

Title	中国企業による日本企業の買収に関する実証研究
Sub Title	
Author	呂, 姣鶯(Lu, Jiaoying) 齋藤, 卓爾(Saito, Takuji)
Publisher	慶應義塾大学大学院経営管理研究科
Publication year	2016
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	
Notes	修士学位論文. 2016年度経営学 第3222号
Genre	Thesis or Dissertation
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KO40003001-00002016-3222

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the KeiO Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程

学位論文（ 2016 年度）

論文題名

中国企業による日本企業の買収に関する実証研究

主 査	齋藤 卓爾
副 査	浅川 和宏
副 査	村上 裕太郎
副 査	

氏 名	呂 姣鶯
-----	------

論文要旨

所属ゼミ	齋藤卓爾研究会	氏名	呂姣鶯
(論文題名)			
中国企業による日本企業の買収に関する実証研究			
(内容の要旨)			
<p>中国を代表とした新興国の発展により、発展途上国の企業は、積極的に海外企業と提携関係を深め、国際市場での役割が重要になってきたと考えられる。中国の対日本直接投資額の上昇や対日本企業買収の増加が現状であり、日本市場でも、日本企業の買収を通じ、参入してきた中国企業の存在感が強くなってきた。</p> <p>このような買収は日中市場に大きな影響を与えられると感じ、中国による日本企業の買収という現象の全体像を把握すべきであると感じた。</p> <p>本論文では、買収の背景、起きていた業界、買収における企業間の統合状況、買収後の経済効果と戦略上の目的の面で、中国企業による日本企業買収の実態を明らかにすることを目的として研究した。</p> <p>中国企業が中国の経済・政策・業界の競争・消費者市場といった環境の変化に対応するために、生産性の追求以外に、技術の洗練やブランド力の構築、経営力の向上など様々な課題に直面している。他社に真似しにくい、自社ならではのコアコンピタンスの育成が、中国市場で生き残れるかどうかの難関である。このような厳しい状況のした、高技術力を持ち、国際市場で信頼のある日本企業との資本提携が目に入った。</p> <p>しかしながら、日本企業の買収を通じ、期待通りに中国企業に良い経済効果を果たしてなかった。短期的な買収イベントを期に、マーケットの反応が表せるCARの推移でも、5年間の長期的な期間から見た業績評価でも、業界より下回るパフォーマンスしか得られていなかった。</p> <p>数的に企業の成長につながりにくいにもかかわらず、日本企業を買収するのは必ず、戦略的な意味があると感じ、業界別の日本企業買収する目的について研究した。製造業では、日本企業の経営資源を獲得することで、中国市場での競争相手と対抗し、国内市場で優位性の構築が主な目的としていた。非製造業では、WIN-WINなビジネス関係を構築し、シナジー効果を得ようとする狙いが見られた。</p> <p>一方、日本企業は中国企業に売却することで業績の改善効果が達成できた。製造業では、経営不振や成長が見込めない事業や子会社を売却することが、日本企業の「選択と集中」戦略の一貫とし、新たな成長が得られた。非製造業では、中国企業との提携で、より潜在成長性のある中国市場にアクセスすることができた。日本企業に対し、成熟してきた先進国市場から伸びている新興国市場への参入に関する経験やノウハウが蓄積することができるなどのメリットがある。</p> <p>中国企業により日本企業の買収は、買収側には経済効果が見られなかったが、戦略上重要な意味を持ち、被買収側の企業成長に貢献していた。今後、日中企業間の資本提携や、積極的な協力を通じ、お互いの強みを活かすことで、厳しい競争環境に対抗していくことが期待できることを感じた。</p>			

目次

I. 問題意識	3
I-1. 問題意識	3
I-2. 研究意義	4
I-2-1 事実面の面から見た研究必要性	4
I-2-2 学術の面から見た研究必要性	8
I-3. 研究領域	9
I-4. 研究目的と論文の構成	11
II. 中国クロスボーダーの特徴	12
II-1. 主体・対象国・ターゲット業界	12
II-1-1 買収主体の多様化	12
II-1-2 買収対象地域の分散化	13
II-2. 経済効果	17
II-2-1 短期経済効果	17
II-2-2 長期経済効果	18
II-3. 目的別分類	20
II-3-1 供給関係の強化	20
II-3-2 国際的な経営体制の構築	21
II-3-3 経営資源の蓄積	22
II-3-4 サービスの補完	23
II-4. 小括	24
III. 中国企業による日本企業買収の基礎研究	25
III-1. 中国企業が日本企業買収の背景	25
III-1-1 外部環境	25
III-1-2 内部要因	27
III-2. 中国企業が日本企業買収の主な業界	30
III-3. 中国企業が日本企業買収における企業統合	32
IV. 中国企業による日本企業買収の経済効果に関する実証検証	35
IV-1. 経済効果検証の重要性	35
IV-2. 検証方法	36
IV-3. 中国企業の経済効果に関する実証研究	38
IV-3-1 短期的経済効果	38
IV-3-2 長期的経済効果	40
IV-4. 日本企業の経済効果に関する実証研究	42

IV-4-1 短期的経済効果	42
IV-4-2 長期的経済効果	43
IV-5. 小括	45
V. 業界別の買収目的に関する実証研究	46
V-1. 業界分類	46
V-2. 製造業の目的分析	47
V-2-1 中国製造業の目的分析	47
V-2-2 日本製造業の目的分析	49
V-3. 非製造業の目的分析	53
V-3-1 情報通信業	53
V-3-2 サービス・小売業の目的分析	55
V-4. 小括	59
VI. まとめ	60
VI-1. 研究結果のまとめ	60
VI-2. 研究結果の考察	62
VI-3. 論文の限界	64
謝辞	65
参考文献	66

I. 問題意識

I-1. 問題意識

2016年3月30日の日本経済新聞で「東芝、美的集団と白物事業売却で最終合意」をタイトルとした記事を発表された。東芝の白物家電子会社東芝ライフスタイルが株式の80.1%を美的集団に売却することで、東芝側は赤字事業から撤退し、美的側は東芝のブランドの使用権や5000件の特許を獲得するなどのことを果たしていた。

東芝は採算できず、成長が見込めない事業の売却を通じ、事業構造改革をし、将来性のある事業に集中的な資源投下が実現できた。今回の売却は事業の選択と集中戦略の重要な一貫であるとして考えられる。美的が東芝白物事業の買収を通じ、ブランドや特許を買い、技術などの経営ノウハウを手に入れ、既存の家電事業に新たな生命力を注入した。技術の発展や生産の効率化、魅力のある商品の企画などに貢献できれば、競争が激しい中国の家電業界での更なる発展を期待でき、中国家電業界全体の牽引力にもなると高く評価されていた。

美的による東芝の買収案件に対して、中国市場でも日本市場でも大きな関心を示し、両国では話題になっていた。中国では、中国家電業界の生産・販売力と日本家電企業の国際的な知名度と先進な技術力を活用する経営戦略の執行効果に熱く議論する。日本では、買収までに日本に知られていなかった大手家電メーカー美的集団がようやく日本企業や日本市場の目に入り、中国をはじめ、新興国の企業による日本企業の買収にも今後注目を浴びつつあると推測できる。

しかし、新興国の中国企業が先進国の日本企業の買収が、本当に狙い通りに成功できるのかは断言できない。売却された事業の中で反発が起き、従業員の退職などの問題が起きることや、企業の統合がうまくできず、シナジー効果が発揮できないことや、買収経験の少ない中国企業が人材や経営体制などの欠如で買収された企業への経営管理が難しいなどの問題に直面する。買収自体はうまく完成したとしても、買収目的の実現・企業成長につながるまでの先行きが不透明である。

美的集団のような日本企業に興味を持つ中国企業が少なくないと感じ、今後このような買収が相次ぎ出てくる可能性があると考えている。中国企業が対日本企業の買収が最近10年間で徐々に出てきたことであり、買収や売却が起きていた業界や買収双方の狙い、買収後の企業統合状況や実績、買収の効果などに関することはまだ明らかにしていない。美的集団の買収案件をきっかけに、中国企業が日本企業の買収という現象に対して深く知りたい気持ちが湧き、論文のテーマを決めた。

I-2. 研究意義

研究の意義に対して、現状から読み取った将来の可能性を確認することで事実研究意義と学術研究での必要性という二つの面で説明する。

I-2-1 事実状の面から見た研究必要性

中国企業が日本企業の買収がただの偶発的な出来ことではなく、時代の産物であり、今後の日中企業の発展にも大きな影響を与えることを確認していく。中国の対外直接投資から中国の対日本直接投資、中国の海外企業による買収から中国の日本企業の買収までという順番で説明する。

2014年度中国対外直接投資統計公報が公表した情報をまとめると、2014年を含む、今後中国対外直接投資の特徴が三つある。一つ目は、これまでの東南アジアなどの新興国や発展途上国への投資から先進国に移すことである。図 I-1 では、2014年の中国対外直接投資額の経済体系別の構成を表している。新興国や発展途上国への投資額は992.9万ドルに対し、先進国は238.3万ドルしかなく、投資額では依然として新興国への投資額も大きいし、80.6%の高い割合を示している。しかし、増加率から見ると、新興国や発展途上国への直接投資の増加率が6.5%であるに対し、先進国は72.3%の高い増加率でこれからの中国企業が注力してくる領域であることが分かった。

図 I-1：2014年中国対外直接投資額経済体系別構成

経済体系	金額 (万ドル)	割合	増加率
先進国	238.3	19.4%	72.3%
新興国・発展途上国	992.9	80.6%	6.5%

出所：2014年度中国対外直接投資統計公報 国家統計局

中国対外直接投資の二つ目の特徴は国有企業に代わり、民間企業の対外直接投資が増える見込みである。2006年、対外直接投資の当事者の81%が中国の国有企業であるが、2014年では国有企業の比率が大きく縮小し、53.6%まで減少した。中国国有企業の民営化や国内の規制緩和と民営企業に関する法律の完備につれ、これから中国市場で民営企業の役割が重要になる。民営企業の海外投資やグローバル化の進展も活発になる。対外直接投資だけでなく、中国企業による海外企業の買収も国営企業から民営企業にシフトしている。

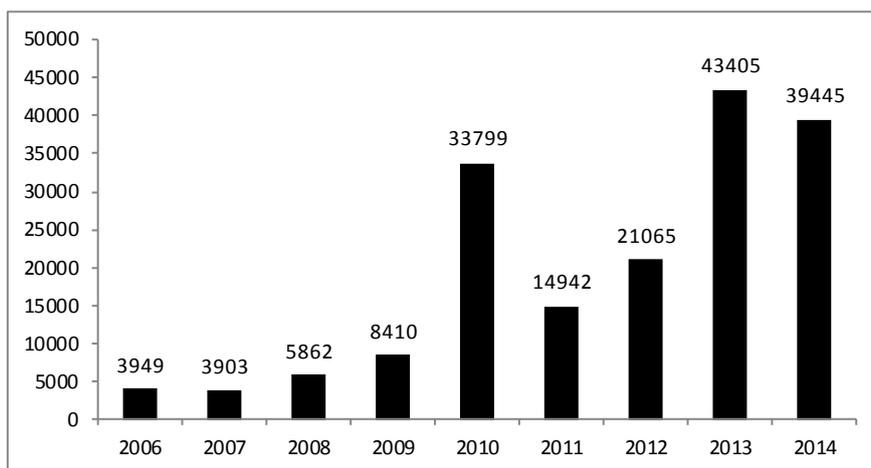
情報通信・金融・医療・サービスなどの第三産業への集中投資が中国対外直

接投資の第三の特徴である。2014年では第三産業での直接投資は全体の75%を占めていて、中国企業が第三産業への期待が大きい。

中国の対外直接投資が新興国から先進国へ、国有企業から民間企業へシフトし、第三産業に集中して投資するという三つの特徴をまとめ、これからは中国の民間企業が先進国、特に先進国の第三産業への直接投資が活発になる流れが見られた。

先進国の日本に対する投資額の推移は図I-2で表している。2006年の対日本直接投資額が3949万ドルであったが、2014年では39445万ドルまで増加し、8年間で約10倍を増えた。2010年の異例な増加は2009年世界的な不況リーマンショックの影響を受け、日本企業の資産価値が減少し、社会主義で歩んできた中国企業の相対的にダメージがより少ないため、日本を含む海外の資産を買う動きが過熱したためである。

図 I-2：中国対日本直接投資額推移（万ドル）



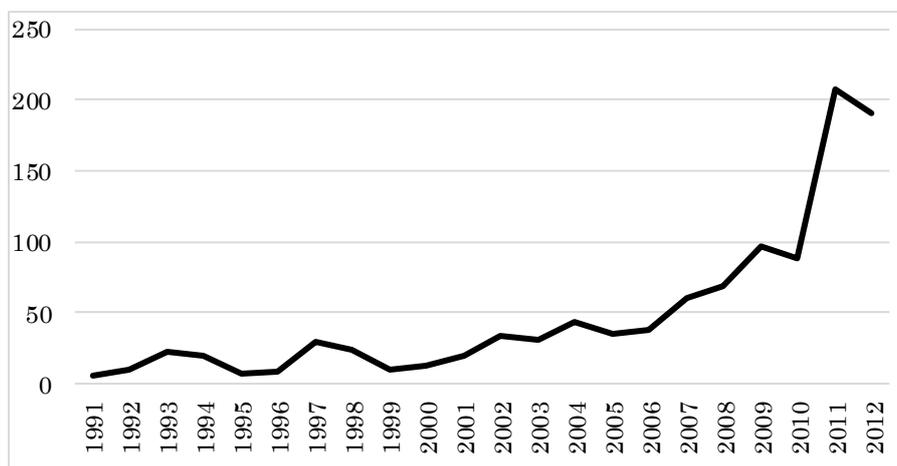
出所：中華人民共和国国家統計局のデータにより、筆者作成

以上の分析から、今後中国企業の海外直接投資は民間企業が先進国へ投資増加の動きが読み取り、さらに日本に対する直接投資額も増加することが見込める。これからは、対外直接投資の手法の一つとする対外買収に絞って、対外買収の歴史と対日本企業の買収の現状を分析していく（図I-3）。

中国企業の対外買収は4段階に分かれる。第一段階は1984年まで遡れる。初期の海外買収は規模や件数などいずれから見ても小さいし、買収対象も米国、カナダなどの限られていた地域に限定していることが特徴である。さらに、資源エネルギー系国有企業の買収がほとんどであった。第2段階は1992年、鄧小平の南巡講話を公表した後、市場経済が一層強化され、企業の海外投資が活発

になった。対外買収の範囲が広がったが、件数は依然として少ない。現地企業を設立することで海外にアクセスする傾向が明らかにしていたが、買収という手段を選ぶ企業は少ない。第三段階は、2001年に中国がWTOに加盟し、海外企業との繋がりが深める中、中国経済の高速成長が実現した。民間企業の海外買収がはじめた。2004年12月、レノボがIBMのパソコン事業を6億5千万ドルの現金と6億ドルの株で傘下に入れたことが世界を驚かせた。2007年からは海外買収の第四段階に言われていた。世界的な金融危機で国際資産の価値が減少し、中国企業の海外買収に良好な環境を育てた。2010年8月2日、中国民営車メーカーの吉利汽車が18億ドルでスウェーデンのボルボを買収した。この時期では、民間企業が積極的に海外企業の買収が起きた。

図 I-3：中国による海外企業買収件数推移（件）



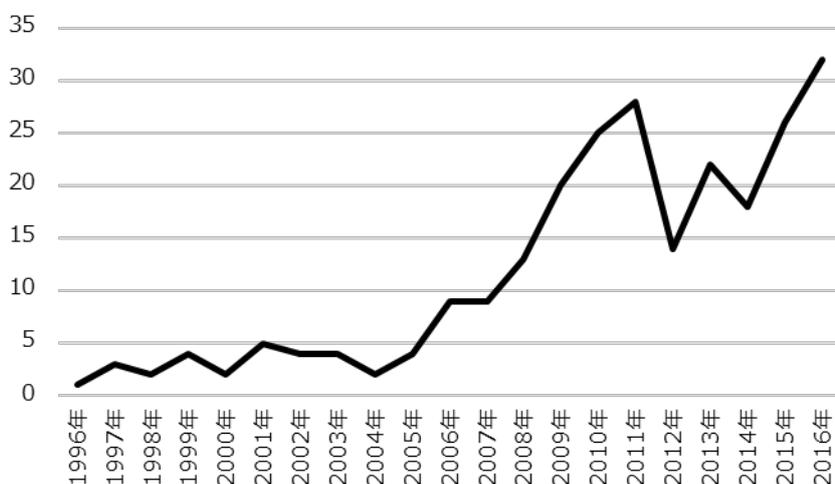
出所：WIR データベース

図 I-4 は、1996年から2016年現在までの中国企業による日本企業の買収件数を表した図である。図 I-2 と同じように、2010年では異例な増加があった。この図からでは二つのことが見られた。中国企業が日本企業の買収が遅れていることと、買収件数が右上がりの増加傾向であることが分かった。中国企業による日本企業の買収が1996年から始め、2004年まで徐々に増え、2004年から増加幅が増加した。2016年は10月末のデータを使用しているにもかかわらず、前年の件数を大きく上回っていた。後発していた日本企業の買収はこれから確実に増える可能性が示していた。

以上の中国の対外直接投資と対外買収、対日本の直接投資、対日本の買収に関する研究から、これからは中国民間企業による日本企業の買収が増える傾向が分かった。続いては、日本市場を拠点として見た中国の対日本の買収の現状

を見ていく。

図 I-4：中国企業による日本企業の買収件数推移（件）



出所：レコフデータより筆者作成

注：2016年のデータは10月30日現在までの情報を使用

表 I-1 は主要4か国が1996年、2006年、2015年の3年に日本企業の買収件数と割合を示している。いずれの年でも、アメリカによる日本企業の買収が一番多く占めているが、1996年の73%から2006年の71%、2015年の66%まで減少し続けている。そして、イギリスやフランスの割合も減少傾向である。一方、1996年3%しかない中国企業の対日本の買収が2015年までは20%に至った。日本の市場では、中国企業の対日本企業買収の存在感が高くなってきた。

表 I-1 海外企業による日本企業の買収

国籍	1996年		2006年		2015年	
	件数	割合	件数	割合	件数	割合
米国	24	73%	88	71%	87	66%
英国	5	15%	20	16%	16	12%
フランス	3	9%	7	6%	3	2%
中国	1	3%	9	7%	26	20%

出所：レコフデータより筆者作成

注：2016年のデータは10月30日現在までの情報を使用

ここまでの分析では、美的が東芝のような中国企業による日本企業の買収は

偶発的な出来事ではなく、中国企業の対外投資と対外買収の活発により、日本をターゲットした買収が増える見込みである。日本市場では、類似的な買収が今後頻発になる可能性があり、位置づけが重要なる。このような環境のした、中国企業による日本企業の買収の現状を把握し、理解していくことが日中双方企業の成長と発達に不可欠だと考え、重要な意義を持っている。

I-2-2 学術の面から見た研究必要性

クロスボーダーに関する研究は様々あるが、中国企業による日本企業買収を絞って、研究することが足りなかった。

世界中の学者がクロスボーダーの中に、欧米企業の買収が最も多く研究していて、日中を拠点としたテーマはそれほど多くない。中国の学会では、中国企業の海外買収の全体像や具体事例の研究が中心としているが、日本企業をターゲットとした研究はまだ注目が少ない現状であり、代表的な買収案件の紹介があるが、中国企業の対日本買収の全体像に対してまとめた論文がなかった。最後に、日本の研究業界では、日本企業の海外進出をテーマとした論文が多く、中国への進出に関する研究がそれほど多くないが存在している。しかし、中国企業による日本企業の買収を研究した学者は見つからなかった。

中国企業が日本企業に興味を示し、日本企業へのアクセスが積極的に起きる背景のした、この分野への研究が少なく、中国企業が日本企業を買収する動きに対する把握と理解が欠かせないと考え、本論文は日中企業や日中経済の研究に貢献できると感じていた。

