

## ～シリーズ:中国 M&A の現場から②～

### 【本号の内容】

1. はじめに
2. ダノン社のケース
3. 某ドラッグストアチェーンのケース
4. おわりに

株式会社デューデリジェンス (DCo)はGCAサヴィアングループの一員として、M&A・事業再生に関する高い専門的知識と豊富な経験を有しており、高品質かつ広範囲のデューデリジェンス・サービスを提供するとともに、企業価値評価、会計・税務に関するストラクチャリング・アドバイス、ポストディールサポートまで幅広いサービスを提供致します。

詳しくは、[www.dcock.com](http://www.dcock.com)にて紹介しています。

2011年5月にGCAサヴィアン中国を上海に設立し、中国の急速な経済成長を背景として増加の一途を続ける日中間のM&Aにおいて、現地スタッフ約40名を擁する望月諮詢(上海)有限公司との一体運営の下、機動的かつ包括的なM&Aサービスをご提供できる体制を確立致しました。

### 1. はじめに

経済のグローバル化が進む近年において、中国市場の重要性が益々高まってきておりますが、日本企業にとっても従来の製造拠点としての進出のみならず、消費市場として捉えた中国進出が本格化してきています。さらに、その中国進出の方法として、従来の合併会社の立ち上げに加え、M&Aにより既存会社の持分を取得するケースも増えてきており、特に消費市場としての中国の存在感が増す中で、M&Aにより地場の有力な卸・小売ビジネスを手に入れるという手法が注目を浴びています。そこで、当シリーズでは、弊社が実際に中国 M&A の現場において経験したこと又は中国現地の生の情報をもとに中国における M&A の特徴等についてお伝えします。

M&A はゼロから事業を育てるグリーンフィールド投資とは異なり、既存のビジネスを取得することから、その効果は大きい反面、M&A 後の統合が進まない事等から、当初期待した効果が得られないというリスクも大きいといわれています。事実、複数の監査法人やシンクタンクが過去に実施したアンケートによれば、「日本の事業会社が行った M&A は成功だったか?」という問いに対して、実に 7 割近い経営者が「M&A は失敗だった」と回答しており、M&A の難しさが現れています。これは中国においても例外ではなく、むしろ、中国独特の法規制、企業文化等から、さらにその難易度は高いものと考えられます。

そこで今回は、中国 M&A の失敗例を取り上げ、失敗に至った要因及びその回避策等について検証することで、今後の M&A による中国進出検討に際して参考とすべき事項についてお話し致します。

## 2. ダノン社のケース

ダノン社による独資、合弁の両形態での中国事業展開は、それぞれ既存シェアの著しい喪失、訴訟・合弁関係の解消という末路を辿ることになる。

独資かそれとも中方と合弁会社を設立するかは、中国進出に関して一番最初に検討される事項です。製造拠点として位置づけられた以前の中国においては生産活動のみで完結するため独資で事足りるケースがほとんどでしたが、人口13億人の巨大販売市場を攻略するためには、中方の経営資源を活用する合弁会社形態の重要性がますます増えており、この選択がその後の中国事業展開を決定づけることとなります。

以下では、仏国ダノン社が、当時の中国ペットボトル飲用水においてシェア1位(楽白氏)と2位(蛙哈哈)の中国企業を、それぞれ同時期に買収(独資)および合弁会社を共同設立したケースについてご紹介します。

時期	楽白氏 買収(92%)	蛙哈哈 合弁会社設立(51%)
1996年		ダノン社、蛙哈哈、香港系ファンドが41%、49%、10%の出資比率で“蛙哈哈”ブランドによる中国合弁5社を共同設立
1997年		アジア通貨危機により香港系ファンドの持分をダノン社が買取り、合計51%の持分を保有
2000年	楽白氏創業者等より同社持分92%を買収	
2005年	純損失1.57億人民元計上	(2007年までに2社間で中国合弁会社を50社超運営)
2006年	純損失1.5億人民元計上し、大規模なリストラを実施(非公式)	
2007年		ダノン社が“蛙哈哈”商標権使用に関して蛙哈哈本社傘下の非合弁会社を提訴
2009年		ダノン社が持分を蛙哈哈本社に譲渡し、合弁関係を解消
2011年	ペットボトル飲用水で売上トップ10より脱落	ペットボトル飲用水で売上トップ2にランク

