

[研究ノート]

## 中国企業の海外 M & A 戦略

— P. J. Williamson and A. P. Raman の

「Double handspring (二重のとんぼ返り)」<sup>1</sup> 説に関する一考察

胡 竹 清

### はじめに

近年の世界の対外直接投資には大きな変化が起きている。1990年には世界の対外直接投資の93%を占めた先進国のシェアが2013年になると61%に低下し、一方、新興国及び経済移行国のシェアは7%から39%へと大幅拡大した<sup>2</sup>。そして、2014年の世界の対外直接投資（フロー）の国・地域ランキングトップ20のうち、新興国や経済移行国の数が約半分を占めた<sup>3</sup>。このような現象を受けて、近年新興国多国籍企業に対する関心や議論が盛んになってきている<sup>4</sup>。

新興国の対外直接投資のなかでは、とりわけ中国の存在感は大きい。2014年の中国の対外直接投資（フロー）は世界全体の8.6%を占めており、その金額は新興国や経済移行国の対外直接投資総額の21%に相当している。企業の対外直接投資にはグリーンフィールドとM&Aが含まれ、近年の世界の対外直接投資の約半分がM&Aによって行われていたという<sup>5</sup>。M&Aは「時間を買う戦略」といわれるように、標的市場への参入時間を節約すると同時に、買収先企業の経営資源を一気に獲得する手段でもある。

本稿は近年の中国企業海外 M & A の研究において大きな成果を挙げている

といわれる P. J. Williamson らの「二重のとんぼ返り」説を中心として考察を行いたい。本稿の構成は以下の通りである。まず Williamson らが提唱している中国企業の海外 M&A 戦略 「二重のとんぼ返り」説を紹介し、それから中国企業の海外 M&A の現状を整理し、その動向や特徴を明らかにする。次に中国企業海外 M&A に関するいくつかの先行研究を検討し、最後にこれら中国企業の海外 M&A の動向および先行研究の検討結果を踏まえて、Williamson らの「二重のとんぼ返り」説について考察を行う。

## P. J. Williamson and A. P. Raman が提唱している中国企業の海外 M&A 戦略 「二重のとんぼ返り」説についての紹介

ここ数年、中国企業による外国企業（特に先進国企業）の大型買収案件が相次ぎ、その動きは世界中から注目を集めている。他方、中国企業の海外 M&A は先進国のそれに比べてまだ新しい現象であり、中国企業はなぜ海外 M&A を実施するのか、中国企業の競争優位性はいったい何か、中国企業の海外 M&A は成功しているのかなど、従来理論ではまだ十分に説明できない課題が数多く残っている一方（後述する）、中国企業の海外 M&A 戦略を比較的高く評価している最近の研究もある。

P. J. Williamson らが 2013 年に出版した『The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals（新興市場多国籍企業の競争優位性）』の第 3 部（pp. 261-277）において、P. J. Williamson らは近年の中国企業の海外 M&A 戦略を「二重のとんぼ返り」と名づけて解釈している。

Williamson らは同書においてまず中国企業の海外 M&A の動向を分析した。彼らによれば、2008 年以後の海外 M&A の特徴として、エネルギーや資源分野での買収は引き続き増加しているものの、中国企業による外国の製造企業（industrial companies）の買収が安定的に拡大し、これらの買収の目的は外国の技術・ノウハウやブランドを獲得し、海外での売上増大よりもこれら

の無形資産を使って中国国内での事業活動を改善することである、と指摘している。次に Williamson らは中国企業の競争優位を分析し、中国企業の FSA (企業特殊的優位) は主にコストイノベーション<sup>7</sup>、ローエンドセグメントの潜在需要、未発達の制度とインフラストラクチャーの下での取引を発見する能力にあり、一方、中国企業の既存の FSA の限界として、先進国市場で成功するために必要とされているブランド力、技術力、各地域の消費者の嗜好への適応、国際経験を持つ経営者などの欠如にあるとし、海外 M&A は中国企業にグローバルな競争力を高めるために必要とする能力のギャップを埋める機会を提供する、と主張している。

Williamson らはいくつかの中国企業の海外 M&A の事例から、中国企業の海外 M&A は二つのステップからなると主張している (図 1)。ステップ 1 とは中国企業が外国企業を買収することを通じて、買収先企業の技術やノウハウ等を取得して、それをいったん中国に持ち返って、中国市場で付加価値を向上させるということである。ステップ 2 とは中国企業が強い中国国内事業をさらなる拡大と買収のプラットフォームとして利用し、世界市場に出て行くということである。