I-3. 研究領域

まず、中国企業により日本企業買収の「買収」という行動の範囲を示していく。企業間の提携は資本の移動を伴う提携と資本の移動に伴わない提携に分かれる。論文では、資本の参加に係る提携を注目し、中国企業が日本企業に資金を入れることで、双方企業やマーケットへの影響を明らかにしていく。さらに、買収担当者とした買収側の中国企業が、比較的積極的に積極的な姿勢とより強い主導権を持つことで、買収の効果を研究したいため、株式持ち合いと合弁企業の設立を除外した企業買収いわゆる狭義の M&A に絞った。つまり、研究対象としては、買収、合併、分割を含む企業の買収である。

表 I-2 本論文の研究対象範囲

資本の移動を伴う提携 (広義の M&A)	企業買収 (狭義の M&A)	買収	株式取得
			事業譲渡・資産買収
		合併	吸収合併
			新設合併
		分割	新設分割
			吸収分割
	株式持ち合い		
	合弁企業の設立		

出所：日本 M&A センター <https://www.nihon-ma.co.jp/service/aboutma/>

次に、データの内容を紹介する。本論文では、2006年1月から2016年6月(現在)を時期に、公開した中国企業による日本企業の取引完了の買収をサンプルとした。データは SPEEDA により取得した。株価の情報や企業財務データの情報が必要であるため、公開企業をターゲットとしている。しかし、中国企業による日本企業の買収の母集団が少なく、より多くのデータを集められるように、買収双方にこだわらず、片方だけ公開しているケースも含めている。表 I-3 で統計していたように、買収が公開している企業の中、製造業は 38 社、非製造業は 24 社であり、全部 62 件のサンプルが取得できた。データ検索時狭義の M&A として、買収、合併、分割を全部入れようとしていたが、事実上取得したデータは

すべて株式取得や資本参加による買収と事業譲渡に当てはまる。

表 I-3：取得データの情報(件)

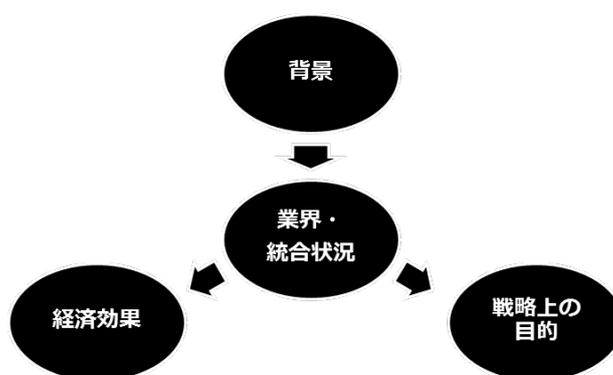
取引完了年	製造業	非製造業	合計
2006	2	0	2
2007	1	0	1
2008	1	1	2
2009	5	1	6
2010	2	5	7
2011	7	2	9
2012	3	5	8
2013	6	1	7
2014	4	1	5
2015	5	5	10
2016	2	3	5
合計	38	24	62

出所：SPEEDA から取得したデータのも、本論文の研究に応じ、筆者作成

I-4. 研究目的と論文の構成

中国企業の対日本直接投資の増加や対日本 M&A による日本企業との提携が増える一方、日本市場での中国企業による日本企業の買収の存在感が強くなってきた。しかし、このテーマとした研究がそれほどなかった。一つの現象として、日中市場に大きな影響を与えるため、中国企業の対日本企業の買収の全体像を把握する必要があると感じ、買収の背景から入り、業界と統合状況を説明、買収後の経済効果を実証研究し、戦略上の目的を明らかにしていく。

図 I-5 研究テーマのイメージ



本論文の構成について簡単に紹介する。

第Ⅱ章では中国企業のクロスボーダーの特徴に関する研究を行う。先行研究を通じ、中国企業の対外買収の主体、起きていた業界、買収後の経済効果、買収目的による分類という四つの面で、中国企業の対外買収の事態を把握していく。

第Ⅲ章では中国のクロスボーダーから対日本企業の買収に絞り、基本的な状況を分析していく。買収が起きた経済・政策・市場の外部環境と企業内部要因を明らかにし、業界や買収における統合状況を理解する。

第Ⅳ章と第Ⅴ章を用いて、中国企業による日本企業買収に関する実証研究を行う。

第Ⅳ章では、買収側の中国企業が買収後の経済効果を短期と長期の視点から分析し、売却側の日本企業への影響も分析していく。

第Ⅴ章では、中国企業を拠点に、業界別の買収目的を明らかにすることで、より訂定的に日本企業買収の狙いを見ていく。

最後に、第Ⅵ章では、先行研究、基礎研究と実証研究の結論をまとめて、考察し、論文の意義と研究から得られた知恵を振り返る。そして、本論文の研究限界を示していく。

II. 中国クロスボーダーの特徴

中国による日本企業の買収の実態を研究する前に、中国企業が海外企業を買うという活動の全体傾向を把握する必要がある。海外企業を買収するより広い視点から日本企業の買収まで絞っていく。このようなことで、日本企業をターゲットとした買収活動の異質性と共通性を把握することで、中国企業が日本企業の買収により深く理解することができると考えている。

II章は、中国のクロスボーダーの特徴を買収活動の買収主体、対象国、業界という基本情報と買収後の長期・短期の経済効果及び、買収目的別の分類という三つの視点から研究していく。

II-1. 主体・対象国・ターゲット業界

II章の1節では、中国企業による海外企業買収の基本的な状況を、買収主体の中国企業の企業形態、買収の対象地域、海外買収が起きた業界の面から説明する。

II-1-1 買収主体の多様化

第一章問題意識の提示では、中国企業対外買収が四段階に分かれ、1984年では対外買収がはじめた。1992年、対外買収範囲の拡大、2001年、民間企業の海外買収の台頭の段階を経て、2007年からは民間企業の対外買収の増加傾向がより明らかにした。2009年から2012年までの中国企業対外買収統計を見ると、中央企業や国営企業の割合が依然として高く、民間企業が案件数や買収金額のいずれの指標から見ても、劣っていることがわかった。案件数では、民営企業が44.5%を占めているが、金額から見ると、13.8%しかない。民営企業では、小規模の買収が頻発していたことがわかった。今後、民営企業が中国市場で影響力や国際市場での存在間の増加に伴い、民間企業の対外買収が案件数だけでなく、金額ベースの規模拡大も期待できる。

中国企業の対外買収主体が多様化している。資金力や政治力を持つ中央・国営企業から、経営資源豊富・中国市場で競争力が高い優良な民間企業まで、さらに今後では、中小や個人企業まで拡大し、中小企業のグローバル化につれ、海外企業との資本・事業提携が徐々に出てくるのではないかとクロスボーダー主体の多様化が進んで行くことが推測できる。

表 II-1：中国企業形態別買収金額・案件数割合(2009～2012.6)

企業形態	案件数	割合%	買収金額 (万ドル)	割合%
中央・国営企業	144	54.3%	66008.25	85.9%
民営企業	118	44.5%	10569.03	13.8%
その他	3	1.1%	235.85	0.3%
合計	265	100%	76813.16	100%

出所：清科データベース 2012.08

II-1-2 買収対象地域の分散化

表 II-2 は 2012 年中国企業対外買収において、買収金額を基準に、上位 10 位の地域を羅列している。米国では金額と件数両方で一位を占め、中国企業の特外買収の主要な対象国になっていることが分かった。北米のカナダも 5 位である。続いては、北欧の英国、ポルトガル、オランダ、ドイツ、スペインがランク内に入っている。

表 II-2：2012 年中国企業対外買収の買収金額ランキング

対象国	金額 百万ドル	件 数	対象国	金額 百万ドル	件 数
1 米国	5857.51	20	6 オランダ	1405.81	5
2 英国	5817.44	10	7 韓国	1000.00	1
3 ポルトガル	5694.02	2	8 ドイツ	911.26	13
4 オーストラリア	5402.30	18	9 ニュージーランド	737.12	1
5 カナダ	1587.38	8	10 スペイン	540.97	3

出所：2012 年中国対外買収市場分析報告

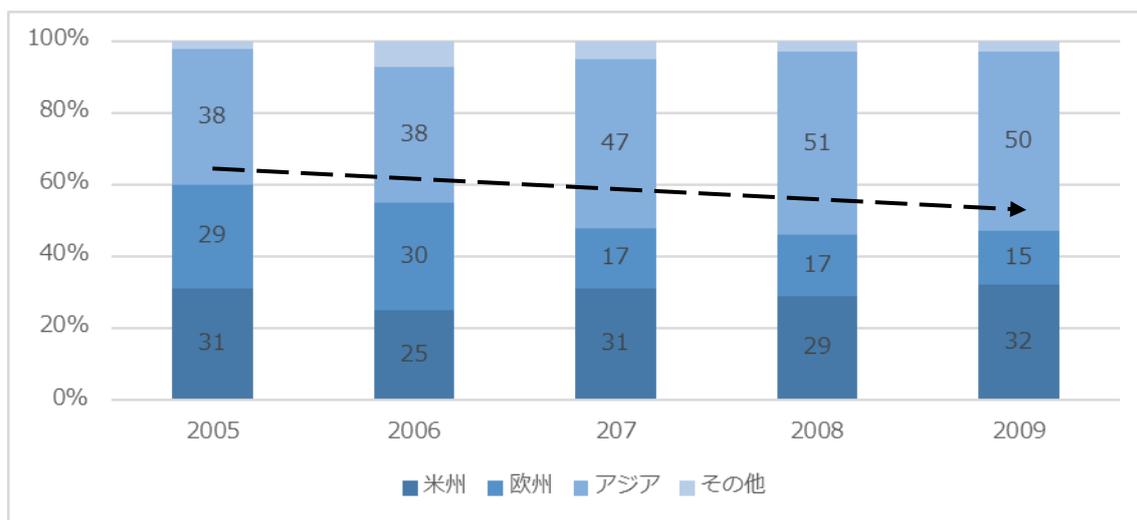
この表からは、中国企業のカロスボーダーは限られていた範囲内で起きている。2012 年時点では、主に、米国・カナダの北米と英国・ポルトガルを拠点とした北欧が中心としている。一方、このような集中している特徴が、分散化に

転じる傾向が見られた。

図Ⅱ-1では、買収案件数に基づいて、各対象地域が占めている割合を示している。2005年では、米州と欧州が買収対象全体の6割多半数を占めていたが、年々減少し、2009年までに13%を縮小した。それに対して、アジア地域が38%から4年間で50%前後まで増加した。中国企業が米州や欧州に集中して買収することから、アジアまで目を向けた。表Ⅱ-2を合わせて、米国や北欧などの限定地域の買収件数と買収金額が相変わらず高い水準を維持しているにもかかわらず、アジアをはじめ他の地域において、小規模かつ分散していた買収案件が起きていることが読み取った。

中国企業の対外買収が北米・北欧集中から他の地域に分散して投資する傾向が見られた。

図Ⅱ-1：中国企業対外買収の地域別案件数割合推移



出所：China Venture データベース

Ⅱ-1-3 ターゲット業界

買収主体と対象企業を紹介した後、第3節では、中国企業が海外企業の買収において、ターゲットとした業界の特徴について説明していく。

円グラフは2012年中国企業対外買収の業界別分布である。資源系のエネルギー業界が一番高い割合を占め、25%である。製造業は23%の割合が獲得している。エネルギー業界と製造業は全業界の約半分を占めている。中国企業の対外買収が主にこの二つの業界で起きていることが分かった。そして、情報通信業や金融業などの新たな成長産業として注目している業界も無視できないほどの影響力を持っている。

図 II-2：中国企業対外買収の業界別分布図（2012年）

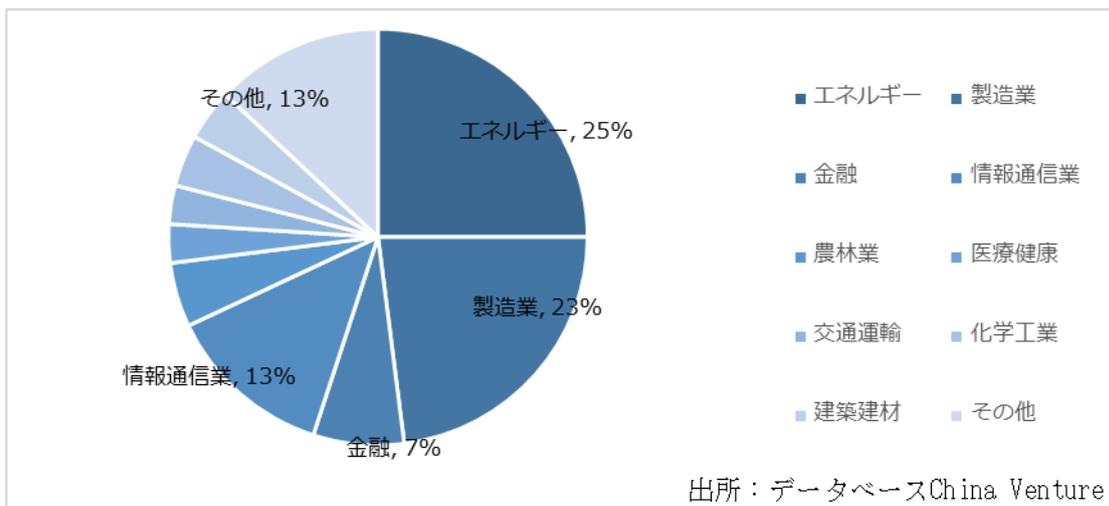


表 II-3：2012年中国企業主要対外買収案件

	買収側	業界	買収側	業界	買収金額 (万ドル)
1	中国石油化工集团公司	エネルギー	葡萄牙 Galp 能源公司	エネルギー	5,156.00
2	中国长江三峡集团公司		葡萄牙電力公司		3,362.50
3	大连万达集团股份有限公司	不動産	AMC Theatres Inc.	情報	2,600.00
4	中国石油化工集团公司	エネルギー	Devon Energy Co.	エネルギー	2,440.00
5	中国石油化工股份有限公司		加拿大塔利斯曼能源公司		1,500.00
6	中国海洋石油有限公司		英国图洛石油公司		1,467.00
7	中国五矿集团公司		Anvil 矿业公司		1,330.00
8	光明食品(集团)有限公司	食品	維他麦食品公司	食品	1,096.77
9	中国广东核电集团有限公司	エネルギー	Extract Resources Ltd.	エネルギー	979.00
10	潍柴动力股份有限公司	製造業	凱傲集团公司	製造業	958.44

出所：清科データベース

表Ⅱ-3 と表Ⅱ-4 は 2012 年全年度と 2016 年 11 月の中国企業対外買収案件を金額ベースで上位 10 位の内訳を表している。2012 年では中国石油化工集団や長江三峡集団などの中国国営企業によるエネルギー業界の買収がほとんどであることが分かった。1・2 節での説明の通り、国営企業による北欧の買収、特に国営企業による北米や北欧のエネルギー業界への進出が一番目立っている。2016 年 11 月現在の最新買収案件に注目すると、エネルギー業界の買収が一位にいたが、件数が明らかに減少し、代わりに、製造業・金融業・情報通信業などの業界での買収が積極的に行っていたことが分かった。

表 Ⅱ-4：2016 年 11 月中国企業主要対外買収案件

	買収側	業界	買収側	業界	金額 万ドル
1	洛阳栾川钼业集团股份有限公司	エネルギー	Freeport-McMoRan DRC Holdings Ltd.	エネルギー	2650.00
2	潍柴动力股份有限公司	製造業	DH Services Luxembourg Holding S.à.r.l	IT	2100.00
3	华泰证券股份有限公司	金融業	AssetMark Financial Holdings, Inc.	金融業	780.00
4	西王食品股份有限公司	建築	Kerr Investment Holding Corp.	建築	503.44
5	珠海艾派克科技股份有限公司	製造業	利盟国际有限公司	製造業	391.93
6	航天科技控股集团股份有限公司	製造業	IEE International Electronics & Engineering S. A	製造業	210.11
7	天齐锂业股份有限公司	エネルギー	Sociedad Quimica y Minera S. A.	エネルギー	209.64
8	北京昆仑万维科技股份有限公司	情報通信	Opera Software AS	情報通信	191.65
9	烟台东诚药业集团股份有限公司	製薬業	Global Medical Solutions, Ltd.	製薬業	69.75
10	浙富控股集团股份有限公司	製造業	PT. DHARMA HYDRO NUSANTARA	製造業	57.74

出所：清科データベース

以上の研究から、クロスボーダーの歴史が浅い中国企業の対外買収は国営企業が主役とし、北米や北欧を中心として、エネルギー業界を狙った買収を行っている特徴が有していることにまとめることができる。一方、国営企業から民間企業まで主体の多様化と、対象地域がアジアなど他の地域まで拡散し、製造業や情報通信業などのエネルギー業界以外の領域での買収活動が活発になっていく傾向も見られた。

II-2. 経済効果

II章の1節の使い、中国企業により海外企業買収の基本的な状況について、買収主体・対象地域・ターゲットとした業界三つの視点から分析した。2節では、海外企業の買収を機に、中国企業に齎していた経済効果を説明する。海外企業の買収が確実に中国企業の成長に繋がっているかどうかを検討していく。

II-2-1 短期経済効果

董偉(2010)では、2001年から2010年3月までの中国上場企業による海外企業買収の案件28件を用いて、買収前後20日の累積超過リターン(CAR)を求めることで、海外企業の買収が中国企業の短期経済効果への影響を明らかにした。短期経済効果の検証方法とCARの求め方は第IV章で詳しく説明する。董偉による研究結果は表II-5にまとめた。

表 II-5 : 短期 CAR 値

時間 (日)	CAR	T 値	時間	CAR	T 値
(-20, +20)	-3.027***	-2.457	(-5, +5)	-0.408	-1.633
(-20, 0)	-2.396***	-2.363	(-3, +3)	-1.021**	-2.159
(0, +20)	-1.135**	-2.032	(-1, +1)	-0.437**	-1.944
(-10, +10)	-0.967**	-1.838	(0, 0)	-0.504	-1.657

注：***は5%有意、**は10%有意
出所：[董偉, 2010]-表1

日付と関係なく、CARは全部マイナスの値が得られ、全体から分析すると、中国企業による海外企業の買収が買収側には負の短期経済効果がもたらした。(-20, 20)、(-20, 0)、(0, 20)の期間中、CARの値は-3.027、-2.396、-1.135であり、買収のイベントにより、イベント日の「0日」前の20日の間では、-2.363の累積超過リターン、買収後の20日間では、-2.032の累積超過リターンが得られた。さらに、各期間中では、プラスに転じたことがなかった。

つまり、董偉の研究によると、中国企業による海外企業の買収が買収企業に負の短期経済効果しか得られず、海外企業の買収を通じ、短期的に、資産の損失が出る可能性が高いと示した。

この論文より前の研究でも、同じ結論にも至った。張宗新・季雷(2003)は、市場収益率法を使って、中国企業が海外企業の買収において、株式市場へのプ

ラス影響が明らかに検証できないと論じた。

II-2-2 長期経済効果

中国企業のクロスボーダーによる長期的経済効果に関する研究の行っていた学者もいた。

本論文では陳雯・劉磊・竇義粟(2007)の研究を中心に紹介する。陳雯等による研究は、2000年から2006年までの、中国企業のより海外企業買収を行った24社の上場企業をサンプルとしていた。中では、情報通信業と製造業が半分以上の割合を占めている。

彼らは、財務指標の推移から直接分析するのではなく、総合業績評価指標モデルを自ら構築した。各企業買収前後の12個の財務指標データを取得し、因子分析や相関分析などの統計手法を使い、4つ因子を抽出した。最後に、各年度の総合業績指標が算出できるモデルを作り、対象年度の総合業績評価指標がまとめた。陳雯の結果まで行き着くのは、より高い統計スキルと専用の統計ソフトが必要とされているため、検証方法よりは検証結果に注目して分析した。

