

Deloitte.



デロイトJSGセミナー2019 2nd

タイの投資環境を踏まえた戦略的M&Aの実践

Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Co., Ltd

Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Advisory Co., Ltd

Deloitte Consulting Southeast Asia

2019年11月15日

2019年11月22日

依然、タイ国は有望な投資国であり、現地側を巻き込んだ戦略的M&Aの実施が経営目標達成のための一つの手段になり得る

セミナーの目的

1

タイ国が投資有望国であることの再認識

2

戦略的にM&Aを実施する重要性の理解

3

M&Aで現地側の協力が不可欠な理由の認識

経営目標達成
のための一助

本日のアジェンダ

M&A実行の意義	4
----------	---

東南アジアのM&A動向	10
-------------	----

東南アジアのM&Aの困難性	17
---------------	----

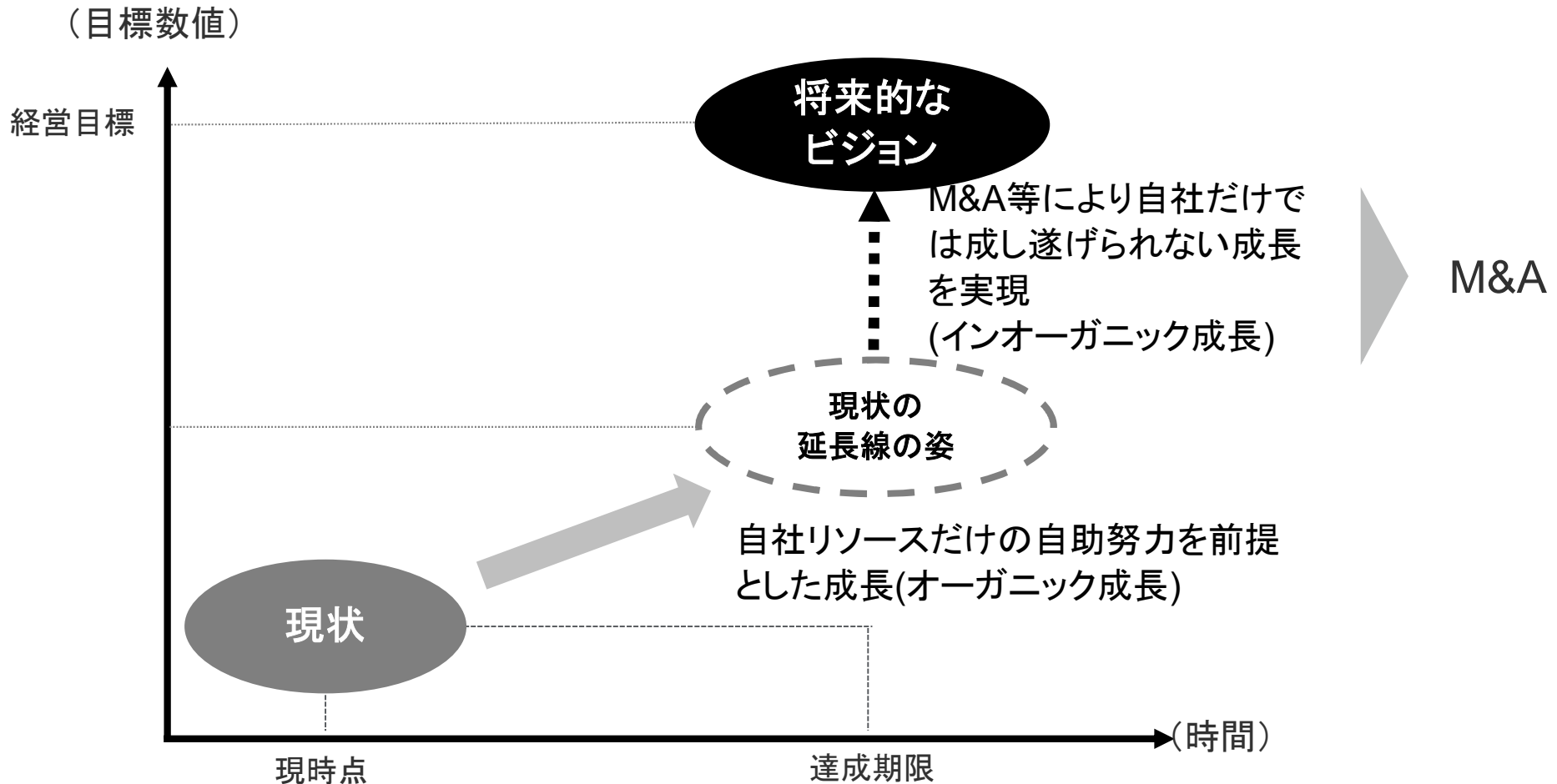
タイ国の投資環境	35
----------	----

戦略的M&Aの実践	44
-----------	----

M&A実行の意義

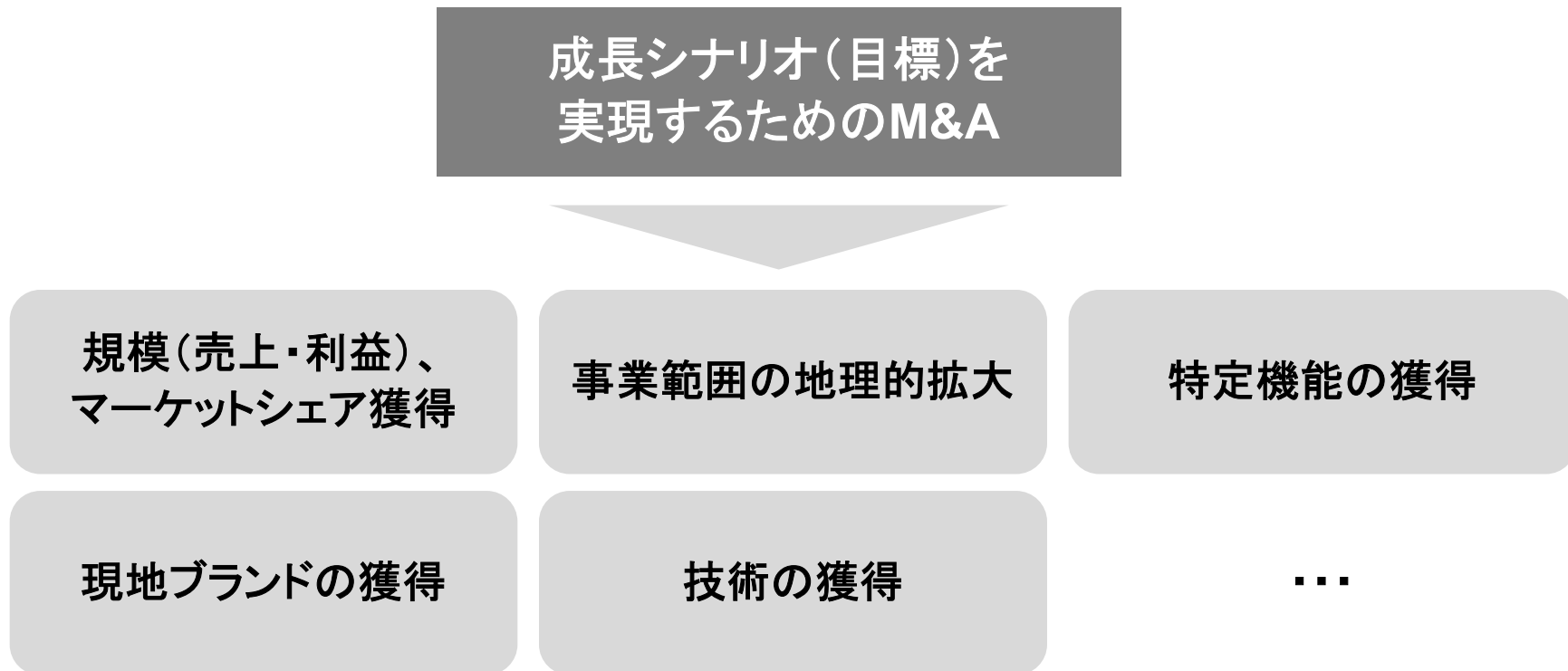
M&Aは自社単独では成し遂げることが難しい経営目標を達成するための一つの有効的な手段

