

会社 / 事業の分割を  
成功させる戦略とは

An aerial photograph of a boat's wake in clear, turquoise water. The wake forms a large, circular pattern of white foam and churning water, centered in the lower half of the frame. The surrounding water is a vibrant greenish-blue, and the bottom of the sea is visible, showing a rocky and coral reef-like terrain. The overall scene is dynamic and energetic.

**EY**

Building a better  
working world

**Goldman  
Sachs**

# Contents

	Page
エグゼクティブサマリー .....	01
会社/事業の分割を行う理由とは .....	02
会社/事業の分割で最大限の価値を創造するには .....	06
1. 分割の実施中にNewCo（新会社）とRemainCo（存続会社）を再編する	
2. 経営陣にフォーカスさせ、メリットを引き出す	
3. 独自の資産プロファイルに合わせて資本配分の優先順位を決める	
4. 分割関連の問題に対応する	
5. ステークホルダーとコミュニケーションをとる	
結論：分割は変革のきっかけとなる .....	26

※本レポートは*Strategies for successful corporate separations*を翻訳したものです。英語版と本レポートの内容が異なる場合は、英語版が優先するものとします。

# エグゼクティブサマリー

会社/事業の分割に向けた活動が急速に活発化しています。特にここ数年は、企業規模や業界、国・地域を問わず、その傾向が顕著です。このM&A手法の魅力は、企業の経営幹部や投資家などのステークホルダーを引きつけてやみません。なぜ会社/事業の分割は急激に増えているのでしょうか。また、それは果たして長期的価値の向上につながるのでしょうか。

この2つの問いは、Goldman SachsとEYが答えを探求してきたものです。この分野をリードするアドバイザー企業として、私たちは共同でスピノフとデマージャーに関する包括的なインサイトとデータ分析結果をまとめました。そのテーマは、「会社/事業の分割とは」「なぜ企業は分割を検討するのか」「分割を実施する最適なタイミングとは」「その影響を受けるのは誰か」、そして重要なのは「会社/事業の分割で価値を最大限高めるにはどうすればいいか」です。

今回の調査では、2012年から2022年の間に実施された160件を超えるグローバル規模での会社/事業の分割(分割された企業の時価総額が10億米ドル超の案件が対象)の定量分析と、会社/事業の分割の経験がある世界有数の経営幹部の数名から直接話を聞くインタビュー調査を実施しました。

私たちは会社/事業の分割を子会社の資本の分割と定義しています。資本を分割することで、買い手を必要とせずに、「ドゥ・イット・ユアセルフ型」で、あるいは「自助努力型」でポートフォリオを最適化することが可能になります。また、親会社の分割前の株主総利回りと、分割されたRemainCoとNewCoの分割後の株主総利回りを比較し、会社/事業の分割の評価を行いました。その結果、会社/事業の分割が順調に実施されると、発表以降から取引完了後2年間の超過リターン加重平均が、それぞれのセクターの指数をおよそ6%上回る可能性があることが分かりました。

分析の結果、会社/事業の分割が順調に実施されると、発表以降から取引完了後2年間の超過リターンの加重平均が、それぞれのセクターの指数をおよそ6%上回る可能性があることが分かりました。

以下は会社/事業の分割の成功要因です。

- ▶ 分割後の会社に経営陣をフォーカスさせ、かつ、その会社固有の戦略的優先課題を決めること。
- ▶ 単独での資金調達と、おのおのの財務プロファイルに合わせて資本配分の優先順位を改編すること。
- ▶ 投資家が専門企業の資産に投資できるようにすること。
- ▶ 両社の今後の戦略とエクイティストーリーについて、ステークホルダーと明瞭なコミュニケーションをとること。

経営幹部は先を見据え、ポートフォリオを定期的に見直す必要があります。何を目的に分割の決定を下すかは、企業によってさまざまですが、強い姿勢でその決定を下すことができれば理想的です。会社/事業の分割は時に複雑で、一つとして同じものはありません。本稿では分割を成功に導くためのリーディングプラクティスをご紹介します。ご参考いただければ幸いです。



**David Dubner**  
Global Head of  
M&A Structuring  
Goldman Sachs



**Sharath Sharma**  
Global Vice Chair of  
Strategic Transformations  
EY Organization

# 会社 / 事業の分割を行う理由とは

私は2つのレンズを通して企業を見ます。1つは先を見越してその企業を最大限生かす戦略的なレンズ、もう1つはリスク評価をするレンズです。リスクと戦略は切り離すべきではありません。これまでに実施したトランスフォーメティブディール(変革を行うためのM&Aディール)は17件ですが、そのうち約半分は、リスクが存在するために実施し、残りの半分は先を見越しての判断でした

Ed Breen, Executive Chairman and Chief Executive Officer, DuPont

企業が会社/事業の分割を行うのは通例、会社を分割して2つにした方が1社のままより価値が高くなり、またその分割によりすべてのステークホルダーに長期的価値をもたらすことができると考える時です。

独自の調査と経営幹部を対象にインタビューを実施した結果、企業が分割の実施を検討する狙いは、好機をつかむためか、リスクを管理するためのいずれかであることが分かりました。具体的な目的としては以下が挙げられます。

戦略面	業務面
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 経営陣の焦点をはっきりとさせる。</li> <li>▶ 時間的な柔軟性を持たせ、異なる戦略を遂行できるようにする。</li> <li>▶ エクイティストーリーを再構築し、独自の株式のエクイティカレンシーを設定する。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 営業活動を再編し、変革する。</li> <li>▶ 有機的・無機的成長機会を通じた「シュリンク・トゥ・グロー（成長のための縮小）」</li> <li>▶ 業界内・地理的・サステナビリティ（ESGを含む）面でのリポジショニング。</li> </ul>
財務面	ステークホルダー
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 効率的な資本配分戦略。</li> <li>▶ 資本構造の最適化。</li> <li>▶ 資金調達。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 投資家にとっては専門企業に投資する機会となる。</li> <li>▶ 異なるリサーチ対象を呼び込む。</li> <li>▶ 従業員の採用と定着を図る。</li> </ul>

## 会社/事業の分割とは

私たちは会社/事業の分割を子会社（NewCo）の資本の分割と定義しています。分割は、親会社がNewCoの株式を持つ比率に応じて株主に分配（スピンオフ）する場合と、子会社の新規株式公開（IPO）やカーブアウトIPO後に第2段階としてさらにそれを売却する場合とがあります。会社/事業の分割が行われると、切り離された会社は、独自のエクイティカレンシーを設定し、独自に資金を調達できる独立した上場企業として操業することになります。米国では、このような、会社/事業の分割が節税効果のあるスピンオフの形をとることが一般的です。一方、米国以外ではデマージャーの形をとる傾向にあります。

企業は、自社の目的に合わせ、あるいはその国・地域の規制に従い、このような仕組みをカスタマイズします。その例としては、以下が挙げられます。

- ▶ 親会社がNewCoの持分を引き続き保有し、資本構造のさらなる最適化を図る。
- ▶ 分割時にスポンサー投資で資金を提供するとともに投資家の支持を確保し、NewCoの資金を調達する。
- ▶ スプリットオフにより、親会社の株式とNewCoの株式を交換できるようにし、その上でこの交換をするかどうかを株主の選択に委ね、1株当たり利益の希薄化と配当金の支払いを管理する。

## 会社/事業の分割の人気の上昇

会社/事業の分割は数十年前から用いられてきた手法ですが、近年はポートフォリオの見直し戦略において新たに注目を集めるようになってきました。2022年の1年間だけを見ても、会社/事業の分割の発表は全世界で30件あり、過去10年間に発表されたトランザクション全体の約17%を占めています。

世界金融危機を受け、2010年代は「(規模が)大きいことはいいことだ」という考え方を企業が信奉する時代でした。そのため、超大型合併とポートフォリオの多様化が10年近く続きました。その結果、今日の企業の事業ポートフォリオは複雑を極めています。S&P500企業を見ると、およそ3分の2は、3つ以上の事業分野で収益が5億ドルを超えています。

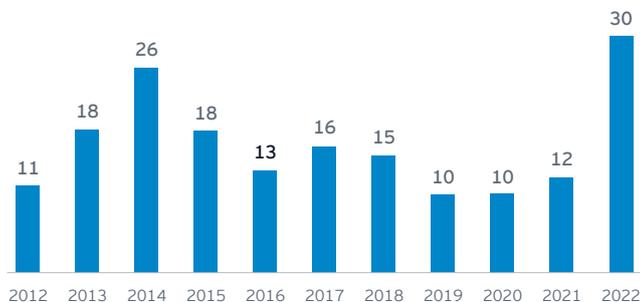
最近ではパンデミックと金融市場の不確実性の高まりに、厳しい経営環境と競争の激化が重なったことで、企業は成功に向けて、優先課題の見直しと、再構築に当たってのポートフォリオ・オプションの評価を必要としています。

10年間ほぼゼロにまで抑えられていた米国のフェデラル・ファンド金利が5%超にまで急に引き上げられたことで、成長に向けた優先課題と、それに伴う資本配分やポートフォリオに関する意思決定は多大な影響を受けています。

最新のEY CEO Outlook Surveyによると、世界各国のCEOの48%が今後12カ月間にダイベストメント(事業売却)やスピンオフ、あるいはIPOを積極的に押し進めようと考えています。

出典: EY CEO Outlook Pulse March-2023

発表されたM&A件数の年別推移\*



1兆2,000億  
米ドル超

2012年以降に完了した  
会社/事業の分割

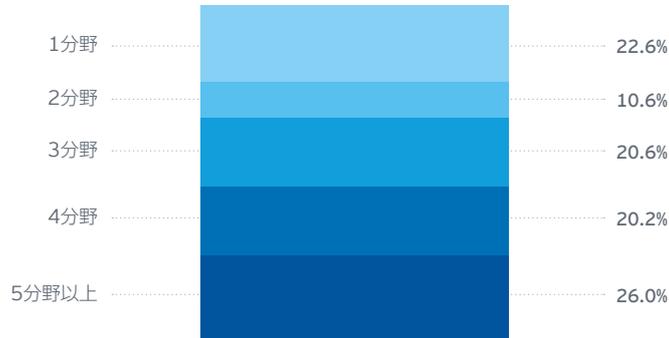
出典: 企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報

