在感を大きく高めたと言えます。

当初「企業買収」という言葉に旧来のネガティブなイメージが付きまとい、また高い比率の議決権を取得することなどから、出資・株式取得提案を受けた企業が戸惑いと拒絶反応を見せる時期が長く続きましたが、現在では事業承継やエクイティファイナンス、再生資金調達のように企業側にとっても非常にメリットのある1ツールとしてようやく認知されてきた状況にあります。

2009年は金融市場の信用収縮によりプライベートエクイティの投資家の活動が縮小していますが、資産価格と企業価値が低下している今がチャンスと動き始めているプレイヤーが存在していることも事実です。

今後の日本市場におけるプライベートエクイティ投資のリスクは何か、また企業価値の向上戦略において重要な点はなにかを考察します。

## プライベートエクイティ投資の類型

プライベートエクイティとは、現在では様々なタイプがありますが基本的にはプライベートすなわち未公開・非上場株式への投資であり、34%あるいは50%超の議決権比率を確保することによって対象企業への経営関与を前提とした投資スタイルです。

その経営関与の深度と方法も投資家によって様々ですが、ほとんどのケースで共通して取締役の派遣、モニタリング要員の対象会社への常駐を行い、株主への経営報告を定期的に行っています。

対象企業がプライベートエクイティ投資を受け入れた目的等によって投資スキームもいくつか使用されており、事業承継型では対象企業の既存役職員が新たに株主となるマネジメントバイアウト（MBO）や実績のある第三者が社長・経営陣として招聘され出資も行うマネジメントバイイン（MBI）、再生の可能性がある企業に対して再生期間の運転資金や設備投資資金を提供する再生スポンサーなどがあります。これ以外にも新たに株主になる主体によっていろいろなスキームが存在し様々なネーミングが施されています。

金融危機以降は世界的にこのうち再生スポンサー投資が増加しつつあります。

また、プライベートエクイティに類似した投資類型として、上場株式を上場維持のまま一定量取得または増資引き受けを行い対象企業に対し友好的関係の下に関与するPIPEs（Private Investments in Public Equity）や、同じく上場株式を取得し中立的・敵対的立場から対象企業に対して重要提案を行うアクティビスト投資、経営不振企業や一時的なクレジット不安に直面した企業に対しメザニン・優先株等によりファイナンスを提供するスペシャルシチュエーションなどがあります。

以下では議決権の過半数を取得し、経営戦略に関与する投資タイプを前提に考察します。

## プライベートエクイティ投資特有のリスク

プライベートエクイティ投資特有のリスクとして、

- ① ガバナンス体制の失敗
- ② 成長シナリオ策定ミス

が挙げられます。

プライベートエクイティ投資における最大の特徴である議決権の取得と経営関与はその方法を誤ると逆に投資戦略遂行の足枷となる可能性があり、議決権の行使の方法と経営への関与の仕方においてはこの投資における最も繊細な運用が求められます。

### ① ガバナンス体制の失敗

再生スポンサー投資では現任の経営陣に一定の経営責任が認められ、投資後も経営改善の責を担うには適当ではないと判断される場合、経営陣の大半を刷新し投資家の意向を汲み取った新たな経営陣が着任するケースがあります。ただし、同業や顧客からの信頼、事業推進のノウハウが現経営陣に集約されている場合などではその経営陣の続投の判断を慎重に行う必要があります。対象企業が事業を展開する業界で非常に重要な地位にあった経営者を解任した

ために、一気に顧客離れが生じたというケースもあります。持続可能な企業経営という観点からは経営者一人の信頼で企業が成り立っているという状態がそもそも問題ではないかという考え方もありますが、近視眼的にはそういった経営者は一定期間経営を担うほうが適当という判断もできます。