オーガニック成長と非連続的な成長



M&Aにおいては、「何の獲得(強化)の為のM&Aか」という点を繰り返し問う

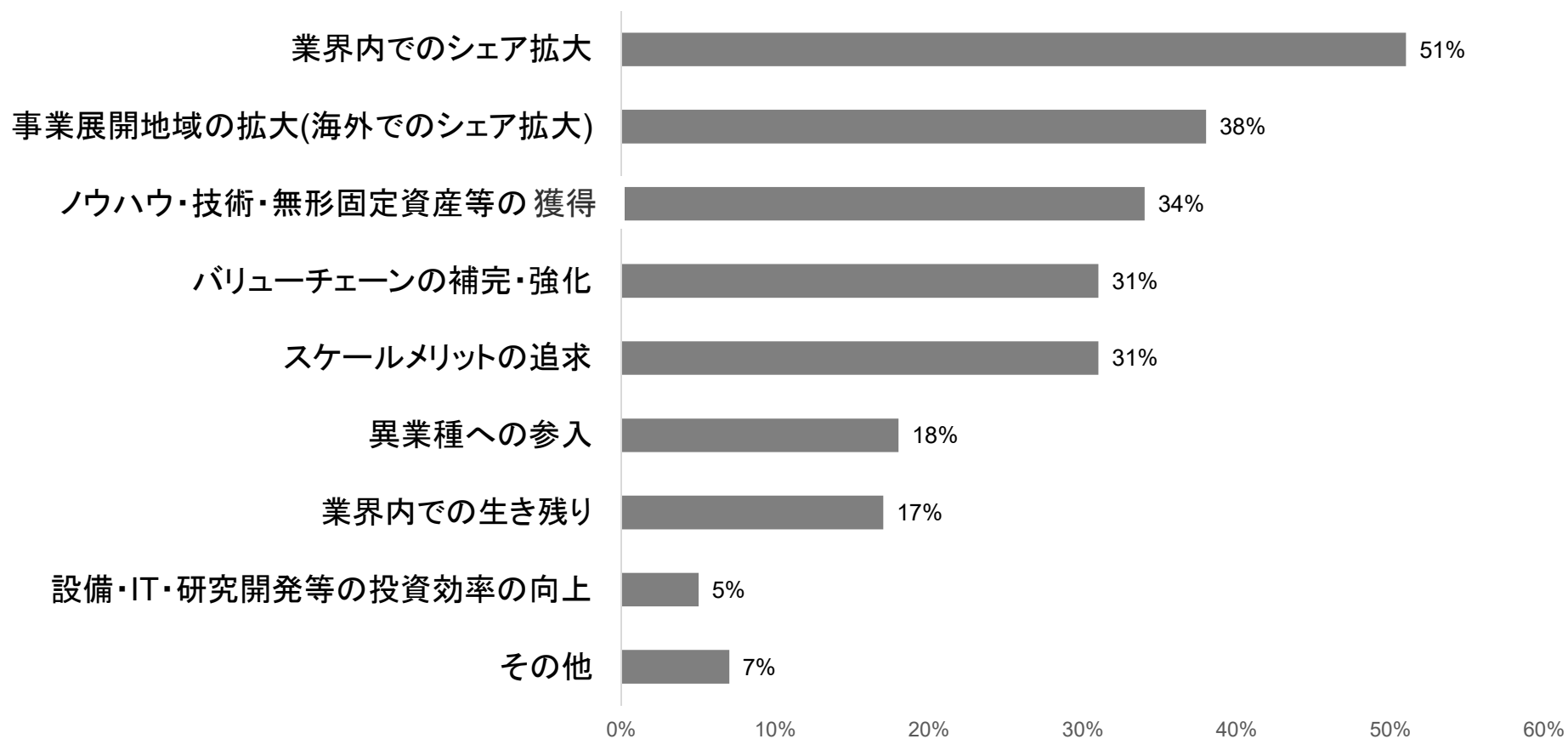
M&Aの目的



業界内のシェア拡大や海外展開においてM&Aが用いられる

M&A実施目的

Q. 今後、戦略を実現する方法としてM&Aを活用する目的は何ですか？（複数回答）

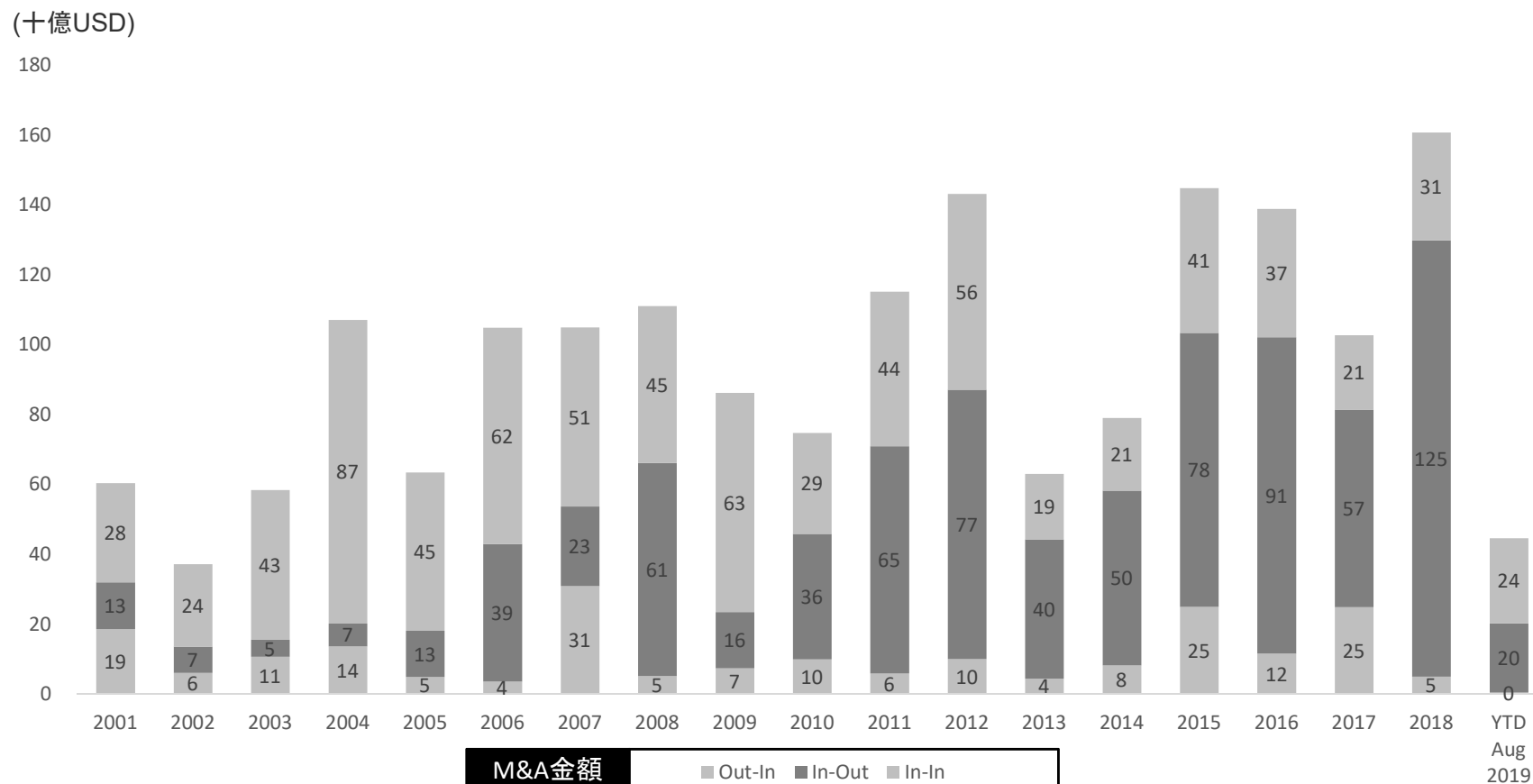


出所: DTTグループ、M&Aサーベイ

東南アジアにおけるM&A動向

日系企業に関するM&A金額は2018年に最大となっているが、年によってバラつきが大きい

日系企業が関連する全M&A金額推移



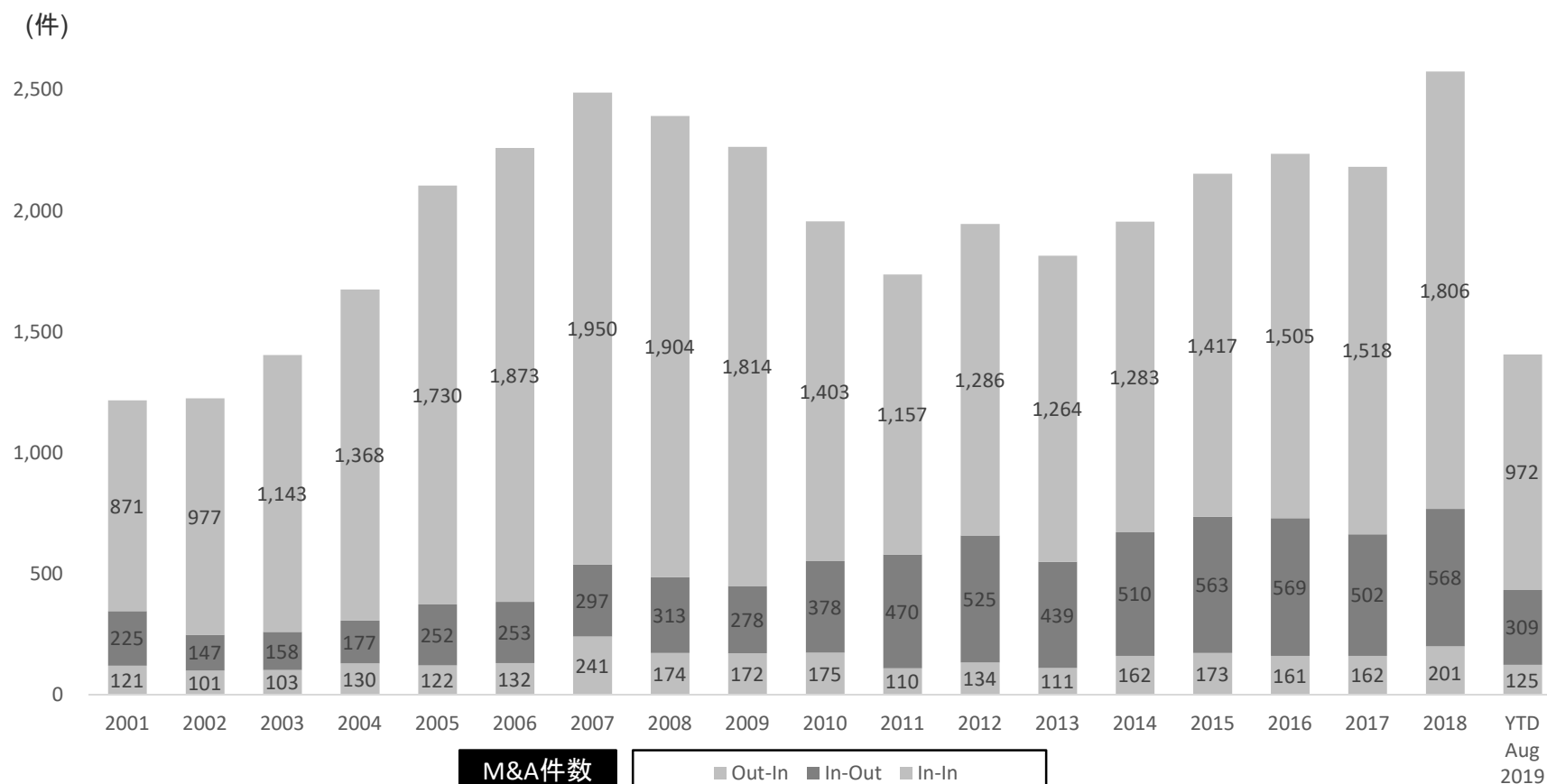
※ In-In : 国内案件、In-Out : 日系企業による対外投資、Out-In : 外国企業による対日投資

※ Excluding if acquirer's ultimate parent nation is "Unknown"、金額は公表案件ベース

出所: Thomson One

2014年以降は国内企業同士のM&A案件が回復基調にある。かつ、海外企業に対するIn-Out M&Aは安定的に増加傾向

日系企業が関連する全M&A件数推移



※ In-In : 国内案件、In-Out : 日系企業による対外投資、Out-In : 外国企業による対日投資

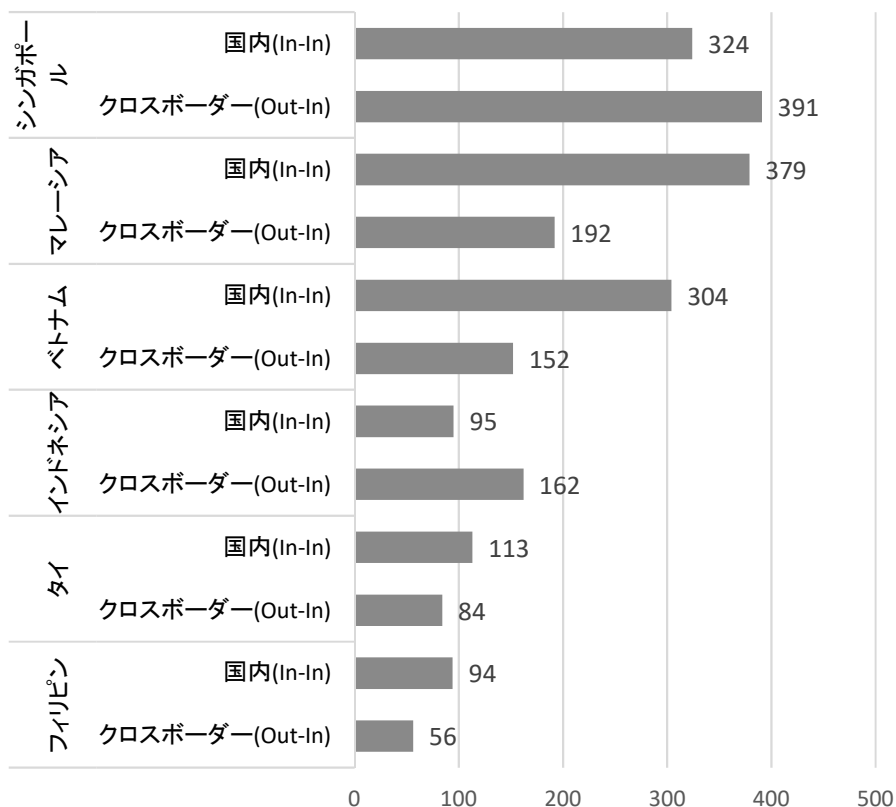
※ Excluding if acquirer's ultimate parent nation is "Unknown"

出所 : Thomson One

日本は東南アジアにおいて最も多くの案件の買い手

東南アジアにおけるクロスボーダーM&A

Out-In / In-In完了案件数 (2017Jan-2019Aug)



Investor所在国別の東南アジアM&A件数 (Out-In)

上段:完了案件 下段:うわさ等 含む	2014	2015	2016	2017	2018	YTD Aug 2018	合計(件)
日本	106	108	101	96	95	67	573
シンガポール	141	148	142	148	151	120	850
米国	51	53	63	55	59	24	305
中国	62	74	84	83	78	42	423
香港	52	41	35	41	62	26	257
マレーシア	64	49	48	57	88	41	347
オーストラリア	24	28	49	44	28	8	181
韓国	28	42	68	80	68	27	313
英国	26	32	28	31	26	10	153
その他	38	42	41	60	47	33	261
その他	29	32	26	32	23	7	149
その他	53	46	34	48	34	17	232
その他	26	18	14	18	20	7	103
その他	46	32	33	30	35	19	195
その他	13	20	20	19	21	16	109
その他	19	25	31	28	32	27	162
その他	18	11	24	16	18	5	92
その他	33	14	28	17	32	9	133