研究結果をまとめると、表II-6のようになった。買収が行っていた年の業績と買収前1年と比べる、業績改善の効果が少ないのは、第3・4四半期で買収が行った企業の業績がうまく反映できなかった為であった。買収前後の一年間の総合業績の比較では大幅な業績改善ができ、買収後1年目では一番高いパフォーマンスが期待できた。買収後1年目の高成長が2年目まで維持できず、買収後3年目の業績は前年より増加でき、業績の回復が実現できた。陳雯・劉磊・竇義粟(2007)では、「中国企業により海外企業の買収が、買収後の事業統合や企業文化の浸透などの問題で業績の安定的な増加ができないとしても、一定程度の業績改善効果を果たせる」と述べた。

張彦・張艳杰(2010)がより新しい実証研究として、2002年から2005年までの19社の企業を研究対象として研究した。論文では、収益力、資産運用の効率性、負債負担力と成長性の面で財務データを用いて買収後3年間の業績を分析した。企業の収益力・資産運用の効率性・負債返済力・成長性はそれぞれ純資産収益率・総資産回転比率・流動比率と負債比率・資本累積率で表している。買収は買収年の業績には負の影響を与え、買収1年目では、長期的な負債返済力が悪化するが、収益性や短期負債返済力にプラスの効果があり、一定程度の業績の改善ができた。買収2年目は、収益力や長期負債返済力、資産効率性などの財務指標が改善でき、企業業績の好転が明らかに反映できた。3年目も、このような良性的な業績が続いているが、企業の経営体制や人材の配置などの課題もあり、企業統合の欠如に力を入れるべきであると指摘した。

表 II-6 : 陳雯(2007)長期經濟効果研究結果

比較対象 (年)	総合業績評価への分析結果
(-1 VS 0)	業績が少し改善
(-1 VS +1)	大幅に業績改善⇒1 年目で一番高いパフォーマンスが得られている
(+1 VS +2)	前年より減少⇒長期視点が欠けているため、改善効果が持続できない
(+2 VS +3)	前年より増加⇒企業統合戦略により、業績の回復が実現

出所：[陳 雯・劉 磊・竇 義粟, 2007]により筆者まとめ

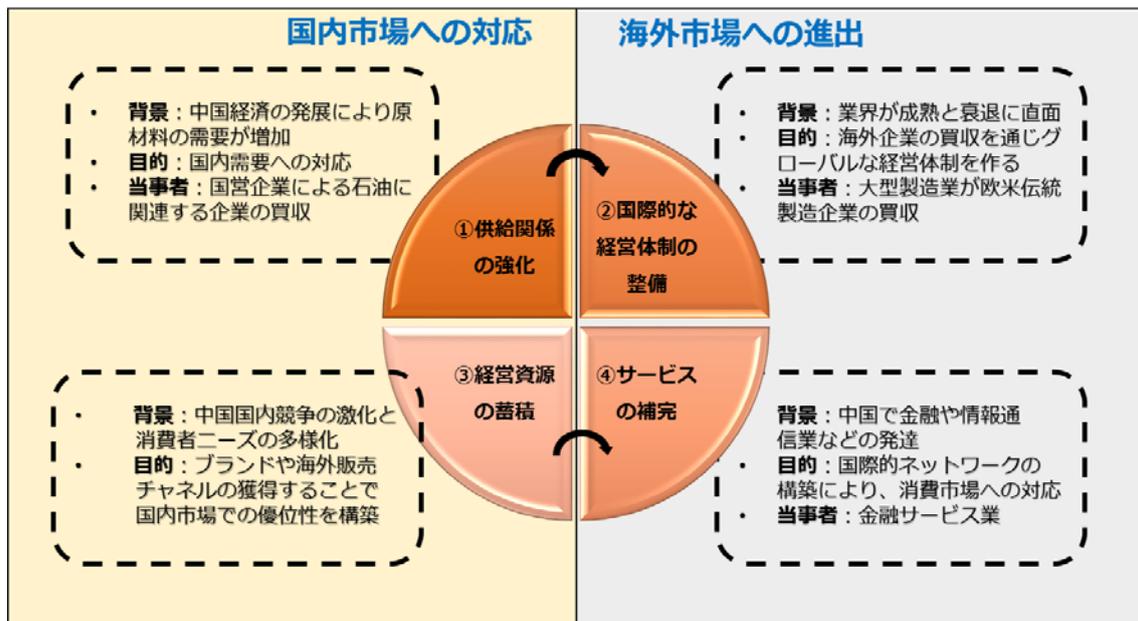
2 節では中国企業が海外企業の買収において、齎していた短期經濟効果と長期經濟効果について先行研究の理論を用いて説明した。中国企業のクロスボーダーの短期的な經濟効果がマイナスであり、買収側の中国企業の株価や資本評価に負の影響を与えていた。それに対し、長期的な業績へは正の影響が期待できる。海外企業買収での成功体験が少ない中国企業に対しては、新たな挑戦であり、様々な課題が存在しているが、試行錯誤の中で、海外企業の買収が企業業績の成長に繋がっていたことが分かった。

II-3. 目的別分類

1節と2節では、中国企業のクロスボーダーに関する買収主体・買収対象地域・ターゲット業界の登場者と買収にもたらした経済効果について説明した。3節では、中国企業により海外企業買収の狙いを明らかにし、分類していくことで、中国のクロスボーダーの特徴を掴めって行く。

図II-3は、陳長順(2007)と白少君 卢珊 李雪茹(2013)の論文を参考し、中国企業が海外企業買収時達成したい目的別に応じた分類図表である。円図の中では4つの次元に分かれ、中国企業の対外買収の目的を主に四タイプにまとめた。円図の右側は買収を機に、円図の隣の黄色四方形では、各パターンの特徴について簡単に説明している。3節では、図II-3に基づいて、中国企業のクロスボーダーの買収目的を四つの部分を用いて紹介していく。

図 II-3：中国企業対外買収の目的別分類



出所： 陳長順(2007)と白少君・卢珊・李雪茹(2013)により、筆者まとめて作成

II-3-1 供給関係の強化

「供給関係強化」の目的とは、海外企業の買収を通じ、海外からの資源やエネルギーの供給を確保し、川上での原材料の源泉をコントロールしていくことで、中国国内の需要に答えていくことである。

供給関係強化の目的による買収は、80年代後半から、中国経済の高度成長のした、国民の生活が豊かになり、第2産業の発展も高速になったことが背景と

している。中国国内の資源や原材料への高い需要に満たすために、海外からの安定的な供給が欠かせない。

このような目的を狙った買収主体は、中国の中央・国営企業が中心としている。中国では、自然資源やエネルギー、インフラなどの国の発展と国民生活に緊密な関係のある業界では、国や政府が企業の経営に責任を持つことが決められている。1・2 節で説明していたように、中国企業による海外買収が国営企業から始め、国営企業を中心としている。その故、供給関係強化の目的を持つ海外企業の買収は依然として中国のクロスボーダーの中で、重要な役割を果たし、高い割合を占めている。

そして、民間企業の台頭に伴い、他の形態の企業主体が他の業界での買収が増えても、今後、国際市場の資源需給のバランスを考えると、自然資源やエネルギー業界での買収も続伸する見込みがあると感じた。国際市場では、資源エネルギーの量が限られていたが、不可欠な経営資源であり、資源の分布も分散していて、資源稀少の国も少なくない。さらに、中国の国内市場、人口などを考え、国内の資源が豊富とは言えないため、現在の成長スピードの維持やさらなる発展のいずれも安定的な資源提供の確保が重要なことである。

需給のバランスだけでなく、カントリーリスクや為替リスクなど回避の面でも、伝統的な資源の国際貿易よりは、買収を通じて、確実な自然エネルギーの源泉まで把握したほうがリスクのヘッジになり、国の経済や企業の持続的な成長に良い環境を構築できる。

供給関係強化の目的により海外企業の買収は、中国のクロスボーダーでは早発者であり、主役者でもある。今後の環境変化の中でも、このような位置を保つことができると推測している。

II-3-2 国際的な経営体制の構築

「国際的な経営体制の構築」は、海外市場への進出を通じ、供給体制をはじめ、経営体制のグローバル化を指している。中国の企業は、市場の開放や WTO への加盟をきっかけに、海外企業との交流が深めた。海外の中国市場への参入が現地企業に危機感を持たされ、競争力の面で大きな改善ができた。さらに、海外企業との競争の中、中国国内の成長に止まらず、国際市場への挑戦も始めた。

中国企業の成長と同時に、海外企業特に欧米先進国の企業が中国をはじめとした先進国からの圧力も受けた。中国企業は国内の低平均賃金・低生活水準などの制限条件のした、コストを重視した経営体制が構築できた。そして、近年、価格戦略から低価格かつ高品質の道を開拓し、高パフォーマンスの経営理念に

シフトする中国企業が国際市場での競争力が高めた。先進国とようやく同じ土俵で戦うことができた。技術やステータス重視の先進国企業に緊張感をもたらした。国際市場で破壊的イノベーションが頻繁に起き、既存の競争軸が代わり、環境激変に直面した欧米の伝統企業が波に乗れないと、事業の構造改革や撤退に陥る。

このような背景のした、中国企業が国内の市場のみならず、海外市場に目を向け、グローバルな経営体制の構築を通じ、新たな市場へ挑戦した。国際経営体制の構築を目的にした買収は、主に、中国の製造業による伝統的な欧州製造業の買収が例としている。

2004年12月、レノボがIBMのパソコン事業を6億5千万ドルの現金と6億ドルの株を買収した案件や2010年8月2日、中国民営車メーカーの吉利汽車が18億ドルでスウェーデンのボルボを買収した案件が多く知られている。

II-3-3 経営資源の蓄積

「経営資源の蓄積」は買収側の中国企業が海外市場へのアクセスではなく、海外企業の買収を通じで、対象企業のブランドや技術、サプライチェーンなどの経営資源の獲得を目的としている。つまり、自社企業が欠如している経営資源やノウハウを買収の形で手に入れ、国際市場への参入よりは国内市場で優位性を保ち、競争力を高めることを狙っている。

中国企業は生産の効率性が高い、国際市場での知名度やブランド育成が先進国の企業より遥かに遅れている。今までは、低コストで国内市場に売り込みことや海外企業の生産拠点として発展してきた企業がほとんどである。陳長順(2007)では、中国企業のブランド力の欠如について、2004年中国エアコン輸出のデータで説明した。「中国のエアコン輸出の中で、海外企業の下請け会社として製造した商品が90%であり、残りの10%は自社ブランドで貿易を行っている」。中国企業がブランドへの認識の増加につれ、自社ブランドの創設が課題になった。しかし、既に市場に認識したブランドを抜け、消費者を囲い込むことが簡単でない。その故、中国企業が有名の海外企業の買収を通じ、ブランド力を獲得することで、企業全体の知名度を獲得しようとしている。例えば、他の中国企業よりいち早く海外に目を向けたハイアール集団は2005年6月米国企業メイタグ(Maytag)に対し12.8億ドルの高価で買収の意思を示したのもこのためであった。

ブランドだけでなく、中国企業に対しては、技術での優位性も高くない。20年もない間、高速で発展してきた多くの中国企業が、技術での基盤がなく、時代の流れに従い、大きくなってきたことが否定できない。このような中国企業

が、将来の健全的な成長ができるため、技術を磨いていくことが必要とされ、人材や経営ノウハウなどの経営資源が社内で蓄積することが重要な意味を持っている。コアコンピタンスの育成、自社文化の定めなどの企業内部の充実が求めている。海外企業の買収を通じ、このような目標により早く近づいていく。2014年レノボがモトローラ・モビリティ(Motorola Mobility Holdings)の通信業を2910万ドルで100%子会社として傘下に入れた。モトローラの3500名の従業員、2000件の特許、モトローラのブランドなどを取得した。

II-3-4 サービスの補完

以上の3つの分類は主にエネルギーや製造業で起き、サービスの補完を目的とした買収は、情報通信・サービス・小売りなどの業界が中心としている。

「サービスの補完」とは、中国企業と海外企業がシナジー効果の実現を通じ、中国市場に対応し、双方間WIN-WINの関係に期待できることを意味している。中国企業自社の力だけでは、中国消費市場への対応は限界があり、海外企業との提携により、より良いサービスの提供をする。

中国消費者市場でも、多様化進んでいて、金融業、情報通信業などの第三産業が発展してきた。このような業界では、グローバルな情報提供、経営体制が求めている。中国市場への対応だけでも、海外企業との協力が欠かせない。

2016年4月12日、中国の証券会社華泰証券が7.6億ドルで米国の投資資産管理事業を行うAsset Markを買収した。今回の買収を通じ、中国人顧客の海外資産の運用や情報の提供などの面での提携を強化でき、将来華泰証券が国際市場への進出への踏み台にもなっている。

サービス補完は、より多くの業界で行い、現時点では、海外企業との提携・協力を通じ、国内事業とのシナジー効果の実現で、中国消費者市場に答えていくことが多い。近い未来に向け、海外市場へのアクセスに、良好な環境と条件を備えていた。

第3節では、中国企業による海外企業の買収を、目的別に4パターンに分類した。国内需要を満たすため、国営企業が北米・北欧などの自然資源やエネルギー系企業の買収を中心とした「供給関係の強化」型、製造業が欧米先進国の伝統製造業の買収を通じで、グローバル化の進展に貢献し、国際市場に積極的に参入していく「国際的な経営体制の構築」型、ブランドや技術などの経営資源を取得することで、国内市場での優位性を構築する「経営資源の蓄積」と情報通信業・サービス業などで、海外企業との情報補完・サービス補完を目的とした「サービスの補完」について説明した。

II-4. 小括

II章において、中国企業のクロスボーダーの特徴について紹介した。

全体からみると、中国企業の対外買収が遅れていたが、増加しつつある傾向であり、買収主体・対象地域・ターゲットとした業界も多様化している。

国際経験が浅い中国企業が、海外企業の買収を通じ、短期的な経済効果が得られなかったが、長期的な業績改善につながることを期待できる。

中国企業の対外買収が定量で図る経済効果よりは、戦略上の目的が大事にしている。

中国企業のクロスボーダーに中、国営企業が国内需要に対応するため、欧米の資源系企業の買収が一番大きい割合を占めている。

続いては、大手製造業が欧米先進国の製造業を買収することで経営資源の獲得やグローバル体制の構築を期待していることが多く見られた。

そして、中国経済の発展と消費者市場の多様化につれ、金融・不動産・医療・情報通信などの第三産業における、民間企業・中小個人企業などの多様な企業形態による海外企業の買収が増加することが見込められる。

Ⅲ. 中国企業による日本企業買収の基礎研究

第Ⅱ章では、中国企業のカロスボーダーの特徴について分析した。中央・国営企業による欧米エネルギー系企業の買収が高い割合を占めているが、今後、民間企業が中国市場での影響力の増加につれ、民間企業による他国企業の買収が様々な業界で起きることが見込める。このような流れに乗り、日本企業を対象とした買収も活発になると考えられる。

第Ⅲ章・第Ⅳ章では、日本企業をターゲットとした買収に注目し、中国企業による日本企業買収の全体像を把握していく。

第Ⅲ章では、買収の背景やターゲットとした業界及び、買収における企業統合の基本状況について研究する。

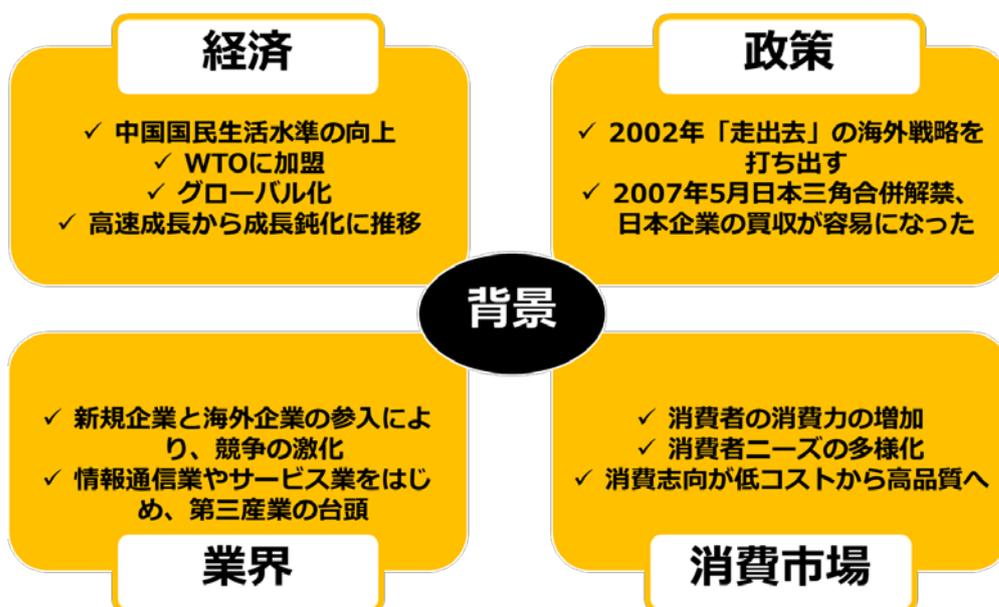
Ⅲ-1. 中国企業が日本企業買収の背景

中国企業が日本企業買収の背景を経済・政策・業界・消費市場から構成した外部環境と企業の業績・経営資源・競争力から見た内部要因の二つの視点により分析していく。

Ⅲ-1-1 外部環境

中国企業による日本企業買収の外部環境を図Ⅲ-1 でまとめた。

図 Ⅲ-1：中国企業が日本企業買収の外部環境



まず、中国の経済のグローバル化が中国企業の海外進出に有利な環境を与えた一方、経済成長の鈍化が海外企業買収を通じた成長を要求されていた。

2001年 WTO に加盟し、中国企業のグローバル化が進展した。海外からの機会が与えられ、海外企業と交流の中、自社の競争力の育成に意識し始めた。更に、WTO への参加で、中国企業の海外進出が本格的な国際貿易と海外投資が始めた。中国閉鎖的な経済から世界までアクセスできた。

1978年中国の改革開放により、市場の概念を改めて導入し、閉鎖的な経済発展から世界に目を向けた。その後、社会主義市場経済の道に歩み、経済の成長が実現できた。対日本企業の買収が起きた20世紀からは、中国の経済が急速に発展し、GDPだけでなく、国民の生活水準の向上も果たせた。2000年4606元の国民消費水準が、10年後の2013年の16190元まで4倍以上に増加できた(図III-2)。中国人の消費力の向上が中国経済発展の基盤になっている。しかし、増加し続けるGDP増加率が2007年23%のピックに至った後、減少傾向に入り、2012年からは10%以下になった。中国経済が高速発展の時代から成長の鈍化に直面した。

次に、中国企業の海外進出を推進するため、2002年に「走出去」の政策が発表された。「走出去」は中国企業の海外進出奨励戦略として、海外企業の市場・資源・技術を積極的に取りに行くことについて述べた。中国企業のクロスボーダーに有利な政策からの支持を与えた。2007年5月日本三角合併解禁、日本で子会社を設立し、日本企業の買収が可能になり、中国企業による日本企業の買収が容易になっていた。中国政府が中国企業の積極的な海外進出を支持し、日本政府も海外企業の誘致や企業のグローバル化に注力しているため、中国企業による日本企業の買収が今後もますます増えるのではないかと考えられる。

