



ライフサイエンス・ヘルスケア 第6回 中国医薬品業界における M&A のポイント

I.はじめに

中国では、人口の増加や高齢化の進行、生活習慣の変化が進んでいることに加え、富裕層の割合も急激に増加している。また、政府による制度改革が打ち出され、医薬品の品質向上、医療水準の向上が期待されている。中国では1980年代に対外開放政策のもと外資企業の参入が進み、医薬品業界にも日本および欧米の製薬企業が相次いで参入している。中国の医薬品市場は年々拡大を続けており、2015年に日本に追いつき、米国に次ぐ世界第2位の市場規模となっている。このような環境において、市場競争はより激化することが予想され、シェア拡大、売上拡大を目的とした M&A が成長戦略の一案として考えられる。他方、中国では精度の高い情報収集が困難であることや医療制度が十分に整備されていないこと、コンプライアンスの管理に課題があることから、提携を含めて M&A には十分な事前準備と対策を講じる必要があると考えられる。

そこで、中国の医薬品業界において、M&A を行う際の課題とその対策について主要なポイントを紹介する。

II.中国の医薬品業界の動向

中国の医薬品市場は 2015 年に 900 億ドルを突破し、日本を上回って米国に次ぐ世界第 2 位の市場規模へと成長している。今後の市場成長率はやや鈍化するものの日本と同程度の市場規模を維持し、製薬企業にとって重要な市場となっている。金額ベースでの市場規模のうち、ジェネリック医薬品が占める割合は 65%程度である一方、先発薬の割合は 20%程度(残りは一般用医薬品)であり、日本の製薬企業にとって、ジェネリック医薬品市場のシェア獲得、先発薬市場のシェア拡大の可能性が期待される。特に、中国政府によるジェネリック医薬品を中心とした医薬品の品質の向上、中国発の先発薬を創出するという方針は日本の製薬企業にとって追い風と言えよう。

中国の医薬品市場には、図表 1 のとおり 1980 年代から 1990 年代前半にかけて海外から多くの企業が参入している。公表されている事例ではすべての企業が合弁会社(JV)を設立して参入しており、中国現地企業と協業して事業展開を開始している。

図表 1 中国医薬品市場への主な参入事例

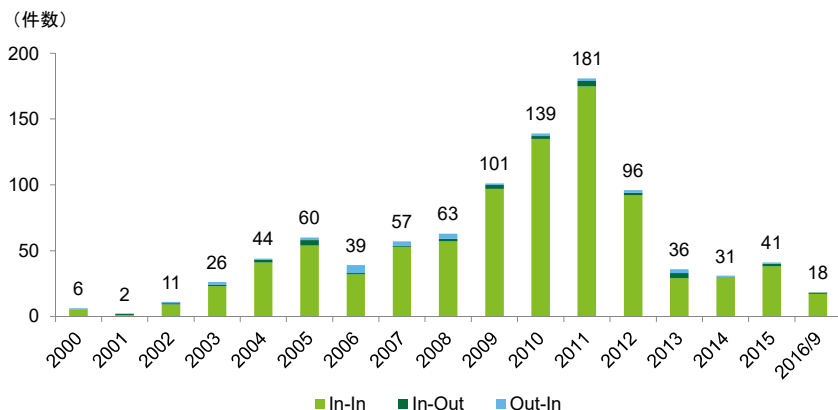
	企業名	参入年	参入形態
日本企業	大塚ホールディングス	1981	現地法人とJV設立
	エーザイ	1991	現地法人とJV設立
	武田薬品工業	1994	現地法人とJV設立
	アステラス製薬	1994	現地法人とJV設立
	第一三共	1998	現地法人とJV設立
欧米企業	ブリistol・マイヤーズ スクイブ	1982	現地法人とJV設立
	グラクソ・スミスクライン	1984	現地法人とJV設立
	ノバルティス	1987	現地法人とJV設立
	ファイザー	1989	現地法人とJV設立
	バイエル	1993	現地法人とJV設立
	アストラゼネカ	1994	現地法人とJV設立
	ロシュ	1994	現地法人とJV設立

出所:みずほ銀行 Mizuho China Monthly 2015 年 5 月号よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

