



KPMG FAS Newsletter

Driver

Vol.06 February 2020

| Close-up |

海外攻略 M&A投資の現状と課題^(上)

- － 1 加速する海外M&A：日本企業の課題と成功のかぎ
- － 2 米国M&A市場：攻略のポイント
- － 3 インド企業のM&A：現状の課題と可能性

home.kpmg/jp/fas

06

KPMG FAS Newsletter

Driver

06

Contents

KPMG FAS Newsletter “Driver”
Vol.06 February 2020

02 – News & Trends / 注目のニュース&トレンド情報

Close-up

04 – 海外攻略 M&A投資の現状と課題 (上)

06 – Close-up1 加速する海外M&A：日本企業の課題と成功のかぎ
文＝岡田 光／パートナー

10 – Close-up2 米国M&A市場：攻略のポイント
文＝吉野 真一／パートナー、ドナルド・L・ザンバラノ／パートナー

14 – Close-up3 インド企業のM&A：現状の課題と可能性
文＝太田 聖児／パートナー、山口 文義／ディレクター

18 – Market Check! / セクター別EV/EBITDA倍率トレンド

20 – Publications & Reports / 出版物紹介

21 – Contacts / お問い合わせ



ESG デューデリジェンス 高まる重要性

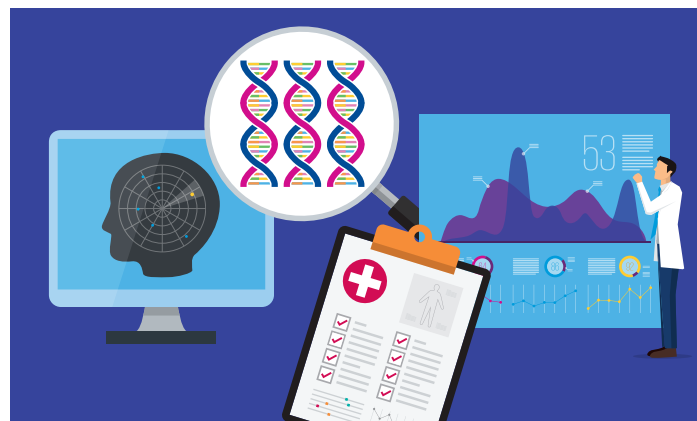
投資の世界で企業の財務情報のみならず、環境、社会、ガバナンスへの取り組み等の非財務情報を考慮し投資判断を行う「ESG 投資」が拡大していることは論を待たない。機関投資家にとって大切なのは、「企業の中長期的な価値創造」であり、非財務情報はその予測を担うものとして重要な位置を占めつつある。

M&Aの際も然りである。ESGの観点からデューデリジェンスを行うことは、取引の不確実性を低減しつつ、当該企業が創出する価値と潜在リスクを把握することに繋がるといえる。例えばEの環境については、温室効果ガス排出リスクを規制強化の観点から捉え、将来における財務、非財務両面での影響を事前に把握することが重要と認識されている。また、Sの社会については、サプライチェーンも包含する形での人権リスク等の有無を確認しなければならない。いずれも買収先企業の事業形態に鑑み、優先順位をつけて評価を行うことが肝要である。

日本でも進展する ヘルスケアのデジタル革命

人間が生化学的なアルゴリズムである側面に着目すると、ヘルスケアにおけるデジタル技術の浸透は必然である。2020年代には倫理的課題にかかわる議論の深化も伴い、この分野の急速な進展が見込まれる。デジタル化浸透には、研究成果の収益モデル化が必須であるが、2019年はこの点で大きな節目となった。

昨年、わが国の医療分野において初となる医療AIの医療機器承認、がん遺伝子パネル検査の保険収載、次世代医療基盤法に基づく医療情報二次活用に向けた匿名化事業者の認定、複数大学でのデータ・サイエンティスト育成プロジェクト始動等が実施・導入された。また、データ・アナリティクス領域のパイオニア企業や、オンライン診療、PHR領域での新興企業の株式上場も相次ぎ、デジタル事業のスケールアップを予感させた。2020年代始動にあたり、収益モデル化の鍵は産業課題への切込みと、制度環境成熟度の見極め、ヘルスケア・エコシステムの共創の3点にあることを再認識したい。





ポスト2020のインバウンド市場

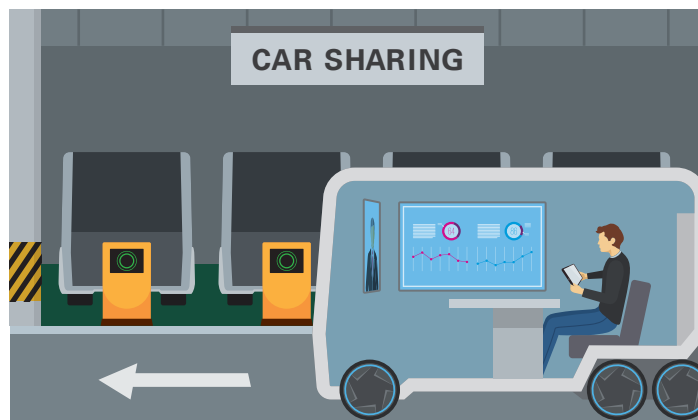
これまで順調に成長してきた訪日外国人客数は、日韓関係の悪化や自然災害等により足元の成長率が鈍化、2019年は前年比2.2%増の約32百万人に留まった。個人旅行の増加、コト消費の拡大など旅行スタイルの多様化が進む中、旅行サービスの利便性を高めるデジタル・トランスフォーメーションへの取組みが、今後の訪日需要獲得のキーポイントになる。

交通、物販、飲食、宿泊以外にも体験型コンテンツ提供など多種多様な旅行者ニーズに対応するため、観光関連事業者は異業種企業との業務提携やデータ連携を加速し、旅行サービスを個人が自由にデザインできる、パーソナライズ化に向けたソリューションの提供が求められる。このように、ポスト五輪のインバウンド市場は、旅行客数を追う「量」から旅行客の個性を踏まえた「質」を重視したビジネスモデルへの転換が進み、異業種を巻き込んだデジタル・プラットフォームの構築など、業界の枠を越えるダイナミックな変革の時代が予想される。

動かないハコと動くハコ デジタル化による組合せで新たな価値

不動産と車には共通点がある。不動産には電気設備、給排水設備などの様々な設備が付帯している一方、車にはエンジン等のモジュール(部品の集合体)がついている。そして、それらの設備やモジュールごとの様々な稼働データがIoTにより収集・分析され効率的なメンテナンスのために活用され始めている。また、不動産は生産、販売、宿泊などの「こと」をするためのハコである。他方、自動運転が可能になると車は移動の手段のみならず、何か「こと」をするための空間となり、ヒトが何か活動するためのハコとして、不動産と車の“共通化”が進むことになる。

デジタル化の進展は、動かないハコの不動産と動くハコの車を一層結びつける。活用されていない都心のオフィスビルの地下駐車場をカーシェアの拠点とする、交通の便の良くない住宅地の利便性をライドシェアで補うなど、動かないハコと動くハコをデジタルを活用して結びつけることで新しい付加価値が生まれる。



Close-up

海外攻略

M&A投資の現状と課題^(上)