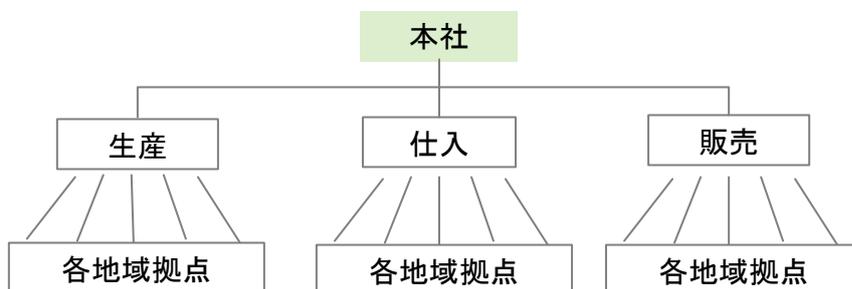
独資ケースでは、ダノン社主導による

- ① 劇的な体制変更による組織の弱体化
- ② 業績悪化に伴う大幅な人員リストラにより従業員のモチベーション低下
- ③ 中国商慣習に馴染まないマーケティング戦略による更なる組織力の低下  
によってシェア No1 から  
トップ 10 圏外に降格した。

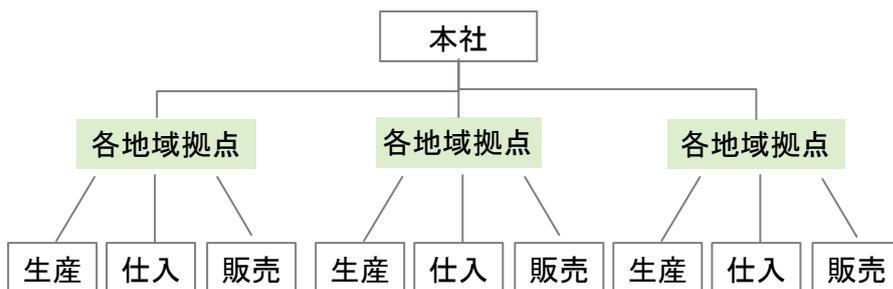
a. 樂白氏 - 独資ケース

樂白氏は広州を本拠とする飲料水メーカーであり、1990 年代後半当時は中国ペットボトル飲用水において 30%程度のシェアを有する No.1 企業でした。しかしながら、2000 年に今後の単独での事業拡大に限界を感じた創業者が中国市場攻略を目指す世界的巨大飲料水メーカーのダノン社に同社持分 92%を売却しました。

ダノン社が買収後に着手したのは、親会社主導経営の障害となる旧来経営陣の影響を排除することを目的とした組織体制の抜本的な改革でした。買収以前における樂白氏の組織体制は以下のように、本社にて生産、仕入、販売活動を経営陣が全社的に統括し、各地域拠点はその指示に従った業務執行を行うだけのものでした。



買収後は、製品別管理体制を一時導入し、1 年を経たずして地域別管理体制に変更するという劇的な組織変更を実施しました。しかしながら、これによって、全社的な経営管理が失われるとともに、それまで本社からの指示に従うだけであった各地域拠点において不慣れな自立的経営判断が突如求められることとなり、組織が混乱した結果、2005 年、2006 年に各年約 1.5 億人民元の巨額損失を計上することになります。



上記業績悪化を受けてダノン社が実施した樂白氏における人員リストラは、対象者が営業部門で 30%、生産部門で 40%にも及ぶ大規模なものでしたが、これが更なる組織の弱体化と従業員のモチベーション低下を招くという悪循環に陥りました。

