

Deloitte.
Private

ファミリーエンタープライズの転機 資金ニーズの評価

2022年7月



編集前記

素晴らしい芸術作品のように、ファミリーエンタープライズは、ユニークで、時間をかけて作られ、価値が高まっていくものです。一つとして同じものはないファミリーエンタープライズですが、成長、進化、変革の機会という一連の転機が存在するという点では共通しており、これらの機会をもれなく掴むためには準備が不可欠です。本レポートは、ファミリーエンタープライズがこれらの機会を最大限に活かす手助けとなる、8つの基本要素を紹介するシリーズの第2回です。ファミリーエンタープライズは、適切なキャンバスがあれば、進化を重ねるビジョン、関心、ニーズ、そして価値観を支えていくためのビジネスを何世代にもわたって描き出すことができるのですから。

注意事項：本誌はDeloitte Privateが発刊した原稿をデロイト トーマツ グループが翻訳し2023年3月に発行したものです。和訳版と原文である“Pivotal moments for family enterprises (英語)”に差異がある場合には英文を優先いたします。

新しい資金オプションにより、ファミリーエンタープライズは**新たな機会**を創出することができます。

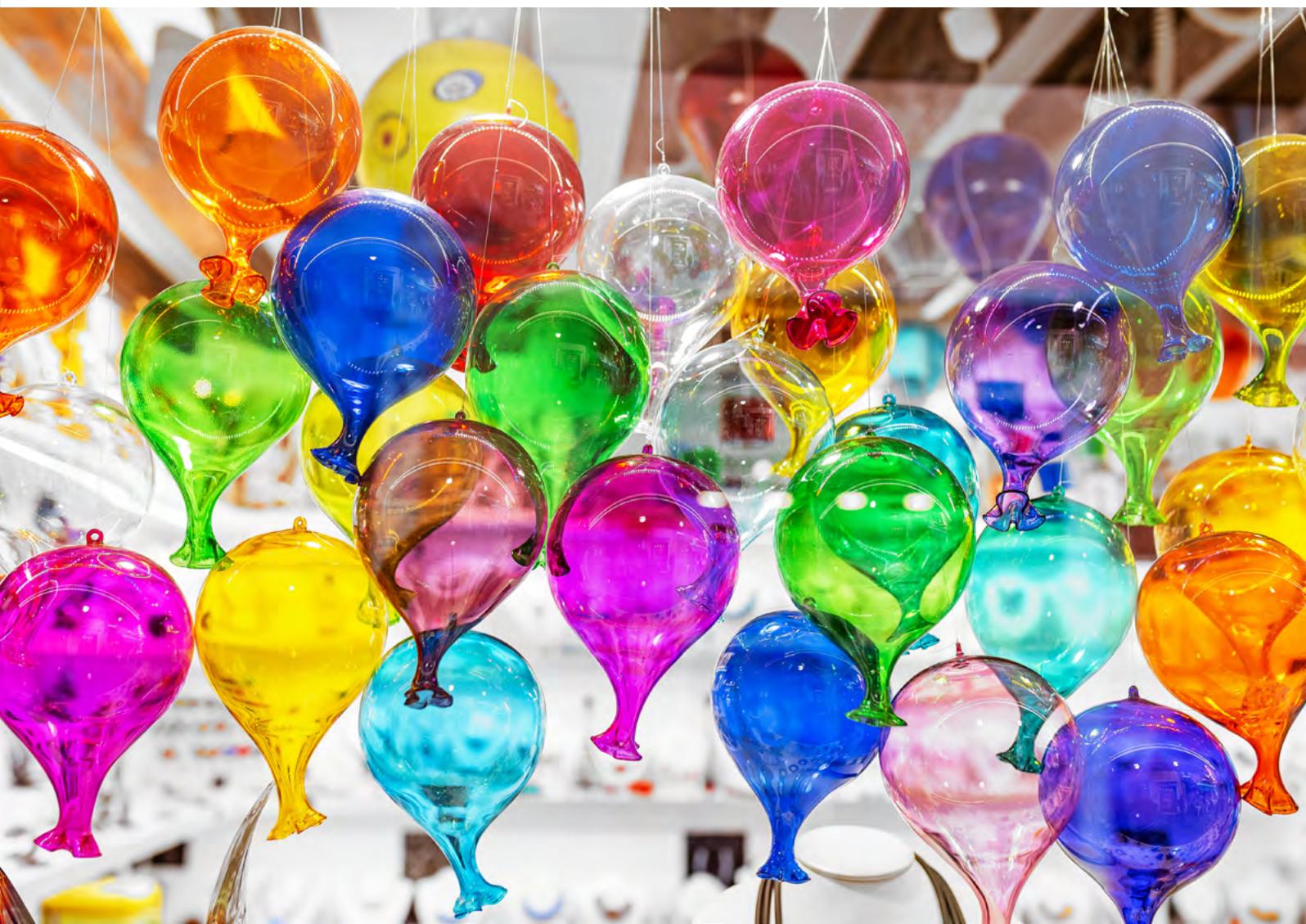
未来志向のファミリーエンタープライズには、至る所に機会があります。新しい産業に向けた多角化、既存事業の拡大、最新テクノロジーの導入など、成長の機会が訪れるでしょう。そして、その場合には追加資本が必要になるかもしれません。

