



カーブアウト案件における財務DDの留意点

EYトランザクション・アドバイザー・サービス(株)

公認会計士 深江 敦 公認会計士 高木大輔

▶ Osamu Fukae ▶ Daisuke Takagi

トランザクションディリジェンスチーム (TD) ディレクターおよびシニアコンサルタント。TDでは、財務デューデリジェンスをはじめとして、カーブアウト財務諸表作成などのM&Aトランザクション関連の各種サービスを提供している。

▶ お問い合わせ先 BMC E-mail : marketing@jp.ey.com

I はじめに

カーブアウト案件とは、会社全体の取得（株式取得・合併等）ではなく、会社の一部を取得（会社分割・事業譲渡等）するM&A案件を指します。バイサイドの立場において、カーブアウト案件は、一般的に潜在的リスク回避（買収対象を既存会社の一部に限定する方が相対的に偶発債務等のリスクは低くなる）や統合効果の最大化（買収対象を必要な事業に限定し、自社の経営資源と組み合わせることでシナジーを創出する）等の利点があります。一方、分離元企業グループからの独立に伴う購買・物流・間接業務部門等の共通機能の不足や分離元企業グループとのシナジー喪失等への対応が必要となるため、会社全体の取得よりも難易度の高い手法と言えます。

本稿では、バイサイドの立場での財務デューデリジェンス（以下、財務DD）の観点から、カーブアウト案件における主要な検討事項を解説します。

II 主要な検討事項

1. スタンドアロン項目

通常、分離元企業はカーブアウト対象事業（事業部門等）に係るスタンドアロンベースの財務諸表を作成しておらず、カーブアウト対象事業に係る財務諸表（以下、カーブアウトFS）および事業計画は一定の仮定に基づいて作成されています。すなわち、カーブアウトFSには、カーブアウト対象事業が独立した会社となった場合に、自前で機能を保持するために必要な一時的に

発生するコストおよび計画期間において継続的な費用水準の変動として発生するスタンドアロンコストが反映されていない、もしくは簡便的な前提による試算額に基づき実態を反映していないことが多くなっています。そのため、カーブアウト案件においては、これらのスタンドアロン項目を把握し、カーブアウトFSおよび事業計画を補正することが重要となります。

主なスタンドアロン項目としては以下が挙げられます（<表1>参照）。

① 間接業務機能

人事・総務・経理などの間接業務機能が承継対象とされていない場合、自前で当該機能を保持するか、TSA (Transaction Service Agreement) に基づく売り手のサポートが必要となります。他方、買い手がこれらの間接業務機能をすでに保持している場合、重複するためコスト面からは当該機能等を承継しない方が望ましいケースもあります。そのため、買い手は、これらの間接業務機能の取り扱いを検討しておく必要があります。

② ITシステム

カーブアウト対象事業が利用しているITシステムが承継対象とされていない場合、関連するソフトウェアのライセンス契約の新規締結、買い手の保持するITシステムの利用、TSAに基づく売り手のサポート等の対応が必要となります。

③ 退職給付

分離元企業の企業年金基金に加入している場合、カーブアウト対象事業が独立した会社となった時点で、企業年金基金から脱退することが想定され、その場合は独自の企業年金基金を設立する等の対応が必要となり、退職給付費用が変動する可能性があります。また、企業年金基金からの脱退方法および企業年金基金における年金財政上の積立状況等によっては、退職給付引当金の変動や脱退時に掛金の一括拠出が発生する可能性があります。

