

# Compass

Vol.4 2017

売り手も買い手も  
両得となる事業売却

BAIN & COMPANY



## Contents

### 売り手も買い手も 両得となる事業売却

事業売却を成功させる4つのステップ 7

日本語版発行に寄せて 13

ペイン・アンド・カンパニーのシンボルマークである「True North」は、方位磁針をモチーフにしています。針が少し東に傾いているように見えるのは、磁北ではなく真北、「True North」を示したい、すなわち通説や思い込み、政治的妥協などによる「一見正しい答え」や、単に理論的に正しいが実行不可能な答えではなく、企業と社会の最大価値追求の視点から、客観的な事実の分析に基づいて導出され、かつ実行可能性も考慮された「本当の答え」をご提供したいという、ペインのコンサルティングにおける信念を表現したものです。ペインの最新の研究成果や知見をまとめた本冊子、『Compass』も、そうした我々の考え方を表現しています。本冊子が皆様の眞の経営課題の解決に少しでも貢献できれば幸いです。

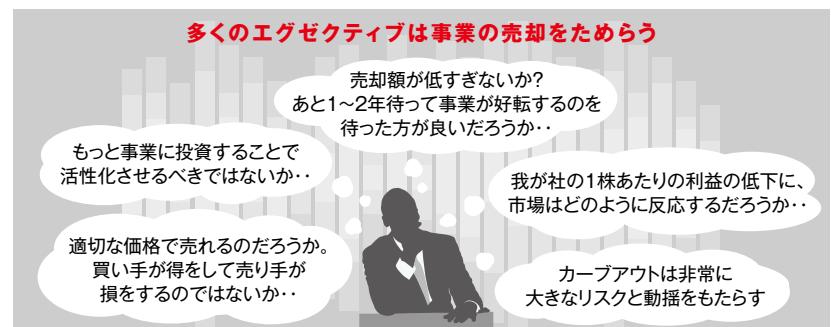


# 売り手も買い手も両得となる事業売却

## 事業を売却することに問題はないはずだ

エグゼクティブは、様々な理由でノンコア事業の売却をためらう。多くは売上減少を嫌い、企業規模縮小へのマーケットの反応や売却後の本体残留コストの課題を懸念する。あと1～2年あれば事業が上昇軌道に乗ると考え、安値売却を心配する経営者もいる。また、他社に委ねたほうが業績が向上するという事実を受け入れられない者もいる。さらには、売却に関する多くの準備作業に慣れていないため、事業売却を厄介なことと捉える者もいる。買収・統合についてはほとんどの企業がある程度の経験を有するのに比べ、事業売却では多くの場合あまり鍛えていない筋肉を使うような必要に迫られるのだ。

だが、事業売却は良い効果をもたらす。事業ポートフォリオの戦略的整理のための事業売却や、最適な価格設定ができた事業売却は株主価値を創出する手段になる。また、事業売却が残りの事業の改善をもたらすきっかけになることもある。うまく実施すれば複雑さが軽減され、コア事業の強化を加速することもできる。



## 事業売却に関する誤解の解消へ

事業売却には多くの誤解があるため、株主価値創出の手段として十分に活用されていない。しかし、最近のペインの調査や様々な業界のプロジェクト経験から、我々はこの誤解を解くことができると考える。企業は以下の4つのステップを踏むことで、より良い成果を達成できるからだ。

- (1) 自社の事業ポートフォリオを積極的かつ選択的に整理し、売却すべき資産を選定する。
- (2) 売却を決定したら、いたずらに先延ばしにして時機を逃したり、あわてて売却したりせずに、必要な時間と人材、資金をかけて対象事業がより高く売却できるようにする。
- (3) 売却プロセスをスムーズに進める。
- (4) 売却プロセスを通じて事業の価値を買い手に明確に伝え、各種リスクを抑制すべく事業のカーブアウト（切り出し）プログラムを実行し、最終的な取引コストや将来の残留コストを抑える。

ペインが2,160社の上場企業を調査したところ、事業売却に前向きに取り組んでいる企業はそうでない企業よりも10年間の年間平均株主還元率（TSR）が約15%高いことがわかった。<sup>1</sup>「積極的な事業売却」と「再現可能なM&A成功の手法」<sup>2</sup>を組み合わせている企業ではさらに高く、事業売却に積極的でない企業を10年間のTSRでほぼ40%上回り、2倍以上の売上・利益成長を実現している。ペインの分析では、事業売却に積極的でない企業に2005年に投資した100ドルは、2015年には181ドルになる。他方、事業売却に積極的に取り組み、なおかつ高い頻度で重要なM&A取引を行っている企業に同じ100ドルを投資すると252ドルになる（図1参照）。

