

カーブアウト買収の成功に向けた留意点(2) 実務的視点からの成功の要諦

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 赤坂 直樹

はじめに

前号でも述べたとおり、カーブアウトによる M&A は売り手、買い手の双方にメリットが大きな手法として注目されており、今後もその件数は増加していくものと見られる一方で、譲渡対象のみの経営資源ではスタンドアロンで事業継続をする上で「過不足」が生じていることが一般的である。この「過不足」を前提とした譲渡対象事業のカーブアウト財務諸表は、買い手が対象事業の収益性や事業価値を把握する上で、その拠りどころとして信頼するには不十分な要素も多く含まれており、「そもそもカーブアウト対象資産(負債)には何が含まれているのか」「なぜ、どのような前提条件もしくは基準でこれらの財務数値が積み上げられたのか」「スタンドアロンで事業運営するためにはどの程度の追加支出が発生するのか」という検証を多角的な視点のデューデリジェンスによって確認していくことが極めて重要となる。

本稿では前号につづき、当社が過去に支援したいくつかの事例を参考にしながら、カーブアウト案件において実務的側面から考慮すべきポイント、成功の要諦について考察していくこととする。

I. カーブアウト M&A の事例

ケース(1) 国内大手企業による同業他社の一部事業カーブアウト買収

大手情報通信業 A 社は、同業他社のグローバル大手 B 社から国内の一部事業をカーブアウト買収することを目論み、交渉およびデューデリジェンスを進めていた。当初 A 社のデューデリジェンス範囲は財務および法務面のクイックレビューを目的とした簡易的なものであったが、B 社から提出された切り出し対象の財務諸表の前提条件(直課、配賦ロジック等)には不明瞭な点が多く、「この前提条件に蓋然性はあるのか、B 社が想定している切り出し対象の経営資源のみで買収後に遅滞なく事業運営できるのか」という視点から追加的に事業オペレーション、システム、人事、環境といったあらゆる観点からデューデリジェンスを実施することになった。その結果、B 社の想定では当該事業をスタンドアロンで運営するために必要な営業人員、基幹システムの一部、重要な契約、商標の一部などがカーブアウト対象に含まれていないことが判明し、A 社は急遽社内で知見を持つ各領域の担当者に状況を説明した上で、DAY1 以降に必要となる機能、それらを自社で手当てできるか否かの判断、および追加コストの洗い出しを行う作業を実施した。幸いにも早期に手を打てたことから、A 社は事前に十分な交渉戦略を練った上で追加的人材採用やシステム構築の費用などを B 社に負担させ、また買収後当面の期間における B 社の継続支援についても合理的な費用で行うよう交渉することができ、最終的に円滑なクロージングおよび DAY1 以降のオペレーション継続を担保することができた。

前述の例のように、カーブアウト案件においては一般的なデューデリジェンス範囲に加えて、DAY1 以降のオペレーション立ち上げを意識した譲渡範囲の確認とその中身のレビューが重要であると言える。

ケース(2) 同業他社 2 社による一部事業のカーブアウト統合

M&A 経験の少ない国内製造業大手の C 社は、同程度のシェアを持つ D 社と共に両社の一部事業について各々をカーブアウトした上で統合会社を新設し、業界トップクラスのシェアを確保することを企図していた。このような案件では通常、C 社と D 社はクロージング日までは競合他社、クロージング日以降は統合会社の共同株主という関係にある。そして、これに伴い独占禁止法を考慮した情報アクセスに対する一定の制限が設けられ、相互デューデリジェンスが実施される(C 社は D 社対象事業のデューデリジェンスを実施する<いわゆる「攻め」>と共に D 社からデューデリジェンスを受ける<いわゆる「受け」>の対象となる)など、統合案件特有のプロセスをもって進められることが一般的である。このような状況下において、C 社は限られた人的リソース、時間的制約の中で論点を絞った限定的なデューデリジェンスを遂行しようと企図していた。しかし、D 社から依頼された「受け」のデューデリジェンスでは、カーブアウトの視点から統合後の事業継続において必要と想定される財務、税務、ビジネス、人事、システム、環境などその確認および質問の範囲は広範に渡り、C 社 M&A チームの想定業務量をはるかに超えるものとなっていた。

D 社要求に対して C 社は、急ぎ社内関係部署(事業部、経理財務部、人事部、システム部等)のコアメンバーにプロジェクトへの参画を求めるとともに、不足リソースについては社外のアドバイザーを補充し領域別に専門家を割り当て、また社内外のコミュニケーションのハブとしてプロジェクトマネジメントオフィスを設置し、情報の交通整理体制を構築した。

結果として複雑かつ難易度も高かった当該カーブアウト事業統合は、幅広いデューデリジェンスを実施したことで、統合後を見据えた双方の事業オペレーションの相違やリスクを十分に把握した上で早期から綿密な統合計画を策定できた。そして多くの関係者の尽力の元でスケジュール通りに統合日を迎え、大きな混乱もなくクロージング後の事業運営を遂行することができた。