III.中国における M&A の動向

続いて、2000 年以降の中国のヘルスケア分野¹における M&A の件数推移を示す。図表 2 のとおり、2011 年をピークに M&A の件数は減少傾向にある。

図表 2 中国のヘルスケア分野における M&A 件数の推移

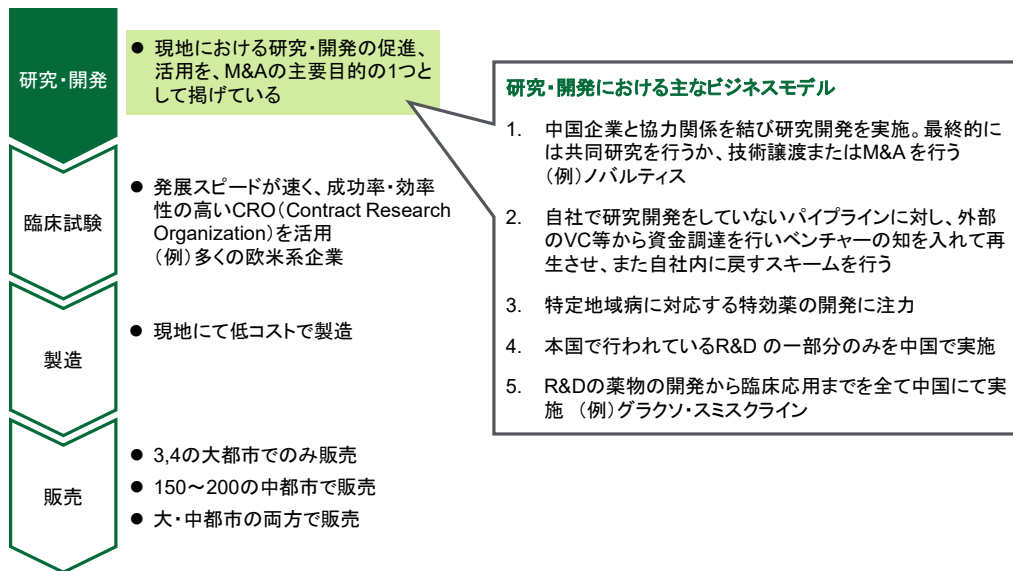


出所: SPEEDA よりデロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

¹ ヘルスケア分野は、バイオ・医薬品製造、医療用電子機器、遺伝子検出・解析機器、医療用器具、医療業務支援、医療関連専門卸を対象とした。

M&Aの中でもIn-In案件(中国国内案件)が大半で、毎年80%以上を占めている状況であるが、中国におけるM&Aの主な目的として、研究開発の強化を掲げている欧米企業が多くなっている。主なビジネスモデルとして図表3に示すとおり1~5の方法が挙げられ、外部企業と協力する場合や自社で展開する場合が考えられる。例えば、ノバルティスは中国現地企業と共同研究を行い、最終的に技術譲渡やM&Aを行うモデルを取っており、グラクソ・スミスクラインは薬物開発から臨床応用まで自社で実施している。

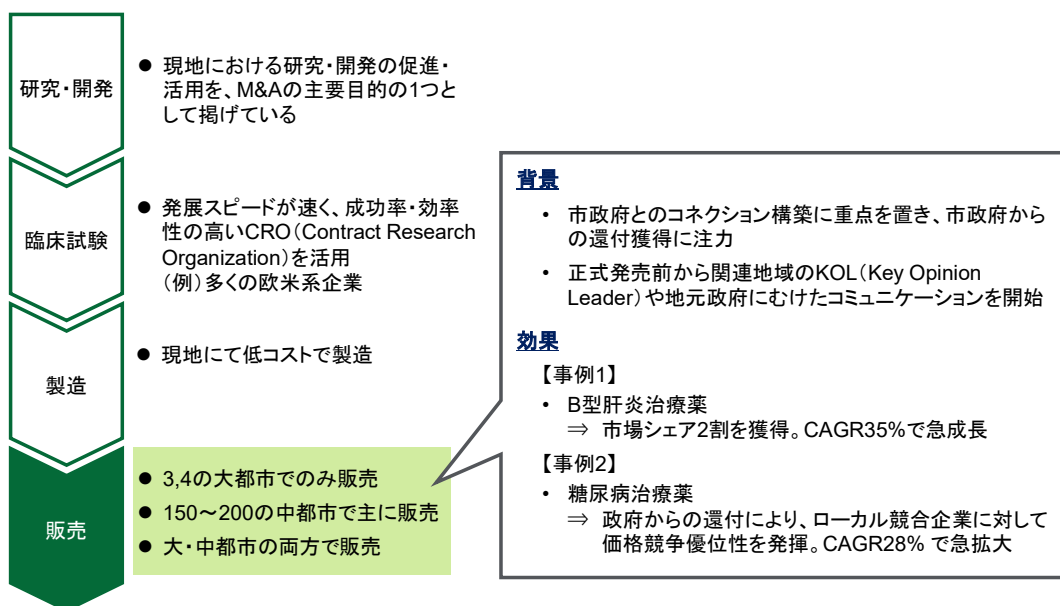
図表3 研究・開発における欧米企業の戦略



出所: 第2回アジア・パシフィック医薬品流通フォーラム「外資系製薬企業の低利潤時代に対する対策」、
「中国における医薬品市場の一考察」よりデロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザーリー合同作成

