

日本における プライベート・エクイティの 潮流と考察 2026年

—プライベート・エクイティ(PE)を活用したカーブアウト—



目次

01	はじめに	3
02	カーブアウトとは？	4
03	カーブアウトの意義・PEファンドを活用するメリット	5
04	カーブアウトにおける論点・検討すべきポイント	6
05	今後の展望	9
06	おわりに	11

はじめに

近年、日本のプライベート・エクイティ(PE)市場は、かつてないほど世界中の投資家から高い注目を集めている。日本取引所グループによる「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請や経済産業省による「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」の公表、それらに起因する株主アクティビズムの高まりなどが相まって、国内上場企業には事業ポートフォリオに関するあらゆる選択肢を検討することが強く求められている。そのような市場環境に着目した国内外の投資家から、特に未上場の株式を投資対象にするPEファンドへの期待が高まっている。

PEファンドが主導する買収の中でも、「カーブアウト」はここ数年多く見られるスキームである。カーブアウトとは、企業がノンコア事業を切り離し、独立させるための組織再編手法である。前述した資本市場を取り巻く動向から、カーブアウトを推進する上場企業は増えるであろうと予測される。

カーブアウトには多様な形態があり、子会社をそのまま売却する取引や、法人格を持たない特定の事業部門を切り出すケースもある。さらには広義の解釈では、PEファンドが投資するポートフォリオ企業の複数事業をセパレーション(分離)するケースもカーブアウトに含まれるが、これについても今後さらに増加すると考えられる。

もっとも、カーブアウトは決して容易な取引ではないが、多くのケースでは、資本効率の向上や将来の成長事業への一段の投資を実行できるといったメリットが期待できる。一方で、カーブアウトの対象となる企業は、親会社からの独立後も持続的に事業を営めるような体制構築、取引先や顧客、社会との関係性維持、従業員の処遇など、さまざまな課題に向き合わねばならない。さらにはカーブアウトの受け皿となるPEファンドは、引き継いだ事業を独立後にスタンドアロンで成長させるために、財務・人事・ITといった本社機能はもとより、販売・物流・研究開発・ブランド使用权など、あらゆる事業基盤を一定期間内に再構築する責務を負う。このようにカーブアウトは、その後の事業継続性も鑑みる必要があり、いざ取り組むとなると成功させるための論点は多い。

私たちは、そうした複雑性を伴う取引の実行を数多く支援するなかで、「カーブアウトは単なる再編ではなく、独立と再成長を可能にする“第二の創業”の起点になり得る」ということを強く感じている。そして数多くの“第二の創業”の成功にも立ち会ってきた。

そこで本稿では、PEファンドを活用したカーブアウトの定義・意義、PEファンドが関与するメリット、実務上の論点、そして今後の展望を考察する。

カーブアウトとは？

「カーブアウト」とは本来、“切り出す”という意味で、企業がノンコア事業を切り離し、その事業を新会社として独立させるための組織再編手法のひとつである。欧米では、「選択と集中」が主流となった頃から、巨大コングロマリットにおける成功事例を契機にその手法が広がり、事業ポートフォリオを機動的に入れ替える方法として定着した。

かつてカーブアウトは、株主交代を伴う売却取引、すなわちM&Aの一形態として狭義に捉えられることが多かった。しかし、事業ポートフォリオ経営の浸透とともにその概念は広がり、今日では事業部門の分社化、既存子会社の売却、スピンオフによる独立など、企業が自らの事業の一部を切り離し、再編するための戦略的手段の総称として用いられるようになっている。

このようにカーブアウトの本質は、“親会社グループからの独立”と“経営資源の再配分”を同時に実現する組織変革の手段であり、切り離す側・切り離される側の双方にとって、事業の競争力を再定義する契機となるものである。

