



# Value Creation

## ディールの先の 価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編

正しい手段を選び、真の価値創造を実現する

#BeyondTheDeal



# 目次

序言	1
主要な調査結果	2
概説	4
運転資本	7
ディールの価値を高めるには:データの必須条件	12
ディールの価値創造を促す4つの実践的な手段	13
責任あるビジネス	19
結論	20
調査方法	21
お問い合わせ先	22

## 本レポートについて:

クライアント企業におけるディールを通じた長期的な価値創造を支援するため、幅広い地域のプライベート・エクイティ(PE)ファーム100社を対象に、M&Aを通じた価値創造の実経験調査を行いました。上記の調査対象者はすべて、過去3年以内に大規模な買収・売却案件を経験しています。

本レポートでは、上記調査の結果や大手PEマーケット・プレイヤーとのインタビュー、PEファームのディール活動を支援してきた当社の経験から得られた洞察に基づいて、企業マルチプルを高め、潜在的リターンを引き出すための方法を考察します。

# 序言

“

プライベート・エクイティ(PE)ファームは、ディールの価値創造において他がうらやむ実績を誇ります。価値の創造には、他の投資家が見過ごしてしまうような機会を察知し、実現することも含まれています。また、PEファームは投資先企業の戦略転換に取り組み、オペレーションに変革をもたらしてきました。

しかし、買収価格が高騰し、コスト削減やレバレッジを効かせたリターン創出能力など、以前は安定的だったディール価値創造の源が圧迫されるようになった現在、ディールのリターンを確保するためには、買い手側の一層の努力が必要になります。さらに、昨今のディスラプティブな時代では、一部の投資家への脅威が、別の投資家にとってのディールの好機となりえます。

こうした目まぐるしく変化するディール環境は、全世界でPEによるディールの占める割合が2013年以来の最高水準に達するという、M&Aの記録的な状況を背景として生まれたものです<sup>1</sup>。

PEファームの投資能力も、歴史的な高水準にあります。PEファームの投資待機資金、いわゆる「ドライパウダー」は、2019年半ば時点ではほぼ2兆5000万ドルに達しています<sup>2</sup>。

PEセクターの他の2つの特徴としては、低金利の借り入れを継続的に利用できることからレバレッジが高めの水準にあること、対象資産のマルチプルが高く、「マルチプル・アービトラージ」による価値創造がますます難しくなっていることが挙げられます。

また、ソブリンファンドやその他の機関投資家による金融活動が活発化する中、ディールを取り巻くエコシステムも変容しつつあります。

しかし同時に、データおよびデータアナリティクスの分野は非常に有望かつ刺激的な進歩を遂げつつあります。PEファームは、セクターを問わず常にデータを活用しており、PE投資家はデータを追求し、分析結果を重視し、事実に基づいて行動します。しかし最近になるまで、具体的にはつい3～5年前まで、事業運営の手法にデータを組み込むことは容易ではありませんでした。現在は、高度なレベルのデータやアナリティクスをクラウドベースで利用できるため、PEファームが価値創造についてより深く把握するための強力な新ツールとして精緻な分析が可能になっています。

本レポートは、幅広い業界・地域の600名のエクゼクティブを対象に、M&Aを通じた価値創造の実体験を調査した当社レポート、「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて」の内容をさらに深く掘り下げた追跡レポートとなります。本レポートでは、PEファームのもつディール情勢に対する独自の視点と豊富な経験から学ぶべく、世界的な大手PEマーケット・プレイヤー100社を対象に行った調査とインタビューの結果を基に作成しました。

上記の洞察と、ファイナンシャルインベスターがディール市場で成功するための支援を行ってきた当社自身の経験とを併せることにより、マルチプルを高め、潜在的リターンを引き出すための方法について、本レポートの中で有益なヒントをご提供できれば幸甚に存じます。

本レポートの内容や、ディールにおける価値創造に関するご相談があれば、ぜひお問い合わせください。



マルコム・ロイド  
(Malcolm Lloyd)  
PwC グローバルディールリーダー  
malcolm.lloyd@pwc.com



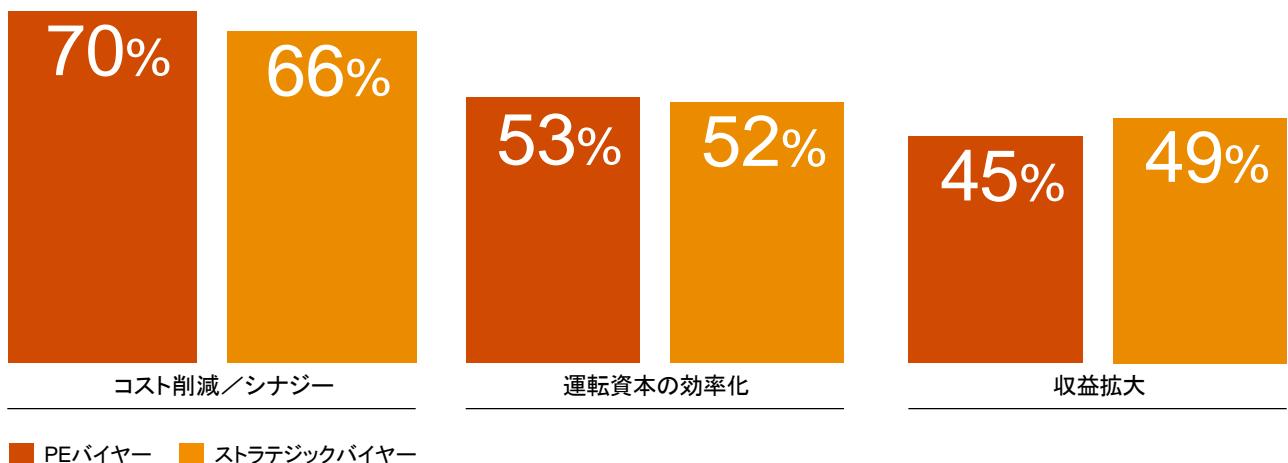
ウィル・ジャクソン・ムーア  
(Will Jackson-Moore)  
PwC英国 グローバルプライベートエクイティ・不動産・ソブリンファンドリーダー  
will.jackson-moore@pwc.com

1. ハビエル・エスピノーザ(Javier Espinoza)およびエリック・プラット、フィナンシャル・タイムズ「プライベート・エクイティ競争が激化、投資残高2兆5000万ドルに」(2019年6月): <https://www.ft.com/content/2f777656-9854-11e9-9573-ee5ccb98ed36>

2.ハビエル・エスピノーザ(Javier Espinoza)およびエリック・プラット、フィナンシャル・タイムズ「プライベート・エクイティ競争が激化、投資残高2兆5000万ドルに」(2019年6月): <https://www.ft.com/content/2f777656-9854-11e9-9573-ee5ccb98ed36>

# 主要な調査結果

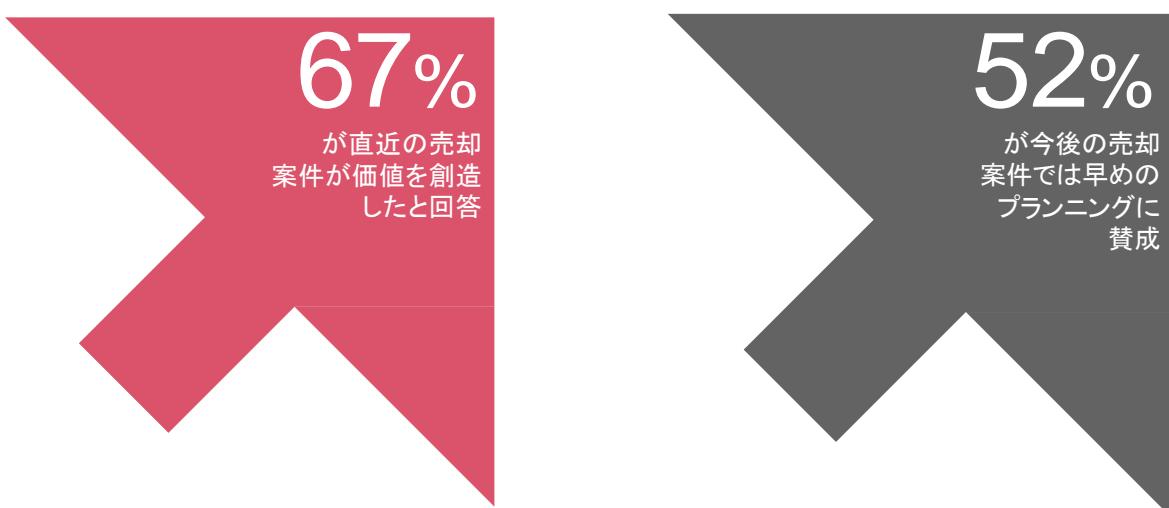
PEファームはコスト削減による利益の向上を重視しているが、別の方法でリターンを追求できる可能性がある