また、欧米企業は中国の地方政府との関係を強化することにより売上拡大を図っている。図表4にその事例を示すが、欧米系大手製薬企業は市政府、関連地域のKOL(Key Opinion Leader)とのコネクションを強化することで他企業に対する価格競争優位性を発揮し、売上拡大につなげている。

図表4 販売における欧米企業の戦略



出所: 第2回アジア・パシフィック医薬品流通フォーラム「外資系製薬企業の低利潤時代に対する対策」より
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作成

他方、近年の中国製薬企業は資金力が豊富な企業が増えてきており、中国政府が推進するように新薬の開発、製造を行い、研究開発力が向上している企業も現れてきている。現時点では中国製薬企業が日欧米の製薬企業を買収する機運はそれほど高くないと想定されるが、今後、日欧米の有する研究開発力、製造ノウハウを獲得するためにM&Aを検討する可能性はあると考えられる。

IV.中国におけるM&Aのポイント

M&Aを行う場合、一般的に中長期的に主力とするビジネス、市場でのポジションの確立、新規事業への参入など目的を明確化し、その実現のための手段としてM&Aが最適か否かの検討を行うことが重要となる。中国医薬品業界におけるM&A、企業提携では、それらに加えて特有の課題が生じる場合が想定され、事前に十分な調査、対策を検討する必要がある。図表5に主な課題とその内容、対応策の例を示す。主な課題としては(1)情報の取得・信頼性、(2)価格期待ギャップ、(3)レギュレーション、(4)マネジメント・教育、(5)コンプライアンスが挙げられる。

(1)について、市場情報の取得は言語の問題や都市と地方の格差が大きいことから、対象市場、対象地域に関する情報を同じレベル(情報の粒度、公開時期など)で取得することが困難である。また、中国の製薬企業に限るものではないが、未上場企業の場合は財務情報や株主情報の取得が困難となる。これら課題への対応策の例として、限られた情報しか得られない段階では初期的なスクリーニングに留め、その後直接企業にアプローチする、いわゆる詳細デューデリジェンスを行うことで情報の精緻化を図ることが考えられる。

(2)について、価格期待ギャップは買収企業の本来の実力と買収価格とのギャップのことである。(1)に記載のとおり、情報が少なく事業計画の精度が高くない場合、その事業計画に基づくDCF法による事業価値評価も必然的に精度が下がり、出資や買収価格の試算が困難となる。また、類似会社比較法による場合、成長市場にある中国の医薬品関連企業のEV/EBITDA倍率が高くなる傾向にある。可能な限り価格期待ギャップを小さくするために、想定されるシナジー、ディスシナジーを定量評価することや、買収金額の支払いにアーンアウトスキームや価格調整項目を入れることによるリスクの低減を図ることが考えられる。

(3)について、レギュレーションとして中国の医療制度への対応が課題となる。中国では医療制度が頻繁に改正されること、そして、中国政府としても法制度を施行し運用しながら問題点を改善させている状況があると推察される。また、中国当局の権力が大きいという点も特徴である。例えば、中国では自由薬価制度が採られているが、当局から薬価を下げるような誘導があり、入札制度では事実上の公定薬価となっていることが挙げられる。このような状況ではあるが、法制度が整備されるまで待つのではなく、法制度が改定されたときに対応できる企業を選定することが重要であり、このような観点から対象企業を検討する必要がある。

(4)のマネジメント・教育について、中国現地従業員とは文化の違いがあり、仕事の取り組みやモラルについても認識の違いが生じやすい。仕事の取り組みとしては、モチベーションに影響を与えるポイントや仕事の質、退職に対する考えの違いなどが想定される。中国における事業の成功ポイントとして、現地企業、現地従業員の活用が挙げられるが、現地従業員にマネジメントやオペレーションをすべて任せきりにすることは、文化や仕事の取り組み方の違いからリスクとなる場合がある。そこで、現地企業を活用しながらも、日本の本社や地域統括を行う拠点からガバナンスを利かせてマネジメントしていくことが重要となる。また、従業員に対して仕事への意識や取り組みについて各社の理念、方針を教育することも効果的であると考えられる。

(5)について、中国ではコンプライアンスの徹底に他国よりも留意する必要があると考えられる。近年は減少してきているものの、取引先や中国当局との贈収賄、癒着などの不正リスクが払拭しきれていないと推察されるためである。また、中国製薬企業に限ることではないが、従業員から顧客情報や技術情報が漏洩したり、不正会計がなされたりするリスクも想定される。これらのリスクを低減させるために、デューデリジェンスにおいて不正調査を実施し、PMI(Post Merger Integration)において不正防止の社内体制整備を行うこと、さらにガバナンスや教育、不正防止のためにシステムを強化することが挙げられる。