カーブアウト活用の背景

では、なぜカーブアウトが活用されるようになったのか。その背景は大きく3つに整理できる。

第一に、国内の大手企業が先行してカーブアウトを積極的に活用し、成功事例が増えてきたことにある。独立した事業・企業はPEファンドとともにさらなる成長を実現し、上場するなどして単独での成長戦略を目指せるようになった。

第二に、資本市場からの圧力の高まりである。取引所や投資家からの期待もあり、上場企業においては企業価値を向上させ続けることへの意識がより強まっている。その中で、事業ポートフォリオを絶えず見直すことはもはや必然ともいえる。

第三に、PEファンドが受け皿としての実績を積み重ねてきたことである。PEファンドは、カーブアウト対象事業を独立企業として成長させるためのノウハウや知見を蓄積してきた。その結果、大手企業においてノンコアに位置付けられた事業が、PEファンドの資本や経営支援を活用して再成長を遂げるケースが増えてきている。こうした実績の蓄積により、カーブアウトは後ろ向きな整理ではなく、対象事業にとっても次の成長のきっかけを作る前向きな選択肢として定着しつつある。

このように、カーブアウトは日本企業にとって事業ポートフォリオを最適化し、企業価値を向上させるための重要な手段として認知されるようになった。とりわけ大企業にとってカーブアウトは不可避の経営アジェンダになりつつあり、その実行によって得られた資金は次なる投資や成長戦略に直結するリソースとなる。

カーブアウトの意義・PEファンドを活用するメリット

前章では、カーブアウトの定義と活用の背景を整理した。本章では、カーブアウトの実行局面で“PEファンドが関与する意義”を考察する。

カーブアウトは事業会社が受け皿になることも可能であり、一見それが合理的にも思える。しかし同業他社間での取引となる場合、複数の難題が生じる。検討段階において調達先や販売先、さらには価格や利益といった機微な情報の開示に慎重にならざるを得ない。シナジーの創出が前提となる場合には、重複する部門や事業をどのように扱うのがカーブアウトの成否に影響することもあり、統合後における意思決定プロセスの優先順位付けも複雑化する。こうした課題が重なる、事業会社が受け皿となるカーブアウトは容易ではない。そこで注目されるのが、“競合関係から独立したPEファンド”の関与である。

PEファンドがカーブアウトに関与する意義は、以下の3つの観点に整理できる。

1. 独立事業としての成長投資を可能にする資本構造

企業グループ内では、収益力のある事業で得た資金が必ずしもその事業に再投資されるとは限らず、全体最適を優先して他事業へ配分されることも多い。その結果、本来成長余地のあるノンコア事業が十分な投資を受けられずに伸び悩むケースがある。これに対し、PEファンドが買収した事業は独立した企業体として“投資・収益・利益”を自社内で循環させ、成長に向けた投資を継続的に行うことができる。PEファンドは投資先を単体の事業として成長させるための経営支援を惜しまない。

2. 従業員のモチベーションを高める成長ストーリー

PEファンドの傘下で独立した事業は、親会社の意思決定を待つ必要がなくなり、スピーディに戦略を実行できるようになる。明確な成長ストーリーのもと、従業員は“自分事”として会社の成長に参画する意識を持ちやすくなる。株主であるPEファンド・経営陣・従業員の一致した目標が達成できたとき、その成長からさまざまな恩恵を享受できる。

3. 中立的立場がもたらす安心感

PEファンドは競合ではないため、売り手は調達先・販売先などの機微な情報を開示しやすく、顧客や取引先も関係継続に対する懸念を抱きにくい。この中立性は、交渉を円滑にし、取引後の事業継続をスムーズにする基盤となる。

これら3つの効果は、売却元となる企業にとって円滑な事業再編と企業価値向上をもたらし、カーブアウトされる事業にとっても独立企業としての新たなステージへ進む重要な契機となる。次章では、こうした意義を踏まえつつ、PEファンドが関与するカーブアウトにおいて実際にどのような論点が生じるのかを整理する。