\* 発表された179件のトランザクションのデータをまとめたグラフ

「2023年は、資本コストの上昇と、引き続き収益性を重視する投資家の姿勢によりスピンオフがさらに活発化するとみられます」

Goldman Sachsの調査

## 事業分野数別のS&P500企業の割合



出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報

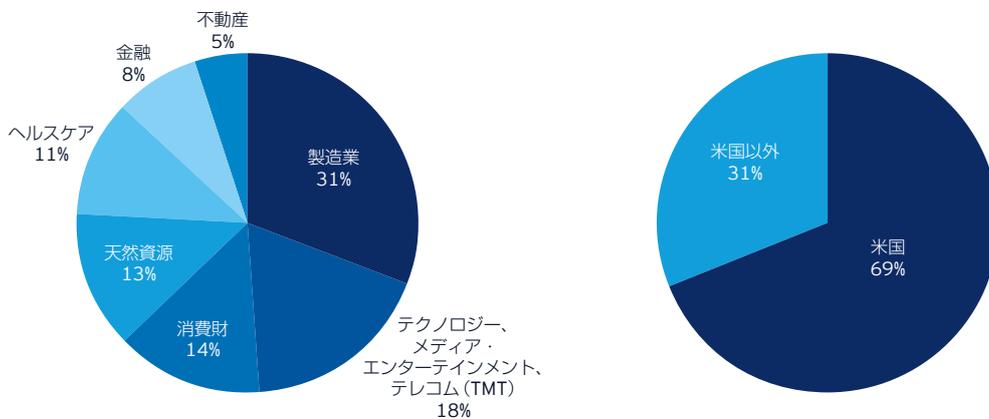
**47%** 2018～22年に完了した会社/事業の分割の47%は、金額が50億米ドル超(2012～17年は34%)

**36%** 2019年以降に完了した会社/事業の分割の36%は、NewCoの時価総額が完了時の親会社の30%超

ポートフォリオの評価結果を受けて、企業の選択肢として考えられるのは、資本の分割や戦略目的または財務目的の買い手への売却などです。最近ではデュアルトラックプロセスを採用する企業が増えてきました。これは、分割の発表を行い、その前後に買い手候補と接触する手法です。スピンオフやデマージャーなどの会社/事業の分割は取引相手に依存しないため、「ドゥ・イット・ユアセルフ型」あるいは「自助努力型」でのポートフォリオ再構築ができます。

会社/事業の分割は、規模や業界、国・地域を問いませんが、近年会社/事業の分割の相対的規模が拡大しているようです。金額が50億米ドルを超える取引の割合は、2012年から2017年の間に完了した分割では全体の3分の1にとどまったのに対して、2018年から2022年の間では半分近くまでに上りました。最近、会社/事業の分割が特に活発に行われている業界は製造業とヘルスケア分野です。この2つの業界だけで、2022年に全世界で発表された分割のおよそ50%を占めています。

## 業界別・地域別の会社/事業の分割の割合(2012～22年)\*



出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報

\*発表された179件のトランザクションのデータをまとめたグラフ

# 会社 / 事業の分割で 最大限の価値を創造するには

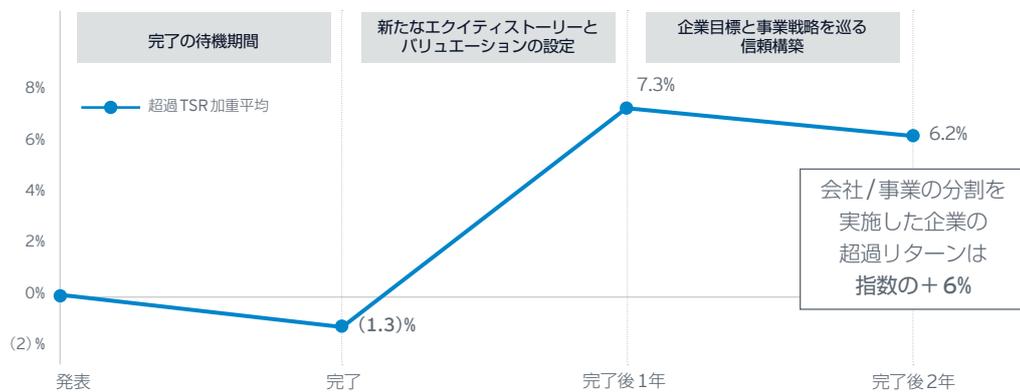
企業の目指すところは、ステークホルダーに長期的価値をもたらすことです。会社 / 事業の分割では、以下のように長期的価値の創造が行われます。

- ▶ 経営陣のフォーカスと戦略とを絞ることで、業務変革を容易にし、業務の効率化（収益成長率と営業利益率の向上、販売費および一般管理費（SG&A）の削減、投資資本のリターンの向上と、よりの確なプロジェクト投資判断など）を図る。
- ▶ 独自に資金を調達し、エクイティカレンシーを別途設定する。それにより、自社に合った資本構造と配分の優先順位を独自に決めることができる。
- ▶ 専門企業を設立する。これにより、特定のクラスの資産保有を目指す投資家にとっての透明性が増し、より効率的な投資が可能になる。
- ▶ 独立した企業のエクイティストーリーについて、ステークホルダーと明瞭なコミュニケーションをとる。

過去の160件以上のトランザクションを分析した結果から、会社/事業の分割により、取引完了から2年間の超過リターンの加重平均が、それぞれのセクターの指数をおよそ6%上回ることが分かりました。このリターンの一部はM&A機会の影響を受けています。つまり、その企業がM&Aの単なるターゲットとなるか、またはM&Aを通して事業を成長させられるかにより、リターンが変わってくるものと思われます。

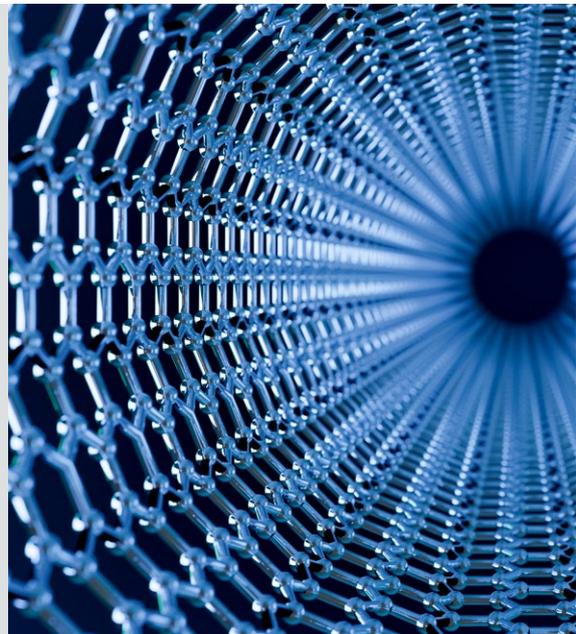
米国の水準ほどではないものの、米国以外での会社/事業の分割も業績向上につながり、株主総利回り(TSR)がベンチマークを約3%上回っていることが今回の調査結果から分かりました。米国以外でも会社/事業の分割の人気の最近高まっていることから、件数は引き続き増えるとみられています。

株主総利回りの対各セクター指数比



出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報

**超過TSR (Excess TSR)** とは、その企業の株価の変動分の、ベンチマーク指数(つまり、該当するセクターのS&P500株価指数)と同じ期間に支払われた配当金の変動分を上回る部分と定義されます。この分析に当たっては、分割発表の前日と分割完了後2年間の業績とを比較しました。比較対象としたのは、発表から完了までの親会社の株価の上昇率、発表から完了までに親会社が支払った配当金、完了から2年後までのRemainCoとNewCoの株価または連結時価総額の上昇率、完了後2年間にRemainCoとNewCoが支払った配当金などです。

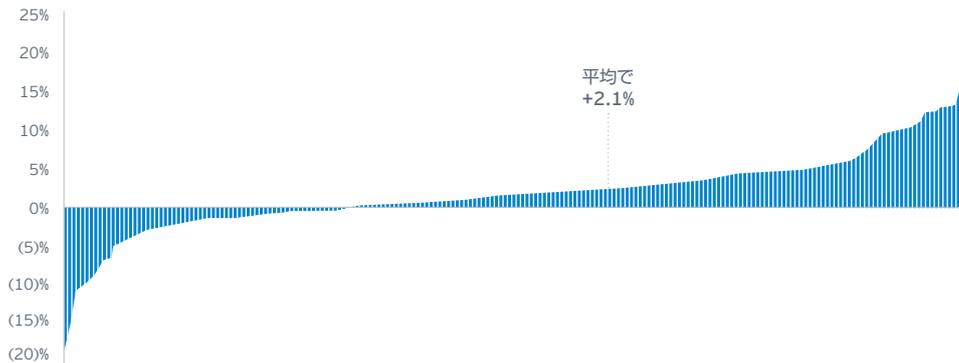


会社/事業の分割の短期的なメリットは、発表に対する市場の反応です。発表時には、親会社の株価が幅広い指数（つまり、該当するセクターの指数）を平均で2.1%上回っています。

約70%

がセクターのベンチマークに比べ、発表に対して好意的な反応

発表時の親会社株価への反応とセクターの指数との比較



出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報  
\*2012年以降に発表されたトランザクションで、継続中のものと完了したものを含む。

会社/事業の分割の発表に、こうした好意的な反応が示される理由は単純明快です。投資家は、会社/事業の分割が親会社のポートフォリオの最適化と、フォーカスのはっきりした専門企業の設立につながり、それがリターンの向上をもたらすことを理解しているものといえそうです。

TSRは通例、分割直後に大幅に上昇します。その理由は、この時になって初めて、投資家や証券アナリストが2つの企業の価値を別々に評価できるようになるためです。

RemainCoと分離後のNewCoの両社とも、自社の事業戦略を効果的に伝え、また現実的な財務目標を設定・達成し、信頼を築くことが欠かせません。ベンチマークを上回る業績を長期的に維持できるという保証はありません。そのため、経営幹部が分割前に戦略的なビジョンを決め、戦略面の決定を下しておくことが極めて重要になります。ベンチマークを上回る業績を長期的に維持する上で鍵を握る指標は、収益成長率と、利益率の上昇幅です。

できる限り大きな長期的価値を株主にもたらすために、企業が全力を注ぐべき取り組みが5つあります。



1 分割の実施中に NewCoと RemainCoの両方を再編する。

2 経営陣の焦点を絞り、そのメリットを引き出す。

3 独自の資産プロフィールに合わせて資本配分の優先順位を決める。

4 分割に関わる諸問題に対応する。

5 ステークホルダーとコミュニケーションをとる。

## 積極的なポートフォリオ管理：DuPont 社



M&A 市場で活発に取引を行う DuPont 社は、先を見越したポートフォリオの見直しのメリットを、自ら実証してきました。Dow 社と DuPont 社は 2015 年、対等な経営統合の後、Dow 社（素材科学事業）、Corteva 社（農業）、DuPont 社（特殊化学品）の 3 社に分割すると発表しました。このスピンオフは 2019 年に完了し、フォーチュン 250 に選出され、市場をリードする企業 3 社が誕生しています。