P06 Close-up 1

加速する海外M&A：日本企業の課題と成功のかぎ

文＝岡田 光／パートナー

P10 Close-up 2

米国M&A市場：攻略のポイント

文＝吉野 真一／パートナー、ドナルド・L・ザンバラーノ／パートナー

P14 Close-up 3

インド企業のM&A：現状の課題と可能性

文＝太田 聖児／パートナー、山口 文義／ディレクター

+

国内マーケットが縮小していくなか、新規マーケットを求めて、日本企業による将来の成長を狙った海外ビジネスの獲得が続いている。ただ、買い手となる日本企業にとって、経営管理、人材、制度、さらには企業文化といった面で、買収後のチャレンジが続いている。海外M&Aを成功に導くために重要となるのが、進出先国・地域に関する個別の理解だ。

海外市場進出の成功の果実とリスクのバランスをいかに考えるのか。今号から3号連続で、世界の主要8市場について、海外M&A投資を着実にその後の価値創造に繋げていくために理解すべき市場の特徴、投資実行にあたって注視すべきポイントを解説していく。



執筆者紹介



Hikaru Okada

岡田 光 / パートナー

KPMG FAS代表取締役パートナーで、KPMGジャパンのディールアドバイザリー業務統括、およびアジアパシフィック地域のM&A業務統括を兼務。フィナンシャルアドバイザーとして、TMT、コンシューマー&リテール、商社等のセクターにおける多数のM&A案件を担当。企業価値評価、PPA業務等にも豊富な経験を有する。著書に「M&Aがわかる」日経文庫。

米アンドリュース大学経営学部卒業 米国公認会計士

✉ hikaru.okada@jp.kpmg.com



Shinichi Yoshino

吉野 真一 / パートナー

2017年にKPMG FASに入社し、2年超の米ロサンゼルス事務所での勤務を経て、2020年4月より、同ニューヨーク事務所にて勤務。同国市場における日本企業のM&A、新規事業開発、事業再生等の支援を提供。KPMG以前は、米系投資銀行の傘下でゴルフ事業の買収、統合事業を担当。会計系M&Aアドバイザリー会社にて、海外案件のPMI、事業統合、カープアウト等の業務を日米の拠点にて従事。米ロヨラ・メリーマウント大学(Finance, Management and International Business)卒業

✉ shinichiyoshino1@kpmg.com



Donald L. Zambarano

ドナルド・L・ザンバラノ / パートナー

KPMG米国 ニューヨーク事務所
米国のKPMGディールアドバイザリー&ストラテジーの財務デューデリジェンス・プラクティス共同責任者で、米国市場における日本企業向けM&Aアドバイザリー業務の責任者。消費財・製造業セクターのリード・パートナーを兼務。企業およびプライベートエクイティに対する業務提供が豊富。KPMGにて監査業務に6年、ディールアドバイザリー業務に18年、計24年の経験がある。

バブソン大学大学院経営修士号(MBA) 米国公認会計士

✉ dzambarano@kpmg.com



Seiji Ota

太田 聖児 / パートナー

KPMGインド デリー事務所
グローバルコンサルティングファームのデリー事務所を経て、2017年より現職。インドにおけるM&Aアドバイザリーに携わる日本人として、最長となる20年を超える経験を有する。日本企業のM&Aを通じたインド進出、合併設立等のアドバイザリーを数多く手がける。日本およびインドで開催される各種セミナーでの講師としての登壇も多数。創価大学法学部卒業 インド国立デリー大学法学部修士課程修了

✉ seiijota@kpmg.com



Fumiyoshi Yamaguchi

山口 文義 / ディレクター

あずさ監査法人にて、メガバンク、生命保険会社、ノンバンク等の監査や破綻金融機関の資産査定に従事した後、2007年にKPMG FASに入社。日本企業による海外M&Aにおいて財務デューデリジェンスやストラクチャリング、買収後の統合支援等の業務の提供の他、上場企業同士の経営統合支援を担当。PEファンドに出向し、事業計画策定、投資対象会社の評価、買収ファイナンスのストラクチャー策定、資金調達・金融機関交渉等にも従事した。

慶応義塾大学商学部卒業 公認会計士

✉ fumiyoshi.yamaguchi@jp.kpmg.com



Close-up 1

加速する海外M&A

：日本企業の課題と成功のかぎ

文＝岡田 光／パートナー

- ＋ グローバル企業のCEOに求められる成長目標は、“二桁成長”である。一桁%の成長では、なかなか評価されない。しかもこの二桁成長には、高い収益性の維持という条件が付く。では、CEOはどのように二桁成長を実現しているのか。手法は主に2つ。ひとつは、“成長市場でビジネスをすること”、もうひとつは“M&A”による成長である。日本企業にとって海外M&Aは、この2つを同時に実現する戦略で、理にかなう。しかし、人材や制度の面で、未だ多くの日本企業にとって海外M&Aによる企業価値創造の実現は、言うは易く行うは難しだ。海外M&Aを志向する日本企業にとって、進出国や地域特有の課題への備えに加え、企業経営に対する確固たるビジョンや体制の構築がなければ、
- ＋ 海外M&Aを梃子にした“二桁成長”の実現は覚束ない。

海外M&Aにおける日本企業の課題

近年、日本企業がグローバル市場での成長を実現していく上で、M&Aが有効なツールとして認識され、実際に多くの日本企業が海外M&Aへの取組みを加速している。一方で、海外M&Aには特有の困難さがあり、期待された成果があがらないケースも少なくない。経済産業省が2019年4月に公表した日本企業による海外M&A実態調査報告書（以下、「経産省調査」）によると、多くの日本企業は海外M&Aを進めるにあたり以下の課題を抱えている。

これらの課題は、M&A経験の豊富な企業や投資ファンドへのインタビュー、グループディスカッションやワークショップを通じて、M&Aの最前線に立つプレーヤーの“生の声”を経済産業省がまとめたものであり、日本企業の海外M&Aに関して主な課題が網羅されている。

グローバル経営力の不足

最初に、「グローバル経営力の不足」で挙げられている一つ目の課題、「伝える力」については、まず伝えるべき内容を限りなく

明確、かつ具体的にしなければ「伝える力」は発揮できない。特に重要なのは「M&Aの位置付け」、すなわちM&Aの目的を明確に伝えられるように“研ぎ澄ます”ことである。また、M&Aの位置付けは、買主の視点からだけではなく、対象会社の視点からも明確化される必要がある。対象会社のマネジメントや従業員にとっては、むしろそちらのほうが興味の対象だからである。M&Aを通して、対象会社が買収会社から得ることができる技術やノウハウ、ブランド価値、規模の利益、新規マーケットへのアクセス、ネットワーク、財務的支援などのメリットにつき、

具体的に説明できなければならぬ。これは、買収後の経営統合（PMI）の段階より前、ディールの初期段階で、対象会社や売主から買収企業候補として選ばれるためにも重要である。「伝える力」を発揮するためには、まずは伝える内容、すなわちコンテンツのレベル向上が不可欠である。

「伝える力」にもう一つ必要な要素として、グローバル経営人材がある。買収会社にとって、M&A後の

海外M&Aにおける日本企業の課題

グローバル経営力の不足



- 自社の経営理念・ビジョン・強み、M&Aの位置付けを明確に「伝える力」
- 「伝える力」に必要となる「言語力」
- 買収後の経営を効果的に推進するための「異なる企業文化への適合力」