このような機会を捉えることがエキサイティングである一方で、ファミリーエンタープライズに特有の複雑な問題が生じる可能性もあります。何に対して、いつ追加資本が必要にな

るか、そしてどのような方法で追加資本を手し、活用するかについては、ファミリーの力学に大きく影響される可能性があります。本シリーズの第1回で説明した通り、明確なガバナンス体制を確立することで、「何を」「いつ」「どのように」行うかについて、事前にファミリーエンタープライズ内の意思統一を図ることができます。これにより、ファミリーエンタープライズは自信と機敏性を持ち、新たな機会を掴む準備ができるようになるばかりではなく、ビジネスのニーズとファミリーメンバーの

ニーズのバランスが取れるようになっていきます。

John Deering (Managing Director, Deloitte Corporate Finance LLC) は、「ビジネスの資金ニーズに備えることは、ほとんどの場合で戦略の柔軟性を高めることにつながります。」「この備えは、必要ときに最適なソリューションを利用できることを知る上で良い方法です。」と述べています。



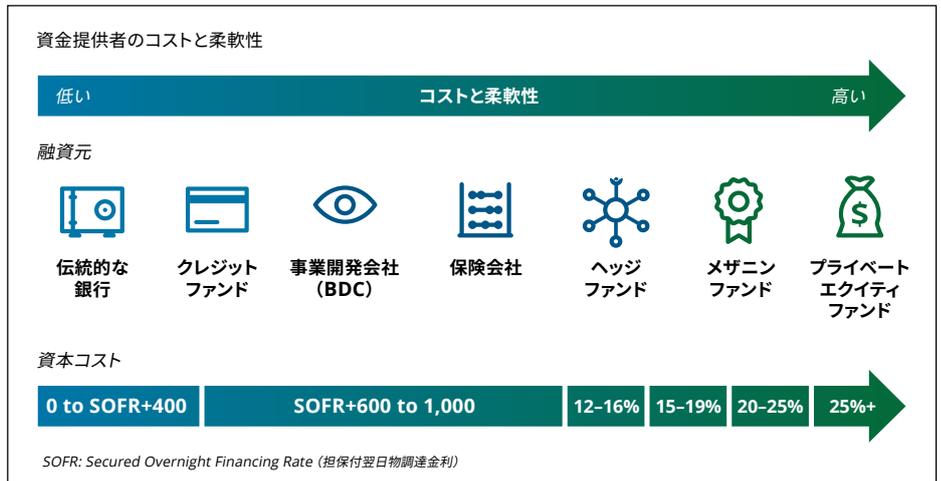
伝統的な貸付機関と非伝統的な貸付機関によって広がる資金調達を選択肢

かつて、ファミリーエンタープライズには資本入手の選択肢がほとんどなく、結果として、多くの企業が伝統的な銀行に頼っていました。しかし、あいにく商業銀行は保守的で、資金使用を制限することが多かったため、ファミリーエンタープライズが達成できることには限りがありました。その後、債券市場が発展し、非伝統的な新しい貸付機関も登場したものの、ファミリーエンタープライズの多くがこのような選択肢を把握できていないのが現状です。