最近でも DuPont 社は、ニュートリション&バイオサイエンス事業や、素材・モビリティ事業の売却など、頻繁に M&A を行っています。同社はこうしたディールで得た資金を活用して、エレクトロニクス、産業技術、次世代自動車素材の市場リーダーへとポジショニングの変更を図ってきました。その好例が、2021 年の Laird Performance Materials 社の買収です。

「分割を行うという決断は、会社の長期にわたる繁栄のために下します。ウィークリンク（信用力を低下させるつながり）を断ち切るためにスピンオフをする経営者もいますが、私は絶対にそれはしません。NewCo には業界で最高の企業になってほしいと願っています。NewCo には好きなように大暴れするチャンスを提供したいのです」

**Ed Breen**

Executive Chairman and Chief Executive Officer, DuPont

# 1 分割の実施中に NewCoとRemainCoを 再編する

会社/事業の分割は **RemainCo** と **NewCo** を再編し、長期的価値を最大限に高めるきっかけとなる。

企業が会社/事業の分割を行う主な理由の1つは、分割後の企業のそれぞれがビジネス上の必要条件と優先課題に沿って業務を構築できるようにすることです。企業が会社/事業の分割を実施する際には、組織構造の決定から目的にかなったテクノロジーの導入判断まで、RemainCoとNewCoの双方が業務を根本的に再編する機会にしようとする動きが生まれます。

親会社のリーダーが分割の発表前に、RemainCoとNewCoの双方の業務改善点の洗い出しと、コストを最適化する施策の策定し、分割の実施段階に両社が時間的余裕を持って、これに対応できれば理想的です。しかしながら、分割が発表されると、得てして時間との勝負となり、市場は分割の完了を待ち構える体制に入ります。その結果、企業は、価値創造の源泉であるはずのこうした改善策の優先度を下げかねません。しかし、親会社のリーダーに求められるのは、急場しのぎで最善とはいえない「クローン・アンド・ゴー（既成のものを複製する）」アプローチをとるのではなく、実施期間を利用して、RemainCoとNewCo、双方の変革の取り組みを作動させることです。ベストプラクティスとしては、高い価値をもたらす補完的な小規模変革を推し進め、成長と利益率の向上に影響を及ぼすこととなります。こうした領域は通常、会社/事業の分割の影響を受けることはありませんが、だからこそ、分割と並行して進めることで、分

割後1年目から価値を創造することが可能になります。ただし、変革の取り組みに過剰な資金を投じたり、分割スケジュールに重大な影響が及んだりすることのないよう、費用便益分析を実施する必要があります。

## 最適化および変革の取り組みの事例：

- ▶ 差別化要因となるケイパビリティとプロジェクトへの投資を増やす。
- ▶ 現状のシステムを新たなソリューションや画期的なソリューションに移行させる機会を見極める。
- ▶ 価格設定戦略とチャネル拡大を最適化する。
- ▶ ベンダーを適切な数に削減し、戦略的パートナーに支出を集中させる。
- ▶ 最適なデリバリーモデルを構築し、組織のアジリティを強化する。
- ▶ 移行期間中のサービス提供に関する契約（TSA）の解除機会を見極め、事業変革を促し、IT分野にとどまらないコスト削減につながる最新化とイノベーションを推進する。
- ▶ 子会社を適切な数にまで合理化し、コストの削減とリソースの最適化を図る。

よくあるのは、NewCoの1社は成長に、もう1社は利益率の向上にフォーカスしたがること。

最適化プロセスを進める中で、NewCoとRemainCoには、独立した企業として成長する手段を評価する機会があります。NewCoとRemainCoでは概して、財務プロファイルや事業運営のどの段階にあるかが異なることから、一般的に1社が分割後の利益率の向上にフォーカスし、もう1社が収益成長率にフォーカスすることが多いようです。今回の分析結果を見ても、NewCoが成長を重視する企業であることが多いのに対して、RemainCoが利益率を重視していることが分かります。もちろんこれまでの分割事例でこれとは逆の案件も存在します。

完了時と完了後2年間における損益計算書(P&L)指標の推移

P&L 指標 (収益に対する比率)	RemainCo	NewCo
収益成長率	+0.4%	+4.7%
売上原価の増減	(0.6)%	+0.3%
SG&Aの増減	(0.4)%	+0.7%

出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報

\* (P&L 指標は完了後2年間の増減率の中央値)

上場企業として独立した直後は特に忙しい時期となることから、NewCoは最適化の取り組みの選定と優先順位付けを前もって注意深く行わなければなりません。NewCoの「デビュー」を成功させる準備に必要な運転資金を確保しながら、多額の資金を投じるプロジェクトではなく、キャッシュニュートラルな取り組みを優先的に推し進めることが欠かせません。一般にNewCoは、分割完了後最初の2年間、RemainCoの業績を上回りますが、同時に市場のベンチマークをも上回り、収益を伸ばし、SG&Aを削減することができているのは、そのうちの10%だけです。また、今回の調査結果から、そうしたNewCoの好業績は往々にして収益成長率と結び付いていることが分かりました。このため、NewCoの経営幹部がとるべき最適戦略は、売り上げを拡大させる取り組みへの重点的なリソースの配分と投資です。また、何が長期的なコスト削減に資する取り組みであるかも見極めなければなりません。こうした取り組みとしては、以下が挙げられます。

- ▶ 投資資本のリターン改善や運転資金の効率化、キャッシュ・フローの増加を促すケイパビリティとプロジェクトを選定し、それらへの投資を増やす。
- ▶ 戦略的優先課題に沿った、説得力のあるエクイティストーリーを構築する。
- ▶ 成長を可能にする、目的にかなったオペレーティングモデルを構築する。
- ▶ 未払費用と親会社の一時的な費用負担と結び付けて、予測どおりの結果を確実に出す。





事業分割は、RemainCoにおいても変革を遂げる好機となります。その取り組みの一環として、コスト構造を最適化し、先を見越して座礁コスト（stranded cost：回収不能なコスト）に対処しながら、成長推進に向け努力する必要があります。具体的には以下のような取り組みが挙げられます。

- ▶ プロセス、人材、システム、サプライヤー、資産の見直しなど、RemainCoのニーズに合ったオペレーティングモデルを構築する。
- ▶ 積極的なコスト削減プログラムを導入し、少なくとも座礁コストは削減する。
- ▶ 知的財産（IP）を最適化し、子会社を適切な数に削減する。
- ▶ イノベーション分野および成長分野を再考する。
- ▶ 該当するセグメントや同業他社の役員報酬を精査し、重要業績評価指標（KPI）を見直す。

EYが実施した企業のダイベストメントに関する意識調査では、経営幹部の60%が、RemainCoの状況を改善するために単なるコスト削減以上の対策を講じるべきだったと回答し、56%が早い段階でRemainCoにフォーカスすべきだったと回答しています。

また、NewCo、RemainCo共に、SG&Aの推移から、興味深いとはいえ自明でもあることに光が当たりました。NewCoのSG&Aは全般的に上昇していますが、それは独立して上場企業になったことに伴う増分費用によるものです。一方、座礁コストの削減と正式な再編計画により、RemainCoの67%はSG&Aを削減することができました。

---

EYが実施した企業のダイベストメントに関する意識調査の結果では、経営幹部の60%が、RemainCoの状況を改善するために単なるコスト削減以上の対策を講じるべきだったと回答し、56%が早い段階でRemainCoにフォーカスすべきだったと回答しています。

---

## 分割中の変革： United Technologies社とCarrier社

「本分割案件を巡っては当初、従業員と経営幹部、そして取締役会は懐疑的でした。そうした声に対処するため、「反対派」チームを結成させ、スピンオフに関して彼らから批判的な目を保ち続けてもらい、またなぜ分割をすべきでないかについて意見をもらいました。チームは、各段階における問題点の提起に協力し、また得られた知見を取締役に提示してくれました。最終的には、それでもスピンオフは正しい選択である、ということで見解を一致させることができました。分割には問題点もあることを全員が認識しており、この決定に当たってはストレステストも実施しました。スピンオフは、全国的なロックダウン開始の1週間前の2020年4月に完了しました。こうしたプロセスを踏んだことで、経営幹部は自分たちの下した決定に自信を持って踏み込むことができたのです」

Greg Hayes, Chief Executive Officer, Raytheon Technologies



United Technologies社（以下、UTC：現Raytheon Technologies社）が、HVAC（暖房・換気・空調）事業に携わるCarrier社のスピンオフを完了させたのは2020年4月のことです。経営幹部は独自のプロセスを用いて、スピンオフの決定を巡るコンセンサスを形成しました。

分割を業務変革の好機として捉え、Carrier社が上場企業として投資計画を立てられる能力の獲得に取り組むことは、戦略的に重要でした。分割を進める間、UTCは、経常費用の削減につながる拠点の統合とリース契約の再交渉、施設管理で価値創造の機会を見だし、それに成功したのです。

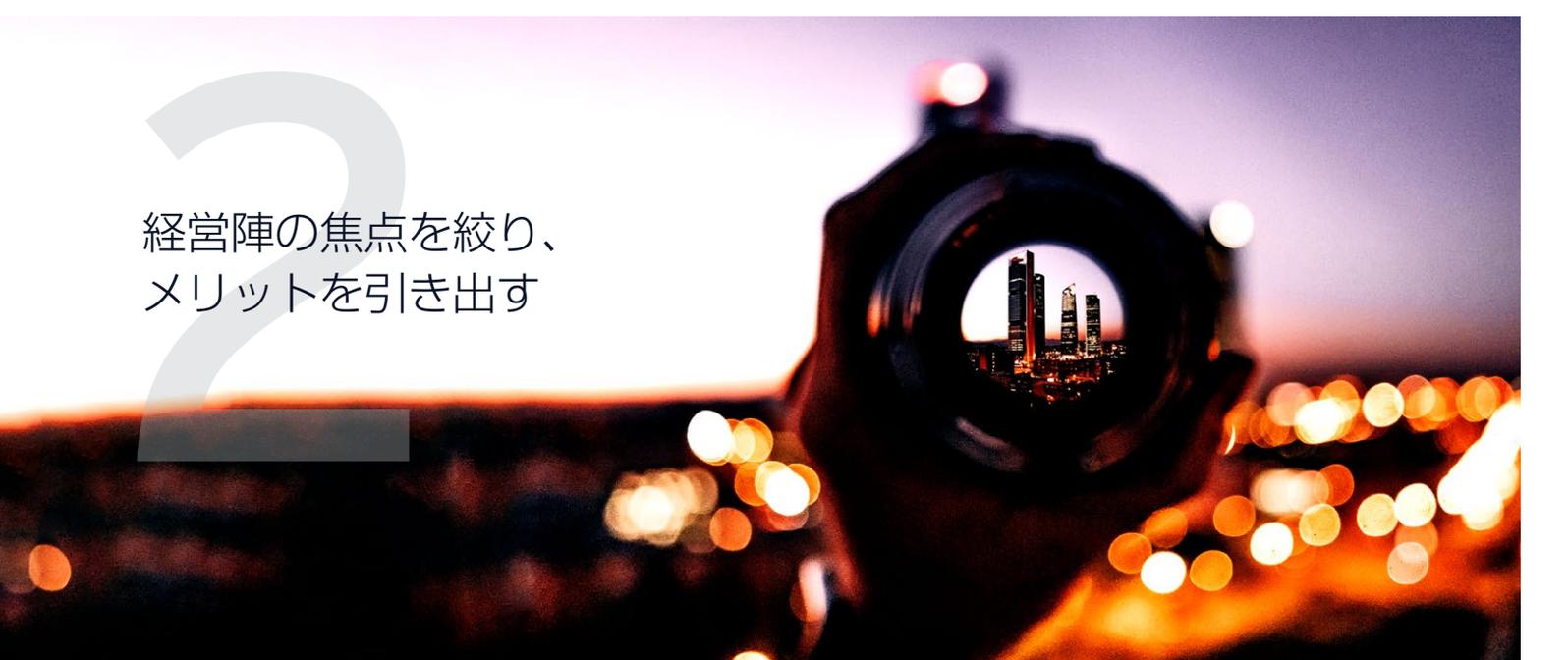
「今回のパンデミックは、健康に良い室内空気環境や効果的なコールドチェーンソリューション、サステナビリティの重視など重要な新しい長期的トレンドの渦中であって、Carrierが1つのチームとしてまとまる好機となりました」とCarrier社CEOのDave Gitlin氏は説明します。

