

戦略的M&Aに関しては、
Future コンシェルジュ・デスクに
ご相談ください。

業界再編

- リーディングカンパニーの合従連衡により、
新たな業界将来像の構築
- 業界の垣根を超えたリーディングカンパニーの
合従連衡により、新たな市場創出への挑戦
- グローバル市場で戦える、国内勝ち組連合の創造

▶リーディングカンパニー
合従連衡による、
エクセレントカンパニーへの飛躍

経営統合

- 生き残りをかけ、有力企業より
業界リーディングカンパニーへの脱皮
- 企業規模の拡大、経営資源の補完により、
業界内の競争力強化
- 業界再編に向けた布石

▶業界内の生き残りをかけた、
勝ち残り提携戦略

選択と集中

- コアビジネス・ノンコアビジネスの選別による
今後の重点投資戦略の明確化
- 非中核事業の売却により、
中核事業への経営資源の集中
- 事業ポートフォリオの入れ替えによる、
新たな事業領域への進出

▶経営資源の選択と集中を通じた、
中核事業の競争力の強化

成長戦略

- 既存事業強化のための水平展開の買収
(同業ロールアップ)
- 川上川下企業買収により、
事業バリューチェーンの強化
- 成長戦略に基づく新規事業への参入

▶M&A活用による新たな成長戦略

経験豊かな専門家が、無料相談(法務・会計・税務・スキーム含む)承ります。

Future コンシェルジュ・デスク(無料出張相談会実施中)

1991年に山一証券株式会社に入社、企業開発部配属。同社自主廃業に伴い、大手証券会社を経たのち当社入社。23年超にわたり一貫して国内外のM&Aアドバイザー業務の第一線に従事。上場企業同士の経営統合案件から中小企業の事業承継案件まで、規模の大小を問わず幅広い業界にて200件超のM&A案件の成約実績がある。

日本M&Aセンター
企業戦略部長
臼井 智



中堅・中小企業のM&A仲介実績 No.1 日本M&Aセンター

- 設立: 1991年4月
- 本社所在地: 東京都千代田区丸の内1-8-3
丸の内トラストタワー本館19階
- 事業内容: M&A(企業の譲渡・譲受)支援事務
- ホームページ: <http://www.nihon-ma.co.jp/>

無料相談 TEL: 0120-03-4150(担当:臼井) ✉: senryaku@nihon-ma.co.jp

Future

フューチャー

Vol.8

海外戦略

— M&Aによるアジア進出・撤退 —

'Future'は話題となったM&A案件を、
各分野のプロフェッショナルの視点で分析・解説する専門誌です

「ASEAN経済共同体」発足元年に向けて



株式会社日本M&Aセンター
代表取締役社長 三宅 卓

日本の就業人口(20歳～64歳)は、2000年の約8000万人から、2025年には6500万人、2060年には4000万人まで減少する。2012年に発売されたイギリスのエコノミスト誌編集部による「2050年の世界-英『エコノミスト』誌は予測する」では、同年に日本のGDPの世界シェアが1.9%まで落ちる一方、アジアは45%まで拡大すると予測されている。日本の企業は、今や国内にとどまらずに広くASEANにマーケットと労働力を求めていかなければ、成長どころか生き残りさえ危ぶまれる。

このような状況の中で、いよいよ2015年の12月に『ASEAN経済共同体(AEC)』が発足する。ASEANが一つになる第一歩を踏み出すのである。

日本企業がASEANに進出する最高の機会がこの数年間ではないだろうか。活気に満ちたASEANの国々は日本の技術、マーケティング、サービスのノウハウを切に欲している。しかも、ASEANの国々は親日感情が強い。さらに中国や韓国

の競合企業もまだ入りこめていない。このようなチャンスは、今後無いのではないだろうか。

日本企業は、勇気と決断を持ってASEAN進出をしていくことが必要である。

海外展開を行う時に、「自前主義」で行うか「M&A」で行うか。労働力の確保、文化の理解、既存の販売ルートや製造技術の活用を考えれば、圧倒的にM&Aによる展開が有利であり、今後ASEAN関係のM&Aニーズは飛躍的に増大する。

しかし、海外M&Aで最も重要なのはデューデリジェンス(DD)とPMIである。法律、人種、宗教、文化、価値観、が根本的に異なる海外では精緻なDDと計画的で手慣れたPMIが必須であり、これらは信頼できるアドバイザー無しには実現不可能である。

ぜひ、優秀なアドバイザーと共に勇敢に海外進出を展開して頂きたい。

M&Aを活用した海外進出・撤退について



株式会社日本M&Aセンター
海外支援室長 安丸 良広

当社において海外支援室を立ち上げて約2年が経過した。この間、国内外の経済環境は想定をはるかに超える速度で変化している。「グローバリゼーション」が唱えられて久しいが、M&Aを通じて今ほどの言葉を体感したことは無い。この潮流は、以降もさらに加速していくものと考えられる。

アジアで急増する日本企業のM&A

M&Aを活用して戦略的に海外へ進出する、あるいは海外から撤退する日本企業が急増している。当社においても、2010年頃よりアジアに子会社を持つ日本企業の再編を中心に海外案件が増加している(次ページの表参照)。売手は比

較的早期に海外進出を果たした先行組で、人件費高騰等により撤退を決断した企業であり、買手は上場企業・中堅優良企業を中心とし、先行組の既存拠点に新たな付加価値を見出す、というケースが多い。この潮流はASEAN地域において顕著で、日本経済新聞の調査によれば、上場企業の約9割が経営戦略としてM&Aを活用したいと考えており、そのうち約5割がASEAN地域への進出ニーズを持っているとされる。