Deeringは、「民間債券市場は急速に発展しています。近年は、ファミリーエンタープライズの資金ニーズに応えるために、独創的で用途が広い、ノンバンクの代替手段が選択肢として数多く存在しています。」「これらの選択肢により、与信枠の追加や借り換えなど、状況の変化に応じた柔軟な対応を受けることができます。借入の選択肢を評価する際の共通のテーマは、コストと柔軟性の最適なバランスを見つけることです。」と述べています。

近年の融資の動向を見ると、事業開発会社(BDC)、ヘッジファンド、保険会社、メザニンファンドがプライベートカンパニーの資金調達でより重要な役割を担うようになっており、民間のレバレッジドファイナンス取引全体の大半を占めるようになってきました(S&P Capital IQ)。これらの新興プレーヤーは、買収やその他の成長戦略の推進、オーガニック成長を加速するための資本支出の加速、特別配当のための資金調達、少数株主の買収のため、または債務再編により既存の潜在的な財務制限条項を取り払うために、独創的な資本構成を提供しています。

「民間債券市場は急速に発展しています。昨今では、ファミリーエンタープライズの資金ニーズに応えるために、独創的で用途が広い、ノンバンクの代替手段が選択肢として数多く存在しています。」



BDCは、上場株式と債券市場の代替手段を求める適格投資家や機関投資家にとって魅力的な手段として登場した、注目に値するノンバンクの貸付機関です。投資可能な資金、いわゆる「ドライパウダー」の調達額が過去最高となる中、BDCは、第一順位抵当ローン、ユニットランジェ融資、劣後債、仕組み株、株式共同投資などを求めるミドルマーケット企業の間で人気の高い選択肢となりました。

プライベートエクイティファンドもまた、長期的な資金ニーズや株主の流動性目標を評価する際の重要な選択肢として挙がってきています。BDCと同様に、プライベートエクイティファンドも大量のドライパウダーを保有しています。未投資のプライベートエクイティ資本は、2021年9月の時点で約1.3兆米ドルに上り、ファンドマネジャーはこの資本を新たな機会に振り向けなければならないというプレッシャーにさらされています¹。しかし、2021年を振り

返れば、プライベートエクイティによる取引金額の上昇は、大きな話題を呼んでいます。

Phil Colaco (Managing Director, Deloitte Corporate Finance LLC) は、「プライベートエクイティがいつM&Aの原動力に取って代わったかということが大きな話題を呼んでいます。」「2021年においては、プライベートエクイティファンドがストラテジックバイヤーよりも高いマルチプルを支払っていましたが、このような例は自分のキャリアでは見たことがありません。この1年でプライベートエクイティが支援した取引は増加し、その額は天文学的なものでした。」と述べています。

上図は、様々なタイプの資金源が民間債券市場に競争と柔軟性をもたらしていること、また、この競争が様々な資本構成と価格のダイナミクスを生み出していることを示しています。

資金ニーズの評価の重要性

キャピタルソリューションの普及は、ファミリーエンタープライズに自由と独創性を与えることから、それらの企業にとって確かに朗報でしょう。しかし、これらの選択肢を最大限に活用するにあたって、内部的要素と外部的要素の両方が作用することから、適切なタイミングを見極めることが重要です。

¹ <https://www.preqin.com/insights/global-reports/2022-preqin-global-private-equity-report>

ファミリーエンタープライズにおいては、リーダーの交代、懸案となっている分配金の要件、主要なイニシアティブなどが、資本入手の最適なタイミングを決定する契機になるかもしれません。同様に、経済動向、政治情勢、労働力問題等の環境要因も、現時点での優先すべきソリューションを判断する際の重要な考慮事項となるでしょう。また、ファミリーエンタープライズにおいて、資金提供者と重要な関係を構築するために必要な時間を考慮に入れることも必要でしょう。オーナーが、初期の融資者との間に信頼関係を築くために時間を費やしたように、ノンバンクの資金提供者と知り合うには、関係を構築していくことが重要です。

そこで役立つのが、資金ニーズの評価です。この評価は全て、将来の資金調達に備えるために行うもので、ファミリーエンタープライズとファミリーのリーダーが資金調達の目標や優先順位を決定し、最適なタイミングを見極め、資金調達の選択肢を検討する上で役立ちます。ファミリーエンタープライズでは、資金ニーズの評価を通じて、一代目、二代目、さらには三代目のファミリーがニーズについて話し合うことを促し、それによって、必要なときに迅速かつ十分な情報に基づいた意思決定ができるようになります。

