

プライベート・エクイティ

プライベート・エクイティ投資： オペレーションの改善を通じた価値の創造

2022年までの10年間は、好況の潮流に乗って、プライベート・エクイティ業界を含むほぼ全てのセクターが上昇を記録しました。しかし、市場にボラティリティが戻ってきた今、多くの投資家にとって、力強いリターンはそう簡単に獲得できなくなっています。

その理由は、プライベート・エクイティ（PE）業界が価値創造の大部分を市場要因に依存してきたからです。しかし、長期にわたり続いた上昇相場の時代が過ぎ去り、GPはもはやマルチプル拡大をリターンの原動力に見込むことができなくなっています。

このトレンドを背景として、プライベート・エクイティ投資における第3のステップであり、最後のステップである、オペレーション改善を通じた価値創造に注目が集まっています。優良な事業を見極め、価値ある事業として買収した後、キャッシュフローを向上させるためには、その事業のオペレーションを改善することが重要です。

本稿では、ポートフォリオに組み入れられた事業のオペレーション改善が、どの様にしてプライベート・エクイティの価値創造の大部分を担うことができるのか、また、再現可能なプレイブック（虎の巻）に基づくアプローチがなぜ最善の策なのか、について概説します。

プライベート・エクイティ投資における3つのステップ



ステップ 1



優良事業の見極め



ステップ 2



将来価値に基づいた
バリュー投資



ステップ 3

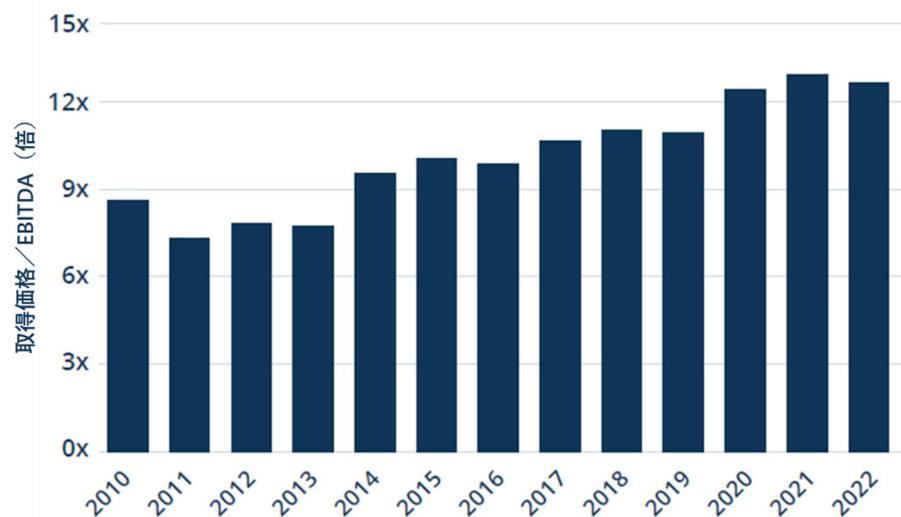


オペレーションの改善による
キャッシュフロー成長を実現

市場要因にパフォーマンスを委ねることの危険性

直近のサイクルにおける広範なグローバル市場の拡大は、プライベート・エクイティ（PE）案件のマルチプル上昇を後押ししました（図1参照）。

図表1
世界のバイアウト案件、エントリー・マルチプルは過去10年間で上昇
バイアウト案件エントリー・マルチプルの中央値、対EBITDA倍率

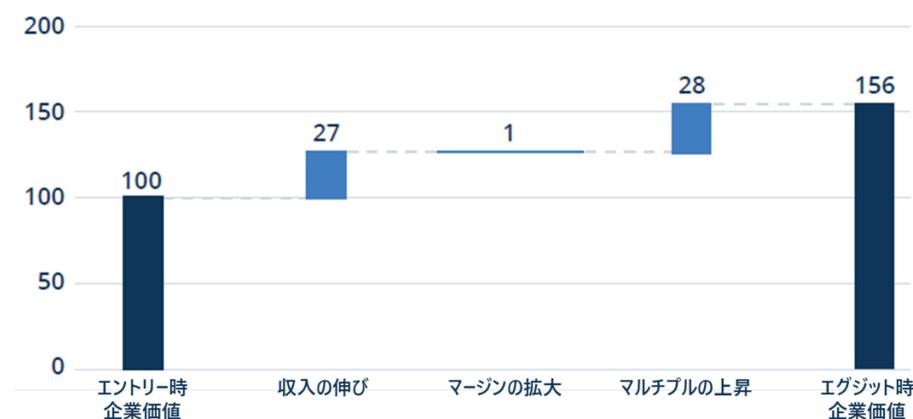


出所：マッキンゼー