UTCから分割されたCarrier社は、有機的成長に投資を集中させ、HVAC・冷蔵・消防・セキュリティ設備市場のリーダーとしてのポジショニングを確立しました。スピンオフ直後には、ビジネスモデルやカスタマーエクスペリエンス、企業文化を変革する組織、「The Carrier Way」を立ち上げています。また、デジタルトランスフォーメーションへの着手などの施策として、高コストの削減、プロセスの簡素化、非中核資産の売却に加え、デジタル技術の採用による製造業生産性の最適化や、3年間でコストを6億米ドル（現在は7億米ドルに上方修正）削減する取り組みを発表しました。

UTCから切り離されて3年後の2023年4月、Carrier社はViessmann Climate Solutions社の買収と、消防・セキュリティ事業や商業用冷蔵事業の売却計画を発表しました。この先を見越したポートフォリオ変革の決定により、事業ポートフォリオがさらに簡素化され、同社は気候変動対策分野で世界の市場をリードする高成長専門企業としてのポジショニングを確立することが期待されます。

「私たちは、スピンオフはまささらな新しい会社を設立する機会だと捉えています。非常にうまくいっていた事業を残したいという思いもありましたが、それ以上にNewCoに軸足を移してみたいとも思いました。創業100年のスタートアップ企業を立ち上げ、千載一遇のチャンスをつかむことにしたのです」

Dave Gitlin, Chief Executive Officer, Carrier



## 経営陣の焦点を絞り、 メリットを引き出す

会社/事業の分割は、多角経営の親会社に付き物の微妙な差異の調整の機会ではなく、特定事業の優先課題に経営幹部がフォーカスするチャンスとすべきです。ここでのフォーカスの絞り込みが好業績を促す第一歩となります。それはまた、RemainCoとは異なる可能性のあるNewCoのコーポレートガバナンスと取締役会構成を新たに構築する機会でもあります。

**早期に経営幹部の顔ぶれを発表し、上場企業としてNewCoを運営する準備を進めやすくする。**

会社/事業の分割案件の3分の2近くで、ディールの発表から5カ月以内にNewCoの経営幹部の顔ぶれを発表しています。

NewCoのCEOとCFOを発表するタイミングは、案件により異なるものですが、分割の発表と同時にNewCoのCEOを発表する場合もあります。会社/事業の分割を経た企業の3分の2近くで、ディールの発表から5カ月以内にNewCoの経営幹部の顔ぶれを発表しているようです。

「**経営幹部を早い段階で任命した最大の理由は、新幹部に要件を満たすべくトレーニングを積んでおいてほしかったからです。任期開始から全力で取り組めるようにさせたいと思いました。任命時期が遅れると、トレーニングの効力に影響が及びかねません**」

Steve Cahillane,  
Chairman and Chief Executive Officer, Kellogg Company

事業分割でのベストプラクティスとしては、プロセスの早い段階でNewCoの経営幹部を発表し、上場企業が負う責務について親会社の経営幹部を見て参考に十分な時間を設けることです。そうすることで、NewCoの経営幹部は会社を率い、投資家説明会、格付け機関へのプレゼンテーション、株式・社債の公募説明会などの対外イベントでNewCoの戦略を効果的に伝える能力を磨くことができます。投資家も早い段階で経営幹部について知ることができ、NewCoの経営幹部も上場に向けて準備を進める中で、NewCoについて話をする経験を積むことが可能になります。

NewCoの経営幹部は、分割を進める中でNewCoの強力な代弁者の役割も果たすこととなります。Day 1（分割実施日）には資本構造や移行期間中のサービス提供に関する契約（TSA）など、継続的な関係を巡る重大な決定を下すことになるため、新幹部がこの役割を担うことは極めて重要です。また、RemainCoとNewCoの経営幹部の間で分割に関する意思決定を巡り対立が生じることを避けるため、親会社の経営幹部は、役割と責任、決定権を明確に定めておく必要があります。分割の実施期間中は組織の実際の分割が進められるため、NewCo経営幹部が変革を実施に移すパワーは限られるものと考えられます。従って、この間に変革を実施するならば、バックオフィス業務の調整といった周辺的な分野ではなく、中核事業分野に注力すべきです。

最適な経営幹部を選定する。

84%

のNewCo CEOが  
内部昇格

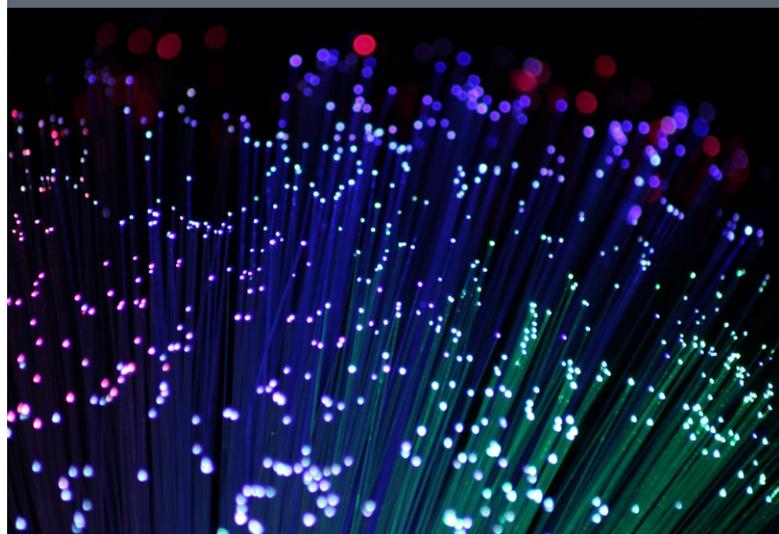
73%

のNewCo CFOが  
内部昇格

今回の調査の結果では、NewCoの60%以上がCEOとCFOの両方を内部昇格させていました。内部昇格した経営幹部は事業部門について熟知しているため、分割期間中にNewCoの方向性を迅速に決定することができる一方、上場企業を率いた経験に欠ける傾向があります。この弱点を補うためには、親会社のリーダーが、例えばジョブシャドウイング（職場で現リーダーに密着し、仕事や職場の様子を観察することで、仕事内容の理解を深めること）にはじまり、ブートキャンプ（社外で集中的に行う短期セミナー）や模擬投資家説明会まで、さまざまな研修をNewCoの経営幹部に対して施す必要があると思われます。

親会社のリーダーがNewCoの経営体制を構築する際には、その好機を利用して経営陣の多様性を向上させることが望まれます。過去の事例から多様性の指標を見ると、ジェンダー、人種、民族、年齢の多様性の向上率でNewCoは親会社を上回っています。例えばNewCoの経営陣は、親会社と比べて多様性指標が約11%高くなりました。企業は、またCEOやCFO以外の幹部についても、内部人材と外部人材を混在させるよう配慮することが望ましいと思われます。

## 経営幹部の 準備状況チェックリスト



- ジョブシャドウイング方式のOJT（オンザジョブ研修）を実施する。
- 公開会議のブートキャンプを実施し、上場企業として責任を新たに担うNewCoのリーダーが必要とするであろう、資本配分、投資家向け広報活動、企業戦略といったスキルの向上を図る。
- NewCoの取締役会と経営陣との会議を開催し、NewCoの戦略とメッセージ発信の擦り合わせを図る。
- 模擬投資家説明会を実施する。
- NewCoの経営体制を構築する際には、多様性の向上を図る。



## 独自の資産プロファイルに 合わせて資本配分の 優先順位を決める

変革を伴う会社/事業の分割により、NewCo両者はそれぞれ独自に資金調達をし、資本配分の優先順位に関わる戦略を構築することができるようになります。会社/事業の分割がよく起きるのは、成長図の描き方やキャッシュ・フロー創出の仕方、ライフサイクルが異なる事業で多いようです。こうした事業間での優先課題は大きく異なり、それが借入れ・株式資本の調達に影響を及ぼします。親会社が図るべきは、流動性、バランスシートの最適化、営業キャッシュ・フローに継続的にアクセスできる資本構造を持ち、独力で成長する余地が十分あるRemainCoとNewCoを設立することです。

RemainCoの資本構造に関わる意思決定は、NewCoの資産の移動に伴いレバレッジと格付けがどのように変化するかによって変わってきます。親会社は、分割する事業の規模、NewCoの事業に効かせるレバレッジ、資本コスト、資金調達構造の今後の柔軟性について、よく検討しておく必要があると思われます。それらのどれもが株価と収益性に影響を及ぼす可能性があります。

なお、NewCoは、それまでの実績がない新しい企業です。そのため、過剰なレバレッジは絶対に避けなければなりません。固定負債や年金、その他退職後給付(OPEB)や偶発債務を含む資本構造は財務プロファイルに適合する、上場同業他社に準じたものにする必要があります。

事業分割の一環として、RemainCoが負債管理業務を担って資産構造を管理し、NewCoに適切なレバレッジをかける場合があります。また、持分を保有し続けたまま会社/事業の分割を行う件数も増えています。RemainCoがNewCoの持分を保有することで、NewCoの過剰レバレッジを避け、現金受取額を増やすことができます。

