

韓国 M&A 市場の動向

～アジア通貨危機から10年、その後と現状～

ソウル駐在員事務所

所長 ^{になぎ} 蜷木伸一

はじめに

昨年、日本産業界の最大の話題はM&A（企業の合併・買収）ではなかったでしょうか。ライブドアから始まり村上ファンド、王子製紙、明星食品など話題に事欠くことのなかった年でした。

地元九州でも、紳士服のフタタを巡ってのTOB（株式公開買い付け）などは、地方企業にとっても、対岸の火事ではないことを痛感されたことと思います。

国際再編のうねりは、国内の秩序も動かしました。国内最大手、王子製紙による北越製紙に対する敵対的TOBは、ベンチャー企業の世界だったM&Aを、伝統的大企業がタブーを乗り越えて事業展開を試みた点では画期的でした。

今年からは、外国企業が株式交換によって日本企業を買収する「三角合併」が解禁されることを受け、経営課題として浮上することは間違いありません。

今年はアジア通貨危機から10年を迎えます。本稿では、当時、国を代表する企業が次々とM&A市場の中で売り買いされるといった苦い経験をした、お隣、韓国のその後と現状を探ってみました。

1. 韓国のM&A市場の概要

(1) 推移

アジア通貨危機前は民営化が中心

アジアの通貨危機以前にも国内M&A市場は存在していましたが、現在とは隔世の感があるでしょう。高度成長を続けていた経済状況のなかで、個々の企業レベルでは収益確保の機会も多く、大きな関心は向けられませんでした。

したがって、民間企業が主導するM&Aよりは、経済的波及効果の大きい公企業の民営化がその特徴でした。

1997年アジア通貨危機以後M&A市場は活性化

その後の通貨危機により、事態は一変します。大手を含む多くの企業が経営破綻し、その煽りで金融機関までがM

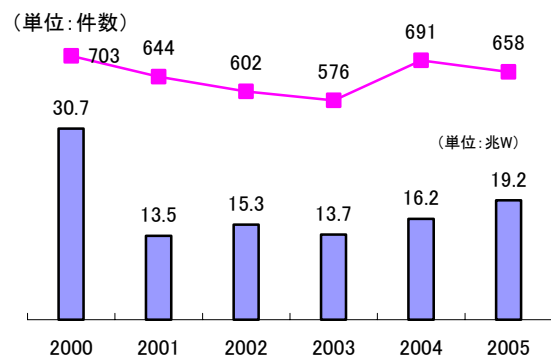
&A市場に売り物件としてあふれ出ました。

世界的にもグローバル化、規制緩和等で巨大企業間の超大型かつ国境を越えたM&Aが興隆を極めた時期とも重なり、2000年はピークを迎えたのです。

通貨危機直後は、政府主導のビッグディール(Big Deal)や構造調整次元という、言わば外部からの圧力によって成り立っていました。公的資金早期回収のために外資誘致を急いだあまり一部では、「外国資本に二束三文で叩き売られたのでは」という国民感情はいまだに根強いものがあります。

確かに当時は、最近の「企業価値の向上」というレベルではなく、切羽詰った資金調達のための無差別的M&Aだといえたかもしれません。

韓国のM&A市場規模



韓国のM&A市場規模は2004年より増加傾向

現在日本では、1日10件のペースでM&Aが起きていると言われていますが、韓国でも1日2件弱のペースで起こっています。

経済規模が異なるので一概には比較できませんが、韓国のGDPは日本の2割弱であり、表の通りGDP対比の市場規模では日韓両国とも3%弱を占め、ほぼ同水準と言えるでしょう。

しかし、これは欧米に比べると見劣りし、また世界29ヶ国の平均である6%の半分程度にとどまっています。

各国M&A市場規模（2004年）

	韓国		日本	仏	米
市場規模 (億ドル)	(2004) 155	(2005) 191	1,085	1,256	8,336
GDP比(%)	2.08	2.9	2.52	6.98	7.64

資料：公正取引委員会、大韓商工会議所、統計庁

(2) 現況

大型売却案件が揃う

現在公表されている案件の中でも、後掲別表（注目の大型M&A売り物）のようにウリ金融持株会社、現代建設、ハイニクス半導体など、大物の売り出し案件が残っています。

これらの企業は1997年のアジア通貨危機後に実質経営破綻しましたが、資産管理公社（不良債権の受け皿機関）や預金保険公社または債権銀行団による管理の下、経営を立て直し、現在では優良企業に生まれ変わり、質は大いに向上しています。