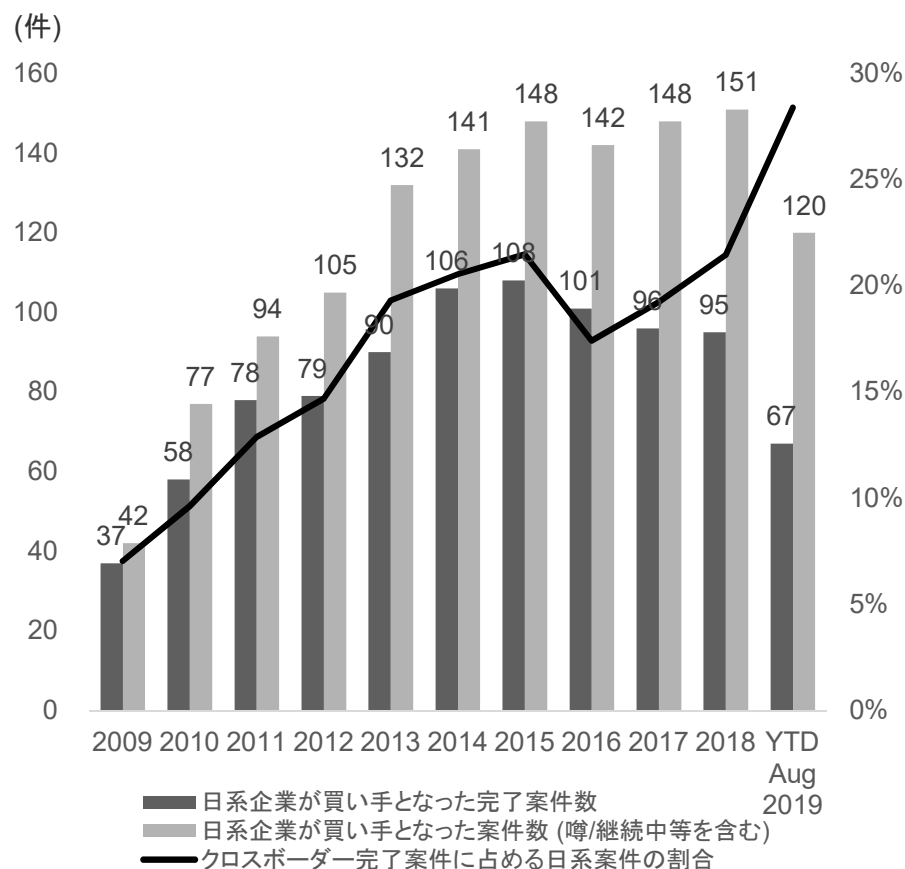
出所: Thomson One

日系企業による東南アジアのM&A“成立”件数は2015年をピークに減少しているものの、潜在的な検討案件自体は継続して増加

日系企業による東南アジアM&Aの状況

各地域におけるEBITDA倍率

日系企業による東南アジアM&A取引数推移



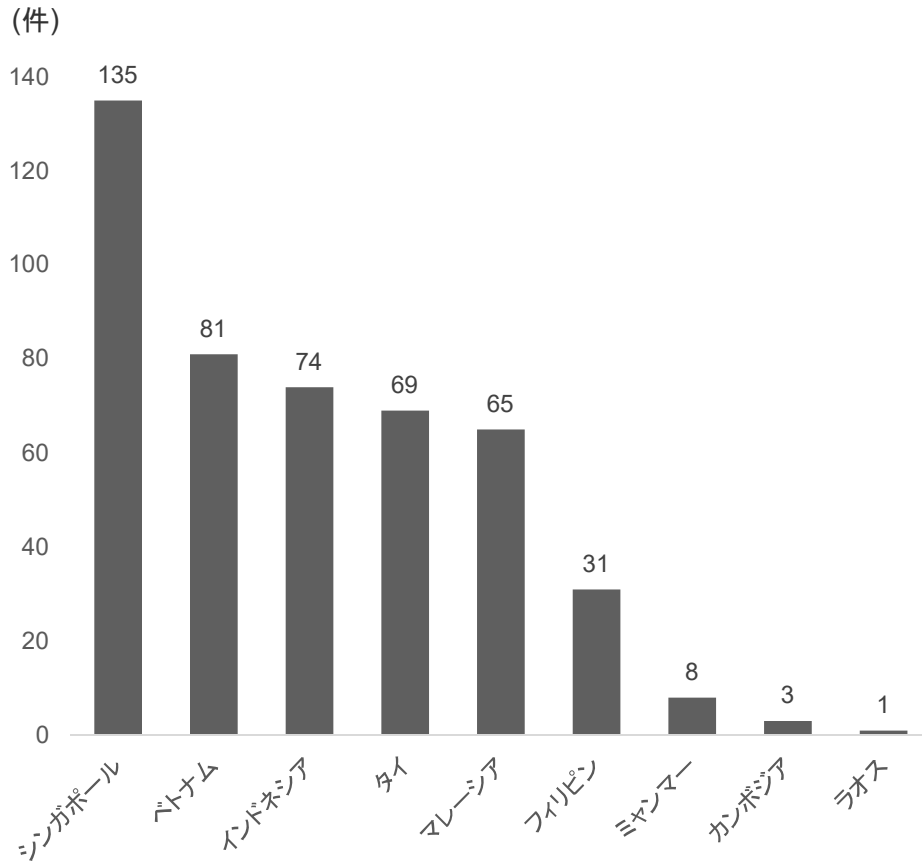
業種	タイ 事業価値 /EBITDA	SEA 事業価値 /EBITDA	日本 事業価値 /EBITDA
Consumer Products and Services	15.6x	15.6x	7.3x
Consumer Staples	43.8x	17.1x	9.7x
Energy and Power	9.6x	10.1x	7.3x
Financials	27.0x	23.3x	13.6x
Healthcare	23.0x	22.6x	8.9x
High Technology	12.5x	12.1x	9.1x
Industrials	17.2x	12.5x	5.2x
Materials	8.4x	9.4x	5.8x
Media and Entertainment	14.2x	14.5x	9.8x
Real Estate	11.2x	22.4x	11.8x
Retail	25.1x	24.9x	10.0x
Telecommunications	36.9x	31.1x	6.0x

※2016年1月から2019年8月時点までの事業価値公表案件分を集計。

出所: Thomson One

日系企業ではシンガポールが最も投資件数が多く、タイ国は4番目で素材、製造、日用品の業界におけるM&A比率が高い

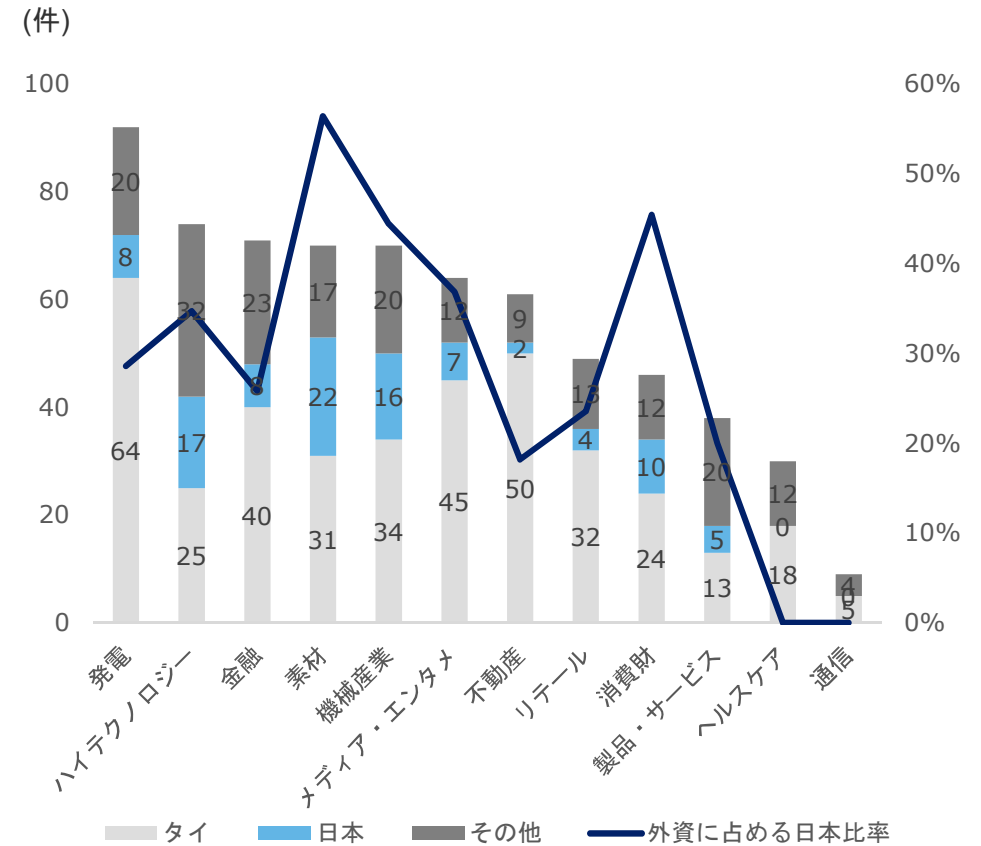
日系企業によるM&A対象企業所在国別



※: 2015年1月-2019年5月

出所: Thomson One

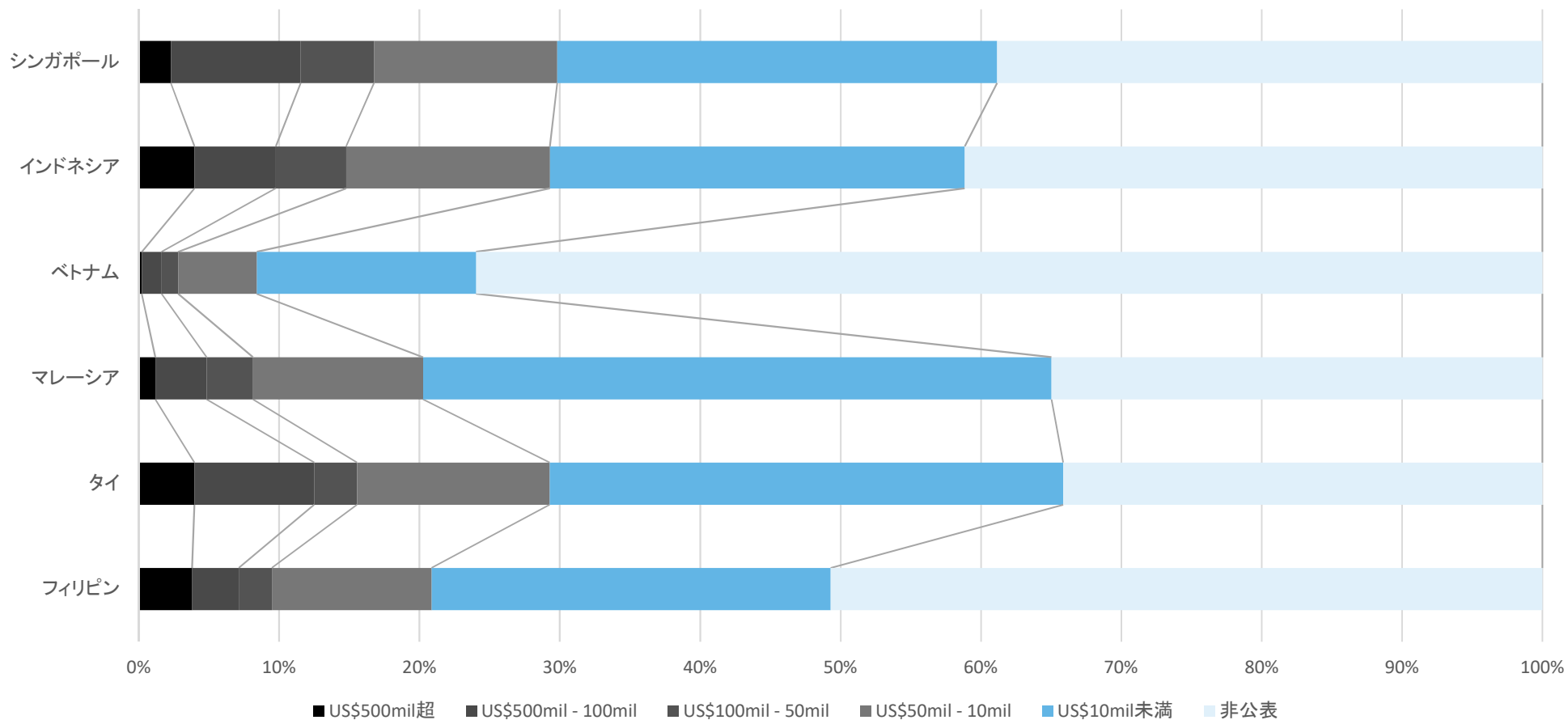
タイにおけるM&A業種



※: 2014年1月-2019年8月

タイ国は金額非開示の小規模案件やUS\$10mil以下で7割以上を占めている

東南アジアM&Aにおけるディールサイズ



※: 2016年1月-2019年8月に公表され、かつ完了している案件数合計を分析対象としている

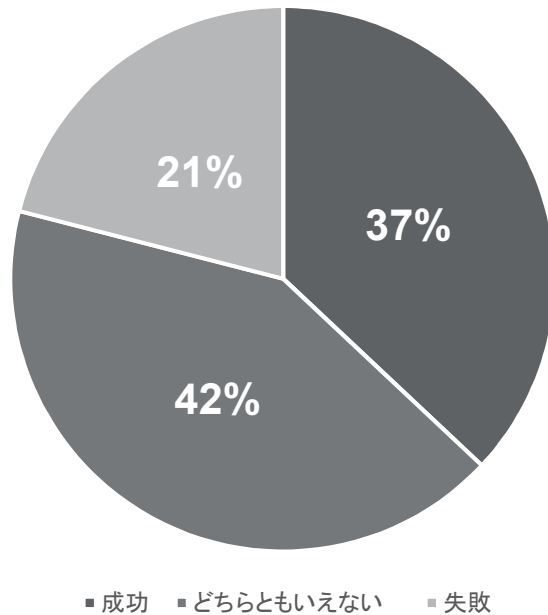
出所: Thomson One

東南アジアのM&Aの困難性

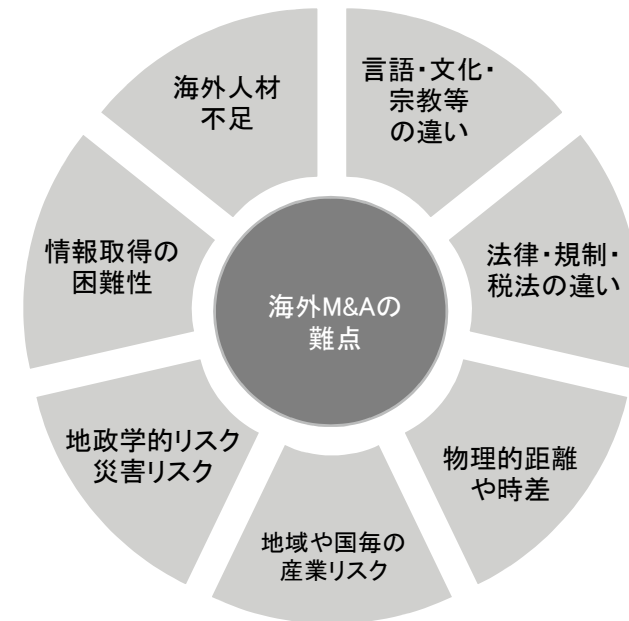
日系企業による海外M&A成功率は37%、依然として課題が残る。東南アジア諸国へのM&Aは更に複雑性が高い

東南アジアにおけるM&Aの困難性

日系企業による海外M&Aの成功率(*)



