

## カーブアウト買収の成功に向けた留意点 — 競争力の維持とシナジーの実現にむけて —

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社

M&Aトランザクションサービス 辻 祥明

### はじめに

カーブアウト(事業分離)は、自社の経営資源をコア事業に集中させるために、ノンコア事業や不採算事業等を社外に売却する組織再編の手法として活用されている。また、企業から技術・事業・ノウハウを切り出して外部の資本や経営資源と組み合わせることで事業の成長ポテンシャルを引き出す手法としても注目されている。2014年1月20日に施行された産業競争力強化法等を背景に、カーブアウト案件数は今後も拡大が続くと思われる。

一方で買手の立場から見れば、カーブアウトは必要な重要な機能をパッケージで入手できるという点で非常に戦略性の高い買収手法だが、企業から一部の事業を独立させる際に、既存の親会社等とのシナジーの喪失や、親会社や第三社に依存している機能の不足への対策を踏まえて買収後の事業モデルを構築する必要があることから、難易度・複雑度が高い手法とも言える。

本稿ではカーブアウト買収をバイサイドの立場から成長戦略の実現手段として検討するにあたっての重要論点を述べる。

### 1. 買収目的の明確化とリスクの把握

カーブアウト(事業分離)では対象事業を持続するために必要な経営資源が分離されることになるため、通常のビジネスデューデリジェンスに加え、対象事業の持続的な競争優位や買収後の新会社における成長戦略実現のために必要な経営資源がカーブアウト(事業分離)の対象に含まれているかどうかの確認と、分離されたバリューチェーンを補うための施策立案が必要になる。また、通常のディールと比較して事業環境の変化が大きいため、従業員や顧客の離反を招く可能性も高いと言えるだろう。どのような事業価値の毀損リスクが内包されているのか、ディールプロセスや買収後の事業再構築においてどのように対処するのか、を予め検討しておく必要がある。

特に、現状の親会社のブランドや知的財産への依存度が高い場合、異なる製品群を持つ事業部同士で営業やサービスを連携している場合、グループで資材の共同調達を進めている場合等においては、カーブアウトによって顧客の購買動機に直結している対象会社の強みが失われる可能性が生じる。こうしたディスシナジーのリスクを未然に把握するために、対象事業の事業構造および収益構造を分析し、収益貢献の大きい製品や顧客など収益の源泉が何であるのか、今後も維持できるのかどうかについて、短いディールサイクルであっても重要論点についてはプライマリー調査を行って分析しておくことが大切である。

## II. カーブアウトによる経営資源の過不足の確認

対象事業を継続する上で必要な経営資源を充足できるかを確認するにあたっては、前述の収益の源泉について、企画、研究開発、調達、製造、物流、販売、ならびに間接機能等の業務機能毎に充足しているかどうかを確認する必要があるだろう。それぞれの業務機能毎に、不動産、設備、在庫、人材等の有形固定資産や契約、知的財産、情報システム等の無形固定資産などに捉えて整理することが有効である。特に、主要顧客への営業活動等にトップマネジメントがどの程度関与しているか、顧客の意思決定に影響力を持つキーマンが離脱しないかどうか、等はトップラインの蓋然性を分析する上で重要な着眼点である。知的財産についても、本社が基礎研究レベルの特許を有しているケースなどは特に留意が必要になる。必要な経営資源が抜け漏れなく確保されることを確認しておくこと、不足しているものについては調達のめどをつけておくことが重要となる。

## III. スタンドアロン支出の定量化・計画への反映

上記の 이슈に関する対策を実施することに伴う追加コストを DAY1 以降の事業継続を想定して把握することが必要になる。特に、ワンタイムで負担すべきコストと、事業計画において継続的な費用水準の変動として織り込むべきスタンドアロンコストを明確に切り分けた上で、財務デューデリジェンスにてこれらの試算結果と過去実績の整合性を確認した上で事業計画への反映を行うことが必要である。

## IV. スムーズな移行の確保

前述のリソースギャップを埋めるために、買い手がカーブアウトされる事業を自社のオペレーションに組み込む際に、事業の移管に必要な売り手のサポートの内容が話し合われる。それは通常、TSA(Transition Service Agreement)と呼ばれ、売却後移行期間中のサービス提供に関する契約が締結され提供されることになる。対象企業に対する当面の支援依頼としてどのような項目を含めるべきなのか、分離された事業が新会社において DAY 1(統合日)からバリューを創出できるよう、こうした取り決めをしておくことが重要である。しかし往々にして売手は売却後における負担継続を嫌うため、TSA の提供範囲・期間は限定されがちである。交渉を通じて必要な TSA を勝ち取るために、あるいは気づかずに不十分な TSA を締結してしまって後で慌てることのないように、DD 段階において十分にオペレーションを分析しておくことが重要である。

このようにカーブアウト買収の際には、こうした多角的なデューデリジェンスが必要になり、作業を多くの人手をかけて短期集中で行うことになる。プロセスのスケジュールや論点等に応じて、プロジェクトを遂行する社内リーダーをサポートするための外部リソースの使用について検討すべきだろう。

本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

トーマツグループは日本におけるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそれらの関係会社(有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ コンサルティング株式会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー株式会社および税理士法人トーマツを含む)の総称です。トーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各社がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー等を提供しています。また、国内約40都市に約7,100名の専門家(公認会計士、税理士、コンサルタントなど)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。詳細はトーマツグループ Web サイト ([www.tohmatsu.com](http://www.tohmatsu.com))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、税務、コンサルティングおよびファイナンシャル アドバイザーサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 カ国を超えるメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを提供しています。デロイトの約 200,000 人におよぶ人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte(デロイト)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)およびそのネットワーク組織を構成するメンバーファームのひとつあるいは複数指します。デロイト トウシュ トーマツ リミテッドおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。その法的な構成についての詳細は [www.tohmatsu.com/deloitte/](http://www.tohmatsu.com/deloitte/) 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、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。