グローバル経営の制度・仕組みの未整備



- 説明責任・結果責任を意識したコーポレートガバナンスへの対応
- インセンティブの仕組みを含むグローバルスタンダードの報酬制度

M&Aプロセス全体を意識した「型」作りの不備



- M&Aの戦略、実行、PMIの各プロセスにおいて押さえるべきポイントの明確化
- M&Aへの取組みに関わる組織体制

Source: 経済産業省「日本企業による海外M&A実態調査報告書」（2019年4月公表）より

最大テーマは、対象会社の競争力／業績向上を通じた、自社戦略の展開と価値創造である。その実現のためには、対象会社のマネジメントや従業員とまずは信頼関係を築き、自社の戦略について対象会社の理解を醸成するとともに、対象会社自体の競争力／業績向上に寄与することができる人材の働きが欠かせない。その役割を効果的に進めるためには、「言語力」はもとより、「異なる企業文化への適合力」など、グローバル経営人材としての高い能力と経験が求められる。特に重要なことは、対象会社が向き合うさまざまな市場（製品・サービス販売市場、調達市場、人材市場など）の動きと事業環境（競合環境、規制環境、社会環境など）を理解し、そこから発生する機会や課題を見極めた上で、対象会社の経営陣や従業員と協力して、施策をスピーディに推し進める力である。

“任せる経営”に関する留意点

このような能力と経験を備えたグローバル経営人材は、日本企業にはまだ多くは存在しない。そこで近年、日本企業が多用している手法に、“任せる経営”がある。欧米企業のように、買収後に新たに経営者を送り込むのではなく、対象会社の現経営者に、買収会社の戦略展開も含め、経営を任せる手法である。これは合理的な経営判断ではあるが、

いくつか留意すべき点もある。

まず、現経営者が対象会社に対して強い影響力を保持し続けることで、買収会社がM&Aの目的とした効果の実現についても現経営者に依存することとなる。現経営者は、これまで保持してきた経営の裁量権をそう簡単には手放そうとしないことも多く、利害対立が生じたり、調整に時間を要したりすることがある。よって、買収企業側の戦略に対して協力姿勢を持つ経営者か否かの見極めが重要となる。

つぎに、現経営者に買収後の経営を任せる場合、対象会社のガバナンスはより精緻に設計・運用する必要がある。権限範囲の設定に始まり、実績の把握、リスク管理のための仕組み作り、目標設定と評価など、対象会社の現経営者とひざ詰めで議論して、納得感のある合意を形成しなければならない。この設計・運用を買収会社側で担当する統括者には、一定のグローバル経営の資質が求められる。

勝ちパターンの確立

経産省調査で、「M&Aプロセス全体を意識した「型」作りの不備」として指摘されている部分のポイントは、M&Aを成功させるための“プロセス”と“体制”整備である。特にM&Aのプロセスについては、多くの日本企業においてまだまだ改善の余地が残っている。

近年、M&Aの浸透とともに、M&Aの手順、すなわち企業価値評価、デューデリジェンス、契約交渉、PMIなどに関する知識レベルは高まってきている。しかし、自社におけるM&A事例を踏まえた、いわゆる“勝ちパターン”を確立できている会社はまだ少ない。日本たばこ、日本電産、電通、旭化成、リクルートといった会社は、多くのディール経験を次のM&Aに生かすべく「型」作りに取り組んできている。これらの会社では、例えば、以下の項目に関する検討について一定の枠組みを有している。

- ・ 事業戦略とM&Aの整合性
- ・ 買収価格を含む買収条件の判断基準・交渉目線
- ・ 買収後の経営に必要な人材の条件、人材の調達
- ・ 対象会社の競争力／業績向上にむけて提供できる貢献材料（技術・ノウハウ、ネットワーク、ツールなど）とその効果予測
- ・ 経営者やキーマンのリテンションプラン
- ・ 対象会社の経営陣、従業員に対する公正な評価の仕組みと、報酬・インセンティブ制度
- ・ 対象会社のガバナンスに関する基本的なアプローチ
- ・ 対象会社の業績把握やリスク管理のために導入する制度やシステム

重要なことは、M&A案件が始まり、日々のハンドリングに追われる前に、こうした重要事項の検討の枠組みやアプローチを確立しておくことである。また、枠組みやアプローチは、新たにM&Aを経験するたびにアップデートし、うまく機能する勝ちパターンに高めていければ、M&Aへのコンフィデンスを高めていくことにもつながる。

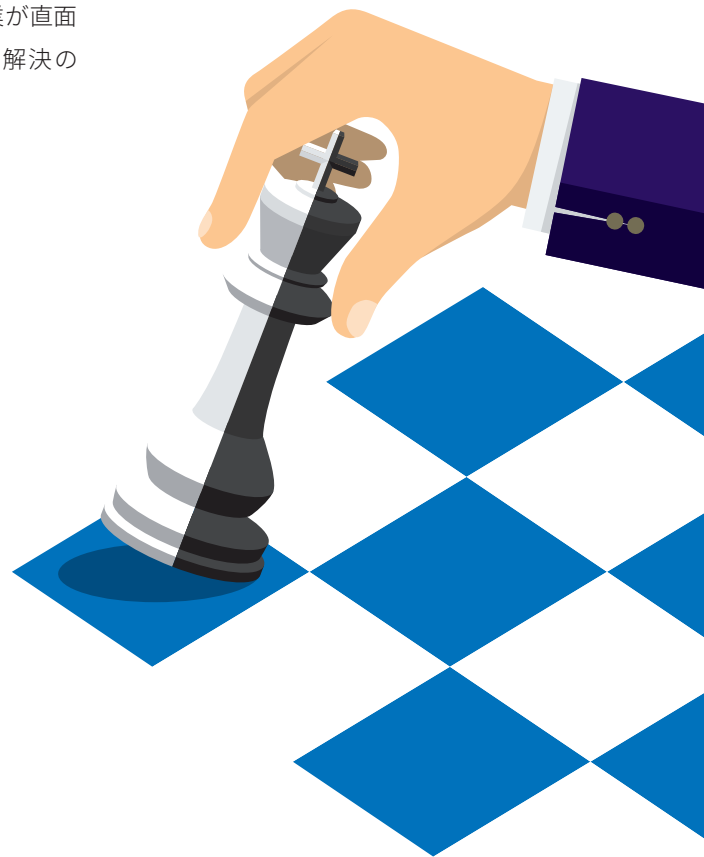
各国・地域の特性を踏まえて

自社が構築してきた強みを生かし、グローバルに通用するビジネスモデルを構築するために、海外M&Aが強力なツールとなることは間違いない。ただ、一口に海外M&Aといっても、日本企業にとってその対象国・地域は多様である。それぞれの国・地域に特殊性が存在するため、人口構成、市場規模、生活水準、顧客特性、商慣習、法律／規制、インフラ、価値観などを考慮のうえ、対象会社の事業に関する機会や課題、リスクをあぶり出すことが重要である。

これまでに述べた、M&A案件全般に共通する自社なりの勝ちパターンを確立することと同様に必要となるのが、それらの各市場に特有の地域特性をマクロ、ミクロの双方の視点で把握し、そこから惹起される課題について十分な備えをすることである。こうした個々の地域特性、市場特性に関する十分な

理解と徹底した備えがなかったために、不幸にも失敗に至ったM&Aは枚挙にいとまがない。

今号より、日本企業の海外M&A投資において重要な米国、インド、中国、ASEAN、オーストラリア、英国、大陸欧州、南米の8つの国・地域を取り上げ、3号連続で特集する。KPMGのディールアドバイザーの専門家が、各市場の特性を踏まえ、M&A投資の実行とその後の価値創造において、日本企業が直面しがちな課題を浮き彫りにし、その解決の示唆となる提言を行う。