図表 5 中国における M&A の課題と対応策(例)

課題	内容	対応策(例)
(1) 情報の取得・信頼性	<ul style="list-style-type: none"> ● 市場情報、財務情報等の取得が困難で、事業計画やデューデリジェンスの精緻化が困難である ● 情報が古かったり、網羅性に欠けたりなど情報の信頼性が十分ではない 	<ul style="list-style-type: none"> ● 限定情報で初期的スクリーニングを行い、その後直接アプローチによる詳細デューデリジェンスで精緻化を図る ● 外部調査機関、アドバイザーの活用による情報収集を検討する
(2) 価格期待ギャップ	<ul style="list-style-type: none"> ● 事業計画の精緻化が困難で、それに基づく事業価値評価、出資額、買収価格の試算が困難である ● 中国医薬品市場は成長市場であり、EV/EBITDA倍率が高くなる傾向にある 	<ul style="list-style-type: none"> ● 価値評価において想定されるシナジー/ディスシナジーを網羅的に検討し定量化する ● 一部買収やアーンアウトスキーム、価格調整の導入等を検討する
(3) レギュレーション	<ul style="list-style-type: none"> ● 中国の医療制度は頻繁に改正され、施行後に運用しながら改善させていく状況が推察される ● 中国当局の権力が大きく、医療制度と現場の実態がずれている場合がある 	<ul style="list-style-type: none"> ● 医療制度が改定されたときに、対象企業が対応可能か否かを事前に検討する ● 早期に専門家(法務、税務など)に相談し、提携パートナーや提携ストラクチャーの検討を行う
(4) マネジメント・教育	<ul style="list-style-type: none"> ● 現地従業員は、仕事の取り組み(モチベーション、仕事の質など)やモラル、文化に違いがある ● 現地従業員にマネジメント、オペレーションを任せっきりはビジネスリスクが高まる 	<ul style="list-style-type: none"> ● 本国あるいは地域統括本社から現場のガバナンスを利かせてマネジメントする ● 現地従業員に対して、仕事への意識や取り組みに関する教育を徹底する
(5) コンプライアンス	<ul style="list-style-type: none"> ● 取引先や中国当局と贈収賄、癒着などの不正が発生するリスクがある ● 従業員による顧客情報や技術情報の漏洩、不正会計が発生するリスクがある 	<ul style="list-style-type: none"> ● デューデリジェンスにおける不正調査の実施、PMIIにおける不正防止の社内体制の整備を行う ● コンプライアンス徹底のためのガバナンスや教育、システム強化や導入を図る

出所: デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

V. おわりに

冒頭でも述べたとおり、中国の医薬品市場は、社会環境、経済状況の変化により拡大し続け、世界第2位の規模にまで成長している。中国におけるシェア、売上を拡大するために M&A を行うことは 1 つの方法である。他方、中国では(1)情報の取得・信頼性、(2)価格期待ギャップ、(3)レギュレーション、(4)マネジメント・教育、(5)コンプライアンスにおいて課題があり、提携を含め M&A には十分な事前準備と対策を講じる必要がある。

中国における事業の成功ポイントはいかに現地企業、現地従業員を活用するかであるが、中国現地企業との提携や M&A 成功は想定される課題について事前に対応策を検討し、準備していくことが重要であると考えられる。

※ 本文中の意見や見解に関わる部分は私見であることをお断りする。

※ 詳細情報をご希望の場合は別途お問い合わせください。

執筆者

デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社
 ライフサイエンス・ヘルスケア担当
 シニアアナリスト 浦川慶史

デロイトトーマツグループは日本におけるデロイトトウシュートーマツリミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームおよびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツコンサルティング合同会社、デロイトトーマツファイナンシャルアドバイザリー合同会社、デロイトトーマツ税理士法人およびDT弁護士法人を含む)の総称です。デロイトトーマツグループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査、税務、法務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリー等を提供しています。また、国内約40都市に約9,400名の専門家(公認会計士、税理士、弁護士、コンサルタントなど)を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツグループWebサイト(www.deloitte.com/jp)をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザリーサービス、リスクアドバイザリー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界150を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスをFortune Global 500®の8割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約245,000名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#)もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュートーマツリミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTLおよび各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitteのメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細はwww.deloitte.com/jp/aboutをご覧ください。

本資料は皆様の情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事業に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。

Member of
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2017. For information, contact Deloitte Tohmatsu Financial Advisory LLC.