企業がM&Aを活用してASEAN地域へ進出する理由は以下2点に集約される。

- ①国内市場縮小への対策として、新しいマーケット創出(約6億人の市場)が見込まれるASEAN市場へ進出したい。

日本M&Aセンター仲介実績一覧

年度	譲渡企業(国名)	譲受企業(国名)
2008	金属加工 日本	投資会社 中国
2010	電子部品組立業 中国・香港・マレーシア	アウトソーシング会社 日本
2010	情報サービス業 アメリカ	情報サービス業 日本
2010	フィルム加工業 日本	投資会社 中国
2011	金属加工 タイ	プラスチック成型 タイ
2012	食品関連製造 シンガポール・タイ	食品関係製造 日本
2012	化粧品卸売業 アメリカ	投資会社 日本
2012	玩具等製造・卸 アメリカ	アパレル関連製造 日本
2012	機械商社 中国・ベトナム	専用機器製造 日本
2012	機械製造 韓国	機械製造 日本
2012	梱包資材商社 中国・香港・タイ	梱包資材製造 日本
2013	金属加工 インドネシア	精密機器製造 日本
2013	金属加工 中国・香港	金属部品商社 日本
2013	印刷業 中国・香港	アパレル関連製造 日本
2013	金属加工 中国・香港・タイ・ベトナム	金属加工 日本
2014	金属加工 インドネシア	投資会社 日本
2014	金属加工 タイ	金属加工 日本
2014	フィルム加工業 中国・香港	投資会社 日本

②労働集約型産業の場合、より低廉な人件費を求めるだけでなく、製造拠点の分散、あるいは進出地域の潜在的成長力を取りこみたい。

一方、日本企業のアジア諸国(東アジア、ASEAN)の拠点撤退、移転の場合は、以下の4点が理由に挙げられる。

- ①製造業の場合、人件費の高騰により、当初の目論見通りの利益を獲得できなくなった。
- ②将来のコンプライアンス悪化を予測し早期撤退を決断(主に中国のケース)。
- ③清算よりもM&Aによる撤退が比較的容易である。
- ④海外子会社が大きくなりすぎ、マネージメント能力の限界を感じたり、海外で成功したが、後継者不在で次のライフワークを考えたりしているオーナー企業が増えている。

当社の事例においては、政治的緊張の高まり、人件費の高騰などを理由として、中国からの緩やかな撤退と同時にASEAN地域への進出のケースが多く見られる。JETROによれば、2013年の日本からASEAN地域への投資額は、前年比2.2倍、金額でも2兆3619億円と過去最高額を記録している。また2013年の日本からASEAN地域へのM&Aの件数は82件と、リーマンショック後(2009年)の40件から倍増している。

ASEAN地域への直接投資は、製造業だけでなく、金融、卸、小売、物流、その他サービス業で増加しており、進出形態は多様化(M&A、JV、複数企業からの出資など)している。

執筆者紹介

日本M&Aセンター 海外支援室長 安丸 良広 Yoshihiro YASUMARU

1968年生まれ。総合商社、監査法人を経て、2002年日本M&Aセンター入社。商社時代、インドネシアに6年の駐在経験有。アジア諸国のクロスボーダーM&Aを中心に、これまで約80件のM&A仲介実績(タイ・シンガポール・インドネシア・ベトナム・中国・台湾・韓国・バングラデシュ他)がある。アジア進出・撤退・移転のためのM&A支援多数。米国公認会計士(USCPA)。

日本M&Aセンター海外支援室 専用WEBサイトを開設しました <http://www.crossborder-ma.jp/>

海外戦略におけるM&Aのメリット

M&Aによる海外進出を検討する場合、フィージビリティスタディ後、独力で進出と比較し下記メリットが想定される。

- ①時間の短縮化(既存の工場、熟練した社員、取引先をすぐに活用できる)。
- ②許認可業種では、ライセンス等をそのまま利用できる(海外ではライセンス取得に時間がかかるケースが多い)。
- ③現地財閥と日本企業のJVのケースでは、当該現地財閥との関係をそのまま保持できる。

当社はこれまで、主に日本企業の海外子会社を他の日本企業に譲渡するスキームで仲介している。このケースでは、法務・財務・税務のプレ・デューデリジェンス(予備監査)をしっかり行えば、日本企業間のM&Aと変わらないので、海外絡みの案件としてはあまり難易度は高くならない。一方、日本企業の

株式持分ではなく、現地企業の株式持分を買収対象とする場合、歴史・文化・言語が異なる点以外に以下の理由で商談の難易度は格段に高くなる。

- ①希望売却価格が理論的価値より高い
- ②各国の投資規制により、過半数の持分を獲得できる案件が稀少
- ③意思決定者へのアクセスの難しさ
- ④決算書の信頼性、法務面の脆弱さ
- ⑤贈収賄などのコンプライアンス・リスク
- ⑥政情不安などのコンプライアンス・リスク
- ⑦PMIの難しさ

上記以外に、現地オーナーの譲渡理由(投資受入れ理由)がそもそも日本企業のと異なる点も見逃せない。例えば投資をしてくれば10倍にして返すとか、銀行から借入すると金利が高いからとか、実際は経営難で資金を別の用途に利用したいなど、本当の譲渡理由が見えないケースには注意を要する。

M&Aは海外進出、撤退において有効な手段となりうる。一方で、海外諸国の法務面、税務面、商習慣などを細密に調査することが必要となる。財務諸表に不備がある企業が多いことから、企業単体への法務・会計監査も当然重要だ。そのため、案件の出所をチェックし、信頼できるフィナンシャル・アドバイザーの案件を検討することが何より重要である。

ASEAN地域におけるM&A事例紹介

株式会社日本M&Aセンター
海外支援室 副部長 渡邊 大晃



当社海外支援室は、日本企業のアジア進出あるいは撤退の支援を第一段階として展開してきた。今や、第二段として、日本企業の現地資本企業（ローカル企業）の買収等、いわゆるIN-OUT案件を発掘、構築する段階に至っている。

ここでは、第一段階の総括として、ASEAN 2カ国で成約した案件、および第二段階の本格的IN-OUTの端緒となるであろう案件を紹介する。

CASE 1 インドネシア

	譲受企業A社	譲渡企業B社
所在地	日本 関東地区	インドネシア 西ジャワ州
事業内容	時計部品、弱電用精密部品製造	金属プレス精密板金、プレス金型加工
売上高	300億円	20億円
譲渡理由	-	親会社(日本)の選択と集中
シナジー	生産拠点の拡充、商圏の取得	日本事業への集中