このため、買収競争も熱くなっています。表にある売却対象企業十数社の市場価値は、6～8兆円規模であるといわれ、現在外資を含め大企業から中堅企業、金融機関等がコンソーシアムを組み水面下で活発な交渉が進められている最中です。

買収者の構成～主役は国内企業へ

M&A取引の買収者は、どういう性格なのかを韓国産業銀行が分析した結果があります。1998年から2005年半ばまでの主要M&A取引のうち、最終買収者の性格と持分比率の分析が可能な総30企業を、分析対象としたものです。サンプルとしては少ないかもしれませんが、ある程度の傾向は掴めるのではないのでしょうか。

買収者の投資動機及び資本の国籍別件数

SI (国内)	FI (国内)	SI (海外)	FI (海外)
20	0	5	5

戦略的投資者はSI (Strategic Investor)

財務的投資者はFI (Financial Investor)

最も多かった国内の戦略的投資者が買収した20件のうち

7割が、コンソーシアム形態の投資であり、全体の半分近くを占めていました。

買収金額では、外国系投資者の比重は3割強であり、ほぼ買収件数と比例したもので、国内投資者と金額の比重に大きな開きはありませんでした。

この結果をみると、通貨危機により市場から退場した企業の買収は、世間一般に考えられていることと異なり、件数・金額ともに国内資本による買収が圧倒的に多かったことが分ります。

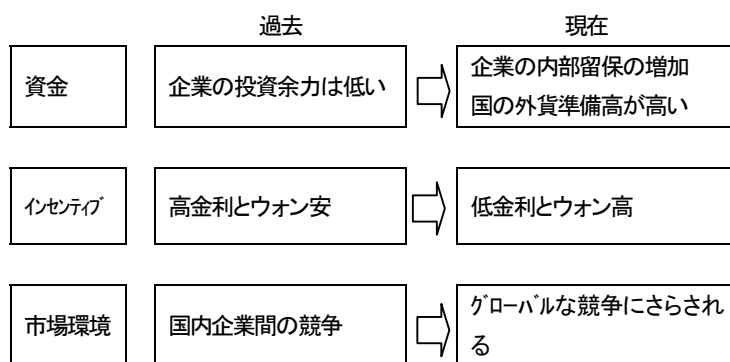
国際M&Aで買収国としてのプレゼンスは低い

韓国銀行によれば、全体M&Aの中でのクロスボーダーM&Aの占める割合は、金額ベースで40%と世界平均レベルですが、その大部分は外国企業やファンドによる国内企業の買収です。したがって、韓国企業による外資系企業の買収が非常に少ないのが現状となっています。

これは、米IBMのパソコン事業やカナダ系石油会社といった大型買収を行い、アジアの中で買収国としての存在感が増している中国とは対照的です。

この点について、韓国でもグローバルな競争の変化に対応するためにも、認識を変えざるを得ない時代であることは十分考慮されています。別紙の表にある通り、現在の環境変化によってM&A活用の必要性を高める方向に変わりつつあります。

クロスボーダーM&Aの環境の変化



(3) 課題

外資による敵対的M&Aが増加する背景

韓国でも既に、外資による敵対的M&Aへの対抗策は、4年前大手財閥のSKが標的になったことを皮切りに、経営問題として認識されるようになってきています。その増加する背景は、以下の要因によるものと考えられます。

株式市場における外国人の株式保有比率

(%)

韓国 ('06 . 7)	米国 ('05 . 9)	英国 ('04 . 12)	日本 ('05 . 3)	世界
39.1	12.6	32.6	23.7	28.7

資料：国際金融センター、金融監督院

表の通り、株式市場における外国人の保有比率で韓国は40%近くを占めており、他国に比べてもかなり高い状況です。数年前までは、外国人投資家の株式保有比率が高まることを「自社に対するグローバル評価の高まり」と自慢していたのが皮肉な結果となったのです。

これは、外国人に対して株式市場への投資がほぼ完全に開放されていることが理由として挙げられるでしょう。

次に、日本と同様に敵対的M&Aを防ぐ制度は限られており、現状では友好企業にホワイト・ナイト(白馬の騎士)になってもらうしかありません。後述するSKやKT&Gのような国を代表する企業や基幹企業に対しては、別途対策を設けるべきだとの意見はあります。しかし政府としては、グローバルスタンダードにのっとるべきとし、今後も特段の防御手段は構築しない考えのようです。