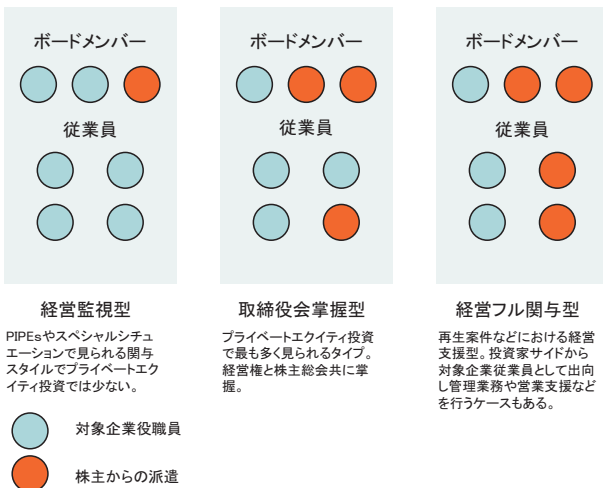
また、事業承継のように経営状況は良好である企業のオーナーの持分承継のみを目的とする場合は中立的株主として持分承継を円滑にすすめる点に投資後の運営の重点をおき、経営への積極関与はあまり行う必要がありません。投資エクスポージャーに対して大きなダウンサイドが生じないかのチェックを行う程度のモニタリングを行います。

株主によるガバナンスの失敗で多く見られる例が、対象企業が長年蓄積してきた繊細な意思決定プロセスや営業方法を突然刷新してしまったために営業情報が停滞したり散逸して経営陣の状況把握が遅れるケースや顧客対応への影響により信頼を喪失してしまうケースです。特にエンドユーザー対応 IT 産業や製造業、小売業などへの経営関与はこの点に留意が必要となります。

高度な技術を生産している製造業などでは研究開発部門、生産部門の現状と意向を踏まえたうえでの、経営陣と株主との念入りなコミュニケーションにより生産品質を維持させなくてはなりません。

プライベートエクイティ投資における成功事例では、会社運営への直接的な口出しではなく、経営陣への宿題提示に留めた、というスタイルが多く見られます。

図1 投資家からの経営関与のタイプ



### ② 成長シナリオの策定ミス

上場株式の売買と異なり、未公開企業の株式を取得と売却では、取得価格も売却価格も適正な企業価値評価を前提に算出されることとなります。プライベートエクイティ投資家が対象企業の株式取得価格

算定や投資戦略を策定する際、取得価格を算出するのみであれば5年間程度の収益計画を立てることで対応できますが、本来投資戦略の最もコアの部分はExit（売却）戦略であるとするれば、Exit時点からの将来収益計画を策定しておく必要があると考えられます。例えば投資期間が5年間であれば8年から10年間程度の収益予想もしくは、少なくとも市場動向見通しを分析しておく必要があります。

再生スポンサー投資や一時的な業績不振企業の収益計画は、むしろ投資直後の2期程度を長期的成長軌道に対象企業を乗せるためのリストラ期間・体制作り期間と位置づけ、財務改善の為にトップラインの抑制あるいはコスト増を計画に織り込んで売却価格にはほとんど影響しない場合も多くあります。

また、新規のエクイティファイナンスを行わない前提であれば一定の資金制約のもとで達成可能な長期成長シナリオを策定しなくてはなりません。

それではこのような失敗を避け、成功裏に投資を遂行させる為の企業価値戦略とはどのような様なものなのかを検討してみたいと思います。

## 投資後の企業価値戦略

### ガバナンス戦略

投資後における円滑なガバナンス運営を目指すうえで、投資実行前からの経営体制に関する検討が非常に重要な業務となります。（株式取得に関する取締役会の同意が得られるいわゆる友好的買収の前提）

まず、投資検討段階におけるフルDDの結果に沿って対象企業の機能、組織のうちどの部分に対してウォッチが必要なのか、どのようなマネジメントを行う必要があるのか、長期的な成長シナリオを描く上で必要な施策は何かを現経営陣と綿密な検討を行います。何らかの改善や変更が必要な事項に対しては具体的なToDo（取り組むべき事項）をリスト

化し担当者と実行期限を定め実行計画を策定します。

次に、実行計画を遂行していくうえで必要となるマネジメント体制、投資家サイドからのモニタリング要員の配置、それに伴う決裁権限規程の改定案策定を行います。モニタリング要員は経営陣へのガバナンス集約と指揮系統の統一化の観点からあくまでもモニタリングと現場における作業支援に特化し、対象企業の従業員に対して指示を出す立場ではないほうが好ましいと考えられます。

株主に対する定期的な業績報告・経営報告は社長あるいは株主から派遣された取締役が行うことが通例です。ここで株主サイドから出すリクエストや提案は経営陣への信任のもと、あくまでも長期的な企業価値の継続的成長に関わる事項のみに軸に据え、短期間で収束する問題や現場で解決すべき問題、月次レベルでの収益の増減に対してはウェートを置くべきではないと考えられます。