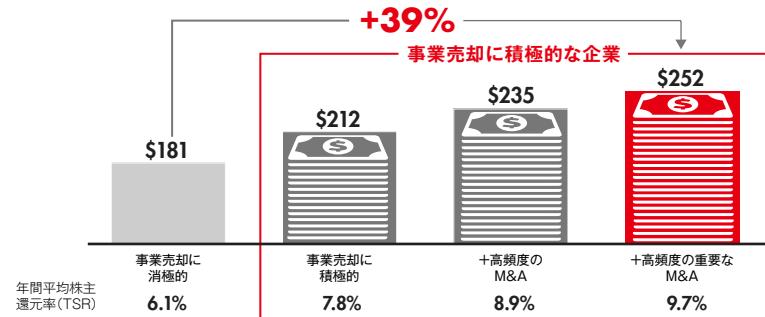
1 事業売却に積極的でない企業とは、2005年～2015年にかけて事業売却を行っていないかった企業。株主還元率(TSR)は、配当金の再投資を前提とした株価の変化と定義される。

2 多数のM&A経験によって培われたM&Aの成功をもたらす手法で、繰り返し適用できるもの。

## 図1 戰略的な売り手は、より良い成果を達成できる

「積極的な事業売却」と「再現可能なM&Aの手法」を組み合わせている企業が最も高いリターンを得ている

2005年に投資した100ドルは2015年末にはどうなるか



注:N = 2,160社

出所:ペイン SVC データベース2015年、Dealogic、ペインM&A データベース2016年、ペイン分析

事業売却に積極的でない企業は事業ポートフォリオからノンコア事業を取り除かなければ、業績が低い傾向がある。結果的に勝てる見通しのない事業に経営層の時間や資本などの経営資源を無駄に投入し続けることになる。一方、事業売却に積極的な企業は、売却を通じて創出された経営層の時間や資本を自社が成長し、リードしてゆくべき分野に投入する。

エア・リキードやヘンケルなどの企業は、事業売却と再現可能なM&A成功の手法の恩恵を享受している。産業ガスを扱うエア・リキードは過去10年間で130以上の企業を買収し、25件の事業を売却して年11%のTSRを達成した。化学薬品や消費財を扱うヘンケルも、過去10年間にエア・リキードとほぼ同数の買収と事業売却を行った。ポートフォリオを定期に入れ替えたことが功を奏し、ヘンケルは過去10年間で年17.3%のTSRを達成した。これに対して、比較対象となるその他企業の同期間の平均TSRは6.2%にとどまっている。<sup>3</sup>

<sup>3</sup> 買収や企業売却の件数には子会社が行った取引も含まれており、過去買収した会社も子会社に含む。また、ここでいう買収には全面買収や過半数を超える株式の買い取り、資産の取得が含まれる(Dealogic社のレポートに基づく)。そのため、株式の部分買い取りや持ち分の増加などは含まれていない。コンソーシアムや企業内取引、不動産取引も含まれていない。

事業売却を成功させる要因を詳細に把握するため、我々は2,160社が実施した大型事業売却案件のうち137件について詳しい調査を行った。調査結果のいくつかは我々にとって予想外のものだった。

たとえば、債務返済のために事業売却をした企業には、あまり良い結果がもたらされていない。こうした企業では、事業売却発表後3か月間で時価総額が1.4%しか増えていない(発表の3か月前との比較)。これに対して、市場が前向きに反応したのは戦略的に売却を行った企業だ。株式アナリストを始めとする市場関係者がコア事業回帰のための事業売却だと認識していた企業では、事業売却発表後3か月間で時価総額が7.9%上昇した。

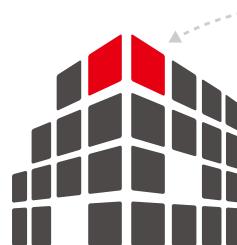


## 売り手も買い手も両得

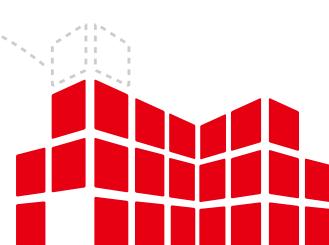
多くの企業に事業売却をためらわせる大きな障壁の一つが、自分たちは安値で売ることになるのではないか、買い手が得をして売り手が損をするのではないか、という懸念だ。実際に、会社全体を買収した企業よりもカーブアウトされた事業を買収した企業のほうが好調であるという調査結果もある。その理由の一つは、もともと十分な経営資源の投資がされてこなかったカーブアウト事業に対して、買い手がコア事業の一環として必要な投資を行うからだ。一方で、事業をカーブアウトした売り手が、事業売却に消極的な企業よりも好調であることも確かだ。なぜなら、そうした企業は生み出した資本を自社のコアビジネスに再分配し、経営資源や希少なリソースを好調な事業に集中させられるからだ。