Close-up 2

米国M&A市場

：攻略のポイント

文 = 吉野 真一／パートナー（写真左）

ドナルド・L・ザンバラ／パートナー（写真右）

- + 米国は世界最大のM&A市場である。日本企業にとっても過去10年を見れば、M&A投資先国として次点の英国の約3.5倍の金額規模を誇る最大のM&A投資先国である。シリコンバレーへの日本からの投資額は、過去5年累計で2位の中国を大きく引き離して、最大の投資実績を誇っている。米国市場がグローバル展開を進める日本企業の将来の成長にとって重要なことは論をまたない。日本企業にとって米国でのM&Aには80年代から長い歴史があるものの、特有の難しさもあり注意が必要だ。昨今では、米国内における買い手としての日本企業の評判にも変化の兆しがある。固有の課題をあげつつ、米国における
- + M&Aの成功のための提言を行う。

米国市場を取り巻く不確実性、政治リスク

2018年夏に本格化した米中貿易摩擦は、2020年1月に両国による制裁関税発動後初めてとなる合意がなされ、事態のさらなる悪化はひとまず回避された。ただ、今回の第一段階合意には、中国による農産物の輸入を倍以上にすることを含む、米国のモノ、サービスの対中輸出額に品目ごとに期限付きで数値目標を明記しており、その進捗いかんによっては米中の関係に再び暗雲が立ち込める可能性もある。

トランプ政権となった2017年以降、米国は自国第一主義を掲げている。対中政策は無論のこと、不法移民問題に端を発するメキシコへの制裁関税措置など、米国でのビジネスに影響を与える政策を繰り返し発動している。米国において事業を展開する日本企業にとっては、政権のこのような政策の影響について、各方面の専門家の意見を取り入れるなどし、現状を継続的に注視していく必要がある。

海外企業が米国企業への投資を検討する際に注意が必要な法規制がある。米国の安全保障の観点から対米投資を審査、規制する対米外国投資委員会(CFIUS)の権限の根拠となる外国投資リスク審査近代化法(FIRRMA)だ。FIRRMAは重要なテクノロジー

や産業基盤を持つ米国企業に対する外国企業による投資を規制する。過去にはCFIUSの事前審査により、外国企業による米国企業相手の大型M&Aが阻止されたケースもある。中国の通信機器大手の華為技術を対象とした米政府の禁輸措置が示すように、FIRRMAの実質のターゲットは中国企業とされるものの、日本企業もその影響は考慮する必要がある。

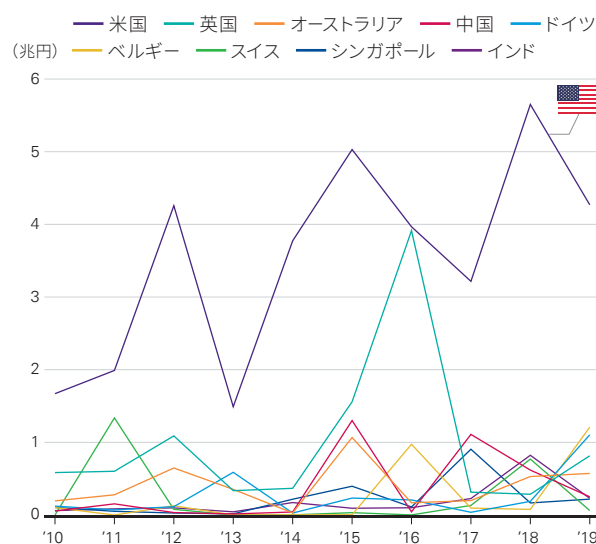
2020年2月から導入されるFIRRMAの新規則ではCFIUSの審査対象の拡大が行われたほか、米国にとって重要な技術に関する定義も明確ではなく、その解釈が拡大適応される懸念が残る。今後、中国市場で事業を展開する日本企業の米国内での自由な投資活動に影響が及ぶことは十分に考えられる。リストラクチャリングの一環で、米国子会社を売却する際等に、買い手によっては予期せぬ差し止め命令を受けるといった事態も想定される。

意思決定のスピード感

日本企業による海外M&Aの投資額は、過去10年間にわたって国内のそれを大きく上回って

いる。国別で見ると、2000年以降、インドや中国といった新興市場への投資が盛んになった時期も含め、日本企業にとって米国が常に海外M&A投資先として最大の市場であった。また、シリコンバレーを中心とするスタートアップ企業への投資額においても、日本は他国に比ベトップの実績を残している。2015年から2018年までの4年間で、日本企業による総投資額は249億ドルにのぼり、2位の中国の160億ドルを大幅に上回っている。

日本企業による海外M&A投資額(国別)



Source: レコフM&Aデータベース / Note: 2018年武田薬品工業によるシャイアー(アイルランド)買収案件(約6兆8,000億円)を除く

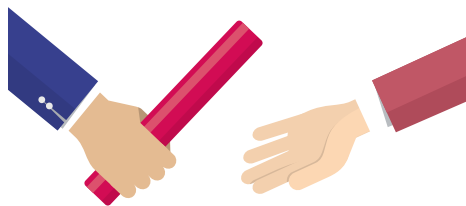
このシリコンバレーでの実績の裏には当然、多くの日本企業が既存事業にイノベーションを取り込んで既存事業の強化や発展を目論み、あるいは将来の新たな収益の柱となる新規事業の開発に繋げるといった意図がある。ただ、革新的な技術やビジネスモデルを持つスタートアップ企業をシリコンバレーで探すものの、日本企業が実際の投資に至るまでには様々な壁に直面している。

大きな壁の一つに、彼我の企業文化の違いがある。スタートアップ企業の創業者や株主は、経営にスピード感を重視しており、意思決定の判断基準も明確に保持している。一方で日本企業は、物事を決定するのに時間がかかる上に、現地で交渉を担当する者が最終的な投資決定権を持たないケースが多い。

日本企業の駐在員の中には、本社からの明確な投資戦略が定まっていないうえに現地の情報収集を行っていることがある。ある程度の情報を収集してから、投資の方向性や戦略を決定するとの方針であろうが、これでは如何にも非効率で時間がかかる。

全てのM&Aに通じることではあるが、その成功のためには、全社戦略の中でのM&Aの位置づけを明確にし、買収を行う目的を社内外に明確に説明できるようにしておくことが肝心だ。それを前提として、特にシリコンバレー、ひいては米国におけるM&Aで必須となるのが、本社の有力人材を起用し、投資の

最終決定権を持たせた上で、対象会社の売り手との直接交渉に充てることだ。経営にスピード感を求める米国経営者、株主が相手となるため、目標を見据えつつ、常に効率よく効果的にM&Aのプロセスを進めることが肝要である。



高いバリュエーションと減損リスクへの対処

米国は昨年までの5年間で3度、年間2兆ドルを超える規模を誇る世界最大のM&A市場である。前述の通り、日本企業にとっても米国は最大の海外M&A投資先ではあるが、米国市場はその激しい競争環境から、M&Aにおけるバリュエーションが高くなる傾向がある。買収金額に含まれる買収プレミアムの一部は、買収企業のバランスシートにのれんとして計上され、減損リスクの対象となる。

ただ、市場のグローバル化、特定上位企業による寡占化が進む現代の経営環境のなか

では、世界最大の経済大国である米国市場、また強力なブランドを確立した米国企業を押さえるという意味で、M&A戦略上の「やらざるリスク」への気配りは怠れない。買収後に抱え込む減損リスクをいかに考えるかは、まさに個別企業の将来の成長戦略全体の問題でもある。対象会社を自社のグループ内に統合することによる中長期の価値創造をいかに構想して投資の意思決定を下すかは、経営判断である。