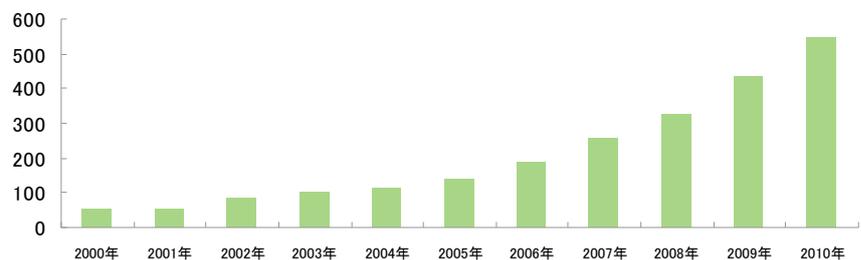
さらに、業績建て直しを目的として新たに香港人、イギリス人のマーケティング責任者を招聘しましたが、市場投入後 3~4 ヶ月で結果の出ない新製品は即時回収するという彼らの採用手法は、中国では製品認知まで一定の期間を要するとする現場販売担当者達の意見を無視したものであり、更なる従業員のモチベーション低下を招く結果となります。中国行業諮詢社の調査によると、かつて中国国内シェア No.1 であった樂白氏は 2011 年度の中国ペットボトル飲用水売上トップ 10 にランクインしていない状況です。

## b. 蛙哈哈 — 合併ケース

合併ケースでは、中方マネジメント経営主導により合併会社の業績は良好であったが、中方が単独で設立した非合併会社における商標権使用を巡る訴訟を機に、両社の合併関係は解消された。

蛙哈哈も中国ペットボトル飲用水市場では樂白氏に次いでシェア No.2 の確固たる地位を築いていましたが、創業者である宗慶後氏も同様に自社単独の事業拡大に限界を感じ、1996 年にダノン社の資本参加受け入れを決定します。ダノン社が 51% の持分を保有する形で当初は合併会社 5 社を設立しましたが、最終的には 2 社間で 50 社を超える合併会社が設立されました。しかしながら、宗氏は「中国市場は中国人のやり方でないと通用しない」という考えの下、ダノン社が送り込む研究開発責任者やマーケット責任者を事実上追い返す等、経営決定権を最後まで手放しませんでした。これが効を奏してか、中国市場の拡大と相俟って合併会社を含む蛙哈哈グループの連結売上高は以下のように急成長を遂げます。

Unit: 億RMB 蛙哈哈Gr連結売上高推移



しかしながら、前述のダノン社によるライバル会社樂白氏の買収は、宗氏等蛙哈哈本社がダノン社に対する不信感を抱かせる結果となります。加えて、当時のダノン社が中国内陸部への投資進出には消極的であったこともあり、蛙哈哈本社単独で内陸部に非合併会社を独自に設立し「蛙哈哈」のブランド名で当地での事業展開を開始しました。2006 年度におけるこれらの非合併会社での最終利益は約 10 億人民元にまで達する結果となります。

それまで合併会社の好業績により宗氏に対して譲歩していたダノン社ですが 2007 年に「蛙哈哈」商標権の使用は、両社合併会社における商標使用の許諾を必要とするものとして、上記非合併会社の商標不正使用に関する訴訟を突如提起し、宗氏等蛙哈哈本社との関係悪化は決定的なものとなりました。訴訟はダノン社側が敗訴し、即時申告するという泥沼化の様相を呈しましたが、2009 年に両社協議の上で訴訟合戦を取りやめ、ダノン社の合併会社持分を蛙哈哈本社に売却する形で両社の合併関係が解消される結果となりました。

### 3. 某ドラッグストアチェーンのケース

「日本企業：技術・ノウハウ」と中国企業：販売ルート、中国市場の知見、政府当局との関係」と両者は良好な補完関係にある

日本企業にとって、中国が従来の製造拠点から消費市場へシフトが進んでいることは、近年よく言われていることであり日本企業と中国企業の合併として次のような形態が増加しつつあります。