Max Hughes (Senior Vice President, Deloitte Corporate Finance LLC) は、「資金ニーズの評価は、ファミリーメンバーが、ファミリーとビジネスの潜在的なニーズが何かを戦略的な観点から、より深く理解するきっかけになり得ます。」と述べています。

また、資金ニーズの評価によって、ファミリーエンタープライズがこれまでは不適格とみなして排除してきた可能性を明らかにすることもできます。Deering は、「想像以上に多くの買収資金を調達できることを知ったファミリーエンタープライズが、興奮すると同時に、現金化する事例を数多く見てきました。」と述べています。

資金ニーズの評価は、例えばファミリーエンタープライズにおいて相当の株式を有しているファミリーメンバーが転職を希望したときなど、ファミリーメンバーの関心や優先順位が

変化したときに発生する圧力を和らげるのにも役立つ場合があります。また、ファミリーエンタープライズが世代交代を迎えるにあたり新たな資金調達が必要になった場合や、株主の他界に伴う株式売却ニーズへの対応などの是正を要する問題を、資金ニーズの評価によって突き止めることができるかもしれません。

Hughes は、「資金ニーズの評価で時にポイントになるのは、問題が雪だるま式に大きくなる前に先手を打つことです。」「また、ファミリーエンタープライズが可能な選択肢を認識していないがために、選択肢を不必要に狭めることがないようにする上でも、評価は役立つと述べています。

資金ニーズの評価により短期的なニーズが特定された場合、ファミリーエンタープライズ企業は、資本のコストと柔軟性も含め、それぞれの代替資本の長所と短所を検討する必要があります。また、様々な情報源からリアルタイムの価格を把握することや、融資取引を実行するために融資者と連絡を取り合うことも必要でしょう。

最終的に、ファミリーがファミリーエンタープライズとしての存続を望むのであれば、流動性のオプションを理解し、評価することで、ファミリーはファミリーエンタープライズを支配し続け、現在および次世代のニーズを満たすことができます。

どこから始めるか

資金ニーズの評価は、質問リストに向き合うことから始まります。Hughes は、「ファミリーエンタープライズがこのプロセスをうまく運ぶには、その準備として適切なデュエリジェンスが役立ちます。」と述べています。そのために、通常のガバナンスの検討の中で以下を含む複数の問いを考慮する必要があるでしょう。

- ファミリーエンタープライズの長期的な目標は何ですか。それはファミリーの目標と整合しているでしょうか。
- ファミリー全員がそのビジョンに賛同していますか。
- 目標達成のために外部資本が必要ですか。
- ファミリーエンタープライズをいつまでファミリーで維持していく予定ですか。
- ファミリーエンタープライズの資本構成を考える際、どのような選択肢があるか十分に理解していますか。資本コストと柔軟性のどちらをより重視していますか。
- 追加的なレバレッジへの需要はありますか。レバレッジの利息が増加した場合、その支払いに充てる十分なキャッシュフローを生成できるという予測に自信を持てるでしょうか。
- ファミリーやビジネスにとって、ファミリーエンタープライズの株式を手放すことで、将来的な価値の増加は見込めるでしょうか。
- パートナー候補は戦略的価値を付加する必要があるでしょうか。
- 財務的な制約を受けることを懸念して、変革をもたらす可能性のある取引を除外したことは過去にあったでしょうか。
- ファミリーエンタープライズの資本構成は、今後数年にわたって持ちこたえられるような構成になっているでしょうか。今後10~20年ではどうでしょうか。

お問い合わせ



Wendy Diamond
US Family Enterprise Leader
wdiamond@deloitte.com



www.linkedin.com/in/wendy-diamond

日本語版のお問い合わせ

Deloitte Private Japan

email: dpj@tohmatu.co.jp

寄稿者

John Deering, Managing Director at Deloitte Corporate Finance LLC
Phil Colaco, Managing Director at Deloitte Corporate Finance LLC
Max Hughes, Senior Vice President at Deloitte Corporate Finance LLC

Deloitte. Private

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市に約1万7千名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループWebサイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL およびDTTLの各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTLはクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約9割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来175年余りの歴史を有し、150を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約415,000名のプロフェッショナルの活動の詳細については、(www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイト・ネットワーク”）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバーファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2023. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.