買収後ののれんの減損リスクを可能な限り管理するために、企業がM&Aにおいてまず実施すべき最初の取組みは、徹底的なデューデリジェンス(DD)に基づく企業価値評価である。対象企業のブランド力や知財を含む事業、財務、法務、人事、ITの各分野で徹底したDDによる厳正な価値評価が必要となる。対象会社と長年の取引関係があれば



別だが、多くの買収企業にとってDDはM&A交渉の前の段階から、交渉中、さらには買収後においても繰り返し実施する必要がある手続きである。その結果に基づいて、適切な組織形態、人材配置といったガバナンス体制の整備はもとより、継続的なシナジー計画の実行、見直しを行うことが戦略的な価値創造を実現する上で重要である。

キーパーソンのリテンション

米国企業の買収後の経営において、経営者はもちろん社内のキーパーソンをいかにやる気にさせるかは両社の統合、シナジー効果の発現を早期に達成する上で重要となる。

米国全体の平均年収は、日本の平均年収に比べると一般的に高く、業界や役職によっては、日本の平均年収の数倍となることもある。経営者や役員クラスになると破格の年収ということも少なくない。M&Aにおいては比較的早い段階で、対象企業の経営者や従業員の雇用条件や給与水準を把握した上で、買収後の新しい人事・報酬体系や、本社を含む指示命令システムの構想に着手する必要がある。

日本企業のM&Aでは、買収後に自社の雇用基準、または自社で定めたグローバル基準に合わせることも見受けられる。雇用基準の変更後に対象会社のキーパーソンが会社を去ることで、当初のシナジー計画を達成出

来なくなるだけでなく、既存のビジネスの業績にまで影響が出ることもある。

この点は非常に重要で、海外M&Aを期に、本社自らグローバルな経営体制への変革を試みるくらいの覚悟をもって取組むことが求められる。



買い手としての日本企業

2000年代に入り、新興国経済が急成長した際、中国企業による米国進出が盛んになった。当時、米国内では、中国企業のプレゼンスが高まるなか、相対的に決断が早く、資金力もある中国企業に対して、日本企業は意思決定が遅く、交渉が長引く、という好ましくない評価も存在した。ただ、この米国内での評判も最近、変化が起きつつある。制裁関税の応酬など、昨今の米中の関係悪化などを背景に、中国企業の業績に逆風が吹いており、

米国内で中国企業にまつわる投資の契約違反や交渉上のトラブルが目立つようになっていく。投資の決定や交渉に慎重ではあるが、一旦契約条件が決定すると誠実に対応する日本企業の買い手としての評価の見直しが起きている。

成長を続ける世界最大の経済大国であり、シリコンバレーを始め、世界中から優秀な人材が集まる米国は、引き続き、日本企業の成長戦略、グローバル経営の核として位置づけられる市場であろう。経営環境に多少の不確実性があるものの、それは海外企業に限らず、米国企業にとっても戦う土俵としては同じだ。米国M&Aには特有の難しさもあるものの、それらにうまく克服もしくは回避して、グローバル競争に勝ち残り、将来にわたる持続的な成長基盤の構築に繋げていく日本企業が多数現れることを期待する。

インドでの成功の鍵は、現地パートナーとの良好な関係の構築、現地化の徹底、適切な権限委譲と迅速な意思決定システムと言われて久しいなか、苦労している日本企業も多い。利益化には最低5年必要と言われるインド市場で、日本企業がインド企業のM&Aで成功するための方策を考察する。

注目を浴びるインド市場だが、 難易度も高い

中国より十数年遅れるとされるインド経済ではあるが、確実に経済発展を続けており、そのGDPは2029年には日本を超えると言われている。人口13億人という巨大市場の内需と、今後の成長性・潜在力の高さへの期待から、日本企業のインド進出数も投資も徐々に増加している。既にインドに進出した日本企業の事業の本格化も始まっている。一方で、日本企業にとってインド企業のM&Aは難易度が高いとの声もよく聞かれる。

その背景として、まず、インド企業への出資完了までには長い時間と忍耐・労力を要することがある。交渉においては、単に売り手との熾烈な価格交渉にとどまらず、基本合意書や株式売買契約書といった各種契約に一旦合意しても後から変更を求めてくることはざらで、なかなかまとまらない。デューデリジェンスにおいては、インド企業の情報管理が悪く、欲しい情報が出てくず、プロセスが滞る。株式売買契約書の調印にこぎつけてもクロージングの前提条件である各種許認可等の不備の治癒に、インド当局の対応が遅々として完了しないなど、枚挙にいとまがない。

さらに、時間をかけて投資した後も、インド市場の内需の獲得を期待していたのに、想定以上にコストコンシャスな市場環境に

悩まされる。地域ごとに異なる現地の所得水準・事情に合った品質、価格帯の製品・サービスが求められるため、投資の意思決定時の事業計画で想定した利益計画の進捗が後ずれしがちで、減損リスクにも苛まれる。なかでも、日本企業にとって一番の悩みは、誰にインド企業の経営を任せるのか、である

う。現実的には、対象企業のインド人経営陣をそのまま起用、もしくは日本側から経営人材を一部出すのが大半であり、経営トップの外部招聘はほとんどない。

ただ、これらは新興国ではよくある話であり、インドだけが特別というわけではない。インド進出の本当の難しさは何であろうか。

インド企業M&A時の主な論点

バリュエーション



- 外資系企業によるインド企業の株式譲渡によるM&Aでは、外国為替管理法に基づきインド準備銀行(RBI)が定めたPricing Guidelineが適用され、RBIの事前承認が必要
- 外資系企業は、インドで特定のライセンスを持つ専門家が証明するフェアバリュー(FV)以上の価格でしかインド企業の株式を取得できない
- 外資系企業がインド居住者に事業売却をする場合は、当該FV以下の価格でしか譲渡できない(本規制により、プット・オプションが十分に機能しないリスクあり)

デューデリジェンス



- 対象企業による利益の水増し
 - ー 売手側プロモーターの関係会社との取引を利用した売上拡大、費用削減
 - ー 回収不能な売掛金の未引当、未償却
 - ー 法令に準拠しない工場勤務社員・契約社員への不適切な賃金の過小支払い、法令に準拠しない低昇給率
- 土地所有権登記の不備、操業許認可や各種許認可取得手続きの不備

法令および 金融当局関連規制



- インド上場企業から会社分割によるカープアウトによって一部事業を取得する場合、インド裁判所の許可が必要(時間がかかる)
- 外資系企業がインド企業から損害賠償条項に基づく支払いを受ける場合、外国為替管理法の関連規則によりRBIの事前承認が必要になるケースがある
- 外資系企業がインド企業の株式を取得する場合、名義書換に当たり、AD Category-I Bankによる売買代金の着金確認の認証が必要(株式の取得完了前に支払いが必要)

インドに熱い視線を送る トップマネジメント、 冷めたミドルマネジメント

日本企業にとっての次の巨大市場であるインドから目を背ける経営トップはほとんどおらず、中期経営計画でインド市場をターゲットにしている企業も増加している。ただ、中期経営計画でインドをターゲットに含めている日本企業のミドルマネジメントと話をすると、インドに対する印象は二極化している。どちらかと言えば、インドをやれと言われていた担当者以外、インドについてはどこか冷めた印象を受けることも多い。実際、統計的にも過去の中国進出時よりも、進出のスピードが遅いようである。では、この経営トップとの温度差の要因は何か。

多くの日本企業のビジネスマンが、「インドと付き合うのは難しい」という先入観を持っている傾向がないだろうか。日本の何となくお互いに相手の意図を察しあう文化に慣れた人からすると、インド人は発言が長く、押しが強いという印象を持っている。そのような印象を持っている日本企業のミドルマネジメントとしては、インドでのM&Aを「命じられる」と、投資リスクが最小となる解を目指し、まだあまり洗練されていないインド現地企業と徹底的なコミュニケーションを繰り返し求められることになるため、心理的に