買手 一気に自動車業界のメインサプライヤーへ
売手 選択と集中、祖業の安定経営

【背景】

買手A社は戦後創業の精密機器メーカーで、精密加工技術を生かし主に家電業界向け電子部品へ事業領域を拡大してきた。国内外数十か所に拠点展開する有力中堅メーカーとしての地位を築いたものの、スマートフォン時代の到来と海外メーカーの台頭により、日本の家電業界が相対的に弱体化し、主力事業の先行きは楽観できない状況にあった。そこでA社は、電気自動車化（EV化）進行に伴い電子・精密加工部品の採用が拡大傾向にあり、更なる成長を見込めることから自動車部品業界を新規進出分野と定めた。

売手B社は同じく未上場年商10億円規模の精密板金加工会社。90年代に設立した、インドネシアの二輪部品を中心としたプレス加工子会社は、現地モータリゼーションの波に乗り業績を急拡大していた。しかし、規模が競争力の源泉となる大量生産のため、設備投資と有利子負債が重荷となってきた。経営資源に限りのある中、リターン（成長）も大きいリスク（投資）も大きい海外事業か、付加価値の高い安定した祖業（国内精密板金加工）のどちらをとるかという選択の中で、海外法人の切り離しを決断した。

インドネシアは「労働者保護」がポイント

本件最大のポイントは、労働者保護規制が強い現地法の下で、従業員全員の事前同意（それに伴う一時金の支給）に向けて、労使交渉がスムーズに完了できるか否かであった。結果次第では深刻な労働争議に発展することが珍しくな

い。また、失敗すれば秘密裏に行われてきた本件交渉が明るみに出て、B社にとってはM&A売却機会損失どころか、現地法人運営自体に支障をきたす可能性もあった。本件では従前より労使関係が良好であったことが幸いし、売手・買手全当事者が一丸となって現地キーマンに慎重に根回しを行ない乗り切ることができた。

【M&Aシナジー効果】

買手A社は、1年前に買収した別件のベトナム自動車部品メーカー以外に今回のインドネシア法人を加え、成長著しい東南アジアにおける日系自動車メーカーへの主要サプライヤーの地位をわずか2年で確立した。売手B社は、手塩にかけて育ててきた成長事業を有力企業に任せ、売却資金を本業投資に集中することで、安定した事業継続を図ることが可能となった。

CASE 2 タイ

	譲受企業C社	譲渡企業D社
所在地	日本	タイ・シンガポール
事業内容	加工澱粉の製造販売	加工澱粉の製造販売
売上高	約200億円	約20億円
譲渡理由	-	後継者問題
シナジー	海外拠点（製造・販売）の獲得	大手傘下入りにより知名度向上 取引先拡大によるクロスセリング実現

買手 内需依存企業、念願の海外進出
売手 後継者問題の解決

【背景】

買手C社は、約150年の歴史を有する地方名門グループに属する年商200億円の研究開発型食品メーカー。複数のニッチ市場にてシェアNo.1を誇るニッチトップ企業として、大手食品メーカーをはじめ有力取引先を有し、安定収益を上げていた。しかし、多くの独自ブランドを有しながらも国内市場に依存し、海外展開で遅れをとっていることが課題であった。

創業60年の売手D社は、C社と同じ食品業界に属する年商20億円規模の中小企業。80年代よりアジアに進出し、主力のタイ生産拠点より韓国、中国向けの第三国に輸出する三国間

貿易を行い、一部製品でグローバルシェア40%を有するグローバル企業である。業績も好調であったが、60代を迎えた二代目社長は、後継者問題の解決と更なる会社の発展のために有力企業への傘下入りを決意した。

JVにおいては現地パートナー企業との関係維持がカギ

D社の主力生産拠点のタイ現地法人は、ローカル財閥パートナー企業（X社）が40%を出資する合弁会社である。現地業界に大きな影響力を持つX社の本件に対する動向如何がM&A成功の最大のポイントであった。本件では、買収監査段階からX社とM&Aの経緯やM&A後の経営体制について情報を共有し、買手が名門グループならではの信用力をもとに更なる成長を描きうる相手であることを丁寧に伝えることにより、パートナーシップ継続の確証を得ることができた。

【M&Aシナジー効果】

買手C社にとって、今回は、日本人経営のオペレーションをそのまま承継するという低リスク型の海外進出が実現できた。また、現地の有力財閥グループという強力なパートナーとの関係維持は大きなボーナスであった。売手D社は、本件を通じて後継者問題を解決し、新たな親会社の豊富な経営資源を生かして、新工場を立ち上げるなど事業規模を拡大することに成功した。

CASE 3 ベトナム

買手 新興市場への参入、一気呵成の立ち上げ
売手 日本からの経営資源（人・物・金）の獲得

【背景】

買手E社は、年商数百億円規模の化学品メーカー。高付加価値な製品ラインナップにて差別化を図り成長してきた。縮小傾向の国内市場においても、売上規模を拡大し、生き残れる最低限の市場シェアを確保していた。一方で成長著しいアジア市場においては、10年～20年後に国内を代替する市場として、アジアでの橋頭堡の構築が経営課題であった。産業資材業界での後発組であるE社にとって、「時間を買う」M&Aという選択は必然であり、従前より国内外においてM&Aを積極的に実行してきた。

売手候補2社F社、G社は、ベトナム現地資本のローカル企

業でありE社の同業である。F社は上場企業、G社は未上場であるが、両社共ベトナム会社法上の公開会社（100名超の出資者があり、資本金100億ドン超は公開会社と定義）であった。F社、G社ともに、年商数十億円規模の会社であり、業界内では現地トップ10に入る企業である。当該マーケットは50社超の中小企業が入り乱れる勃興期であり、有力外国企業からの経営資源「①人（マネジメント）・②物（設備投資）・③金」の注入によって、質・量両面で圧倒的に業界をリードする成長ドライバーを求めている。

