



世界の M&A 事情 ～ブラジル～

回復しつつあるブラジルに今こそ長期見通しを持った取り組みを

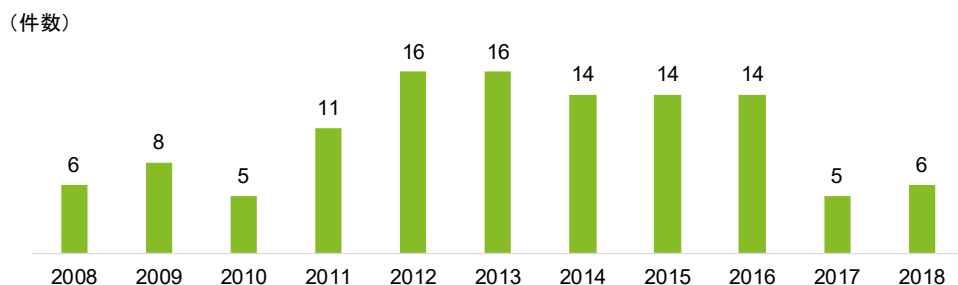
1. ブラジル経済の現状～熱狂から落ち着きを取り戻したブラジル

今後成長が期待できる新興国の1つとして、「BRICs」の一角をなすブラジル。リーマンショックからの回復は早かったものの、2014年ワールドカップ、2016年リオオリンピックなど世界的イベントが行われた時期には経済が低迷し、2015年、2016年には実質GDP成長率がマイナスを記録した。スタジアムや会場の建設遅れや、また深刻な治安問題のニュースも取り上げられ、現状日本においては、どちらかといえば、ブラジル投資への慎重な見方が多い状況になっている。

2. 日本からの M&A 件数～熱狂の最中に順張りしてきた日系企業

実際、2011年から2016年までの日本からのM&A件数は年間15件程度であり、2017年からは、ブーム以前に戻ったかのように減少している。しかし、どちらかという、この順張りの投資が裏目に出ているケースが多いのではないと思われる。買収後、為替相場が半減するなど、円換算では為替の影響も大きいからだ。

図表 1 ブラジル M&A 件数と取引倍率



出所: TTR、レコフ M&A データベース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

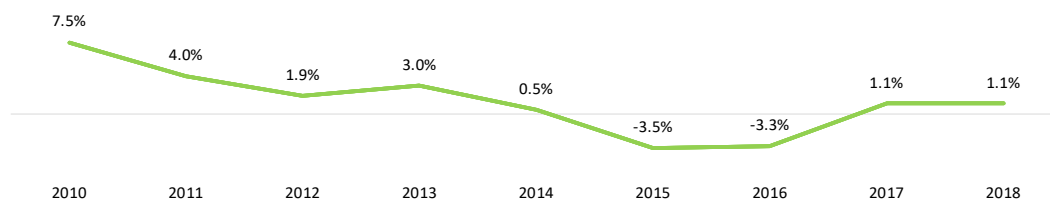
また、GDP 成長率の低下傾向に少し遅れた反応を見せたためか、日本の製造業から見た投資先としてのブラジルへの魅力度ランキングは下落している。ただし、その視点だけでブラジルを見ると、本質を見誤る可能性がある。

図表 2 中期的有望事業展開先国・地域(日本の製造業回答)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	中国	中国	中国	インドネシア	インド	インドネシア	インド	中国	中国
2	インド	インド	インド	インド	インドネシア	インド	中国	インド	インド
3	ベトナム	タイ	インドネシア	タイ	中国	中国	インドネシア	ベトナム	タイ
4	タイ	ベトナム	タイ	中国	タイ	ベトナム	ベトナム	タイ	ベトナム
5	ブラジル	インドネシア	ベトナム	ベトナム	ベトナム	メキシコ	タイ	インドネシア	インドネシア
6	インドネシア	ブラジル	ブラジル	ブラジル	メキシコ	タイ	メキシコ	米国	米国
7	ロシア	ロシア	メキシコ	メキシコ	ブラジル	フィリピン	米国	メキシコ	メキシコ
8	米国	米国	ロシア	ミャンマー	米国	米国	フィリピン	フィリピン	フィリピン
9	韓国	マレーシア	米国	ロシア	ロシア	ブラジル	ミャンマー	ミャンマー	ミャンマー
10	マレーシア	台湾	ミャンマー	米国	ミャンマー	ミャンマー	ブラジル	ブラジル	マレーシア
10	-	-	-	-	-	-	-	韓国	-
12	-	-	-	-	-	-	-	-	ブラジル