海外M&Aの困難性

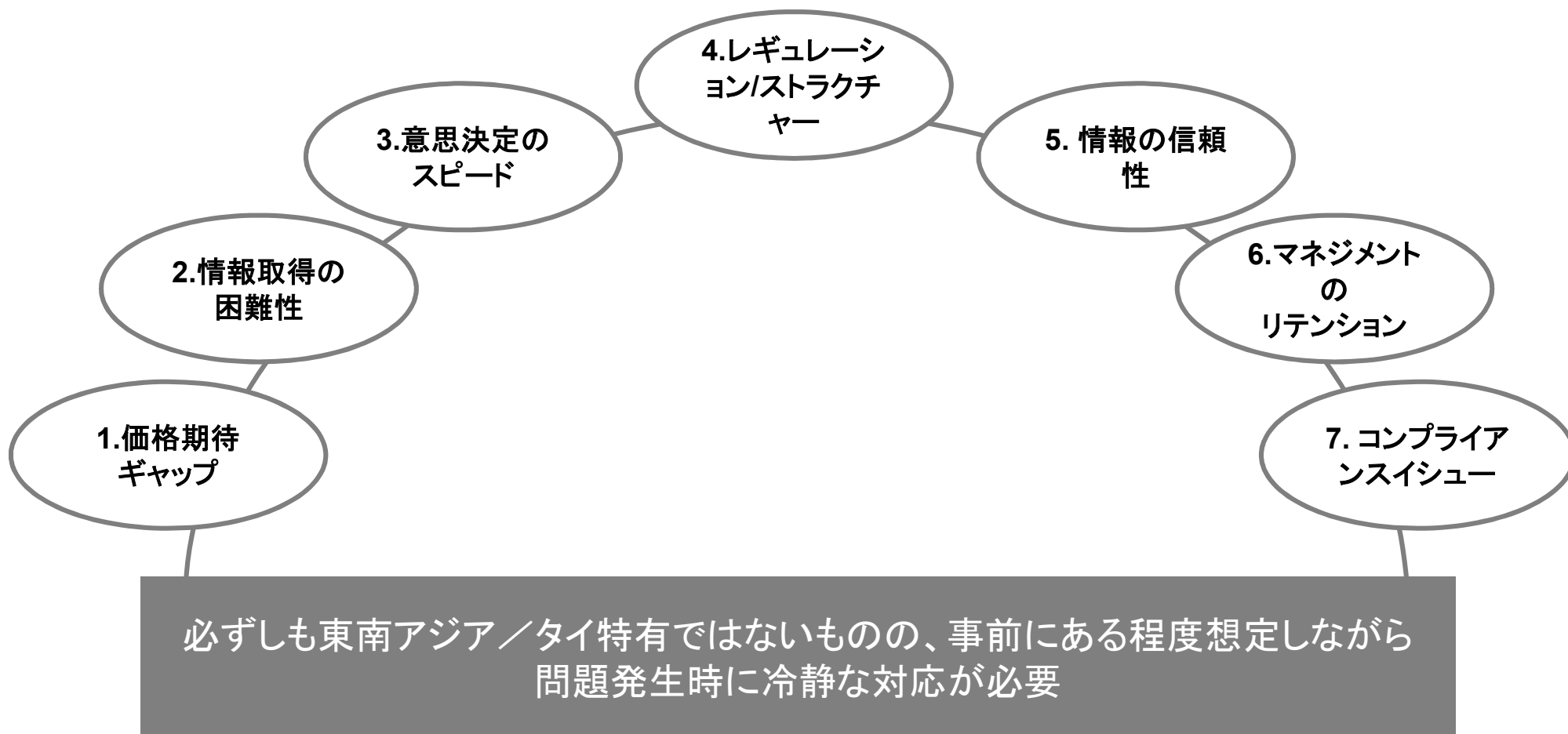


(*)本調査では「M&Aを実行する際に設定していた目標を何割達成できたか」について質問を行い、8割超達成した企業を「成功」、5割未満の企業を「失敗」と定義

出所: DTTグループ、M&Aサーベイ

東南アジア／タイのM&A案件は日本企業が一般的に想定するM&Aの進め方・時間軸等と異なる点が多くあり、論点を整理して冷静に対応

東南アジア／タイにおける代表的なイシュー



タイのM&A案件では、国内や欧米の案件と比較して、取引価格が高くなる(=評価結果が高くなる)傾向がある

代表的な 이슈①価格期待ギャップ

1. 価格期待ギャップ

- 高成長マーケットゆえに価格に対して高い期待感
 - 全世界がM&A機会を模索しているため、売り手は自ら”売り手市場”であることを認識
- 事業計画が開示されないケースもあり(EBITDA倍率のみを重要視する売り手も存在)
- 必ずしも急いで売却する意向がないケース(いい提案があれば売却)が多い
(ご参考)東南アジア地域によくある売却案件
 - ✓ 後継者問題
 - ✓ 他事業に集中するため(複数事業運営者)
 - ✓ リージョナル展開のための助力要請
 - ✓ マーケット的に高い売却価格が期待できる

想定対応策

- 価値評価において想定されうるシナジーを網羅的に検討し定量化
- アーンアウトスキーム、一部買収、価格調整等の検討
- (売り手がマネジメントに残る場合)価格以外でもたらずことのできるバリューを訴求
- 同時に、非現実的な期待価格の案件は諦めることも肝要

デスクトップリサーチの限界を知り、できるだけ早期に面談を実施し、その後情報開示を受けるというマインドで臨む

代表的な 이슈②情報取得の困難性

2. 情報取得の困難性

- 一般的に東南アジアでは未上場企業の財務情報・株主情報等の基礎情報の取得が困難
 - 国によって、例えばタイでは非上場会社であっても監査が義務付けられており、簡易的な情報であれば取得可能
 - 一方、市場において一定の規模感を有するものの、公式ホームページすら存在しない会社も存在する(大多数の案件となる非公開会社の情報取得は非常に困難)
- 現地企業も情報開示に慎重なケースが多い
 - 企業又は事業の売却意思に関する情報は極めて重要な機密情報にあたり、顧客情報などをはじめとする営業情報や詳細財務情報についても対象企業または売主は初期段階で自らの存在を含め多くの情報を提供することを嫌う(まずは面談をした後で情報開示、というケースも多い)

想定対応策

- デスクトップリサーチの限界を知り、限定情報のみでアプローチ先を絞り込み、直接アプローチによる情報収集も検討する(その際、外部アドバイザーを経由して社名を出さないアプローチも検討余地あり)
- できるだけ早期に面談を実施し、その後情報開示を受けるというマインドで臨む
- 外部調査業者の活用(専門家へのインタビューやフィールドワークによる情報収集)検討

意思決定者同士による早期の面談実施により信頼関係を作ることを心掛ける

代表的な 이슈③意思決定のスピード

3. 意思決定のスピード

- 意思決定者との迅速な対話・取引を好む
 - 買い手側の迅速な行動をもって真剣度を計ることが多く、また短期間に複数のオファーが来ていることも多いため、迅速な行動が重要
 - 東南アジアでは売り手は潜在的な買い手からのオファーに対して非常にオープンである一方、まずは面談をして双方win-winな議論ができるか、また、ケミストリーが合うかを確認することを好む
 - 一般的な表敬挨拶・表敬訪問はあまり歓迎されない
- 上場企業であっても中小オーナー企業であっても上記は不変

想定対応策

- 意思決定者同士による早期の面談実施により信頼関係を作ることを心掛ける
- 仮に意思決定者がミーティングに出られない場合にも、事前に議題を想定し、権限を委譲しておく
- ミーティングアジェンダを明確にし、初対面であってもそこから交渉が始まるという前提で臨むことが重要

早期に専門家(法務、税務)を入れて最新の情報を仕入れ、ストラクチャーを検討することが重要

代表的な 이슈④レギュレーション / ストラクチャー

4. レギュレーション / ストラクチャー

- 各国において外資規制が異なり、また頻繁にアップデートされる
- 各国において利用可能なストラクチャー(企業結合の手法やノミニースキームのリスク程度)が異なる
- 法令の解釈において当局の裁量が多い
- 土地保有可否なども要注意(例えば、タイにおいては一定の場合を除き土地取得は「外国人(法人含む)」には認められない。但し、土地局、更には担当官の裁量に委ねられている部分も多く要注意)

想定対応策

- 早期に専門家(法務、税務)を入れて最新の情報を仕入れ、ストラクチャーを検討

ローカル言語に対応できる専門家を活用し、可能な限りリスクを洗い出す

代表的な 이슈⑤情報の信頼性

5. 情報の信頼性

■ 財務諸表の信頼性が低い可能性

- 複数帳簿リスク(東南アジアでは対象会社がシンガポールにある、ないしは上場している、などの一部を除き多くのM&A事例で二重帳簿が存在するケースが見受けられる)
- 手作業での作成のためのミス、情報の不足
- ローカル監査法人の監査クオリティーの問題
- ローカル会計基準
- 未計上債務(退職給付引当金が未計上など)

想定対応策

- まずはデューデリジェンスでしっかりと実態把握(紙ベースでしか資料が存在しないため、Virtual Data RoomではなくPhysical Data Roomでの対応にならざるを得ないケースも多い)
- 複数帳簿の事例については適宜バリュエーションへの反映や、税務リスクを遮断するための契約書への織り込み、ディールストラクチャーの反映を検討

日本から適切なマネジメント人材を投入し、良好な関係を築くとともに早期に組織の力に落とし込む

代表的なイシュー⑥マネジメントのリテンション

6. マネジメントのリテンション

- 東南アジアのディールの殆どのM&Aにおいて対象会社はオーナー系であり、オーナーが経営に巨大な影響を有しており、次世代が育っていないケースが多い
- 取引後一定(3年-5年程度)期間の継続関与を依頼するケースが多いが、大金を手にしてモチベーションが下がるリスクや、意見が合わない場合に辞めてしまうリスクあり

想定対応策

- リテンションプランの提示(様々な個人便益を求めてくる可能性もあり)
- オーナーにやりがいを感じられる条件を提示(ex.東南アジア域内での地域拡大責任者)
- オーナーに一定期間株式を保有させる
- アーンアウトスキーム(一定の経営目標達成により買収価格が上がる)によりオーナーが継続して貢献するようインセンティブを効かせる
- 日本から適切なマネジメント人材を投入し、良好な関係を築くとともに早期に組織の力に落とし込む(将来的にオーナーが抜けるという事態にも対応できるように)

即改善すべきもの、段階を置いて改善すべきものを見極めた上で解決策をさぐる

代表的な 이슈⑦コンプライアンス 이슈

7. コンプライアンス 이슈

- オーナーによる会社の私物化(経費の流用、自家用車、自宅の会社資産計上)や、取引先(オーナーのファミリー企業等)との不透明な取引
- 必要ライセンスの未取得、契約関係の書面化未了、レギュレーションの変更(強化)に未対応
- 不正、贈賄リスク

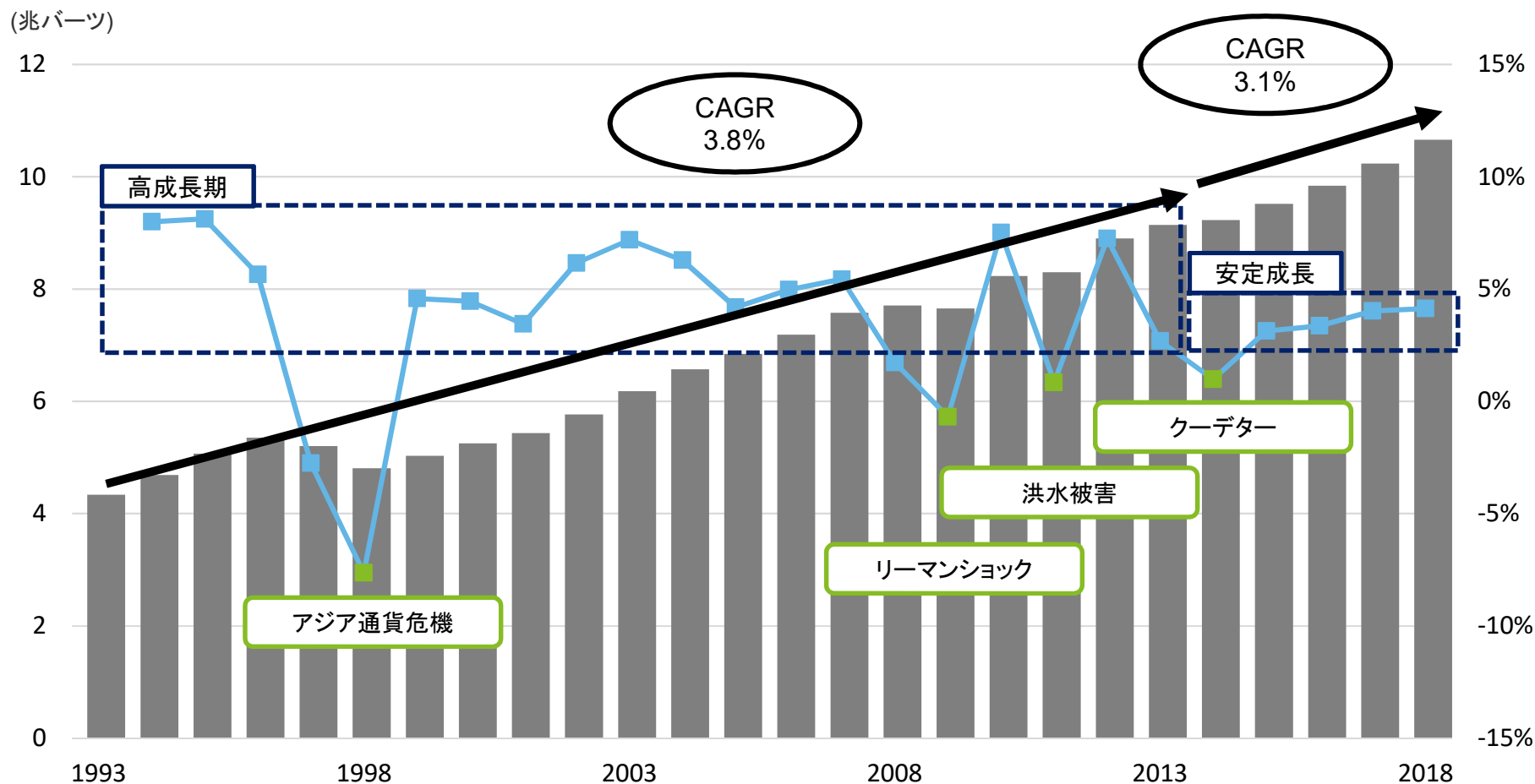
想定対応策

- 即改善すべきもの、段階を置いて改善すべきものを見極めた上で解決策をさぐる
- DD段階または取引成立後すぐに、不正に関する調査を実施(前向きなM&Aに水を差すような側面はあるものの、事後的に発見された場合は想像以上に多大な影響を与える)
- 買収後のPost Merger Integrationにおける社内体制の整備