事業売却ではシンプルな価値方程式が使える（事業価値＝リターン／コスト）。

まずは方程式におけるコスト面について述べよう。売り手には実行・準備にかかるコストがかかるが、体系化された売却プロセスを導入せずに



会社全体を買収した企業よりも  
カーブアウトされた事業を  
買収した企業のほうが好調



事業をカーブアウトした企業は  
生み出した資本を自社の  
コアビジネスに再分配可能

長期間従業員を混乱させると、このコストが膨れ上がる可能性がある。よって、優れた企業は適切な人材やツール、プロセスを売却対象資産に振り向け、基盤となるビジネスを混乱させないスムーズな分離手法を明確に規定している（コアビジネスを混乱させてしまうことは、通常どのよう取引手数料よりも高くつくことになる）。

また、事業売却後、企業は長い間残留コストに悩まされる可能性がある。このコストには、ITシステムから事務処理部門、物理的なインフラに至るまで、一定規模を支えるために構築されたあらゆるコストが含まれている。事業売却で成功している企業は、こうした長期的なコストを最小化するため、売却後に残ったポートフォリオ内に残留コストが発生することを事前に把握しておき、サプライチェーンや販売ルート、一般管理費などを最適化し、よりスリムな事業体にするための計画を策定している。これは、売り手の意向次第で、買収後のコスト最適化にとどまらず、全社的な変革を後押しする原動力にさえなる。

次に方程式におけるリターン面について述べる。売り手は、売却資産を買収することで最大価値を実現できる買い手をターゲットとし、売却準備を綿密に行することで最高の売却価格を設定できる。こうした売り手は、売却対象事業を明確に定義したり、その事業から最大限の可能性を引き出すには何が必要なのかを判断するために必要な時間を割き、場合によっては業績改善プログラムに着手し、買い手が実現する業績改善の一部を示すこともある。また、より長い目でみたリターンもある。自社のコア事業を強化する事業売却ロードマップと再現可能なM&A成功の手法を導入することで、売り手は勝利を手にする。何が必要で何が必要でないのか、今回の調査で明らかになったような大きな利益を実現する上で、どこに注力すべきかを知っているのは売り手自身なのだ。

## 事業売却を成功させる4つのステップ

事業売却を成功させて価値を創出するには、4つのプロセスが必要になる。各プロセスについて以下で説明する。

### 1. 自社の事業ポートフォリオの積極的マネジメント

まずは基本的なこと、すなわち「各ポートフォリオ事業がコア事業にどのように貢献しているか」を理解し、定期的に再評価することから着手する。次に各事業の競争上のポジショニングや勝つための力、個々の事業のフルポテンシャルを引き出すために必要なリソースやケイパビリティを持っているか、そうでない場合その事業をよりうまくオペレーションできる企業が他にあるのかといったことについて検討を進めていく。売却候補事業について業界の急激な変化や再定義の可能性を予測しつつ、自社の事業ポートフォリオを外部的な視点で評価する。自社のポートフォリオを体系的に評価することで、他社傘下のほうが業績向上し得る事業を見極めることができる。たとえば医薬品業界では、ポートフォリオを集約して特定のカテゴリーでリーダーとなる企業は、ポートフォリオを多角的に展開して各カテゴリーで下位にいる企業の2倍以上のTSRを実現していることが、ベインの調査で明らかになっている。<sup>4</sup> (Bain Brief『Focus Matters: How Biopharma Can Reward Shareholders』参照)

### 2. じっくり検討し、準備することで価値を最適化

事業資産を売り急いではいけない。売却する前に、事業の魅力を高めるための戦略の青写真を描くべきだ。そこに含まれる施策を一部でも実践できればさらに良い。戦略青写真を策定して進捗させるにはベインの経験では6か月～1年程必要だが、そうすることで、売却前に事業の価値を高められ、どのような変革が可能なかを買い手候補に具体的に示すこともできる。この2つの取り組みによって、売却価格が向上し得るのだ。事業の成功が実証されれば、通常は事業が生み出す利益も押し上げられる。同時に、こうした足元での成功はより確実な事業の将来における成長を示唆するため、買い手が支払うマルチプルを上昇させ得るのだ。考慮すべき重要な点は、事業売却の準備期間中に優れた人材を当該事業に配置しておくことだ。有能なエグゼクティブは成長や利幅の改善を後押しし、多くの付加価値を生み出すからだ。

