

GCA FAS News

July 2015

Vol.11



Trusted Advisor For Client's Best Interest

GCA *Financial
Advisory
Services*

事業売却の価値最大化に向けて

【本号の内容】

1. はじめに
2. 戦略的な事業売却
3. 事業売却にあたってのポイント
4. おわりに

GCA FAS 株式会社

1. はじめに

M&A に関する報道では「A 社が〇社を買収」「A 社が〇〇事業を買収」という形で買収する側に焦点があてられることが多いですが、当然のことながら、買う側がいれば売る側も存在するということとなります。買い手による「買収」という行為と表裏一体の関係として売り手による「売却」という行為が存在しているにも関わらず、数年前までの我が国ではこの売却というプロセスの重要性があまり注目されてきていませんでした。これは、事業の売却に関してはマイナスのイメージを持たれてきたことが一つの要因であり、バブル崩壊後の再生企業や破綻企業への投資を除けば、戦略的かつ積極的な売却案件が少なかったことの表れと思われれます。

しかしながら、近年の国内市場に目を向けてみると、業界再編の取り組みとして企業がノンコア事業や不採算事業の切り離しを進め、経営資源をより成長が見込める分野に集中する、事業のポートフォリオを見直す動きが見られます。事業の選択と集中を背景に、様々な理由から売却を検討する企業が増加してきており、その重要性が再認識されてきています。

このような背景を踏まえ、本稿では、戦略的な事業売却とは何か、事業売却をうまく実行するためにどのような準備、対策が必要かという点に焦点をあてて解説致します。

2. 戦略的な事業売却

事業売却に期待していることは何かと経営者の方に問うと、「その事業の損失を食い止めてマイナスインパクトを最小限に止めること」という回答が返ってくることがあります。これは、ノンコア事業であったとしても利益を創出していれば売却という意思決定がなされることはなく、業績が悪化して初めて売却の検討を行っていることによるものと考えられます。

赤字という判断基準ではなく、自社のビジョンや戦略との整合性を考慮して、戦略的に事業売却を検討することが重要

しかしながら、こうした売却事例の多くは、事業の価値が低下した局面で売り急いで売却しているものがほとんどであり、さらには、買い手がなかなか現れない、高い価値での売却が困難、条件交渉もスムーズに進まない、という結果に陥ります。つまり、適切な時期に売却という意思決定をせず、先延ばしにしてきた結果としての事業売却です。

今、こうした売却意思決定プロセスではなく、利益は出ているけれどもノンコアの事業、戦略的適合性が低い事業等について前向きな売却を進めることの重要性が増してきています。利益が出ている事業の売却に関しては抵抗感が強く、不採算を理由とした売却と異なり、戦略性を重視した事業売却の意思決定は容易でないことが多いかもしれません。事業売却に際しては、一般的には自社内の業績評価指標に基づいて将来性を考えたうえで売却の意思決定をするのが通常でしょうし、利益が出ている場合は全社利益に貢献している事業であると判断され、売却の対象にならないことも多くあります。

しかしながら、重要なことは、自社の経営理念やビジョン、中核となっている事業は何かといった根本的な要素との整合性を考え、その事業が自社にとってどういう位置づけにあるかを理解して売却事業の選定を行うことです。競争が激化している近年の環境を踏まえると、利益が出ているということだけでその事業を保有し続けることは、競争優位性を構築する点でも必ずしも合理的とは言えないということです。あくまで自社の中長期的な成長戦略に基づき、戦略的に事業売却を進めることが求められてきています。

3. 事業売却にあたってのポイント

戦略的な事業売却の重要性は上述のとおりですが、事業売却といっても企業グループの中の一つの子会社が事業を担っていて、その子会社の株式を売却することで事業を売却する単純な株式譲渡のケースもあれば、一つの企業の中の一部の事業の売却というケースもあります。後者については単純な株式の売却と異なり、特有の難しさがあります。

事業譲渡や会社分割に代表されるように、一つの企業の中の一部の事業の譲渡は「カーブアウト」と言われています。カーブアウトは有効な M&A 手法ではありますが、買い手側との TSA(※1)の調整や譲渡される事業と売却元企業との間の利害の対立など難しさがあります。このようなケースでの事業売却では特に売却プロセスに入る前の事前の対応が極めて重要となってきます。

(1) 売却事業の事前調査(セラーズデューデリジェンス)

売却する事業に関して、売り手は往々にして「自社の事業だからすべて熟知している」と思いがちです。しかし、実際に売却プロセスに入り買い手側の会計や法務のデューデリジェンスが実施されると、当初想定もしていなかった項目の質問が出てきたり、交渉の場で想定外の交渉材料が持ち出されることが多く見られます。買い手に提示する事業