タイ国の投資環境

タイ国はイレギュラーな出来事を除き、年平均3.7%程度の成長を達成しており、過去数年間も安定的に成長

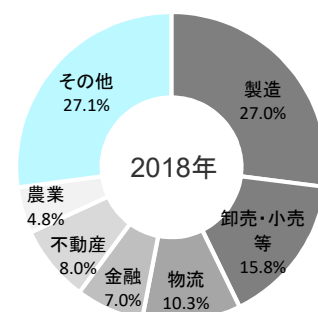
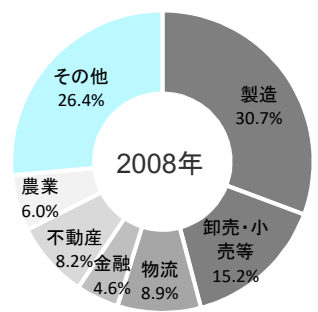
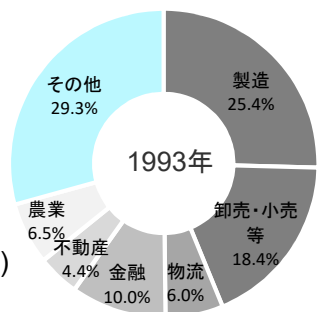
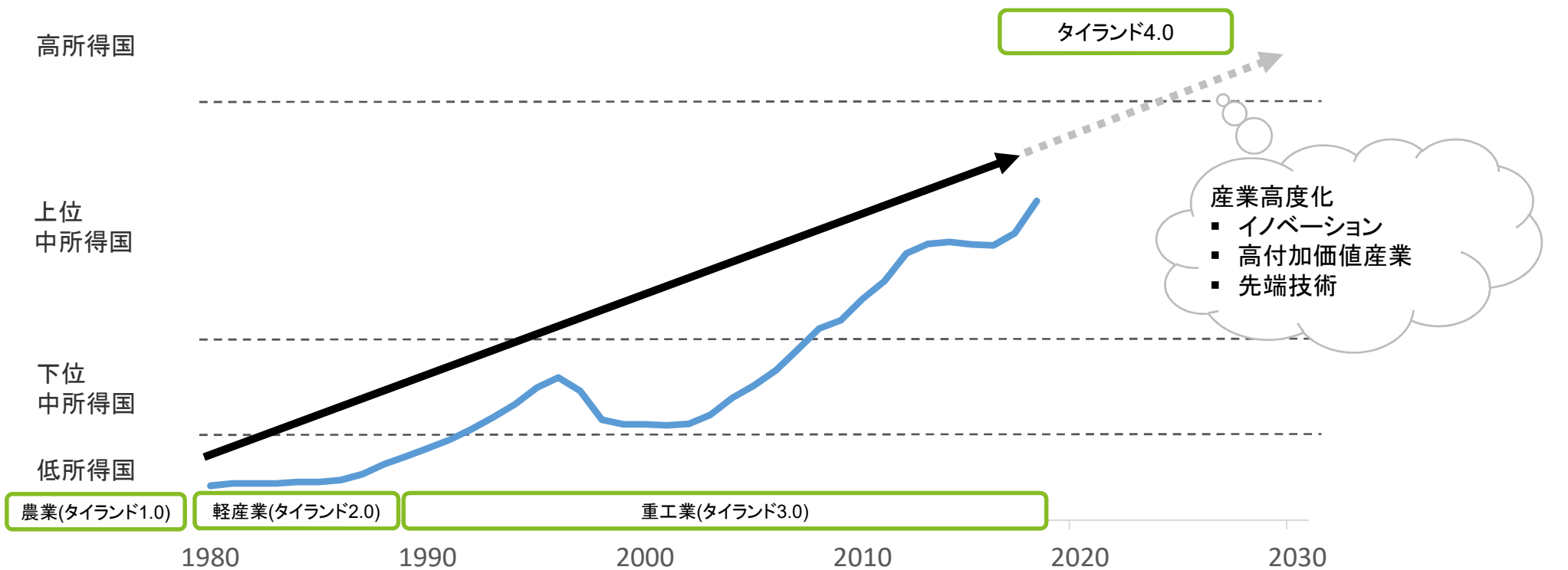
タイ国の実質GDPと成長率の推移



出所: NESDC (Office of The National Economic and Social Development Council)

依然として、重工業中心ではあるが高付加価値への転換を志向

一人当たりGNI*の推移



順位	国名	一人当たりGNI
11	Singapore	58,770 USD
21	Japan	41,340 USD
67	Malaysia	10,460 USD
87	Thailand	6,610 USD
120	Indonesia	3,840 USD
121	Philippines	3,830 USD
139	Vietnam	2,400 USD

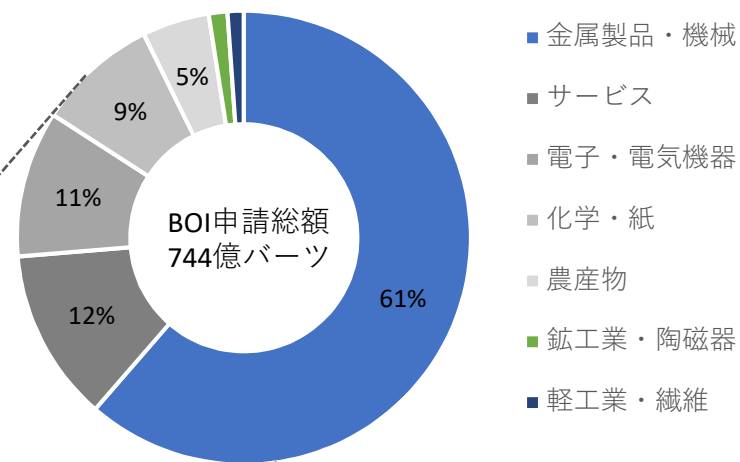
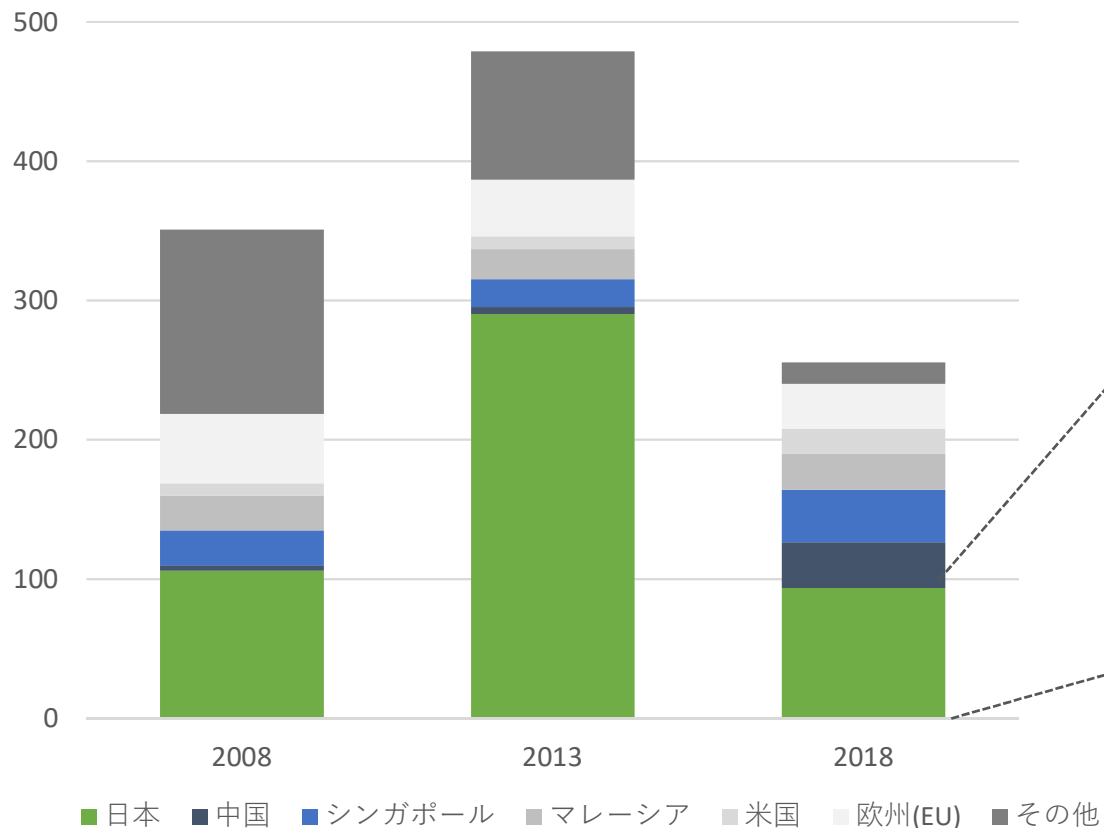
*: 国民総所得(Gross National Income)

出所: Macrotrends LLC, The Board of Investment of Thailand

タイ国に対する直接投資は中国の存在感が増しつつあるが、引き続き日本が最大の投資国

タイ国への直接投資額

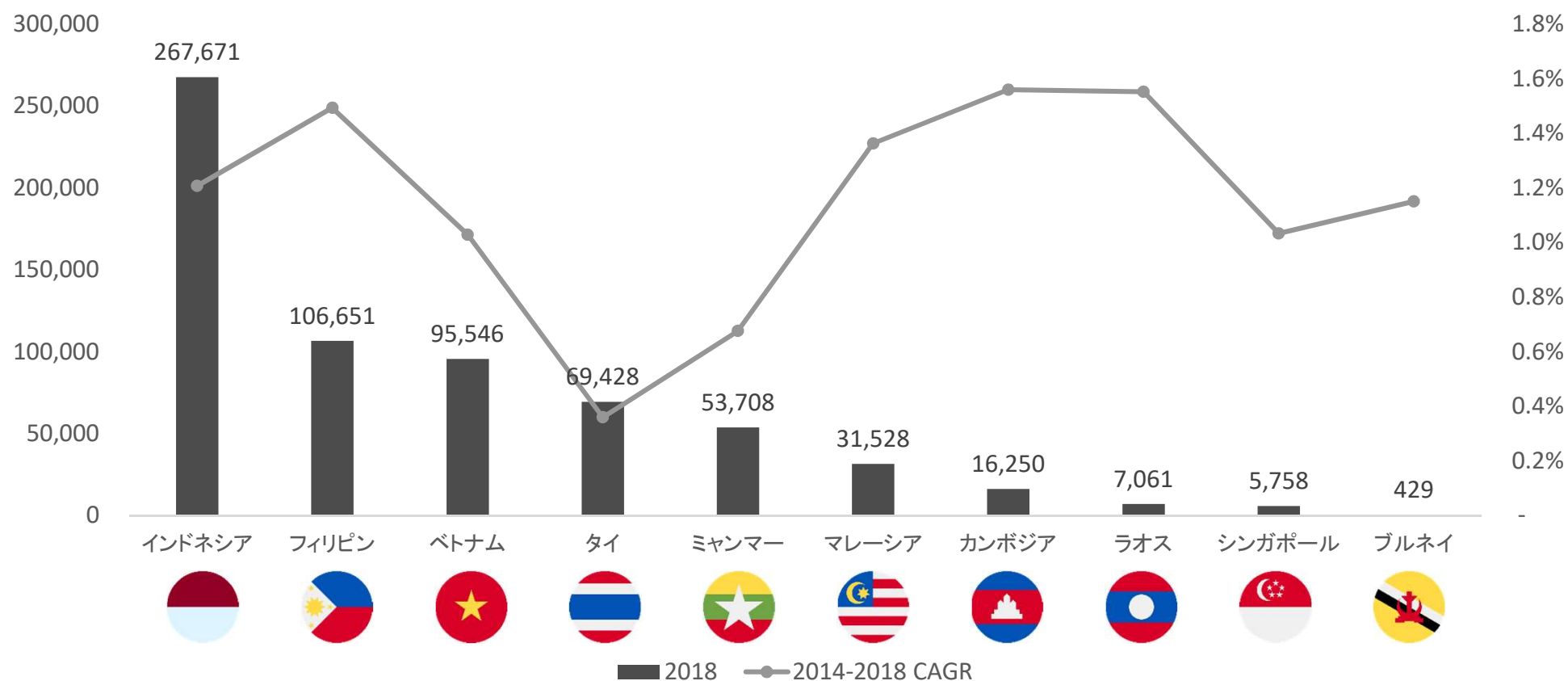
(十億バーツ)



出所: The Board of Investment of Thailand

タイ国はASEAN諸国の中で人口の成長率が低い

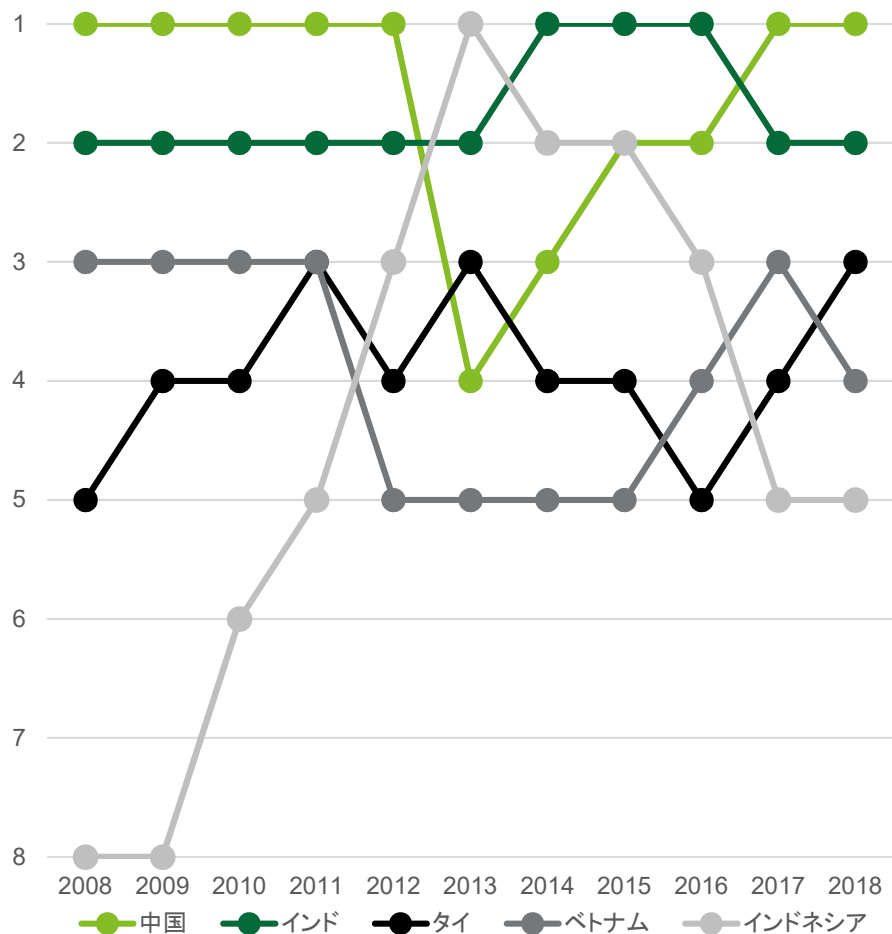
ASEANにおける人口比較(2018年・加盟10ヶ国)