プライベート・エクイティにおける価値創造のドライバーを詳しく見てみると、幅広く確認された堅調なパフォーマンスが偶然の一致ではないことが分かります。同期間におけるプライベート・エクイティのリターンは、近年を中心としたマルチプルの拡大が主な推進力となっています（図2参照）。

図表2
PE業界の価値創造における主なけん引役はマルチプルの拡大

価値創造のインデックス中央値（2012-2022年にクローズした世界のバイアウト案件）



注：計算はすべて米ドル建て。案件のエニパスに含まれるのは、グローバルのバイアウト案件、あらゆる案件規模、2012年から22年に案件がクローズしたもので、完全または部分的に実現した案件。
出所：ペイン。

株式市場の高騰はプライベート・エクイティのリターンの追い風となりましたが、その後潮目が変わります。世界金融危機（GFC）後の強気相場は2022年に突然終わりを告げ、ボラティリティは2023年に至るまで拡大しています。そのため、GPは価値創造の原動力となるマルチプルの拡大や安価なレバレッジへのアクセスにもはや頼ることができません。

プライベート・エクイティ投資家にとっての朗報は、マルチプル拡大が価値創造の主要な源泉である必要はないという点です。当社は、プライベート・エクイティ・ポートフォリオの価値創造の大部分は、市場要因ではなくオペレーションの改善が占めると考えています。

コントロール可能な結果に焦点を当てた価値の創造

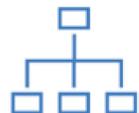
オペレーションの改善を通じた価値の創造とは、広い意味で、ポートフォリオ企業（投資先企業）による事業計画の実行に際してリーダーシップと方向性を示すことです。これには、一般的に、戦略的リポジショニング、オペレーショナル・エクセレンス、商業活動の強化といった取り組みが含まれます。

このプロセスは、最も高い価値を生み出すオペレーション改革を特定することから始まります。そのためには、いくつかの中核的な機能分野に焦点を当て、各分野の専門知識を有する専門チームを編成する必要があります（図3参照）。

組織の評価とトランスフォーメーション（変革）とは、経営者の思考を持ちつつ投資家目線で評価を行うことであり、投資先企業の経営に参画するに十分な能力を備えた運用チームを持つことでもあります。時には、強力な長期の経営陣を確立するための暫定的なステップとして、出向が含まれる場合があります。