最後に、株価バリュエーションの問題があります。韓国の上場・店頭株式は2005年の一年間で5割以上急騰した後、一進一退を繰り返しています。以前に比べ相対的には高くなった訳ですが、株価収益率比較をみると世界の中ではまだまだ割安なのかもしれません。企業価値に比べ安価で放置されてはいないか、そこが問題でしょう。

各国の株価収益率比較(2005年末)

国名	PER
韓国	10.40
シンガポール	10.41
英国	13.89
台湾	14.00
フランス	15.10
香港	15.59
米国	19.05
日本	29.49

資料：韓国証券先物取引所

韓国M&A市場がかかえる課題

現在までの韓国M&A市場の大きな特徴は、主要なM&Aは公開入札を通じた競売に偏重された取引方式であることです。

売り物件の殆どは法廷管理(日本の会社更生法に相当)企業であるため、対象企業を選ぶため悩むことはありません。提示された売却対象リストから選び、価格を算定し入札するだけなのです。

この極めて制限された方式だけでは、生き馬の目を抜く海外勢に比べ全般的な知識、経験、ノウハウが不足し未熟だと評価されても仕方がないでしょう。

また、後掲別表(注目の大型M&A売り物)で紹介するのは、通貨危機後の最後の大型売り物件になると思われる。これらが全て売却されれば、市場で注目するものはそうは出てこないと考えられます。それではその後、市場は沈滞してしまうのでしょうか。

今後韓国M&A市場は活性化されるか

最近注目されることは、外資の影響力が強かった市場に、韓国資本が主導的に参加していることです。

国内の内需成熟産業では市場を掌握するため、また中堅グループの中でも未来の成長エンジンを確保する手段として、M&Aは有効であると積極的に参加するようになりました。

例を挙げると、後述する流通業界では、韓国から撤退を決めた米ウォルマートと仏カルフルを買収したのは、同じ業界の最大手「新世界」と新興企業である「イーランド」という韓国企業でした。

こうした背景として、通貨危機以降、企業は内部留保の重要性に気付いたのです。こうして、企業買収ができる資金余力が高まりました。また、高い授業料だったかもしれませんが、外資系からM&Aの技法を学び、経験を積んだことも挙げられるでしょう。

この他、豊富な流動性を確保した戦略的投資者としての国内企業以外にも、新たに国内の財務的投資者として私募投資ファンド(PEF)や各種の共済会(教職員共済会、軍人共済会等)、国民年金基金も市場に登場するようになりました。

外国系財務的投資者は、最近の傾向として、国内でのやや批判的な情緒とリスク分散を考え、国内の戦略的投資者とコンソーシアム形態で参加する傾向を見せています。

このように国の内外を問わず買収者の多様化は、買収者同士の競争やコンソーシアムを組むなどの合従連衡などを通して、市場の基盤がより強固になり、幅広い選択を可能としたのです。

さらに、最近市場に売りに出される企業は、ある程度、経営が正常化しており、投資リスクが低いうえに収益面で従来の他の金融商品を上回る収益が期待でき、これが当面のM&A市場を活性化させる要因となるでしょう。

2. 昨年話題となったM&A事例紹介

(1) ファンドによる敵対的M&Aにさらされた大企業



敵対的M&AにさらされたKT&G

昨年秋、明星食品に敵対的M&Aを仕掛けた米系大手投資ファンドのスティール・パートナーズ。このファンドは一年前、韓国でも一躍有名になりました。

標的とされたのは、2002年に民営化した、大手タバコメーカーの(株)KT&G(旧韓国タバコ人參公社)。傘下に人參公社や優良不動産を多く持ち、含み資産も多い企業です。

ここに目をつけたのは、米国の著名な投資家カール・アイカーン氏でした。彼は経営権取得のためのTOBを宣言し、スティール・パートナーズは助っ人として連合を組んだのです。