出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編

調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

価値創造計画の一部に  
エグジット計画を組み入れる必要がある



## 価値を毀損したディールの大きな特徴は人材の喪失である

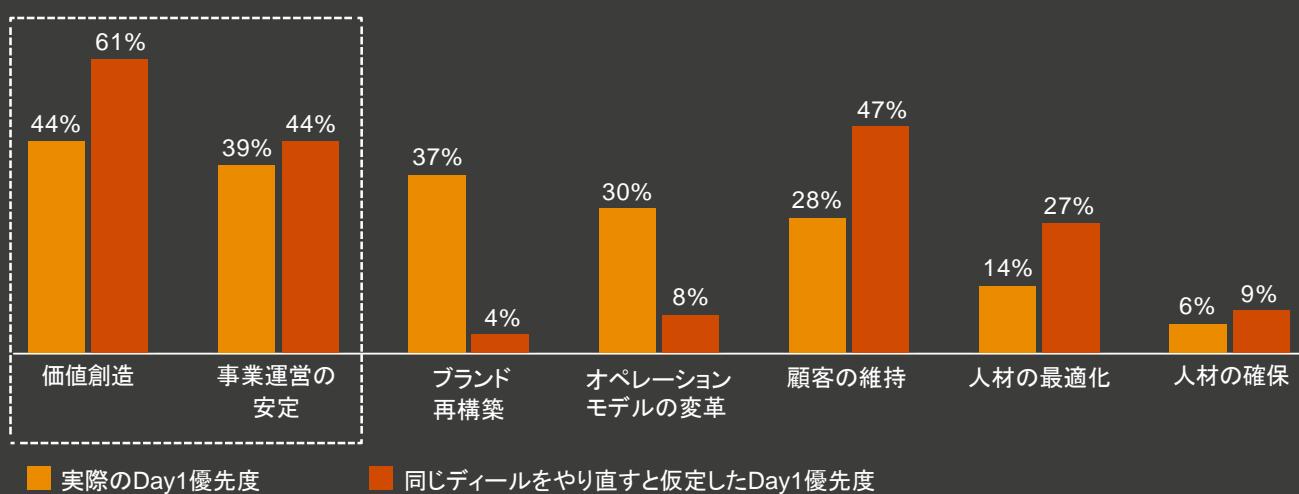
57%

のPEファンドのディール担当者が組織文化の問題が価値創造を妨げたと回答

10%+

の従業員がディール完了後に退社し、ディールの価値が毀損

## 価値創造はディールにおいてDay1の最優先事項である



■ 実際のDay1優先度 ■ 同じディールをやり直すと仮定したDay1優先度

出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編  
調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

# 調査の概要

プライベート・エクイティ(PE)ファームの投資能力はかつてないほど高い水準にある。ところが、PEがディールからの恩恵を受けるためにこれまで用いてきた主な手段であるコスト削減では、今日の厳しい市場環境において十分なリターンを追求できないことが、PEディール担当者100名を対象とする当社の調査から明らかになった。

リターンへの期待に応えるためには、PEやファイナンシャルインベスターがこれまで複雑かつ難しそうに管理不可能と見なしてきた価値創造の手段に注目する必要がある。

こうした手段は、たとえば戦略的リポジショニングや売上高の伸びの最大化、主要人材の保持・動機づけに必要なインセンティブおよび文化的理解への重点的取り組みなど、多岐にわたる。データおよびデータ・アナリティクスの最新技術も、価値創造を成功させる非常に大きな要因になるはずだ。

本レポートでは、当社の実施したインタビューから得られた主要な結果を考察するとともに、これまでの経験に基づく検討事項と知見について述べる。

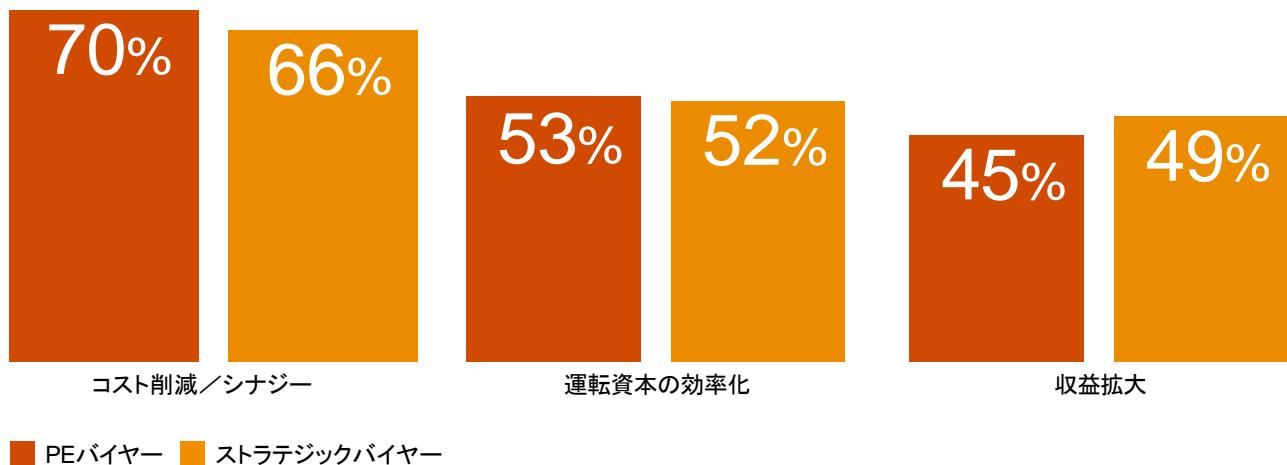
## 1. 収益拡大が価値を増加させる可能性

- PEのディール担当者のうち、収益拡大を通じてディールの価値を実現したのはわずか45%と、事業会社のディール担当者の同49%を下回った。
- 価値を創造したディールのうちの74%が収益拡大を達成していたものの、創造手段としての収益成長は、コスト削減および運転資本効率化の取り組みほど注目されていなかった。

PEの規律あるアプローチは、コスト削減の優れた実績にも反映されている。たとえば、PEパートナーの70%が、直近のディールでコスト削減により価値を創造したと回答した(図表1参照)。

図表 1

価値を実現したディールの手段別に見た割合は？(%)



