

## 13. アジアにおける M&A による産業再編と投資ファンドの役割

### イ. 調査の目的

投資ファンド（ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドなど）はアジア諸国においても買収ファンドとして積極的に M&A に取り組み、産業再編の役割を果たし始めている。国内外金融・資本市場の変化とグローバル企業への成長とハイテク企業が増大するアジアにおいて内外の投資ファンドが M&A を中心とする投資行動をいかに行い（業種別、企業規模別）いかなる結果と問題点を提起しているかを分析する。

### ロ. 調査結果の概要

#### 第 1 章 東アジア M&A と域内産業再編 電子・自動車買収側企業の検証

第 1 章では、東アジアの買収側企業についての実証分析を行っている。まず、クロスボーダー M&A が増加した理由を整理し、各国間での企業・為替などの制度などが共通化してきたこと、新興国の国有企業の民営化などによる市場経済の拡大によるとしている。そして東アジア企業のクロスボーダー M&A に関する実証研究を行なう。トムソン・ロイターの財務データを用いて、企業買収前後の経営パフォーマンスの変化を収益性、成長性、規模の変化に関する指標などをエレクトロニクス、自動車産業を対象に分析を行い、両産業とも企業の成長性、規模拡大に関しては正の効果をもたらすが、収益性を高めるかどうかは明確ではないとの結論を得ている。クロスボーダー M&A が国内企業同士の M&A より経営成果の改善が著しく、自動車産業においてより顕著であるとの結果を得ている。これらの実証結果を総合すると、M&A が資本市場のミスプライシングに基づくとの仮説が否定され、M&A は企業のパフォーマンスを再構築し、リスタートする場合に効果的であり、産業再編上の効果が大きいということが支持されたと言える。

#### 第 2 章 東アジア M&A と域内産業再編 電子・自動車ターゲット企業の検証

第 2 章では、前章では除外されていた被買収（ターゲット）企業に焦点を当て、収益性、成長性、負債比率に関して実証分析を行っている。その結果、とりわけクロスボーダー M&A の場合、被買収企業は買収側企業と異なり、収益性の改善が見られ、成長性も改善が見られた。さらに負債比率も上昇しており、これは市場から M&A が評価され、企業価値が上昇したことを意味している。こうした実証分析結果は M&A が東アジア企業の被買収企業のパフォーマンスを高めており、M&A 関連法制などの自由化政策が望ましいとの政策的インプリケーションが得られたと言ってよいであろう。

#### 第 3 章 中国の発展方式の転換と投資ファンドの役割

第 3 章では、78 年の改革・開放以来の経済発展政策の中で産業政策、企業政策、M&A 政策、プライベートエクイティ（PF）（ベンチャーキャピタルを含む）などの政策内容を整理する。中国は経済発展と市場経済化過程において制度と市場の形成を政策的に

行わざるを得ず、その過程で外資導入が積極的に図られ、直接投資に加え資本市場においても外資ファンドの役割が大きかったことを指摘する。改革開放以後、過剰投資が80年代、90年前半、そして2000年代に生じ、政策転換が図られる中で、重点産業分野が確定され、それに沿った国有企業改革、金融改革、独占禁止法の制定もなされてきた。外資政策も資本・技術が選別的に活用される方向に転換され、クロスオーバーM&A、PFなどに対する法制も整備されてきたことを述べる。

#### 第4章 韓国のM&Aの現状と投資ファンドの役割

第4章では韓国のM&Aの現状と特徴を整理し、97年の通貨危機後の構造調整としてのM&Aが急増したが、構造調整後にはM&Aは中国、インドなどと比較しても規模は小さいこと、海外からのクロスオーバーM&Aに比して、国内企業の海外へのクロスオーバーM&Aは少なく、先進国の対GDP比のM&A規模に対しても半分以下の現状であることを述べている。韓国のM&Aに対する実証研究の結果を紹介し、産出量、生産性を高める効果を持ち、持続的であるが、利益率は短期的な効果しかなかったことが報告されている。製造業などに比べ、通貨危機後に生じた金融機関への投資ファンドのM&Aは支配株主のめまぐるしい変化と金融監督権の低下、金融資産の国外流出の恐れなど多くの問題点が生じたことを指摘している。

サブプライム問題に端を発する世界的な不況はこれまでと同様資本市場の収縮と企業の活動の停滞からM&Aブームの終焉をもたらすと思われるがM&Aは不況に対処する産業再編の方法としても用いられるのであり、こうしたM&Aが多く行われることが予想されるが、好況期の始まりとともに再びM&Aブームが始まることはこれまでの歴史から十分予想できることであろう。