図表3

価値ドライバーの特定にあたり核となる機能分野



組織評価 &
トランスフォーメーション



営業活動



製造／サービス配送 &
主要なプロジェクト管理



サプライチェーン &
ネットワーク最適化



データ分析 & デジタル化



キャピタル・マーケット



財務計画 & 分析



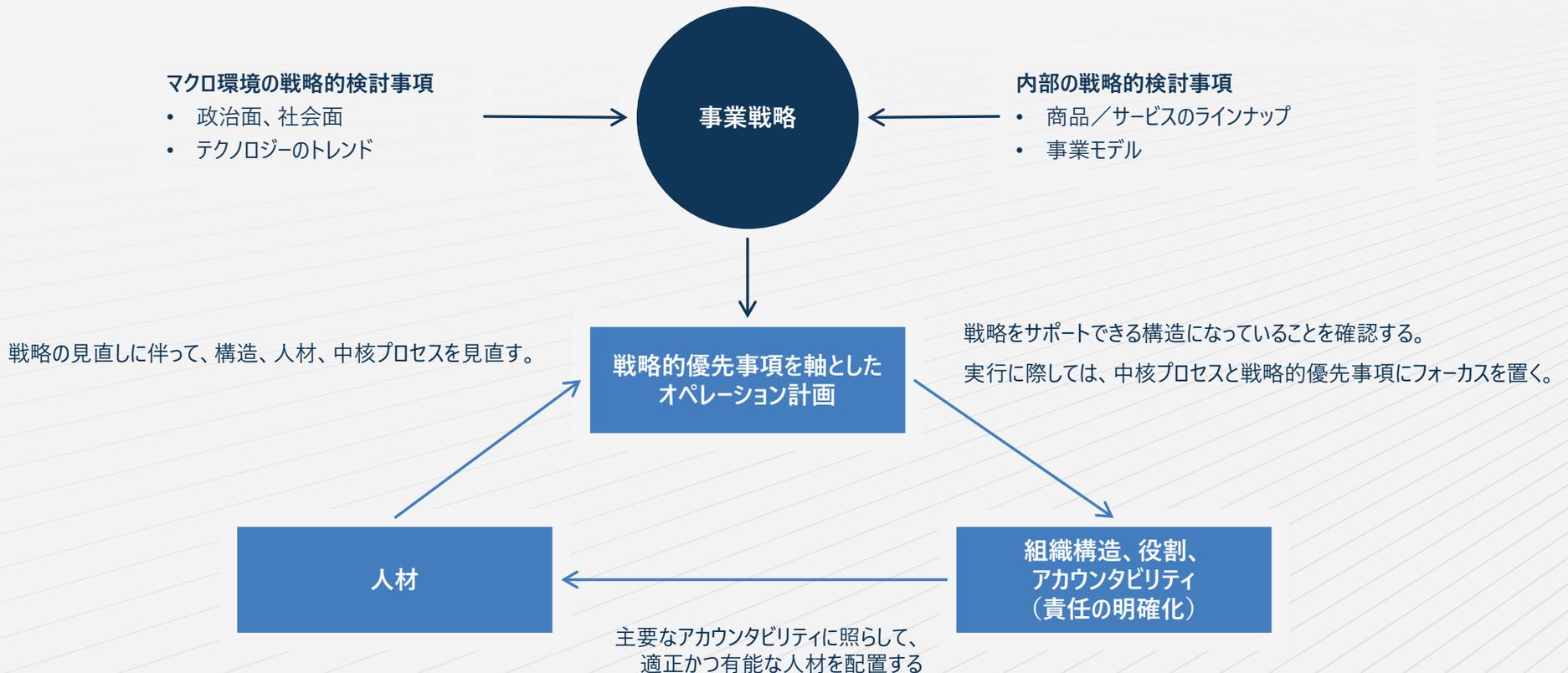
法務、規制、コンプライアンス

繰り返し使えるプレイブック

事業オペレーションの改善に際して最も有効なアプローチは、これまでの試行錯誤が盛り込まれたプレイブック（虎の巻）の活用です。核となる機能分野にフォーカスを置いた反復可能なプロセスを確立し、これに従うことで、投資先企業のキャッシュフローを効率的に強化し、価値を高めることが可能です。

このプロセスでは、事業戦略の開発に向けて、マクロ環境と内部の検討事項の両方を組み入れた包括的なアプローチが必要となります。こうすることで、戦略的優先事項が明確となり、これらを軸にオペレーション計画を構築することで、戦略とともに人材、構造、プロセスが確実に進化するようになります（図4参照）。投資先企業の事業オペレーションを効率よく改善するには、幾つかの主要な取り組みが存在します（図5参照）。

図表4
当社の価値創造ガイド



図表5
投資プロセスのプレイブック



デュー・デシリジェンス

- 事業モデル、コア・コンピタンス（中核能力）、マーケティングのポジショニング、資本配分を評価し、広範な戦略レビューを実施。
- 組織を見直し、戦略との整合性を測る。
- キャッシュフロー改善の機会と手段の特定に向けた価値創造のアンダーライティングの実施。



オンボーディング（投資実行・経営関与）

- 取締役会および経営監督委員会を設置して価値創造計画の整合性を図るとともに、様々な機能を導入し、初日からフルに活動できる準備を整える。
- 戦略レビューを継続するための100日計画を策定、価値創造における優先事項の確認や顧客中心のビジネスの徹底、経営管理システムの導入に取り組む。