出所: United Nations

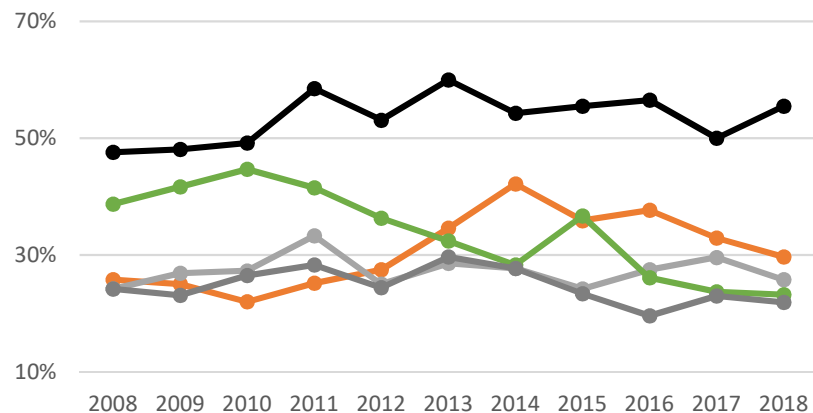
自社戦略の方向性でタイ国をどのように位置付け不足するピースを事前に検討しておく

中期的な有望国ランキング

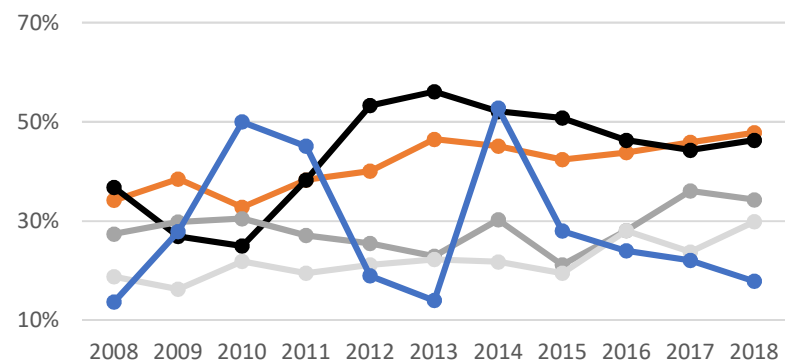


出所:国際協力銀行

有望の理由(上段)／課題の詳細(下段)



- 現地市場の今後の成長性
- 現地市場の現状規模
- 第三国輸出拠点として
- 安価な労働力
- 現地のインフラが整備されている

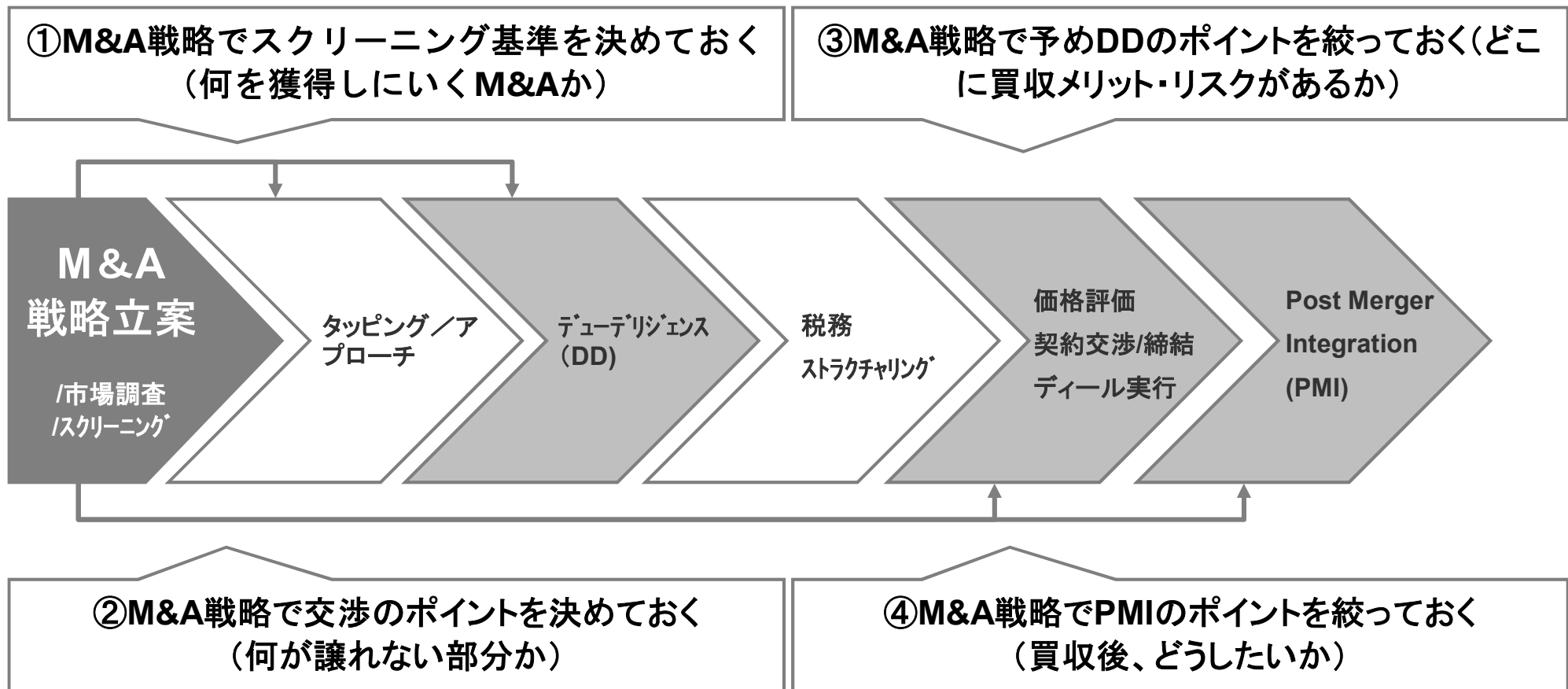


- 他社との激しい競争
- 労働コストの上昇
- 管理職クラスの人材確保が困難
- 技術系人材の確保が困難
- 治安・社会情勢が不安

戦略的M&Aの実践

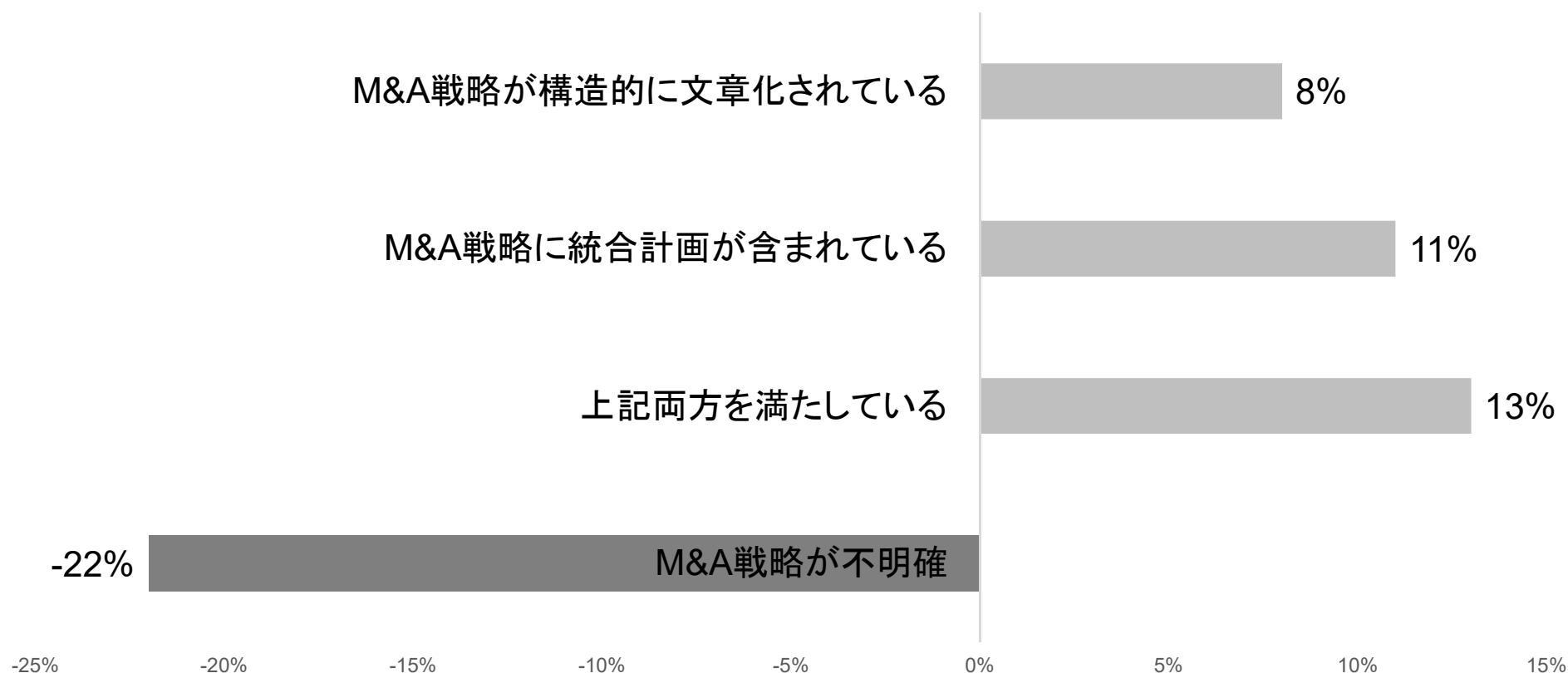
M&A戦略の立案が、その後のプロセスにも影響を与え、それぞれのプロセスの成否を左右