この連合軍の保有比率は7%弱だったものの、KT&Gの外国人保有率は60%を超えており、国内の最大株主であった企業銀行は6%弱でした。

株主総会では、外国人株主を味方につけ、社外取締役にはスティール・パートナーズの代表が就任し、自社株買いなど株主配分を勝ち取ったのです。

昨年12月、連合軍は保有株式の大半を売却しました。この間の配当金と差益は約187億円と推定されています。

外資から敵対的M&Aを仕掛けられた大手企業はKT&Gだけではなく、韓国の財閥の5指に入るSKグループの中核企業、石油精製最大手(株)SKは、欧州系ヘッジ

ファンドであるソブリンと2年5ヶ月の攻防を繰り返しました。

この間、石油関連取引のある伊藤忠商事と太陽石油は、(株)SKの要請によりそれぞれ0.5%、0.25%ずつ株式買い付けを行いました。そして最終的にソブリンは、約九百億円の差益を手にしたと伝えられています。

(2) 国際的な業界再編の渦にあるピクカンパニー



韓国を代表する鉄鋼メーカーのポスコ

昨年世界の鉄鋼業界は、一位のミタル・スチール(蘭)と二位のアルセロール(ルクセンブルグ)の合併により激震が走りました。粗鋼生産高は新日鉄の三倍超となる巨人が誕生したのです。また、インドのタタ・スチール(世界56位)とコーラス(世界8位)の、まさに「小が大を飲む」M&Aも起こりました。

この流れは、原料となる鉄鉱石や石炭の生産は世界的に大手鉱山会社による寡占化が進んだため、原料価格の高騰を規模の拡大で緩和させ、競争力を保ちたいためです。また、巨大装置産業の宿命ですが、合従連衡を通して生産原価を引き下げねば生き残れないのです。

ミタルの次の買収対象の可能性が高いと噂されるのが、鉄鉱石の豊富なインドで巨大投資を進める、ポスコ(旧浦項製鉄)。ポスコは韓国の基幹産業の代名詞といっても過言ではなく、世界的な競争力を有してはいますが、敵対的M&Aに対してウィークポイントもあります。

まず、外国人保有比率が6割台を占めることです。国内外の友好株主は3割弱とみられ、株主総会で、定款変更や合併承認といった主要案件の通過を防ぐために必要な33%以上を目指し、友好株主の確保作業は続きます。

また、株価が相対的に低く、2005年末は約一千億円の現預金を保有しており配当を高くする余地がある等指摘されていました。

このため、ポスコは以前より資本関係のあった新日鉄と、戦略的提携を強化する策をとりました。新日鉄はポスコ株を3.32%保有していましたが、さらに2%追加取得し、ポスコは新日鉄株を2.1%保有していますが、今回同一額に相当する新日鉄株を買い入れることを決めました。このような株式の持ち合いで、相互の筆頭株主になる戦略です。

さらに、中国最大の鉄鋼メーカー宝鋼集団が、新日鉄とポスコに出資を要請しています。両社とも前向きな様子で、今後は株式の持ち合いにより日中韓のアジア三強の連携でアセロール・ミタルからの攻撃に備える様相です。

を引き揚げ、合併を解消します。また、1店舗だけ経営していた百貨店「サムスンプラザ」も売却する予定です。

サムスンプラザを600億円超で買収するのは、中堅流通業の愛敬グループ。次世代成長エンジンと位置付け、投資を拡大しました。

同じ流通業界で、米ウォルマートや仏カルフルといった世界の大手が相次ぎ韓国からの撤退を決めました。この2社を買収したのは、ともに国内企業である、ディスカウントストア最大手の「新世界」と新興企業「イーランド」です。イーランドは、1980年に小さな衣料店からスタートし、2003年にニューコア百貨店など各種流通企業や衣類業者を買収し、韓国の企業グループ30位内に入るまでに急成長しました。

これらの業界再編は、今まで何かと外資の影響を受けることの多かったなか、国内企業主導による、自発的な事業部門の交換でした。裁判所での入札ではなく当事者間の友好的M&Aであり、民間による入札を通して成された、成熟した事例と特徴できるのではないのでしょうか。

(後掲:韓国流通業界の再編図参照)

さいごに

韓国のM&A市場は、国内外の経済環境の変化に従って時期的に異なった特徴を見せながら発展しています。10年前のアジアの通貨危機以降、韓国は過去の経済構造の非効率性を取り除き構造調整を進めてきました。現在では市場の機能が整い、民間が主導し政府が支援する先進国型に変貌していると言えます。