アセット・マネジメント

- ニーズとライフサイクルの段階に基づいて積極的なアプローチを実施。事業オペレーションの専門家が直接出向するケースも多々ある。
- 様々な機能分野において価値創造に向けた取り組みを実行し、キャッシュフローの創出にフォーカスした企業カルチャーを推進。



エグジット

- 価値創造計画の成功実現を通じて価値を最大化。
- 明確に定義された戦略を実行し、競争優位性を活かす。

プレイブックの実践：ウエスチングハウスにおける価値創造

オペレーション改善による価値創造に向けて、当社のプレイブックが有意義な結果をもたらした数多くの例のひとつ、それがウエスチングハウスです。同社は、世界の原子炉に技術、燃料、サービスを提供するリーディング・カンパニーで、運転中プラント向けサービス、原子燃料、エネルギー・システム、環境サービスの4分野で事業を展開しています。

プレイブック

デュー・ディリジェンスの一環として、当社は広範な戦略レビューを実施しました。同社の組織構造を評価した後、まず経験豊富な経営陣を導入して卓越した経営文化を浸透させ、顧客中心主義でコスト重視のオペレーションモデルを再構築しました。

戦略レビューでは、ウエスチングハウスのコア・コンピタンスを特定し、価値創造の優先順位を決定しました。これにより、最も利益を生み出す製品とサービスに焦点を絞ることができ、そうでない事業からは撤退することができました。施設を統合し、核燃料製造プロセスを改善することで、効率を高め、サプライチェーンを最適化しました。また、主要なサプライヤーとの契約を再交渉し、大幅な節約を実現しました。

成長に向けた取り組み

当社は、営業チームと製品イノベーションを特定された市場機会に合致させるために、会社の商業戦略を刷新することが成長を促進するために不可欠であると判断しました。また、M&Aによって地理的なフットプリントと製品ラインナップを拡大し、8つの付加価値の高い買収を統合しました。

価値の創造

ウエスチングハウスは当社が作り上げたプレイブックに従ってオペレーションを改善し、測定可能な価値創造を実現しました。的を絞ったオペレーション改善とM&Aの組み合わせにより、当社は同社のEBITDAを350百万ドル以上拡大することに成功しました(図6参照)。

図表6

3.5億ドルを超えるEBITDA成長を実現



¹ 追加買収によるシナジー効果を含み、実現が見込まれるシナジー効果や計画されているオペレーション改善を含むがこれに限定されない多くの仮定に基づく推定EBITDAを反映したものです。ウエスチングハウスがこのEBITDA見通しを達成できる保証はありません。

最後の重要なステップ

キャッシュフローの向上を図るためにオペレーションの改善に取り組むことは、当社のプライベート・エクイティ戦略における第3のステップであり、最後のステップです。最初のステップ2つ（クオリティの高い事業を見極め、割安で取得する）が必須要件である一方、ポートフォリオにおける価値の創造において推進力となるのがこの第3ステップであり、すべて当社コントロールで実現が可能なものです。

今日の不透明な市場環境下において、市場要因に左右されることなく価値を創造する能力を持つことが極めて重要です。価値創造に向けた重要な原動力となるのは投資先企業のオペレーション改善ですが、それを実現するためには、確かな執行力と成功の実績を持つプロセスが必要です。

開示事項

当資料に含まれる論説および情報は、教育および情報提供のみを目的としており、いかなる証券もしくは関連する金融商品の募集または購入申し込みの勧誘ではなく、そのように解釈してはなりません。当資料内の説明は、広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じています。ブルックフィールド・アセット・マネジメント・インクとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。

当資料に含まれる論説は、示された時点の情報および見解を含んでおり、当該情報および見解は予告なく変更される場合があります。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証しておらず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依拠することはできません。当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

投資家においては、いかなるファンドやプログラム（ブルックフィールドがスポンサーを務めるファンドやプログラムを含む）への投資を実行する前にアドバイザーの助言を求めべきです。

Contact Us

BrookfieldInsights@brookfield.com

BROOKFIELD.COM

© 2023 Brookfield. All Rights Reserved.

Brookfield