カーブアウトにおける 論点・検討すべきポイント

カーブアウトは資本効率改善や事業ポートフォリオ再編の有力な手段であるが、その実行に際してはさまざまな課題が存在する。本章では、スタンドアロン化の要諦、バイサイド(買収側)の視点、セルサイド(売却側)の視点に分けて主要論点を整理する。

スタンドアロン化の要諦

カーブアウトにおいて最も重要な論点は、元親会社との経営・カルチャー・人材・資産・資金といった依存関係から脱却し、“スタンドアロン企業として独り立ちできるか”という点である。

これはシステムや会計処理といったハード面にとどまらず、意思決定プロセスや経営層のマインドセットといったソフト面も含む全体的な変革を意味する。従来は事業部長としての責務を果たしていた人材が、カーブアウト後にはCEOとしての役割を担うこととなり、財務・人事・サプライチェーンなど幅広い経営課題に直接責任を負う場合もある。株主やステークホルダーとの対話、社内外のコミュニケーションなどの新たな負荷も生まれる。こうしたハード・ソフト両面にわたるスタンドアロン化の実現こそが、カーブアウトにおける最大のバリュークリエーション(価値創造)であり、その過程でシステムのシンプル化や業務効率化といった副次的効果も早期に実感されやすくなる。

この移行を円滑に進めるには、トランザクションや財務、組織変革に知見を持つアドバイザーなどのスペシャリストの活用が有効である。具体的には、財務・人材・取引関係などの補完策の提示、必要に応じた新規採用や外部ベンダー活用の提案、従来型のPLベースから三表(PL、BS、CF)ベースへの管理会計の切り替え設計など、経営の枠組みそのものの再構築を担う。さらには経営層のマインドセット変革やチェンジマネジメントの推進にも伴走する。PEファンドは短期間で成果を求める傾向にあるが、アドバイザーはケイパビリティの補完を行い、組織が持続的に自立化できるよう支えていく存在である。

バイサイドの視点：独立企業としての再構築

投資を行うPEファンドにとって、カーブアウトとは、親会社の傘下で機能していた事業を、財務・組織・システムを備えた独立した1企業として再構築するプロセスである。その実務には、以下のような具体的課題が伴う。

財務・経営管理の再構築：親会社の傘下では事業部単位のPLで対応できていたとしても、独立後はBSやCFを含む財務三表が必須となる。加えて、従来は親会社に事業部門の損益などを一元的に報告する体制で問題なかったが、独立後は株主であるPEファンドに対し、完全な財務三表や、より粒度の高いKPIを定期的に報告しなければならない。財務の“見える化”と経営管理水準の引き上げが不可欠である。

ITシステム・シェアードサービスの切り離し：日本企業では、複雑に作り込まれたITシステムやシェアードサービスの切り離しが課題となることが多い。スクラッチ開発されたシステムは切り離しが難しく、安易なシンプル化はオペレーション断絶を招く恐れがある。人事・経理・調達・物流などの基幹機能が親会社に統合されている場合も多く、独立後は自社での新規構築か外部委託が必要となる。海外拠点や知的財産権の扱いも含め、ハードルは高い。

従業員エンゲージメントの確保：実務の現場では、“PEファンド傘下＝人員削減”という不安を抱く従業員も少なくない。しかし、PEファンド傘下に入った直後に、人員削減が行われることは基本的にはない。経営層が従業員に対してIPOを目指す成長ストーリーや目標をしっかりと語り、独立した事業体として成長が実現できた先に経済的インセンティブが得られる仕組み（例えばストックオプションや業績連動報酬）を用意することで、負のモチベーションは払拭できる。評価・報酬体系の整備と明確な成長ビジョンの提示は、カーブアウト成功に不可欠な要素である。