M&A戦略とその後のプロセスの関係



自社の目標に合致した企業を買収し、その買収を成功に導くためには、事前にM&A戦略の立案を行っていくことが有効

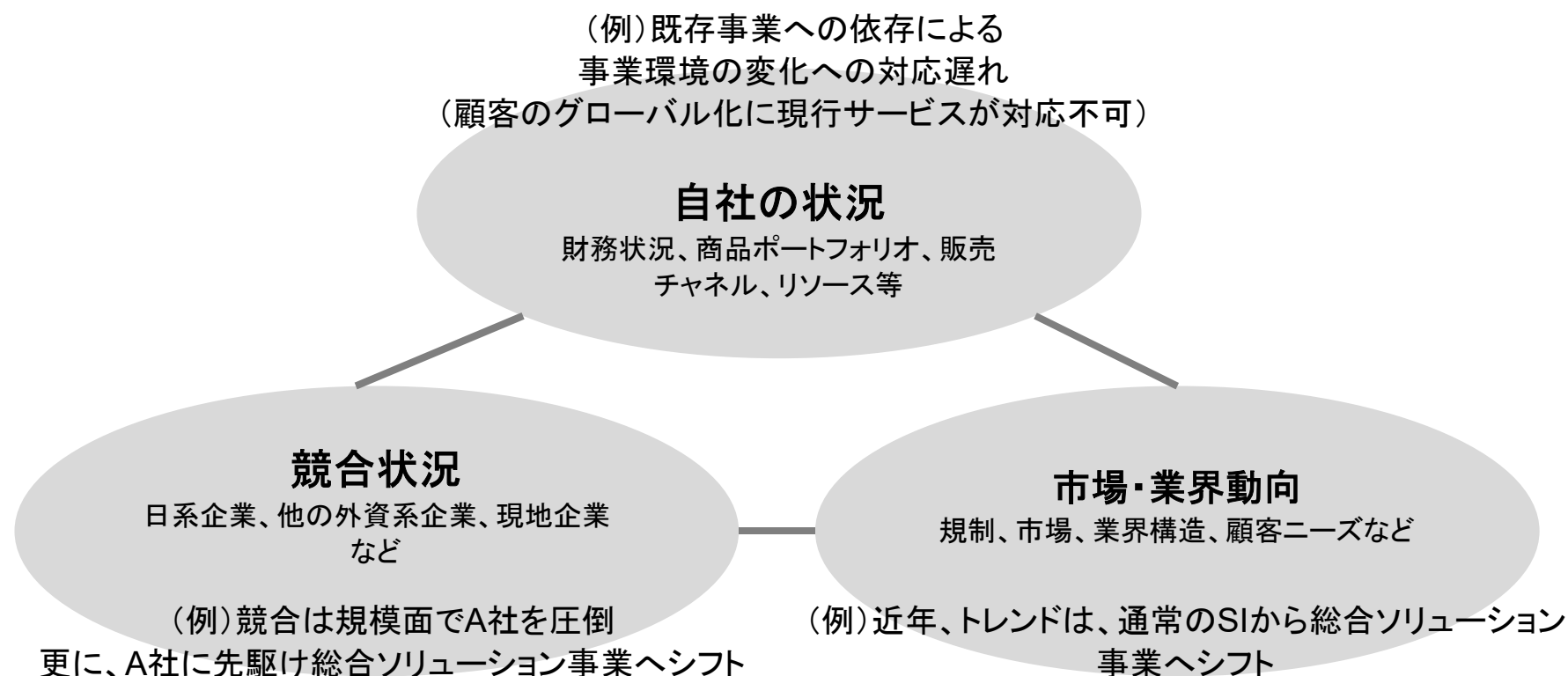
M&A戦略立案による成功確率の増加率



出所: DTTグループ、M&Aサーベイ

M&A戦略は自社状況だけでなく、外部環境も踏まえて検討

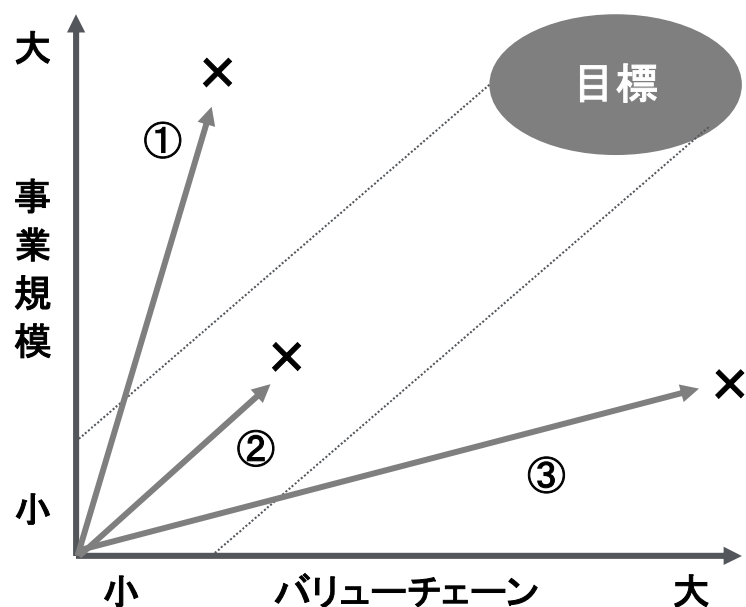
M&A戦略の考え方



1回のM&Aで目標に到達する(ギャップを埋められる)ことは稀であることを理解

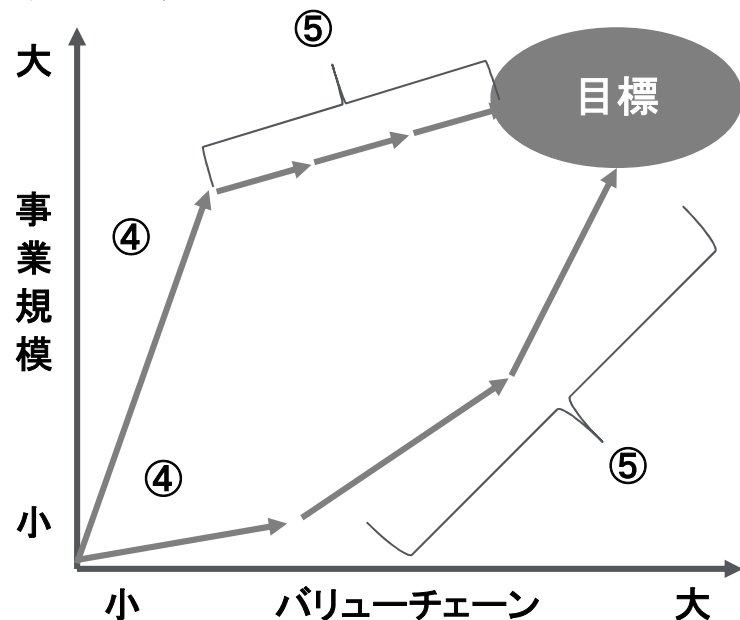
M&Aステップ

単発M&A展開時に起こりうるケース



- ①規模は十分だが事業領域が狭い(目標に対し)
- ②規模も領域も中途半端
- ③事業領域の広さは十分だが事業規模が小さい

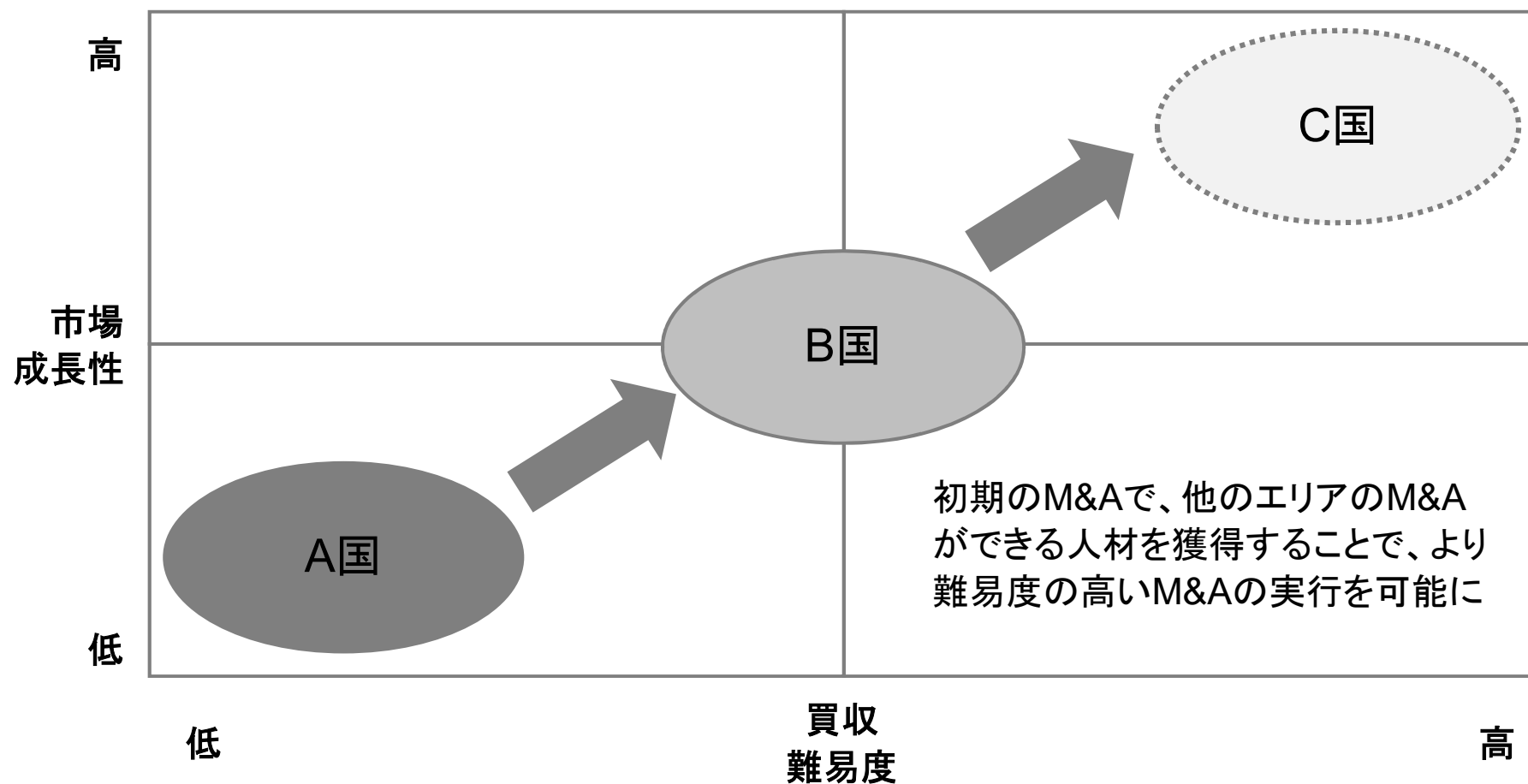
複数M&A展開のモデルイメージ



- ④最初のM&Aで次に目指すべき方向性が決まる
- ⑤戦略目標を定めたら、その実現に目途がつくまで複数回のM&Aを実行する

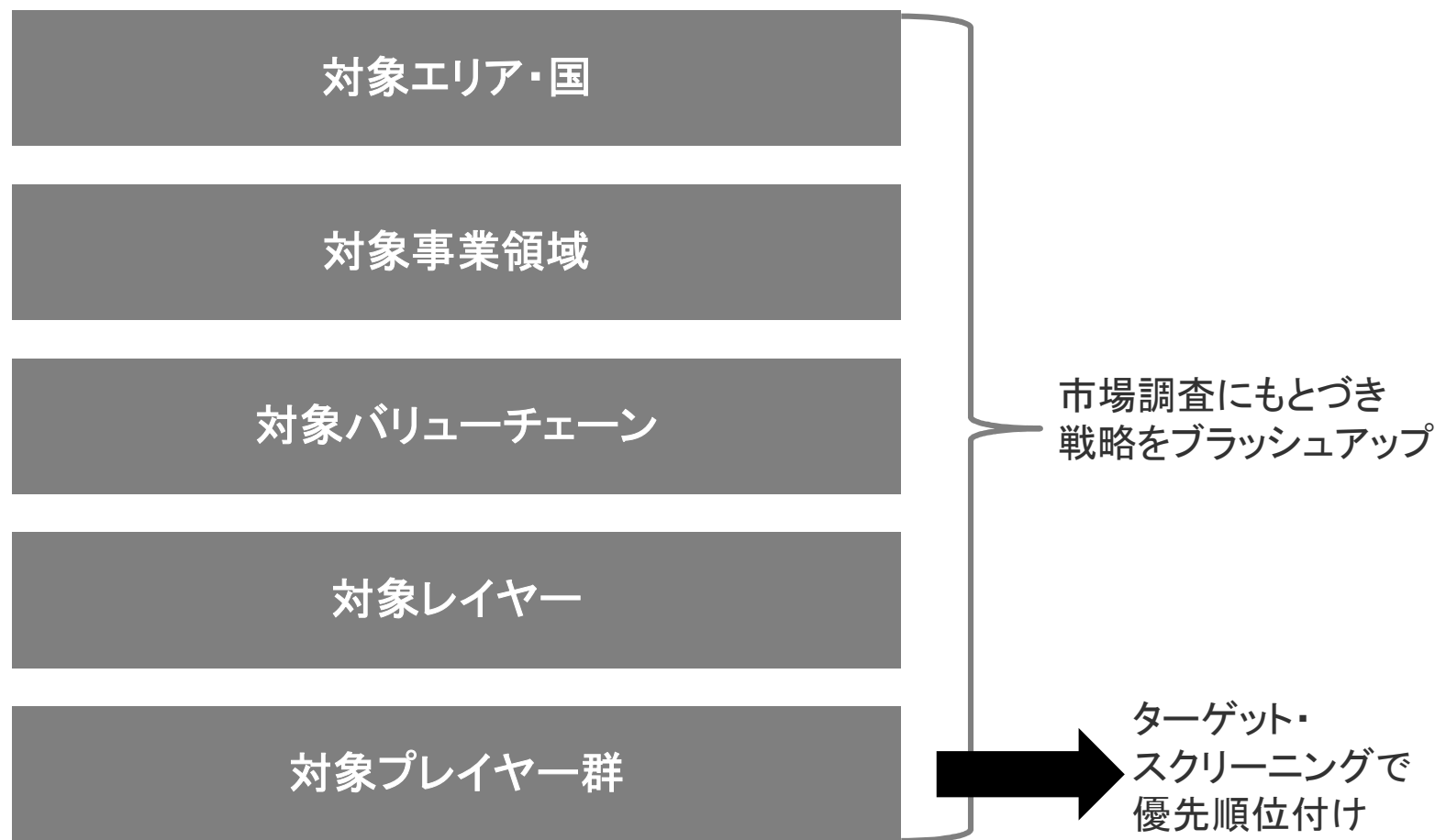
M&Aの実施領域は、外部環境に基づき現実的なシナリオを考えることも必要

M&Aのステップ(例)



どの国、どの領域、どのレイヤー、どのプレイヤーを押さえることが自社の目標達成にとって有効か、という点をファクトに基づいて検討

M&A対象の絞り込み



「適切な相手」に対し、相手側の「具体的なメリット」を「明確なメッセージ」で伝える

買収候補先のアプローチ時の留意点

最適なコンタクトパーソンへのアプローチ	<ul style="list-style-type: none">▪ コンタクトすべきは、M&Aについてのターゲット側の最終的な意思決定者(会社or銀行等)▪ 誰を通してコンタクトするかも重要な要素(自社or アドバイザー)
ターゲット企業側のメリットの明確化	<ul style="list-style-type: none">▪ 記載すべきは、Win-Winの関係が構築できる具体的なターゲット側のメリット▪ 具体的な内容(買収目的、条件、経営方針)も記載
入念な準備	<ul style="list-style-type: none">▪ ターゲット側のあらゆる疑問に明確に回答できるよう、想定問答集等を入念に準備