今の日本企業の悩みとして多いのは、メーカーの場合は、「優良な技術・ノウハウをもっているもののそれをどのように中国市場で販売していくか？」、小売等のサービス業の場合は、「高レベルの物流管理システム、店舗運営システム等の管理ノウハウを有しているものの、広い中国市場で出店戦略をどうすればいいか？商品の調達ルートの確保はどうするか？」というものです。逆に中国企業としては、中国市場への理解・経験共に豊富で、販売ルート、出店戦略、商品調達ルート等については悩んでいないものの、今の競争環境から一歩二歩抜き出るための、より良い製品・サービスを必要としています。

このように、日本企業と中国企業は良い補完関係にあり、これが海外と中国の合併が増加している背景にあります。良い補完関係にあることは間違いありませんが、それだけでM&Aを進めてしまうと、後で大きな落とし穴に陥るリスクがあります。そこである小売業についてその落とし穴について考察をしたいと思います。

#### a. パートナー探し・合併成立

A社は業績低迷の起死回生としてB社をパートナーに

中国上海市で医薬品小売を展開しているA社があります。医薬品小売についてはその性質から、許認可取得についてはそれほど容易ではないものの、A社の株主兼董事長であるW氏の市政府との良好な関係もありA社は医薬品の小売許認可を得ることができました。しかしながら、上海市の処方薬については日本と異なり病院内で販売されるのが通常であり、街中の薬局に買いに来る客はそれほど多くなく、売上が伸び悩んでいました。

そこで、W氏が目をつけたのが日本のドラッグストアです。医薬品販売に頼るのではなく、日本のドラッグストアのように化粧品や日用品等の非医薬品へ比重を置くことで売上を伸ばすことが出来ると考えました。とはいうものの、A社には、商品調達、陳列等の店舗デザイン、多品種の商品を管理する店舗オペレーションのノウハウがありません。そのため、ノウハウが豊富な日本企業に助けを求めべく、W氏の友人で日本へ長年住んでいるS氏を通じてパートナー探しを始めました。そして、パートナー候補として、西日本を中心に約300店舗のドラッグストアを運営するB社が浮上りました。W氏は、300店舗を展開しているB社であれば、豊富なノウハウを有しており、パートナーとしてふさわしいと考えました。

一方、B社も、これまで日本で着実に店舗数・業績を伸ばしてきたものの、日本市場の成長が落ち込む中で、近年の消費市場としての中国に魅力を感じて始めていました。しかしながら、外資には医薬品小売の許認可を得ることは難しいこと、さらに中国への知見がなく出店するにしてもどこがよいか分からないこと等から、中国進出について実行に移せていない状況が続いていました。

早速、両者のトップ会談が行われました。終始和やかな雰囲気が進み、お互いが良いパートナーにあることを確認しました。その後、デューデリジェンス、買収価格交渉等のM&Aプロセスに入りましたが、デューデリジェンスで大きな問題点も検出されず、買収価格交渉もスムーズに進みました。一つ懸念点であった日本企業であるB社がA社へ出資することにより、A社の企業ステータスが中国内資企業から、中外合弁企業に変更されることによる医薬品小売許認可への影響でしたが、W氏が市政府に掛け合い、問題なく継続できることとなりました。

無事に合弁が成立し、早速、W氏のコネクションから繁華街のショッピングモールの出店候補地の情報を入手し、A社とB社の合弁スタートの象徴として、当該場所へ合弁後の最初の新規出店をすることとしました。

#### b. 合弁後に相次ぐトラブル・合弁解消

前述のように両社の船出は順調に見えましたが、落とし穴は直ぐに姿を現しました。

まず、商品調達から躓きます。日本のドラッグストアと同様の商品陳列をするため、日本からの輸入を試みたところ、商品の性質上、手続に時間を要し短時間で大量の商品を調達することができないことが判明しました。中国国内での調達に切り替えようとしたものの、B社は当然に中国国内での調達ルートについては皆無でした。一方のA社もゼロではないものの調達ルートは乏しい状態にありました。そのため、当初想定していたような品揃えが出来ず、A社単独で運営していた時と大差はない状態が続きました。ここから徐々に両社の間ですれ違いが生じます。