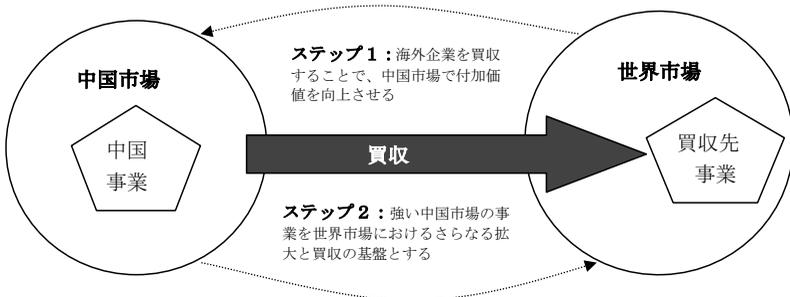


図 1 中国企業の海外 M&A 戦略 「二重のとんぼ返り」

出所：Williamson, P. J. et al., (2013) p. 275 により、邦訳は琴坂 (2014) 及び汪 (2014) を参照した。

## 中国企業の海外 M & A の現状と動向

### (1) 中国の対外直接投資

中国商務部が発表した『2014 年度中国対外直接投資統計公報』によると、2014 年度の中国対外直接投資は以下の特徴を持つ<sup>8</sup>。第 1 に、2014 年度の対外直接投資フローは引き続き増加し、前年同期比 14.2% 増の 1231.2 億米ドル<sup>9</sup>で過去最高を記録した。また中国の対外直接投資と外資導入額の差はわずか 53.8 億ドルで、双方向の投資額はほぼ釣り合いが取れた。第 2 に、(2014 年末までの) 中国対外直接投資ストックは 8826.4 億米ドルに達し、国・地域ごとの対外直接投資ストックランキングでは第 8 位となり、初めてトップ 10 入りを果たした。第 3 に、中国企業は (2014 年末時点で) 世界 186 カ国・地域に約 3 万社の現地法人を設立している。中国の対外直接投資先はきわめて集中しており、対外直接投資ストックの上位 20 位に入った国や地域は全体の 90% を占めた。第 4 に、対外直接投資を産業別に分けると、一次産業が 1.3%、二次産業が 25.3%、三次産業が 73.4% であった。投資ストック規模が 1000 億ドルを超える業界はリース・ビジネス業、金融業、鉱業、卸・小売業の 4 業界であった。第 5 に、2014 年度の中国企業による海外 M & A の件数は 595 件で、買収金額は 569 億米ドル<sup>10</sup>に達し、製造業や農林水産業等の分野に関わる対外 M & A に注目が集まった。一方、鉱業の M & A 金額は依然としてトップを維持したものの、大口商品市場の低迷等の影響を受け、342.3 億ドルだった昨年から 179.1 億ドルへと 47.7% 減少した。第 6 に、地方企業の非金融類対外直接投資 (フロー) は前年同期比 50.3% 増の 547.2 億ドルで、全国の非金融類フローの 51.1% を占め、初めて中央企業の対外直接投資を上回った。

### (2) 中国企業の海外 M & A の動向

中国企業の海外 M & A の買収額 (図 2) は 2004 年以降急速に増加し始め、2009 年に一時的に日本のそれを抜いたが、最近では日本と遜色のないレベルに

## 中国企業の海外 M&A 戦略

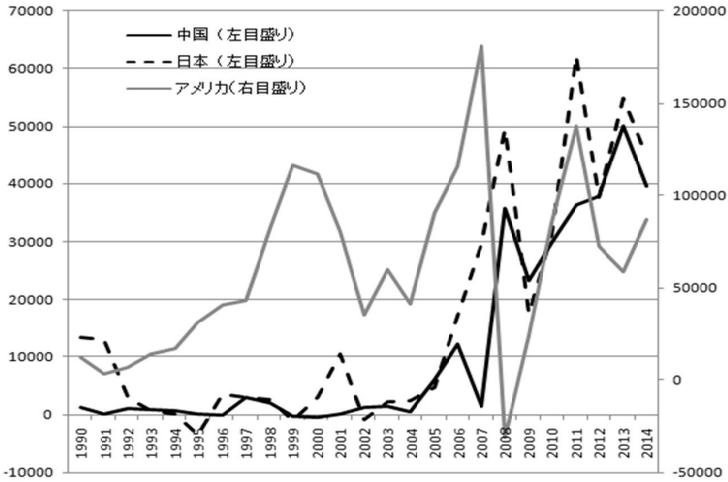


図2 海外 M&A 買収額の推移 (単位: 百万ドル)

出所: UNCTAD, 『WORLD INVESTMENT REPORT 2015』に基づく筆者作成。

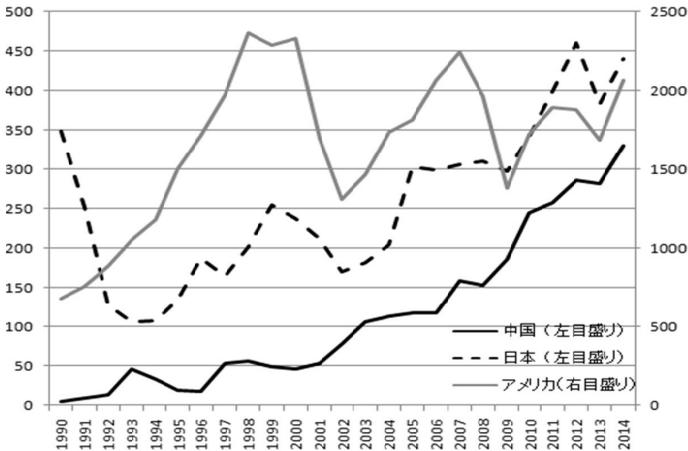


図3 海外 M&A 件数の推移 (単位: 件)

出所: 同上。

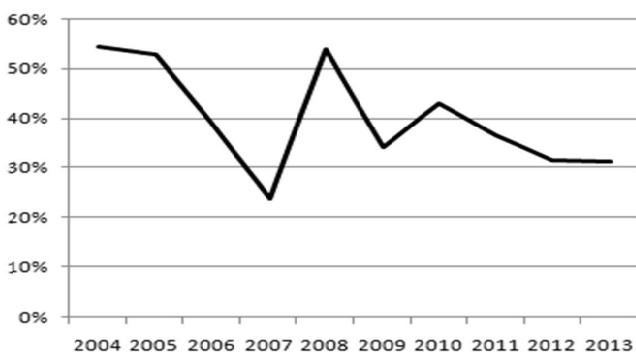


図4 対外直接投資に占める M&A の比率

出所：『2013 年度中国対外直接投資統計公報』による筆者作成。

まで成長してきた。他方、海外 M&A の件数 (図 3) は 2000 - 2014 年までずっと増加しているものの、日本のそれに比べると、まだ一定の差がある。そして、対外直接投資に占める M&A の比率 (図 4) について、2004 - 2009 年の間 M&A の比率が大きくぶれているものの、2010 - 2013 年の間はやや安定した状態で 30% - 50% の水準に維持している。なお、中国企業の対外直接に関する先行研究の中で、海外 M&A 比率の高さを中国対外直接投資の一つの特徴と捉えているものもあるが、中川 (2013) は中国海外 M&A の比率を他の国と比較した結果、「中国の対外 M&A の対外直接投資比率は多国よりも若干高めであるが、隔絶して高いということはない」(p. 62) と述べている。

それから海外 M&A の取引高の分布について。図 5 に示すように 2004 - 2014 年の間、買収額が 10 億ドルを超えたいわば大型 M&A 取引が M&A 全体に占める比率は徐々に減少し、他方、1 - 10 億ドルおよび 1 億ドル未満という中小規模 M&A が着実にシェアを伸ばしている。例えば 2014 年の中国海外 M&A の中で、買収額が 10 億ドル未満の M&A は全体の約 40% に達したという<sup>11)</sup>。