ベトナム案件のポイントは交渉術と株価

本件は、2社交渉を同時並行でお互い秘密裏に進めるといふ難易度が高いものであった上に、買手・売手間の株価に対する期待値のギャップが大きく、交渉は何度もブレイクの危機に直面した。前進、後退、中断を繰り返しながら進めるベトナム特有の商談ベース、外資規制対応（未上場化・許認可等）の当局手続きも煩雑さを極め、F社との最終合意には2年強（G社との交渉は継続中）の長い時間を要することとなった。下記、日越間投資（IN-OUT）における当事者の一般的な期待値を取り纏めたので参考にしてください。

	日本（買収サイド）	ベトナム（売却サイド）
基本ニーズ	<ul style="list-style-type: none"> ■成長市場の獲得 ■投資リターンの追求 ■マジョリティ獲得（完全子会社） 	<ul style="list-style-type: none"> ■成長資金の獲得 ■技術/ノウハウの取得 ■マイノリティ出資（スポンサー）
評価基準	<ul style="list-style-type: none"> ■現実的な事業計画に基づくDCF法 ■一般的なマルチプル評価法（EV/EBITDA: 5~10倍程度） 	<ul style="list-style-type: none"> ■非常に高倍率のマルチプル評価（EV/EBITDA倍率: 約30倍）
将来計画（投資計画）	<ul style="list-style-type: none"> ■現実的（保守的） ■成功してから、次の投資へ 	<ul style="list-style-type: none"> ■楽観的な拡大路線 ■利益が出る前に次々と成長投資
その他	<ul style="list-style-type: none"> ■時は金なり 	<ul style="list-style-type: none"> ■時間が最大の武器
交渉のスタンス	<ul style="list-style-type: none"> ■早く交渉を纏めるために妥協する ■誠意を尽くせば、理解して貰える 	<ul style="list-style-type: none"> ■妥協を引き出す為に時間を使う ■対抗馬を立て、BID合戦へ

【M&Aシナジー効果】

いくつかの山谷を越えながら最終合意に至った両社であるが、シナジー効果創出が今後の課題である。企業文化の融和、人的交流、技術移転など、両社のトップマネジメントが立案・実行すべき項目は多い。加えて、外資企業となったF社には、監督官庁のさじ加減一つで、不測のリスク、コストアップ要因が課せられないとは言えない。それらを乗り越え、両社が大きく成長することを祈ってやまない。

執筆者紹介

日本M&Aセンター 海外支援室 副部長 渡邊 大晃 Hiromitsu WATANABE

1975年生まれ。大手化学メーカーを経て、2004年日本M&Aセンター入社。英ノッティンガム大学MBA（2004年）、同大学MBO研究センターにて未公開化型MBO研究に従事。上場企業に対して多数のM&A支援を行う、海外M&A（米国・中国・香港・マレーシア・タイ・ベトナム・韓国他）に関しては10件を超える支援実績。得意分野：製造（関連）業。

日本M&Aセンター海外支援室 専用WEBサイトを開設しました <http://www.crossborder-ma.jp/>

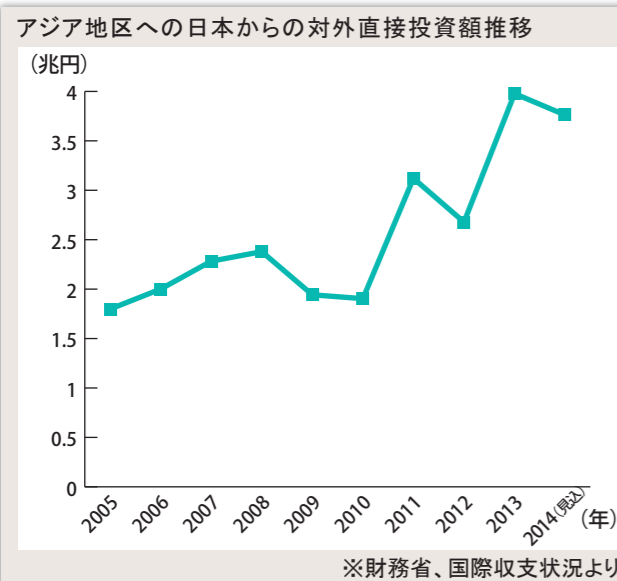
アジアにおけるクロスボーダーM&A - 失敗しないためのアプローチ -

SCS Global Financial Advisory Pte Ltd (シンガポール)
ディレクター 南里 健太郎



アジアへの投資は衰えず

アベノミクスにより日本国内景気が上向き、円安の進行が進んでいる。それにもかかわらず、日本企業の海外進出・投資は依然として衰えていない。シンガポールにおいて日本企業を支援している筆者からも、日本市場の縮小とアジア新興国の所得水準向上という長期的トレンドから、国内市場を主戦場としてきた企業でさえ、持続的な成長のために海外戦略を加速させている状況が見て取れる。アジア地区への日本からの対外直接投資額は下記グラフの通り、引き続き高水準を維持している¹。



アジアにおけるM&A

日本企業によるアジア進出・投資は、グリーンフィールド投資(自社拠点設立による進出)も依然として多いが、M&Aによる進出、成長を検討する事例が増えている。既に存在する各国の企業や事業をM&Aにより自社グループに取り込むことは、まさに時間を買って成長を加速させる有効な手法である。しかしながら、一般的にM&Aは様々なリスクを抱える。特にアジアの新興国、発展途上国においては、法制度の未熟さや、政治問題などを背景に、公務員や政治家の腐敗、コンプライアンスレベルの低さなどが問題となる。またビジネス的な側

面においては、商習慣や意思決定アプローチ、人事管理手法の違いなどから、買収交渉や買収後の統合実務が難航することもある。

M&Aの成功と失敗

M&Aの成功とは何であろうか。当事者によって成功の位置づけは異なるが、真に成功と言えるM&Aは対象会社(事業)が買手企業の前で持続的に成長していくことであろう。また、“M&Aの失敗”を定義することも簡単ではない。短期間での被買収企業の売却、撤退や清算、買収時に発生したのれんの減損などが、失敗の一つの指標となるかもしれない。他方、短期的には損失を計上しても追加投資や経営体制の変革によって蘇り、あるいは当初想定以上の成長を成し遂げることもあり得る。失敗の要因は、景気動向や規制環境などコントロール不可能なものから経営そのものの失敗など様々であるが、後者については以下の二つの視点で見ることができる。