出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編

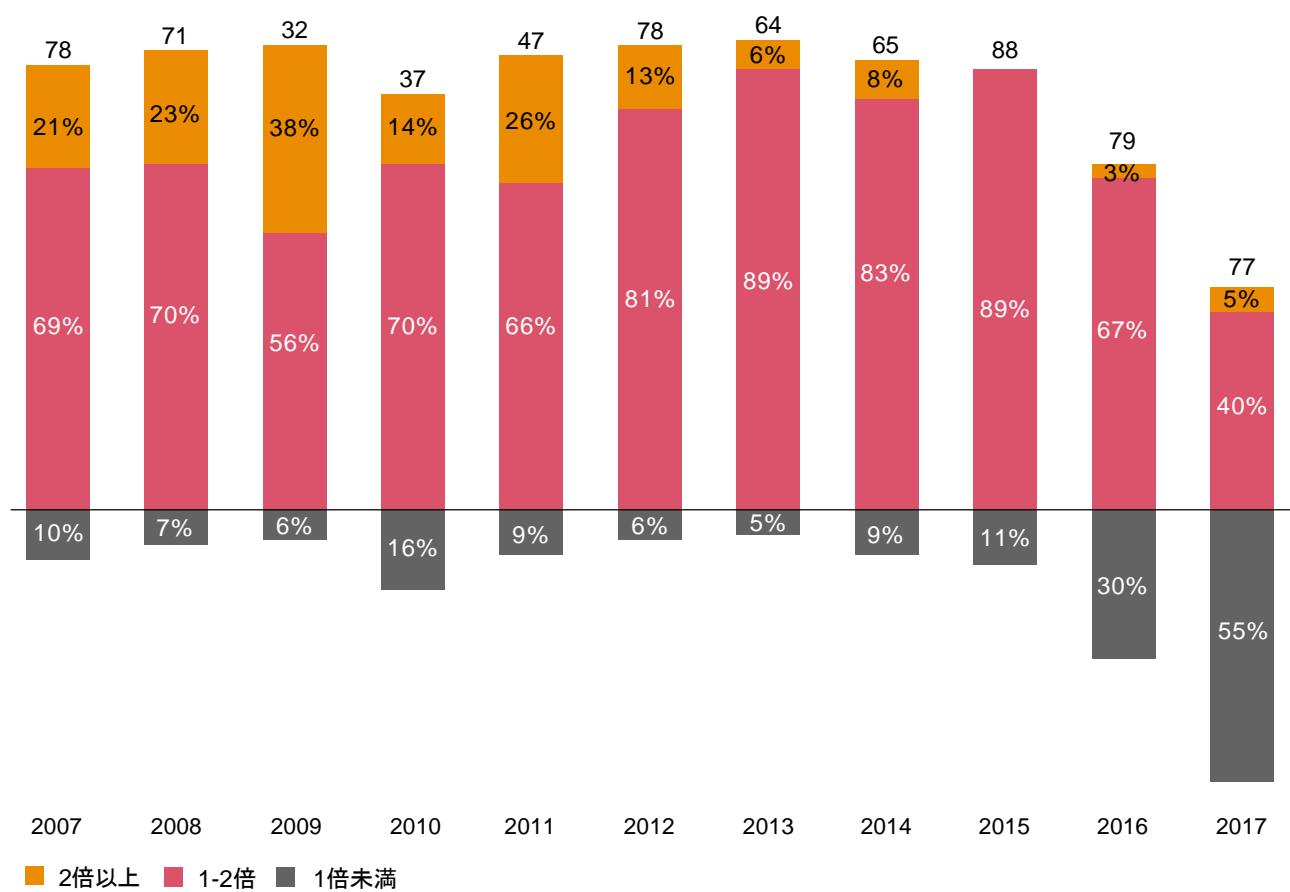
調査: PE経営幹部100名と事業会社のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

だが、すでにコスト削減は、今日の厳しい市場環境におけるリターン追求の手段としては十分でない。PEのディールのうち、取得価格に対して大きな価値を創造できない割合が

増加しつつあるからだ。また図表2から、マルチプルが2倍以上となるケースも非常に少ないと分かる。

図表2

ディールのリターン分布(2007~2017年)は?——  
米国および欧州のPEバイアウト・ファンドの設立年別TVPI\* 中央値



出所: ピッチブック社, PwC分析

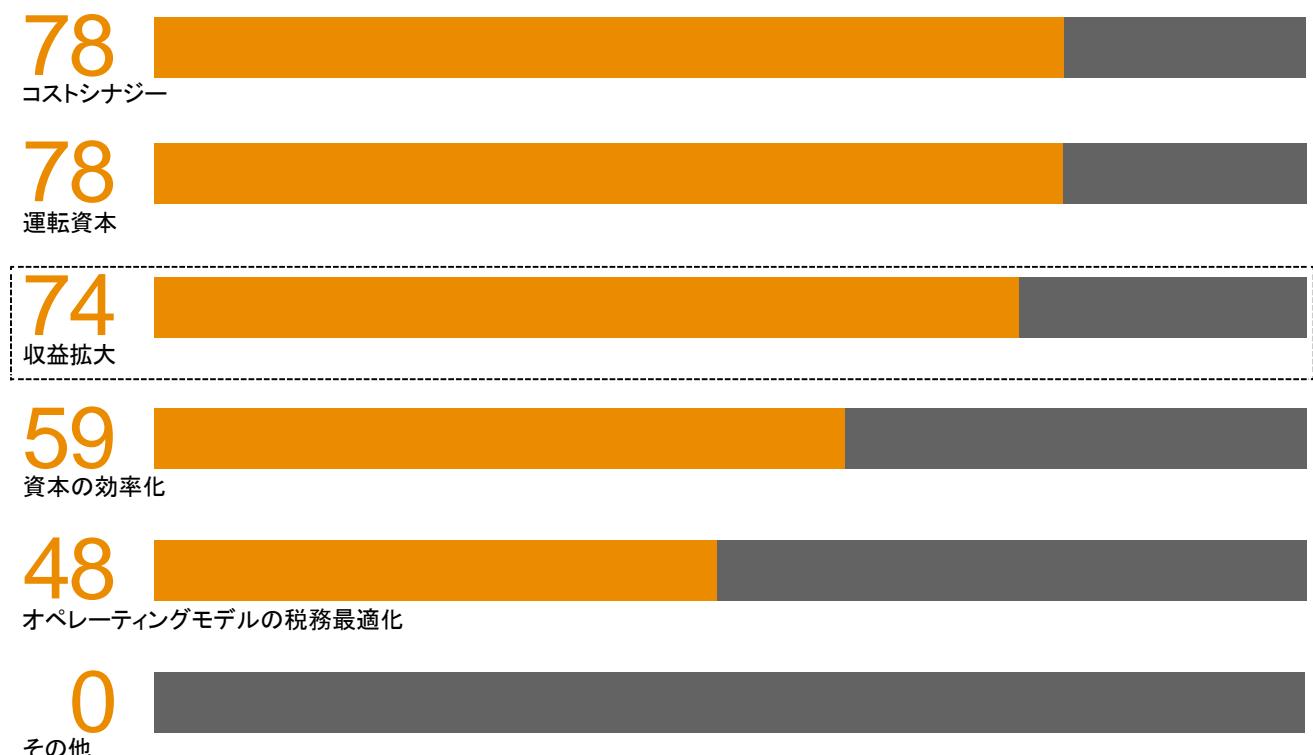
\*TVPI: 評価総額／払込出資金倍率(投資倍率)。自己資本利益率の尺度。

ただし、ここからが肝心である。収益最適化は往々にして達成が厳しいが、その潜在力はチャンスとなる。PEのディール担当者のうち、収益拡大を通じてディール価値を実現させた者はわずか45%にすぎないからである。

さらに、価値を創造したディールのうち収益拡大を達成したものはほぼ4分の3(74%)に達するにもかかわらず(図表3参照)、収益拡大は、コスト削減や運転資本効率化の取り組みといった手段と比べて優先度が低い。

図表 3

価値創造により大規模な利益をもたらしたディールの手段別に見た割合は?(%)



出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編

調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

今日の市場環境では、潜在的な収益拡大を実現することが重要である。なぜなら、ファイナンシャルインベスターは事業会社との競争にさらされているが、事業会社は多様な製品を新たな販路と組み合わせ、革新的な新製品やサービスの開発を加速させることによって、収益面のシナジーを生み出すことができるからである。

また、主要な価値創造手段が収益拡大だったと回答した事業会社の買い手は49%で、PEの同45%を上回っているという結果がPwCレポート「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて」で明らかになっているが、これについては、驚くにあたらない。(図表1)。

## PwCの視点

PEファームは、収益拡大への注力を躊躇する傾向がある。なぜなら、収益拡大領域はPEによるコントロールが困難なためである。しかし優れたディールとは、オペレーションの効率を向上させつつ、同時に収益の質と量の拡大を可能にするものだ。

マルコム・ロイド(Malcolm Lloyd)、PwC グローバルディールリーダー

# 運転資本

高いマルチプルは依然としてPEにとっての大きな試練となるため、価値創造という点ではオペレーションの改善が重要になる。企業が運転資本を低く抑え、なおかつビジネスの要件を満たす能力があれば、投下資本に対するリターン、成長への原資となるキャッシュフロー創出能力が収益に占める割合は、どちらも低下している。ただし、EBITを通じて創造された価値の一部は、正味運転資本(NWC)のパフォーマンス低迷により相殺され、ROIC向上が抑制される結果となっている。当社の調査では、PEパートナー100社のうち53%が、運転資本を通じてディール価値を実現したと回答している。PEファームの収益成長を押し上げるには、単なるコスト削減以上にすべきことがある。