スタンダードアロンイシュー、カーブアウトイシューについての事前対策が重要

※1 Transition Service Agreement の略。
売り手と買い手の間の事業移行期間のサービス提供契約

計画に関しても、事業計画における数値間の不整合、前提条件の不合理的な部分買い手によるデューデリジェンスを通じて指摘されるケースも多く、このような場合は売り手が当初見込んでいた価格での売却が難しくなることもあります。こうした事態を避けるためにも、売り手が買い手の立場に立って自社の事業に関して事前にデューデリジェンスを実施すること(「セラーズデューデリジェンス」と言います)が重要となります。このセラーズデューデリジェンスは、買い手が実施するデューデリジェンスのレベルではなく、想定外の事態を回避することを目的とするため重要項目に限定して実施しておくだけでも効果的です。

また、「いつまでに売却したい」と焦ることにより、売却プロセスを短期間に実施してしまおうと考える企業もありますが、このようなケースでは早期に売却したいがために事前の対策を惜しみ、事前準備が不十分なまま売却プロセスが進行し、結果として価値が毀損してしまったケースも見受けられます。

弊社が過去にアドバイスした売却案件においても、売却担当者は、「売却前のデューデリジェンスを実施していなかったら、このディールは成功しなかった」と述べています。セラーズデューデリジェンスを実施することで売却事業についての理解を早い段階で深めることができます。それにより売却事業のリスクやディールプレイヤーとなりうる懸念事項を早期に把握し、これらの事象への事前の対処や売却プロセスにおける予期せぬ事態を最小限に抑えることができます。また、交渉の際に買い手に提示できるアップサイド材料やシナジーの可能性についても事前に把握が可能となり、それにより買い手に安心感を与えることができます。さらには、事前に情報の整理ができているため、売り手側での情報のコントロールがうまく機能し、価格交渉で優位に立つことも可能となります。

(2) 売却事業の情報整理

売却対象の範囲は、資産、負債、契約、人員など様々ですので、こうした情報の整理を事前に実施しておくことは極めて重要となります。ただし、これは売却ストラクチャーにより大きく異なってくる点に特徴があります。前述したように、事業売却には株式譲渡のケースもあれば、一つの企業の中の一事業の売却つまりカーブアウトのケースもあります。

株式譲渡のケースでは、基本的には事業運営上使用している通常の情報を整理しておけば概ね買い手側のデューデリジェンスに耐えることができます。ただし、このような株式譲渡のケースであっても、特定の企業グループから離脱しグループ会社としての立場でなくなることで、いわゆる「スタンドアロンイシュー」が問題となる点には注意が必要です。このスタンドアロンイシューは買い手側のデューデリジェンスで重視されることが多いため、この部分に関しては特に事前の対策が必要となります。

主なスタンドアロンイシューとして次の2点があげられます。

| スタンドアロンイシュー | |
|-------------|---|
| ① | 特定の企業グループから離脱することによりグループ企業間の取引条件が第三者との取引条件になる |
| ② | 企業グループから提供されていたサービス、共有していた機能を喪失する |

① 特定の企業グループから離脱することによりグループ企業間の取引条件が第三者との取引条件になる

売却対象となっている会社が特定の企業グループに属しており、他のグループ会社との取引がある場合、当該取引はグループ内の企業であるがために特別に有利な条件で行われているケースも多くあります。

しかしながら、売却後はこれらの取引は外部取引となってしまうため、取引条件が変更され、損益構造に影響を与える可能性があります。事前にこれらの取引を洗い出し、損益構造にどのような影響を与えるか売り手自身で事前に認識しておく必要があります。

② 企業グループから提供されていたサービス、共有していた機能を喪失する

近年、グループ内の人事、経理、法務、ITのようなコーポレートサービスやバックオフィス機能をグループ内の各社に提供するシェアードサービス会社を有している企業グループも多く見られます。株式譲渡ではなく企業内の一事業を分離するカーブアウトにおいても同様のことが言えますが、こうしたコーポレートサービスに係るコストは、配賦費用として売却事業に負担させていることが多いです。

しかしながら、売却とともにこれらのサービスは提供されなくなるため、買い手としてはどのような形でこれらのサービスを補完する必要があるか検討する必要があります。譲渡はされないけれども事業にとって必要である場合には買い手が売り手から賃借することも考えられますし、買い手側に同様の機能が存在するのであれば自社の機能を利用することも考えられます。ただし、買い手側で機能があるとしても、従前までの体制で対応が可能なのか、人員の増強が必要なのか検討が必要となります。

このような場合、売り手側としての対策は、買い手側から売却事業が分離した場合の損益構造へ与える影響額を検討するための情報の要求があること、買い手側での買収価格は売却後の事業構造の変化を前提として検討されること、これらを見越したうえで準備をしておくこととなります。

売却ストラクチャーとして株式譲渡ではなく、事業譲渡や会社分割を利用するいわゆるカーブアウトの場合はより注意が必要となります。企

業内の一事業を切り出すことになるため、「カーブアウトイシュー」が大きな問題となるためです。

本稿では特に財務的な部分に焦点をあてますが、カーブアウトイシューとしては主に下記の2点が問題となります。

| カーブアウトイシュー | |
|------------|--------------------|
| ① | 売却対象範囲の特定 |
| ② | 売却対象事業に対応した財務情報の整備 |