インドを避けたくなりがちである。このため、経営トップほどにはインドに対する強い思いも危機感も感じづらいのが実情であろう。

ただ、インド企業に出資して、対象企業のインド人経営陣にそのまま経営を任せるだけでは、業績が悪くなった場合に、その要因をタイムリーかつ正確に把握できず、対応が後手に回る。やはり、長期的には自社内にインドにどっぷりつかった人材を育成する必要がある。そのためには、日本的な「ミドルマネジメントにやらせる」だけではなく、日本企業の経営トップ自ら、インドに対する本気度を見せ、本社からの十分な支援と評価をもって、モチベーションを高める施策が必要であろう。

実際、昨今、先進国では得られない自らの成長を求め、日本企業を辞めて、インドに飛び込む日本の若手人材も多数存在する。インド市場を狙うのであれば、成長スピードや成長の期待感と合うような仕事や役割を用意するほか、日本の若手人材にインディアンドリームを見せてやるといった若手呼び込む雰囲気づくりも経営トップに求められるかもしれない。

インドM&A成功に向けた提案

過去の中国進出時の成功体験がインドではあまり生きないとの話を聞くが、環境、時代

背景ともに現在のインド進出は2000年代の中国とは大きく異なる。過去の日本企業による中国進出は、先進国向けの輸出を目的とした製造拠点として、日本の良いものを現地に導入して輸出するコンセプトであった。これが当時、中国政府の「世界の工場」として経済発展を目指す方針とも合致したことで政府の支援もあり、参入しやすかった。一方、昨今の日本企業のインド進出の主たる目的は、大半が最初から巨大市場の内需の獲得を目的とした、新規市場開拓としてのインド市場参入となっている。

さらに、インドは原則的に投資における内外無差別を基本とする国である点にも留意が必要だ。例えば、インド政府の「Make in India」のプログラムも海外からの投資の受け入れは眼目の一つであるが、インドに投資する外資系企業をインド国内企業よりも優遇することについては含意されていない。すなわち、外資系企業も、投資先のインド国内企業として「Make in India」のインセンティブの恩恵を享受できるものの、同プログラムの対象となる重点産業への投資は、現地のインド企業との熾烈な競争に巻き込まれることを覚悟しなければならない。

インドで成功していると言われる外資系企業の特徴を分析すると、パートナーとの良好な関係の構築、迅速な意思決定、現地化の徹底、大規模な広告宣伝活動、現地の事業

管理における文化的な理解、人的資源の育成などが挙げられる。要約すると、現地化がうまく行った企業が多い。加えて、インドと真剣に向き合うことについて、経営トップの強いコミットがあった点が共通している。

現地化の徹底にインド現地の経営人材の力を借りる必要があるのであれば、M&Aは一つの有効な手段となる。しかしながら、M&Aで買える時間は、あくまで海外拠点で自前で生産基盤や販売網を構築する時間のみであり、利益成長の時間まで買えるわけではない。国土が広く多様なインド市場において、日本のベストプラクティスの導入やクロスセルのような単純な買収後のシナジー効果は見込みづらく、現地仕様に合わせるため、買収後に更なる経営資源を投入する必要があることが多い。結局、M&Aで買った時間と経営資源、投資後の追加支援で現地No.1を地道に目指すしかない。



日本企業の実情も踏まえると、インドでのM&A成功のための方策として以下が考えられる。

① 「成功の定義」の明確化

経営トップ自ら、事前に「成功の定義」を明確し、それに基づき、インド対象会社と協議する。インド対象会社とは、曖昧さを排し、しっかりと方針をすり合わせ、文書化し、同床異夢は避ける。経営トップ自ら、インド経営陣と中長期的なゴールに向い、並走する信頼関係を構築する。

② 徹底的なリスク調査

インド対象会社の経営陣、取引先まで含め、リスクと思われることは事前に徹底的に調査する。インドは驚くべき噂社会であり、有効な風評調査が可能だ。過去には、検出された事項に目をつぶり投資した結果、失敗・撤退につながった事例も数多い。言うまでもなく、調査費用は撤退費用よりも安く済む。

検出されたリスクの多くは、インド対象会社の経営陣と徹底的に協議すれば対処法はある。リスクを取り除くのではなく、「リスクをコントロールする」との判断は経営トップにしかできない。

③ 本社による現地支援体制の整備

M&A後に本社が求める経営管理やコンプラ

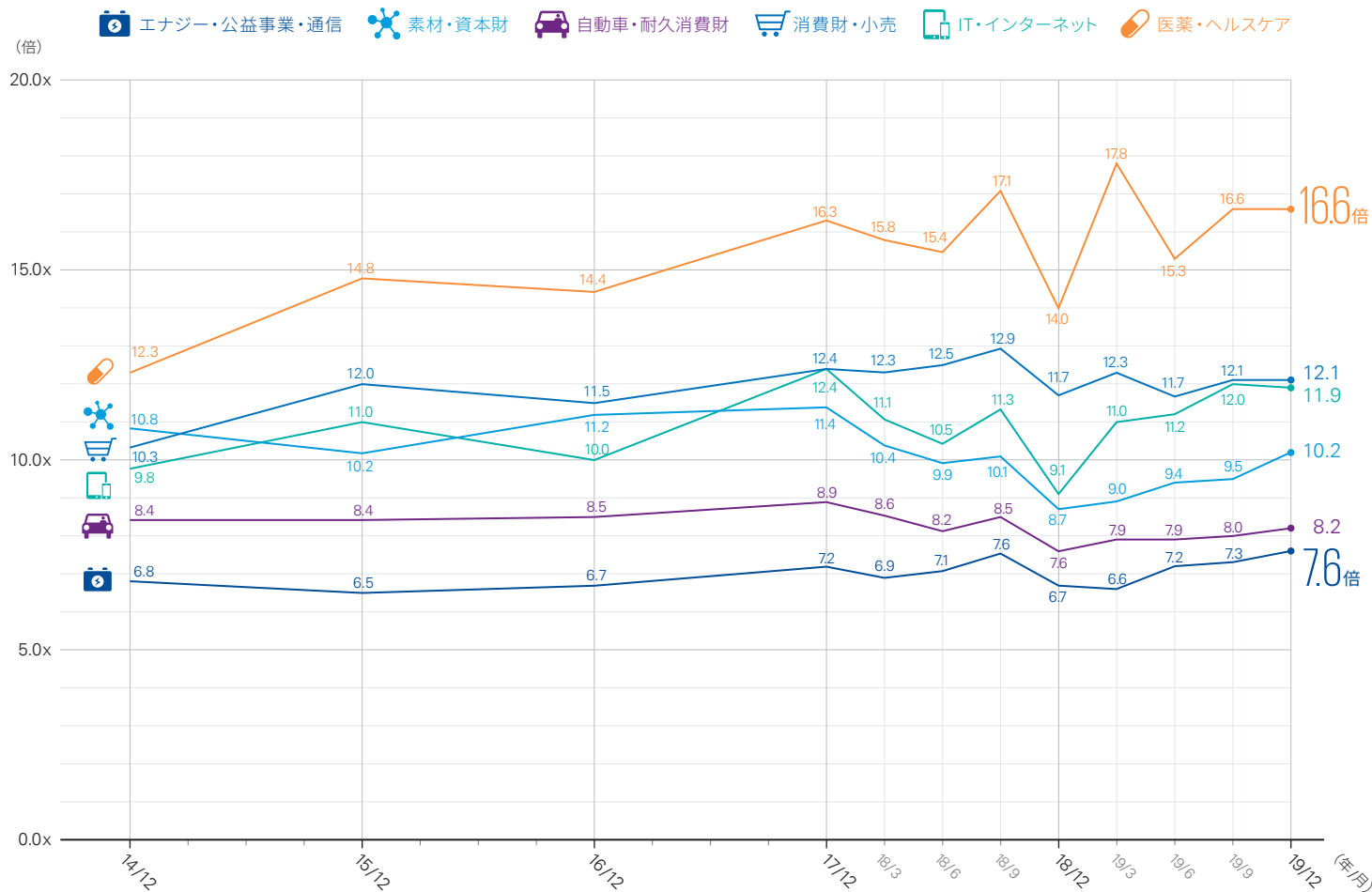
イアンスの体制などの仕組みづくりは、本社負担で構築する。日本人駐在員が孤軍奮闘にならないよう、駐在員の側に立ってサポートする現地インド人専門家を中心とした支援体制を用意する。それにより、駐在員は経営に専念でき、心理的負担も軽減する。