企業は投下資本利益率(ROIC)を尺度としてリターン向上を達成してきており、それに最も寄与したのは、EBIT(利払前税引前利益)の慎重な管理である。しかし、設備投資と業務からのキャッシュフロー創出能力が収益に占める割合は、どちらも低下している。ただし、EBITを通じて創造された価値の一部は、正味運転資本(NWC)のパフォーマンス低迷により相殺され、ROIC向上が抑制される結果となっている。当社の調査では、PEパートナー100社のうち53%が、運転資本を通じてディール価値を実現したと回答している。PEファームの収益成長を押し上げるには、単なるコスト削減以上にすべきことがある。



“

コスト削減だけでは不十分だ。収益拡大を追求する方向性を見いださなくてはならない。Worldpay(2010～2015年にベインが共同投資家を務めた決済会社)は、オペレーションの改善が収益拡大につながったディールの好例だ。オペレーションの改善により、研究開発(R&D)、販売、マーケティング部門の生産性の低いリソースを開放し、収益拡大に役立てることができる

ルカ・バッシ(Luca Bassi)、  
ベインキャピタル・ロンドン マネージングディレクター

“

企業の間には、ただ単に「利益を生む成長」を重視し、価値創造のコインの裏側を見ようとしないやり方が、未だに蔓延している。レバレッジを大きく効かせたディールにおいては、オペレーションからのキャッシュの開放に注力することが特に重要になる。よくあることだが、実際には価値創造の絶好の機会が存在するにも関わらず、企業の経営陣はキャッシュと費用機会のトレードオフを批判的に捉えることに二の足を踏む傾向にある。

ダニエル・ヴィンダウス(Daniel Windaus)、  
PwC英国 運転資本最適化パートナー

## 2. 早期に確定した明確な戦略を通じて価値を高めることができる

- 適切な手法を採用したディールのほぼ3分の1(31%)が、大きな価値を創造した。
- ディール完了前に計画が決定済みであったディールの実に88%が、中程度または大きなリターンを創出した。
- 適切な手法に基づいたディールの80%が良好なリターンを生み、ほぼ3分の1が大きな価値を生み出した。

本レポートの作成にあたりインタビューを実施したPEファームのうち、マルチプルの大幅な上昇を達成していた企業は、ターゲット企業とその市場に起こりうるあらゆる可能性を検討し、価値実現の明確な青写真を描くことができた。買収の2年も前からディールの計画を立て始めていた。

このことは、「Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて」で明らかになった総合的な調査結果とも一致する。同レポートでは、「価値の創造を重視する企業は、早期に業界のベンチマークを14%も上回った」という結果が示されている。

“

昨今ディールを成功することは容易でなく、買収の対価も高騰している。対象となる市場や資産に関する知識と同じように、価値創造の手段についての知識も重要だ。価値の創造は、資金調達やストラクチャリングよりも重視されるべきである。資金調達やストラクチャリングはコモディティ化している。

イニヤキ・コボ (Iñaki Cobo)、KKRロンドン PEメンバー

### PwCの視点

PEは独自の見解を追求し、既存の知識にそれほど依存していないため、そのデリジェンスと市場分析も、企業と比べて深い内容になることが多い。

このことが、新たなリスクや機会を特定する力になっている。

ウィル・ジャクソン・ムーア (Will Jackson-Moore)、  
PwC英国 グローバルプライベートエクイティ・不動産・ソブリンファンドリーダー

### 3. 人材の確保と組織文化に配慮することで、価値を高めることができる

- PEのディール担当者のうち実に57%が、組織文化の問題により価値創造が妨げられたと回答している。
- 価値の毀損した全ディールにおいて、ディール完了後に従業員の10%超が退社している。
- 価値を大きく毀損したディールの83%において、重要な人材の21~30%が退社している。

従業員の確保と組織文化の問題への対応を誤った場合、その分ディールの価値も失われることを、当社の調査は浮き彫りにしている。重要な人材の保持と彼らへの働きかけや動機づけが適切に行われなければ、成功に終わるはずのディールを頓挫させる可能性がある。

実際、PEのディール担当者のうち57%が、直近の買収において文化の問題が価値創造への阻害要因になったと回答している(図表4参照)。

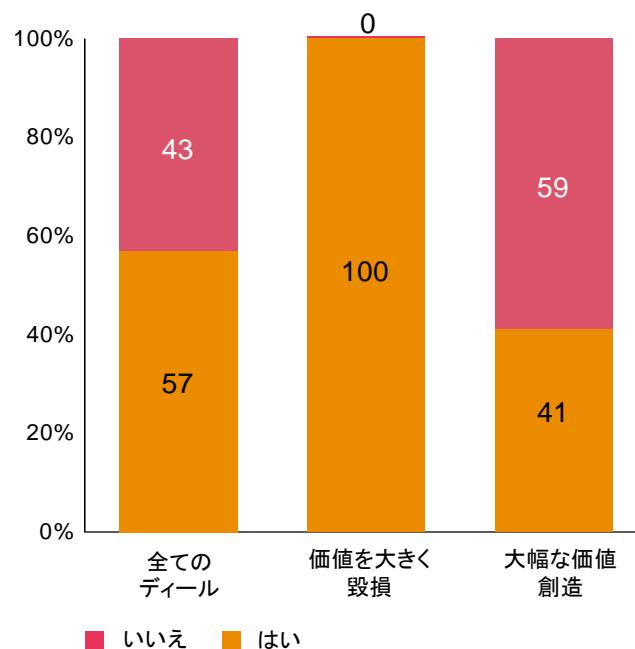
“

組織文化の問題は、対応を誤るとディールの命とりになりかねない。大企業やファミリー経営の企業に対するカーブアウト案件では、特に注意が必要だ

イニヤキ・コボ(Iñaki Cobo)、KKRロンドン

図表 4

組織文化の問題は今回のディールで価値創造の実現の妨げになりましたか？



■ いいえ ■ はい

出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編

調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査



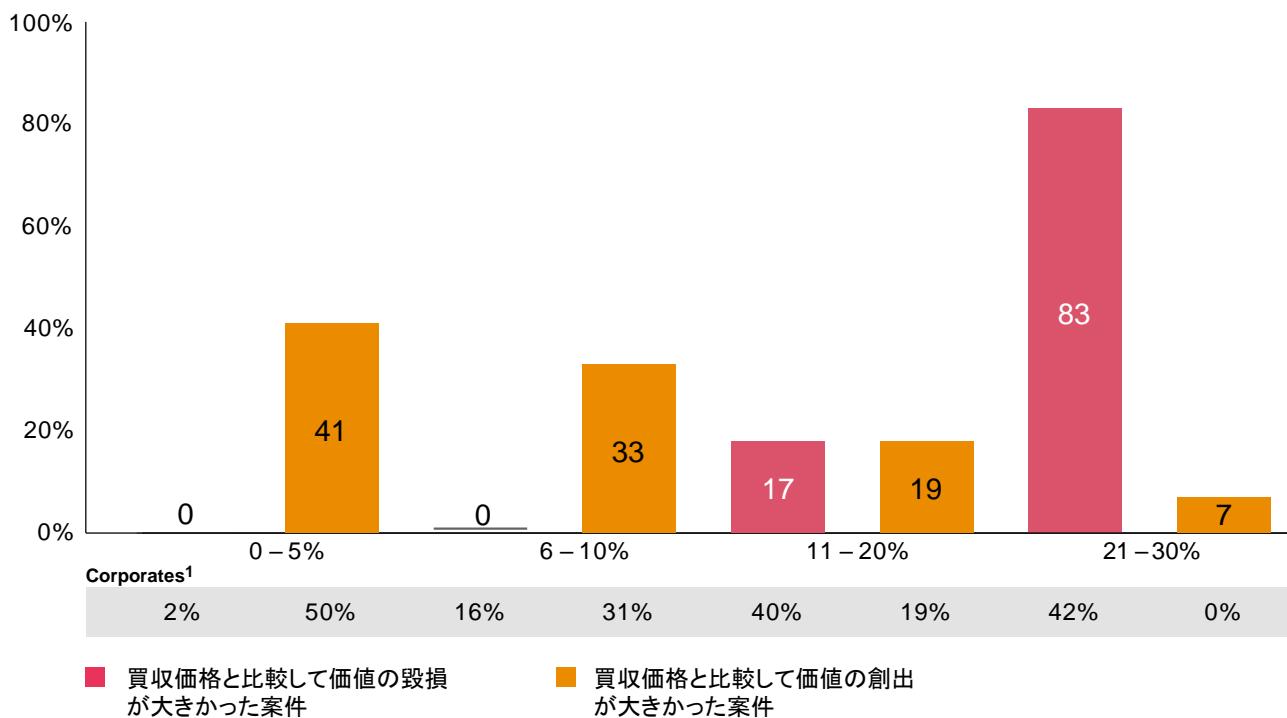
すでに述べたとおり、価値が毀損したと回答されたディールすべてにおいて、ディール完了後に重要な人材の10%超が退社しており、組織文化の問題は価値喪失の重大な要因として挙げられている。これは事業会社についても同様で、価値が大きく損なわれたと回答したディールのうち、ディール後に重要な人材の10%超が退社したと述べた企業は、82%に上った(図表5)。