① 売却対象範囲の特定

株式譲渡のケースでは売却対象に関して議論になるケースはあまりありませんが、事業譲渡等のカーブアウトのケースにおいては、対象となっている「事業」が具体的に何を指すのかという範囲が問題となってきます。事業と一言で言っても、対象となる資産や負債、契約、人員等に至るまで具体化していくとその範囲は様々で、固定資産一つをとっても、売却対象事業と他の事業で共有している固定資産はどう取り扱うのか、買い手側で新規投資が必要となるのか、賃借契約が必要なのかなど、検討すべき事項は多岐にわたります。それにより損益構造も変わってきます。

売却対象範囲については、最終的には売り手と買い手の合意で決定されるものではありませんが、初期段階で売り手側の提案としての範囲というものを明確にしておくことが重要です。範囲が曖昧なまま売却プロセスに入ってしまうと、後に問題となるケースが見られます。範囲が明らかでなければその後の交渉において徒に時間を浪費してしまう結果となります。売却対象範囲は買い手側にとっては価格や条件に直結する問題となるため、デューデリジェンスを通じて慎重に検討がなされます。したがって、売り手としては全社の経営資源を俯瞰し、分離するものと残すものを把握し、事業を切り出すための「切れ目」を入れる作業を事前に行い、そもそも物理的に分離可能かどうか、分離できない場合にはどのようなアクションが必要かという点も含め売却対象範囲を特定する必要があります。このような作業をセラズデューデリジェンスの中で実施すると効率的です。

② 売却対象事業に対応した財務情報の整備

企業内の一事業の売却のケースにおいては、売り手から提示された売却対象事業の財務情報が必ずしも満足できるものでないことが往々にしてあります。

通常の企業内の財務報告の単位としては、管理会計上で部門が設定されていることが多いですが、管理会計上の部門がそのまま売却対象事業となることは少なく、大抵のケースでは管理会計上の部門と厳密には異なります。こうした場合、管理会計上の部門別 P/Lなどを基礎にしつつも、売却対象事業の P/L を売り手が別途特別に作成する必要

があります。しかしながら、通常は事業売却という観点からの情報の整理が行われていないことがほとんどですので、買い手が信頼するに足る財務情報を準備することが想像以上に負担となるケースが多く見られます。また、売り手が準備した売却対象事業の財務情報がよくよく調査してみると実際の売却対象事業の範囲と異なっていたり、情報があるとしても過去 1 期分のみしかなく買収可否の判断をするには不十分ということもあります。

売却事業の B/S についてはさらに大きな負担となります。B/S についてはそもそも部門として財務報告の対象となっていないことが通常ですので、そもそも情報がなく、事業売却の際に初めてその事業に関連する資産、負債は何かを検討することが多いからです。

このように、買い手が検討の拠り所とする財務情報が不十分であった場合、買い手としては買収後に不測のリスクを被る可能性が高いことから不安を持ち、検討を中止するケースも見られます。売り手にとっても、買い手の不安を払拭できず、売却できたとしても大幅に価値が下落してしまう可能性があります。売り手として認識しておくべきことは、買い手が要求してくる情報を見越して十分な準備をすることが必要ということであり、準備に要する期間、日々の業務への影響も考慮に入れながら、財務情報の整理に関しては客観的な検証をするためにも必要に応じて外部専門家も活用して入念な準備をすることが必要となります。

4. おわりに

M&A を検討されている企業では、成長戦略の中でどのような会社を買収するかという買い手側の立場で検討していることが多いと思われませんが、売り手側の立場として自社の価値の棚卸をしている企業は少ないのではないのでしょうか。

事業売却では、売り手としては通常の決算では必要とされない財務情報を買手に提供する必要があるということ認識し、事前に対応しておくことが極めて重要となります。買い手側が興味を持つ価格や条件に影響を与えるポイントは何かを見越して事前の対応策を検討しておくことが肝要です。

セラーズデューデリジェンスをはじめとして、売り手側で外部専門家を活用して綿密な準備と対策を行い、ディールマネジメントを全般的に外部に委託することは欧米では極めて一般的ですが、日本ではまだ十分になされていないと感じられます。売却プロセスに入って買い手側が会計士や弁護士などの外部専門家を雇ってデューデリジェンスを実施するのは通例であるのに対して、売り手側の準備については外部専門家の支援を受けるケースはまだまだ少ないように見受けられます。

前述したように、売り手側では「自社のことだからわかっている」という考えを持ち、事業売却の際の問題に関して主観的に判断してしまいがちです。何が問題の本質であるかということについては、買い手の目線に立ち客観的な視点での検証が重要です。意思決定のタイミングを見定め、客観性を確保しながら具体的な売却プロセスに入る前の早期

具体的な売却プロセスに入る前に外部専門家を活用しながら自社のデューデリジェンスを行うことが重要

の段階から対策を検討することが事業売却の価値の最大化への近道と言えます。

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

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