

China Management News

(KPMG 中国マネジメントニュース)

2020年9月

中国におけるノンコア事業売却による事業ポートフォリオの最適化

中国経済は高度成長型経済から高品質成長型経済に移行しつつあります。こうした背景のもとで、中国国内の多国籍企業（MNC: Multi National Companies）は、進化するマクロ経済動向の複雑さ、ダイナミックな産業構造の変化、新しいビジネスモデルとイノベーションサイクルの短縮化等々、この国ならではの課題に直面しています。また、中国では人口ボーナスが徐々に消失して人件費が上昇し、MNC にもその負担が重くのしかかっています。一方、現地の中国企業は、長年にわたって開発と技術革新に努め、現地の新たな需要に対応すべくアジリティな事業展開をしており、今や一部の MNC のリーダー的地位を脅かすまでに成長しています。

このような環境下において、多くの MNC は中国事業と投資ポートフォリオの見直しを始めました。ノンコア事業の再編や売却により、参入障壁は高いものの持続可能な成長が望めるコア事業にリソースを集中させることができます。しかし、熟慮の末に決断した売却を実行に移すにはいくつもの段階を踏まなければならないと、そのプロセスは難題続きです。適切に処理できなければ、売却が長引くどころか、ディールブレイクの要因になる恐れさえあります。以下に中国での4つの事業売却事例をご紹介しますので、参考になれば幸いです。

事例1： 確実に売却を実行し、秘密保持を保証するにはどうすればよいか。

～欧州の工業系企業グループ（A社）による中国の商品関連事業売却の事例～

事業売却ターゲットはA社グループの中国事業の一部で、独立の事業体として運営されていました。売却ターゲットの市場での位置づけとA社のグローバル戦略にずれが生じていたことから、売却対象事業のグループ連結決算への取り込みを避けるため、期末前に速やかな売却の決定がなされました。

（1）対処すべき課題

1. 事業売却取引に関する意思決定の仕組みをスピードアップするにはどうすればよいか。
2. 極秘情報の伝達はどのようにして管理すればよいか。
3. 買い手候補を正確に審査・評価するにはどうすればよいか。
4. 取引の確実性を保証するにはどうすればよいか。

（2）対応

A社とKPMGのコアマネジメント（欧州本部と中国本部の両方）がプロジェクトチームを編成し、事業シナジーが期待でき、直接競合しない買い手候補を多数選定しました。その上で、先方の関心と能力を判断すべく、買い手候補企業の意思決定者に直接アプローチしました。プロジェクト関連の資料を整理し、投資家候補に段階的に送付し、主な投資条件が買い手と売り手との間で決まった時点で、両社の最終意思決定者が面談して極秘情報のやり取りを完了しました。その後、取引書類への署名が速やかに行われました。

(3) 本プロジェクトの教訓

1. A社の本部が売却取引プロセスを直接主導することにより、プロジェクトが確実に進み、主要課題を速やかに本部の意思決定レベルまで上げることができました。これにより、売却対象事業の業務の継続に支障を来すことなく、タイムリーな意思決定が行われました。また、中国を拠点とし、売却取引プロセスにおいて利害対立がないコアマネジメントチームを活用することにより、必要情報の準備やコミュニケーションをスムーズに行うことができました。
2. 意思伝達の経路、方法、内容を厳格に管理するとともに、すべての必須情報を機密レベルで分類し、適切な参加者の範囲と伝達スケジュールを明確に定めることが不可欠です。情報漏洩を防止し厳格に管理するために、コミュニケーションルート（例えば、専任のファイナンシャルアドバイザー）を限定することが有用です。
3. 一般に売却取引では、1) 独占交渉、または 2) 選ばれた少数の買い手候補のみによる入札という2つのモデルが採用されます。独占交渉では買い手候補との一対一のやり取りが必要なので、秘密が厳守され、取引もスピーディになりますが、取引がとん挫した場合に遅れが生じたり、最も有利な売却機会を逸したりするリスクがあります。一方、少数の買い手による入札では互いに競い合う雰囲気盛り上がり、取引の確実性が高まります。また、情報が限られた範囲にとどまるため、ある程度の機密保持が確保できます。ただし、これには、交渉に進む最もふさわしい少数の買い手候補を選定し、評価するための高度な能力が必要です。
4. 中国の事業売却取引において、一般的に MNC は、取引後のシナジー創出のために、売却対象の事業と同じ業界または売却対象の事業のバリューチェーンの中で安定した事業を運営する買い手候補を選択します。戦略的プランニングを評価し、買い手候補の業界全体での位置づけを判断することが特に重要です。
5. タイムリーかつ確実な取引が求められることから、特に意思決定者の姿勢と経験の観点から、買い手候補の資金調達能力と取引実行能力を必ず判断しなければなりません。次に、取引成功の可能性に基づいて買い手候補のランク付けを行い、可能性が高い買い手に優先的にアプローチしますが、買い手とのその後のコミュニケーションを考慮して柔軟な対応を考えるべきです。