この事例でわかることは、DAY1 以降のオペレーション立ち上げを意識した検討を行うには検討範囲が広範にわたり負荷が増大するため、適切な PMO (Project Management Office) 機能を確立して作業管理と情報整理を行うことが成功のために不可欠ということである。統合案件ではお互いに探り合いの状況の中でカーブアウト範囲と事業計画について合意することになるため、統合後にトラブルを生じさせないためにはこの点が特に重要となる。

ケース(3) 競合他社のグローバル拠点カーブアウト統合

大手製造業 E 社のある事業部は、自社製品の海外市場展開における販売チャネル構築、製造キャパシティの大幅増強を目的として、グローバルの競合他社 F 社の複数国にまたがる販売拠点、製造拠点とのカーブアウト買収を企図していた。E 社は過去の M&A 経験から、カーブアウトに伴うデューデリジェンスには多面的視点が必要な点やスキルの、リソース的に十分な要員を参画させた推進体制が求められる点などは心得ていた。しかしながら、海外拠点を含めたカーブアウト事案ではオペレーション・プロセス統合やシステム管理・構築の難易度、複雑度が飛躍的に上昇することは当然ながら、現地のローカル法に基づく規制、税制、人事制度、商慣習、コミュニケーション、文化的相違やこれらを考慮したガバナンス手法など PMI (Post Merger Integration) を見据えた検討や準備すべき事項が大幅に膨らんだ。結果的に通常は社内でさえも秘匿性の高いプロジェクトにも関わらず、関与者が多岐にわたり、ほぼ「全社のプロジェクト」に近いチームが組成されることとなった。当然ながらこのチームには現地の税制や法律、人事制度に詳しい専門家も含まれていた。

広範にわたる検討が同時進行となる点では、ひとつ前の事例と同様である。しかし案件の規模や複雑性が高い場合や、案件推進チームを2つに分けて、「ディール目的」(統合比率算定のためのカーブアウト対象事業の価値やスタンダードアロンコストの精緻な把握)および「統合目的」(統合後の事業オペレーション構築のための現状把握)とでそれぞれチームを区切ってタスクを配分し、負荷分散を図ることも有効である。

本件ではデューデリジェンスを軸として統合の比率を検証する「ディールメンバー」と同デューデリジェンスを活用しながら PMI 準備を遂行する「統合検討メンバー」とが有機的かつシームレスに連携しながら作業を進め、結果的に極めて難易度の高いグローバルのカーブアウト統合を成功裏に終わらせることができた。

II. 事例から見た「成功への要諦」の考察

上述した全てのケースを通じ、カーブアウト案件では一般的な株式買収による M&A と比較して「DAY1 以降(クロージング後)」の事業継続に対する視点が極めて重要になるものと考えられる。買収する側とされる側の双方が同業他社で、相手の事業をある意味「知っている(と思っている)」状況にあったとしても、そこには思わぬ事業オペレーション上のリスクや価値評価に対して考慮すべき事項が存在する。ましてこれに「統合」や「グローバル」というキーワードが付されることにより、その案件の難易度は飛躍的に上昇することになる。

本来 M&A は社内でも秘匿性の高いプロジェクトであり、限定的なメンバーで遂行すべきものである。しかしながら、これらを成功に導くためには、買収後の事業運営者たる社内の関連事業部や、社内外の会計、税務、法務、システム等の専門家を早期に巻き込んで「PMI」視点の比重を高めたオペレーションやシステムでのデューデリジェンスを実施することが重要となる。また、カーブアウト対象事業のリスクやスタンドアロンに伴う一時的・継続的コストを漏れなく抽出すること、そのリスク低減策を時間的余裕を持って検討し、ひとつ一つ地道に潰しこむことが成功への第一歩であるのではないかと考える。

その過程では当然ながら、関与人員が増加することによるコミュニケーションや情報の基盤整備、円滑化のために強力な「PMO」の確立が必要である。ディール検討メンバーと統合検討メンバーで負荷を分担しながら深度のある検討を行うことも一考である。案件の秘匿性や独禁法対応が問題となる場合には、拘束力のあるオファーの段階、契約締結の段階、契約締結後のクロージング準備の段階などで段階を区切ったうえで、PMO の下で情報整理を行い発見された問題点の対応を検討することとなる。

以上を踏まえ、カーブアウト M&A の成功の要諦は、各専門領域への適正な専門家人員の関与、PMI を見据えた多面的視点での対象事業とリスクの現状把握、これらを統括するための強力な PMO であると考え

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リ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リー等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 7,300 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.tohmatu.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 アドバイザリーサービスを、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 を超える国・地域の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 名を超える人材は、“standard of excellence”となることを目指しています。

Deloitte (デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイト トウシュ トーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにその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の関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL 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。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。DTTL およびそのメンバーファームについての詳細は www.tohmatu.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相談ください。