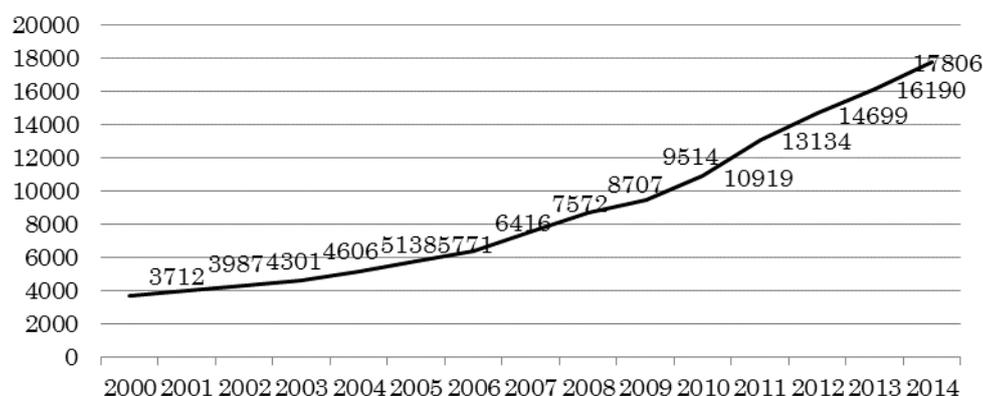
続いて、業界状況の視点からも、日本企業の買収が中国企業の成長につながる可能性を感じられる。WTOの加盟や、中国市場環境の完備をした、海外企業や新規企業が市場への参入が起きていた。海外企業が中国の潜在的な消費者市場を狙い、輸出や現地企業の創立で中国進出しようとしている。民間企業規制の緩和や企業に関する法律の整備などで、個人企業が数量と質から一新した。同じ事業領域で、多様な企業形態と異なる優位性を持つ企業間で競争が起きた。他企業と対抗できるため、自社のコアコンピタンスの構築が求められていた。業界内の競争だけでなく、製造業を中心とした中国経済が情報通信業や金融。不動産などのサービス業の台頭が見られた。単一の重工業から多元の産業が発展してきた。従来の生産力重視の経営方針や人々の考え方も変わりつつある。

最後に、消費者市場を見ていく。国民消費水準の向上につれ、消費者の購入力が高められ、さらに、社会の成長とともに消費者も成長してきた。商品や情報が溢れ、消費者のニーズも多様化した。低価格の商品に好んでいた消費者が

価格志向から品質・ブランドなどを重視し始めた。

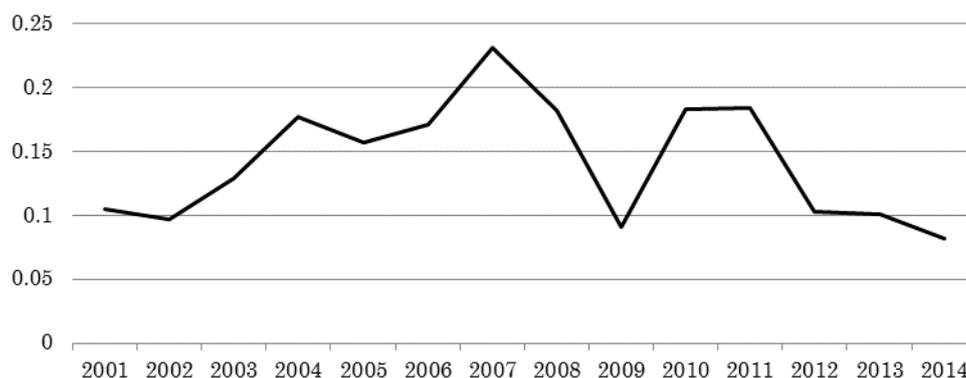
中国の社会環境が激変し、企業の対応もそれなりに変化していくことが要求されていた。外部環境について簡単にまとめていく。GDP が二桁増加の 2007 年前では、中国企業が時代の流れに乗り、生産すれば売れ、価格が低ければ、人気になるという背景の下、工場の生産力が高められた。しかし、経済成長の鈍化や海外企業・新規企業からの脅威を受け、従来の生産第一の経営理念から脱出すべきことに気づき、今までの戦略なら、時代の変化に答えられなかった。

図 III-2：中国国民消費水準（元）



出所：中国国家统计局

図 III-3：中国 GDP 増加率



出所：中国国家统计局

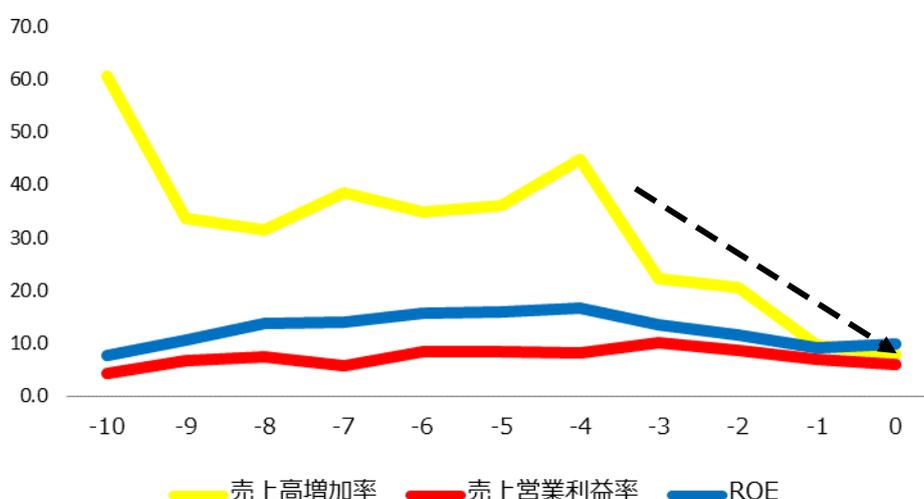
III-1-2 内部要因

中国の経済・政策の事情を背景として、業界の変化や消費者市場の激変が中国企業に脅威と機会を同時に与えた。これからは中国企業の内部状況について

分析していく。内部要因は業績からみた企業の位置づけと経営資源の保有や競争力などの面から研究していく。

本論文の主な研究対象の 28 社の中国企業を対象に、買収が行った前の 10 年間の業績を図 III-4 で表した。業績はすでに産業調整後の値であり、業界の変動を加味し、企業自体の業績推移が表現できる。売上高増加率、売上高営業利益率と ROE を用いて、企業の成長性、収益性、効率性を表している。図 III-4 では、買収前の 4 年目が転換点であることが分かった。買収前 10 年から 4 年までは 30% 以上の高い売上高増化率が持ち、企業の成長スピードが非常に速かった。売上高営業利益率と ROE も微上昇の水準であった。買収前 4 年目からは、売上高増加率が一気に下がり、買収直前までは 10% 以下の増化率しかなかった。売上高営業利益率と ROE もそれぞれ減少していることが分かった。買収前の 10 年間の業績を見ると、中国企業が高速成長期から成長鈍化の時期にいることが読み取った。成長性、収益性、効率性ともに激減のことに直面し、成長はともかく、滑り止めが必要であると感じた。

図 III-4：中国企業が日本企業買収前の産業調整済業績推移



出所：SPEEDA から各社の財務データを取得し、筆者作成

注①：産業調整のための業界情報も SPEEDA に基づいて取得した

注②：産業の分類は製造業・情報通信業・小売・サービスの大分類ではなく、最少のジャンルによる分類に当てはまっている。

企業の業績成長が見込めない中、激変している環境に対応し、生き抜くことが簡単ではない。ヒト・モノ・カネ・情報と言われていた経営資源を見ていくと、今まで、高成長の時代で発展してきた中国企業が生産力を主な経営資源と

していたが、それ以外にほかの経営資源が企業の中で蓄積していない現状が分かった。

国内市場の需要だけで年々30%の成長率に果たす時代では、製造した製品が全部販売しきれぬ。しかし、企業の中では、コアコンピタンスの構築ができず、消費者の成長、ニーズの多様化、外資企業の参入などにつれ、時代の変化に対応しにくくなってきた。自社ならの技術力とブランド力の育成が重要になってきた。

経営資源が欠けている中国企業は、言うまでもなく、国際市場での競争力が比較的に弱い。国際貿易では、中国企業が自社製品を強調し、海外に展開していくことではなく、海外企業のブランドや流通チャネルを使い、自社の生産性を最大に発揮し、海外企業の下請け企業から発展してきた。その故、中国製の製品が世界のどこでも溢れていたが、中国企業の名前やブランドまでに認知できていることが見かけなかった。

日本企業を買収した中国企業の10年間の経営状況から、中国企業が日本企業買う時の内部背景が読み取れた。高速成長期から成熟期に向かった中国企業が日本企業を買う行動が起きていることが分かった。

1節では、中国企業による日本企業買収の背景を外部環境と内部要因の面で分析した。中国経済がグローバル化に進み、海外企業・国際市場と触れ合う機会が与えた。20世紀頭の頃の高速成長から落ち着いた中国経済や社会の発展とともに成長した業界と消費者の変化が、既存の生産力で勝負した中国企業に確実なコアコンピタンスの構築が求められている。このような背景のした、日本企業の買収に目を向けた。

Ⅲ-2. 中国企業が日本企業買収の主な業界

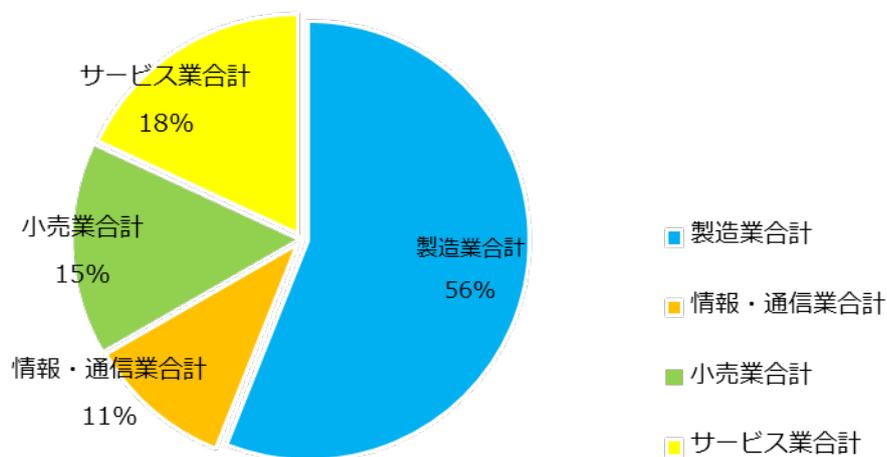
中国の経済状況の特徴と政策支持の下、中国企業の海外進出が時代に合った行動であった。業界の変化や市場環境の激変が中国企業の経営方針への改革が求められ、日本企業の買収を通じ、新たな経営資源の獲得と蓄積が必要になってきた。

第2節では、2006年から2016年までの中国企業による日本企業買収のデータを用いて、対日本企業買収時、どういう業界の企業が一番多く注目されたのかについて明らかにしていく。中国企業による日本企業買収の業界特徴をより分かりやすく示すため、米国企業が日本企業買収の業界分布も調べた。日本企業が米国企業に一番多く買われ、買収の歴史もより長いため、海外企業による日本企業の買収の状況が反映できると考えている。

図Ⅲ-6では米国企業が日本の製造業とサービス業に注目し、37%と38%を占めていることが分かった。図Ⅲ-5では中国企業は主に日本の製造業を買い、半数以上の割合を持っていることが示している。サービス業、小売業と情報通信業はそれぞれ18%、15%、11%であった。

第Ⅱ章先行研究の中、中国企業のクロスボーダーの業界に関する分析では、中国企業の対外買収がエネルギー資源業界で一番多く起き、民間企業の国際進出の台頭につれ、製造業、サービス業での頻繁に起きる可能性が表していた。第Ⅲ章では日本企業の買収は、主に製造業で起こし、今後中国市場で第三産業の発展に伴い、情報通信業やサービス業界での中国企業による日本企業の買収が活発になっていくことが分かった。

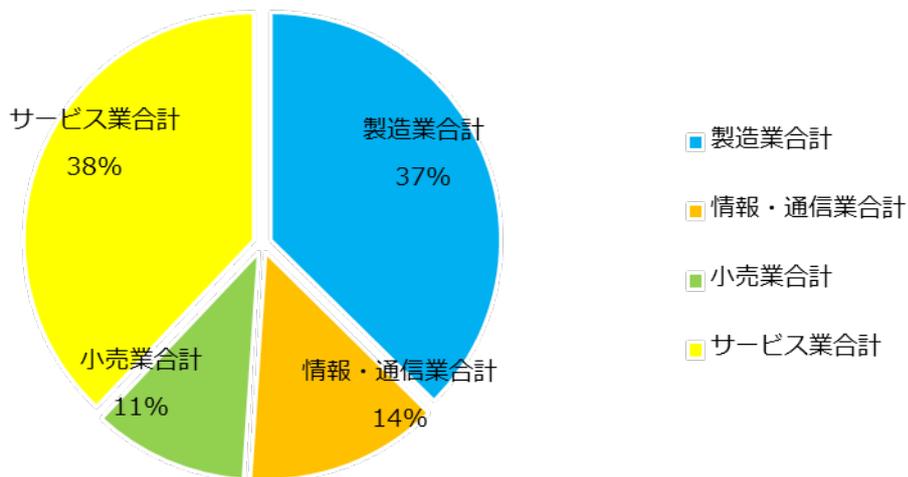
図 III-5：中国企業が日本企業のどういう業界を買っている(2006～2016)



出所：SPEEDA の元、筆者作成

注：ベースとなった SPEEDA ではより詳細に分類しているが、IV節での実証分析と一致するために調整していた。

図 III-6：米国企業が日本企業のどういう業界を買っている(2006～2016)



出所：SPEEDA の元、筆者作成

注：ベースとなった SPEEDA ではより詳細に分類しているが、ここではIV節での実証分析と一致するために調整していた。

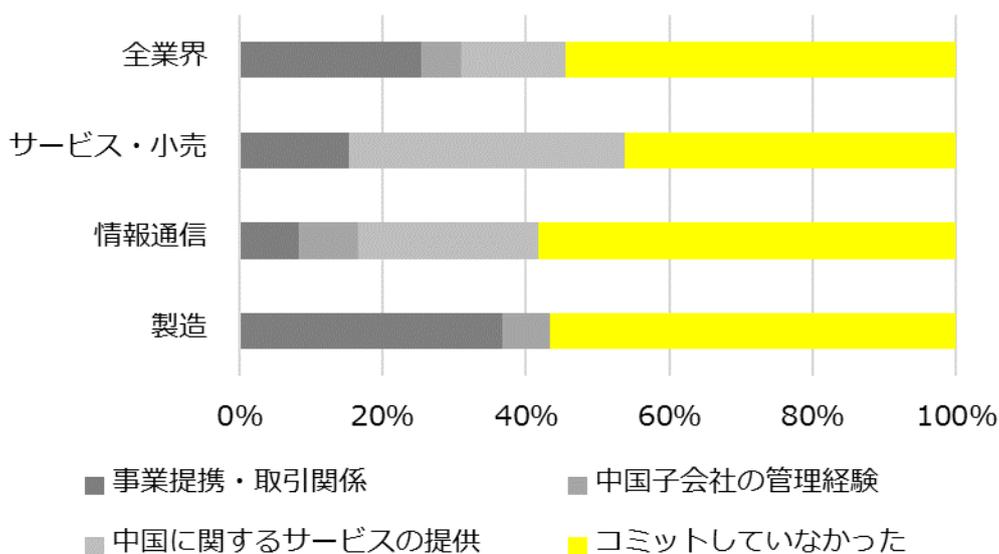
Ⅲ-3. 中国企業が日本企業買収における企業統合

買収の成敗が買収のプレミアムなどに関連している一方、買収における双方企業の統合も非常に重要であると認識されている。しかし、実際の買収過程で、常にこの点を意識して行うことは難しいし、クロスボーダーの経験が浅い中国企業に対しては、一つの難関であるに違いない。

これからは、中国企業が日本企業買収における統合状況を明らかにしていく。企業統合は買収前の調査や、買収時の交渉と買収の企業間の経営干渉などがある。しかし、中国企業が対日本企業買収の全体像を把握したいという出発点とデータ取得の実現可能性を考え、企業間の統合状況を買収前関係の構築と買収時の株式獲得比率、買収後中国人経営者の出向の三つの面に分かれて、分析していく。SPEEDA で各社の買収比率と各社ホームページの企業紹介を参考に、図Ⅲ-7 から図Ⅲ-9 を作成した。

日本企業を買収する前に、中国企業と対象企業間の関係を研究することで、買収前双方企業間理解やコミットかどうかを示したい。クロスボーダーは国内企業買収より情報の非対称性が高く、事前の調査と関与など何等かの形で交流し合い、接することが買収の成功に必要である。しかし、半数以上の企業が買収前に絡んだことがなかったことが分かり、事業提携や取引関係があり、より深い関係が昔からあったのは 25%前後しかなかった。買収双方の事前の接触が足りない。

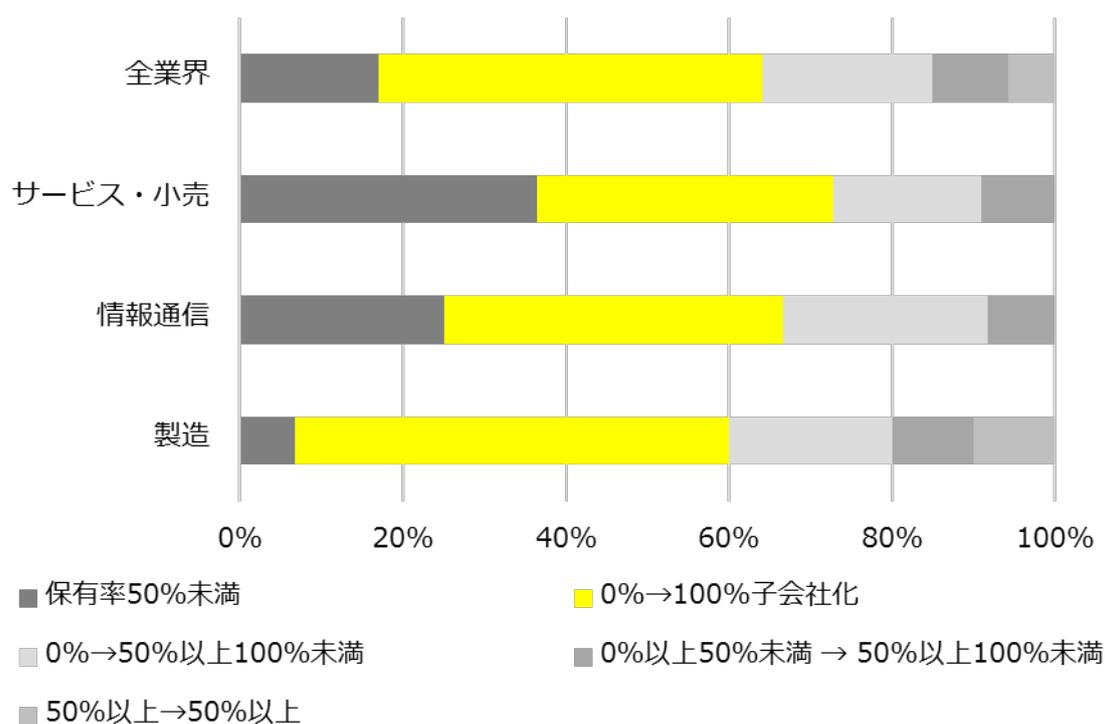
図 Ⅲ-7：買収前中国事業へのコミット



出所：各社ホームページを参考し、筆者作成

買収時の交換比率は幾つかの段階に分かれ、図Ⅲ-8の棒グラフを作成した。まず、買収しても議決権がない、買収を通じて議決権を初めて獲得したと買収を通じて議決権を追加する三つの枠に分かれた。議決権の初回取得の中では、取得の強度を示すため、さらに、資本提携が全くないことから完全子会社化するパターン、資本提携0%から半数以上の議決権を取得するパターンと50%以下の資本提携から議決権を獲得するパターンに細分化した。結果としては、全体から見ても、業界別に見ても、資本提携したことがない企業に対し行き成り100%の株を取得し、完全子会社化する割合が一番大きい。資本提携していなかった企業に議決権を取得しに行く企業も多数占めていることから、中国企業が攻めていく姿勢が見せられていたが、議決権取得の買収なら買収前の接触度合は少し足りたのではないかという感じもあった。