買収時 /買収前	<ul style="list-style-type: none"> 戦略そのものや、意思決定そのものが間違っていた 対象企業やその事業など、買収に潜むリスクを識別できていなかった、あるいは識別したものの対処できていなかった
買収後	<ul style="list-style-type: none"> 統合作業(PMI)の混乱による人材や業績への影響 買収後の意思決定の間違い

成功への道のり ~まずは致命的な失敗をしないための努力、そして成功への意識変革

自社にとって最適なM&A案件は何度もやってくるわけではない。M&Aの検討や実行はスピード勝負であり、短期間に買収すべきかどうか、買収に関するリスク評価とその対応など、極めて高度な意思決定をしなければならない。

M&Aの成功への努力として、買収前、買収時、買収直後の各段階において失敗を防ぐことが重要となる。買収時の段階で過ちを犯してしまうと、中・長期的な視点での成功の確率は下がってしまう。M&Aプロジェクトは突発的に始まることも多く、初期段階では成功のイメージを持って、むしろ成功のイメージがあるからこそ本格的な検討を始めるものである。次のス

テップとして、冷静に致命的な失敗を防ぐ方策を考えることが極めて重要なプロセスである。

致命的失敗の確率を減らすために —デューデリジェンスと買収契約の重要性—

M&A実行までのプロセスや買収直後の統合(いわゆるPMI, Post Merger Integration)に関しては、一定のセオリーがある。

買収決定に至るまでの調査はデューデリジェンス(DD)と呼ばれる。買手候補が対象企業のリスク要因を事前に特定し、買収の意思決定や買収金額を含む条件交渉、買収契約書の内容を検討、交渉するための調査手続である。財務、税務、法務DDの他にもビジネス、環境、IT、労務など、案件あるいは事業の性質や規模などによって多種のDDが行われることがある。特に財務、税務、法務はほとんどの案件において実施されるが、いずれも専門性が高いため、会計事務所や法律事務所などに委託することが多い。

DDの目的を要約すると以下の通りといえる。

- ①価格交渉・決定、支払条件等の検討
- ②買収契約書の条件交渉が必要となる事項の把握
- ③ポストデール

①の価格交渉・決定、支払条件については、DD前に分析、検討されることも多いが、過去の財務情報や事業の状況などをDDとして調査することにより、想定した買収価格の合理性を確かめるという意味合いもある。

②については、各種リスクの発生可能性や、リスクが実際に現実化した場合にどれくらい大きなインパクト(財務面のみならず評判なども含む)を及ぼすか、といった視点で検討することである。買収契約においてそれらのリスクをカバーするための、補償・賠償に関する条項を個別に交渉する必要がある。買収契約は単にM&Aの効力を発生させるのみならず、売手・買手間の権利や義務、責任分担など幅広く規定する重要なものであり、将来的な致命傷を回避することにもつながる。

③ポストデールのためのDDは、買収が成約した際にのみ

有用となるものであり、案件成約前にこれに注力しすぎてしまうと却って非効率となったり、対象企業や株主の不満を買い交渉上不利になる恐れもある。入札案件か相対取引かどうか、あるいは情報開示に協力的かどうかなど、案件の経緯や性質を踏まえて、DDにおける対応も検討するべきである。担当するアドバイザーと綿密に連携をとりながら進めることが肝要である。

DDは単に調査を実施し、報告して完了、ということではなく、その検出事項を如何に意思決定に反映させるかによって、その意味を成すものである。経営責任として、調査を実施することのみならず、その結果をM&Aに関する意思決定にどのように役立てるか、という視点が最も重要なポイントである。

終わりに

M&Aは企業同士の『結婚』に例えられる。機会がなければM&Aは実行できない。案件を発掘する情報提供者は重要である。さらに大事なことは、相手を知らずに結婚してしまうと、その後うまく結婚生活が進まないことだ。M&Aの主体となる企業は多くの利害関係者を抱えるので、相手を知らずにM&Aを実行し、後に失敗して損失を被ってしまうことは、経営責任に直結する。もちろん、自身を理解し、経営戦略やM&Aの目的を明確にすることも重要である。そしてファイナンシャルアドバイザーや会計事務所、法律事務所などの専門家を起用し、必要十分な調査を実施して意思決定を行うことも、出会いや成約と同様に重要なプロセスであり、これが成功への大きなマイルストーンとなる。

(免責事項) 本稿は、読者が検討中の特定の事案がある場合、当該特定事案に関する個別のアドバイスの提供を目的としたものではありません。本稿は、一般的な事項を限定的に記述したものです。本稿における記述のみに依拠して何らかの意思決定をしたこと、あるいはしなかったことによる発生した損害について、筆者及びその所属先のいずれのグループ会社もその賠償責任を負いません。個別事案については、個別の契約に基づき委嘱される専門家、アドバイザー等による助言が必要となる点にご留意ください。

¹ データは国際収支ベース、ネット、フロー。2014年より財務省データ集計法が変更されているが地域別の2013年までのデータ修正されていないため旧基準のデータを利用。

執筆者紹介

SCS Globalグループ

2002年に日本人公認会計士によって設立された、シンガポールに本社を置く会計事務所・アドバイザーグループ。日本企業の海外進出を、会社設立・会計・税務などの側面から現地で日本人が支援しており、またM&Aや不正調査など専門性の高いサービスを提供する専属部隊を有する。M&A部門は投資銀行出身者なども所属し、案件の発掘からデールエグゼキューション、PMIまで、クロスボーダーM&Aを多面的にサポートしている。

シンガポールからの考察： 日本企業による東南アジアでのM&A

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ ディレクター
P&E Directions Asia Pte. Ltd. マネージングディレクター
Ketan Ranadive (ケタン・ランディウエイ)