以上、M&Aの観点からインド市場での成功に向けた提案を述べたが、インド企業のM&Aの目的のひとつとして、有能なインド人を経営幹部として自社に取り込み、インドの先のアフリカへの展開まで含め、更なる世界市場への拡大に向けた橋頭保にするとといった視点も必要であろう。少子高齢化・働き方改革など日本の労働人口、環境が激変している。その一方で、インドには世界中で活躍できる人材があふれている。これを活用しない手はないであろう。そのためには、例えば、有能なインド人を日本本社に送って育成するなど、投資先のインド企業の人材育成と帰属意識を高める仕組み作りが有効である。

日本企業を取り巻く各種課題の解決策として、インド企業へのM&Aを活用し、それがさらなる日本企業のグローバル化の深化や発展につながることを祈念する。



EV/EBITDA倍率推移チャート：日本



● <区分>

6
業
種
に
関
する
主
な
構
成
銘柄

<産業分類>

エナジー・公共事業・通信 エネルギー設備・サービス/石油・ガス・消耗燃料/電気通信、無線サービス、独立発電事業/電力、ガス、水道/総合公益事業

素材・資本財 化学、機械、半導体、航空宇宙・防衛/金属・鉱業/紙製品・林産品、容器・包装/建設、土木、電気設備、建設資材/商社・流通業、コングロマリット

自動車・耐久消費財 自動車部品/自動車/家庭用耐久財

消費財・小売 小売・販売/飲料/食品/タバコ/家庭用品、パーソナル用品

IT・インターネット インターネット販売/カタログ販売/インタラクティブ・メディアおよびサービス/情報技術サービス/ソフトウェア

医薬・ヘルスケア ヘルスケア関連/バイオテクノロジー/医薬品/ライフサイエンス・ツール サービス

<代表的な企業(2019/12期時点、時価総額上位5社)>

日本電信電話/NTTドコモ/ソフトバンク/KDDI/INPEX

信越化学工業/ダイキン工業/日本電産/三菱商事/ファナック

トヨタ自動車/ソニー/本田技研工業/デンソー/ブリヂストン

ファーストリテイリング/花王/JT/セブン&I・ホールディングス/資生堂

Zホールディングス/富士通/NTTデータ/野村総合研究所/オービック

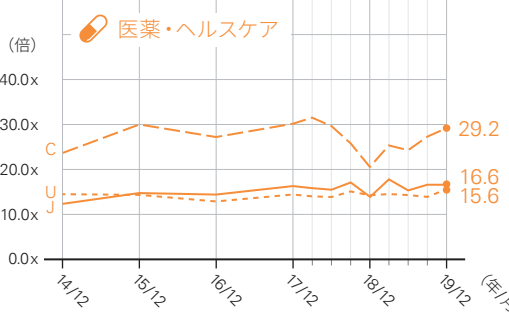
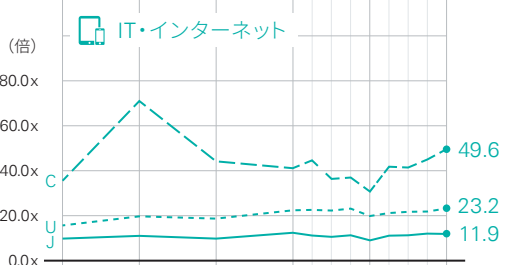
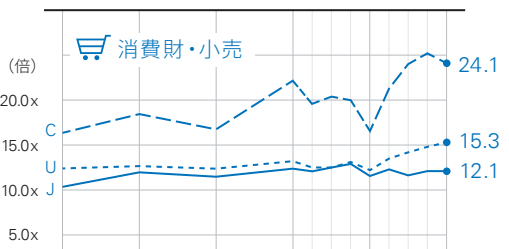
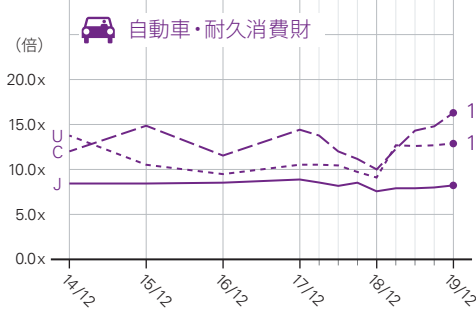
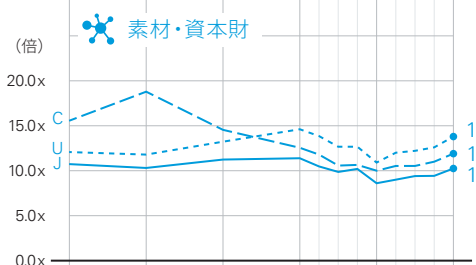
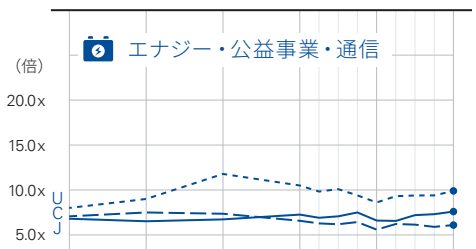
武田薬品/中外製薬/第一三共/HOYA/アステラス製薬

273

セクター別 各国比較EV/EBITDA倍率推移チャート：日本・米国・中国



Japan ——— USA - - - - - China - - - -



M&A市場を計る
マーケット・マルチプル動向

ハード中心からソフト中心のセクターまで、6セクターをピックアップして、日米中の主要市場のマーケット・マルチプル定点観測データを提供します。

M&Aは企業の成長戦略を実現していく上で重要なツールであり、日本企業による国内M&A、クロスボーダーM&Aは共に増加を続けています。

自社の属するセクターのみならず、近年加速するクロスセクターのM&Aに関する参考情報としてもお役にください。

EV/EBITDA倍率：
EV（企業価値）がEBITDA（利払前税引前償却前利益）の何倍かを示す指標
※本分析では、EVを時価総額+有利子負債総額で算出。EBITDAは直近12か月の値。