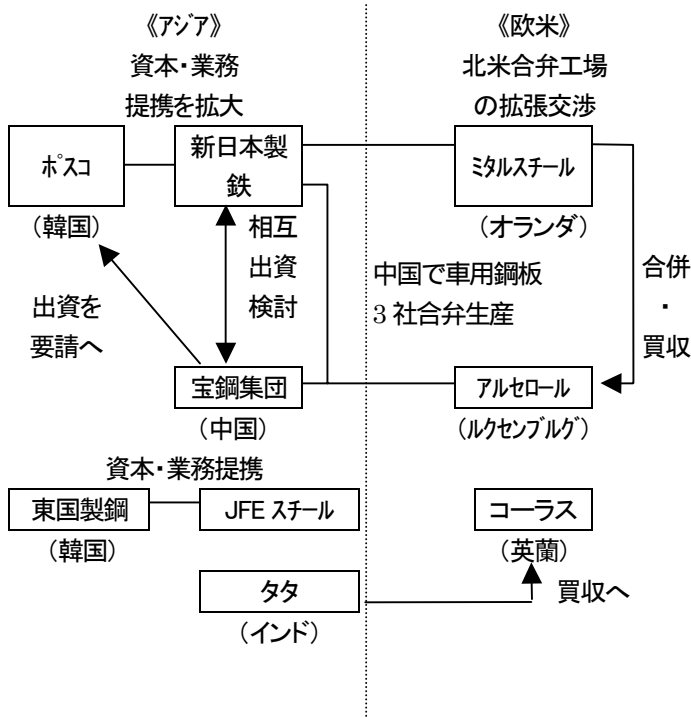
企業の成長活力を高め、また新規事業に進出するための攻めの経営手段として、反対に防御する面からも、過去にも増してM&Aの重要性が叫ばれています。

グローバル化したM&Aで優位に立つには、国際競争力と企業価値を高めなければならないことは言うまでもありません。そして、何より忘れてはならないことは、地道に築いた磐石な財務体質という土壌にこそ、M&Aという果実を实らせることができるということです。

(参考文献)

- ・「2005年M&A情報総覧」韓国産業技術開発院
- ・サムスン、LG経済研究所、韓国産業銀行各種レポート
- ・THE DAILY KOREA NEWS
- ・日経MJ

世界の鉄鋼大手の関係



(3) 国内企業主導のM&Aによる流通業界再編

韓国の最大財閥のサムスンが、昨年秋、流通業界から撤退することを決めました。半導体などで世界的な企業となったサムスン電子をはじめ、金融、重工業、建設まで幅広い業界でトップグループに入りますが、流通業界ではあまりに小さすぎました。非中核企業を切り離し、中核企業に経営資源を注ぎ込む、まさに「選択と集中」です。