(4) ファイナンシャル・アドバイザーの役割

1. 業界と売却対象事業についての深い洞察と、適切な売却取引プロセスを管理する能力が非常に重要となります。情報を理解・伝達・提供し、プロジェクトの進捗に応じて必要な調整についてタイムリーなアドバイスを行うなど、ある程度の柔軟性が必要です。
2. 買い手候補の関心と強みを徹底的に理解し、買い手の意思決定者との直接的なコミュニケーションによるプロジェクトマネジメントも重要です。

事例 2： 取引をスムーズに完了できるかどうかは、往々にして人事問題への対処にかかっています。どうすれば売却対象事業の社員とのコミュニケーションを適切に対応できるでしょうか。

～対象企業の間・上級管理職に売却計画を発表してしまった B 社の事例～

本件では、売却取引の先行きが不確定だったため、売却対象企業の社員は働かなくなり、報酬制度について延々と語り合うようになってしまいました。B社は売却取引を中断し、社員の問題や、中国市場での再編計画に関する市場の悪評に対処するために想定外の時間を割かなければなりませんでした。

また、別の MNC の小売企業は、中国国内の全事業を売却する計画がありましたが、現地社員は、新しい買収企業に対して明確な期待を持っていたため、これらの社員が結託した場合、取引の円滑なクロージングが妨げられる恐れがありました。

(1) 対処すべき課題

1. 中国人現地社員の間で起こりうるパニックを解消し、彼らの支持を得るにはどうすればよいか。
2. 売却取引に関する社員への情報伝達はいつ開始すればよいか。

(2) 対応

売却取引への干渉をコントロールするため、KPMG はプロセス全体を通じて、B社本部との連絡を必ず直接取るようにし、最終的な買い手が選定されるまで、中国人現地社員には取引情報を開示しませんでした。同時に、B社は KPMG と法律顧問の支援のもとに、詳細な社員報酬・奨励給制度を策定しました。この案について事前に買い手と話し合い、複数のシナリオを網羅したコミュニケーションプランを作成しました。取引が最終段階に近づき、取引がほぼ確定となった段階で報酬制度と賞与について社員と話し合い、合意を形成した結果、スムーズなクロージングを実現しました。

(3) 本プロジェクトの教訓

- 複数シナリオに基づく社員報酬制度や新労働契約は、取引の初期段階における重要な準備作業です。主要社員のための適切なリテンション／転勤計画と賞与制度は、取引を確実に成功させるために不可欠です。これらは取引書類上の重要な条件であり、できるだけ早い段階で買い手候補と交渉し、確定しておかなければなりません。
- 社員への取引計画の伝達は、取引が確実に成功したかどうかを見て決めるべきです。買い手が真剣に関心を持っていることが確認できたら、まず中核的な上級管理職への情報伝達を開始し、彼らの意見と要求を理解します。そこで初めて、全社員への情報伝達を上級管理職に積極的に支援してもらえるようになります。
- 取引が確定した段階で、悪影響を防ぐために、旧株主と新株主、そして全社員との話し合いを早急に開始することが極めて重要です。必要に応じて地方政府とコミュニケーションを取ると同時に、会社、社員、社会の利害を調整し、一致させるべきです。