そして海外 M&A の業種別構成について。図 6 を見ると、海外 M&A に占

## 中国企業の海外 M & A 戦略

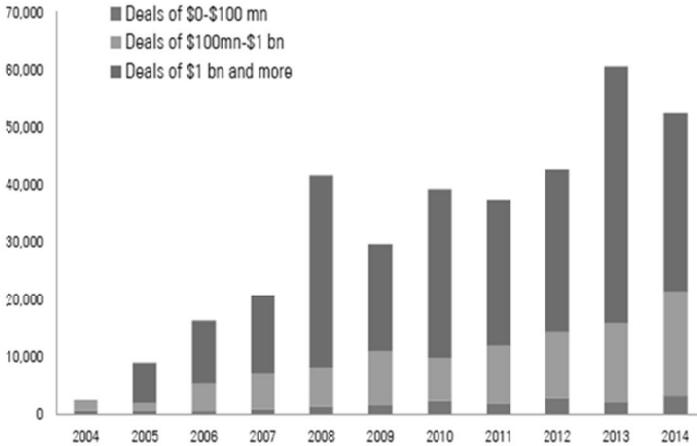


図5 海外 M & A 取引高の分布 (単位: 100 万ドル)

出所: Rhodium Group. "China's Global Outbound M&A in 2014.",  
<http://rhg.com/notes/chinas-global-outbound-ma-2014-recap>. 2015年9月20日アクセス。

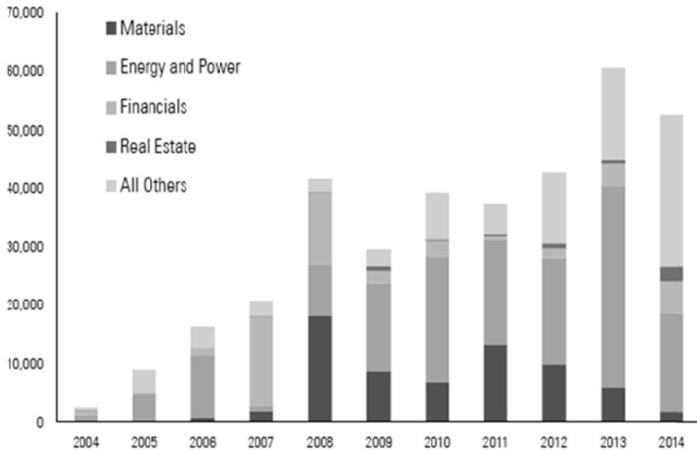


図6 海外 M & A 金額の業種別シェアの推移

出所: 同上。

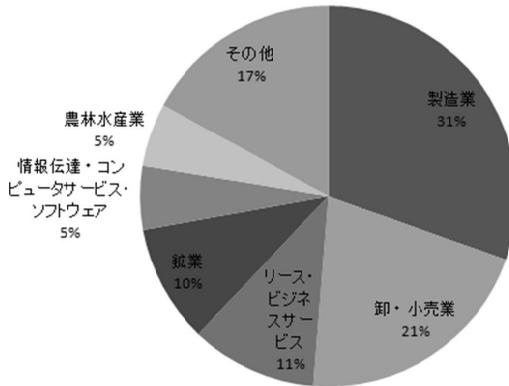


図7 海外 M & A 件数の業種別シェア (2013)

出所：『2013 年度中国対外直接投資統計公報』による筆者作成。

める鉱業やエネルギーの比率（金額ベース）は依然として高く、また不動産や金融分野の M&A は徐々にシェアを伸ばしていることが分かる。しかし、鉱業とエネルギー分野の M&A は一般的に高額なものが多いという現実を考慮すると、海外 M&A の業種別シェアを捉えるとき、金額ベースだけではなく、件数ベースで見る必要もある。例えば図7を見ると、海外 M&A 件数の業種別シェアでは第1位が製造業であり、全体の3割を占めている。また表1は2014年中国海外 M&A ランキングトップ10の業種を見ると、鉱物資源とエネルギー分野での取引は2件のみであり、残りはコンピュータ・電子といった製造業および他の分野での M&A である。

そして海外 M&A を行う企業の所有形態について、図8に示すように、ここ数年国有企業のシェアが急速に減少している一方、民営企業のシェアは2010年の10%から2014年の41%まで急拡大した。また表2の2014年海外 M&A 取引高ランキング・トップ10の投資企業の所有形態を見ると、その半分は民営企業が占めていることも分かる。

最後に、中国企業の買収先の国や地域の分布について。図9を見ると、2004

中国企業の海外 M & A 戦略

表 1 2014 年中国海外 M & A 取引高ランキングトップ 10

No.	日時	買収側	所有形態	ターゲット企業	ターゲット企業の国	買収額 (10 億ドル)	取得した株式(%)	業種・部門
1	2014.4	中国化工集団/中信集団	SOE	Xstrata Las Bambas SA	ペルー	7.01	99.99	鉱業
2	2014.1	聯想集団	POE	Motorola Mobility Holdings Inc	アメリカ	3.14	100	コンピュータ・電子
3	2014.7	国家電網	SOE	CDP RETI S.r.l	イタリア	2.81	35	ユーティリティ・エネルギー
4	2014.2/4	中糧集団/厚朴投資管理	SOE	Nidera Handelscompagnie B.V.; Noble Agri Ltd	オランダ・香港	2.80	51	農業
5	2014.1	聯想集団	POE	IBM's x86 Server Business	アメリカ	2.07	100	コンピュータ・電子
6	2014.10	安邦保険集団	POE	Waldorf Astoria hotel New York	アメリカ	1.95	100	不動産
7	2014.8	上海浦東科技投資/中国電子投資控股	SOE	OmniVision Technologies Inc.	アメリカ	1.68	100	コンピュータ・電子
8	2014.7	弘毅投資	POE	Pizza Express Ltd	イギリス	1.54	100	ダイニング・宿泊
9	2014.1	复星国際	POE	Caixa Geral de Depositos SA's insurance unit	ポルトガル	1.49	80	保険
10	2014.11	錦江国際控股	SOE	Groupe du Louvre	フランス	1.49	100	不動産

出所：KPMG.