アメリカ	Exxon Mobil / AT&T / Verizon Communications / Chevron / NextEra Energy		PetroChina / China Petroleum & Chemical / China Yangtze Power / China Shenhua Energy / China United Network Communications	
	Intel / The Boeing / NVIDIA / United Technologies / Honeywell		Anhui Conch Cement / China State Construction Engineering / CRRC / Wanhua Chemical Group / Sany Heavy Industry	
	General Motors / Ford Motor / Aptiv / D.R. Horton / Garmin		Midea Group / Gree Electric Appliances / SAIC Motor / Haier Smart Home / BYD	
	Walmart / The Procter & Gamble / The Home Depot / The Coca-Cola / PepsiCo		Kweichow Moutai / Wuliangye Yibin / Foshan Haitian Flavouring & Food / Muyuan Foods / Inner Mongolia Yili Industrial Group	
	Microsoft / Alphabet / Amazon.com / Facebook / Visa		360 Security Technology / iFLYTEK / Yonyou Network Technology / Hundsun Technologies / Aisino	
中国	Johnson & Johnson / UnitedHealth Group / Merck & Co / Pfizer / Abbott Laboratories		Jiangsu Hengrui Medicine / WuXi AppTec / Aier Eye Hospital Group / Yunnan Baiyao Group / Changchun High & New Technology Industry (Group)	

● 算出方法：日米中の代表的な株価指数（JPX日経400:S&P500:CSI300）の構成銘柄について、GICS（世界産業分類基準）をもとにKPMGで定義した6セクター「エナジー・公益事業・通信」、「素材・資本財」、「自動車・耐久消費財」、「消費財・小売」、「IT・インターネット」、「医薬・ヘルスケア」に分類し、経年のEV/EBITDA倍率をチャート化しています。

● データ出所：Capital IQ、Bloomberg

Publications & Reports

出版物紹介



実践CVC 戦略策定から設立・投資評価まで



本書は米国・日本の最先端CVC事例を紹介しながら、CVC運営全般を通して必要となる実践手法をKPMGのCVC支援実績を踏まえて、設立から、運営管理、そして出口戦略に至る一連のプロセスを一気通貫で解説しています。

編著者：株式会社 KPMG FAS
出版社：中央経済社
発行日：2018年10月5日刊
体裁：252ページ
定価：2,800円(税抜)



M&Aがわかる



本書は、M&A案件の組成から、デューデリジェンス、バリュエーション、契約、クローージング、PMIにいたる一連の流れを概説するとともに、そうしたプロセスの各段階において鍵となる論点に焦点を当てて詳述する形式をとり、わかりやすく解説しています。

著者：知野 雅彦、岡田 光
出版社：日本経済新聞出版社 日経文庫
発行日：2018年6月刊
定価：1,000円(税別)

★ その他 おすすめの書籍と注目のレポート ★



KPMG FAS 書籍

出版物のさらに詳しい情報につきましては、KPMG ホームページをご覧ください。

【🖨️：home.kpmg/jp/publication】

ご注文の際は、直接出版社までお問い合わせください。

New 続・事業再編とバイアウト

- ASEAN企業地図第2版
- 続・事業再生とバイアウト
- ROIC経営 稼ぐ力の創造と戦略的対話
- 実践 企業・事業再生ハンドブック
- 図解でわかる 企業価値評価のすべて

中央経済社(2019年11月刊行)

翔泳社(2019年1月刊行)

中央経済社(2018年11月刊行)

日本経済新聞出版社(2018年6月刊行)

日本経済新聞出版社(2015年4月刊行)

日本実業出版社(2011年4月刊行)



KPMG 調査レポート

レポートを入手希望の方は、KPMG ホームページをご覧ください。KPMG FAS宛にお問い合わせください。

【🖨️：home.kpmg/jp】

【✉️：fasmktg@jp.kpmg.com】

- 2019グローバルCEOサーベイより機動的に、レジリエンス経営へ 日本語版(2019年7月発行)
- グローバル・オートモーティブ・エグゼクティブ・サーベイ2019 日本語版(2019年7月発行)
- 日系化学メーカーにとっての新たなM&Aの潮流 日本語版(2019年5月発行)
- Me, my life, my wallet 第2号(グローバル消費者・行動調査レポート) 日本語版(2019年4月発行)
- インダストリー4.0に対する取組みの現状 ~ビジネスリーダーの皆様へ~ 日本語版(2019年3月発行)
- 第2回KPMG自動運転車対応指数について 日本語版(2019年2月発行)

代表取締役パートナー

	知野 雅彦	masahiko.chino@jp.kpmg.com
	岡田 光	hikaru.okada@jp.kpmg.com
	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com

サービスライン

コーポレートファイナンス	田中 恒一郎	koichiro.tanaka@jp.kpmg.com
PMI アドバイザリー	中尾 哲也	tetsuya.nakao@jp.kpmg.com
リストラクチャリング	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
ストラテジー	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
ディールストラテジー	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
トランザクション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
フォレンジック	高岡 俊文	toshifumi.takaoka@jp.kpmg.com

セクター担当

自動車・自動車部品	井口 耕一	koichi.iguchi@jp.kpmg.com
化学	眞野 薫	kaoru.mano@jp.kpmg.com
ビジネスサービス	南谷 有紀	yuki.minamiya@jp.kpmg.com
消費財・リテール	中村 吉伸	yoshinobu.nakamura@jp.kpmg.com
エネルギー	宮本 常雄	tsuneo.miyamoto@jp.kpmg.com
金融サービス	加藤 健一郎	kenichiro.kato@jp.kpmg.com
製造業	松下 修	osamu.matsushita@jp.kpmg.com
	岡本 准	jun.okamoto@jp.kpmg.com
ヘルスケア・ライフサイエンス	阿久根 直智	naotomo.akune@jp.kpmg.com
ホテル・レジャー	栗原 隆	takashi.t.kurihara@jp.kpmg.com
不動産・インフラ	加藤 淳哉	junya.kato@jp.kpmg.com
テレコム・メディア・テクノロジー	森谷 健	takeshi.moriya@jp.kpmg.com
プライベート・エクイティ	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com

注力分野担当

コーポレートベンチャーキャピタル	岡本 准	jun.okamoto@jp.kpmg.com
ビジネスロジック&テクノロジー	伊藤 久博	hisahiro.ito@jp.kpmg.com
デジタルトランスフォーメーション	ポール・フォード	paul.ford@jp.kpmg.com
地方創生	阿部 薫	kaoru.abe@jp.kpmg.com
海外事業バリューアップ	吉野 真一	shinichiyoshino1@kpmg.com

KPMG FAS Newsletter Driver 06

Information

次号予告

 次号は2020年6月発行予定です。(年3回発行)

最新号、バックナンバーは
KPMGのホームページよりご覧になれます。

 home.kpmg/jp/driver

本ニュースレター送付のお申込み・変更・停止につきましては、
以下にご連絡ください。

 fasmktg@jp.kpmg.com

※乱丁落丁の場合はお取り替えいたします。

発行日：2020年2月

発行所：株式会社 KPMG FAS

東京事務所
〒100-0004
東京都千代田区大手町1丁目9番5号
大手町フィナンシャルシティ ノースタワー
TEL：03-3548-5770

大阪事務所
〒541-0048
大阪府大阪市中央区瓦町3丁目6番5号
銀泉備後町ビル
TEL：06-6222-2330

名古屋事務所
〒450-6426
愛知県名古屋市中村区名駅3丁目28番12号
大名古屋ビルヂング
TEL：052-589-0520

福岡事務所
〒810-0001
福岡県福岡市中央区天神1丁目12番14号
紙与渡辺ビル
TEL：092-741-9904

home.kpmg/jp/fas

発行

株式会社 KPMG FAS

〒100-0004

東京都千代田区大手町1丁目9番5号

大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

TEL：03-3548-5770

home.kpmg/jp/fas

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供しよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2020 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative (“KPMG International”), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.