これに関する両社の言い分としては、B社は「うちの役割は店舗デザイン、商品が揃わないのでは話にならない。日本製品の輸入が困難なことはA社が事前にきちんと把握しておくべきであり、輸入が難しければA社の力にて国内ルートでの調達をするべき」、一方、A社は「こちらは、市政府との折衝、出店候補地の情報収集については助けられるものの、商品調達から店舗デザイン含め店舗オペレーションはB社のノウハウを導入する部分であり、B社主導でやるべき」と食違いが生じました。

---

合弁後にトラブルが相次ぐものの、両社の考えに相違があり、有効な解決策を打ち出せないまま、業績が低迷し、短期間で合弁解消となる。

---

その後も、「販促活動を B 社主導で行おうとしたところ、ショッピングセンターの介入が大きく自由にできない。」「日本の店舗スタッフの教育研修マニュアルを用いて研修を行うものなかなか中国人スタッフには理解してもらえず、店舗スタッフの教育が進まない」等の事態が続きました。

このように、互いに当初の想定と異なることが続く中、合併後華々しく開店した新店舗は赤字の状態が続き、既存店舗についても十分なテコ入れが出来ず、業績の低迷が続き、双方のフラストレーションも溜まっています。

A 社が「日本で成功した B 社のノウハウを導入すれば店舗の業績は改善すると強く信じていたのに、実際には何もそのノウハウを出してもらえていない！」と不満を感じる一方で、B 社は「ビジネスは我々が少し手を加えただけで上手くいくほど簡単ではない。その国の制度や文化・慣習等の自国とは異なる環境に適応することが重要、その後で日本で培われてきたノウハウが発揮される。こちらに丸投げですべて良くなると思われては困る！」と、お互いを責め合うようになっていきました。

その後も有効な打開策は打ち出せないまま、業績回復の兆候もなく、両社の関係も回復しないまま、わずか 1 年で両社の合併は終了しました。

### c. 失敗の原因と回避策の検証

このように、合併成立までは順調だったものの、合併の効果がでないまま両社にすれ違いが生じ、短期間での解消となってしまいました。このような結果となってしまった原因及び回避策について検証したいと思います。

まず、A 社が B 社のノウハウに過度に期待していたことが要因と考えられます。実はこのようなケースは少なくありません。特に今回のような外国企業が「技術・製品・その他ノウハウ」、中国企業が「販売ルート、市政府との折衝」という役割分担の場合に、中国側が過度な期待をしがちになります。今回の A 社のように、「日本の優れた技術・製品・ノウハウを導入すれば、業績は大きく伸びる」と、まるで「打ち出の小槌」のように考えてしまいます。

しかしながら、B 社の考えるように、ビジネスはそんなに簡単なものではなく、外国企業が自国でやっていた方法が、中国でそのままできるとは限りません。本来は中国市場に知見がある中国企業にその部分をサポートする役割が求められます。しかしながら、今回のケースでは、A 社が過度に B 社へ期待していたこともあり、そのような協力関係には至りませんでした。

---

失敗の要因は A 社の B 社に対する過度な期待と、不十分だった事前の議論

---

次に、前述の A 社の過度な期待とも関連しますが、合併後の運営体制について十分な議論がされていなかったことも要因と考えられます。

M&A プロセスがスムーズに進むことは一見良いことのように思われますが、M&A は本来、互いの利害・考えがぶつかり合うものです。従って、最初は異なる双方の主張・考えについて、議論を重ねながら落とし所を探していくというのが健全なプロセスです。議論が紛糾することなくスムーズに進むというのは、問題がないのではなく、問題が顕在化していないだけということが殆どです。そして、その問題は後になって表面化することになります。