### 投資後の中期経営計画策定

プライベートエクイティ投資においては対象企業の中期事業計画の策定が最も重要な作業となります。中期事業計画は企業価値の向上施策や成長戦略が反映されたロードマップとして位置付けられ四半期または半期に一度の頻度で実績と対比されExit戦略にフィードバックされます。（多くの投資案件では投資実行後、対象企業の決裁権限規程において事業計画を株主総会への報告事項もしくは決議事項とします。）

中期経営計画の具体的検討事項の具体例は表1のようなものがあります。

特にコア事業の対象市場が今後成長するのか縮小するのかという点は企業の経営努力では抗し難いリスク要因であるため、入念で精緻な事前分析が求められます。周期性の強い市場を対象とする場合、コ

表1 中期経営計画の具体的検討項目の事例

市場分析	資金分析	事業ポートフォリオと事業別収益性検討	数値計画策定とセンシティブリティ分析
<ul style="list-style-type: none"> <li>対象事業の市場見直し調査</li> <li>自社の市場内における位置付け確認</li> <li>ダウンサイドリスクの予見等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在の現金及び現金同等物ポジション確認</li> <li>各事業の設備投資等投資CF計画の確認</li> <li>各事業の収支構造分析による資金需要計測</li> <li>資金調達計画の検討等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>実績、事業IRR、資金回転期間、リスク分析、市場における優位性などからコア事業選定</li> <li>資金・リスク・収益のバランスを保持したポートフォリオ構築</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>対象市場のシナリオ分析</li> <li>株式市場（Valuation）のシナリオ分析</li> <li>各シナリオに応じたトップラインシナリオ</li> <li>トップラインシナリオと資金制約との整合確認</li> </ul>

アシナリオ以外にも市場分析において予見される最もネガティブな状況に直面した場合を想定した保守的なシナリオも策定しておく必要があります。

また、バリューチェーンや契約による製品の中長期的なオフテイク機能が整備されていない市場、資金回収期間が長期にわたる市場、レバレッジビジネスにおいては、売上高（資金回収）シナリオと資金繰りとの感応度分析を行っておくことが重要となります。2008年に多く見られた住宅開発業者の過去最高益下の破綻は、売上高の成長を優先したことが資金回収遅延に対する資金繰りの耐性を極めて虚弱にしていたことを示唆していると言えます。

### Exit に向けた企業価値戦略

投資期間中に企業価値を高めることに成功してもその後の継続的な成長性を対象企業に内生させな

ければ Exit の際、次の株主による評価は高まりません。

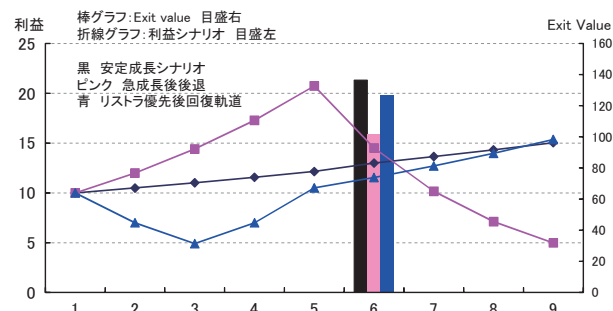
継続的な成長性は次の株主が享受できる企業価値の向上を意味し、成長性の内生とは株主が交替しても企業価値に影響が無い状態にすることを意味します。例えば、企業価値の向上に多大な貢献を行った役職員が投資期間終了と共に会社を去る場合や、時間的に提供していた債務保証、顧客紹介、営業支援などが終了する場合も次の株主は敏感に評価に織り込みます。

### 最後に

世界のプライベートエクイティ投資家のパフォーマンスは短期的な計測期間ではオポチュニスティックな投資機会により高いリターンを残す場合も多いですが、10年から30年といった長期間継続して安定したリターンを残している投資家には対象企業を中長期的な安定成長型企業に育成している、またはそのような企業に投資をしている投資スタイルが多く見られます。

投資リターンと企業価値の安定継続性が表裏一体の関係にあるという意味では、結局は投資する側も投資される側も同じ利害を共有していることができます。

図2 収益成長シナリオとExit value（マーケットアプローチ）の比較概念図



※上記はあくまでもイメージ図であり、実際の Exit Value は様々な要因により算定されます。