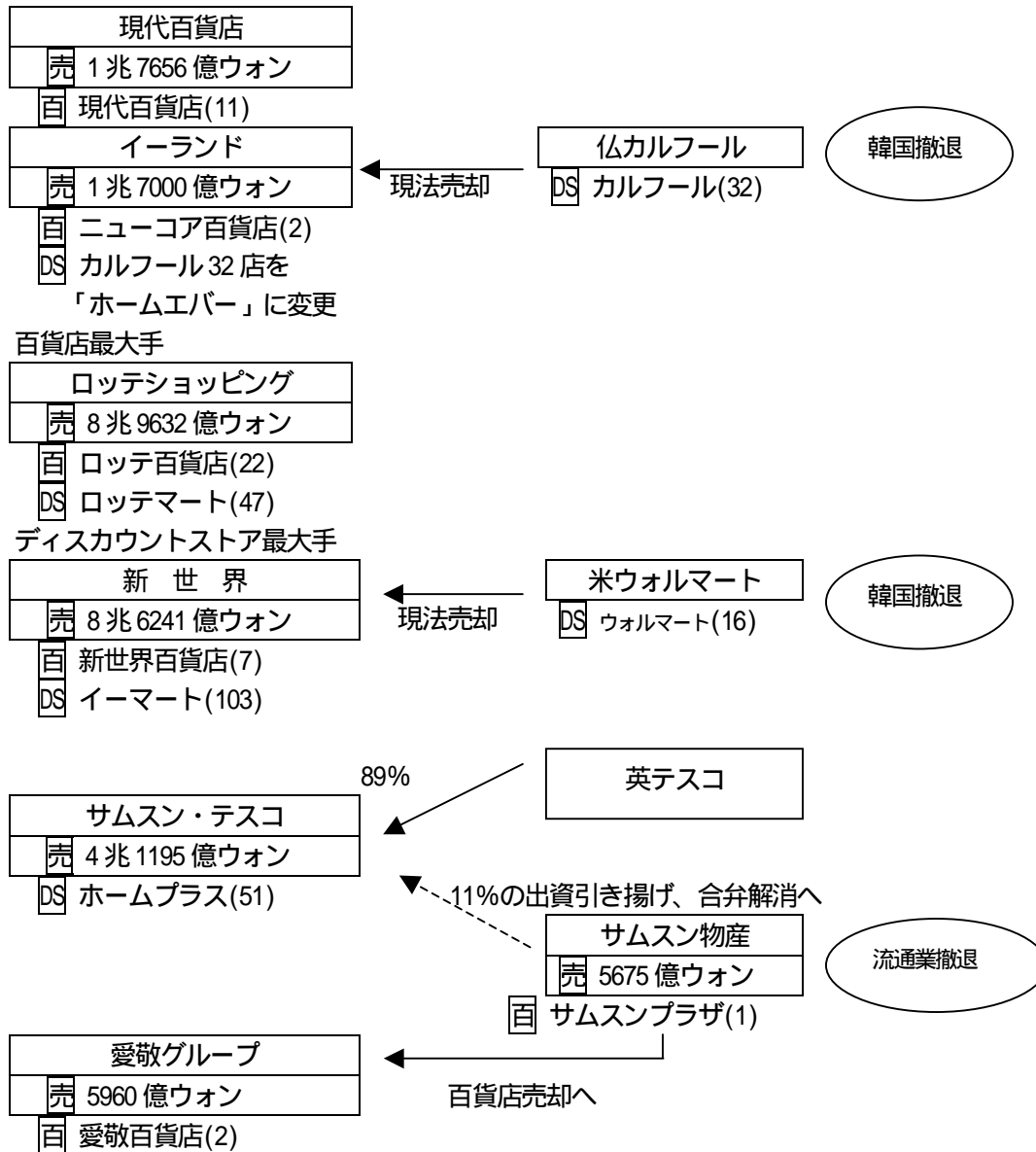
サムスンは、ディスカウントストア「ホームプラス」を多店舗展開している英テスコとの合併会社から出資(11%)

注目すべき大型M&A売り物

企業名	主要株主	時価総額 (兆ウォン)	売却日程	買収候補者
ウリ金融持株	預金保険公社(78.5%)	18	08年3月 期限	持分分散売却推 進、ハナ金融、農 協
ハイニックス 半導体	韓国外換銀行(13.8%)、ウリ銀行(9.3%)、新韓銀 行(7.9%)、産業銀行(7.2%)	16	07年	LG、中国系企業
韓国外換銀行	ローンスター(50.5%)、コムルツ銀行(14.6%)、輸 出入銀行(13.9%)	8	未定	白紙
現代建設	韓国外換銀行(17.8%)、産業銀行(16.8%)、新韓銀 行(7.9%)	6	07年	現代、斗山、現代 重工業、 大林、ポスコ
大宇造船海洋	産業銀行(31.3%)、資産公社(19.3%)	6	07年	ポスコ、現代重工 業、 東国製鋼、GSカル テックス
大宇インターナショナル (商社)	資産管理公社(35.9%)、輸出入銀行(11.6%)、大宇 キャピタルCRV(7.1%)、産業銀行(5.3%)	4	07年	SK、GS、テジュ
大韓通運	ソウル保証(10.1%)、資産管理公社(7.1%)、韓国 外換銀行(5.9%)	1	07年	錦湖、STX、ロッ テ、東国製鋼、CJ、 新世界、GS
双龍建設	資産管理公社(38.8%)、債権団(約12%)、 社員株主組合(19.4%)、双龍洋灰(6.1%)	0.5	07年	ウンジン、テジ ュ、シンヨン、ク ムクァン建業
LGカード	産業銀行(22.9%)、農協(14.6%)、ウリ銀行(8.7%)、 企業銀行(6.0%)、国民銀行(11.5%)	8	07年	優先交渉者決定 新韓金融持株
大宇建設	資産管理公社(44.4%)、ウリ銀行(5.6%)、大宇キャ ピタルCRV(8.4%)、産業銀行(5.3%)	7	07年	優先交渉者決定 錦湖アジアナ

資料：時価総額は2006年11月1日基準、1ウォン=約0.125円

韓国流通業界の再編図



(注) 百は百貨店、DSはディスカウントストア、売は金融監督院が公示した2005年総売上高、サムスン物産はサムスンプラザの数字(業界推定)、カッコ内は店舗数