文化の問題をディール計画策定の中心に位置づけることは、事業会社の買い手および売り手にとって重要だが、同じくPEファームにとっても重要である。多くのPEが人材の問題をより重視するようになっている背景には、価値の大きく損なわれたディールのうち83%について重要な人材の21~30%が退社しているという、合理的な根拠がある(図表5)。



図表 5

買収後も対象企業に留まって欲しかった社員のうち退職してしまった従業員の割合は?



注記1: 比較のため、企業の買い手についての対応データをグラフ下部に示した

出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編

調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

## 4. 適切なエグジット計画が必須である

- PEによる価値を創造した売却の79%が、機会をとらえたディールであった。
- PEによる価値を創造した売却の91%が、適切な手法に基づいてエグジット手続きを実行した。
- PEによる価値を創造した売却の54%が、投資銀行を通じて買い手を探している。

PEのディール担当者のうち多数(67%)が、直近の売却案件から価値を創造したと回答した。ただし当社の調査から、早めに、さらにはディールのライフサイクルのごく初期の段階からエグジットを検討することの重要性が明らかになった。回答者の過半数が、次回以降の売却ではより早めにエグジット計画を練ることに賛成している。また、これを上回る回答者(61%)が、ステークホルダーとのコミュニケーション強化に対策を講じると述べている。

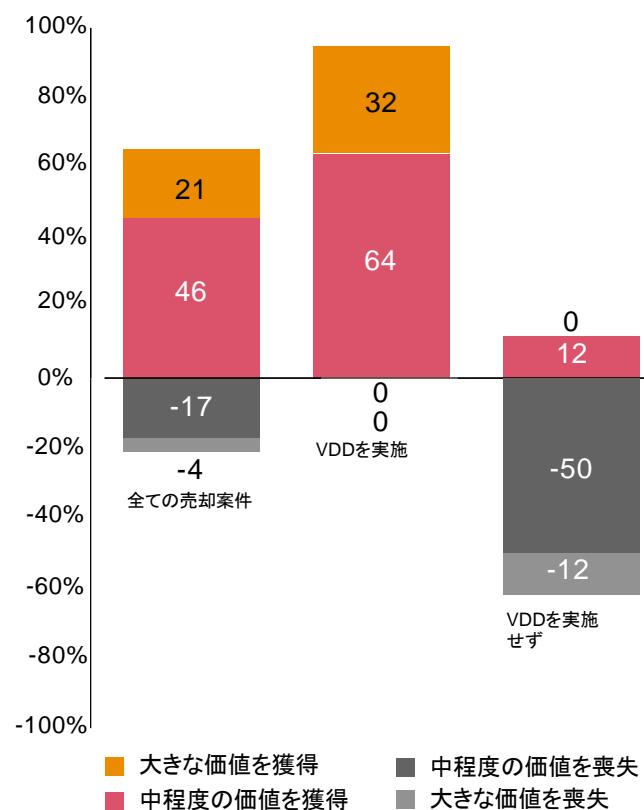
機会をとらえた売却案件では、計画的なディールのそれと比べて大きな価値をもたらす可能性が高いため、チャンスに備え準備のできていることがカギとなる。機会をとらえた売却のほぼ5件に4件(79%)が、大きな、あるいは中程度の価値をもたらした。これは、計画的な売却のうち同様の価値をもたらしたディールが5分の3(61%)であるのと比べ、明らかに高い。

機会を捉えたにせよ計画的にせよ、成功を収めたディールには、明らかな共通点が1つある。それは、ほとんど全てのケースで、エグジット計画を含めた適切な方法に従ってディールが行われていることだ。適切なプロセスを採用したディールのうち、価値を創造できなかつたのはごくわずか(3%)だったが、一方でそうした計画なしに行われたディールの大半が、価値を創造できていない。

価値を創造した売却案件にはベンダー・デューデリジェンス(VDD)が大きくかかわっていることが、当社の調査から分かった。市場へのVDDの浸透度は地域により異なるが(調査対象のディールのうちVDDを活用したのは66%にとどまる)、当社の調査では、VDDを活用しないディールのうち価値を創造したのがわずか12%であったのに比べ、VDDを活用したディールはすべて価値を創造している(図表6)。

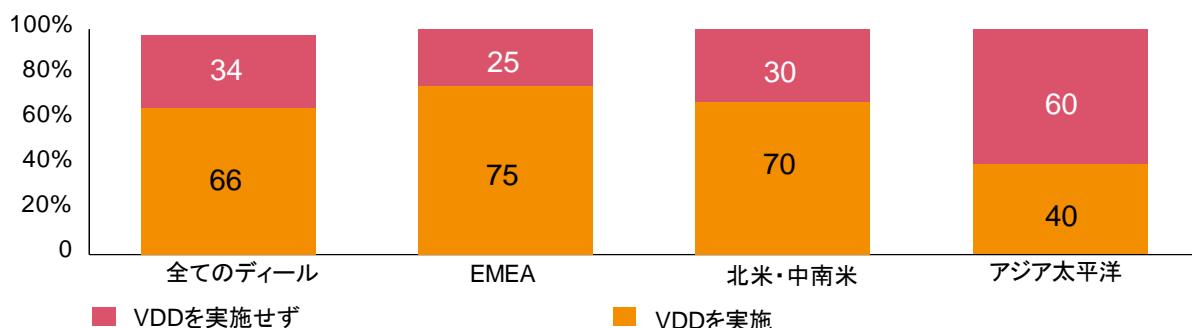
図表 6

今回のディールは売却プロセス開始前の資産評価額と比べどの程度の価値を生み出しましたか?



図表 7

ベンダー・デューデリジェンスを実施しましたか?



# ディールの価値を高めるには： データの必須条件

データとデータ・アナリティクスは、ディールの価値を高める手段として、非常に有望で期待できるツールである。データとアナリティクスがクラウドベースで利用できることで、精度の高い分析が可能になり、PEと経営陣が価値創造についてより深く把握できるようになった。

また、最新のクラウドテクノロジーと詳細なディールのデータを活用すれば、取得企業の業績について直ちにフィードバックを得ることが可能だ。企業業績をリアルタイムで評価することができます不可欠になっている現在、こうしたツールを使うことで売上高、利益率、コストマネジメント、キャッシュフローなど、主要な業績を支えるさまざまな推進力の特定につながり、その結果、企業業績の根本的な要因をよりよく把握し、正しい判断をより迅速に導くことができるのである。

よりミクロなレベルでは、データおよびアナリティクスを活用してオペレーション改善のポイントを特定することにより、データを知見に変換して販売効果、価格設定、解約率低下、生産効率といった領域に活かすとともに、どの商品をどの市場に、いくらの利益率で販売するべきかという決定に役立てることが可能だ。つまり、企業のオペレーションの現場にアナリティクスを取り入れ、より細やかな意思決定の作業を行うことによって価値を高めるのである。