▶表1 主なスタンドアロン項目

項目	スタンドアロン項目	一時的	継続的
① 間接業務機能	人事・総務・経理などの間接業務機能に係る人件費等（新規採用費等を含む）	■	■
	TSAに基づく売り手に対する間接業務機能に係る利用料		■
② ITシステム	関連するソフトウェアのライセンス契約の新規締結（毎月の利用料を含む）	■	■
	TSAに基づく売り手に対するIT利用料		■
③ 退職給付	従前の企業年金基金からの脱退に伴う一時金の支払	■	■
	退職年金制度の移行による影響（企業年金基金の設立等）	■	■
④ 不動産	新たな移転先に係る賃借料		■
	TSAに基づく売り手に対する賃借料		■
	新規不動産の購入（減価償却費を含む）	■	■
⑤ グループ共同取引	共同購買等によるボリュームディスカウント等の優遇措置の解消		■
	グループ金融取引の解消（グループ内借入、CMS等）		■
⑥ その他	役員数の変動に伴う役員報酬の変動		■
	出向者の取り扱いの変更による影響		■
	健康保険制度の移行による影響	■	■

④ 不動産

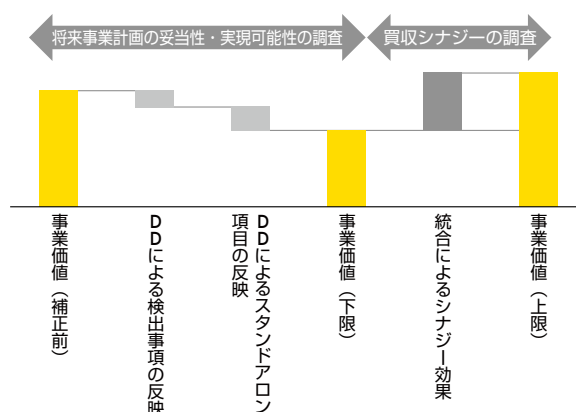
工場・営業所・支店など分離元企業とカーブアウト対象事業とで共通利用しているスペースは、自前で移転先を確保するか、TSAに基づく売り手のサポートが必要となります。なお、分離元企業が共通利用しているスペースから退去する場合でも、デットスペースが増えるため賃料等の負担が一時的に増加するケースもあります。

⑤ グループ共同取引

原材料等の共同購買やグループ金融取引等、対象事業が分離元企業グループと共同して行っている取引については、ボリュームディスカウントや信用力の向上等に伴い取引条件が優遇されていることがあります。そのため、カーブアウト対象事業が分離元企業グループから離脱した場合に、当該優遇措置を享受できなくなる可能性があります。

重要性が高いと想定される場合には、各分野のアドバイザー（人事・IT・ビジネス等）を利用し、それぞれの専門分野におけるスタンドアロン項目を定量化し、事業計画を補正する場合があります。なお、スタンドアロン項目を定量化する場合、間接業務機能等に関連する費用は、簡便的に配賦計算によりすでにカーブアウトFSに反映されている部分もあるため、配賦計算のロジック（配賦基準等）を把握し、その影響を考慮する必要があります。

▶図1：スタンドアロン項目に基づく事業価値の補正イメージ



2. 事業計画へのスタンドアロン項目の反映

カーブアウト案件においては、事業価値算定の観点から、通常の財務DD等による検出事項に加え、スタンドアロン項目を定量化し、それを事業計画モデルに整合させる形で事業計画を補正することがポイントとなります（<図1>参照）。財務DDにおいては、例えば、人事・総務・経理などの間接業務機能、ITシステム等が承継対象とされていないにもかかわらず代替手段に係る費用や設備投資額がカーブアウトFSに反映されていない場合に、分離元企業やベンチマークとなる企業における過去の類似取引に係る費用や設備投資額等に基づく試算によりスタンドアロン項目を定量化することが考えられます。

ただし、財務DDにおいては、分離元企業における情報管理や時間的な制約等からスタンドアロン項目の定量化が困難なことが多く、定性的な情報の把握に留まることも多くなっています。スタンドアロン項目の

III おわりに

カーブアウト案件は、スタンドアロン項目に係る検討が必要であり、会社全体を取得するM&Aより難易度の高い手法と言えます。よって、カーブアウト案件の経験豊富な専門家を起用することが、案件成功に向けての重要なポイントの一つとなります。