米国の大手航空宇宙会社の例では、あるノンコア事業に買い手が見つからないだろうと考えていた。経営陣は現実的には当該事業の分社化が唯一の選択肢だと考えていたが、一旦は売却プロセスを選択した。ところが、当該事業部門のエクイティストーリー（株価上昇に寄与する成長戦略）と分離計画を準備する過程で、同社は同事業が親会社の下を離れても成長できる方法を特定した。収益の伸びとコスト削減機会の両面で予想していたよりもはるかに大きな成長余地を見出し、より広範なコスト削減策に実際に着手した。このプロセスが買い手に確信をもたらし、取引実現につながった。買い手は後日、この航空宇宙会社が示していたコスト削減策を柱とするシナジープログラムを発表した。

売却事業の価値をどのように高めるのかを判断する際には、残される事業会社側にも同様の評価を行うことが重要である。事業売却をきっかけ

<sup>4</sup> カテゴリー内では、最大企業の相対的マーケットシェアは1以上となる。我々は、カテゴリーをリードする可能性のある、相対的マーケットシェアが0.75～1の間にある企業（つまり規模が最大企業の75%～100%の企業）も考慮した。これは、そうした企業は通常、最大規模の企業と同じメリットの多くを享受するためである。

けとして、本体側の会社をどのように適切な規模にスリム化していくのか意思決定することもできる。具体的には、売却で予想される負のシナジー効果の金額を見積もり、それらを相殺するためのコスト削減計画を作成する。優れた企業は、インフラや事務処理部門を変えたり、ITインフラをアップデートしたりして、縮小した事業規模と売却後の事業の姿に適合させるように残留コストの最小化を考える。

### 3. 売却プロセスの焦点を 「買い手による価値の創出」に合わせる

多くの売り手は、事業売却プロセスを拙速に進め、価値創出を二の次にしてしまう。売却を決めたら、あとは投資銀行の担当者に電話をかけ、目論見書を作成し、できる限り速やかにプロセスを進めようとする。しかし

ペインの経験では、事業売却で高い成果を実現した企業はより慎重な取り組み方をする。必要なリソースを投入してリバース・デューデリジェンス(売り手目線による事業価値の算定)を実行し、どの企業がより多くの価値を創出できるのか、それはどのような方法で可能になるのかを判断できるようになる。これは売り手が交渉にのぞみ、最高の取引を実現する上で必要不可欠な知見となる。

買い手のケイパビリティによって対象事業をより良い形で経営し、最大価値を実現できるような潜在的な買い手を絞り込む。売却プロセスの一環として、買収後100日とそれ以降のそれぞれにおいて、買い手が業績改善の施策をどのように実行すれば良いのかをはっきりと伝える。また、買い手が望むことを予測し、買い手と合意する必要があるTSA(移行期間サービス供給契約書)の骨子を作成しておくことも重要だ。交渉のアプローチを深く考え抜いておくことで、交渉を有利に進めることができる。



## 4. カーブアウトを、残る会社の未来に向けた準備の機会と位置付け

取引が完了した後で重要なのが、事業にリスクを負わせず、チームを混乱させない低リスクのカーブアウトプロセスを実施することだ。これは、過去と決別し、よりコアに注力した事業を中心として将来に向けて歩み出すステップとも位置付けられる。

我々の調査から、最も優れた売り手企業は、カーブアウト作業の担当チームが、各種計画を作成・実行しつつ、一時コストや TSA でコミットしたサービス供給を管理することがわかっている。社内外向けのコミュニケーション計画を丁寧に作成し、将来のポートフォリオを見据えて残る会社の運営モデルやインフラを最適化する。しっかりと TSA の管理体制を維持し、関連するコストを削減する。

あるグローバル飲料メーカーが、対応不可能と思えるような課題に直面した事例がある。大規模事業を 3 つ売却すると同時に、世界規模の大型買収事案の統合作業も進行する必要に迫られていた。