“

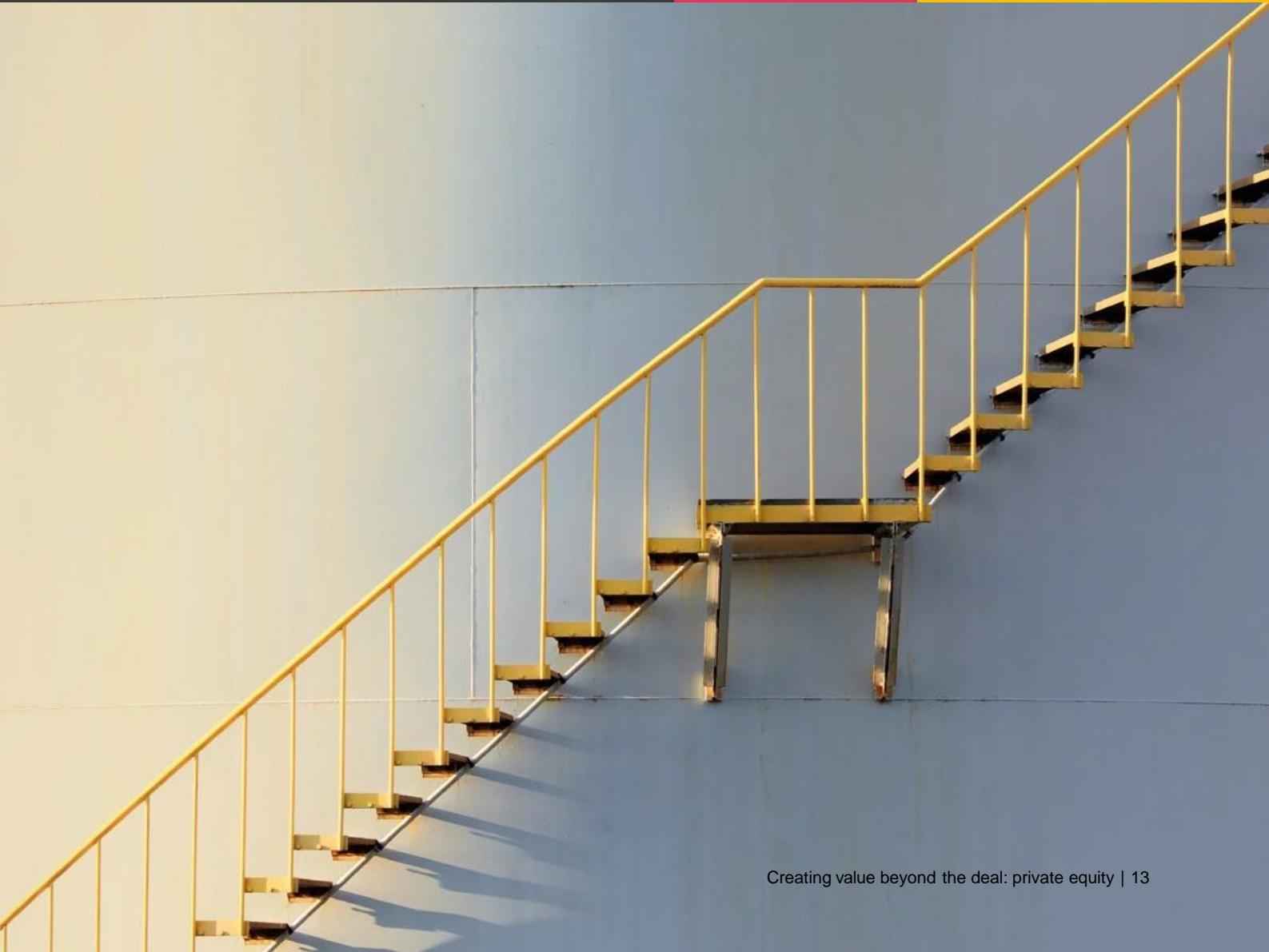
PEはデータを多用しているが、最新のツールやテクノロジーのもたらしうるメリットを完全に享受するには至っていない。この対応力(ケイパビリティ)の構築が、デジタル時代の成功者とそうでない者を決定づける要素になると考えている

ディビッド・タップナック(David Tapnack)、PwC英国 財務意思決定・分析パートナー

# ディールの価値 創造を促す4つ の実践的な手段

今日のディール環境においてリターンへの期待に応えるためには、PEやファイナンシャルインベスターがこれまで複雑かつ難しそうで管理不可能と見なしてきた価値創造の手段に注目する必要がある。レバレッジが高めの水準にあり、マルチプルの高騰で「マルチプル・アービトラージ」による価値創造がますます難しくなっている現在の状況下にあって、そうした手段を検討する意義はさらに増している。

ここでは、マルチプルを押し上げ、ディールのリターン潜在性を高める、4つの実践的な方法を紹介する。



## ディールの価値を高める手段その1: 収益成長の最大化

今日の環境では、企業価値を高めることが重要である。事業会社もディール獲得を追求し、競争が激化していることがその一因だ。ファイナンシャルインベスターが最も重視することは「キャッシュ・オン・キャッシュ・リターン(CCR)」倍率と内部利益率(IRR)だが、事業会社の経営陣が重視するのは株価である。両者の優先事項は明らかに重なり合うが、買い手と投資先企業の目的をさらにすり合わせる余地があるかもしれない。投資先企業の経営陣に対し、成長への計画とそれを加速させる戦略的な手段など、マルチプル上昇への取り組みにさらに注力するよう働きかけければ、企業とファイナンシャルインベスターの考えを一つにすることが可能である。

一方で、投資家は経営陣に積極的に働きかけて、マルチプルが市場の発展によってしか上昇しないという思い込みをやめさせ、戦略的リポジショニングのもたらす機会について理解してもらう必要があるかもしれない。大手PEファームの多くはすでにそれを実行し、EBITDA(金利前税引前償却前利益)配当や企業価値の上昇という恩恵を受けていることが、調査結果にも表れている。

では、ファイナンシャルインベスターに企業の買い手を超える優位をもたらすのは何だろうか。それは、ファイナンシャルインベスターがマルチプル上昇の手段を認識できる有利な立場にあること、成長機会を引き出すためにビジネスモデルの抜本的な改革を実施することにある。

一方でPEの売り手は、エグジット戦略を練るためにより多くの時間をかける。実際、ディールの開始当初から、資産保有の全ライフサイクルを描き始めることが多い。その結果、売り手には将来のリターンに関するより確実な見通しが提示されるようになり、ディールのマルチプル最大化を促す可能性がある。

“

価値創造計画は、あらゆるディールにおいて最も重要な部分である。買収を行う際には常に現在のオペレーティングモデルの強化と、それに伴う収益の拡大を目指している。直近のディールでは、価値創造の目標をさらに拡大した

米国PEファームパートナー

### PwCの視点

ディールがリターンへの期待に応えられないのは、収益を達成できない、あるいは想定外の利益率低下に見舞われるためであることが多い。その典型的な理由は、企業がディールを行うにあたり、将来の市場力学を十分に予測していないことである。

ウィル・ジャクソン・ムーア(Will Jackson-Moore)、  
PwC英国 グローバルプライベートエクイティ・不動産・ソブリンファンドリーダー

## ディールの価値を高める手段その2: 早期に計画し厳正に実行

本調査の対象となったPEのディール担当者は、ディールの初期段階から価値創造の包括的な青写真に裏づけられた明確な戦略を設定することにより、買収企業の価値を高めることに成功している。興味深いことに、Day1の優先事項が価値創造にあると回答したPEは、わずか44%であった。これを事業会社の回答と比較すると、同じく価値創造がDay1の優先事項だと回答したのは、34%にすぎない。今回のディールをもう一度やり直すと仮定すれば、価値創造を優先するべきだと回答した企業のディール担当者は66%、同じくPEでは61%であった。

では、効果的な価値創造計画策定には何が必要だろうか。すべての計画が同じように作られるわけではない。重要なのは、青写真の実現に向けた手段が包括的に示されていることである。その土台となるポイントを以下に示す。