<http://www.kpmg.com/ES/es/Internacionalizacion-KPMG/Documents/China-Outlook-2015.pdf>. 2015 年 9 月 21 日アクセス。

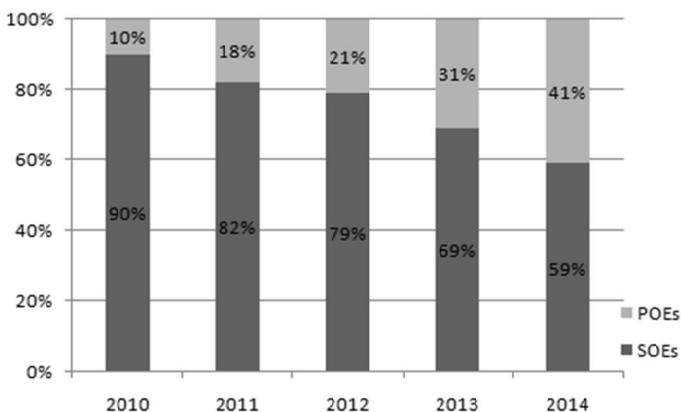


図8 海外 M&A における国有企業と民営企業のシェア

注：シェアは買収金額ベースに基づいている。SOEs は国有企業、POEs は民営企業。  
出所：KPMG. "China Outlook 2015."

<http://www.kpmg.com/ES/es/Internacionalizacion-KPMG/Documents/China-Outlook-2015.pdf>. による。2015年9月20日アクセス。

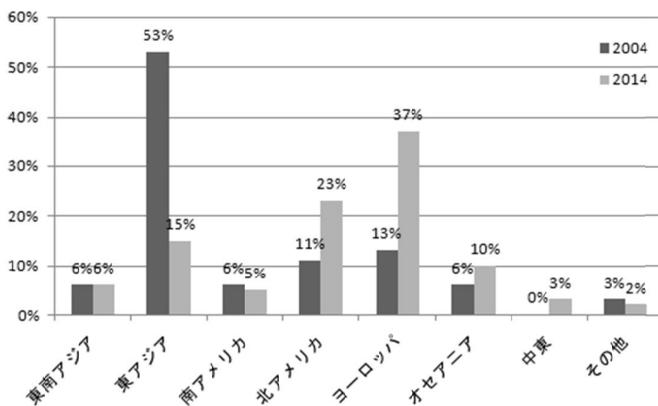


図9 海外 M&A ターゲット企業の国・地域の分布状況

注：シェアは件数ベースに基づいている。

出所：BCG, "Gearing Up for the New Era of China's Outbound M&A",  
[https://www.bcgperspectives.com/content/articles/mergers-acquisitions-globalization-gearing-up-for-new-era-chinas-outbound-m-a/?chapter=5#div\\_exhibit\\_2](https://www.bcgperspectives.com/content/articles/mergers-acquisitions-globalization-gearing-up-for-new-era-chinas-outbound-m-a/?chapter=5#div_exhibit_2).  
に基づく筆者作成。2015年9月20日アクセス。

表 2 近年 (2010 - 2014 年) の中国企業海外 M&A の動向

項 目	内 容
対外直接に占める M&A の比率	だいたい 30 - 50%、決して高くない
M&A の件数や買収額	両方とも増加している
M&A を行う企業の所有形態	国有企業が減少、民营企业が増加
M&A 取引高の分布	大型買収が減少、中小規模の買収は増加
買収先企業の国・地域の変化	東アジアからヨーロッパや北米といった先進国・地域へと移り変わっていく
M&A 業種別シェアの変化	鉱物やエネルギー分野が減少、製造業分野が増加、不動産分野が台頭

出所：筆者作成。

年では中国企業の主な買収先は東アジアに一極集中し、そのシェアは約 5 割以上であった。しかし、2014 年になると東アジア地域の M&A のシェアは 15% まで急減し、一方、ヨーロッパや北米地域での M&A は急速にシェアを伸ばしてきた。そして、表 1 の 2014 年中国海外 M&A ランキングトップ 10 のターゲット企業の国・地域を見ると、1 番のペルーを除けば残りはほとんどヨーロッパや北アメリカ地域である。

以上のように、近年の中国企業海外 M&A の動向をまとめると表 2 になる。中国企業による欧米の先進国地域での製造業企業の買収をどのように解釈すればいいのか、本稿以下の中心検討課題である。

## 中国企業の対外直接投資に関する先行研究の検討

### 目的、競争優位性および経営成果を中心に

本稿は中国企業の海外 M&A を研究テーマとしているが、基本的に対外直接投資の一選択肢として M&A がある、というスタンスを取る。つまり、対外直接投資において、企業はグリーンフィールドか M&A のどちらを選択する

かについて、本稿は検討しない。

中国企業の対外直接投資を捉えるとき、二つ視点が重要であると筆者は考えている。一つは中国企業がなぜ海外に進出し、その目的や根拠は何かということ。二つ目は、海外に進出した中国企業は如何に現地市場や顧客に適応し、またその経営成果はどうなっているのか、ということである。ここでは中国企業の海外経営の問題について検討するつもりはないが、中国企業の対外直接投資の目的、競争優位性および成果の三つを中心として検討したい。

#### (1) 中国企業の対外直接投資の目的

UNCTAD (2006) は企業の対外直接投資の目的を 資産利用 (Asset-exploiting) と、 資産拡大 (Asset-augmenting) の二つに分類している。資産利用とは、企業が所有する特殊優位を利用する戦略であり、その目的は新しい市場を探すことや効率を上げこと等がある。一方、資産拡大とは、対外進出する前に既に所有特殊の優位があることを前提とするのではなく、むしろその獲得や発展のために海外に投資を行うというタイプの直接投資である。

また、UNCTAD (2006) によれば、先進国の多国籍企業が「資産利用型」の直接投資戦略をとるのに対し、発展途上国の多国籍企業は「資産利用型」に加えて、「資産拡大型」の直接投資戦略も併用しているという。同報告書によると、発展途上国の対外直接投資の目的として 市場追求 (Market-seeking)、 効率性追求 (Efficiency-seeking)、 資源追求 (Resource-seeking)、 創造性資産追求 (Created asset-seeking)、その他 (国家の戦略資源の獲得、国家としての後発性利益としての知識獲得) を挙げている。またこの報告書によれば、中国多国籍企業のうち、51%が創造性資産<sup>12</sup>の獲得を重要な動機と見なしているとしている。

中国企業の対外直接投資 (海外進出) の目的に関する先行研究は蓄積が多い (大橋、2003 ; Buckley, 2007 ; 高橋、2008 ; 丸川・中川、2008 ; 川井、2008 ; 苑、2014 など)。大橋 (2003) は「中国企業の対外直接投資の動機は、他国・

