

Think:Act

navigating complexity

No. 151

視点



March 2020

カーブアウトM&Aを成功に導く4要点
～スピンオフ・インデックス変調を超えて～

THE BIG

3

1. 企業経営者にとって、カーブアウトはもはや受動的ツールではない
2. カーブアウトは、企業価値創造手段にも企業価値毀損手段にもなりうる
3. カーブアウトの成否は、ディール遂行前のシナリオで決まる

カーブアウトM&Aを成功に導く4要点 ～スピノフ・インデックス変調を超えて～

シニアパートナー
田村 誠一

戦略的カーブアウトの隆盛

グループ内子会社や事業部門を戦略的に外部に切り出す「カーブアウト」の動きが広がっている。「事業売却案件の4分の3は、慢性的な業績不振に対する資本市場からの圧力に屈した『消極売却』、消極売却の3分の2は、最適な売却時機を逸した『逸機売却』』と言われた2000年代初頭から凡そ20年。企業マインドは確実に変わりつつある。

「カーブアウト」と言っても、子会社上場による「エクイティ・カーブアウト」、子会社全株式を親会社株主に配当として比例分配する「スピノフ」、第三者へ売却する「トレード・セール」など、形態は様々だ。

スピノフ・インデックスの変調

過去3年以内のスピノフ銘柄で構成される「Bloomberg US Spin-off Index」。2015年以降、ほぼ一貫してS&P 500を上回るパフォーマンスをあげてきたが、ここに来て変調をきたしている。→A1 例えば、スイスに本社を構えるGarrett Motion。米Honeywell International輸送システム部門のスピノフ（2018

年10月）だが、スピノフ以降の1年間で株価は45%値下がりをするなど低調が続く。昨年末にはアスベスト関連債務を巡り、出自の米Honeywell Internationalを訴えた。

カーブアウトは、切り出す側（RemainCo）、切り出される側（NewCo）双方にとって、企業価値の創造手段にも毀損手段にもなりうる。改めて、カーブアウトの要点を整理しよう。

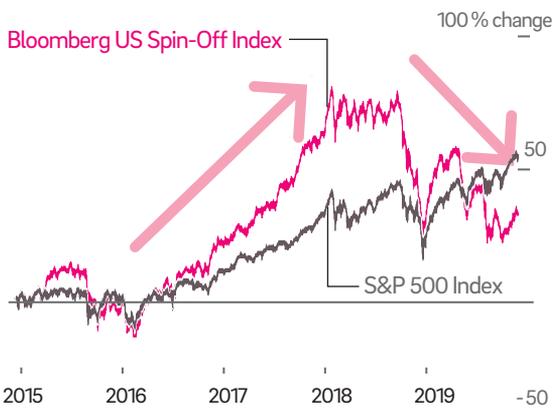
1) WHY：目的を定義する

カーブアウトの目的は様々だ。複数事業から成る大企業は、コングロマリット・ディスカウントを回避すべく、事業ポートフォリオ再構築手段としてカーブアウトを活用する。これにより、RemainCoはコア事業への集中的な資源投下が、NewCoは成長資金の調達や機動力向上が可能になる。

一方、近年注目されるのが、新規事業創出を加速するカーブアウト。大企業の社内規格に適合しない有望事業を切り出し、外部の専門人材や資金の下で事業化を図ろうとするものだ。昨年9月、デンソーが医療IoT事業をカーブアウトし、ベンチャーキャピタルのBeyond Next Venturesをパートナーに新会社「OPEXPARK」を設立したことは記憶に新しい。

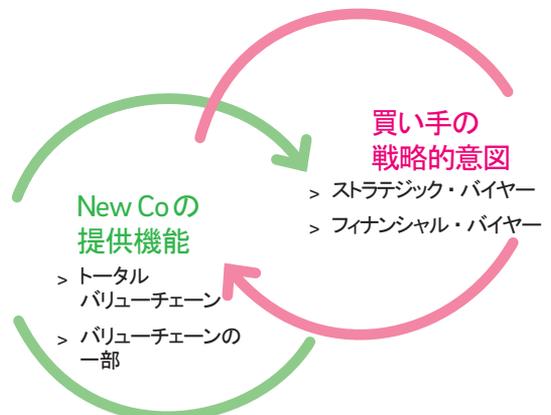
A

A1 スピノフ銘柄のパフォーマンス推移



出所：Bloomberg

A2 「WHY」「WHAT」「HOW」 vs. 「WHO」



Think:Act

カーブアウトM&Aを成功に導く4要点 ～スピンオフ・インデックス変調を超えて～

2) WHAT : 境界を設定する

次に、RemainCoとNewCoの線引き。実務的にはここが非常に難しい。いわゆる「Stand-Alone Issue」の扱いだ。カーブアウト後のNewCoに知的財産権、ブランド、シェアードサービス、あるいは施設・設備の使用をどこまで認めるのか。認めればRemainCoの企業価値希薄化リスクが、認めなければNewCoの企業価値毀損リスクが顕在化する。

売り手と買い手では、RemainCoとNewCoの線引きへの期待が根源的に異なる。PMI初期段階（通常、12～18ヶ月間）におけるTSAs(Transitional Service Agreements, 移行サービス契約)締結など、売り手（RemainCo）、NewCo、買い手のWIN-WIN-WINマネジメントが鍵を握る。

3) HOW : 力点を選択する

カーブアウト・ディールには、「スピード」「クオリティ」「バリュー」の3要素間にトレードオフが存在する。

規制や経済的事由からカーブアウトを検討するなら、スピードが全てに優先する。仮に一時費用がかさみ、切り出し事業の売却価額が想定を大きく下回るとしても、時間を買わなければならない。日本電産による独コンプレッサー事業売却(2019年4月)は、独禁法抵触回避のためのカーブアウト。並走する同業競合買収案件との関係から、198億円の譲渡損失を余儀なくされた。スピードにこだわるなら附帯リスクは甘んじて受け入れなければならない。

事業の継続性、人財や仕入れ先の維持を重視するなら、クオリティ第一。RemainCo、NewCo双方への影響を最小限に留めるべく、コトは慎重に進めなければならない。NewCoとの顧客、仕

入先、情報システムの分離方針検討はもちろん、カーブアウトを
変革の好機と捉え、RemainCo全機能の業務プロセスを詳細調査し、未来志向で最適化を図る活動の並行立上げも考えたい。

NewCoのバリュー最優先、というケースもあろう。この場合、切り出し事業の売上及び損益を左右するKPIをきめ細かく定義し、その管理を強化する必要がある。敢えてカーブアウト・ディールの開始タイミングを遅らせてでも、目標KPIの達成にこだわるのが、切り出し事業のEBITDA改善、ひいては事業価値(売却価額)最大化に繋がるからだ。

4) WHO : 買い手を理解する

ディール遂行前の最終ステップは、買い手の理解。PEファン
ドに代表されるフィナンシャル・バイヤーの意図と、水平・垂直統合を志向するストラテジック・バイヤーの意図は当然異なる。目的、境界、力点の3点に照らした判断が求められる。

スピード重視の場合、NewCoに「Stand-Alone」能力をもたせる時間的猶予がなく、「Stand-Alone」を求めるフィナンシャル・バイヤーは、買い手となりにくい。反対に、買収後の業務シナジー創出を前提とするストラテジック・バイヤーの要求は、むしろ「Focus」。さもなくば、ディール成立後にNewCoの本社、営業組織、生産拠点・設備の削減を検討する必要がうまれる。加えて、RemainCoがNewCoの販売先となっている場合、買い手は取引関係の維持を要求するだろう。→A2

詰まるところ、ディール開始前のシナリオ準備がカーブアウトの成否を左右する。「神は細部に宿る」と言うが、細部はディール開始後だけでなく、開始前から存在するのだ。◆

ABOUT US

ローランド・ベルガーはドイツ、ミュンヘンに本社を置き、ヨーロッパを代表する戦略立案とその実行支援に特化した経営コンサルティング・ファームです。1967年の創立以来、成長を続け、現在2,400名を超えるスタッフと共に、世界35カ国52事務所を構えるまでに至りました。日本では1991年に設立以来、日本企業に加え、政府機関など数多くのクライアントとの長期的な信頼関係を構築してまいりました。近年では、日本型イノベーションである「和ノベーション®」を提唱し、日本企業の改革を進めています。

執筆者紹介

シニアパートナー

田村 誠一 Seiichi Tamura

seiichi.tamura@rolandberger.com

外資系コンサルティング会社において、各種戦略立案、及び、業界の枠を超えた新事業領域の創出と立上げを数多く手がけた後、企業再生支援機構に転じ、自らの投融資先企業3社のハンズオン再生に取り組む。

更に、JVCケンウッドの代表取締役副社長として、中期ビジョンの立案と遂行を主導、事業買収・売却を統括、日本電産の専務執行役員として、海外被買収事業のPMIと成長加速に取り組んだ後、ローランド・ベルガーに参画。

PUBLISHER

株式会社 ローランド・ベルガー

広報担当: 西野、岡田

〒107-6023 東京都港区赤坂1-12-32
アーク森ビル23階

電話 03-3587-6660 (代表)

ファックス 03-3587-6670

e-mail: strategy@jp.rolandberger.com

https://rolandberger.tokyo

ABOUT US

ローランド・ベルガーはドイツ、ミュンヘンに本社を置き、ヨーロッパを代表する戦略立案とその実行支援に特化した経営コンサルティング・ファームです。1967年の創立以来、成長を続け、現在2,400名を超えるスタッフと共に、世界35カ国52事務所を構えるまでに至りました。日本では1991年に設立以来、日本企業に加え、政府機関など数多くのクライアントとの長期的な信頼関係を構築してまいりました。近年では、日本型イノベーションである「和ノバージョン®」を提唱し、日本企業の改革を進めています。

提携企業について

ローランド・ベルガー東京オフィスは、外部企業との協業を推進しています。

企業や産業の垣根を越えて、知識や能力を流通させる。新しい価値を共に考え、創り出していく。こうした取り組みにより、イノベーションの創出を加速させていきます。

 **Linkers**

ミッシングサービスの探索

 **kabyku**

設備シェアリング
と試作品製作

 **GK Kyoto**

Design and Planning

モノ作り企業の羅針盤

 **GiXo**

世界の「考える総量」の最大化

 **astamuse**
company

世界を網羅した
イノベーションDB

 **DreamArts**

Arts of Communication

ビジネスチャットによる
「究極の意識共有」

 **YUKI**

HOLDINGS

要素技術復権の狼煙

 **KAIZEN Meister**

トヨタ生産方式による
リソース捻出

 **XVI**

Inc.
VR、ARソムリエ

 **SDM**

System Design and Management

創造生産性の特効薬

 **EXAWIZARDS**

AIの民主化・HRテック

 **BECKHOFF**

プロトタイピングの量産

 **CORE CONCEPT**

TECHNOLOGIES INC.

現場起点のIoTマイスター

INSIGHTS

ローランド・ベルガー東京
オフィスオウンドメディアを
ご訪問ください

<http://rolandberger.tokyo>



Links & Likes

ORDER AND DOWNLOAD

www.rolandberger.com

STAY TUNED

www.twitter.com/RolandBerger

LIKE AND SHARE

www.facebook.com/RolandBergerGmbH

Publisher

株式会社 ローランド・ベルガー

広報担当: 西野、岡田
〒107-6023 東京都港区赤坂1-12-32
アーク森ビル23階
電話 03-3587-6660(代表)
ファックス 03-3587-6670
e-mail: strategy@jp.rolandberger.com
<https://rolandberger.tokyo>

執筆者

シニアパートナー

田村 誠一 Seiichi Tamura

seiichi.tamura@rolandberger.com

東京大学経済学部経済学科卒業、ノースウェスタン大学経営大学院
(ケロッグ・スクール)アドバンスド・ビジネス・マネジメント・プログラム修了。

外資系コンサルティング会社において、各種戦略立案、及び、業界の枠を超えた
新事業領域の創出と立上げを数多く手がけた後、企業再生支援機構に転じ、自ら
の投融資先企業3社のハンズオン再生に取り組む。

更に、JVCケンウッドの代表取締役副社長として、中期ビジョンの立案と遂行を
主導、事業買収・売却を統括、日本電産の専務執行役員として、海外被買収事業
のPMIと成長加速に取り組んだ後、ローランド・ベルガーに参画。

This publication has been prepared for general guidance only. The reader should not act according to any information provided in this publication without receiving specific professional advice. Roland Berger GmbH shall not be liable for any damages resulting from any use of the information contained in the publication.

© 2020 ROLAND BERGER GMBH. ALL RIGHTS RESERVED.