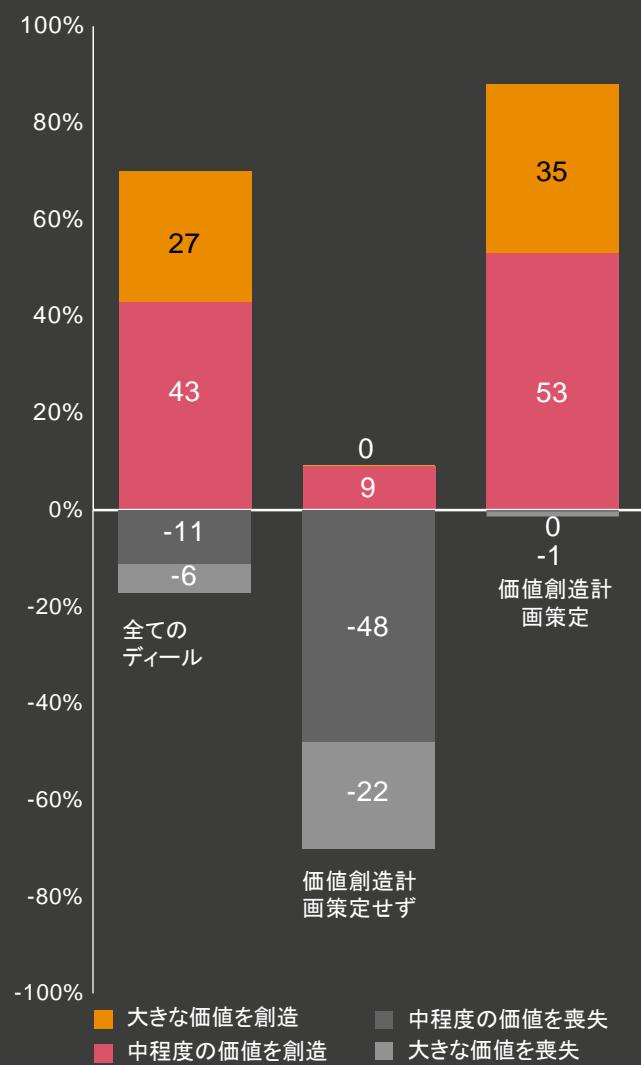
- ターゲット企業のオペレーティングモデルが、価値創造の戦略を達成できるような組織構造を構築していること
- 人事評価が、既存の（および将来の新たな）人材のリーダーシップ要件およびケイパビリティ要件を明確に定めていること
- さまざまな戦略オプションが税務、運転資本、年金に与える影響を検討し、ディール期間およびディール後にさらに企業価値を上昇させて利益を創造する方法を模索すること

計画の策定は早ければ早いほどよい。たとえば、ディール完了前に価値創造計画を策定していなかったケースでは、70%が中程度または大きな価値を喪失している。逆に、ディール完了前に価値創造計画を策定していたディールの88%が、中程度または大きなリターンを創出した（図表8を参照）。

本レポートの作成にあたり実施したインタビューの内容に一貫した特徴として、PEのディール担当者は、ディール完了の最大2年前から価値創造計画についての検討をスタートさせることが必要だとし、また、デリジェンスやディール完了プロセスの間もそれを念頭に置くべきだと述べている。

図表8

今回のディールは、買収価格と比較してアンダーライニング・ファンドにどの程度の価値を創造しましたか？



上記のグラフでは「価値がほとんどないか、全くない」の回答を省略した。

出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて  
プライベート・エクイティ編

調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、  
過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

“

当社は価値創造計画を、各ディールのごく初期の段階で策定する。ディールを締結する前に原案を作成することで、自分たちの投資テーマを描くことができ、その後は経営陣と共にそれを実践していく。そうすればスピードィーに事を進められる

アラン・ルー(Alan Roux)、CVCキャピタル・パートナーズ オペレーティングパートナー

“

当社は多くのケースで、特に(価値創造の)第1弾の青写真が成功を収めた場合には、第2弾の青写真を実行に移す。Worldpayの例にあるように、最初の5年間で達成すべき利益を3年間で実現できた場合、その企業の価値創造に余力があると感じられれば、第2弾を実行する

ルカ・バッシ(Luca Bassi)、ペインキャピタル・ロンドン、マネージングディレクター

ディール後の価値創造計画を系統立てて追跡することは、達成された価値上昇と今後の上昇可能性を実証するうえで役に立つ。現在の進捗を明確なロードマップに照らして追跡することにより、すべてのステークホルダーが価値創造、リポジショニング、最適化に向けた道筋を確認できる一方、企業は将来の買い手候補に、この道筋を提示できる態勢が整う。

価値創造計画に照らした監視・追跡のもう一つの中心的な役割は、当初の目標が達成され、企業全体がよく見通せるようになることで新たな価値創造手段が見いだされ、企業の進化が促されることである。

資金の厳格な基準に従い、データ・アナリティクスを活用して価値創造計画に関する取締役会への報告を行うことにより、企業は自身が計画を遵守しているか、つねに公正な立場で判断することができるだろう。

今回の調査でとり上げたディール担当者の多くが、それまで見落としていた機会の特定や、価値創造計画の策定、実施、パフォーマンス追跡に役立つような、第三者の視点がもつ潜在的な価値を強調している。「当初は全く別の事業計画を立てていたが、その計画の導入が難しくなった。そのため、当社の思い違いを指摘し該当するリスクを軽減してくれる、外部アドバイザーの採用を検討した」と、あるPEファームのパートナーは語る。

## PwCの視点

大手PEファームは、自身の手がけるあらゆるディールで達成される価値創造を、その手段を含めて監視・記録する価値創造モデルを有している。それは、間違いなくPE文化の中核である。

ウィル・ジャクソン・ムーア(Will Jackson-Moore)  
PwC英国 グローバルプライベートエクイティ・不動産・ソブリンファンドリーダー

## ディール価値を高める手段その3: 文化と人材を検討課題の中心に

ターゲット企業の文化と最も優秀な人材の確保に向けた重視的な取り組みを怠ることは、大きく、かつ見落としがちな価値の毀損要因である。

成功を収めるディール担当者は、投資先企業のポテンシャルを最大化するために必要な、リーダーとイノベーター（革新の担い手）を見きわめることができる。また、買い手と経営陣の利害のすり合わせを行い、価値創造を重点目標に設定している。つまりM&Aにおいては、企業と同様にPEでも、ディール組成の中心に従業員を位置づけなくてはならないということだ。

データ・アナリティクスはこの点でも役に立つ。PEファームは非常に早い段階から、ターゲット企業について一定の文化的調査を行うために、ソーシャルメディアその他の領域から収集したデータに基づく「センチメント分析」を採用している。

“

経営陣の迅速な立て直しが肝要だ。経営陣を改革するのは気が進まないかもしれないが、必要であれば実行しなくてはならない。初期の段階で離職を決定する経営陣がいる場合は、それが真の問題である可能性がある

アラン・ルー(Alan Roux)、CVCキャピタル・パートナーズ オペレーティング・パートナー

たとえば、ソーシャルメディアに目を向ければ、ターゲット企業の従業員が給与の問題をどう感じているかを示すシグナルを収集できることがある。そしてその結果、ある企業とその従業員、給与水準、ひいては給与コストとEBITDAに関する潜在的な問題についても、何らかの仮説を立てられる可能性があるのだ。また、組織文化の問題として長時間労働が浮上すれば、従業員の離職率に注目するべきだと解釈できるかもしれない。

“

人材確保とオペレーションの安定は車の両輪だ。買収は往々にして貴重な人材を失う結果となるが、当社の手がけた直近のディールでは、可能な限り多くの人材を確保することを優先事項とした

あるPEファームのパートナー

### PwCの視点

重要な人材が現状に失望する、あるいは退職を決意すると、そのディールに期待される価値の上昇が大きく損なわれるだけではない。これらの人材がターゲット市場の競合他社に移れば、買い手は二重に打撃を受ける可能性がある。そのため、買い手と投資先企業との間に文化的な橋渡しをし、人材確保とモチベーション維持につながる働きかけやインセンティブを考案することが、非常に重要である。ターゲット企業の重要な社員は、交渉が締結されるかなり前に買い手チームと実際に会って、価値創造計画を協議しておくことができるだろう。そして、こうした接点を持つことによって、社員のデューデリジェンスに必要な情報がもたらされ、ディール実行後に向けた基礎固めにもなりうる。

サラ・ムーア(Sarah Moore)、PwC英国 ピープル・イン・ディールズリード

## ディール価値を高める手段その4: 企業を買い手の視点から検討し、エグジットの機会を拡大

よく練られたエグジット計画は、売り手と経営陣が買い手の視点からその企業を検討するのに役立つ。買い手の最も聞きたいことや心配材料は何か？ 次の所有者の下での事業計画と企業価値のポテンシャルの両方が、どの程度明確に説明されているか？ 計画内容に、買い手から見た価値の優先事項が反映されているか？