地域の対外投資とは特別異なるものではない」(p. 167) と述べて、中国企業の対外直接投資の主要な動機として、外国市場の開拓、貿易障壁回避、先進技術取得、資源開発、資金調達、を挙げている。中国企業の対外進出の目的を捉える時、外からの客観的な分析と同時に、中国企業自身がどう考えているのかを見る必要もある。川井(2006)は海外に進出した中国企業406社を対象にその進出目的を聞いた結果、海外直接投資決定の主要目的は回答比率(複数回答可)の高いものから順に、海外市場での商品販売(76.8%)、市場販売シェアの伸張(52.7%)、情報の取得(22.7%)、外国の先進的管理の学習と導入(22.1%)、外国の先進技術の獲得(20.4%)、現地市場での原材料購入と輸出(16.6%)であることを明らかにしている。

対外直接投資の目的は個々の企業によって異なるが、上記の研究から中国企業の対外直接投資の主な目的は市場開拓と資産獲得の二つにあると言えよう。

## (2) 対外直接投資における中国企業の競争優位性

ここでは中国企業を発展途上国(あるいは後発国や新興国)多国籍企業論の文脈の中に位置付けてその競争優位性を分析する。発展途上国の多国籍企業の優位性の議論は既に1980年代からなされてきた(中川、2013)。例えば、Wells(1983)は「小規模技術」という議論を展開し、発展途上国多国籍企業の特長として、先進国で普及した技術を輸入し、それらの技術を本国の経済的特殊条件に適應するよう改良し、その改良した技術を自国より下位の発展途上国へと投資することである。Wellsは発展途上国多国籍企業を持つ優位性を以下の3点にまとめている。すなわち、1) 先進国と比較して労働集約的な小規模生産技術、2) 発展途上国の現地で調達する原材料でも生産できるような生産技術、3) 顧客との信頼関係から生まれる市場へのアクセス能力による競争優位性である<sup>13</sup>。このように、Wellsの議論はあくまでも途上国の多国籍企業が自国より発展の遅れた途上国に進出する際の説明理論であり、本稿で論じる新興国企業による先進国への直接投資という現象を説明できない。

そもそも Hymer や Dunning に代表される従来の伝統的多国籍企業論は、「優位性の保持」（直接投資を行う企業は投資先の地元企業に対してなんらかの競争優位を既に持っていること）を前提として議論が展開されている。従って、競争優位をあまり持たない新興国企業は先進国向けに直接投資をするという現象を説明するとき限界を持っている。唯一可能な解釈として、新興国多国籍は先進国への直接投資を通じて、先進国企業の技術やノウハウ等の戦略資産を獲得、吸収し、それを自社の競争優位性の増大のために使っている、すなわち、新興国多国籍企業は「資産拡大型」という対外直接投資を行っているのである。

では、中国多国籍企業の競争優位は一体何か、中国企業は果たして競争優位をあまり持たないのかについてまず確認しよう。多国籍企業の競争優位性を分析するとき、Rugman の「企業特殊的優位 (FSA)」と「国家特殊的優位 (CSA)」のマトリクスという分析枠組みが有効であり、多くの学者にも利用されている。これまでの中国多国籍企業の競争優位性に関して、中国企業は CSA（中国の CSA の中でよく挙げられているものは豊富で廉価な労働力、低価格の原材料、低資本コスト、政府の援助等などがある）に大きく依存し、中国企業はこれらの CSA を武器にグローバル競争に勝ち抜いていたという指摘が多い (P. J. Williamson and A. P. Raman, 2013)。藤沢 (2012) は中国多国籍企業の FSA として、豊富な財務資源、安価な割に能力に優れた豊富な労働力および、中国人が得意とする組み立てやオープンモジュール型製品の製造、また中国企業の CSA として (2005 年以降) 中国元の対ドル、対ユーロの強みを挙げている。

苑 (2014) は後発国多国籍企業の競争優位の新たな分析枠組みの構築を試みようとし、競争優位を「レギュラー競争優位」と「イレギュラー競争優位」の 2 種類に分類した<sup>14</sup>。彼は東南アジアに進出した中国系自動車や電機企業、計 11 社の競争力を分析し、中国企業の競争優位は「イレギュラー競争要素」に偏在し、「レギュラー競争要素」において優位性をあまり示していない、中国企業の今後の課題として如何に「イレギュラー競争優位」と「レギュラー競争

劣位」から「レギュラー競争優位」に転換するかにある、と結論づけている。

そして、苑は中国企業がいかに「レギュラー競争優位」を構築していくのか、東南アジアに進出した中国企業の行動からを五つの点を抽出した。第1に、中国企業は「レギュラー競争優位」を獲得するため、海外市場への参入スピードを重視し、その表れとしてグリーンフィールドの参入方式よりテイクオーバーもしくはM&Aを意識的に採用し、現地事業を速やかに立ち上げる。第2に、中国企業は絶対的なレギュラー競争優位を持たないため、イレギュラー競争優位を持ってレギュラー競争優位をカバーしようとする。第3に、中国企業の弱みの一つとして国際経営の豊富な経験を持つ人材が不足しているため、現地に既存する人的資源を最大限に活用している。第4に、中国企業は「革新的結合」の本領を發揮し、隙間市場を開拓している。第5に、「重点侵攻」戦略で市場を攻略する。

このように、既存の中国企業のCSA-FSAに関する分析では、中国多国籍企業はやはりその両方の優位性を持っている（中国企業はどちらの優位性により偏っているのかについて後述する）。一方、苑が唱えている競争優位の枠組みは確かに一定の説明力はあるが、同時にいくつかの問題点もあると筆者は考えている。第1に、苑の研究では、（東南アジアに進出した）中国系企業は主に「イレギュラー競争優位」に依存していると主張したが、これは、中国より遥かに早い時期<sup>15</sup>に東南アジアに進出した日本および韓国企業はなぜ「イレギュラー競争優位」を持たないのか（換言すれば、中国企業のイレギュラー競争優位性は誰に対する優位性なのか）、ということをうまく説明できない<sup>16</sup>。第2に、苑の研究は東南アジア途上国に進出した中国企業を限定しているが、先進国に進出した中国企業の競争優位はどうなっているのかについて説明がない。