出所: 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」(2010~2018 年版)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

図表 3 実質 GDP 成長率



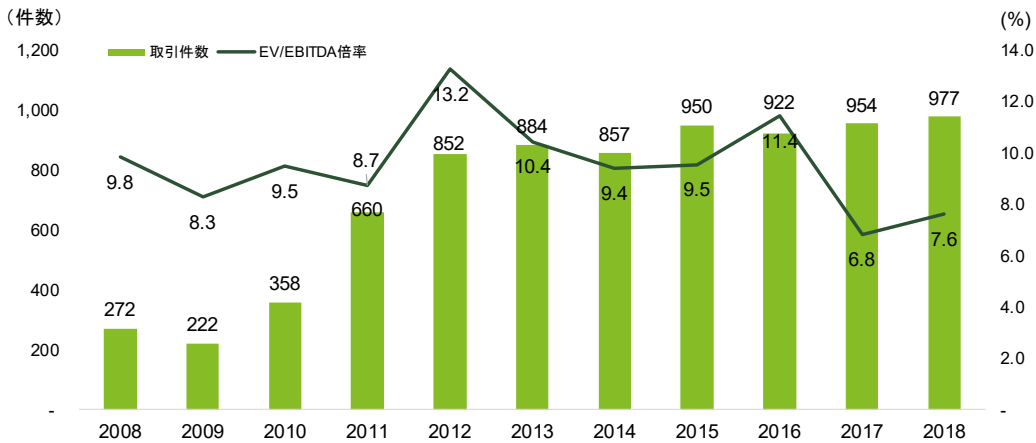
出所: IBGE, BCB よりデロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社作成

3.ブラジルの M&A 市場の動向

日本企業の M&A 件数が減る一方で、ブラジル国内全体では、実は M&A 件数は毎年増えている。理由としては、景気は最悪期からの回復局面にあるものの、銀行の与信は引き続きタイトであり、資金繰りや事業拡大にプライベートエクイティが資金供与をしていることが背景にある。また、スタートアップへの投資も頻繁に行われているということが要因であろう。取引倍率(EV/EBITDA 倍率)が景気後退を反映して、2012 年の 13.2 倍から 2018 年には 7.6 倍と大幅な下がり基調で推移してきたことに注目すべきであろう。

大型インフラ投資は中国企業やインフラファンドを中心に継続して行われている。インフラ分野だけでなく、その他業種でも大型取引が多いことは国内市場の大きいブラジルの特徴と言える。

図表 4 ブラジル M&A 件数と取引倍率



出所: TTR 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

なお、三井物産が Vale(ブラジルの大手総合資源開発企業)に出資したのは 2003 年。この時期も、決して先が見通せた状況ではない。隣国アルゼンチンのデフォルト(債務不履行)の影響や労働党のルラ政権への不安などでリアル安が急速に進行し、不透明な時期であった。しかし、その後は蓋を開けてみれば、むしろ繁栄の時代を謳歌したわけである。不透明な時期での逆張りが功を奏した例と言える。

日系企業の M&A 件数は減っているが、2018 年には日本電産がブラジル事業への投資を決定し、2019 年にはソフトバンクはそれまでのスタートアップ投資に引き続き中南米ファンドの設立を発表するなどの動きもみられる。

4.ブラジル経済改革への期待の高まり

2018 年 11 月の大統領選挙にて、ボルソナロ政権が誕生し、目下のところは、年金改革の行方に注目が集まる。同時に、民営化も活発に議論されており、特にインフラ関係の民営化では政府支出削減という観点からだけでなく、投資チャンスとしても注目される。

また、長期的に注目すべきなのは、税制改革であろう。典型的なブラジルコストの中で、悩ましいのが世界一複雑で、工数がかかるといわれる税務コンプライアンス対応である。税率というよりも、複雑な税制への企業の対応時間が問題である。この問題への対応については以前より議論が進んでおり、税制の簡素化が実現した場合、海外投資家から見ても、大きなポジティブ効果があると思われる。

5.ブラジル M&A での成功要素とは?