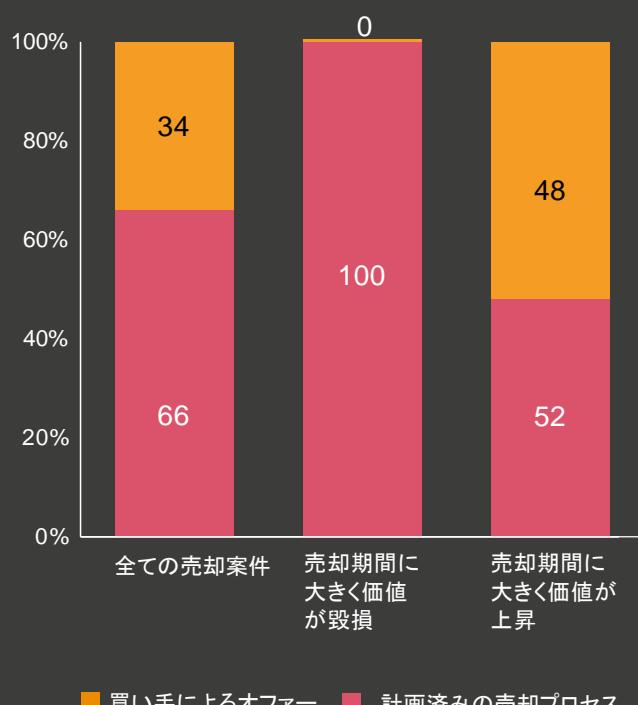
PEの世界では特に、機会をとらえたディール組成が主流となっているため、当初から厳格な価値創造計画を立て、機会をとらえた売却に備えることがさらに重要となる。こうした計画があれば、主要業績指標(KPI)の規律ある追跡と、計画遂行の進捗に関する適切な説明責任を確保することができる。

上記の方法で信頼性を証明することができれば、またそれにより、真に必要な「将来のエクイティ」ポジションを正確に提示することができれば、正しい戦略的方向性がもたらす成果に加え、オファーによる機会をとらえて価値を最大化するのに役立つはずである。

これには、KPIのモニタリング精度の向上が必須となる。先に述べたとおり、ここでもデータは重要な役割を果たす。たとえば、計画に照らした進捗状況に関する正確な追跡能力を、買い手に示すことができるからである。

図表 9

今回のディールは機会をとらえたもの(買い手によるオファーまたは計画済みの売却プロセスの一環)でしたか？



■ 買い手によるオファー ■ 計画済みの売却プロセス

出所: Value Creation ディールの先の価値創造を見据えて プライベート・エクイティ編  
調査: PE経営幹部100名と企業のM&A責任者600名を対象とした、過去3年以内に手がけた最大の買収・売却案件に関する2018年調査

### PwCの視点

投資対象がどれくらいの価値を達成するか把握できれば、買収に先立って効率的なストラクチャリングを実施できる。このことは、エグジットの時期に非常に大きな効果を発揮する。

オスカーテュニセン(Oscar Teunissen)、PwC米国 税務戦略リード



## 責任あるビジネス

消費者と公共部門の組織は、持続可能かつ社会に包摂的なブランドへと惹かれ始めている。したがって、ターゲット企業の環境・社会・ガバナンス(ESG)に対する取り組みが、エグジットに先立ってどの程度の価値を創造できるか検討することは、ファイナンシャルインベスターにとって重要となる。先ごろ行った「プライベートエクイティ責任投資調査2019」によると、PEのパートナーの半数以上が、投資先企業のESG活動の生み出す価値を現在は予測していないが、将来はそうする予定であるという結果が出た。

関連した検討事項には、税務方針も含まれる。

“

情報発信と人々の監視がますます勢いを増す時代において、多くの企業は税務プランニングを、社会的責任に対する取り組みとして正式に位置づけている。税金を「財政への貢献」というブランドに変えることは、実効税率の税負担最小化に関する投資家の懸念を軽減する可能性がある

スカー・テューニセン(Oscar Teunissen)  
PwC米国 税務戦略リード

# 結論

企業価値のマルチプルが低下する一方で、ファイナンシャルインベスターは依然として高いリターンを望み、投資に向かうはずの巨額の「ドライパウダー」を抱えている。こうした期待に応えるには、投資先企業のオペレーション改善と並行して、戦略的なリポジショニングと収益拡大を積極的に推し進める必要がある。ファイナンシャルインベスターに、資金を遊ばせておく余裕はないからだ。

機会をもたらすのは、テクノロジーによるディスラプティブな改革、変わりつつある顧客の期待、これらが推進する新たなビジネスモデルなどである。また、持続可能性に向けた動きにみられるような、消費者と市場の転換の最前線に立つチャンスもある。

潜在的な需要を実現するには、ディールプロセスの可能な限り早い段階で明確な価値創造の青写真を描くこと、加えて人材の動機づけと確保に厳しく取り組むことが求められる。ディールのための資金調達とストラクチャリングは依然として重要だが、それらは最低条件である。真の価値上昇は、市場への理解、隙間を見いだしてより利益の上がる市場へとビジネスの舵を切る能力から生まれる。そして忘れてはならないのが、経営陣の関与と協力がこれらを可能にするのである。

とりわけ、価値創造を促す方法にデータおよびデータ・アナリティクスを組み込む手段を見いだすことが、ますます重要になる。これらに関して、十分な情報を得て、関与できるステークホルダーがない場合、PEファームで機能させることは難しい。したがって、PEファーム内にこれを推進する専任のシニアリーダーを配置することは、それに寄与することとなる。



“

これは非常に大きな可能性を秘めた市場です。しかし、従来の市場サイクルにおいてファイナンシャルインベスターが用いてきたディール価値に関する標準マニュアルだけでは、リターンへの期待に応えることができなくなりました。そのため、大手PEファームはディールにおける価値創造を再考し、その結果報酬を得ています。正しいプランニングとアプローチをもってすれば、PEファーム以外でも同様の成功を収めることができると確信しています

マルコム・ロイド(Malcolm Lloyd)  
PwC グローバルディールリーダー

# 調査方法

企業業績に影響を与える要因を理解することを目的に、PE経営幹部100名を対象にインタビューを実施し、幅広い業界・地域におけるM&Aを通じた価値創造の実体験調査を行った。調査対象者はすべて、過去3年以内に大規模な買収・売却案件を経験している。調査は定性的な質問と定量的な質問を組み合わせて行い、聞き取りはすべて電話で行った。当社のクライアント以外の対象者の回答はすべて匿名化し、集計データとして利用した。



# お問い合わせ先

PwC Japanグループ Value Creation in Deals (VCiD)  
E-mail: [pwc.jp.valuecreation@jp.pwc.com](mailto:pwc.jp.valuecreation@jp.pwc.com)



吉田あかね

PwCアドバイザリー合同会社  
代表執行役



関根 俊

PwCアドバイザリー合同会社  
PwC Japan プライベート エクイティ リーダー  
パートナー



## [www.pwc.com/pe-report](http://www.pwc.com/pe-report)

PwCは、社会における信頼を築き、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界158か国に及ぶグローバルネットワークに250,000人以上のスタッフを有し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細は[www.pwc.com](http://www.pwc.com)をご覧ください。

本レポートは対象事項に関する一般的な手引きとして作成されたものであり、専門的助言ではありません。具体的な専門的助言を受けることなく、本レポートに記載された情報をもとに行動すべきものではありません。本レポートに記載された情報の正確性または完全性については、なんら表明または保証するものではなく（明示または黙示を問わず）、また法律で認められる限り、PwCはいかなる方に対しても、本レポートに記載された情報に依拠した行動もしくは行動の中止、またはそれにもとづく意志決定の結果について、いかなる債務、責任、注意義務等も負うものではありません。

本レポートはPwCメンバーファームが2019年に発行した『Creating value beyond the deal: private equity』を翻訳したものです。翻訳には正確を期しておりますが、英語版と解釈の相違がある場合は、英語版に依拠してください。

オリジナル（英語版）はこちらからダウンロードできます。<https://www.pwc.com/gx/en/services/advisory/deals/deals-report/sector-insights.html#private>

日本語版発行年月：2020年6月 管理番号：I202005-12

© 2020 PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see [www.pwc.com/structure](http://www.pwc.com/structure) for further details.