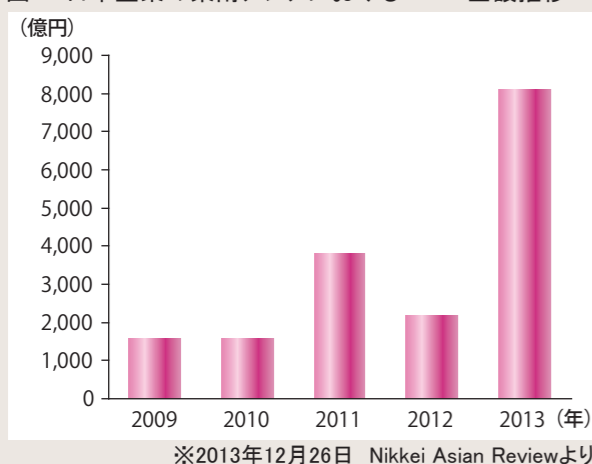


長らくシンガポールを拠点としてビジネスに携わり、縁あって日本のコンサルティング・ファームの一員となった。それらの経験等から、日本企業による東南アジアでのM&Aを考察したい。

総論

国際化時代を迎え、日本企業がグローバル競争に生き残り、事業を拡大していくためには、東南アジアにおけるM&Aが不可欠の戦略である。すでに日本企業は、東南アジアにおいて、金額ベースでは他国をしのいで最大の投資元となっている。ディールロジック社の調査によると、2013年の日本企業によるM&Aは、金額ベースで82億ドル（約8,000億円¹）であり、東南アジアへの年間投資総額としては過去最大となっている。

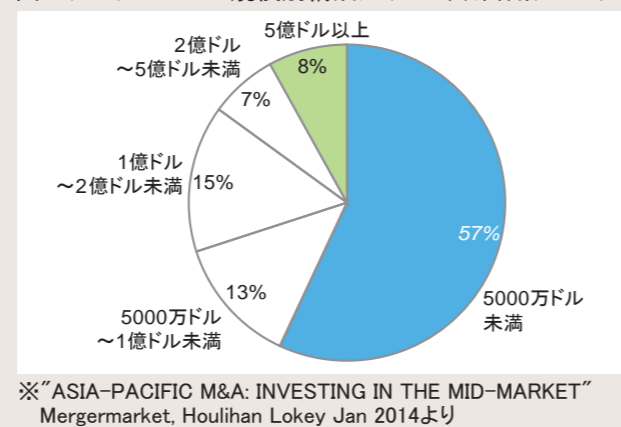
図1 日本企業の東南アジアにおけるM&A金額推移



東南アジアの中堅・中小セクターにおけるM&A投資機会

昨今、日本企業の大企業による東南アジア企業のM&A案件が新聞のヘッドラインを飾るケースが増えてきた。ユニチャームによるDiana Vietnam買収（2011年、ベトナム）、三井住友銀行による東亜銀行買収（2014年、香港）あるいは伊藤忠商事とチャロンポカバングループとの資本業務提携（2014年、タイ）などである。業種は、製造業、サービス、金融などさまざまである。

図2 アジアのM&A規模別構成比（2013年、案件数ベース）



一方、東南アジアにおけるM&Aのボリュームゾーンは、小型～ミッドサイズである。2013年のアジアでのM&A総額は、900億ドル（約9兆円）であるが、案件数ベースでの内訳をみると、被買収企業の価値が5,000万ドル未満（約50億円）の案件が過半数を占め、5億ドル（約500億円）以上の案件はわずか8%に過ぎない（上記図2参照）。

東南アジアの多くの業界では、寡占化が進んでおらず、小規模多数の企業が群立する状態である。しかしそれら企業の多くは、グローバル金融危機を生き延びた競争力のある企業であり、東南アジアにおいて戦略的に買収を進める日本企業にとっては、買収対象企業として魅力的であろう。これらの企業は、ブランド認知は低いものの、既存事業の補完的買収、いわゆるボルトオン（bolt-on）買収もしくはジョイントベンチャーのパートナーとしては非常に魅力的な買収ターゲットである。ボルトオン買収は、買収後に高いシナジー効果を実現する近道だ。なぜなら買収企業が精通する既存の事業を買収するからであり、ターゲット企業が比較的小規模で買収後の統合が容易だからだ。ジョイントベンチャーは、現地に精通し、かつ事業に精通するビジネスパートナーと組んで当該地でのビジネスに参入する形態であるから各種のリスクが低く、日本企業の東南アジア進出の初期段階で多く取られるスキームである。

東南アジアにおけるM&Aの課題

日本企業が東南アジアでM&Aを実行するためには、東南

アジア各国の特殊性と、日本企業自らの特性を理解し、お互いに克服していかなければならない。以下は、それぞれの課題を総論としてまとめたものである。

【東南アジア側の特殊性】

- 日本企業サイドから買収ターゲットを定めてアプローチする場合、これらターゲットとの交渉は長い時間を要することになる。なぜなら多くの東南アジア企業は家族経営やオーナー経営であり、自国の経済成長率の高さ、将来の成長・発展の高さから、今すぐに自社を売りたいとは思っていないからだ。
- 公開されている情報が不足しており、情報を取得できたとしてもその正確性が担保されていない。また決算報告書など企業内資料も、必ずしも正確なものとは言い難い場合が多く、企業評価が困難である。
- 各国の法律や規制、あるいは商習慣が異なるので、交渉には細心の注意を要する。
- 人材の流動性が高く、買収後人材の確保が課題である。

【日本側の特性】

- 欧米企業と比較して意思決定が遅く、本社決裁が必要など時間を要する。
- 各種リスクを回避する傾向があり、細部に拘泥する。
- 日本人によるマネジメントにこだわるケースが多い。徐々に現地マネジメントスタッフが増えると、戦略等に関する意思疎通及び実行が困難になる。
- M&Aを実施するチームの経験不足と英語力の低さが障害となって、迅速に対応することに自信を持ってない。

東南アジアでのM&A成功のキーファクター

【戦略立案とそれに沿ったM&Aターゲット選定】

東南アジアでの買収の根底には、当然ながら企業戦略が無くてはならない。その戦略立案においては東南アジア各国の現状を理解することが第一だ。東南アジアは多種多様な国の集合体だ。たとえば、シンガポールは小規模都市国家だが裕福である一方、フィリピンやインドネシアは島国の集まりで、大きな人