日本の製造業から見た場合、輸出も考慮することから、ブラジルの魅力度が下がっている部分もあると思われる。ブラジルは国内市場が大きく内需型経済ということもあり、ブラジルで成功するには、ブラジル国内市場でいかに勝つかということが外すことのできないテーマである。また、国土が大きく、各地域の市場が分断されるところがあり、そのうえ脆弱なインフラを中心に課題も多い。

そこで、ブラジルでの M&A の基本発想として、“Domestic Market”、“Consolidation”、“Country Development”という 3 つの要素を挙げたい。

国、市場における課題に対応する形で、M&A により、市場や業界で垂直・水平統合していくことが、ブラジルで成功する M&A と考えられる。例えば、教育分野での Kroton、医療診断サービスの Dasa、Fleury、食肉加工の BRF、外資で言えば、Santander 銀行などが M&A 戦略で成功している好例である。サンパウロからリオや北東部に地域的に広がる、あるいはサービス領域を拡充する、そういった視点で、継続的に複数回の M&A を検討し、統合していける

ような分野に妙味があるだろう。さらに、ブラジルという国の漸進的な発展に投資すれば、より成功の確度が上がると考えられる。

6.最後に

アジアに魅力的な投資案件があるのに、なぜブラジルかと言われるれば、その意見にも一理ある。日本からの近接性も重要な検討要素であろう。ただ、「人の行く裏に道あり、花の山」という相場格言もある。こういう時期にもブラジル投資を検討している日系、非日系企業の買収巧者は確実に存在しているし、ブラジル国内の M&A 件数は増えているなか、買値は安くなってきた状況である。長期的な目線で今ブラジルに取り組めば、より多くの果実を手にすることができるのではないだろうか。それとも市場が熱狂している時期の順張りが常に安全であり、不透明な時期の逆張りは絶対に危険と考えるべきであろうか。現実の買収事例を見ると、それとはむしろ反対の結果が目につく。少なくとも今は、市場過熱期に比べても、交渉を進めるには買い手側に有利な時期である。

また、世界的トレンドに合わせ、ブラジルでもスタートアップは興隆し、新しいテクノロジーやアイデアで課題を解決し、確実にブラジルを変えていこう。すでにブラジルには日本よりも多いユニコーン(株式価値 1bilUSD 以上のスタートアップ)が出てきている(ブラジルのユニコーンは 8 社、一方日本は 2 社である)。これらの会社が設立されたのは、ブラジルが不況に向かい始めた 2013 年くらいからである。課題が多いからと言って、何もせずに止まっているわけではない。今こそ改めてブラジル投資に着目すべきであろう。

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

ブラジル駐在

熊谷 圭介

デロイトトーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイトトーマツ合同会社並びにそのグループ法人(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ー合同会社、デロイトトーマツ税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツコーポレートソリューション合同会社を含む)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・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に 1 万名以上の専門家を擁し、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)とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド("DTTL")ならびにそのグローバルネットワークを構成するメンバーファームおよびそれらの提携法人のひとつまたは複数指します。DTTL (または"Deloitte Global")および各メンバーファーム並びにそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの提携法人は、オーストラリア、ブルネイ、カンボジア、東ティモール、ミクロネシア連邦、グアム、インドネシア、日本、ラオス、マレーシア、モンゴル、ミャンマー、ニュージーランド、パラオ、バブアニューギニア、シンガポール、タイ、マーシャル諸島、北マリアナ諸島、中国(香港およびマカオを含む)、フィリピンおよびベトナムでサービスを提供しており、これらの各国および地域における運営はそれぞれ法的に独立した別個の組織体により行われています。

Deloitte (デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連する第一級のサービスを全世界で行っています。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 Fortune Global 500® の 8 割の企業に対してサービスを提供しています。"Making an impact that matters"を自らの使命とするデロイトの約 286,000 名の専門家については、(www.deloitte.com)をご覧ください。

本資料は皆様へ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

© 2019. For information, contact Deloitte Tohmatsu Financial Advisory LLC.



IS 669126 / ISO 27001