同社は十分な経験に裏打ちされた「プレイブック」を活用し、優れた実績を持つグローバルマネージャーたちが率いる優秀なカーブアウト作業担当チームを設置、世界規模で分離作業を行うためのプログラムを作成した。同社はこのプログラムを、プロセスの管理、スケジュールの遵守にかかる重要な意思決定のありかたを軸に作成した。この手法は、カーブアウト作業を実施し、スムーズな移行に向けて買い手とも協力する上で最も有効な方法であることが実績で示されている。このプログラムの下で同社は、数十に及ぶ国々で、買い手と売り手の数百人の従業員が行う作業の調整・管理を問題なく実行した。数百に及ぶ供給契約を分割し、個々

の事業で別々の IT アーキテクチャを設計・導入し、第三者機関を立ち上げる計画を策定して要員を配置し、数百に及ぶ TSA の詳細に関する交渉を行った。

その結果、この飲料メーカーは自社の知的財産を守り、適材適所の人才配置を実現し、残る会社を最適化して残留コストを回避した。最終的には記録的なシナジー効果を生み出し、期待以上の株主価値を創出することができた。

実際のところ、多くの企業が気付き始めているように、経営トップの打ち手として事業売却は重要な手段だ。ただし、事業売却は複雑であり、多くの企業は買収ほど慣れていない。そのため、事業売却で大きな利益を実現するためには、売却前と売却後の両方で十分な配慮が必要だ。自社のポートフォリオを定期的に整理してノンコア部分を取り除き、資産売却に向けた準備に積極的に取り組み、カーブアウト作業を適切に管理し、さらに売却資金を使って再現可能な M&A 成功の手法でコア資産を買収している企業は、そうでない企業よりも 40% 高い TSR を実現している。事業売却とはつまり、買い手と売り手が双赢の関係を構築できる取引なのだ。

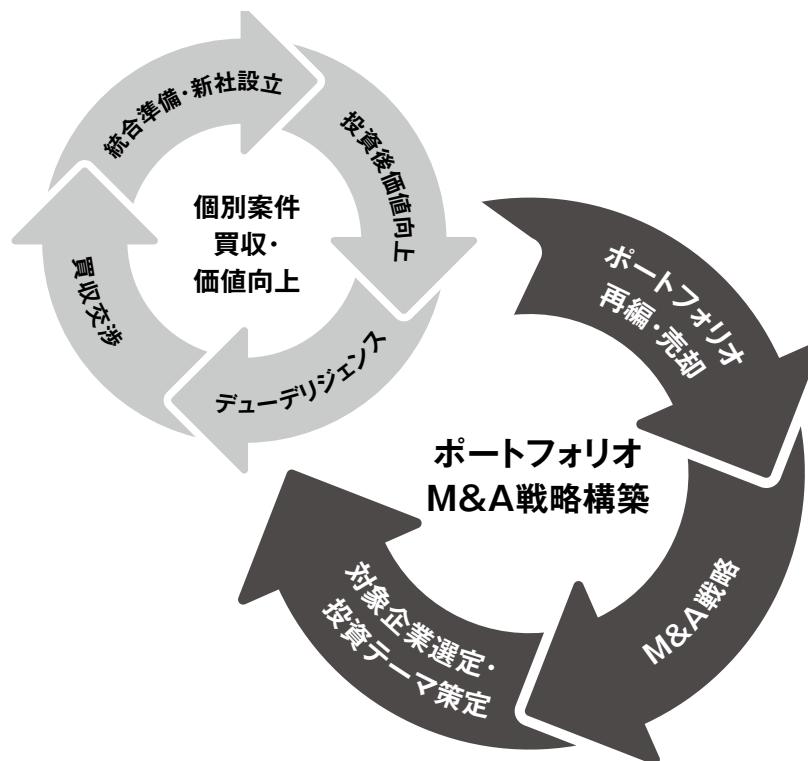
# Everybody Wins in Divestitures

— 売り手も買い手も両得となる事業売却 —

日本語版発行に寄せて

本稿では、ペインが実施した調査結果も織り交ぜつつ、売り手も買い手も「両得」となるような事業売却の「肝」をご紹介させていただいた。これは、どの国の企業にも当てはまるグローバルな課題ではあるものの、特に日本企業に対しては大きな意味合いがあると考えている。