3Mのヘルスケア事業は高い成長率を誇り、投資家に人気です。一方、親会社が有してきた製造業用・産業用製品事業の株主が好むのは現金と配当金です。この2つの事業の資本配分はまったく異なる訳ですが、いずれの事業も、特定の業界と目的に焦点を当てて異なる資本配分を行っていれば、大きな成功を収めることも可能です

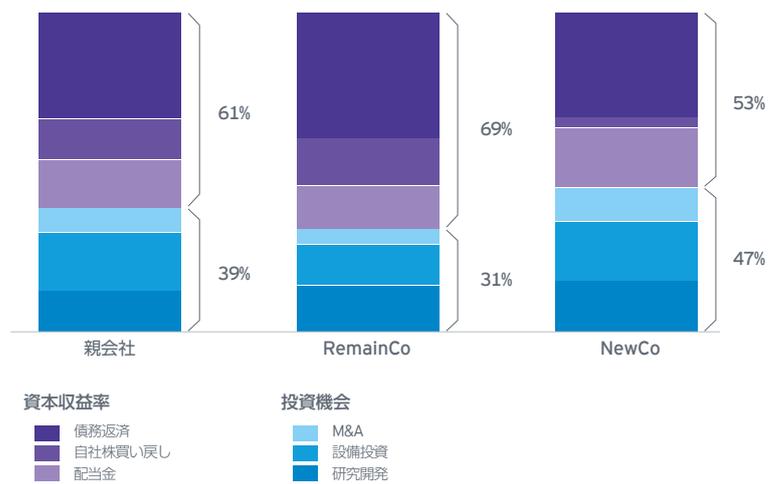
Monish Patolawala  
Executive Vice President, Chief Financial and Transformation Officer, 3M

### 価値創造手段として資本配分戦略を改めて重視する。

一般的にRemainCoとNewCoでは、ビジネス上の優先課題が異なることを考えると、それぞれの経営幹部は独自の資本配分戦略を策定する必要があると思われます。

一つとして同じ会社/事業の分割はありませんが、今回の分析結果から、RemainCoが分割後の資本収益率の増加に焦点を当てる傾向にあるのに対して、NewCoはM&Aを含め、有機的・無機的事業機会への投資に配分する資本を増やしていることが分かりました。この見解は、NewCoが往々にして成長を優先するのに対して、RemainCoは利益率の向上と現金創出を優先することが多いという調査結果にも合致します。

資本配分の推移 - 親会社・RemainCo・NewCoの比較\*  
(完了前2年間の平均と完了後2年間の平均の比較)



出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報  
\*2012年以降に完了した分割のデータをまとめたグラフ  
\*完了前2年間の平均と完了後2年間の平均を比較

## 4 分割関連の問題に 対応する

会社/事業の分割の実施中には、「時間はどれくらいかかるだろうか」「費用はどれくらいかかるだろうか」「分割で生まれる価値は、それだけのコストに見合うのか」など疑問の声がよく上がります。

こうした疑問は長期的な好業績の維持に影響を与えることはないかもしれませんが、分割プロセスはステークホルダーに一定の不安を抱かせるため、丁寧に対応する必要があります。

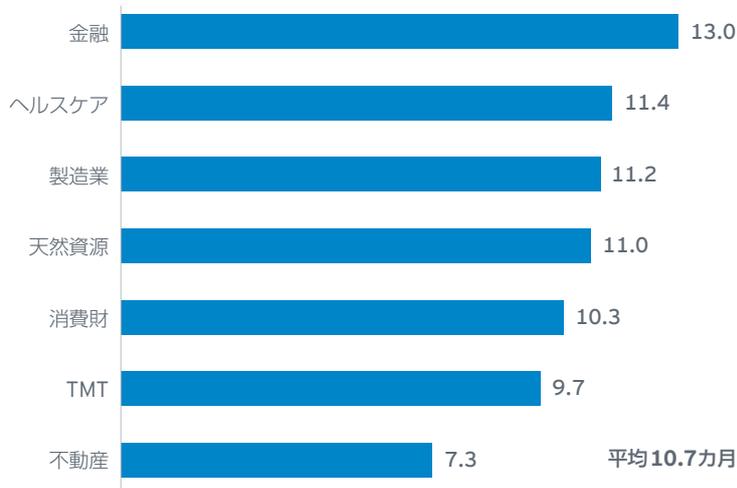
### 時間はどれくらいかかるだろうか。

会社/事業の分割を親会社が発表すると、その時点からは時間との勝負となり、スケジュールどおりに作業を進めなければというプレッシャーがかかります。早い段階のうちに主要なマイルストーンを設定し重要な決定を下す時期を決めておくことが欠かせません。そうすることで、全ステークホルダーへの一様で、かつ透明な情報発信、プライオリティマネジメント、リソースや資本の効率的な配分を徹底させることができます。さらに投資家や証券アナリストなどのステークホルダーからは、分割の実施中に会社が説明会などのイベントの開催し、分割プロセスの最新情報を随時提供するといったことが多く求められます。

私たちの経験と、また、すでに完了した会社/事業の分割の分析結果を踏まえると、全体の60%超が発表から完了までに9カ月以上を要しており、この所要期間に米国と米国以外の有意な差は見られませんでした。分割に要する期間に大きな影響を与えるのは、リードタイムが長い作業となる、監査済み財務諸表の作成、規制当局による提出文書の審査(米国ではSECによる審査に4~5カ月かかる場合あり)、タックスルーリング(米国のIRSによる私信に関するルーリングなど)、株主投票の要件(米国以外の国・地域で多く見られる)、子会社の組織再編、業務・システムの分割などです。これに加え、親会社とNewCoの間でどの程度深く関わり合い、またどの程度機能を共有してきたかによっても、所要期間が変わってくる可能性があります。業界別で見ると、金融やヘルスケアのような規制の厳しい産業の方が期間は長くなるようです。

今回の分析結果では、発表から完了までの期間と分割後の業績の間に有意な相関は見られませんでした。ステークホルダーに伝えた期間内にトランザクションを完了することは大切ですが、NewCoに後の価値創造の源泉となる改善・変革を実施する時間を与えることとの間で、バランスを取ることが重要です。

## トランザクションの発表から完了までにかかる期間



60%超

の会社/事業の分割が、  
発表日から完了までに  
9カ月以上かかっている

出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報  
\*完了した144件のトランザクション(カープアウトを除く)のデータをまとめたグラフ

スケジュールどおりに作業を進め、会社/事業の分割の採算性を確保するために親会社がまず行わなければならないのは、分割の発表前にショーストッパー（プロジェクトなどの進捗を妨げる要因）を分析し、法務・税務・契約・規制上の重大な懸念事項を評価することです。対象範囲の特定、カープアウトの経済的準備、タックスプランニングなど、特定の業務は発表前に開始することができ、そうすることでスケジュールに多少の柔軟性を持たせることができます。当然のことながら、親会社は準備を整える目的と、ワーキングチームの規模や情報漏えいのリスクのバランスをうまく取る必要があるといえそうです。

会社/事業の分割実施中に、スケジュールどおりに作業を進め、分割のワークストリーム（仕事の流れ）に遅れが出ないようにするために役立つのは、ステージゲート法を採用することと、「社内カンパニー（Company-in-Company：CiC）制」戦略による試験的な業務分割です。また社内カンパニー制の一環として、仮のオペレーティングモデルを採用することで、分割完了までのスケジュールに柔軟性を維持することも可能です。この手法は、分割要件の充足に時間がかかる市場では特に有効と考えられます。

## ステージゲート法と社内カンパニー制

- ▶ ステージゲート法とは、段階的なレビュープロセスの1つで、経営幹部が評価を行う一連のチェックポイントを設け、プログラム全体の調整を図りながらすべてのワークストリームが予定どおり、かつ分割スケジュールに沿って進んでいることを確かめる手法です。このプロセスにより、NewCoと親会社の全ステークホルダーは同じ目標・目的を共有することができ、また、経営幹部は現状とリスクを把握することができます。
- ▶ 社内カンパニー制は、NewCoが独立した企業として営業しながら、法的に分離される日までは親会社の子会社であり続けるため、NewCoにとっていわばトライアル期間となります。その目的は、独力で営業するNewCoの能力を試しながら、問題が生じた場合には親会社に頼ることができる余地を残すことで、完了時に両社が成功に向けた態勢を整えられるようにすることです。



### 費用はどれくらいかかるだろうか

過去の事例を分析した結果、分割に伴う一時的な業務コストは、NewCoの株価の1%から6%（下位4分の1から上位4分の1）とばらつきが大きく、中央値は3%であることが分かりました<sup>1</sup>。一般的には、関わり合いの深さに応じて、分割に伴う業務コストの水準は変わり、すでに独立した事業部門である場合には分割に伴うコストが低いのに対して、専用インフラがない状態で製品を外部にカーブアウトする場合にはコストが高くなります。分割に伴う一時的な総コストの決定要因はさまざまで、事業を展開する国の数、親会社との関わり合いの深さ（製造拠点の共有、場所の共有、ERP〈企業資源計画〉ツールの種類と数など）、規制要件などが挙げられます。

今回の分析結果によると、興味深いことに、一時的なコストと好業績の間に相関は見られません。分割が価値創造の可能性を秘めているのであれば、一般的に考えて、一時的なコストは負担するだけの価値があるといえそうです。

#### 分割に伴う一時的な推計業務コスト (NewCoの株価に対する比率)

下位4分の1（25パーセンタイル）	1%
中央値（50パーセンタイル）	3%
平均	5%
上位4分の1（75パーセンタイル）	6%

出典：企業開示資料、CapIQ、その他公開されている情報

一時的なコストを最小限に抑えたい場合は、以下の点を考慮に入れるとよいと思われます。

- ▶ 「まず分割してから、その後で最適化する」という考え方は、二重コストを生みやすいのではない。
- ▶ Day 1時点でのNewCo組織は人員を必要最小限に絞り、スリムな体制で、Day 2以後の安定期の組織づくりに向けた採用に全力を注ぐ。
- ▶ 新たなビジネス環境の構築や、RemainCoの環境の模倣を図るのではなく、エコシステムのパートナーや提携先を活用して、新たなソリューションを見つける。

1. 一時的なコストの指標（ベンチマーク値）は、分割事例により大きなばらつきがあり、その状況に応じて最適化する必要がある。NewCoの株価は、分割1日目時点の値。