例えば、本ケースでは、

- ① 「B 社ができるのはある程度の品揃えが確保できる前提で、集客力を高める、購買意欲を高める店舗デザインをすること」
- ② 「商品調達については、輸入の実行可否、中国国内での調達含め、A 社の協力が必要」
- ③ 「B 社のノウハウをそのまま導入できるものと、中国用にアレンジが必要なものはあるか？」

等、双方が期待すること、できること等の役割分担について、事前に議論をすることが必要だったと考えられます。このような事前の議論をしておくことで、後から「期待と違う」「これはこちらがすべきことではない」というすれ違いを防ぐことができ、逆に想定外のことに關しても、双方が協力し、スピーディーかつ最善の対応を打つことにもつながります。

従って、中国企業は合併パートナーに過度な期待をしがちであるという点を念頭に、事前に合併後の具体的なアクションプランについてディスカッションを行うことで、その期待ギャップの解消を行うと同時に、合併後の双方の役割についての事前の共通認識をもっていれば、違った結果になっていたのではないかと考えられます。

中国企業は、詳細な検討はせずにトップの判断で意思決定が行われる場合が多く、M&A も例外ではありません。すなわち、トップ同士が会談し意気投合し、双方が「この人はパートナーとして信頼できる」と思うとトントン拍子に話が進みます。もちろん、ビジネスパートナーを「相手が信頼できる人間か」という観点で見るとは否定されるものではなく、むしろ、ビジネス上の大きな判断と言うのは、最後は「信頼できる人間か」という点に行き着くものと思います。しかしながら、M&A という企業の命運を左右しかねない大きな判断においては、事前の慎重な検証・議論は重要です。その点、日本企業は一般的に事前の検証・議論を充分に行うという文化がありますが、中国企業を相手とした場合に、相手のペースに飲み込まれてしまうこともあります。本ケースも、中国企業の意思決定のスピード感に巻き込まれ、詳細な事前検証・議論ができていなかったと考えられます。

## 5.おわりに

M&A 実行前の段階から、両者で M&A 後の考え方についてしっかりと議論を重ねることが、中国 M&A においても重要

以上、中国 M&A の失敗例について 2 つのケースを取り上げました。それぞれ上手いかなかった要因として考えられるものが正反対ではありませんが、いずれも原因としては中方パートナーとの付き合い方に行き着くと考えられます。

ポイントは、以下の 2 点のバランスと考えられます。

- ① 自国流のやり方をどこまで取り入れるか？
- ② 中方に対するガバナンスをどこまで効かせるか？

1 つ目のダノン社のケースは、自国のやり方を押し付けようとして上手くいかず、さらに中方のイニシアティブが強く合併事業と競合する事業を展開されたことが後の紛争に発展しました。他方、2 つ目のドラッグストアのケースは、中方のイニシアティブが弱く、日方に頼りきっていた点が合併後も有効な施策を打ち出せないまま業績低迷が進んだ要因でした。

M&A の完了はゴールではなくスタートであり、その後どれだけ両者で価値を生み出せるかが重要です。そのためには、M&A 実行前の段階から、両者で M&A 後の考え方についてしっかりと議論を重ねることが、中国 M&A においても重要であると考えられます。

お問い合わせ先:

株式会社デューデリジェンス

廊坊 忠彦 アソシエイト tronobo@dcokk.com  
溝口 雅彦 アソシエイト mmizoguchi@dcokk.com

※ともに GCA サヴィアン中国へ出向中

GCA サヴィアン中国のご紹介:

中文社名: 基師亜(上海)投資諮詢有限公司  
 董事長: 田中 康之  
 董事: 望月 一央、加藤 裕康  
 所在地: 上海市紅宝石路 500 号東銀中心 A 棟 1703 室  
 業務内容: ファイナンシャルアドバイザー業務に加え、中国に関連する財務デューデリジェンス・ストラクチャリングアドバイザー業務等 M&A サービスをトータルにご提供致します。

※ 望月一央は、上海において長年日本企業の財務・税務アドバイザー業務を提供している望月諮詢(上海)有限公司の代表を兼務致します。