M&A成功のためのサイクル



そもそも日本企業が M&A に積極的に取り組むようになったのは比較的最近のこと、買い手として「得」をするための買収・買収後の価値向上のやり方もまだ浸透しきっているとは言えない（左記「M&A 成功のためのサイクル」でいう「個別案件買収・価値向上」の部分）。M&A の戦略的な目的が曖昧なままディールに突き進み、買収自体が目的化、結果として高値掴みや質の悪いアセットの買収につながってしまうパターンも散見される。結果として、買収後短期間で大幅な減損を迫られることもよくある。特に、複雑性の高いクロスボーダー M&A ではそのリスクが高く、日本企業が 2011 年以前に実施した取引額 500 億円以上のクロスボーダー M&A 案件をペインが分析したところ、すでに約 4 割が撤収・売却もしくは減損に至っており、「失敗」の確率は非常に高い。

このような失敗事例には世間の耳目を引くような大型の案件もあり、買収に伴うリスクへの警戒心・問題意識は日本企業全体で高まっているのではないかと感じる。実際に、日本企業から「買収で失敗せずに価値向上を達成するにはどうすべきか」といったご相談をいただくケースは増えている。

他方、日本企業のポートフォリオの再編・事業売却のほうはというと、残念ながら、売り手も買い手も「両損」というケースが散見されるのが実態だ。具体的には、下記のような事例が見られる。

- そもそも事業売却の動機が、本体が危機に瀕した結果の緊急策としてのキャッシュ確保であり、プロセスが拙速
- あわてて売却に進んだ結果、本来の価値を下回る値付けで売却する結果になる
- 事業の魅力が落ちてから売却に着手した結果、「売り時」を逃す

- ・売り手の準備がしっかりとできておらず、売却プロセス開始後にもかかわらず、売却対象のカーブアウト範囲があいまいであったり、売却対象事業の情報が揃っていないなどたりする
- ・売り手側の売却に対するスタンスが中途半端であったり、売却対象事業の経営陣が感情的に反発することもあり、プロセスを進めるどころか遅らせたりする
- ・事業のより良いオーナーとなり得るはずの買い手が、上記のようなプロセスの不備に困惑し、自信を持った値付けができなくなったり、買収から手を引いてしまったりする

このように、日本企業において事業売却をうまく実施し、企業価値向上に積極的に役立てていこうという戦略気運はまだまだこれからだ。

マクロ的観点から日本市場の縮退が避けられない中、M&Aを活用した事業ポートフォリオの積極的な組み換えは、日本企業にとって今後より重要となる。特に複雑性が高いクロスボーダー案件の重要性は高まっており、2016年には日本企業が買い手のM&A案件のうち約6割（買収金額ベース）がクロスボーダー案件となっている。一方、M&Aは、成功する「型」を身に付けた企業とそうでない企業との結果の差が非常に大きく出る領域である。そしてこの「型」は、買収や売却といった個別の活動のノウハウ積み上げではなく、M&A戦略立案から個別案件の査定、買収、買収後の経営、売却、という一連のサイクルを通じて初めて作り上げられていくものである。

本稿が、正しい事業売却のあり方を検討するきっかけとなり、事業売却の成功のみならず、包括的なポートフォリオマネジメントの「型」とM&A戦略の確立・強化への一助となれば幸いである。

#### 〔著者〕

石川 順也、大原 崇、ジム・ウィニンガー、ジョージ・ルジャナ

#### 石川 順也

ペイン・アンド・カンパニー 東京オフィスのパートナー。約20年にわたり、様々な業界におけるM&A・提携戦略、組織改革、グローバル戦略等、多岐にわたるテーマのプロジェクトに数多く参画。

#### 大原 崇

ペイン・アンド・カンパニー 東京オフィスのマネージャー。約10年にわたり、電機・電子メーカーを中心に様々な業界におけるM&A、事業戦略、全社戦略立案等、幅広いテーマのプロジェクトに参画。

本件に関するご質問、経営課題に関するご相談は、  
以下までお問い合わせください。

ペイン・アンド・カンパニー・ジャパン  
マーケティング／広報担当：西、福田

電話：03-4563-1103 FAX：03-4563-1200

メールアドレス：marketing.tokyo@bain.com

<http://www.bain.co.jp>

#### 〔ペイン・アンド・カンパニーについて〕

世界36か国55拠点のネットワーク、約7,000名を擁する世界有数の戦略コンサルティングファーム。クライアントとの共同プロジェクトを通じた結果主義へのこだわりをコンサルティングの信条としており、結果主義の実現のために、高度なプロフェッショナリズムを追求するのみならず、極めて緊密なグローバルチームワーク・カルチャーを特徴としている。



ペイン・アンド・カンパニー・ジャパン  
〒107-6208 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー 8階  
電話(代表)03-4563-1100

©2017 Bain & Company Japan, Inc. All Rights Reserved.