M&Aにおいては、自ら目標を設定、積極的に候補先を探し、アプローチを行っていく姿勢が必要

能動的アプローチの重要性

「待ち」の姿勢による失敗

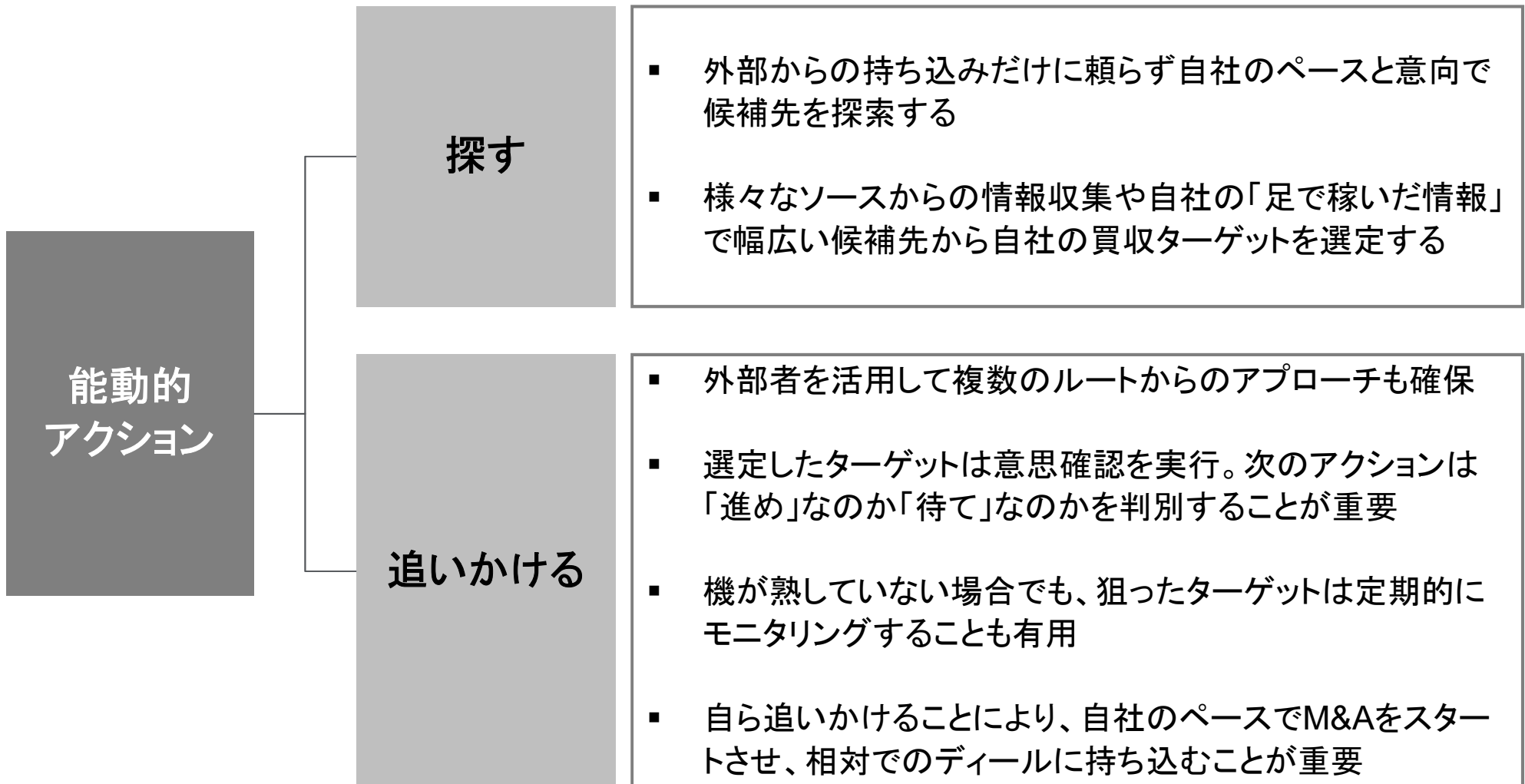
- 明確な戦略がない
 - 日本の外部機関のみ活用
 - 持ち込み案件を受身的に検討
- ⇒有望な買収候補先の1社がA社に持ち込まれることなく、競合企業によって買収されてしまった

「攻め」の姿勢へ転換

- 数値目標及び進出領域を明確化
- 買収候補先を明確にイメージし、ターゲットスクリーニングを実施
- 持ち込み案件の受身的な検討に加え、自社からも積極的にアプローチ

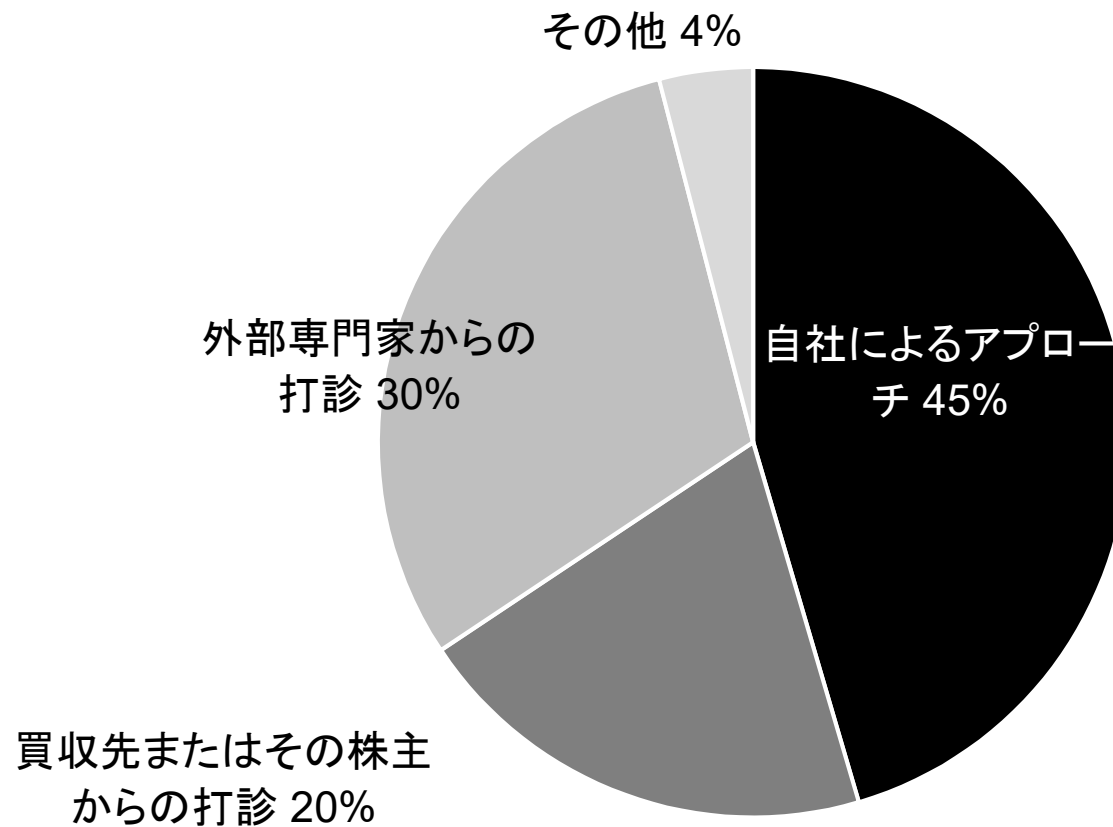
複数のM&Aを実行するためには、機会を待つだけでなく、自社のペースでM&Aを「スタートさせる」ことが重要

M&Aの成功に向けた重要ポリシー



自社によるアプローチを行っている企業は半数に満たない

海外M&Aの検討を開始したきっかけ

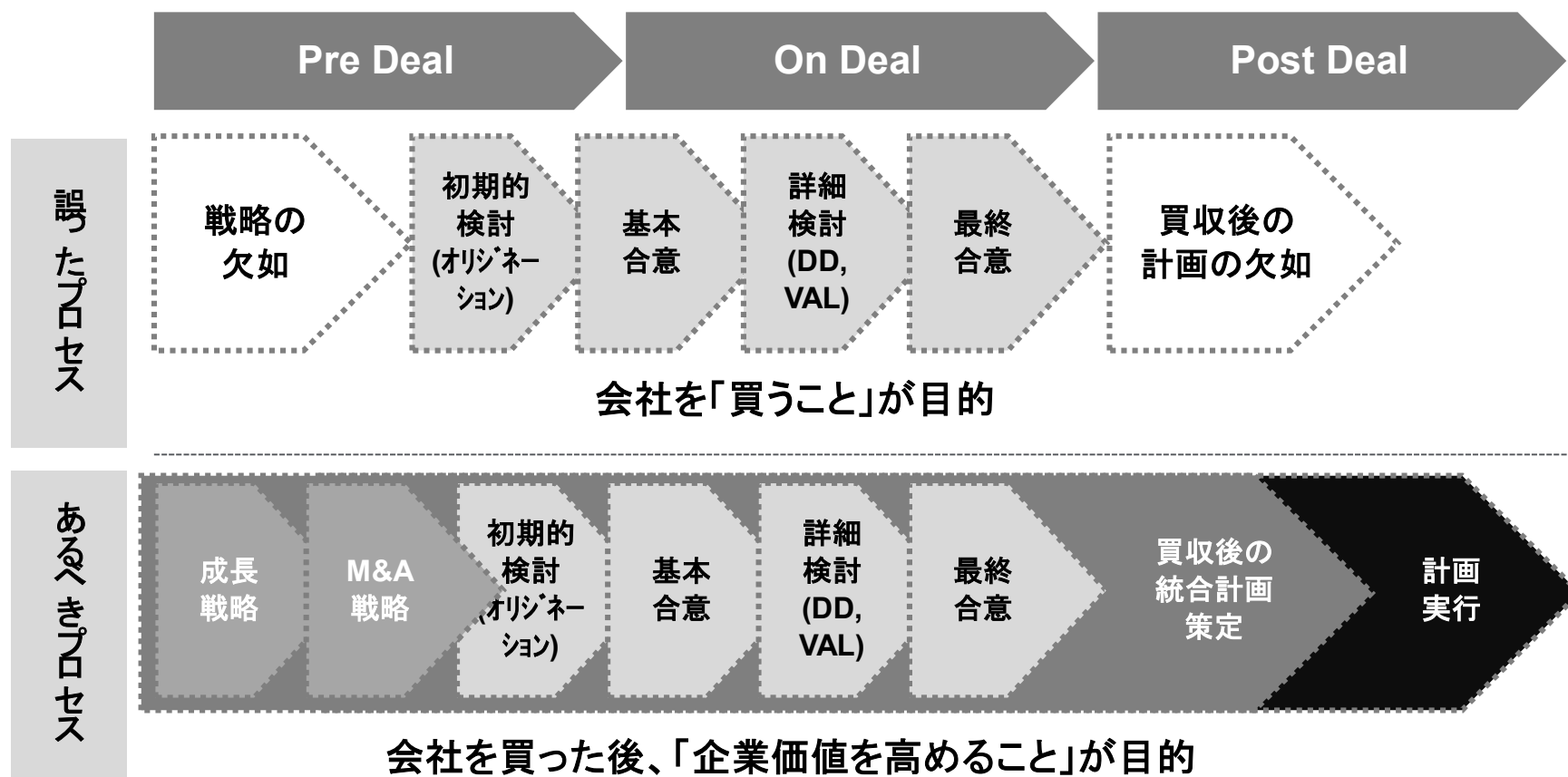


出所: 日本企業の海外M&Aに関する意識・実態アンケート調査(2017年)

※回答企業が2001年以降に実施した、金額が最大または自社にとって最重要の海外M&A案件について質問

M&Aの成立と成功は異なる。基本合意・DDの段階から買収後を見据え、一貫したPMIの実行が求められる

M&A成功に向けたPMIアプローチ



戦略的M&Aを実施するためのポイント

まとめ

1. M&A戦略を明確にし、能動的な姿勢で取り組む

- プロアクティブに自らM&Aを仕掛けて行くのが理想的
- 外部から案件持込に対応する場合にも、持込案件の精度を高め、また、持込み案件に対する対応速度を速めるために、M&A戦略は明確にしておくべき

2. 意思決定権者を初期段階から巻き込んだ検討体制作り

- 東南アジア／タイM&Aのスピード感及び頻発する課題に対応するためには、検討初期段階から“意思決定権者を巻き込んでいく”ことが重要

3. 様々な困難に遭遇するということは認識して冷静に対応する

- 東南アジア／タイのM&Aには困難性が伴うが心構えをしておき、状況に応じて臨機応変に対応

4. 案件実行段階からPMIを検討（PMI計画の骨格作りは取引実行前に）

- M&Aは、買収後の「企業価値を高めること」が目的＝“成功”重視であるべき

ご清聴いただきありがとうございました。ご質問等あれば、いつでもご連絡ください。

担当者のご紹介



中山 博喜 (なかやま ひろのぶ)

Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Co., Ltd

アソシエイトディレクター

- Tel: +66 95 804 5079
- Email: hirnakayama@deloitte.com

- セルサイドの証券アナリストを経て、2013年にデロイトトーマツファイナンシャルアドバイザーリー合同会社に参画し、2017年よりバンコク事務所に移籍。
- バンコク事務所では日系企業を中心にしたM&A案件に関するアドバイザー業務および不正が発生した場合の調査業務を提供。



Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited (“DTTL”), its global network of member firms, and their related entities. DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL does not provide services to clients. Please see www.deloitte.com/about to learn more.

Deloitte is a leading global provider of audit and assurance, consulting, financial advisory, risk advisory, tax and related services. Our network of member firms in more than 150 countries and territories serves four out of five Fortune Global 500® companies. Learn how Deloitte’s approximately 264,000 people make an impact that matters at www.deloitte.com.

About Deloitte Southeast Asia

Deloitte Southeast Asia Ltd – a member firm of Deloitte Touche Tohmatsu Limited comprising Deloitte practices operating in Brunei, Cambodia, Guam, Indonesia, Lao PDR, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand and Vietnam – was established to deliver measurable value to the particular demands of increasingly intra-regional and fast growing companies and enterprises.

Comprising approximately 340 partners and 8,800 professionals in 25 office locations, the subsidiaries and affiliates of Deloitte Southeast Asia Ltd combine their technical expertise and deep industry knowledge to deliver consistent high quality services to companies in the region.

All services are provided through the individual country practices, their subsidiaries and affiliates which are separate and independent legal entities.

About Deloitte Thailand

In Thailand, services are provided by Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Co., Ltd. and its subsidiaries and affiliates.

This communication is for internal distribution and use only among personnel of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, and their related entities (collectively, the “Deloitte network”). None of the Deloitte network shall be responsible for any loss whatsoever sustained by any person who relies on this communication.

© 2019 Deloitte Touche Tohmatsu Jaiyos Advisory Co., Ltd.

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited