

## 資本市場の活用による国有企業のM&A・再編<sup>1</sup>

### — 深圳証券市場の経験 —

宋 麗萍\*

#### 要 約

1. 近年、深圳証券取引所では資本市場の活用による国有企業の M&A・再編や海外進出が著しく加速している。国有企業の M&A・再編の主な特徴は、①日増しに活発化していること、②重大な資産再編における一件当たりの平均取引金額が大幅に増えていること、③グループ全体の上場（全体上場）が重大な資産再編の重要な動機となっていること、④クロスボーダーM&Aが大きな進展を見せていることの4点が挙げられる。
2. 国有企業の M&A・再編が加速した背景には、国務院や国有資産監督管理委員会、中国証券監督管理委員会、深圳・上海両証券取引所が M&A・再編を促進するための政策を導入したり、関連制度を積極的に見直したりしていることが大きく寄与している。
3. 国有企業の M&A・再編の代表事例に、唐山鋼鉄による邯鄲鋼鉄と承德鈦鉄の吸収合併や濰柴動力による湘火炬の吸収合併、中聯重科によるイタリアのコンクリート機械メーカー・CIFA の買収等が挙げられる。何れも取引の構造が複雑で大規模な案件、かつ取引所を跨いだ M&A・再編、あるいはクロスボーダーM&A・再編であり、既に中国の国有企業はこうした M&A 案件を実施する能力を備えている。
4. 「第十二次五ヵ年規画」では、経済発展モデルの転換に重点を置くと共に、中国企業の M&A・再編と海外進出を更に加速することが強調されており、今後、益々活発化するものと思われる。資本市場が果たすべき役割は多岐に渡るが、M&A・再編に関連する制度、環境の改善に加え、資本市場の M&A・再編機能が一層効率的に発揮されることで、国有企業の規模の拡大、競争力の向上、国際化が更に進むだろう。

<sup>1</sup> 本稿は、「国務院発展研究センター—野村財団共同研究会議：中国国有企業の再編とグローバル化」（2011年5月28日開催）で発表された「資本市場の活用による国有企業の M&A・再編—深圳証券市場の経験—」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛または抄訳としている場合がある。

\* 宋麗萍 深圳証券取引所 総経理

## I. はじめに

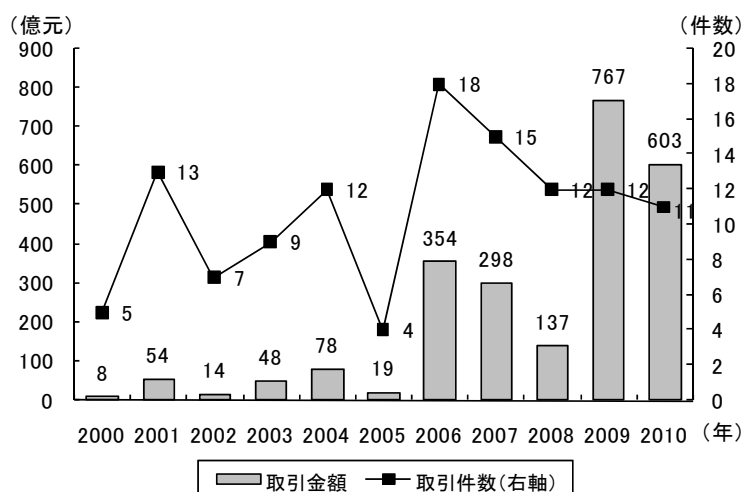
近年、深圳証券市場では資本市場の活用による中国国有企業の M&A・再編や海外進出が著しく加速している。多層的資本市場システムの整備に取り組んでいる深圳証券取引所において、中小企業板と創業板に上場している企業は中小企業と民営企業が中心である。一方、同取引所のメインボードでは国が株式を支配している企業が大半を占めており、当該企業の M&A・再編が非常に活発に行われ、M&A・再編を通じた規模の拡大や競争力の強化、国際化に成功した事例が多数ある。これらの経験は中国の資本市場にとって典型的な意義を有しており、重視し、かつ総括すべきである。

## II. 深圳証券取引所上場の国有企業の M&A・再編の概要

深圳証券取引所に上場している国有企業の近年の M&A・再編には以下の四つの特徴が挙げられる（以下、「国が株式を支配している上場企業」を「国有企業」とする）。

第一に、M&A・再編が日増しに活発化していることである。2000 年から 2010 年までの間、深圳証券取引所のメインボードでは 205 件の重大な資産再編が行われ、取引総額は 3,000 億元に達した。うち国有企業による重大な資産再編は 118 件、取引総額は 2,380 億元に達し、深圳証券取引所のメインボード全体に占める割合はそれぞれ 58%と 79%となり、M&A・再編の中核をなしている。全体の動向として、ここ 10 年間の M&A・再編は日増しに活発化し、メインボードの国有企業による重大な資産再編における年間取引総額は 2000 年から 2005 年までは 80 億元未満であったが、2006 年から 2010 年までは毎年 100 億元超となった。そのうち 2009 年は 767 億元、昨年は 603 億元に達した（図表 1）。

図表 1 深圳証券取引所メインボードに上場している国有企業の重大な資産再編に関する案件推移（2000-2010 年）



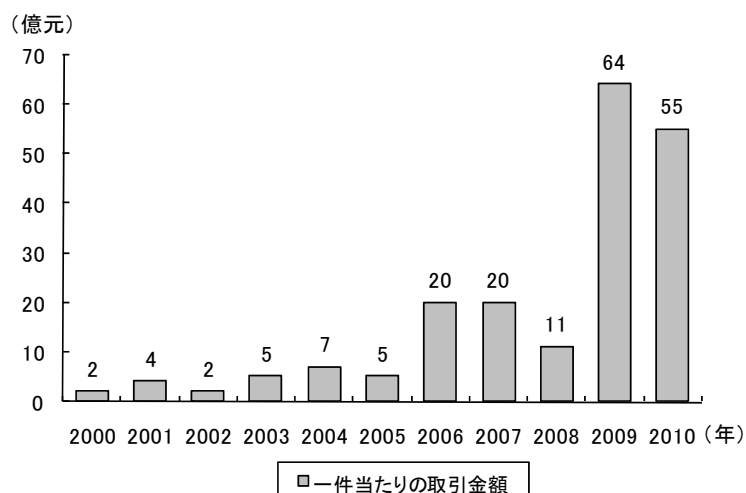
(出所) 深圳証券取引所

第二に、重大な資産再編における一件当たりの平均取引金額が大幅に増えていることである。これは主に 2006 年以降に見られる特徴である。2000 年から 2005 年までの間は、深圳証券取引所のメインボードの国有企業による重大な資産再編における、一件当たりの平均取引金額は 7 億元を超えなかったが、2006 年以降は非流通株改革の順次施行を追い風に、株式発行による資産買収や株式交換による合併等、多種多様な M&A・再編方式の活用によって、重大な資産再編における一件当たりの平均取引金額は大幅に増え、2009 年は 64 億元、昨年は 55 億元に達した（図表 2）。

第三に、国有企業の全体上場が重大な資産再編の重要な動機となっていることである。2006 年から 2010 年までに、重大な資産再編を通じて深圳証券取引所のメインボードに全体上場を果たした企業は計 24 社に上り、取引金額は 1,400 億元に達した。うち国有企業は 18 社で、その取引金額 1,292 億元は、国有企業の重大な資産再編に関する取引金額全体の 60%を占めた（図表 3）。全体上場は中国の資本市場の健全な発展にとって極めて重要である。中国の資本市場の発展初期において、様々な原因により国有企業が一部の優良資産を切り離して上場させたため、その上場企業は独立性を欠き、同業種間の競争や関連取引等の問題が生じたが、部分上場企業が全体上場することで、上場企業の独立性と規範に則った経営がより担保されるようになった。

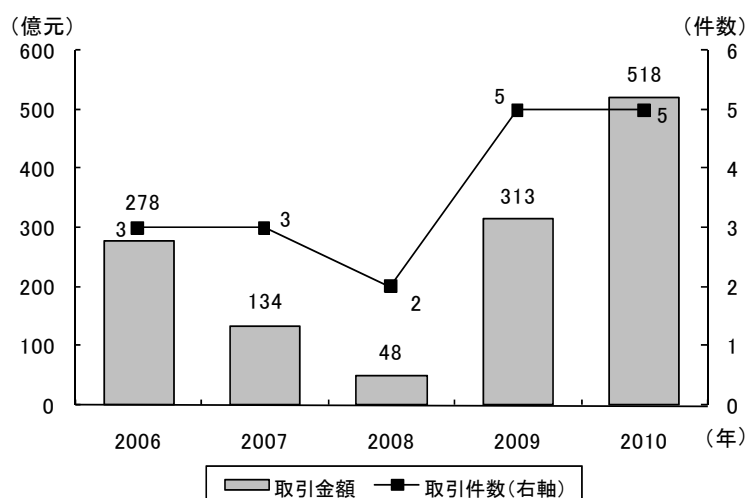
第四に、クロスボーダー M&A が大きな進展を見せていることである。近年、中国政府は企業の「海外進出」を奨励し、中国企業によるクロスボーダー M&A が急速に増えている。Dealogic 社のデータによると、2005 年はわずか 96 億米ドルしかなかった中国企業によるクロスボーダー M&A 額が 2010 年には 620 億米ドルとなり、5 年間で 6 倍以上に増加した。中国の上場企業は豊富な資本と優れたコーポレートガバナンスを梃子に、クロスボーダー M&A における重要な役割を担っている。また Wind 社の統計によると、2011 年第 1 四半期に上場企業が開示した海外企業を対象とする M&A 案件は 14 件にも上った。深圳証券取引所に上場している国有企業数社も海外での M&A を積極的に展開しており、図表 4 は上場国有企業によるクロスボーダー M&A の代表事例を 4 件まとめているが、これらはいずれも 2007 年以降に行われたものである。

図表 2 深圳証券取引所メインボードに上場している国有企業の重大な資産再編における一件当たりの平均取引金額（2000-2010 年）



（出所）深圳証券取引所

図表 3 深圳証券取引所メインボードに上場している国有企業の全体上場に関する案件推移 (2006-2010年)



(出所) 深圳証券取引所

図表 4 深圳証券取引所に上場している国有企業のクロスボーダーM&Aの代表事例

買収者	買収時期	買収先企業	取引金額
中国国際コンテナ	2007年	オランダの運搬車両・タンクコンテナメーカー・Burg社の株式を80%取得	1.08億ユーロ
中聯重科	2008年	イタリアのコンクリート機械メーカー・CIFA社の株式を100%取得	3.755億ユーロ
中金嶺南	2009年	オーストラリアPerilya社の株式を50.1%取得	4,500万豪ドル
	2010年	カナダのGlobeStar Mining Corporation社の株式を100%取得	1.84億カナダドル

(出所) 深圳証券取引所

### Ⅲ. 政策支援と制度改革による国有企業のM&A・再編の促進

深圳証券取引所に上場している国有企業による M&A・再編が近年、安定的に活発化・成長してきた背景には、経済面と政策制度面の両面がある。この数年、国務院や国有資産監督管理委員会（国資委）、中国証券業監督管理委員会（証監会）、証券取引所が M&A・再編を促進すべく積極的に取り組んだ結果、国有企業を取り巻く M&A・再編に関する政策と制度の環境は大きく改善された。

#### 1. 中国政府による促進

グローバル金融危機の影響に対応すべく、国務院は経済発展モデルの転換と経済構造の調整の加速、産業構造の最適化・高度化の促進、産業の集約化を図るために数多くの政策を打ち出した。

2008年に公布された「当面の金融による経済発展促進に関する若干の意見」では「条件を満たした企業の資本市場を活用した M&A・再編を支援し、上場企業による業種間の再編と産業の高度化を促進する」ことが明記された。また 2010年に公布された「企業の M&A・再編の促進に関する意見」では「企業の M&A・再編を適切に推進し、産業構造の最適化と高度化を促し、企業改革を深め、経済成長のモデル転換を加速化させ、成長の質と効率を高めていく」ことが明記され、「企業の再編における資本市場の役割を發揮する」ことが強調された。さらに 2010年の「戦略的新興産業の育成と発展の加速化に関する決定」では、「業種間の再編と産業の高度化を図る効果的な手段として、市場原理に則った M&A・再編を推進する」と強調した上で、「企業の M&A・再編の推進における資本市場の役割の發揮は、経済発展モデルの転換と経済構造の調整を加速させるため必要かつ重要な戦略的施策である」と指摘している。

## 2. 国資委による促進

国有企業の M&A・再編の推進に当たり、国資委は重要な役割を果たしている。2003年の設立以降、国資委は社会全体の経済運営の効率を高め、基幹産業以外の分野から国有企業を撤退させるために、資産の配置転換を行い、国が株式を支配する 7 業種（軍事産業、電力網・発電・石油化学、電気通信、石炭、航空輸送、水上輸送）や中央国有企業の数値目標（2010年に中央国有企業を 80~100社に減らすこと）を明確に定めた。このような政策環境の下で、国有企業は M&A・再編による産業統合と高度化を一層迫られ、M&A・再編に拍車が掛かった。

## 3. 証監会による促進

近年、国務院および国資委の構想と目標の実現に向け、証監会は資本市場の改革と革新を意欲的に推進し、国有企業による M&A・再編に注力している。

証監会が 2005年に開始した非流通株改革は一里塚のような重要な出来事であり、中国の資本市場に大きな転換と M&A・再編の推進に決定的な意義をもたらした。その具体例として次の 2 点が挙げられる。第一に、非流通株改革により非流通株の株主と流通株の株主との間の共通利益の欠如が是正されたことである。保有する非流通株に流通する権利が与えられ、上場企業の経営状況や株価の騰落が富の多寡を決める決定的な要素になったため、大株主にとって上場企業に優良資産を移管するモチベーションが働くようになった。第二に、非流通株改革によって株価形成メカニズムが抜本的に整備され、株式を取引手段とする土台が築かれたことである。これらによって、2006年以降は重大な資産再編や全体上場の案件が急速に増加した。

具体的な制度としては、証監会は 2006年に「上場企業の買収管理弁法」を改訂し、2008年に「上場企業の重大な資産再編管理弁法」を制定した。この二つの弁法の改訂・制定は非常に意義深いことである。これまでの M&A は現金方式が採用され、中短期的なキャッシュフローに大きなインパクトを与えたため、上場企業は M&A・再編の大型案件になかなか踏み切れなかったが、これらの弁法の改訂・制定によって上場企業の株式発行による資産買収や株式交換による合併等、M&A・再編の取引方法と実現方法が多様化し、大型の M&A・再編を手がける能力が大幅に高まった。

国務院が 2010年 8月に公布した「企業の M&A・再編の促進に関する意見」を具体的に実施するため、証監会は 2010年 10月、「国の産業政策に合致し、業界の再編と構造の最適化に寄与する M&A・再編を優先的に支援」という方針のもと、「資本市場を活用した M&A・再編の支

援を強化、資金調達ルートを拡大、上場企業の M&A・再編に関するイノベーションの支援、裏口上場の規範化、市場原理に基づく価格形成メカニズムの健全化、M&A・再編に関する行政審査と許認可手続きの規範化と改善」等の 10 項目の取り組みを発表した。同 10 項目の取り組みを巡っては、2011 年 5 月 13 日に証監会は「上場企業の重大な資産再編および関連資金調達の規定改訂に関する決定」（パブリックコメント）を公表し、上場企業の株式発行による資産買収と関連資金調達を同時に実施することを認可する方針である。これは将来、上場企業の株式発行による資産買収と資金調達にかかる申請が一括で受理・承認されることを意味し、これは M&A・再編のための資金調達ルートの拡大や許認可手続きの簡素化、M&A・再編の市場効率を高めるものとなる。

#### 4. 証券取引所による促進

近年、深圳と上海の両証券取引所も上場企業の M&A・再編を積極的に推進しており、深圳証券取引所の主な取り組みは次の通りとなっている。第一に、上場企業のガバナンスの改善と強化である。深圳証券取引所は産業チェーンが不完全または同業種間の競争が存在する上場企業を洗い出し、M&A・再編等でガバナンス不備に起因するリスクを解消するよう奨励した。第二に、再編過程を監視する中で発見した資産評価の開示不備や鉱業採掘権の不備、リスクの開示不備、売買停止等の問題に対して、速やかに資産評価や鉱業採掘権等に関する 6 つの覚書、2 つの業務ガイダンスおよび 3 つの再編業務に関する通知文を公布したことである。第三に、再編の秩序を規範化し、インサイダー取引を厳しく取り締ることである。深圳証券取引所は売買再開の 5 営業日前にインサイダー情報を持っている人の名簿を該当企業に提出させ、市場監察部が全面チェックを行い、異常な取引（例えばインサイダー情報を持っている人またはその親族による大口売買）が行われた上場企業については、証監会に報告し、調査した上で処分することとなっている。

## IV. 代表事例

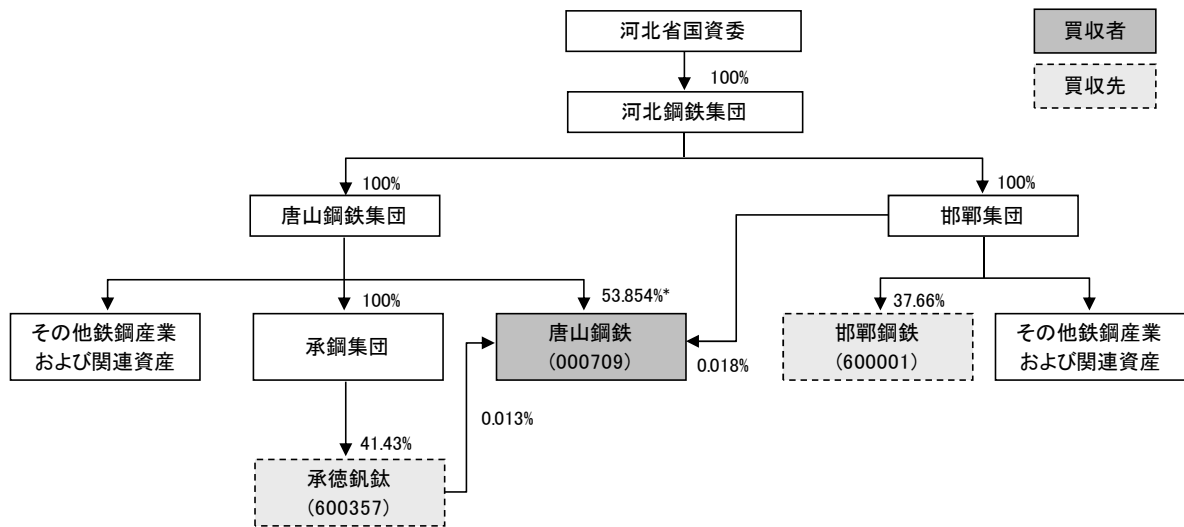
### 1. 唐山鋼鉄の事例

2009 年、深圳証券取引所上場の唐山鋼鉄（000709.sz）は株式交換により上海証券取引所上場の邯鄲鋼鉄（600001.sh）と承德鈮鈦（600357.sh）を吸収合併した。これは深圳証券取引所の上場企業が初めて取引所を跨いで上海証券取引所の上場企業を合併した案件で、A 株市場では最大規模となる鉄鋼業界の M&A でもある。

河北省の鉄鋼業を統合し、国際競争力を持つ巨大鉄鋼グループを作るために、河北省政府は 2008 年 6 月に河北鋼鉄集団の設立を認可し、河北省の国資委は自らが保有している唐山鋼鉄集団と邯鄲鋼鉄集団両社のそれぞれの国有持分 100%を河北鋼鉄集団に移管した。これにより河北鋼鉄集団は唐山鋼鉄、邯鄲鋼鉄、承德鈮鈦等 3 社の上場鉄鋼企業を間接的に支配することになった（図表 5）。

上記の上場企業 3 社はそれぞれが独立し、仕入れ・生産・販売システムの全てを完備している。河北鋼鉄集団はこの 3 社以外の鉄鋼会社も保有しているため、グループ内の鉄鋼事業の総合計画や配置に不都合が生じ、また上場企業 3 社の間や上場企業とグループ内の未上場鉄鋼企業の間には一定の同業種競争と関連取引も存在しており、上場企業の増資機能が非常に制限されている。

図表 5 唐山鋼鉄の株式交換による邯鄲鋼鉄と承德鋼鉄の吸収合併の概要



(出所) 深圳証券取引所

河北鋼鉄集団は鉄鋼本業の全体上場を決断した。グループ内の未上場鉄鋼企業がまだ上場企業の傘下に入っていないことから、2段階に分けて全体上場を果たす計画を立てた。つまり、先ず3社の上場企業を統合して資本市場のプラットフォームを構築し、その後、未上場鉄鋼企業の資本移管要件が整った段階で、順次上場企業の傘下に収める手順である。

総合的に検討した結果、時価総額・収益力ともに唐山鋼鉄が一番大きく、資本市場でのイメージも比較的良好なこと等から、河北鋼鉄集団は唐山鋼鉄を統合の相手に、株式交換で邯鄲鋼鉄と承德鋼鉄を吸収合併することを決定した。株式交換による吸収合併後、存続会社である唐山鋼鉄は河北鋼鉄集団の唯一の上場鉄鋼企業となり、邯鄲鋼鉄と承德鋼鉄は法人格を抹消して存続会社に吸収され、唐山鋼鉄は社名を河北鋼鉄株式有限公司に変更した。

この合併はグループ内の上場企業3社による対等な合併であったため、株式交換時に吸収される側の株主に支払われるプレミアムはなかった。また、企業と財務顧問が合併後の新会社のシナジー効果と成長ポテンシャルを十分に説明し、投資家から理解が得られた。なお、投資家の利益を確実に保護するために、異議のある株主には買取請求権または現金のオプションが付与された。

合併後、存続会社の業界における地位は大幅に向上した。2009年、存続会社の営業収入は872億元に達し、A株市場の黑色金属業（訳注：鉄、マンガン、クロムを指す産業用語）関連銘柄で第2位にランクインした。2010年、河北鋼鉄の営業収入は前年比34.1%増、経常外損益を除いた親会社に帰属する純利益は前年比149.2%増となり、いずれも業界平均を上回った。

唐山鋼鉄による邯鄲鋼鉄と承德鋼鉄の合併はA株市場では最大規模となる鉄鋼業界のM&Aであり、株式交換時の価格をもとに計算すると、合併される側の時価総額は172億元に達した。また、本事例は深圳証券取引所にとって上海と深圳の両証券取引所を跨いだ初めての吸収合併となり、今後、中国の上場企業が取引所を跨いだ合併を順調に行うための業務フローが整理・確立された。さらに深圳証券取引所、上海証券取引所、中国証券登記決算公司（訳注：証券保管振替機構に相当）深圳支社および上海支社の協力によって取引所を跨がる上場企業間の合併を順調に行うのに必要な土台が構築された。

## 2. 濰柴動力の事例

2007年、香港 H 株上場の濰柴動力 (HK.2338) は A 株+H 株の同時上場を果たし、A 株の第三者割当増資により湘火炬(000549.sz)を吸収合併した。これは非流通株改革以降初めて、かつ IPO と吸収合併を併用したクロスボーダーM&A であり、海外に上場している中国企業の国内回帰に向けた革新的な事例となった。

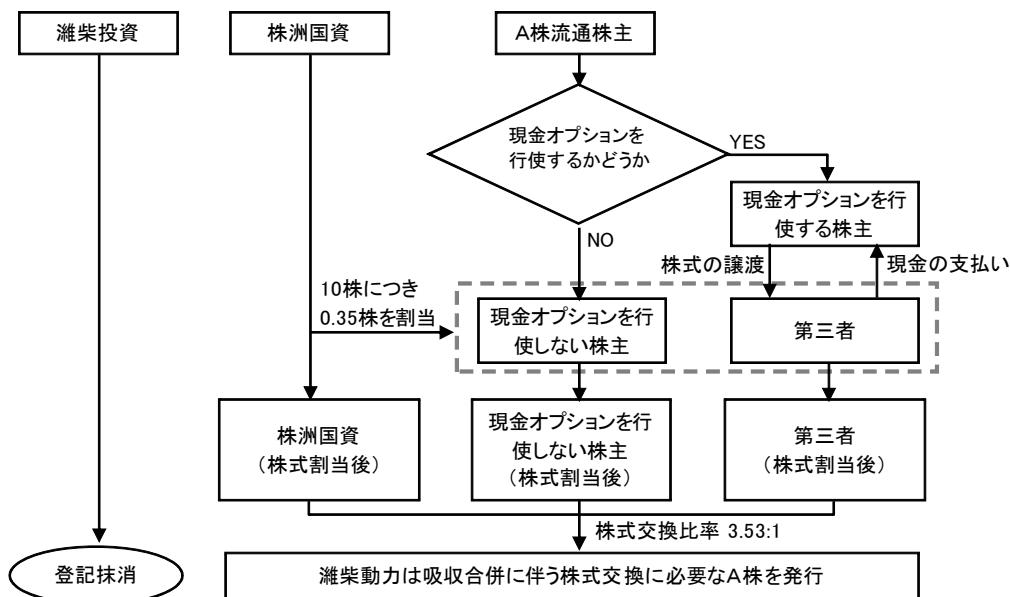
湘火炬はもともと新疆德隆の傘下にある戦略的な持株会社の一つであり、実質的な業務は陝西重汽や陝西法士特など、数多くの子会社が行っている。德隆グループ崩壊後、濰柴動力は 2005 年 8 月に 100%子会社である濰柴投資を通じて競争入札方式で湘火炬の株式 28.12%を取得した。

濰柴動力は湘火炬の非流通株改革の際、湘火炬の支配権を強化し、湘火炬の産業資源の再編・統合を行い、資源の最大限の有効活用を望んでいた。分析と論証の結果、「濰柴動力の上海・深圳両証券取引所での上場、第三者割当増資の実施、湘火炬 A 株との株式交換、吸収合併方式による湘火炬の非流通株改革の問題解決、湘火炬の上場廃止と登記抹消、本業の濰柴動力への移管」という革新的な計画を提案した。

同計画では株主の扱いはその種類によって異なる。①濰柴動力の 100%子会社である濰柴投資は会社登記を抹消し、その資産・負債及び權益を全て濰柴動力に移管する。②株洲国資は現金オプションを放棄し、流通株主に 10 株当たり 0.35 株を割り当てる。③第三者による現金オプション制度の導入。流通株主は全部または一部の保有株式について現金オプションを行使することができ、第三者である中信信託がその株式を引受け、対価に応じて現金を支払う。④現金オプションを行使しなかった流通株主、また第三者は株洲国資から対価に応じた株式が割り当てられた後、保有する湘火炬の株式を今回の合併のために発行した濰柴動力の A 株と交換する (図表 6)。

この再編計画の結果、比較的良好な効果が得られた。第一に、濰柴動力の株主構造が簡素化されたことである。再編前は、濰柴動力は子会社の濰柴投資を通して湘火炬の株式を保有していた

図表 6 濰柴動力の第三者割当増資を活用した湘火炬の吸収合併の概要



(出所) 深圳証券取引所



が、産業戦略型持株会社である湘火炬の実質的な業務は傘下の多数の子会社が行っている。再編後は、濰柴投資と湘火炬の登記を抹消し、濰柴動力が湘火炬傘下のトランスミッション、ブリッジ、部品および完成車組立て企業を直接コントロールすることで、株主構造の簡素化、管理体制がスリム化、各事業間が調和し効率の大幅な向上が期待される（図表7）。

第二に、濰柴動力の産業チェーンが更に発展したことである。再編前は、濰柴動力は単純なエンジン製造会社であったが、再編後は、パワートレインや完成車組立て、自動車部品生産を一体化し、自動車産業チェーンの川上から川下までをカバーするようになった。

株主構造の簡素化と産業チェーンの伸長は業績の向上に繋がった。再編後の2008年、2009年、2010年のいずれの年においても、濰柴動力は業界平均を上回る成長を遂げた。

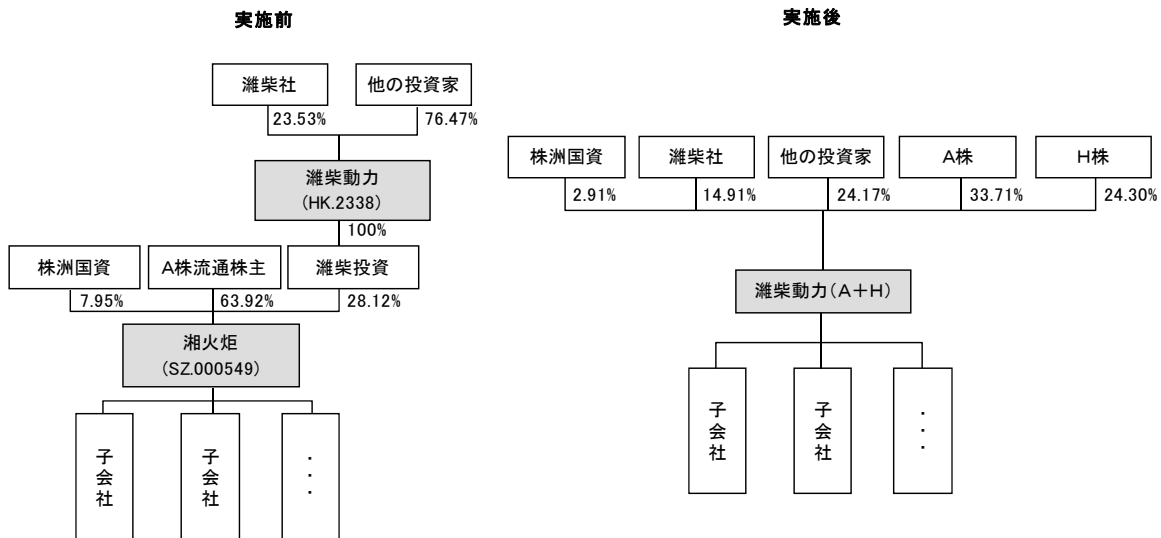
本事例は中国の資本市場における革新的なM&A・再編であり、また以下の通り、中国の証券市場において様々な分野での最初の事例となった。非流通株改革後のM&A第一号、IPOと吸収合併を併用したクロスボーダーM&A第一号、二つの証券取引所の株価をもとに行ったM&A第一号、第三者が株式を引き受け、現金対価を支払うという新しい現金オプション制度を初めて導入したM&Aである。濰柴動力が第三者にA株を割当増資し湘火炬を吸収合併した本事例は、海外上場企業が株式交換で国内のA株上場企業を買収する初めての試みであり、また海外に上場している中国企業の国内回帰の前例を作り、バリューチェーン上の競争関係にない企業の再編にも示唆を与えた。

### 3. 中聯重科の事例

2008年、中聯重科(000157.sz)はキャッシュでイタリアのコンクリート機械メーカー・CIFAを買収した。これは国有企業が海外M&Aを通じて国際化を実現する典型的な事例である。

中聯重科は中国の建設機械のリーディングカンパニーで、多国籍建設機械メーカーになることを目指している。2008年、当時の中聯重科は海外市場を開拓するのに必要な国際ブランドや海

図表7 吸収合併前後の濰柴動力の株主構造の比較



(出所) 深圳証券取引所

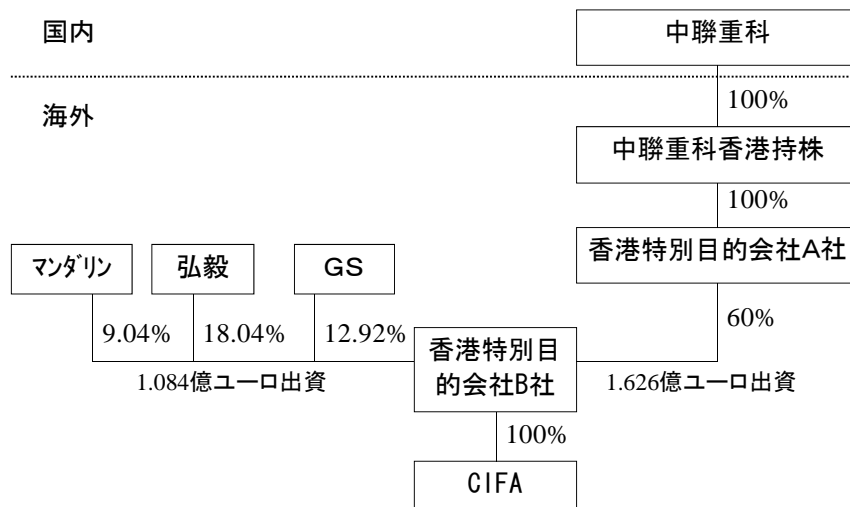
外の販路、ハイレベルな研究開発能力が欠如していた。コンクリート製造設備を例に挙げると、海外の殆どの地域、特に欧米地域のユーザーは中国の製品をテストもしくは傍観している段階に留まり、完全に認めてもらうまでには相当な時間を要する。世界の資源を結合し、国際化を更に推進するため、中聯重科はイタリアのコンクリート機械メーカー・CIFA の買収を決めた。

中聯重科と CIFA には販売ネットワークや研究開発、製造能力等の面において非常に強い補完性がある。第一に、CIFA は欧米諸国を中心に事業を行い、国際市場、特に欧米市場で完璧な販売ネットワークを有しているのに対し、中聯重科は中国国内を事業の中心とし、中国国内で巨大なマーケティング体系を整えている。次に、CIFA は強いコンクリート技術の研究開発能力を有しているのに対し、中聯重科は大量生産と生産管理能力を持ち、コストコントロールに優れている。最後に、信用を重んじる企業文化とイノベーションを追求する企業精神は双方の共通点であり、これは両社の相互補完と融合のためのプラットフォームとなる。

中聯重科は先ず香港で完全子会社である中聯香港持株会社を設立し、中聯香港持株会社が香港で特定目的会社 A 社を設立し、香港の特別目的会社 A 社と共同投資家が更に香港で特別目的会社 B 社を設立して CIFA の株式を 100% 保有する。特別目的会社 B 社の持分比率については特別目的会社 A 社が 60%、共同投資家であるパートナーのマンダリンファンド、弘毅インベストメント、ゴールドマン・サックスが 40% となっている（図表 8）。

この買収では中聯重科が 60% を出資し、共同投資家の弘毅インベストメント、ゴールドマン・サックス、マンダリンファンドが 40% を出資した。このような買収方式は中聯重科の短期的な財務負担を軽減するだけでなく、欧州ビジネス界のゲームのルールを熟知する共同投資家と手を組むことによって買収後の統合のための「文化緩衝地帯」が形成されていることが非常に重要である。弘毅インベストメントは国際的な視野を持つ中国の地場ファンドであり、その支配株主であるレノボグループが IBM のノートパソコン事業を買収・統合した経験は中聯重科にとって非常に参考となる。ゴールドマン・サックスはグローバル投資の管理経験を持つグローバルファンドであり、イタリアの最大手銀行インテサ・サンパオロが株主の一人であるマンダリン

図表 8 中聯重科によるイタリアのコンクリート機械メーカー・CIFA の現金買収に関する概要



(出所) 深圳証券取引所

ファンドのマネジメントチームは中国の国情を比較的 Understanding しているイタリアの地場チームであるため、双方が協調するための橋渡し役を担ってくれる。グローバルな共同投資家の導入はクロスボーダーM&A で不可欠なカルチャーと理念の衝突を効果的に緩和するだけでなく、買収後の再編・統合を順調に進めるのにも有利である。

クロスボーダーM&A には大量の資金が必要となる。中聯重科は CIFA を買収する際、10 数年の発展で蓄積してきた資金と優れた信用力を活かし、自己資金 5,000 万米ドルと 2 億米ドルの海外シンジケートローンを組み合わせた「内外結合理型」の資金調達を行った。

中聯重科が CIFA の買収を決めた時、タタグループや SCHWING、三一重工等もビッドに参加しようとしていたが、最終的に選ばれたのは提示価格が相対的に低い中聯重科であった。その理由は中聯重科が建機分野において競争力を有していることのほかに、中聯重科が示した買収後の詳細な統合案が関係するものと思われる。第一交渉段階の早々に、中聯重科は「CIFA のマネジメントチームと従業員の雇用を維持し、デュアルブランド戦略のもとで CIFA が自主経営し、グローバルでの技術や市場等の資源を共有する」という戦略的構想を表明し、CIFA の株主やマネジメントチームの高い評価を得て、最終的に買収に至った。

M&A 完了後、中聯重科のコンクリート製造機械事業は大きく伸びた。2009 年上半期中聯重科のコンクリート製造機械の売上は前年同期比 62% 増の 35.34 億元で、伸び率は国内外の同業他社を上回った。企業全体の業績を見ても M&A 後の 2009 年と 2010 年中聯重科の各種業績の伸びは業界平均を上回った。CIFA のマネジメントチームも M&A 後の見通しに自信を示し、2009 年 6 月に計 310 万ユーロ分の自社株を購入した。

中聯重科によるイタリアのコンクリート機械メーカー・CIFA の買収は、クロスボーダーM&A の国際モデルである。M&A の実施過程においては、グローバルな共同投資チームが作られ、国際市場で M&A のための資金調達が行われた。これは「尊重とウィンウィン」という原則に基づく統合が「経営資源配分のグローバル化、経営そのもののローカル化」という多国籍企業の経営理念も十分に反映したと言える。これらは中聯重科が既にグローバル化に向けた重要な一歩を踏み出したことを意味し、中国の国有企業のグローバル展開に重要な示唆を与えた。

#### 4. まとめ

前述した三つの事例からもわかるように、中国の国有企業は既に規模が大きく、幅広い関係者が関与している取引構造が複雑なクロスボーダーM&A を展開する能力がある程度備わっており、成功事例も出始めている。これらの成功事例から得られた経験は中国の国有企業が資本市場を活用して M&A・再編を行う上で非常に重要なものとなる。

## V. 今後の展望

今年は「第十二次五ヵ年規画」のスタートの年である。向こう数年間は中国企業の M&A が活発化するものと思われる。

国内では、経済発展モデルの転換を加速させるために経済構造の全面的調整が求められている。企業の M&A・再編は経済構造の調整を実現するための重要な手法であると共に重要なテーマでもある。企業の M&A・再編は国内では二つの大筋に沿って展開される。

伝統的産業分野においては、産業の集中度を高めるため、産業組織構造の最適化をメインモチーフにしている企業の M&A・再編が更に掘り下げられて行われる。過去 10 数年間、中国の伝統的産業の産業組織構造は既に著しく改善され、また業界構造の分散化や産業の集中度の低下といった問題も概ね解決されたものの、全体的にはまだ大きな改善の余地がある。例えば、鉄鋼業の場合、2009 年の上位 4 社のマーケットシェアは米国が 61%、日本が 75%に対して、世界最大の鉄鋼生産国になった中国は鉄鋼企業が大小を含めて 1,200 社ある一方で、上位 10 社のマーケットシェアは 40%未満である。

伝統的産業のほかに、七つの戦略的新興産業に代表される中国の新興産業はまさに加速度的に成長しており、既に一定の規模に達している。新興産業の成長は企業の M&A の発展に新たな原動力を与え、新しい方向性を示すと同時に、新たな可能性とチャンスも提供する。

海外に目を向けると、日本や韓国等の経験から、ポスト工業化の初期段階にある国の海外 M&A は急速に増えていくだろう。中国は 2000 年に「海外進出」戦略を打ち出した。この 10 数年の発展で、中国経済は世界経済と一体化しつつあり、クロスボーダー貿易と投資は急速に伸び、人民元も国際舞台で頭角を現しつつある。これらに歩調を合わせる形で、相当数の中国企業は多種多様な国際経済協力の方法を積極的に模索している。また、製品の輸出や戦略的アライアンスの締結、直接投資から海外 M&A というより広い範囲と多くの分野、高いレベルでの国際的な分業体系への参入を図りつつあり、海外パートナーと一緒に価値を創造する能力を高めている。これらを背景に「第十二次五ヵ年計画」では「企業の海外進出を更に加速化させる」ことを全面的に打ち出した。筆者は中国企業がより能動的で、より積極的に経済のグローバル化の過程に身を投じ、中国企業がグローバルな M&A・再編の重要な位置を占め、国際的産業の分業体制の進化を推し進める役割を果たしていくと信じている。現在、国家発展改革委員会や国資委、商務部、証監会、国家外為管理局等の多くの部門がそれぞれに、対外投資の許認可手続きの簡素化、許認可手続き期間の短縮、海外投資への金融支援の強化等を推進し、各方面から海外投資に対するサービスの質の向上を図っている。例えば、商務部は 2009 年 3 月に新しく改訂された「海外投資管理弁法」を公布・施行すると同時に、162 カ国・地域の「対外投資協力の国別(地域)手引」を公表し、情報サービスシステムの整備に努めている。

資本市場の観点から見てみると、現在形成されつつある中国企業の M&A・再編市場に関する二つのトレンドは今後一層強まる見通しである。

第一に、資本市場の M&A 市場としての機能は更に強化される。これは単に中国企業の M&A・再編に重要かつ効率的なプラットフォームを提供するだけでなく、資本市場自体が成長・発展し重要な原動力となる。

第二に、上場企業は M&A・再編の主役となる。その中には国有企業だけでなく、民営上場企業も含まれる。深圳証券取引所を例に挙げると、2011 年 5 月 27 日時点のメインボード上場企業 484 社の 60%は国有企業であるが、中小企業板と創業板上場企業 802 社の 85%以上は民営企業である。その多くは「Made in China」と言われる伝統的産業または新興産業の各業界のリーディングカンパニーであり、時価総額は約 4 兆元に達する。中小企業板と創業板上場企業は発展・拡大に伴い、必ず M&A・再編市場の重要な新鋭勢力として、買収する側または買収される側にもなり得る。また国有企業と民営企業間の M&A 活動も日増しに活発化していく。

企業の M&A の急速な発展により、資本市場のあり方が大きく変わり、M&A・再編に関する制度環境の一層の整備が求められている。現在、検討中またはまもなく実施される重要な取り組

みは以下の通りとなっている。

第一に、M&A の決済方法の更なる多様化である。現在、中国の上場企業は株式・債券・転換社債等を発行して M&A・再編の資金調達を行っているが、将来、M&A ファンド等による M&A・再編の資金調達手段が検討される。

第二に、仲介サービスの更なる整備と専門性の向上である。市場原理に基づく M&A を推進するためには仲介機構の役割が重要である。中国の仲介機構は M&A に関連するサービスの専門知識、例えばデューディリジェンス、資金調達、プライシング、継続的な監視指導力等を大幅に向上させる余地があるうえに、分業経営の規制で包括的な M&A・再編サービスをなかなか提供できないのが現状である。この点に関しては海外 M&A に著しく現れている。中国の仲介機構は引き続き海外の同業他社に学ばなければならず、暫くの間、中国企業の海外 M&A は海外の仲介機構のサポートを必要とする。

第三に、審査・許認可体制の更なる効率化である。既に証監会は M&A・再編に関する審査・許認可の質と効率を更に高めていくことを明確に打ち出した。

第四に、コーポレートガバナンスと情報開示の更なる規範化である。2010 年から証監会は M&A・再編プロセスにおけるインサイダー取引を取り締るために、数多くの措置を実施し、積極的な役割を果たしたが、今後、上場企業による M&A・再編プロセスで情報開示を更に規範化させ、内部統制の体制を整備し、投資家利益の保護に努める。

M&A・再編を推進する上で資本市場の役割をよりよく発揮させるために、中国がやるべきことは山ほどある。M&A・再編に関わる制度環境が改善されれば、中国の資本市場の M&A・再編機能が一層効率的に発揮され、その結果、国有企業の規模の拡大、競争力の向上、国際化が更に進むだろう。

## ■ 著者紹介

### 宋 麗萍 (Song Liping)

深圳証券取引所 総経理

1962 年生まれ。国費留学生として、日本、アメリカで経済学修士、MBA を取得。1988 年野村證券株式会社入社。1991 年より中国人民大学の国際経済学部講師を務め、中国証券市場研究設計センターの市場研究を担当。雑誌《証券市場週刊》創刊時の主要メンバー。1992 年から中国証券監督管理委員会の設立に参加し、その後当該委員会の市場監督管理部主任、発行監督管理部主任、機構監督管理部主任を歴任。2002 年 3 月より、深圳証券取引所の常務副総経理、2008 年 2 月より深圳証券取引所の党委副書記、総経理。