(4) ファイナンシャル・アドバイザーの役割

1. B社と密に協力し、適正な社員報酬制度と実践的なコミュニケーション戦略を策定するためには、多様なステークホルダーと社員の主要要求が取引に与える影響を認識し、コミュニケーションのペースと進捗をコントロールし、土台となるリソース（人事、オペレーションその他の専門チームなど）を活用することが肝要です。これにより、株主、社員、そして売却対象事業全体の利益を最大化することが可能となります。

事例 3：多くの中国人投資家はクロスボーダーM&Aの経験がなく、現地投資・現地取引のパターンを踏襲するのが当たり前になっています。どうすれば、グローバルな取引慣習に従いつつ、これらの投資家の要求を十分に満たすことができるでしょうか。

～英国の上場企業C社による、中国の自動車ディーラー事業の中国上場企業への売却事例～

本プロジェクトでは、買い手候補のほとんどが中国企業でした。中国企業は一般に社外の顧問を関与させず、デューデリジェンスでのバーチャルデータルームの利用にも慣れていません。そのため、取引完了までのスケジュールはかなりタイトなものになりました。さらに、中国企業は、クロスボーダーM&Aで使われる「キャッシュフリー・デットフリーベースの企業価値」というバリエーションの概念をよく理解していません。売却対象は貸借対照表上、多額の現金を保有していましたが、もし現金を考慮しないとすれば、実際の最終対価はかなり低くなってしまいます。

(1) 対処すべき課題

1. 売却ターゲット事業の日常業務に影響を与えることなく、中国人投資家が必要とするデューデリジェンスと社内承認要件を満たすためのプロセスをどうすれば円滑に進められるか。
2. どうすれば中国人投資家を説得し、売却対象事業の価値を理解してもらえるか。

(2) 対応

1. 売却ターゲット事業の日常業務の継続を混乱させないために、C社は中国人投資家の一般的な要求に沿って、事前にバーチャルデータルームを立ち上げました。デューデリジェンスプロセスがスタートした時点で、KPMGは複数の投資家がデューデリジェンスを同時に行えるように手配し、バーチャルデータルームを有効に利用できるように投資家を指導するとともに、買い手と売り手の間のコミュニケーションを調整しました。
2. 時差があるため、KPMGは昼間の時間を使用して買い手と連絡を取り、買い手の意思決定に不可欠なデューデリジェンスの問題を分析し、整理しました。そして、明らかになった問題について、夜間にC社との協議や助言を行い、1カ月半の間にC社が数社の投資家から受けた現地の厳格なデューデリジェンス要求に同時に応えられるようにサポートし、最終的にスムーズな取引へと導きました。
3. バリエーション交渉中はC社の同意のもとに、現金について追加的な対価を求めるという原則を定めました。売り手と買い手が、それぞれのバリエーション方法に基づいて売却対象の価値を分析し、話し合えるようサポートし、最終合意に導きました。

(3) 本プロジェクトの教訓

1. 中国のデューデリジェンスは監査業務に似ています。したがって、中国人投資家がデューデリジェンスを完了できるように支援するためには、データベース情報の整備、中国企業の社内承認要件の理解、そしてファイナンシャルアドバイザーからの豊富な経験と知見に基づいた助言と対応が必要です。中国人投資家の質問の解釈と対応のための助言は、MNCが中国人投資家のロジックを理解する上で重要です。
2. 標準的なグローバルM&Aの手順と異なり、中国企業は「キャッシュフリー・デットフリーベースの企業価値」という概念に比較的疎く、株価収益率（PEレシオ）と株価純資産倍率（PBレシオ）を重視します。投資家が売却対象のバリュードライバーを理解し、相互の転換とさま