困難の先にある成長機会：もっとも、こうした多くの課題を克服していくことは新たな成長機会でもある。グループ調達や物流ネットワークから切り離されることでスケールメリットを失う一方、調達先の最適化や業務プロセスのシンプル化によって効率化が期待できる。さらに、親会社ブランドの影響力から脱却し自社ブランドで市場に挑むことは、従業員に事業を“自分事化”させ、組織の成長につながる契機となる。



セルサイドの視点：事前準備と協力の重要性

ノンコア事業を分離するセルサイドの企業においても、財務やITの切り分けといった基本的な論点はバイサイドと共通する。ただし、セルサイドに特有の、そして最も重要なテーマは“事前準備”である。

親会社は、分離に伴う財務諸表や業務の切り分けを十分にシミュレーションし、バイサイドからの質問や要求に備えなければならない。日本企業においては、分離の意思決定後に具体的な切り分け要件を検討する傾向が見られるが、事前のプランニングなくしてスムーズな移行は難しい。この点については、欧米との対比を含めて次章でさらに考察する。

クロージング直後(Day1)から完全自立(Day2)までの間、カーブアウトされた企業はTSA(Transition Service Agreement:一定の移行期間におけるサービス提供契約)を通じて親会社から支援を受ける。例えるならば、Day1は子どもが“実家を出て一人暮らしを始める”ようなものであるが、最初の生活のセットアップや自活ノウハウの習得支援が必須である。Day2は、“親からの支援なしで自力で稼ぎ、自活する”ようなイメージである。大手企業の場合、この諸々の支援はおおむね2～3年を要する。親会社は自立化に向けた協力を惜しまず、対象会社を数年支援する覚悟が必要である。

特に、事業部門を切り出すケースでは新会社の設立からバックオフィス機能の整備までゼロから構築する必要があり、難易度は一段と高い。セルサイドとしては、既存の取引先・顧客との関係を円滑に引き継ぐこと、新会社としてオペレーションを確立できるよう支援すること、従業員のリテンション(流出防止)策を講じることが重要となる。

このように、カーブアウトでは経営管理、IT、バックオフィス、サプライチェーン、人材マネジメントなど多岐にわたる論点が生じる。これらの検討課題をあらかじめ理解し、適切なスペシャリストを巻き込みながら準備を進めることが、カーブアウトの成否を分ける鍵となる。

今後の展望

業界展望

カーブアウトはまず、総合電機大手におけるノンコア事業分離から本格化し、続いて素材・化学分野へと広がってきた。

今後注目されるのは、多角化経営が多く、かつPBR(株価純資産倍率)が低迷している産業群である。具体的には、石油、自動車サプライチェーン、電力、鉄鋼、素材、化学、さらには小売といった分野が挙げられる。これらの業界では競争環境の厳しさや資本効率改善の要請が強まっており、カーブアウトを通じた事業再編が加速すると予想される。

組織再編のカタリストとしてのPEファンド

カーブアウトの成功事例が増えるにつれて、バイサイドとセルサイドの間の認識や期待のギャップは徐々に縮小していくと考えられる。かつてカーブアウトの事例が少なかった時期には、分離に伴う不確実性を十分に把握できないまま取引が進むこともあった。ここで言う“不確実性”とは、以下の要素が複合して生じるものである。

- 1. 事業継続リスク**：主要顧客・仕入先の離反、サプライチェーン再交渉、規制・許認可や海外拠点の切り離し対応など
- 2. 分離コストと期間の振れ幅**：ITシステムの切り離し費用や所要期間、共通契約の名義変更、共有知財の分離、使用条件の検討、バックオフィスの立ち上げ、リテンションなど
- 3. スタンドアロン後の損益のぶれ**：スタンドアロン後におけるランニングコストの把握不足、TSAの水準・期間の不確実性など

これらが十分に読み切れない段階では、価格に織り込みにくい“見えないリスク”が残り、提示価格のばらつきや交渉の長期化、クロージング後の追加コスト発生につながりやすかった。

しかし、成功事例の蓄積により、「この程度のリスクであれば許容可能」という判断軸が形成され、経験値も蓄積することで、交渉や意思決定のプロセスは洗練されつつある。ディール遂行のスピードは高まり、リスクの見える化が進むことで売り手・買い手双方の交渉が円滑になり、市場全体で好循環が生まれる。こうした好循環を支える主体がPEファンドであり、組織再編のカタリスト(触媒)としてカーブアウトの実行を促進し、新たなディール機会を創出する重要な役割を担っていくと考えられる。



事前プランニング型カーブアウトへの移行

日本ではこれまで、カーブアウトありきで、PEファンドやアドバイザーが後追いで関与するケースが少なくなかった。一方、カーブアウトで先行する米国や欧州では、あらかじめ切り離しを緻密にプランニングしたうえで、スタンドアロン化を実行することが主流となっている。前章で触れた「分離の意思決定後に具体的な切り分け要件を検討する」という傾向は、今後徐々に解消されていくであろう。分離コストの見積もり、TSAの設計、ITシステム切り離しの工程管理など、実行前の段階で精緻に計画を立てることが、日本でも標準的な進め方になっていくものと考えられる。

専門家活用の重要性

カーブアウトは、想像以上に時間がかかる複雑な取り組みである。システムや組織の再構築、TSA設計などは短期間で完結できるものではなく、「半年後に実行したい」と考えていても対応が間に合わないケースもあり得る。したがって、意思決定の手前の段階（検討の初期段階）からカーブアウトの準備に着手することが望ましい。その際、自社とPEファンドとの橋渡し役となる財務・IT・オペレーションなどの経験豊富なスペシャリストの知見を取り入れることで、リスクを最小化し、スタンドアロン化プロセスを円滑に進めることが可能となる。

PEポートフォリオのセパレーション

欧米では、PEファンドが買収した事業の一部をさらに切り離し、より適切なオーナーに引き継ぐセパレーション（分離）が一般化している。例えば、複数の関連性が薄い事業を有する企業を引き受け、各事業を分離・独立させるといったケースである。複雑で慎重な取り扱いが求められる事業ほど、PEファンドが一括して引き受け、組織再編の受け皿となった例が増えつつある。日本でもこうした動きは拡大していくと予想され、PEファンドが適切な事業定義とスタンドアロン化を担う役割を果たすことになるであろう。

おわりに

カーブアウトは、単なる“事業の切り離し”ではなく、“独立と成長のための戦略”である。PEファンドは、その実現を加速させるパートナーとして、資本面の支援だけにとどまらず、中立的な立場と豊富な実行経験を基盤にスタンドアロン化を促し、企業変革を後押しする役割を果たす。

今や日本企業にとって、カーブアウトは非中核事業の整理という受動的な選択ではなく、新たな事業体を生み出し、自らの成長ストーリーを描き直すための積極的な経営手段となりつつある。PEファンドとの協働を通じて、独立した事業は、資本と意思決定の自由度を獲得し、持続的成長に向けた新たな挑戦に踏み出すことができる。

今後、日本企業が直面する産業構造の変化や資本市場からの要請に応じていくうえで、PEファンドを活用したカーブアウトは、構造改革と成長戦略を両立させるための有力な選択肢となるであろう。





お問い合わせ先

PwCアドバイザリー合同会社 プライベート・エクイティ (PE) チーム

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/deals/private-equity.html>

PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社 (PwC Japan有限責任監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む) の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびブローダーアシュアランスサービス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約13,500人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、クライアントが複雑性を競争優位性へと転換できるよう、信頼の構築と変革を支援します。私たちは、テクノロジーを駆使し、人材を重視したネットワークとして、世界137の国と地域に364,000人以上のスタッフを擁しています。監査・保証、税務・法務、アドバイザリーサービスなど、多岐にわたる分野で、クライアントが変革の推進力を生み出し、加速し、維持できるよう支援します。

発刊年月：2026年9月

管理番号：I202509-01

© 2026 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.