### (3) 中国企業海外 M&A の成果

中国企業による海外 M&A の経営成果を評価するとき、そもそも M&A の成否を分けるもの（評価基準）をどうするかも一つ重要な問題である。中国企

業海外 M&A の事例研究では成功例もあれば失敗例もあり<sup>17</sup>、バラつきが見られる。

中国企業の海外 M&A の成果に関する定量的な分析はまだ多くない。程等 (2004) は 2000 年 6 月から 2004 年 3 月 31 日までの期間で発生した中国上場企業が行った 22 件の海外 M&A について、経営成績に対する効果と株価に対する効果について分析を行った。その結果、経営成績に関しては M&A 後 1 年の主營業務利益率についてはっきりしないものの、M&A 後の 3 年間の各年度の総資産収益率および主營業務利益率は M&A を行っていない他の企業より高まっていること、株価上昇に対する効果もプラスであることが明らかにされた。

乾等 (2013) は中国の機械や電子情報、コンピュータ産業に属する企業が 2006 年から 2011 年の間で実施した 46 件の海外 M&A を対象に、対外 M&A が企業業績に与える影響を定量的に推計し、その結果、対外 M&A によって売上高、労働生産性、固定資産、無形資産は大幅に増加するが、従業員数や研究開発支出の対売上比率は変化しないことを見出した。結論として中国企業の海外 M&A は技術や戦略的資産を獲得し、海外市場を拡大するという目的を、少なくとも平均的に達成している、ということが明らかにされた。

上記の二つの研究を見るかぎり、中国企業の海外 M&A の成果はおおむね良好であると言える。なお、中国企業の海外 M&A の成果を掘り下げて分析することは本稿の目的ではないが、一つだけ強調したいことがある。それは中国企業の海外 M&A を評価するとき、長期的な視点が必要である、ということである。例えば中国のレノボは 2005 年 5 月に IBM の PC 事業を買収したが、その後の 2008 年の世界金融危機、2 度の人員削減、4 度に渡る経営陣の入れ替えなどを経て、2013 年になってはじめて柳伝志 (レノボ元董事長) は「レノボの IBM の買収は成功した」と宣言した。買収から成果が出たとされる時まで実に 8 年という長い時間がかかった<sup>18</sup>。

## 考察

上記では中国企業の海外 M&A の動向として、先進国地域の製造企業の買収が増えていることを述べた。また中国対外直接投資に関するいくつかの先行研究の検討から、対外直接投資の目的は主に海外市場や戦略資産の獲得にあり、中国多国籍企業の競争優位性は FSA と CSA の両方があり、中国企業の海外 M&A の成果はおおむね良好であることも分かる。このように、既存研究に従えば、中国企業の海外 M&A は結局外国企業の技術、ブランドや人材等の戦略資産を素早く獲得するための手段である、という説明になる。ではこの説明と上記で紹介した Williamson らの中国企業海外 M&A に関する解釈を比較して、Williamson らの研究がどんな特徴を持つかについて見てみよう。

第 1 に、中国多国籍企業の既存の競争優位性の研究では、中国の多国籍企業はあまり FSA を持たず、主に CSA に依存しているという指摘が多い。しかし、Williamson らは外国企業も自ら中国で工場を設立するあるいは中国企業にアウトソーシングすることを通して中国の安い労働力等の CSA にアクセスすることが可能であり、また CSA は持続可能なものではないと主張し、中国多国籍企業は主に CSA に依存しているという論点を否定した。

第 2 に、中国企業の海外 M&A に関する既存の議論では、中国企業の海外 M&A の目的は戦略的資産（優位性）を獲得することにあると主張しているものが多いが、中国企業は外国の戦略資産を獲得したあと、それをどうするかについてあまり明確な議論がなされていない。しかし、Williamson らは中国企業が海外 M&A を通じて獲得した資産をまず中国に持ち帰り、中国国内事業の強化のために使うとはっきり主張した。この論点はきわめて新鮮であろう（後述する）。

第 3 に、Williamson らは中国企業の海外 M&A 戦略を二つのステップに分けている（なお、この二つのステップの実現可能性およびこの分類方法自体の問題点については後述する）。

第4に、「二重のとんぼ返り」説はもともと中国企業の買収戦略をもとに作り出されたものであるが、中国企業以外の新興国多国籍企業の買収戦略にも適応できるのではないかと筆者は考えている<sup>19</sup>。

次に「二重のとんぼ返り」説の応用可能性について。つまり、これはごく一部の中国企業だけの行動なのか、あるいは中国企業の中で既に主流的なやり方になっているのか、ということである。ここでは事例研究の代わりに、いくつかの先行研究の検討を通じてこの問題を明らかにする。

中国企業は海外 M&A を通じて獲得した資産を中国に移転させているという現象に比較的早く目をつけた研究として方 (2010) がある。方は中国多国籍企業の先進国における技術獲得を「逆技術移転」という概念を用いて実証分析を行った。彼によれば、中国企業による技術移転は二つのルートがあり、一つは先進国での研究開発による技術移転であり、もう一つは対外 M&A を通じて先進国の研究開発部門を丸ごと買収してから、既存の技術を中国に移転させるという「一括方式」型の逆技術移転である。方は中国企業による「一括方式」型の逆技術移転のケースをたくさん挙げていて、また事例研究として南京汽車によるローバー自動車の買収を取り上げて、その逆技術移転のプロセスを詳しく分析した。

李 (2013) は中国自動車企業3社の海外 M&A の事例<sup>20</sup>を分析し、中国企業の海外 M&A 戦略の特徴として、「基本的には海外での技術や知財などの戦略資産を獲得し、中国に持ち帰ることを主眼にしている」と指摘している。李は吉利がボルボを買収したあと、上海に中国本社や R&D センターを設立し、また成都市や大慶市にボルボの組み立て工場を新設したなどの事実から、吉利の海外 M&A の目的を「戦略資産を獲得し、本国における産業高度化と技術高度化を推進し、国内事業を有利に展開することにある」と指摘している。

上記の方と李の研究は共に中国企業が海外 M&A を通じて獲得した資産を中国に持ち帰るという現象が存在していることを指摘し、これは Williamson らの「二重のとんぼ返り」のステップ1を裏付けている。

次に「二重のとんぼ返り」のステップ2に関して、中国企業がどのように実践しているのかについて。総じて言えば、中国企業のステップ2の成功例は極めて少ない。そして、ステップ2より、むしろ現在ステップ1で苦戦している企業のほうが多いのではないと思われる。例えば、2010年にボルボを買収した吉利は2014年の新車販売台数が前年比24%減の41万台に留まっている。同じく2012年にドイツのプツマイスター（putzmeister）を買収した中国建設機械大手の三一重工は2014年の海外売上高は前年比で一割近く減少したという<sup>21</sup>。