さまざまなバリュエーション方法に基づく価値確定の平衡点を見つげられるように後押しし、双方の承諾を得ることがファイナンシャルアドバイザーの役割です。

(4) ファイナンシャル・アドバイザーの役割

1. 一番重要なのは、国営企業（SOE）、民営企業（POE）、外国企業、上場／非公開企業、海外／現地のプライベートエクイティファンドなどの各種投資家の社内意思決定プロセス、価格決定モデル、投資ロジックに精通していることです。
2. 柔軟性を持って当事者全員の意思決定ニーズに対応し、文化的な背景のもとで相手が誤解しやすい問題点を各当事者に正確に提示することも必要です。取引の過程で双方のギャップを上手に埋めることが、取引成功率を高める鍵となります。

事例 4：売却スケジュールに沿ったカーブアウト計画は、どのようにして策定すればよいのか。

～中国の生産事業を一部売却し、販売事業は残したいという D 社の事例～

本件は、事業の一部売却であったため、カーブアウトにまつわる各種問題（社員のリテンション、ブランド／商標の使用、取引後のグループ社内サービスの移行手配など）についての検討が必要でした。売却取引の交渉とスケジュールに影響する恐れがあったためです。

(1) 克服すべき課題

1. カーブアウト計画の完全性を保証し、計画の実施中、取引完了に影響が及ばないようにするにはどうすればよいのか。
2. 売却する事業部門の財務諸表は個別に作成されていませんでした。投資家のデューデリジェンスとバリュエーションにどう対処すべきか。

(2) 対応

1. KPMG は、取引開始の時点で、カーブアウトに関係するすべての資産、人員、業務を織り込みつつ、D 社とともに実行計画を策定し、実施後のプロフォーマ財務諸表を作成しました。その結果、バリュエーションとカーブアウト・スケジュールに関して、投資家との間で速やかに合意形成できました。
2. 初期段階で入念な準備を行ったため、取引書類に署名後、双方が協力して移行期間中の調整を行うことができました。同時に、両社が進捗について定期的に話し合い、今後起こりうる問題をタイムリーに解決することによって、取引をスケジュール通りに完了することができました。

(3) 本プロジェクトの教訓

1. リストラクチャリングを伴う取引の場合は、投資家のプロジェクト評価と分析にスムーズに対応できるように、カーブアウト計画とプロフォーマ財務諸表を事前に作成しておかなければなりません。
2. 取引後に起こりうる営業や法務への影響（移行期間中の商標使用許諾料の支払い、本部業務サービス料の支払いなど）を考えると、カーブアウト計画は取引資料の中で最も重要であり、交渉段階で、当該計画について完全なコンセンサスを形成しなければなりません。そして、スケジュール通りにクロージングするためには、作業に優先順位をつけて重要性の低いものは後で処理する等の工夫も必要です。

(4) ファイナンシャル・アドバイザーの役割

1. D 社の利益に沿ってカーブアウト計画を事前に策定し、適正なプロフォーマ財務諸表を作成した。
2. また、D 社と他のアドバイザーの間を調整し、カーブアウトのスケジュールを整理し、スムーズな実施を保証するためにしっかりしたモニタリングを実施した。

結論

企業の成長サイクルにおいて、投資、事業拡大、出口戦略は非常に重要です。売却取引の円滑な完了は、投資価値実現のための重要なステップと言えます。MNC が中国で投資価値の最適化を実現するためには、中国市場の豊富な知見と経験をもつアドバイザーの活用が鍵を握るといえます。

以上

(みずほチャイナマンスリー 2020 年 9 月号に掲載)

Contact us お問い合わせ先

KPMG 中国

Advisory, パートナー

岸 皓彦

Tel: +86-21-2212-2247 (日本語)

E-mail: masakazu.mokuta@kpmg.com