図Ⅲ-8：日中企業買収時交換比率

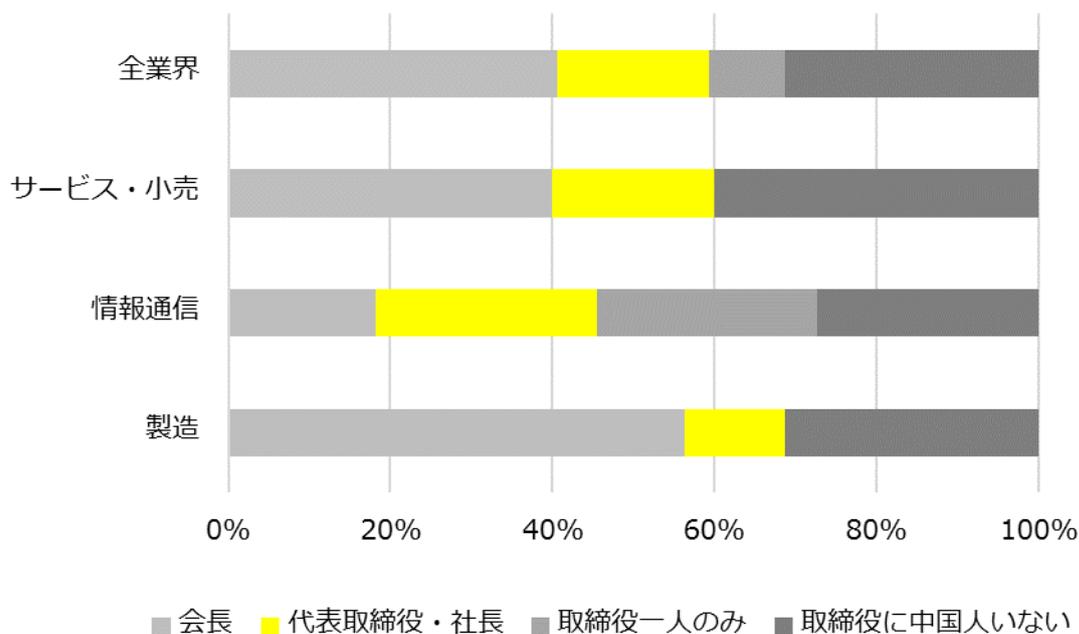


出所：各社ホームページを参考し、筆者作成

行き成りの資本提携や交流のない企業の議決権を買う中国企業に対し、売主目的の達成や経済効果の実現のために、買収後の企業間の統合とお互いの事情を加味した上の戦略実行がより大切になっているが、図Ⅲ-8を見ると、買収後も必要な経営管理が行っていないことが分かった。企業の経営に直接関与し、企業の業績や戦略方向に重大責任を持つ社長が買収後中国人経営者に代わって

いるかどうかを見ると、僅か20%の対象企業が中国人経営者を迎えに来たことが明らかにした。全業界では、40%の企業が会長として中国人に入れたことが分かり、100%のなら会長としての名誉がほしいが、実際に経営への関与や事業の進行まで指示できる立場が獲得していなかった。

図 III-9: 買収後中国企業による経営への関与



出所：各社ホームページを参考し、筆者作成

データや情報が収集できる範囲内で、買収各段階における企業統合の一つの要素だけ抽出して、中国企業による日本企業買収の統合状況を研究した結果、議決権を取得する強気の買収に対しては、買収前の交流ができていないことが分かり、買収後も経営が日本側に任して、経営に関与したい中国企業のスタンスが明らかにした。

第III章を使い、中国企業による日本企業買収の背景を説明し、日本企業の買収が中国企業今後の発展に重要な意味を持つことが分かった。しかし、実際の買収においては、対象企業との事前の交流や買収後の統合が欠如し、買収後の成功に懸念がある。

第IV章と第V章では、実証研究を使い中国企業による日本企業の買収に関する研究を行う。

IV. 中国企業による日本企業買収の経済効果に関する実証検証

IV-1. 経済効果検証の重要性

企業間の買収は買収企業と売却企業の双方に大きな影響にもたらす。買収側から見て、膨大なコストをかけ、大きなリスクを負っているにもかかわらず、期待している効果が得られないと予測もできない損失に直面する場合が想像できる。一方、売却側も、新しい支配主と出会うのは危機一髪の時期であると言っても過言ではない。双方に対しても、不確実性や不透明性が存在している。

中国企業による海外買収のリスクに関して、姜姍(2013)はデータベースの未整備や各月基準の客観性欠如などによる企業の信用が指摘された。朱炎(2012)では中国側の外貨管理制度の不充分、買収後の経営体制が整っていない、海外投資への準備不足や国際問題を含む政治問題について述べた。具体的に、日本に対する買収も、企業情報の非対称性やビジネス慣習に対する意識上のギャップが存在し、買収双方の間に信頼関係の構築ができず、戦略の浸透や管理、執行がスムーズにできない。さらに、中国企業の海外進出の経験が浅く、特に日本企業の買収は件数も累積金額も少なく、試行錯誤の段階にいるため、事前も準備や事後の統合、人材の獲得が課題になっていて、買収活動に支える体制が企業内部に築いていない。

しかし、問題点や課題があるにしても、前章で紹介したように、市場競争が激しい中、中国企業が新たな発展として注目していた日本企業の買収は進んでいるし、日本のフィールドから見ても、中国企業の買収の重みが重くなりつつある。市場が未熟な中国企業が先進国の日本企業の買収がどうやって評価しているのか、実際に買収を通じて、企業の業績に貢献できるかについて検証する必要があると考えている。

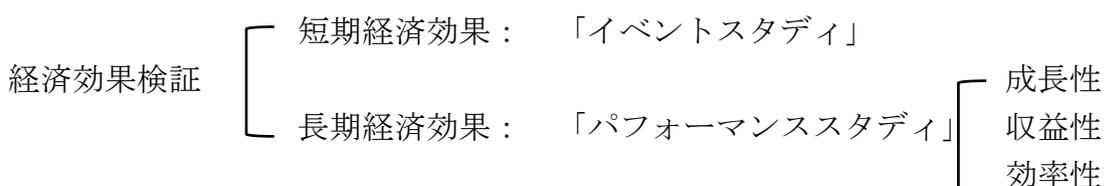
IV-2. 検証方法

買収の経済効果を定量的に分析する手法として、井上(2006)は「イベントスタディ」(Event Study)と「パフォーマンススタディ」(Performance Study)の二つに分かれる¹。「イベントスタディ」は企業が発表されている株式・債券の発行や自社株買い、株式分割、配当の増減、決算などのニュースに対し、市場がどのように反応しているのかに対して調べる方法である。市場の反応が株価という市場に統括される。つまり、「イベントスタディ」はイベントの発表を通じ、株価の変化で市場の対応が読み取れる。それに対して、「パフォーマンススタディ」は企業の業績を分析することで企業の行動や戦略を評価する手法である。

「パフォーマンススタディ」は買収後の数年間の財務データから業績の改善を分析するに対し、「イベントスタディ」は買収前後の株価収益率の変動から経済効果を判定する。二つの手法を比較すると、井上(2006)は「イベントスタディ」では、事前の期待も含まれる株価を使うことで、事後だけでなく、事前に期待される成果も評価できる点と、企業価値への直接評価ができる点が利点として指摘したが、長期的な分析ではノイズやバイアスのため、明確な結果が出ていないという欠点も述べた。

今回の論文では、中国企業による日本企業の買収が株主や経営者が、ただ株価や業績の一時的な上昇のために行ったイベントではなく、長期的に企業の業績向上に繋がる戦略でもあると判断し、短期経済効果と長期経済の二つの切り口から検証していく。

図 IV-1：経済効果検証の切り口



短期経済効果への検証は買収前の市場期待も含める「イベントスタディ」を使う。短期株価効果研究は、主に平均収益率調整モデル²、市場調整モデル³と資本資産価格モデル(CAPM)が使用されている。論文ではイベントのあった企業の期待リターンと実際のリターンを比較するCAPMモデルを使って、分析してい

¹井上 光太郎・加藤 英明, 2006

²平均収益率調整モデル：イベントのあった企業のリターンをこの企業過去一定期間のリターンと比較する。

³市場調整モデル：イベントのあった企業のリターンをマーケットインデックスのリターンと比較する。

く。

CAPM モデルは図IV-2のように回帰分析を使いマーケットリターンの計算、超過リターン(AR)の計測、累積超過リターン(CAR)の算出という手順で進んでいる。企業の株価収益率がインデックスとの乖離を配慮することで、より正確にイベントが企業の株価への影響を明らかにできると考えている。

インデックスの指標は、買収側が CSI300 指数⁴、売却側は TOPIX を使い、市場の動きを表している。

長期経済効果への検証は買収後の五年間の財務データを抽出し、各社の売上高増加率、売上高営業利益率と ROE のデータを用いて、企業の成長性、収益性、効率性も三つの面から評価していく。研究結果が各国の業界の特性に左右されないため、パフォーマンススタディから得られた数値は産業調整をした後の値を使っている。

図 IV-2 : CAPM モデルの手順

Step1: マーケットリターン:

$$R_{m,t} = \alpha + \beta R_{q,t}$$

$R_{q,t}$: インデックスの t 日の原収益率

$R_{m,t}$: インデックス調整後の t 日の収益率

Step2: 平均超過収益率(AR):

日次の市場調整収益率のサンプル平均により算出した

$$A_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

$A_{i,t}$: 企業 i の t 日の株主超過リターン

$R_{i,t}$: 企業 i の t 日の原収益率

$R_{m,t}$: インデックス調整後の t 日の収益率

Step3: 累積超過収益率(CAR): (該当する期間の AR の合計値)

$$CAR = \sum A_{i,t}$$

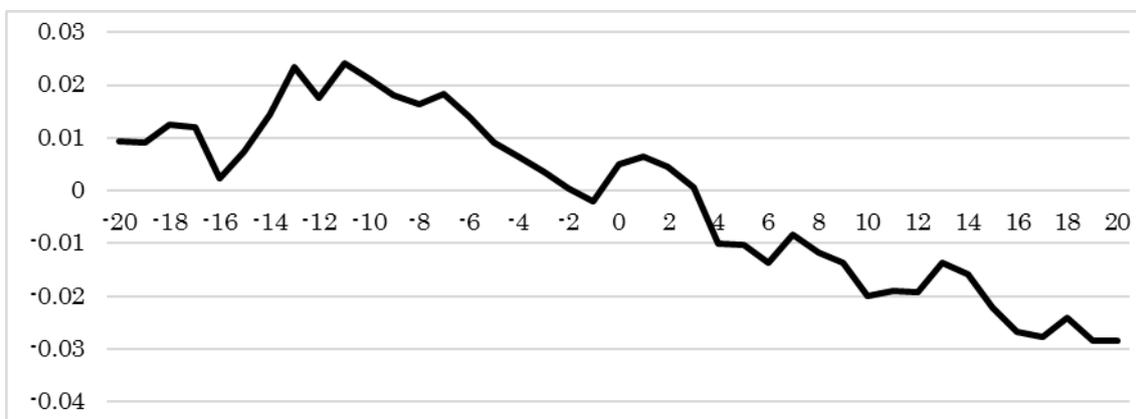
⁴ CSI300 指数: 中国本土の A 株銘柄の中、代表する 300 銘柄によって構成される指数である。中国本土の株式市場の動きを示す指標である。

IV-3. 中国企業の経済効果に関する実証研究

IV-3-1 短期的経済効果

研究に入る前に、データの処理について説明する。短期の経済効果分析に必要な株価が全部揃え、定量分析ができる件数は、買収側が 28 社、売却側が 41 社になっている。短期経済効果分析では、買収が発表日をイベント日とし、0 日と記入した。発表日前の-200 日から-21 日までの各社の株価とそれに対応するインデックスのデータから収益率を算出し、回帰分析することでそれぞれの α と β を算出した。その故に、企業の動きが株式市場全体の変動から独立することができ、市場がイベントへの反応をより正確に反映できるようになった。イベント日前の-20 日からイベント後の+20 日の期間を研究期間とした。図IV-3 で表したように、過去の変動から得られた β 値と使い、研究期間中の買収側と売却側の CAR を求めた。

図 IV-3 : 中国企業の累積超過リターン



出所：筆者計算の元、作成

研究結果については、まず、研究期間中の全体の動きを見ると、買収側の中国企業の超過リターンは減少している傾向であり。特に、買収前の 10 日からずっと減少し続けていて、下落の幅も大きい。イベント日の前日からイベント日の翌日は 1% 程度の上昇が見られたが、その後再び減少に陥った。中国企業による日本企業の買収が、買収側の中国企業の短期の株価増加に貢献できなかった。

次に、買収イベントに一番影響している買収前後一日の CAR の変動と図IV-3

から分かった変動が一番激しい買収企業が-1日から0日の動きに注目していく。

表IV-1：発表日前後の経済効果研究

	研究期間	最大値	最小値	平均値	中央値
買収側	(-1~+1)	0.087871	-0.06967	0.007396	0.006805
買収側	(-1~0)	0.106495	-0.07347	0.006323	0.005095

出所：筆者計算の元、作成

最小値では双方マイナスの超過リターンが出た以外、最大値や平均値、中央値ではいずれもプラスの超過リターンであることが発見している。超過リターンが減少傾向にいる中国企業が、イベント日前後ではプラスの経済効果が得られた。

短期経済効果の説得力を高めるために、統計的な手法を使い、有意義性について検討の必要性を感じた。論文ではT検定を使用された。

結論から言うと、すべての結果が統計的に証明することができず、有意義な結果が得られなかった。

表 IV-2：経済効果研究の有意義性検証

中国企業	(-1/1)		中国企業	(0/1)	
平均	0.007396	0	平均	0.008361	0
分散	0.001528	0	分散	0.001111	0
観測数	29	29	観測数	29	29
ピアソン相関	#DIV/0!		ピアソン相関	#DIV/0!	
仮説平均との差異	0		仮説平均との差異	0	
自由度	28		自由度	28	
t	1.018727		t	1.350862	
P(T<=t) 片側	0.158527		P(T<=t) 片側	0.093778	
t境界値 片側	1.701131		t境界値 片側	1.701131	
P(T<=t) 両側	0.317055		P(T<=t) 両側	0.187556	
t境界値 両側	2.048407		t境界値 両側	2.048407	

出所：筆者計算の元、作成

これは本論文の限界でもあると感じていた。28社の買収企業と41社の売却企業のデータ数は圧倒的に少なく、統計的な有意性を証明するのは難しいと考えている。しかし、今回では有意性のある結果が得られないにもかかわらず、以上の結論が間違っているとは言えないと主張したい。これからでは中国企業による日本企業の買収件数の増加に伴い、有意性のある結果に導く可能性がある。そして、インデックスで使用されたCSI300指数やTOPIX指数が確実に企業と市場の関連性を示せるかどうかや正確な発表日の取得にも多少ノイズが入っている

ることも、より精度が高い研究結果に得られるように、工夫すべく所である。

IV-3-2 長期的経済効果

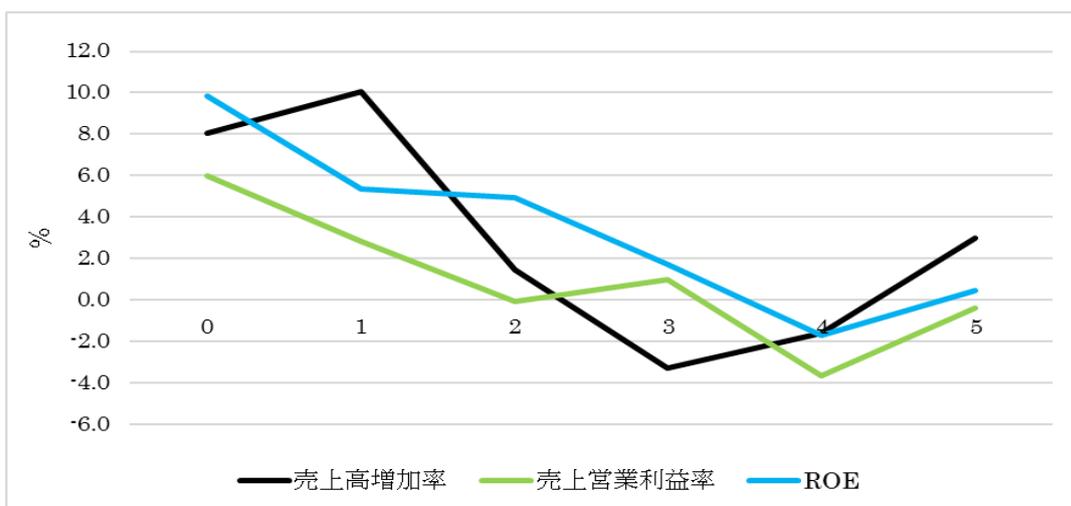
企業の業績分析は様々な指標がある。主に収益性分析、安全性分析、効率性・生産性分析、成長性分析とキャッシュフロー分析が多く使われている。論文では限られていた公開データを活用し、より多くの企業を分析したいことを考え、多様な指標の中で代表的なフローの側面から企業の拡大を反映できる売上高成長率を用いて、成長性分析を行う。企業が本業からどのぐらいの利益が創造しているかを判断する売上高営業利益率で対象企業の収益を分析する。最後に、株主が出資した自己資本でどれほどの利益をあげたかを示す自己資本利益率(ROE)で企業が投下した資本の効率性を評価していく。さらに、企業の戦略が実行して、成果が出せる期間として5年間を想定していた。

分析に使われていたデータは全部 62 のサンプルの中、買収側が 30 件、売却側 42 件の企業の財務情報を取得して分析した。本論文では大枠に製造業、情報通信業、サービス・小売業に分けていたが、産業調整に関しては、より詳細に業界を分類し、産業調整を行った。

これからは、買収側の長期経済効果を研究していく。

買収側の買収年後の5年間の財務指標を見ていく。図IV-4 から成長性、収益性、効率性いずれも減少していた。4年目から各指標が上がり始めたが、買収年の指標を上回る様子は見られなかった。具体的にみると、買収年の各指標が7%前後であったが、5年後に回復傾向はあるが最大2%しかなかった。

図 IV-4：買収側買収後5年までの産業調整済財務指標推移



出所：SPEEDA で各社のデータを取得した元、筆者整理・作成

図IV-4 は産業調整済の値であるため、日本企業の買収は企業に業界全体を下

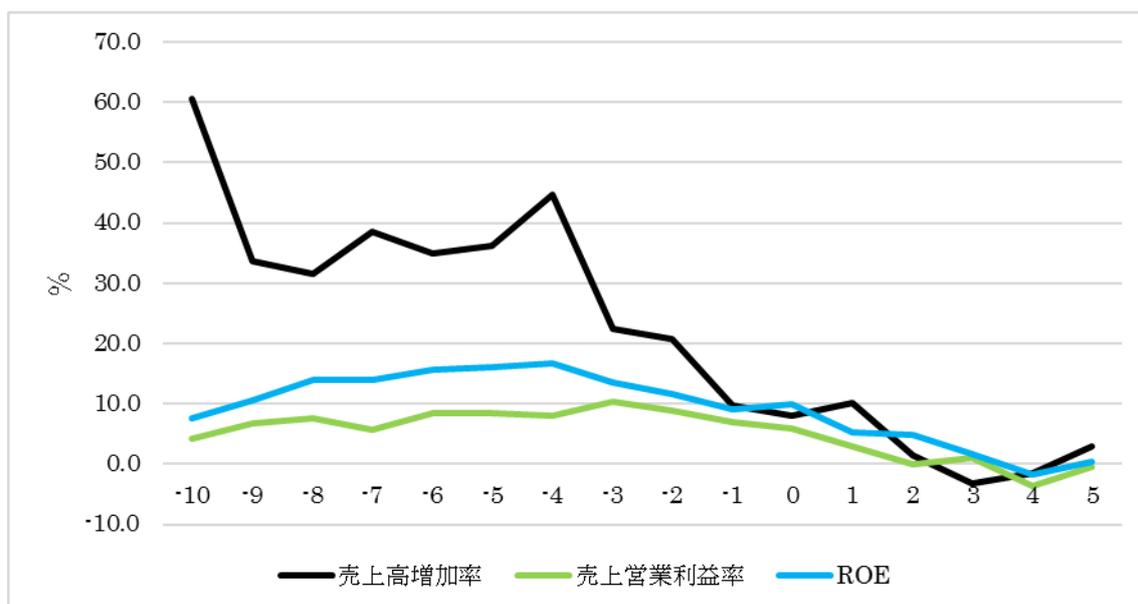
回るパフォーマンスしか得られなかったことが分かった。

これら企業の買収前10年間の業績推移と連動して分析する図IV-6からは、買収側は買収前の10年から買収前の4年ぐらいまでは30%の高成長率と10%前後の高収益率、高い効率性で企業が高速的に発達してきたが、その後の4年間で、すべての指標が一気に転落し、特に成長性が10%未満まで下がった。日本企業の買収を行っていた中国企業は高速成長期から業界の平均より下回るパフォーマンスまで成長鈍化したことが背景としていた。

