

# GCA FAS News

July 2016

Vol.23



*Trusted Advisor For Client's Best Interest*

**GCA** *Financial  
Advisory  
Services*

---

# カーブアウトディールにおける事業価値算定上の留意点

## 【本号の内容】

1. はじめに
2. 分離事業の収益力
3. その他価格算定に影響を与える事項
4. おわりに

## GCA FAS 株式会社

### 1. はじめに

一般的にカーブアウト<sup>1</sup>は売り手にとって、自社のコア事業に対して経営資源を集中的に投下する(いわゆる選択と集中)ため、ノンコア事業、不採算事業を切り出す手法であります。

一方、買い手にとっては、簿外債務等のリスクを一定程度抑えたうえで、必要な経営資源、機能等をピンポイントで獲得出来ることから、企業の M&A 戦略上、非常に有効な手続きであると考えられます。

しかし、カーブアウトディールにおいては、分離前後で分離事業の事業構造が大きく変化する可能性があることから、買い手は分離事業の価値算定を行ううえで、株式買収と異なった、カーブアウト特有の論点を考慮する必要があります。

そこで、本稿では買い手のカーブアウトディールにおける事業価値算定上の留意点について解説を行います。

<sup>1</sup> 広義の意味において、カーブアウトには子会社等の企業単位の売却も含まれますが、本稿においては、一事業の分離・切出しとして定義します。

## 2. 分離事業の収益力

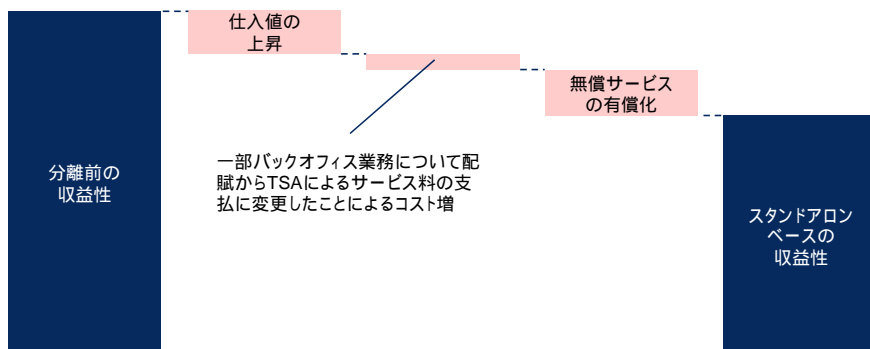
分離事業の価値算定においては、分離事業の損益構造が分離前後でどのように変化するかを把握することが重要

### (1) 損益構造の変化

一般的に買い手が分離事業価値を算定する際には、買収目的が土地等の重要な資産の取得といった場合を除いて、DCF法等のインカムアプローチや EBITDA 倍率法等のマーケットアプローチなど、分離事業の収益性を基にした価値算定を行うと考えられます。

ここでいう収益性とは、事業部門別 P/L 等の会社の管理会計上の報告資料を基に、後述するスタンドアロンコスト等の調整を行ったスタンドアロンベースでの収益性を指します。

カープアウトによる損益構造変化(例)



従って、カープアウトディールにおける分離事業価値の算定においては、スタンドアロンベースでの収益性を算定するため、分離事業の損益構造が分離前後でどのように変化するかを網羅的に把握することが重要です。

主な損益構造の変化要因は以下の通りです。

#### 主な損益構造の変化要因

取引条件の変更
企業グループから受けていたサービスの喪失
その他要因(無償サービス、ブランド等)

### (2) カープアウトにおける検討ポイント

#### 取引条件の変更

分離元がグループ企業であり、従前、分離事業が他のグループ企業と取引をしている場合、当該取引は第三者取引と

条件が異なるケースがあります。例えば、仕入先のグループ企業から、仕入値のディスカウントを受ける場合には、第三者取引よりも有利な取引条件となります。

このような場合、カープアウトによってグループを離脱したことにより、取引形態もグループ内取引から第三者間取引に変わるため、取引条件の見直しにより、損益構造に影響を与えることとなります。

#### 企業グループから受けていたサービスの喪失

通常、分離事業は全社のマネジメント及び人事、総務、経理といったバックオフィス機能、場合によっては研究開発、営業機能等について分離元からサービスを受け、部門共通費、本社費等の配賦という形で費用を支払っています。

配賦費用については、分離事業の実態を反映しているか、すなわち、合理的な配賦基準により配賦が行われているかを検討する必要があります。そのためには、配賦対象項目の性質や取引内容等から、配賦基準が適切か否かを検証することが重要であると考えられます。

また、配賦費用は現在の分離元で事業を継続する場合に発生するコストであることから、分離後はその属性及び発生額等が変化することに留意が必要です。

上記の変化を考える際には、買い手が代替サービスの手当てをどのように行うのかを検討することが重要となります。仮に買い手が代替サービスのインフラを既に有している場合には、当該インフラを用いることとなりますが、バックオフィス人員の増員といった追加コストが発生する可能性に留意が必要です。また、買い手が代替サービスのインフラを有していない場合には、売り手とTSA<sup>2</sup>を締結し、代替サービスを確保することが考えられます。TSAにより、買い手が分離事業をより円滑に進められる環境を維持することは、損益構造の改善、ひいては分離事業価値の毀損を防ぐことにつながると考えられます。

---

<sup>2</sup> TSA(Transition Service Agreement)とは、カープアウト後の移行期間において、売り手と買い手間で締結するサービス提供契約を言います。

#### その他要因(無償サービス、ブランド等)

スタンドアロンコストの中には財務情報として目に見える項目以外に、一部、定量化が難しい項目が存在することに留意が必要です。

例えば、分離元からの無償のサービス提供や分離元のブランドの使用が分離事業の収益力に貢献しているといった場合を考えてみましょう。

この場合、上記の収益力の上昇要因はあくまで分離元に属している場合に限り、受けることのできる恩恵と考えられます。仮に買い手が分離事業価値算定において、当該上昇要因を控除していない場合、本来の事業価値よりも高い価格で買収を行ってしまう(いわゆる高値掴み)といったリスクがあると考えられます。

よって、買い手は適切な分離事業価値算定のために、このような財務情報からは読み取れず定量化が難しい項目についても網羅的に把握する必要があります。

### (3) バイヤーズバリューにおける検討事項

上記損益構造の変化要因は、分離事業のスタンドアロンベースでの事業価値を算定するうえで把握すべき項目となっています。

一方で、買い手が提示する価格、いわゆるバイヤーズバリュー算定のためには、買い手が分離事業を継続していくことにより発生するシナジーによる分離事業価値の上昇を考慮する必要があります。

カープアウトディールにおける代表的なシナジーとしては、分離事業が分離元から受けていたサービスについて、買い手の既存インフラで代替できる場合に、当該サービスに係る配賦費用が減少することによって発生するコストシナジーが挙げられます。

なお、シナジーによる分離事業価値の上昇分については、全てを買収価格に上乗せするのではなく、買い手の裁量による点に留意が必要です。

### 3. その他価値算定に影響を与える事項

買収価値算定においては、  
運転資本、設備投資、分離・  
移行に伴う一時的なコスト等  
その他の要素についても把握  
することが重要

#### (1) 運転資本、設備投資、分離・移行に伴う一時的なコスト

分離事業価値算定においては、分離事業の収益力の他に、運転資本の増減、設備投資、分離・移行に伴う一時的なコスト等の要素についても把握することが重要です。

なぜなら、分離後における運転資本の水準(増減)や必要設備投資額、分離・移行に伴う一時的なコストは、分離事業のキャッシュフローの変動を通して、事業価値に影響を与えるからです。

よって、上記要素を考慮し、分離事業に係る適正な運転資本の水準や、分離後に買い手側で必要となる設備投資額、分離・移行に伴う一時的な費用等を把握することは、分離事業価値の適切な算定という観点から重要になります。

#### (2) カーブアウトにおける検討ポイント

##### 運転資本の水準(増減)

一般的に、分離事業における資産・負債については、製品在庫のように事業に紐づくものを除けば、明確に区管理されていない場合が見受けられます。

そのため、営業債権、債務等の運転資本に関する承継可能性や分離後の正常運転資本の水準及び事業運営するうえでの必要手元現預金(Minimum Cash)について分析する必要があります。

通常、売り手との交渉過程によって承継・非承継が決定されますが、ここで重要なことは運転資本を承継するか否かで分離事業価値が変動する可能性があるということです。

例えば、営業債権を非承継とする場合、分離後の事業年度にて適正な運転資本水準だけ運転資本が増加(キャッシュアウトが発生)するため、その分だけ買い手で運転資本見合いの負担をすることになります。

よって、運転資本を非承継とする場合においても、分離事業に係る適正な運転資本水準を把握すること(例えば事業部門別に得意先及び仕入先を管理している場合には、当該得意先、仕入先にかかる営業債権債務を集計して運転資本水準を算定する等)が重要です。

また、取引条件の変更による回収、支払サイト等の変動が運転資本水準に影響を与えることにも留意が必要です。



### 設備投資

非承継資産のうち、分離事業を継続していくうえで必要な経営資源については買い手側で手当てを行う必要があります。

そのため、当該経営資源を網羅的に把握することが重要となりますが、ここで有効なのは企画、研究開発、調達、製造、物流、販売といったバリューチェーンごとに、事業継続上必要な資産及び当該資産が承継されるか否かを分類することです。

なお、非承継資産について新規投資により取得をする場合には、分離事業価値算定上、設備投資の増加としてマイナス調整を行うこととなります。一方で、TSAによって、分離元より当該資産を賃借するといった場合には、損益項目の調整を行うこととなります。

また、承継資産の中でも十分な設備投資が行われていない状態で分離された場合には、買い手側で追加の設備投資負担を強いられる可能性がある点に留意が必要です。

### 分離・移行に伴う一時的なコスト

売り手もしくは買い手側の意向で分離事業が利用していた事務所を移転する場合やブランドの名義書換等をしなければならない場合には、買い手側で分離・移行に伴い一時的にコストが発生する可能性があります。

こちらについては、第2章で述べた損益構造の変化要因のように、分離事業の収益性に継続的に影響を与える項目ではありませんが、分離後の一定のキャッシュアウトを伴う項目であることから、分離事業価値算定上、留意が必要です。

主な分離・移行に伴う一時的なコストは以下の通りです。

#### 分離・移行に伴う一時的なコスト(例)

- 分離元の企業年金基金を脱退する際の積立不足額の拠出
- 分離事業に係る事務所移転費用
- ブランド変更に伴う手続費用

## 4. おわりに

カーブアウトによる事業譲受は、既存の事業を全く異なった環境下でリスタートさせることであり、独立した事業オペレーション全体を取得できる株式買収と異なり、取得後の事業運営に影響を与える特有の論点が存在します。

このようなカーブアウト特有のリスクを把握せずに、事業買収を行うことは、思わぬ追加コストの発生や買収後の分離事業のパフォーマンス低下を招くこととなります。

このようなリスクを把握する際に重要なことは、分離後に分離事業をどのように継続させていくのかといった、切り出し後のオペレーションのイメージを明確に持ち、検討を行っていくことであると考えます。

また、外部専門家によるデューデリジェンスを活用することにより、網羅的にリスクを洗い出し、カーブアウト後に必要な手当てを行っていくことで、難易度の高いカーブアウト特有のリスクを最小化し、分離事業価値毀損の防止ひいては適切な価格での買収が可能になります。

ここに記載されている情報は概略的な情報を提供する目的で作成されたものです。したがって一般的な参考目的の利用に限られるものとし、個別にプロフェッショナルからのアドバイスを受けることなく本書の情報を基に判断し行動されないようにお願いします。本書に含まれる情報は正確性、完全性、目的適合性その他いかなる点についてもこれを保証するものではありません。本書に含まれる情報に基づき行動または行動をしないことにより発生した結果について、GCA FAS はいかなる責任、義務も負いません。

### お問い合わせ:

**GCA FAS 株式会社**

〒100-6230

東京都千代田区丸の内 1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内 30 階

TEL: 03 6212 1850 (代表)

E-mail: [info@gcafes.com](mailto:info@gcafes.com)

<http://www.gcafes.com/>