他方、レノボの国際事業の展開プロセスを見れば、「二重のとんぼ返り」のステップ2と似ている部分が少し見られる。レノボは2005年のIBM PC事業の買収に続き8件の買収<sup>22</sup>を実施し、2015年5月では同社は世界PC市場シェア第1位、スマートフォンで世界第3位、x86サーバで世界第3位のグローバル企業に成長してきた<sup>23</sup>。レノボの董事長兼CEOの楊元慶は「IBM PC事業ビジネスの買収は、一夜にしてレノボを真のグローバル企業へと変えました。これはレノボのみならず、PC業界全体を変えた出来事となりました。その時以来、我々はPC世界の企業、そして世界で最もイノベティブなパーソナルテクノロジー企業となるためには、時に疑問を抱かれつつも絶えず多くのことにチャレンジしてきました。さらに、この買収はその後の我々の事業拡大の基礎を作り、スマートフォン、タブレット、サーバ、そしてエコシステムと続く現在の成長エンジンの最初の成功となりました」<sup>24</sup>と述べているように、レノボはIBMの買収を梃子にして売上も利益も大幅に増加し、同社はこれをプラットフォームとしてさらに一連の海外M&Aを繰り返した結果、現在のグローバル企業の地位を築いたわけである。

実際にレノボはIBMの買収を通じて、IBMブランドの5年間の使用権およびThinkブランド、IBMの技術開発と開発人材、そしてIBMの海外販売ネットワーク等を取得し、これらの資産を中国国内事業の強化のために活用している一方、アメリカ市場の黒字転換および新興国市場の拡大にも大きな精力を入

れていた。すなわち、レノボは（買収後）中国市場の強化と世界市場の進出、その両方を同時に進めていたのである。しかし、Williamson らの「二重のとんぼ返り」の概念図（図 1）の中で、中国国内事業の強化をステップ 1 とし、また強い中国事業をプラットフォームとして世界市場に勝ち抜くことをステップ 2 と順番を付けている。これはレノボの事例が示唆していることと異なり、「二重のとんぼ返り」説の 1 つの限界と言えるのではないかと筆者は考えている。

中国企業の海外 M&A は現在ダイナミックに変化し、その実態もさまざまである。本稿は Williamson らの「二重のとんぼ返り」説を中心に考察を行ったが、もちろん一つの学説はすべての中国企業の海外 M&A を説明できるわけではないし、これから新しいタイプの M&A も登場してくるかもしれない。中国企業の海外 M&A の動きを引き続き注目していきたいと思う。

## 注・引用文献

- 1 原著 Williamson, Peter. J., R. Ramamurti, A. Fleury, and M. T. L. Fleury (2013). *The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals*. Cambridge University Press. の英語 'Double handspring' を「二重のとんぼ返り」と訳したのが琴坂 (2014) であり、本稿はそれを参考にした。
- 2 UNCTAD、<sup>1</sup>『WORLD INVESTMENT REPORT 2014』による。
- 3 UNCTAD、<sup>2</sup>『WORLD INVESTMENT REPORT 2015』による。
- 4 例えば最近日本で発表されていた新興国（多国籍）企業に関する研究として Sirkin et al., (2008)、天野 (2009)、Khanna and Palepu (2010)、Govindarajan and Trimble (2012) などがあり、また中国の多国籍企業に限定した研究として、丸川・中川 (2008)、高橋 (2008)、川井 (2013)、苑 (2014) などもある。
- 5 例えば 2008 - 2011 年の間、世界対外直接投資（フロー）に占める M&A の比率はそれぞれ 63.5%、44.2%、46.3%、56.8% である。出所：中川 (2013) p. 62 による。
- 6 P. J. Williamson and A. P. Raman (2013) は中国企業の海外 M&A 活動は三つの波がある、と述べている。第 1 波は 2006 年まで、中国企業の海外 M&A の目的は外国企業のデザイン、ブランド、販売ネットワークないし生産能力を取得し、海外市場での売上げを増大させることである。第 2 波は 2006 ~ 2007 年までの間、中国企業の買収ターゲットは鉱物や油田・ガス等に移り、天然資源分野での海外 M&A は急増したという (pp. 260-

- 261)。
- 7 Williamson らによると、中国企業のコストイノベーションは以下の三つの次元の結合によって展開されていた。第 1 に、中国の EMNA（新興市場多国籍企業）は顧客に低価格の先端技術を提供することを可能にした戦略および組織ルーチンを開発した。第 2 に、中国の EMNA は既存競争企業のマス市場向けの標準化した製品提供に対して、競争力の高い価格でバラエティ豊富なカスタマイズされた幅広い選択肢を顧客に提供できるようなプロセスを確立した。第 3 に、中国企業はニッチ商品を生産する損益分岐点を引き下げるための低コストを利用できる戦略およびプロセスを開発した。P. J. Williamson and Raman, A. P. (2013) pp. 263-264 を参考、汪 (2014) p. 3 を引用した。
  - 8 商務部のホームページ  
<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/slfw/201509/20150901116599.shtml> による。2015 年 9 月 20 日アクセス。
  - 9 対外直接投資の金額は統計機関によって異なることに留意していただきたい。例えば UNCATAD の統計によれば、2014 年度中国対外直接投資（フロー）は 1160 億米ドルであった。
  - 10 UNCATAD の統計によれば、2014 年中国海外 M & A の件数と金額はそれぞれ 331 件、395.8 億米ドルである。
  - 11 出所：Rhodium Group. "China's Global Outbound M & A in 2014",  
<http://rhg.com/notes/chinas-global-outbound-ma-2014-recap>. 2015 年 9 月 22 日アクセス。
  - 12 「創造性資産」の概念が Dunning によって提唱され、それは対外直接投資の前に既に所有特殊優位があることを前提にするのではなく、むしろその獲得や発展のために対外直接投資を行うタイプの体外直接投資である。本稿では「創造性資産」と「資産拡大」をほぼ同じ意味の言葉と理解している。
  - 13 中川 (2013) p. 63 を参照した。
  - 14 苑 (2014) によれば、「レギュラー競争優位」とはこれまでの主流派国際経営論の中でよく挙げられる競争優位の諸要素 企業規模、経営ノウハウ、製品・製造技術、人的資本（無形資産）、マーケティング能力、資金力、生産管理技術、製品差別化能力等である。他方、「イレギュラー競争優位」とは上記の「レギュラー競争要素」に属さない他のすべての要素である (pp. 107-109)。
  - 15 例えば家電分野では日本企業は既に 1960 年代ころから東南アジアに進出したのに対し、中国家電メーカーの対東南アジア進出は 2000 年以降のことである。苑 (2014) pp. 168-169.
  - 16 すなわち、東南アジアにいち早く進出した日本企業は現地で長年事業を営み、加えて東南アジアにもたくさん日本人が居住し、邦人のネットワーク等も考えられる。従って、苑 (2014) の主張している中国企業の「イレギュラー競争優位」は一体どれに対しての優位性なのか、必ずしも明確ではない。
  - 17 これまでの先行研究の中で成功例としてよく取り上げられるのはレノボによる IBM の PC 部門の買収、海欣集団の米 Glenoit 社紡績事業部買収などがあり、一方、失敗例として TCL のトムソンの買収、徳隆の米 Murray 社買収などがある。
  - 18 レノボは 2006 年 3 月に 1000 人、2007 年 4 月に 1400 名の人員削減を実施した。出所：