第III章の中国企業により日本企業買収の背景に関する研究の中では、生産力で発展してきた中国企業が、グローバル化と経済成熟化してきた中国经济状況のした、競争の激化と消費者志向の変化に対応できず、新たな戦略として海外企業特に日本企業の買収が目に入ったことについて説明した。

わずか日本企業の一社を買収することで、滑り止めになり、業績の回復までするのはなかなか期待できないことも現状であるが、日本企業の買収は今後中国企業の戦略展開において、重要な一步であることも感じていた。

図 IV-5：買収側買収前後15年間の産業調整済財務指標推移



出所：SPEEDA で各社のデータを取得した元、筆者整理・作成

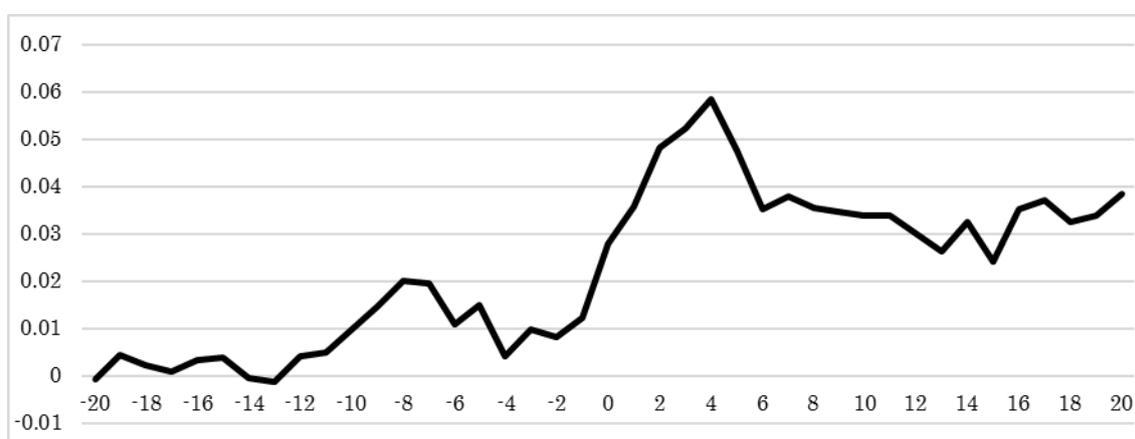
長期的経済効果分析に通じ、買収側の中国企業が日本企業の買収を通じ、業績悪化の問題から脱出できず、長期的な経済効果が評価できなかった。

IV-4. 日本企業の経済効果に関する実証研究

IV-4-1 短期的経済効果

買収側の中国企業の経済効果を検証した後、売却側の日本企業の経済効果も明らかにすることで、中国企業による日本企業の買収が売却側への影響をはっきりしていき、中国企業に売却する目的を把握する。

図 IV-7：日本企業の累積超過リターン



出所：筆者計算の元、作成

まず、全体の流れを見ると、売却前後の41日では、プラスの超過リターンがずっと得られている。買収前の20日から4日まではほぼ横ばいしていたCARが、中国企業に売却をきっかけに-1日から大幅な上昇に転じ、+4日に至って6%の増加が図ったことが分かった。さらに、+4日以降が過ぎ下があったが、3%程度に穏やかに平行している。

中国企業による日本企業の買収が、買収側の中国企業の短期の株価増加に貢献できないが、売却の日本企業には株価増加のメリットをもたらしたことが見られた。

次に、買収イベントに一番影響している買収前後一日のCARの変動と図IV-7から分かった変動が一番激しい0日から+4日までの間の動きに注目していく。

表IV-3：発表日前後の経済効果研究

	研究期間	最大値	最小値	平均値	中央値
売却側	(-1~+1)	0.774684	-0.28597	0.027473	0.006942
売却側	(0~+4)	1.288111	-0.19883	0.046032	0.0018

出所：筆者計算の元、作成

研究期間にかかわらず、売却側の超過リターンが買収側を上回っていて、図IV-7のCARの流れと一致していた。買収前後の一日では、売却企業が平均的に2.7%の累積超過リターンが得られ、さらに、0日から+4日では平均4.6%の累積超過リターンが期待できる。

つまり、CAR図の動きや平均値から、中国企業が日本企業の買収による短期経済効果について、買収双方に多少影響を与えていることが分かり、買収側よりは売却側により大きい意義を持つことが見られた。売却企業の激しい増加を対象に、買収側は1%未満な効果しか検証できなかった。

T検定を用いた統上の優位性に関する検証では、有意義な結果が得られなかった。42社の日本企業に対し、検証していたが、今後サンプル数の増加につれ、より優位性のある結論ができると考えられる。

表 IV-4：経済効果研究の有意義性検証

日本企業	(-1/1)		日本企業	(0/4)	
平均	0.027473	0	平均	0.046032	0
分散	0.02485	0	分散	0.048289	0
観測数	42	42	観測数	42	42
ピアソン相関	#DIV/0!		ピアソン相関	#DIV/0!	
仮説平均との差異	0		仮説平均との差異	0	
自由度	41		自由度	41	
t	1.12945		t	1.357575	
P(T<=t) 片側	0.132636		P(T<=t) 片側	0.091012	
t境界値 片側	1.682878		t境界値 片側	1.682878	
P(T<=t) 両側	0.265273		P(T<=t) 両側	0.182024	
t境界値 両側	2.019541		t境界値 両側	2.019541	

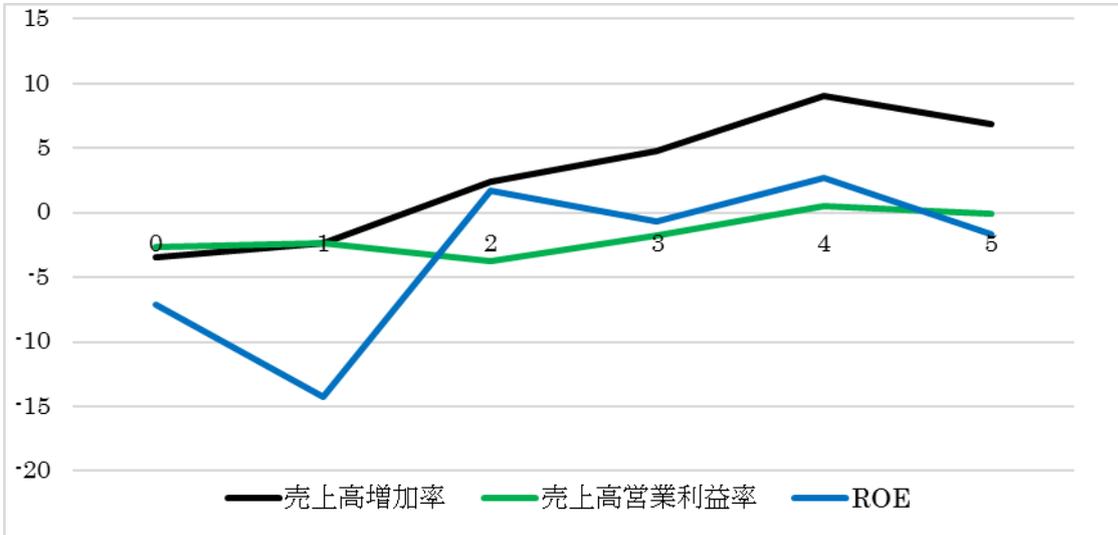
出所：筆者計算のもと作成

IV-4-2 長期的経済効果

続いて、売却側の業績指標に注目していく(図IV-8)。売却年では成長性が見込めないとともに、収益率特に効率性がマイナス水準に止まっていた。しかしながら、売却後5年では、各指標がマイナスから少し改善してきたことが見られた。特に、成長率が7%ぐらいまでに至り、効率性も大幅に上昇した。

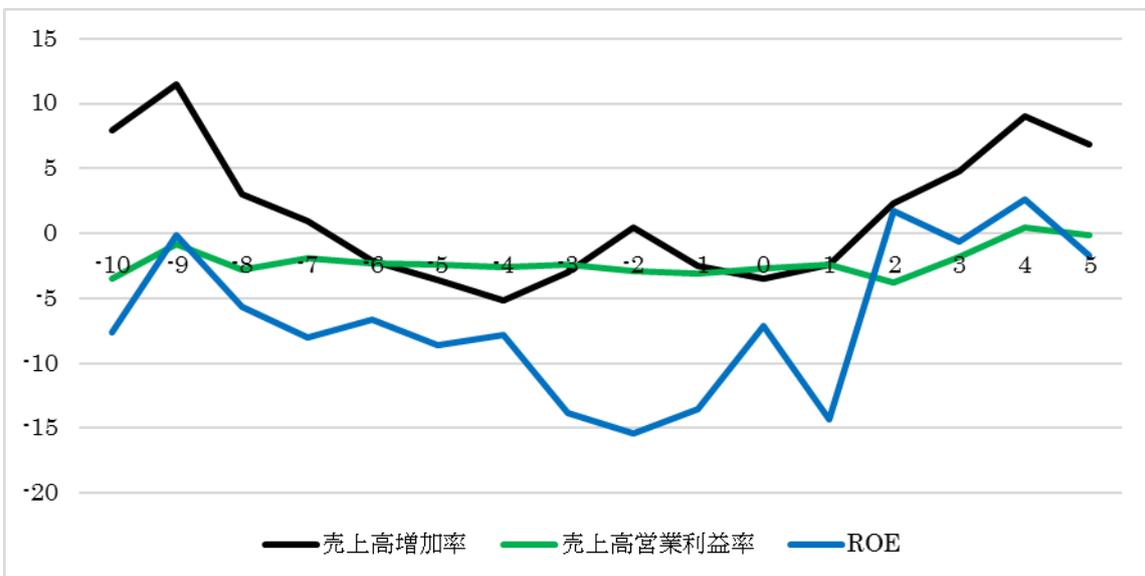
パフォーマンススタディから長期経済効果の分析と通じ、売却側の日本企業は中国企業に売却することで、見事に業績の回復に繋がった。

図 IV-8：売却側買収後 5 年までの産業調整済財務指標推移



出所：SPEEDA で各社のデータを取得した元、筆者整理・作成

図 IV-9：買収側買収前後 15 年間の産業調整済財務指標推移



出所：SPEEDA で各社のデータを取得した元、筆者整理・作成

売却前の財務指標も含めて、中国企業への売却で、それに対し、売却側の日本企業が中国企業に売却することで長年の業績不況から抜け、業績の改善や企業の成長につながった。

IV-5. 小括

IV章では中国企業による日本企業の買収を短期と長期二つの切口から入り、経済効果を分析した。短期ではイベント日の前後の何日の累積超過リターンの動き、長期では買収後 5 年間の業績推移を用いて分析した。短期経済効果については、買収双方が平均的にプラスの超過収益率が得られたが、買収側の中国企業の明らかな短期的な経済効果が証明できないことを対象に、日本企業は正の経済効果が見られた。しかし、サンプル数や参考データの信頼性などの問題で統計的な有意性が証明できなかった。長期経済効果に関しては、買収側の経済効果に貢献していることが検証できなかった。中国企業が日本企業の買収は買収側に対し、企業価値と業績の面では、企業の成長に繋がっていないという結論に至った。

なぜ買収側は大きなリスクとコストを負い、株式市場に評価されず、自社の業績成長にもつながらないのかという疑問があった。買収側に対し、明らかな経済効果がないにもかかわらず、日本企業を買収することは必ず何等かの狙いがあると感じていた。第V章では、業界別の買収目的に関する分析からこの課題の答えを探していく。

V. 業界別の買収目的に関する実証研究

第IV章での述べたように、中国企業による日本企業において、買収側のデータ開示の不足による情報の非対称性やビジネス慣習の違いによる意思交換の難航、海外進出の経験が浅いため人材や組織体制が整っていないなどの問題点が存在している。買収という意思決定は買収側にとっても、売却側にとっても大きな挑戦に違いない。しかし、売却側の長期的な経済効果が期待できることに対し、買収側へのメリットがあるなかなか証明できない。

第V章では、買収に関して、業界別に企業の狙いを分析していくことである。目的分析に通じ、中国企業による日本企業の買収において、企業双方の出発点を明確にすることができる。さらに、企業が株価や業績などのような定量的に測定できる指標以外に、戦略や数字で判断できないことを追及しているかどうかも明らかにできる。

V-1. 業界分類

買収の目的に関する研究が表IV-1の62件の企業に対し、企業ホームページや新聞など様々な参考資料の中で記録していた買収目的に基づいている。論文では、業界を製造業と製造業の二つの業界に分類し、非製造業でも情報通信業、サービス業、小売業に細分化して分析していく。このように分類は産業の成熟度と市場競争の中で最も重視されていることはどこにあるかという二つの基準によって分類した。

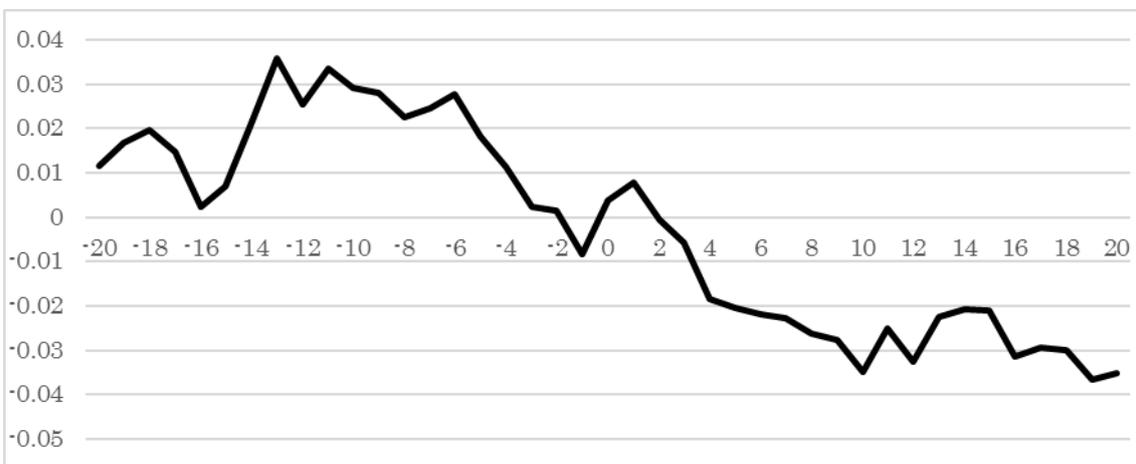
伝統的な産業として、電子機器や輸送機器などの生産やインフラ・建設の設備があげられる。中国と日本に対し製造業の歴史が長く、国内の需要から海外に目を向ける傾向が見られた。国内の国際貿易では国間の輸入、輸出が活発している。市場取引の中でも、企業の資金力や技術力などが勝負のポイントになっている。非製造業は製造業との競争ポイントや発展の歴史違うため、分けて研究する必要がある。非製造業の中では、情報通信業がITの発達により、新たな成長が求められ、各国が積極的に育っていく業界になってきた。サービス・小売りは新興産業ではないが、近年購買行動の変化やグローバル化の進展に伴い、この業界では日々新たな発想が生まれている。サービス業の中では金融や企業サービスなどの面ではまだ成長する余地が十分あると日常生活でも実感できる。情報通信業にしても、サービス・小売業にしても、企業の制作力や製品の企画力はもちろん重要であるが、それだけでは足りず、消費者をいち早く獲得、確実に囲い込み、消費者のニーズを読み取り速やかに答える力が競争で生き残る重要な要素として評価されている。

V-2. 製造業の目的分析

V-2-1 中国製造業の目的分析

62社のサンプルの中の製造業38社について分析した。目的分析に入る前に、中国製造業の累積超過リターンを簡単に見ていく。図V-1が中国製造業のCARを表している。買収側へのプラスな超過リターンが求めることができない結論に至った。

図 V-1：製造業 CAR の推移
中国企業：



出所：筆者計算の元、作成

製造業で起きた買収案件を目的によって分析することで、買収時の状況を再現する一方、図V-1で得られたCARの研究結果を説明できることに近づきたい。

まず買収側の中国企業が日本企業を買収する目的は表V-2でまとめた。中国の製造業が日本企業を買収する狙いとして主に経営資源の獲得と国際戦略の二つに分かれた。具体的にみると、技術の獲得は42.3%を一番多く示している。伝統的な製造業にとって、およそ半数の中国企業が日本企業の先進な技術を獲得しようとするため、買収を行っていた。およそ3割の買収側は被買収側が持っている経営ノウハウや海外進出の経験、国際市場での知名度を狙って、知的財産を手に入れようとしている。規模拡大の中では、経営資源の獲得を通じ中国市場での優位性を高める企業が一番多く、続いては日本市場への参入やさらに国際市場への進出に注目していた企業もあるが、買収企業が主に日本企業の先進な技術、長年にわたって蓄積してきた経営ノウハウ、海外進出経験と国際市場での知名度を狙い、国内市場での優位性を育成することが主な目的としていることが分かった。

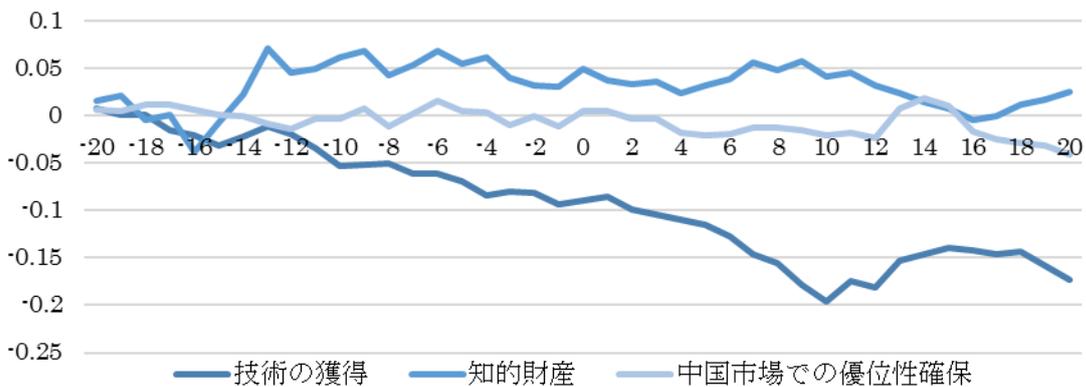
表 V-2：中国製造業の買収目的

買収目的		割合
経営資源 の獲得	技術	42.3%
	知的財産 (ノウハウ、経験、ブランド)	26.9%
	中国市場で優位性を高め	30.8%
国際戦略	日本市場への浸透	23%
	国際市場への進出	19.2%

出所：筆者が各社 HP と買収報告資料により作成

注：重複計算あり

図 V-5：中国製造業の買収目的の CAR 推移



出所：筆者計算の元、作成

次に、中国製造業の買収目的が株式市場で評価されたかについて見ていく。図 V-5 では中国製造業が技術の獲得、知的財産の獲得及び中国市場での優位性を獲得する三つの主な目的を狙った買収案件の CAR を表していた。42.3%の割合を有する技術の獲得が最も低い CAR が得られ、研究期間中では減少し続けていた。中国で優位性の獲得を目的とした買収も高い評価が得られなかった。知的

財産の獲得がプラスの累積リターンが見られていたが、5%前後しかなかった。つまり、製造業の中国企業の買収目的が市場からの理解が得られていない。

V-2-2 日本製造業の目的分析

日本製造業がどうなっているのかも簡単に分析した。売却企業に注目し、自社企業がわざわざ中国に売却する理由を探りたい。表V-3のように、日本企業が中国に買収する理由を消極的要因と積極的要因にまとめた。積極的要因は事業の拡大や成長のためというポジティブの要因を持ち、売却を行ったことを指している。消極的要因は業績不振により事業の再生・撤退やグループの再編、事業構造の改革などのようなネガティブの理由に基づいた売却のことを意味している。

およそ8割の日本企業が消極的な目的で中国企業に売却することに選択した。残りの2割しかない企業が更なる成長を目的として買収を行っていたことが分かった。ネガティブな目的の中、事業構造改革は48%、中国に買収するきっかけに、グループの整理を含む一つの事業から撤退や倒産に直面する事業の再生が31%、高い割合が占めている。

表 V-3：製造業売却側の買収目的

売却目的		割合
消極的目的	事業構造改革	48.3%
	再生・撤退	31%
積極的目的	事業の成長	20.7%

出所：筆者が各社HPと買収報告資料により作成

注：重複計算なし

2016年6月、中国美的集団が東芝の白物家電事業の買収は、事業構造改革のためである。東芝は主に6つの事業によって構成され、白物家電に所属するライフスタイル事業⁵以外の、電力・社会インフラ事業、コミュニティ・ソリュー

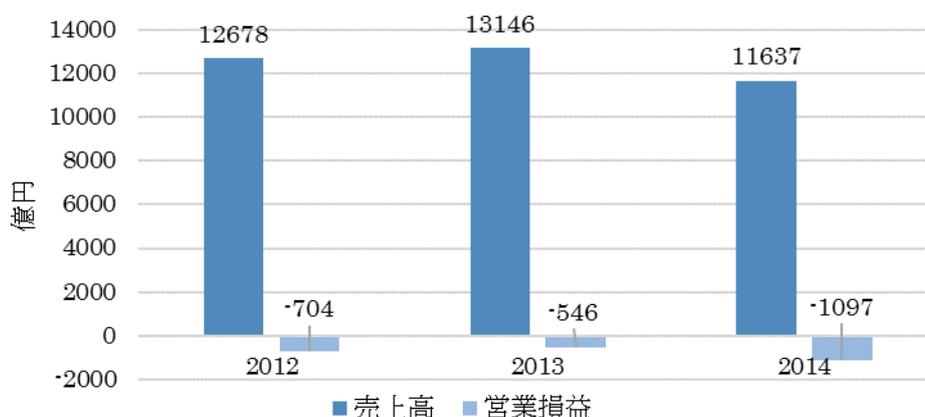
⁵ ライフスタイル事業グループ：パソコン、タブレット、テレビ、BDレコーダー他録画再生機器、冷蔵庫、洗濯機、家庭用エアコン、クリーナー、調理器具、家電製品修理サービスなど

ション事業、電子デバイス事業、ヘルスヘア事業とその他事業の営業利益が黒字であり、売上の成長も続けていて、順調に発展していく見込みがある。しかし、ライフスタイル事業では、売上が伸び悩み、営業利益の黒字化も期待できない状況である。

2015年東芝アニュアルレポートの中で、ライフスタイル事業の業績と構造改革の加速について以下のように述べた。「損失面では、テレビなどの映像事業、パソコン事業が悪化しました。また、家庭電器事業が減損処理を行った営業により大幅に悪化しました。これらの結果、部門全体の営業損益は前期比551億円悪化し1,097億円の損失になりました」。「映像事業については収益改善に向け、もう一段の事業構造改革に断行しました。」「パソコンについては、消費者向け事業を大幅に縮小し、様々な経営課題を解決するソリューションシステムを提供するなどの法人向け事業への構造転換を加速させました」。

更に、最新の2016年アニュアルレポートでも、企業体質への変革として、パソコン、家庭電器、映像事業の構造改革を引き続き行うとともに、エネルギー事業、社会インフラ事業、メモリーSSDを中心としたストレージ事業を注力領域としていたことを発表した。

図 V-6 : 東芝ライフスタイル事業売上と営業損益



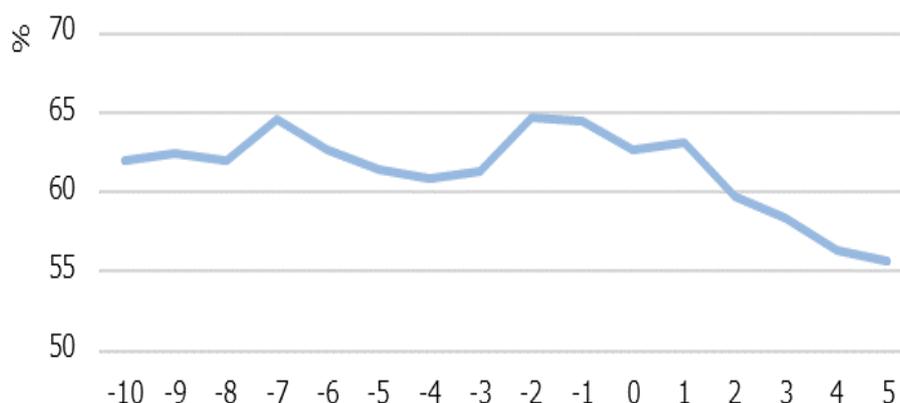
注：東芝 2015 年アニュアルレポート

東芝の選択と集中にめぐる事業構造改革の流れの中、増益増収が見込めない、日本市場を飽和し、新たな成長が期待できない白物家電が中国の美的に売却した。美的と東芝のように、発展に行き詰まった事業を手放すための売却案件は、製造業の中では大半が存在している。

図V-7では日本製造業が買収前10年間と買収後5年間の平均負債比率の推移を表している。買収前の日本企業が60%から65%までの高い負債を欠けていた

が、買収後の一年目から年々減少していることが分かった。そして、中国企業が日本企業の買収への支払いは、情報がある限りでは現金で決済することも明らかにした。

図 V-7 : 日本製造業負債比率推移



出所：SPEEDA よりデータ取得の元、筆者整理・作成

日本企業の売却が綺麗に、二つの極端的な意図によって分けられたことに興味を持ち、短期的な経済効果について検証した。図V-4では、いずれも目的でも、イベント日のCARがほぼ0の水準であった。イベント日の0日からは、事業構造改革やグループの再編・事業の再生の目的なら上昇志向に入り、一方、事業成長という積極的目的を持つ企業はマイナスの超過リターンしか得られなかった。

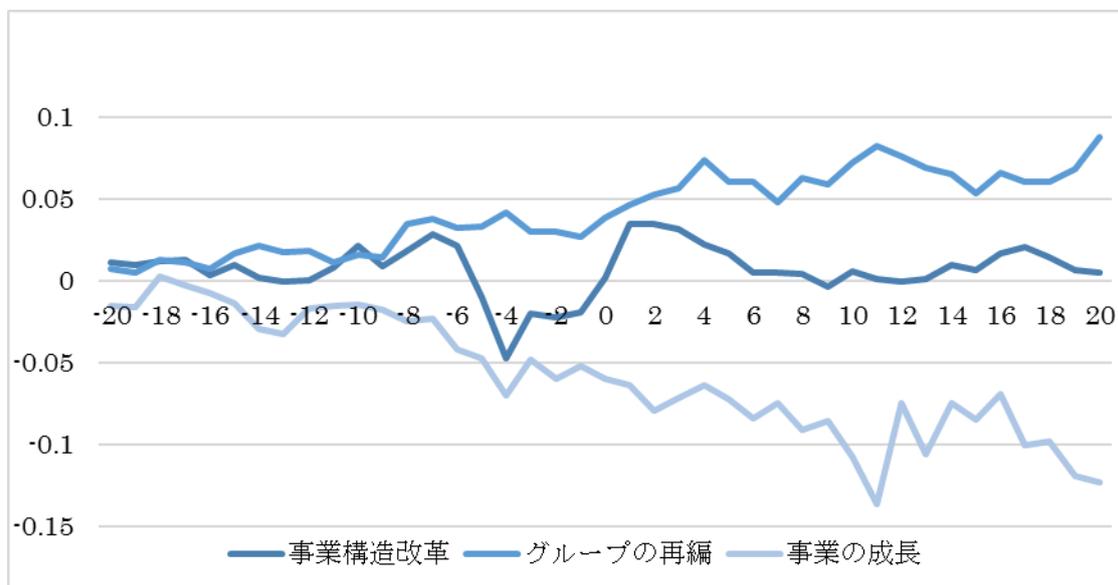
つまり、株式市場では消極的要因を持つ売却企業がより高く評価されていたが、事業成長のために積極的に中国企業と提携する企業に対してはマイナスの評価が付けられた。

これまでの研究に基づいて、製造業の買収目的の特徴は「一方通行」にまとめることができると考えている。買収側は技術などに誇りを持つ日本企業の買い入れを通じ、日本企業が優れている経営資源を手に入れる。このような資源はこれから中国企業が国内競争や海外進出のために必要不可欠な武器になることを期待している。しかし、買収後の交流や、統合が現時点では見られなかったことが問題としている。

売却側の日本企業は強い業界、成長が見込める「花形事業」を育つために「問題児」の事業や採算が取れにくいグループの売却を通じ、豊富な資金が手に入れ、財務の健全性を改善させ、強化している事業に注力する狙いである。こうすることで、買収が成立された時点で、売却された企業や事業が日本企業に手放されることに直面し、将来の発展への不安が高める恐れがある。このような

売却も様々な問題が顕在している。売却された企業や事業が本体企業から完全に手放され、売却後の継続や成長への不安が高めている。

図 V-8：日本製造業の売却目的別 CAR 推移

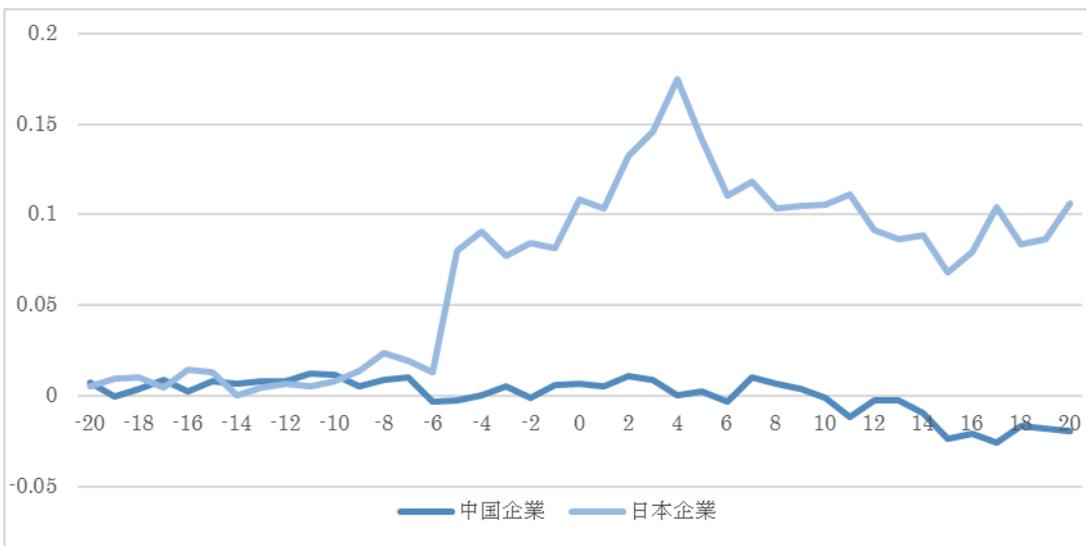


出所：筆者計算の元、作成

V-3. 非製造業の目的分析

「一方通行型」製造業界の買収と対照に、非製造業界では「双方通行型」の買収が注目された。全 62 社の中、24 社の非製造業買収の件数があった。実際に株価データが揃えるのは買収側の 12 社と売却側の 10 社しかなかった。図 V-9 では日本企業の CAR が買収前後の 1 週間で大きな増加に実現した。しかし、中国企業の変動が見られなかった。

図 V-9：非製造業の CAR 推移



出所：筆者計算の元、作成

表IV-1では非製造業のサンプル数が2010年以降に集中していることがわかり、製造業間の買収より遅れていることが判断できる。

買収の目的を分析できるように、非製造業をさらに細分類する必要がある。全サンプルの中では、製造業の割合が多半数占め、続いては情報通信業の件数が一番多いため、情報通信業を非製造業から分割して研究することを決めた。残った非製造業はサービス・小売業に名前を付けた。非製造業特にサービス・小売業はデータ数が少ないため、主に事例を用いて説明していく。

V-3-1 情報通信業

取集された情報通信業の買収案件は非製造業 24 社の中で 14 社がある。目的の分析は 14 社の情報を統括した結果であるが、図 V-6 の CAR 推移は株価情報が公開している買収・売却側それぞれ 6 社のデータから作られた。サンプルが少な

いため、統計的な有意性がないが、イメージができるため、参考までに乗せた。買収をきっかけに、買収双方の CAR が買収前と比べると、上昇した傾向が見られた。図 V-1 の中国製造業のマイナスの超過リターンと対象に、情報通信業では平均的にプラスの超過リターンが期待できる。

図 V-6：情報通信業の CAR 推移



出所：筆者計算の元、作成

企業の買収目的を調査し、情報通信業では買収側が日本情報通信業の優れている商品開発力や情報提供力に興味を持ち、売却側が中国企業と資本提携することで中国の広い市場と潜在的消費力に惹かれたことが明らかにした。件数が少ない割に、情報通信業では以外に同じ目的を持つ企業が多いことを発見した。

2014年12月29日中国民間最大の配信企業光線伝媒有限会社が日本のアクセスブライトと資本・業務提携を始めた。中国の映画やゲーム市場は激しく成長しているが、外国映画やアニメなどのコンテンツの輸入や配給などに厳しい規制がかけている。外国映画が中国で放映できるのは最短でも半年はかかると言われていた。アクセスブライトは中国の市場チャンスをいち早く掴めるために、上海では子会社が設立している。しかし、中国市場への本気な進出は中国の現地大手企業との協力が欠かせない。光線伝媒と資本提携することで、中国で実績のある企業とのつながりを深められる一方、提携先の協力で中国市場へのアクセスが容易にできた。2014年の資本提携後、2015年11月光線伝媒はアクセスブライトに対し、業務資本提携契約を締結し、約5億7000万円の資本調達を実施した。この動きに対し、M&ATimesは「今回の業務資本提携契約締結および資金調達により、アクセスブライトがすでに中国市場で手掛けている実績を持

つスマートフォン向けゲームに加え、映画コンテンツ領域にも事業機会の創出と拡大を図るとともに、有力な知的財産(IP)コンテンツを保有する日本のコンテンツホルダーとの連携をより一層深め、その中国進出展開のサポート体制を強化するもの」と評価された。光線伝媒とアクセスブライトの努力の結果、今年日本で大ヒットになった「君の名は」という映画が12月に中国で上映できた。通常半年以上かかる交渉が今回はほぼ3か月で完了し、日本の優秀なコンテンツの中国進出時の大きな成功であり、前に進む大きな一歩でもあったと感じていた。映画だけでなく、日中両国共人気のある「クレヨンしんちゃん」の中国市場向けの公式スマートフォンゲーム「クレヨンしんちゃん冒険記」が配信開始した。両社がTezuka Productions社と提携し、塚治虫さんの漫画《怪医黒杰克(Black Jack)》の中国語版ドラマと映画の制作にも合意した。ただ日本のコンテンツを中国に流すだけでなく、提携双方が共同で中国市場にコミットしたコンテンツの制作も始め、中国コンテンツ市場の活性化や消費者への対応が一層できるとともに、両企業の発展にも貢献できる。

情報通信業界での買収は製造業より遅れていたが、目的もはっきりしている。コンテンツや情報提供に関する領域では中国市場の未来性が評価された一方、厳しい業界規制と高い参入障壁が存在しているため、中国市場を狙っていた日本企業が中国企業との提携を選んだ。そして、中国よりはるかに成熟している情報通信技術や中国消費者に満足できるコンテンツ制作力などが中国企業のこれから成長するために不可欠な経営資源である。このような買収を製造業のただ経営資源獲得を目的とした買収を対象に情報通信業では買収双方にWIN-WINなビジネス関係の構築が一番の目的としている。

V-3-2 サービス・小売業の目的分析

「経営資源獲得型」製造業界の買収と「WIN-WIN 関係構築型」情報通信業界の買収の特徴を説明したが、続いてはサービス・小売業界の買収目的に入りたい。

ここのサービス・小売業は流通業、アパレル、商業施設運営業、法人サービスなどが含まれている。サンプルの件数も少ない、業界の範囲もより広いため、羅列した案件を通じて買収目的を整理していく。結論を先に述べると、サービス・小売業が「WIN-WIN 関係構築型」買収が多く占めている。

表 V-4： サービス・小売業買収案件

発表日	中国企業	業界	買収対象	日本企業	買収目的	売却目的
2015. 11	豫園商城	商業施設運営業	星野リゾート・トマム	星野リゾート	運営ノウハウや観光資源	成長戦略の一貫、経営難から脱出
2013. 5	夢耀信息技术有限公司	法人サービス業	夢創会商務咨询	夢の街創造委員会	日本との情報交換	グループの再編事業から撤退
2013. 3	国信招標集団	医療サービス	アドメテック	アドメテック	日本の医療技術と情報の獲得	中国市場へのアクセス、中国企業の獲得
2012. 12	UISC ホールディングス	保険サービス業	ソニー Life Insurance	ソニーファイナンシャルホールディングス	経営ノウハウの獲得国際市場	事業構造改革
2012. 12	上海向前肉类副食有限公司	法人サービス業	岡藤ビジネス	岡藤ホールディングス	日本経営ノウハウの獲得	海外投資関連事業から撤退する。
2010. 5	山東如意科技	アパレル	レナウン	レナウン	日本製品情報・製品仕入れ	業績不振から脱出 中国への販路拡大、
2010. 1	大連天寶綠色食品	健康食品販売業		アステム	日本製品情報・製品仕入れ	中国への販路拡大
2009. 6	蘇寧電器集団、日本観光免税	家電量販店	ヲックス	ヲックス	日本製品情報の入手	業績不振から脱出 中国への販路拡大
2008. 4	中国動向	アパレル	フェニックス	オリックス	製品開発力技術獲得・両国市場で展開	業績不振から脱出 中国への販路拡大

出所：Bloomberg で提供した買収案件と各社の HP を参考の元、筆者作成

表V-4では9社データのからでは現物が消費者に渡すことができるアパレルや健康食品販売業・家電量販店のよう業界とコンサルサービスや保険サービスなど目に見えないものを提供する分野に分かれる。これからは小売業とサービス業の順に注目していく。

2010年以前は「物」を販売する業界の買収案件が多い。販売が低迷し、2004年から産業再生機構の支援を受け、スポーツ・アウトドア用ウェアを企画販売しているフェニックスが、2008年中国動向に2円で買収された。

フェニックスは2008年2月期に28億の最終赤字、32億円の財務超過の業績が持っている⁶。買収の発表会では、中国動向の陳義紅会長は、買収後の展望について「ウインタースポーツで培った技術開発力を生かし、中国や欧米で拡販する。長期的には海外市場が日本市場を上回るだろう」と述べた。その後