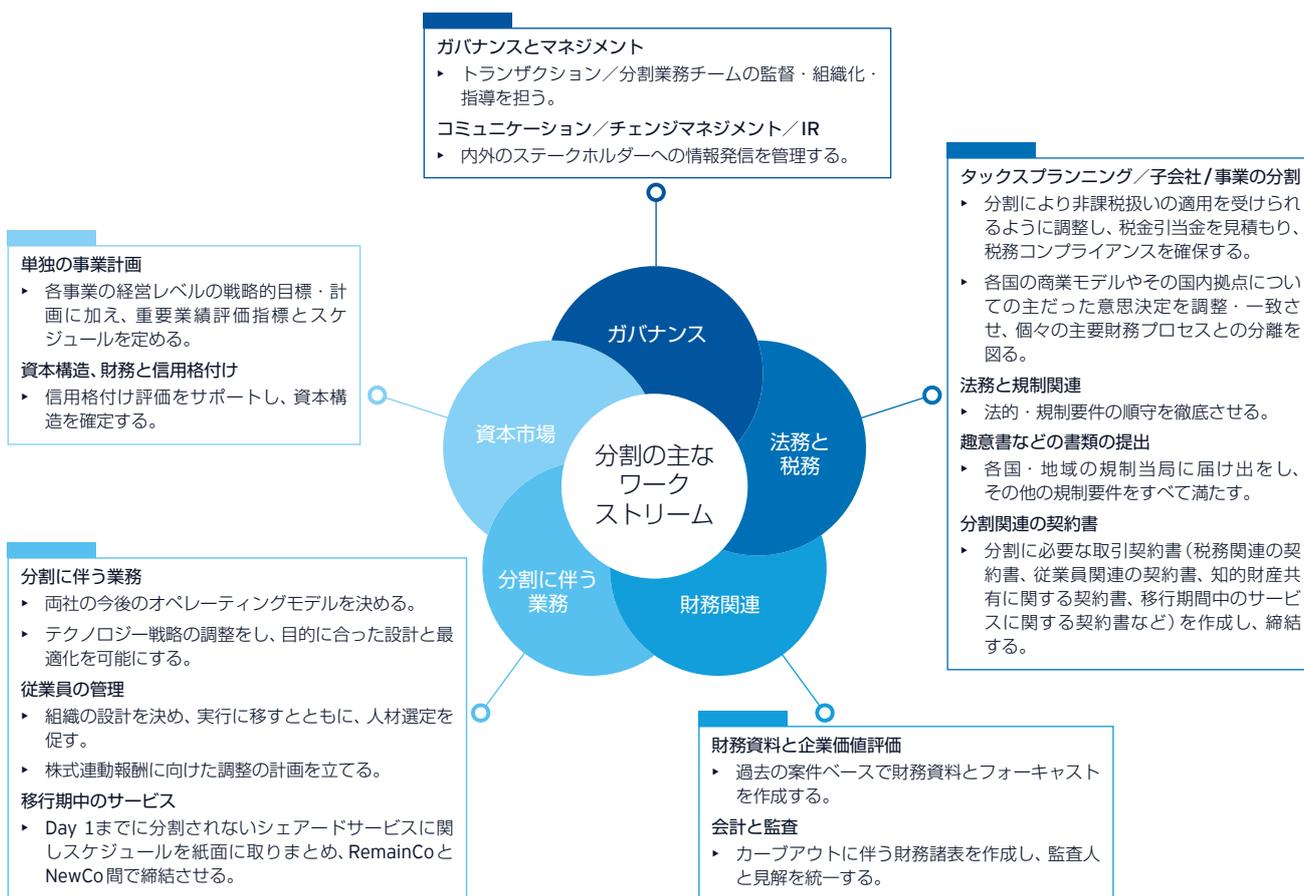
## 税務への影響について考える。

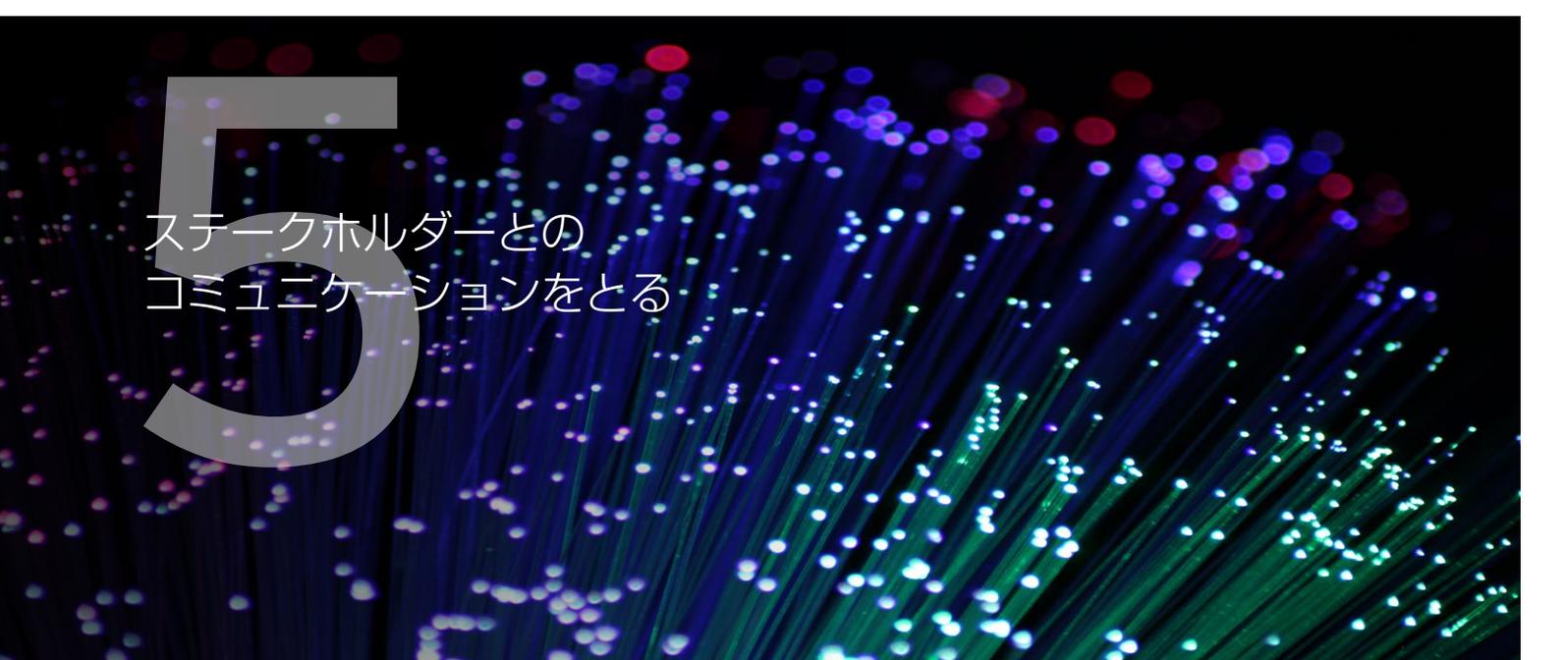
ほとんどの会社/事業の分割において一定の税金が発生しますが、税額が高額になるケースもあります。米国のスピンオフや米国以外のデマージャーの最終段階は非課税扱いになる場合もありますが、子会社の組織再編を先に行うならば、子会社の資産と株式が移転されるため、税金が発生する可能性があります。世界各国・地域における業務と子会社の構成は、税務コストと分割の複雑さを大きく左右する一因です。この構成の把握は多大な労力を要するかもしれませんが、税務コストを調べる上で不可欠です。規制当局からの承認取得の時期といった、現地市場でのビジネス上の懸念事項に対処するため、会社/事業の分割を「逆算して」設計する企業をよく目にします。早い段階で効率的なタ

ックスプランニングを策定することは、税務コスト削減に役立ちます。タックスプランニングの最適化には、早期に企業価値評価を受け、租税属性について調べることも不可欠です。

## ガバナンス体制を確立し、複数のワークストリームを管理する。

分割には非常に多くのワークストリームが存在しますが、それらを管理し、ステージゲート法の各マイルストーンに後れを取らずに到達するには、強固なガバナンス体制が欠かせません。分割管理部門を中枢機関として一元管理を担わせることにより、説明責任を強化し、分割の期限を守るなどの義務を果たせる公算が高まります。





# 5 ステークホルダーとの コミュニケーションをとる

第一の教訓：M&Aではいつでも  
お客さまに注視すべし。  
お客さまに満足していただくことが  
必須ですが、それがかなわないならば、  
その場合はスピノフのメリット全体を  
失いかねません

**Greg Hayes**  
Chief Executive Officer, Raytheon Technologies

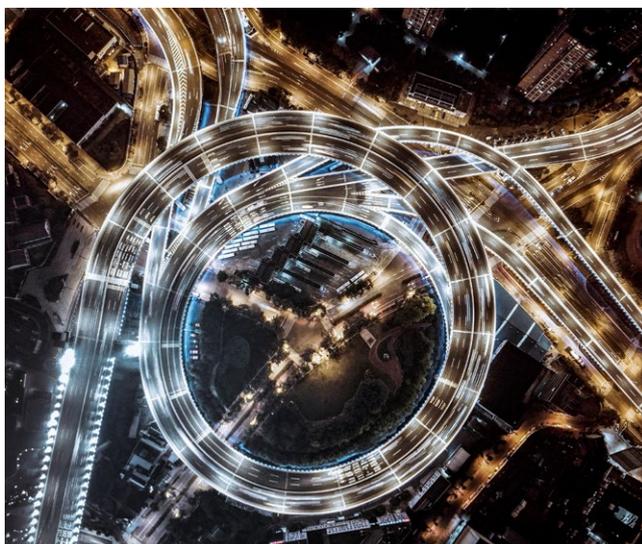
当然ですが、この流動的な環境での成功には、さまざまなステークホルダーの多様な優先課題に対応することが不可欠です。会社/事業の分割計画に対する期待度は、顧客やサプライヤー、従業員、株主によりそれぞれ異なります。このため、オープンなコミュニケーションを頻回にとることが欠かせません。顧客をはじめとした各ステークホルダーグループに戦略的ビジョンを理解してもらえれば、そのビジョンが受け入れられる可能性は高まるはずで

NewCoとRemainCo、双方の事業の顧客は、分割プロセスの間もカスタマーエクスペリエンスが維持されるよう、当初の発表時から一貫したガイダンスが一定期間ごとに必要になるとみられます。顧客は、会社/事業の分割の第1の理由であり、また、分離完了後の業績の決定要素となります。

サプライヤーは、事業を継続させ、規模の縮小による負のシナジー効果を最小限に抑えるために、分割実施中に定期的な情報発信(契約やシステムに関する最新情報など)を必要とします。