口を抱えているが、一人当たりの富裕度はまだまだ低い。各国の経済発展度、インフラ整備状況、人口分布、将来の成長性などを総合的に判断しながら、進出先を決定することが肝要である。また、進出の背景にある自社の目的を明確にしておくことが重要だ。例えば、現地顧客に認知度の高い商品・サービスを獲得するのか、今後の自社拡大に伴い必要とされるであろう物流網を得るのか、自社製品の更なる販促のための販売チャネルを付加するのか、などの目的に基づいてのターゲット選定が重要だ。

【フィージビリティ・スタディと実行】

M&A戦略の実行にあたっては、事前の十分すぎるくらいのフィージビリティ・スタディが成功のために必要不可欠だ。フィージビリティ・スタディにおいては、日本国内および現地の経験豊かなアドバイザーチームによる支援が必要である。案件の成功はひとえに、このフィージビリティ・スタディと徹底したデューデリジェンス、それに基づく適正な買収価格の合意にかかっている。また、日本企業サイドにおいて、ボルトオン型で行くか、ジョイントベンチャーで行くか、価格はどうするかなどを迅速に決定できるディールチームの組成、及びそのチームへの決定権の委譲が肝要となる。

【PMI】

日本企業は、海外での買収において、その後の統合、いわゆるPMI（Post Merger Integration）に成功してきたとは言い難い。

日本企業の当地でのM&Aを実見してきた者として感じるのは、日本企業は、買収先の企業に対して日本の商習慣や組織文化を強制したり再現したりすることが多いと感じている。海外各国の企業には、それぞれその国の文化、宗教、商習慣、価値観などが背景に存在する。それらは各国の経済成長に伴って、今後さらに強まっていくことも予想される。このことを理解し、実際のマネジメントに活かすことこそ、買収実行後のマネジメントと労働者との融合を促進させ、目標達成にむけた調整が容易となることを理解するべきである。

執筆者紹介

株式会社ピー・アンド・イー・ディレクションズ (<http://www.ped.co.jp> 本社：東京都中央区 社員数：40名)
戦略策定（Planning）と実行支援（Execution）を行う経営コンサルティング・事業支援会社。新規事業の立ち上げ、海外市場への進出、アライアンス・M&Aの推進、新商品・新サービスの上市、新販路拡大など、成長戦略の企画から実行までを多段階にわたり支援。シンガポール、タイ（バンコク）など海外にも拠点およびスタッフを設置。2001年創業以来、大企業、中堅・中小の上場企業、プライベート・エクイティファンドなどを中心に数多くの支援を実施。代表の島田は株式会社日本M&Aセンターの社外取締役を兼務。本稿を執筆したケタン・ランディウエイは、JP Morgan（ロンドン）、Maybank（シンガポール）などでディレクター職などを歴任。これまでアジア各国の様々な業界で1兆円を超えるM&A案件を組成・実現に関わっている。ボンベイ大学卒、ロンドンビジネススクール（MBA）、英国公認会計士。

¹ 日本銀行金融市場局が2014年1月14日に発表した、2013年の平均レート（中心相場）1米ドル=97.71円で換算、以下同様。

ASEAN主要国(タイ、インドネシア、ベトナム)におけるM&Aの留意点

三宅坂総合法律事務所
弁護士 松本 甚之助



今回は、ASEAN主要国における現地法人M&Aの留意点を概説する。本稿では、比較的多数の事例がみられる非上場企業の買収を念頭に、株式・持分取得と外資規制上の主な留意点を以下に記載する。

ASEAN諸国等における国外企業による資本提携など買収案件では、現地進出自体のビジネス上のフィージビリティの検討に加え、外資に対するライセンス等の規制、雇用法制・雇用慣行や税制面での検討が重要である。

なお、以下の記載は、留意点を網羅的に指摘したものではなく、他に検討すべき法規制上の論点も、これ以外に存在することを付言する。また、投資上の規制は折々改正されるので、M&A実施時点の規制をその都度確認する必要があることを申し添える。

タイ

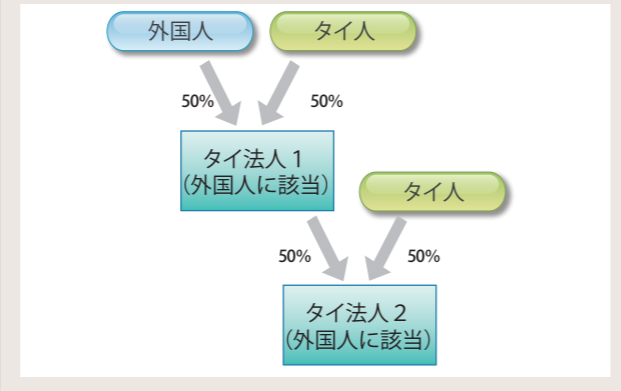
株式取得手続の留意点

タイでは、株式譲渡契約書の締結と株式譲渡証書の作成の方法で株式取得を行う。株式譲渡証書には、譲渡人と譲受人の各署名者に1名以上の証人の署名が必要であり、この要件を満たさないと無効となる。株式譲渡後、対象会社は、新規株主リストを商務省 (Ministry of Commerce) に提出する。タイは、他の2カ国と比べて、株式取得自体に関する手続的な規制は比較的少ないといえる。

外資規制上の留意点

タイには様々な外資規制があるが、最も重要な規制は外国人事業法 (FBA) である。FBAでは、純粋な製造業以外を外国人が行うことは原則禁止しており、外国人が純粋な製造業以外の事業を行う場合、許可やタイ投資委員会 (BOI) 恩典の付与を受ける必要がある。一方、FBA上の外国人に該当しない場合、FBAの適用はなく、純粋な製造業以外の事業も上記の許可等を受けずに行うことが可能となる。FBA上の外国人とされる企業とは、要約すると外資比率が50%以上の企業である。例えば、以下の図1のような事例では、タイ人の資本が50%入っているにもかかわらず、いずれのタイ法人もFBA上外国人とされるなど、外資規制の適用判断には注意が必要である。