丸川・中川他 (2009) p. 92。レノボはIBMのPC事業を買収後、元IBM出身のStephen Wardが新生レノボのCEOに就任したが、わずか7ヶ月後の2015年12月に同氏が辞任、デル出身のWilliam Amelioがレノボグループの総裁兼CEOになった。また、2009年2月にAmelioに代わって楊元慶がCEOに、柳伝志が取締役会長にそれぞれ復帰した。そして2011年11月に柳伝志が取締役会長を辞任し、楊元慶が取締役会長兼CEOになった。出所：レノボのホームページなどによる。

19 なお、琴坂 (2014) も同様なことを指摘している。

20 この三つの事例は吉利によるボルボの買収、北京汽車によるSAABの買収と、上海汽車による双龍・MGローバーの買収である。

21 出所：『日本経済新聞』朝刊、2015年7月1日。

22 レノボが買収あるいは出資している企業はNEC、Compal、Medion、EMC、Stoneware、CCE、Motorola Mobility、IBM x86がある。出所：レノボジャパンホームページ <http://www.lenovo.com/news/jp/ja/2015/05/0501.shtml> による。2015年10月10日アクセス。

23 同上

24 同上。

## 参考文献

Buckley, P. J. et al. (2007) "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment", *Journal of International Business Studies*, 38. pp. 499-518.

Dunning, J. (1981). *International Production and the Multinational Enterprise*, Allen & Unwin.

Govindarajan, V. and C. Trimble (2012). *Reverse Innovation: Create Far From Home*, Harvard Business Review Press. (渡邊典子訳 『リバース・イノベーション：新興国の名もない企業が世界市場を支配するとき』ダイヤモンド社、2012)

Hymer, S. H. (1976) *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, MIT. (宮崎義一訳 『多国籍企業論』岩波書店、1979)

Khanna, T. and K. G. Palepu (2010). *Winning in Emerging Markets: A Road Map for Strategy and Execution*, Harvard Business Review Press. (上原裕美子訳 『新興国マーケット進出戦略：「制度のすきま」を攻める』日本経済新聞出版社、2012)

Rugman, A. M. (1981) *Inside the Multinationals: The Economics of Internal Markets*, Croom Helm. (江夏健一・有沢孝義・中島潤・藤沢武史訳 『多国籍企業と内部化理論』ミネルヴァ書房、1983)

Sirkin, H. L., J. W. Hemerling, and A. K. Battacharya (2008). *Globality: Competing With Everyone from Everywhere for Everything*, Hachette Book of Group USA; Trade Paperback. (中山宥訳 『新興国発超優良企業』講談社、2008)

UNCTAD. WORLD INVESTMENT REPORT 2006/2014/2015.

- Wells, L.T. (1983) *Third World Multinationals*, MIT Press.
- Williamson, P. J., R. Ramamurti, A. Fleury, and M. T. L. Fleury (2013). *The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals*. Cambridge University Press.
- 天野倫文 (2009) 「新興国市場戦略論の分析視角～経営資源を中心とする関係理論の考察～」『国際調査室報』第3号 pp. 69-87.
- 苑志佳 (2007) 「中国企業の海外進出と国際経営」『中国経営管理研究』第6号 pp. 27-43.
- (2014) 『中国企業対外直接投資のフロンティア 「後発国型多国籍企業」の対アジア進出と展開』創成社
- 大橋英夫 (2003) 『経済の国際化』(シリーズ現代中国経済5) 名古屋大学出版会
- 汪志平 (2014) 「海外 M & A と中国多国籍企業の競争優位」『経済と経営』(札幌大学) 第44巻第1・2号 pp. 1-13.
- 川井伸一 (2008) 「中国企業の海外進出と現地経営 アンケート調査結果に基づく業種別分析」『愛知経営論叢』第157号 pp. 1-24.
- 編著 (2013) 『中国多国籍企業の海外経営 東アジアの製造業を中心に』日本評論社
- 乾友彦・枝村一磨・戸堂康之・羽田翔 (2013) 「中国企業の海外 M & A は成功しているか」独立行政法人経済産業研究所 RIETI Policy Discussion Paper Series 13-P-005
- 琴坂将広 (2014) 『領域を超える経営学 グローバル経営の本質を「知の系譜」で読み解く』ダイヤモンド社
- 高橋五郎 (2008) 『叢書・現代中国学の構築に向けて (3) 海外に進出する中国経済』日本評論社
- 程恵芳等 (2004) 『中国民营企业対外直接投資発展戦略』中国社会科学出版社
- 中川涼司 (2013) 「中国企業の多国籍化 発展途上国多国籍企業論へのインプリケーション」『立命館国際研究』26-1 pp. 53-73.
- 藤沢武史 (2012) 「新興国系多国籍企業の市場参入戦略モデル (第3章)」多国籍企業学会『多国籍企業と新興国市場』文真堂 pp. 57-71.
- 方帆 (2010) 「中国型多国籍企業の先進国における技術獲得 発展途上国初の逆技術移転」『立命館経済学研究』第58巻第5・6号
- 丸川知雄・中川涼司編著 (2008) 『中国発・多国籍企業』同友館
- 李春利 (2013) 「新興国のクロスボーダー M & A による海外事業の展開 中印自動車産業を中心に」、川井伸一編著『中国多国籍企業の海外経営 東アジアの製造業を中心に』日本評論社、pp. 123-152.