従業員は、会社/事業の分割により、株式報酬や年金、退職手当など給付金の面で失うものが多いと懸念することが少なくありません。親会社は、経営幹部以下全従業員に公平な報酬・給付面の対応策を導入する必要があると思われます。必要に応じてこのような懸念に正面から対処し、うわさを打ち消すことで、分離プロセスを乗り切る経営幹部の実力に対する信頼を醸成できるはずで、インタビューに回答した経営幹部は、従業員と定期的に、場合によっては月1回のコミュニケーションをとることで会社/事業の分割の戦略的ビジョンを伝え、従業員の支持を高めることにつながるとの見方を示しました。分割完了後は企業文化が将来の成長の原動力となるため、分割プロセスの早い段階で、従業員コミュニケーションの1つとして企業文化を明確に定める必要があるといえそうです。

投資家と証券アナリストには、それぞれ独自のコミュニケーションプランが必要になります。親会社は、投資家は何を知らなければならないのか、何を知らなければならないのか、またそのメッセージを伝える最適なタイミングを検討する必要があります。



証券アナリストと機関投資家は、分割の実施にわたってよく質問をし、また投資判断基準のモデル化や更新の参考となる主要な項目についての情報を求めてきます。よくある質問は、予想される分割の構造、NewCoの重要財務指標、分割コストと負のシナジー効果、予想される資本構造・配分、分割スケジュールの最新情報などです。ステークホルダー全般が重視する分野を把握し、それに対応する準備を整えることは、分割プロセスを進める中で投資家との質疑応答を円滑に実施するのに役立ちます。

「コミュニケーションは重要です。

当社には素晴らしいチームと、  
等しく素晴らしい個々の従業員が  
います。これまでも経営陣からは  
情報を発信し、何が起きているか、  
今後何が起きるかを伝えてきました。  
新しいニュースがない時にも、  
情報交換してきています

**Steve Cahillane**  
Chairman and Chief Executive Officer,  
Kellogg Company

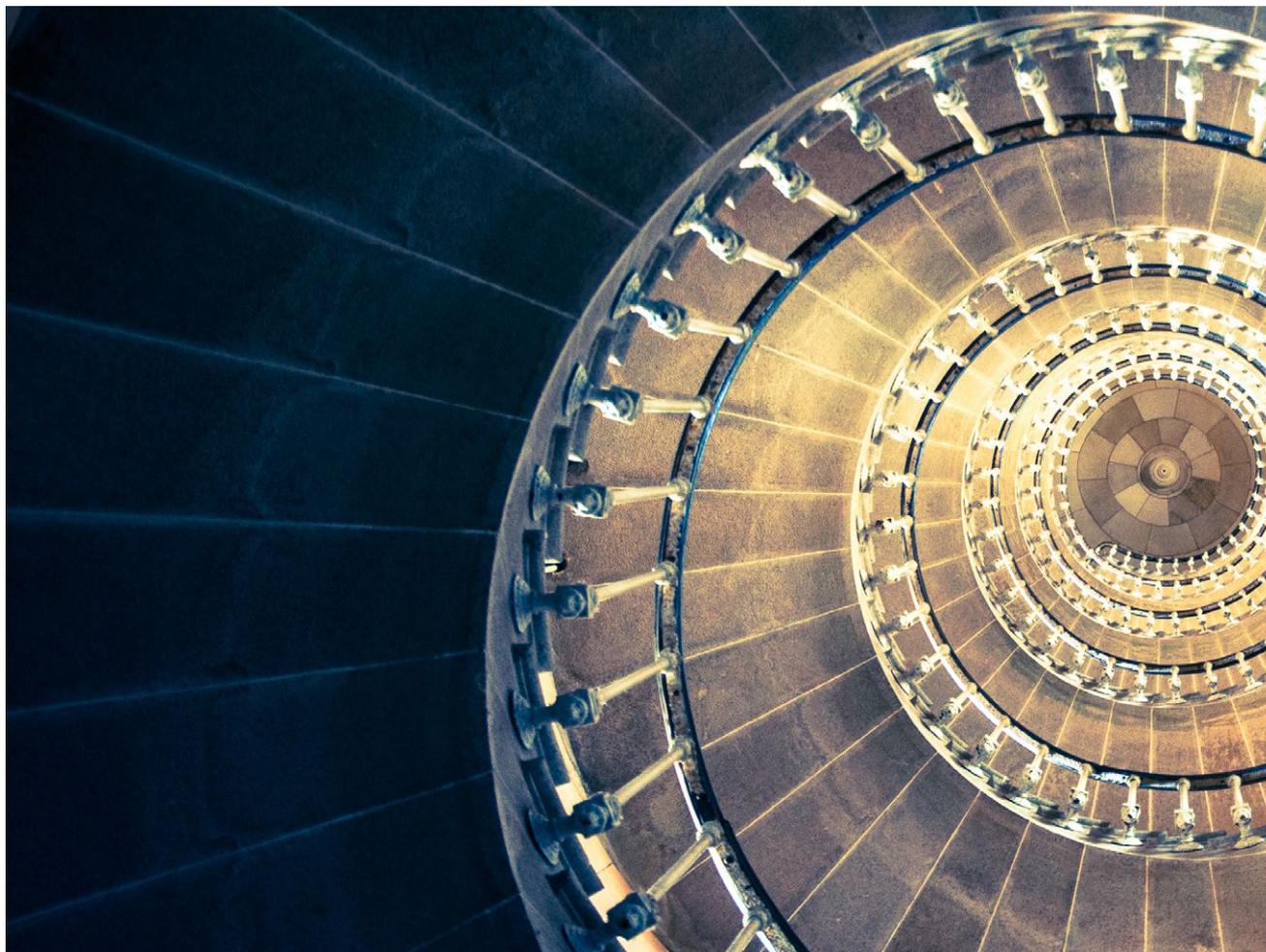
## 投資家向け広報活動の実施

最も重要なワークストリームの1つに、NewCoとRemainCoのエクイティストーリーを主要なステークホルダーに伝えることがあります。これは上場企業になる準備を進めるNewCoにとっても、RemainCoにとっても等しく重要です。RemainCoはこれをきっかけに自社のリブランディング(既存ブランドの再構築)を行い、また、既存の投資家および投資家候補の双方と直接会う機会にもできます。ステークホルダーとのコミュニケーションには、以下の取り組みが必要となります。

▶ **エクイティストーリーを構築する**：上場企業になる準備を進めるNewCoの経営陣は、既存の株主と株主候補の双方のために新たな事業の投資計画を策定する必要があります。NewCoは、規制当局に提出する文書や投資家説明会でのプレゼンテーション、投資家向けの収支報告、株式・社債の公募説明会といった情報発信の機会にエクイティストーリーを伝えます。エクイティストーリーは事業の強みと今後の戦略に光を当て、成長を推進する主な取り組みを紹介します。

▶ **投資家説明会を開く**：説明会では一般に、経営陣がNewCoの戦略と、別途RemainCoの戦略を紹介し、投資家や証券アナリストなどのステークホルダーと直接話をします。投資家説明会で重点を置くべきは、NewCoとRemainCo双方のエクイティストーリー、過去の財務指標、成長戦略、資本の回収と配分の優先順位、予想される株主価値創造などです。投資家説明会が開催されるのは、規制当局への提出文書が一般に公開されてから分割が完了する前のいずれかのタイミングです。

▶ **公募説明会でのプレゼンテーション**：分割が完了に近づく、経営陣は既存の投資家と投資家候補に会って話し、事業戦略を強調するとともに、投資家の質問に答えることとなります。公募説明会は概して、分割完了前の2週間の間に開かれます。



こうした会社/事業の分割の性格上、またその理由から、RemainCoとNewCoでは一般的に、株主基盤が異なるようです。その主な背景は相対的な規模、属する業界、資本構造・配分、成長機会などと考えられます。また投資家の乗り換えが要因となり、完了後の最初の四半期は株価水準が上昇することが予想されます。

NewCoの経営陣と一緒に、大変多くの時間を費やして事業の財務目標とエクイティストーリーを取りまとめました。分割プロセスの中でも、極めて重要なパートでした

David Redfern  
President of Corporate Development, GSK

## 投資家向け広報活動の実施

### エクイティストーリー

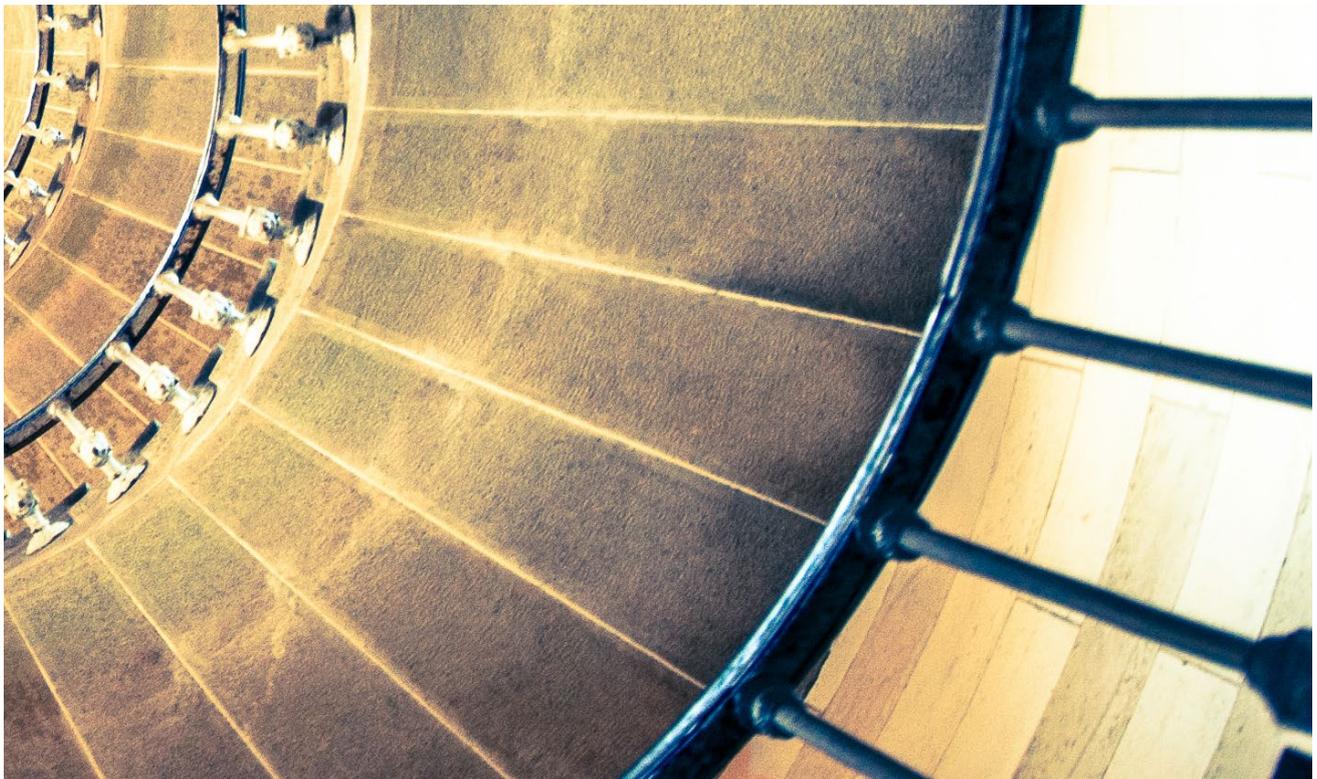
- ▶ 投資計画
- ▶ 財務プロファイルと財務目標
- ▶ 今後の戦略と成長に向けた取り組み