図1 タイ資本50%の法人でもFBA上は外国人とされる



また、タイにおいては、外国人による土地の取得は原則禁止されている。土地法上、株式の49%超 (50%以上ではない) を外資が保有するタイ法人は外国人に該当する。以上のことから、製造業以外の業種の企業や土地を保有する企業のM&Aの場合、日本からの出資は49%以下とすることが多く、このような法規制を適切にクリアする必要がある。

インドネシア

株式取得手続の留意点

インドネシアでは、株式譲渡は、実務的には公証人が作成する譲渡証書による必要がある (公証人の役割が日本の制度とは少し異なることに留意)。その後、公証人作成の譲渡証書を会社に提出し、会社において株主名簿を書き換え、株主変更を法務人権省に届け出る。

インドネシアで特に注意を要するのは、50%以上の株式取得の場合である。50%以上の株式取得はインドネシア会社法上「買収」に該当するとされ、それ以外の通常の株式取得と異なる手続が適用される。必要な手続は主要以下のとおりである。

- ・対象会社の従業員全員に対する通知および買収概要の新聞公告
- ・株主総会の特殊決議 (定足数: 全議決権4分の3以上、決議要件: 総会で行使された議決権の4分の3以上)
- ・株主変更についてインドネシア投資調整庁 (BKPM) による承認
- ・譲渡証書に公証人の面前で署名

・法務人権省での登記および官報掲載

・対象会社の取締役による買収結果の新聞公告

なおインドネシア人 (法人) が当事者となる契約は同国の言語法が適用され、インドネシア語が存在しない契約を無効とする裁判例も存在するため、契約書作成時にこの点に留意を要する。

外資規制上の留意点

インドネシアでは2014年大統領令第39号、いわゆるネガティブリストに記載のある分野は投資が制限されている。したがって、対象会社の事業がネガティブリストに該当するか否かの調査が必要となる。外資系企業 (PMA) (100%インドネシア資本の会社 (PMDN) 以外は全て外資系企業となるため注意されたい) にはPMDNと異なる最低投資額・最低資本金が要求されるので、PMDNからの株式取得の際には注意が必要である。PMAには土地の所有が認められていない。そもそも、土地所有は個人または政府が認めた法人のみなので、PMDNを買収する場合には、土地の利用方法についても事前の検討が必要である。

ベトナム

持分取得手続の留意点

ベトナムでは、日本企業の現地企業買収の方法として2名以上有限会社の持分取得が一般的に活用されている。2名以上有限会社の持分の売却の際には、他の出資者に先買権が認められていることから、合弁当事者全員からの同意の取得が必要になってくる。また合弁契約については、法定記載事項の定めがある。

外資規制上の留意点

ベトナムには、投資禁止分野または条件付投資分野といった分野ごとに外資規制がある。ベトナムがWTOに加盟した際のコミットメントで、2009年1月からは流通分野 (卸、小売り) へ

の100%外資参入、2015年1月には飲食提供サービスへの100%外資参入が認められたなど段階的に規制が緩和されてきている。しかしながら、100%の外資参入が認められていない分野も未だ多く存在する。さらに流通業の例では、大規模小売店等の2店舗目以降の開店のためには、経済需要テスト (Economic Needs Test) をクリアする必要がある。その条件が不透明な部分もある等、実際の進出に際しては現地の取扱いの確認が必須である。

外国投資家がベトナムへの投資をする際には、投資証明書の取得・変更が必要である。現時点では、①投資金額が3,000億ベトナムドン以上か、②条件付投資分野への投資かによって、投資登録 (①も②も満たさない場合) または投資審査 (①または②のいずれかに該当する場合) の手続を経る必要がある。この手続は数ヶ月かかる場合もあり、スケジュールが予定どおり進まないことがままある。また、事業登録証 (Business Registration Certificate) あるいは企業登録証 (Enterprise Registration Certificate) の変更が必要なのか、取得比率により異なるのかなど、同国内の地域ごとに当局の運用が異なる場合があるので注意が必要である。なお、2015年7月に施行予定の改正投資法により、投資証明書の取得が必要になる場合が明確になり、その発行日数も短くなるとされているが、今後の当局運用には注意が必要である。

結び

本稿では、現在の規制の下での株式・持分取得手続および外資規制の要点のみを紹介したものであり、この他にも雇用法制や税制といった重要な検討課題がある。特にASEAN諸国では頻りに法改正や当局運用が変わる傾向にある。したがって、実際にM&Aを検討する際には、各手続の詳細や検討時に適用のある規制についてその都度確認する必要があることに留意されたい。

筆者が企業からASEAN諸国の現地法人との資本提携の相談を受ける場合は、常時、現地の専門家と連携のうえ、その時々適切な現地情報の把握を業務として実施している。

執筆者紹介

弁護士 松本 甚之助

2006年弁護士登録、2012年アメリカ合衆国ニューヨーク州弁護士登録。クロスボーダー M&A、国際取引、国際紛争、国際倒産処理手続等の渉外案件を多数取り扱う。現在三宅坂総合法律事務所にて、ASEAN諸国 (タイ、インドネシア、ベトナム、ミャンマーなど) や中国・インドなどにおけるM&A等提携取引の事例と相談を多く手がけている。 E-mail: matsumoto@miyakezaka.or.jp

事務所紹介

三宅坂総合法律事務所 東京都千代田区内幸町2-1-4 日比谷中目ビル6階 <http://www.miyakezaka.or.jp/>

上場会社、金融機関、その他各種企業、ファンド等のクライアントを中心に、国内外の紛争解決、トランザクション、事業再生・倒産処理、コンプライアンス・リスク管理等のコンサルティング、国際取引・国際紛争等の企業法務全般を幅広く取り扱う。近年重要性が増すアジア地域では、中国、タイ、インドネシア、ベトナム、マレーシア、シンガポール、フィリピン、インド、韓国、香港、台湾などの法律事務所と密接な連携をとり、日本企業の進出、資本提携、事業運営、再編・撤退の各段階に応じて幅広いサービスを提供している。