### 実施

- ▶ 上場と法定住所
- ▶ 投資家のターゲティングと乗り換え
- ▶ リサーチ対象（範囲）

### 投資家とのコミュニケーション

- ▶ プレスリリース
- ▶ 投資家へのプレゼンテーション
- ▶ 投資家説明会
- ▶ 公募説明会



# 分割は変革の きっかけとなる

事業ポートフォリオはかつてないほど複雑になっています。世界情勢やマクロ経済環境が変化する今、資産の集中と合理化を目的とした会社/事業の分割が際立って増えています。経営幹部はポートフォリオを攻守両面から見直し、強い姿勢をもって分割を実施しなければなりません。

最終的には、社内アクティビストになることです。  
ポートフォリオ全体を精査し、会社を継続的に変革して  
いくことができると思われる対策を考え、講じました

Greg Hayes, Chief Executive Officer, Raytheon Technologies

「 私たちはこの変革をリードし、  
強い姿勢で押し進めているところです。  
未来にワクワクしています！ 」

Steve Cahillane, Chairman and Chief Executive Officer, Kellogg Company

ポートフォリオを継続的に見直す戦略の一端として会社/事業の分割を行うことは、機会を生み出し、事業変革を可能にし、リスクを管理し、株主に価値を提供するための手段として、すでに実証済みです。このM&A手法を成功させた企業を市場から高く評価されています。

とはいえ、単に会社/事業の分割を実施したからといって成功は保証されません。会社の真の変革を行い価値を最大限高め、分割のメリットを実現する必要があります。また、変革への取り組みは早い段階で始動すべきです。RemainCoとNewCoを独立した上場企業に再編するに当たっては、以下の対応が必要になります。

- ▶ 営業活動と投資戦略を効率化する。
- ▶ 独自の特色を持ち、市場性のあるエクイティストーリーを構築する。
- ▶ 固有の財務プロファイルに合わせて、それぞれ異なる資本戦略を策定する。
- ▶ 多様性に富んだ新しい考えを持ち込む可能性のある経営幹部の顔ぶれをそろえる。

会社/事業の分割は実施に時間がかかり、一時的なコストが膨らむ可能性はあるものの、その価値創造の可能性が持つ魅力は、やはり多額のコストの発生を補って余りあります。分割を事業変革のきっかけとすることで長期的価値を創造し、他社を大きくしのぐ業績を達成する可能性を高めるといえます。

## 価値創造に関して経営幹部が 自らに投げかけるべき7つの問い

**1** 変革機会はあるか。分割後の会社は、2つの異なる企業として、従前より効率的に事業を運営することができるか。

**2** 債務と負債は2社の間で別々に配分すべきか。

**3** 経営陣は、2つの独立した上場企業を率いるのに適した顔ぶれか。

**4** 投資戦略はそれぞれの会社により異なるものになるか。

**5** 資産パフォーマンスを妨げる利益相反は存在するか。それは、分割により消滅するか。

**6** 分割の最適なタイミングはいつか。強い姿勢で臨む場合と、外部の圧力に反応する場合とでは、分割の仕方はどのように変わってくるか。

**7** 株主基盤とリサーチ対象(範囲)は自社のポートフォリオ構成に沿っているか。分割により、それはどのように変化するか。



## 執筆者



**Sharath Sharma**  
EY Global Vice Chair of  
Strategic Transformations  
sharath.sharma@ey.com



**Michael Swanson**  
EY-Parthenon Principal,  
Transaction Strategy and Execution,  
Ernst & Young LLP  
michael.swanson@parthenon.ey.com

## お問い合わせ



**Marna Ricker**  
EY Global Vice Chair - Tax  
marna.ricker@eyg.ey.com



**Andrea Guerzoni**  
EY Global Vice Chair - Strategy  
and Transactions  
andrea.guerzoni@it.ey.com



**Sharath Sharma**  
EY Global Vice Chair of  
Strategic Transformations  
sharath.sharma@ey.com

EY パルテノンについての詳細・お問合せはこちら

[www.ey.com/ja\\_jp/strategy/  
about-ey-parthenon](http://www.ey.com/ja_jp/strategy/about-ey-parthenon)



## 寄稿者

Mitch Berlin

Sonal Bhatia

Paul Carbonneau

Chris Dente

Sumit Dutta

Bryan Glanzberg

Sambhav Gupta

Sam Johnson

Andy Lorenzetti

Jenn O'Kranczy

Brian Reed

Daniel Riegler

Mark Schmidt

Rohan Shamapant

Raj Sharma

Karen Sowell

Savi Thethi

Onuwa Uzor

Calvin Weber

Joanne Wong

Shari Yocum

# Goldman Sachs

## 執筆者

---



**David Dubner**  
Global Head of M&A Structuring  
david.dubner@gs.com



**Asmita Singh**  
Vice President, M&A Structuring  
asmita.singh@gs.com

## お問い合わせ

---



**Stephan Feldgoise**  
Co-head of Global Mergers & Acquisitions (M&A)  
stephan.feldgoise@gs.com



**Mark Sorrell**  
Co-head of Global Mergers & Acquisitions (M&A)  
mark.sorrell@gs.com



**Raghav Maliah**  
Co-head of M&A in Asia Ex-Japan  
raghav.maliah@gs.com



**Jung Min**  
Co-head of M&A in Asia Ex-Japan  
jung.min@gs.com

## 寄稿者

---

Emily Baker

Bradley Battle

Rick Bohm

Chris Boles

Troy Broderick

Holly Christensen

Pam Codo-Lotti

Rebecca Coughlin

Michael Craig

Peter Davis

Courtney Dillon

Nick Ginsberg

Rutger van Halder

Adela Ibrahimi

Andrew Imber

Charlotte Jacobsen

Rich Moran

Mary Kate Mulligan

Machaela Pierce

Larkyn Sinclair

Yingqi Xiong

## EY | Building a better working world

EYは、「Building a better working world ～より良い社会の構築を目指して」をパーパス（存在意義）としています。クライアント、人々、そして社会のために長期的価値を創出し、資本市場における信頼の構築に貢献します。

150カ国以上に展開するEYのチームは、データとテクノロジーの実現により信頼を提供し、クライアントの成長、変革および事業を支援します。

アシュアランス、コンサルティング、法務、ストラテジー、税務およびトランザクションの全サービスを通して、世界が直面する複雑な問題に対し優れた課題提起 (better question) をすることで、新たな解決策を導きます。

EYとは、アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバルネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーンスト・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。EYによる個人情報の取得・利用の方法や、データ保護に関する法令により個人情報の主体が有する権利については、[ey.com/privacy](https://ey.com/privacy) をご確認ください。EYのメンバーファームは、現地の法令により禁止されている場合、法務サービスを提供することはありません。EYについて詳しくは、[ey.com](https://ey.com) をご覧ください。

### EY パルテノンについて

EY パルテノンは、クライアントと共に、そのエコシステムの再認識、事業ポートフォリオの再構築、より良い未来に向けた変革の実施を支援し、この複雑な時代を乗り切る舵取りを支えます。グローバルレベルのネットワークと規模を有するEY パルテノンは、戦略的ソリューションの提供に注力しており、自社のトランスフォーメーションを目指す企業経営者が、より適切に課題を管理しながらチャンスを最大化する戦略を策定し実行するためのサポートを提供しています。戦略の提案から実行までを通じて、EY パルテノンは、クライアントが長期的価値をはぐくみ、より良い社会を構築することに貢献します。

EY パルテノンは、EYにおけるブランドの一つであり、このブランドのもとで世界中の多くのEYメンバーファームが戦略コンサルティングサービスを提供しています。詳しくは、[ey.com/ja\\_jp/parthenon](https://ey.com/ja_jp/parthenon) をご覧ください。

© 2023 EY Strategy and Consulting Co., Ltd.  
All Rights Reserved.

### ED None

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務およびその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社および他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家にご相談ください。

本書は *Strategies for successful corporate separations* を翻訳したものです。英語版と本書の内容が異なる場合は、英語版が優先するものとします。

[ey.com/ja\\_jp](https://ey.com/ja_jp)

## Goldman Sachs

The Goldman Sachs Group, Inc. is a leading global financial institution that delivers a broad range of financial services to a large and diversified client base that includes corporations, financial institutions, governments and individuals.

Founded in 1869, the firm is headquartered in New York and maintains offices in all major financial centers around the world.

Disclaimer: This paper has been prepared by Goldman Sachs Investment Banking and is not a product of Goldman Sachs Global Investment Research. This paper is being distributed to you for your information only and should not be copied, distributed, published, or reproduced, in whole or in part, or disclosed by any recipient to any other person. This paper does not purport to contain a comprehensive overview of Goldman Sachs' products and offerings and may differ from the views and opinions of other departments or segments of Goldman Sachs and its affiliates. Each logo used in this paper is the property of the company to which it relates, is used here strictly for informational and identification purposes only and is not used to imply any ownership or license rights between any such company and Goldman Sachs. This paper should not be used as a basis for trading in the securities or loans of the companies named herein or for any other investment decision, and it does not constitute an offer to sell the securities or loans of the companies named herein or a solicitation of proxies or votes and should not be construed as consisting of investment advice. This paper has been prepared using, and is based on, information obtained by us from publicly available sources. In preparing this paper, we have applied certain assumptions and have relied upon and assumed, without assuming any responsibility for independent verification, the accuracy and completeness of all financial, legal, regulatory, tax, accounting and other information provided to, discussed with or reviewed by us. This paper is necessarily based on economic, monetary, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the dates indicated herein and we assume no responsibility for updating or revising this paper. Goldman Sachs is not providing any financial, economic, investment, accounting, tax, or legal advice through this paper or to its recipients. Neither Goldman Sachs nor any of its affiliates makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the statements or any information contained in this paper and any liability therefore (including in respect of direct, indirect, or consequential loss or damage) is expressly disclaimed.

© 2023 Goldman Sachs. All Rights Reserved.

[goldmansachs.com](https://goldmansachs.com)