「Phenix」や「Kappa」などのブランドの中国展開が強化された。2011年中国動向グループにより中国北京に「北京中翼鳳凰体育用品有限公司」を設立し、

「Phenix」ブランドが中国に正式にデビューした。フェニックスは1995年で上海に2社目の合弁会社を設立した経験が今回の中国進出に貢献したと考えられる。

1902年繊維の卸から創業したレナウンは約1世紀にわたり、日本アパレル業界のリーダーとして役割を果たしてきたが、バブル崩壊後、業績不振に陥り、2010年中国の繊維アパレル大手山東如意科技の傘下に入った。山東如意科技と新規ブランを共同開発することや10年間で中国に2000店を新規出店する戦略を発表し、中国での展開を通じ、アジアに参入する未来像を描いている。しかし、現時点では現場オペレーションの問題や従業員間意志疎通の障害、ブランドのインパクトと知名度の不充分などの原因で、中国への出店が50店舗に止まった。

「物」を提供している日本企業が国内市場で成長する限界を感じ、業績不振の脱却を出発点として、中国企業の傘下に入る経緯が見られた。買収側の中国企業が日本企業に秘めている商品力を評価し、中国市場に持ち込もうと考えている。製造業の「経営資源獲得」の買収と違い、買収後の共同開発や戦略の建て直しが進んでいる。

2010年以降は観光、保険、医療、コンサルなどのサービス業を提供する日中企業間の買収も注目された。

2013年国信招標集団がアドメテックの2.4%の株価を取得し、事業提携を始めた。国信招標集団は大型プロジェクト入札代理業務を行っている。入札企業のファイナンスやコンサルを行うことで医療分野の企業とも多く取引している。アドメテックは企業や個人に医療サービスを提供している企業であり、医療機

⁶ [東洋新聞 山田 徹也, 2008]

器の開発では先進な技術と最先端の研究成果を持っている。国信招標集団はアドメテックが中国で医療事業の展開を支援するために、事業提携を決めた。両社の経営資源を補完し、シナジー効果が期待できる。

しかし、既存の事業領域で順調に発展し、更なる成長を求めて買収を行った事例が少ない。サービス業でも、事業構造改革や業績不振の抜け道として中国企業に売却した案件が多い。

2015年星野リゾート・トマムは中国の商業施設運営会社豫園商城 183 億円に売却した。星野リゾート・トマムは1983年北海道で開業したスキー場であった。バブル崩壊後、経営難に入った。出資先のホテルアルファと関兵精麦が、それぞれ1998年に自己破綻、2003年民事再生に直面した。トマムの経営も望ましくない。東洋経済の星野佳路代表のインタビューの中で、星野が中国系企業に入るのは企業再生の第二ステージであると位置付けている。しかし、トマムの運営は引き続き日本側が実施している。買収後再生の先行きが分からず、資本提携の段階で行き詰る可能性も否定できない。

小売業界と違い、近年で行ったサービス企業間の買収が日本企業の業績悪化から出発し、買収後、積極的な企業間の統合やコミットも見られなかった。しかし、グローバル化が進化している中、医療や保険などの高参入障壁業界では日中企業間の事業提携や資本提携が多くなるにつれ、買収が多くなることを期待している。

V-4. 小括

第V章を使い、業界ごとの買収目的を分析した。製造業において、日本企業は採算が取れにくい、成長が見込めない事業やグループ企業を中国に売り、資金力に余裕を持たせ、将来性のある事業に集中することで企業の発展を狙っている。買収側は国内市場の競争が日々激しくなり、国際市場では知名度が低い問題点に対し、買収相手の技術や経営ノウハウに注目して、日本企業を買収することで競争力を高めたい目的を持っている。しかし、買収後は両側企業の統合ができず、多くの中国企業が資本の注入までしか進めなくて、中国企業の日本子会社になるだけで、社内シナジー効果が実現できなかった。

非製造業では、情報通信業、小売業、サービス業に分けて研究した。

情報通信業は中国市場の拡大や潜在的な需要があると高く評価され、中国国内での規制も高い業界である。中国企業との資本提携や事業提携を通じ、両社の事業を拡大していく共通目的を共有している。

小売業では、中国企業が買収対象の製品力を中国市場に持ち込み、市場の開拓をすることで日本企業の立ち直し、中国企業の市場優位性の構築に尽力している企業が多数である。

それに対し、成長する余地のある保険、観光サービス、法人サービスでは買収双方間で、シナジー効果を求めるが、はっきりとしていた戦略が作成していないことが問題になっていた。

表 V-4： 業界別買収目的の分析

業界	買収目的	効果	問題点
製造業	経営資源の蓄積	<ul style="list-style-type: none"> ・ブランド使用权や特許を獲得 ・中国国内で競争力の強化 	国際市場への注目が足りない、買収後、放置したまま、国内事業との交流が少ない
情報通信業	<ul style="list-style-type: none"> ・WIN-WIN関係の構築 ・サービスの補完 	<ul style="list-style-type: none"> ・双方の強みを活かした提携 ・共同研究や共同開発まで進化 ・双方企業の情報が速やかに入手でき 	事業提携・資本提携の段階に止まり、より深い関係の構築が必要
小売業			オペレーションがうまくできず
サービス業			買収後の統合方針が足りない

出所：筆者まとめ

VI. まとめ

VI-1. 研究結果のまとめ

中国を代表とした新興国の発展により、発展途上国の企業が積極的に海外企業と提携関係を深め、国際市場での役割が重要になってくると考えられる。本論文では、日中企業に絞り、中国企業による日本企業の買収実態を明らかにすることを目的として、研究した。

第Ⅱ章の先行研究を通じ、中国企業クロスボーダーの特徴を説明した。社会主義的市場の特性により、中国では、中央・国営企業による国内資源の需要に満たすことを狙って、北米と北欧資源系企業を中心とした買収を最初に行ってきた。そして、中国企業クロスボーダーの全体で、買収金額でも、買収案件数でも圧倒的な割合を占めている。90年代から、中国民営企業の発展につれ、民間企業の買収がはじめ、第一弾としては、大手製造業が国際経営体制を目的とした欧米伝統企業の買収であった。そして、クロスボーダーが行う主体の多様化、対象地域の多元化、業界の分散化の傾向もあった。

第Ⅲ章の基礎研究では、中国企業による日本企業買収の背景、業界及び買収における企業統合状況といった基本実態を明らかにした。

対日本企業の買収が偶発的な出来ことではなく、時代と環境の産物である。中国経済の高速発展のした、生産すれば成長でき、生産力で勝負してきた中国企業が、中国経済の減速、市場の開放による競争激化と消費者の成熟による消費市場の変化に対応できなくなった。中国企業が業績の悪化、特に成長性の急激な下落に陥った。

実態に買収の段階に応じ、企業間の統合を見た。買収前では、日本企業が買収企業との交流も、中国向けに事業展開の経験も少ない。買収双方間の理解がしっかりできたとは言えない。買収時は、資本提携・参加していなかった日本企業に対し、100%子会社化の案件が3割占めていて、50%以上の保有率を取得することがほとんどであり、強気の買収であることが見られた。買収後に、中国人経営者の送り込むことが少なく、買収前の体制のまま、日本に経営を任す態勢が分かった。

第Ⅳ章と第Ⅴ章では、中国企業による日本企業買収に関する実証研究を行っていた。買収企業双方が買収後の経済効果と中国企業の買収目的について分析した。

買収側の中国企業は買収を通じ、経済効果を得られていなかった。一方、日本側は中国企業に売却することで、業績の改善効果が果たした。

しかしながら、日本企業の買収は中国企業に対して、メリットがないとは断

言できない。業界別の買収目的を研究することで、中国企業の狙いを明らかにした。製造業では、日本企業の優れていた経営資源を取得し、中国市場での競争優位を築くところが主な目的としている。情報通信業では、日本企業のコンテンツを用いて、日本企業の中国市場へのアクセスを狙った資本提携が多い。サービスと小売業でも、同じような動きが見られた。

VI-2. 研究結果の考察

中国の対日本直接投資額の上昇や対日本企業買収の増加が現状であり、日本企業では、日本企業の買収を通じ、参入してきた中国企業の存在感が強くなってきた。本論文の研究目的は、中国企業による日本企業買収実態を明らかにすることである。

先行研究からは、今後、様々な業界の異なる経営形態の中国企業が世界各地の企業に対し、買収の行動が起き、中国企業のクロスボーダーが活性化していくことが見られた。

この様な流れに乗り、対日本企業の買収が行ってきた。

中国経済・政策・業界の競争・消費者市場などの変化に対応するために、中国企業が生産性の追求以外に、技術の洗練やブランド力の構築、経営力の向上など様々な課題に直面している。他社に真似しにくい、自社ならではのコアコンピタンスの育成が、中国市場で生き残れるかどうかの難関である。このような厳しい状況のした、高技術力、国際市場で信頼のある日本企業との資本提携が目に入った。

しかしながら、日本企業の買収は、期待通りに中国企業に良い経済効果が得られなかった。クロスボーダーでは業績の改善が期待できるが、日本企業買収では業界を下回るパフォーマンスしか獲得できないのは、いくつかの理由が考えられる。

まず、対日本の買収に限らず、中国企業クロスボーダー、特に中国対先進国企業買収時に、大きな壁が存在している。中国は新興国として、市場の欠如が存在し、企業の経営・法律体制や人材育成などでは問題がある。一方、先進国では長年の市場経験から、体制がしっかり整っている。先進国と新興国企業のビジネス慣習も遥かに違い、双方間の理解が求めにくい。さらに、体制や慣習だけでなく、文化・歴史・感情も大きな要因であると考えられ、買収後、スムーズに成果を出すことが難しい。

次に、買収前の企業状況を遡って説明する。買収4年前から、企業の成長性などの指標が業界平均より落ち、業績が著しく悪化してきた。30%成長率の企業が一気に成熟し始めた。日本企業一社の買収を通じ、このような長年の経営不振から抜け出すことが簡単ではない。

最後に、企業間の統合上も問題があったと感じていた。第Ⅲ章の基礎研究では、普段取引のない、中国事業が展開していない日本企業を一回目の資本提携で100%子会社化する案件が多いことが分かった。さらに、買収後、対象企業の経営に干渉しないスタンスが見られた。企業買収では、統合の重要性が言うまでもないが、買収側の中国企業がこのことに対して、上手くできていないこと

が原因に、買収しても事業でのシナジー効果の創出や経営体制の補完などの効果が果たせず、日本企業の買収を通じ、業績下落に滑り止めをかけることができなかった。

経済効果が得られないにもかかわらず、中国企業が日本企業を買収する狙いは何であるかについて業界別に研究した。

製造業では、日本企業の経営資源を獲得することで、中国市場での競争相手と対抗し、国内市場で優位性の構築が主な目的としていた。しかし、製造業のこのような目的は株式市場に高く評価できなかった。中途半端的な統合は、双方企業のシナジーが創出できなかった。中国の製造業に対し、日本企業の買収を通じ、自社のコアコンピタンスの構築に貢献する戦略自体は間違っていない、時代に求めた行動であるが、買って放置するだけでは、業績の改善になれない。中国企業の経営統合などの能力が高めるべきである。

非製造業では、WIN-WIN なビジネス関係を構築し、シナジー効果を得ようとする狙いが見られた。中国では非製造業の市場が広く、満たしていない潜在需要も多いため、成長の余地がある。日本企業との資本提携で、同じく経営資源を活用するが、事業やサービスの補完が目的としている。情報通信業なら日本のコンテンツや日本市場の情報、小売業なら日本企業の商品力、サービス業なら日本での展開していたサービスを使い、中国企業のビジネスと融合し合い、共同的に中国市場に対応していく。しかし、情報通信業の資本関係が薄く、長期的な協力ができるかどうか疑問であり、小売業ではオペレーション上の不調和が起き、予定通りに戦略の達成ができないことやサービス業ではしっかりとした方向性が示せず、「とりあえず」買っておくことなどの問題も出てきた。

日本企業は中国企業に売却することで業績の改善効果が達成できた。製造業では、経営不振や成長が見込めない事業や子会社を売却することが、日本企業の「選択と集中」戦略の一貫として、リストラの効果を果たし、企業に体力を付き、業績好調の事業や新規投資に資金を回すことができ、新たな成長ができた。非製造業では、中国企業との提携で、より潜在性のある中国市場にアクセスすることができた。日本企業に対し、成熟してきた先進国市場から伸びている新興国市場への参入に関する経験やノウハウが蓄積することができるなどのメリットがある。

論文の最後に、中国企業により日本企業の買収は様々な面で沢山の問題が存在し、経済効果ははっきりしていないことがあるが、将来日中企業の発展に重要な意味を持っている。日中企業が協力しあい、お互いの強みを活かすことで、厳しい競争環境に対抗していくことが期待できることを強調したい。

VI-3. 論文の限界

論文の限界については、主に2つの面で述べたい。

一つ目は、論文内容である。論文では、買収側の中国企業を中心に、売却側の日本企業も触れて研究していたが、買収対象企業、つまりターゲット企業の分析が欠けていた。中国による日本企業の買収における、ターゲット企業は上場していない、規模の小さい下町工場も少なくないため、実証分析に必要な財務情報や株式市場でのデータが手に入れない。ターゲット企業が中国企業の傘下に入った後のことも非常に興味深いため、インタビューや事例研究の手法で把握していく意義がある。

本論文では、全体実態の把握がメインとしていたが、実態ができた要因分析や関係性分析が行っていないことが足りないところである。実態からさらに深く掘る必要性を感じていた。

二つ目は、データと情報である。中国企業による日本企業の買収の母集団が大きくない故に、イベントスタディやパフォーマンススタディを用いて経済効果を検証するとき、サンプル数が少なく、統計的に有意義な結果が得られないことやバイアスが入り、研究結果に影響していることがあった。今後、このような案件の増加につれ、より精度の高い結果を求めたい。

謝辞

本論文の作成にあたり、熱心に助言を賜り、また丁寧に指導して下さいました慶応義塾大学経営管理研究科准教授齋藤卓壘先生に深謝する。

同一大学の教授浅川和宏先生と准教授村上裕太郎先生には、論文の構成や実証研究の手法などについて、細部にわたるご指導をいただき、深謝の意を表す。

有木諒さん、岩本名里子さん、菊池琢也さん、趙盈燁さん、富廣裕太郎さん、西尾龍二さんを始め、研究室の各位には、常に刺激的な議論を頂き、有益な助言を頂いた。一年間にわたった研究期間に、大変お世話になった皆様に、心から感謝する。

研究上や論文執筆上に、様々な日本語の問題と表現の問題があった時に、慶応義塾大学経営管理研究科在学の同級生からも支援を受け、論文が完成に支えていただいた。本当に感謝する。

参考文献

- アクセスブライド. (2016年6月23日). アクセスブライド HP. 参照先:
<http://www.accessbright.com/>. (2016年8月取得)
- アクセスブライド. (2016年5月10日). 『中国市場向けオリジナルスマートフォン「クレヨンしんちゃん冒険記」正式配信開始』. 参照先:
<http://www.accessbright.com/files/uploads/20160511.pdf>. (2016年8月取得)
- 朝日インテック株式会社. (2015年2月13日). 「非連結子会社の株式譲渡に関するお知らせ」. 参照先:
<http://asahi.irbridge.com/ja/PressRelease/PressRelease1422424768752160349/main/00/teaserItems1/0/linkList/0/link/20150213147.pdf#search='Aochuan+Technology+%EF%BC%A3%EF%BD%8F+%EF%BC%AC%EF%BD%94%EF%BD%84'>. (2016年9月取得)
- 安藤章司. (2012). 「中国地場市場で存在感を高める」. BCN 週刊, vlo.1450. 参照先:
http://biz.bcnranking.jp/article/keyperson/1210/121004_131202.html. (2016年9月取得)
- 井上 光太郎・加藤 英明. (2006). 「M&A と株価」. 東洋経済新報社.
- エルピーダメモリ株式会社. (2007年2月19日). 「広島エルピーダ 200mm ウェハ処理用装置譲渡に関し最終合意」. 参照先:
<http://www.ts-graphix.com/mobile/ja/news/2007/02-19.html>. (2016年9月取得)
- 株式会社アーク. (2013年12月22日). 「子会社の異動（譲渡）及び特別利益の計上に関するお知らせ」. 参照先: <http://www.arrk.co.jp/uploads/20111222-2.pdf>. (2016年9月取得)
- 国連貿易と発展開発会議. 参照先: World Integrated Trade Solution:
<http://wits.worldbank.org/CountryProfile/en/CHN>. (2016年11月取得)
- シャープ株式会社. (2015年7月31日). 「2015年度第1四半期決算概要」. 参照先:
http://www.sharp.co.jp/corporate/ir/library/financial/pdf/2016/4/1603_1pre_nt.pdf#search='2015%E5%B9%B4%E6%9C%8831%E6%97%A5%E3%82%B7%E3%83%A3%E3%83%BC%E3%83%97%E3%82%A8%E3%83%AC%E3%82%AF%E3%83%88%E3%83%AD%E3%83%8B%E3%83%83%E3%82%AF%E3%81%AE%E5%A3%B2%E5%8'. (2016年9月取得)
- 清科データベース. (2013年2月25日). 「2012年中国合併市場年度研究報告」. 参照先:
<http://report.pedata.cn/744.html>. (2016年10月取得)
- 清科データベース. (2016年12月16日). 「2016年11月中国企業合併統計報告」. 参照先:
<http://free.pedata.cn/1440998436932338.html>. (2016年10月取得)
- ソニー生命保険会社. (2012年12月6日). 「Sony Life Insurance Corporation の事業譲渡

等に関するお知らせ」．参照先：
http://www.sonylife.co.jp/company/news/24/files/121206_philippines.pdf
ソフトバンクグループ. (2015年6月18日). 「アリババとフォックスコンの提携」. 参照先：
http://www.softbank.jp/corp/news/press/sb/2015/20150618_01/. (2016年10月取得)
タビリス. (2015年11月11日). 「星野リゾートトマムを中国企業が183億円で買収」. 参照先：
<http://tabiris.com/archives/tomamu-3/>. (2016年8月取得)
鉄鋼新聞. (2016年1月27日). 「日立金属、中国の巻線事業を現地企業に売却」. 参照先：
http://japanmetaldaily.com/metal/2016/notsteel_news_20160127_1.html (2016年10月取得)
テックスグループ. (2013年6月13日). 「当社子会社の会社分割および出資持分の譲渡（子会社の異動）」. 参照先：
<http://www.tksnet.co.jp/data/irp20130613-1.pdf#search='2013%E5%B9%B4%E6%9C%8813%E6%97%A5%E6%9D%B1%E4%BA%AC%E8%A1%A1%E6%A9%9F%E5%A3%B2%E5%8D%B4'> (2016年10月取得)
中華人民共和国国家統計局. 参照先：<http://www.stats.gov.cn/>. (2016年8月取得)
中華人民共和国国家統計局・商務部・外国為替管理局. (2015年公開). 「2014年度中国対外直接統計公報」. (2016年8月取得)
東芝. (2015年3月). 「2015年東芝アニュアルレポート」. 参照先：
<http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/library/ar/ar2015/tar2015.pdf>. (2016年8月取得)
東芝. 「東芝ライフスタイル株式会社の株式譲渡完了に関するお知らせ」. (2016年6月30日). 参照先：http://www.toshiba.co.jp/about/ir/jp/news/20160630_1.pdf. (2016年8月取得)
パナソニック株式会社. (2011年7月28日). 「子会社の事業譲渡に関する基本合意について」. 参照先：
<http://news.panasonic.com/jp/press/data/jn110728-7/jn110728-7-1.pdf>. (2016年9月取得)
ラックホールディングス株式会社. (2012年5月31日). 「子会社の異動（譲渡）および特別利益の発生に関するお知らせ」. 参照先：
<http://ke.kabupro.jp/tsp/20100531/140120100531022041.pdf#search='%E3%83%A9%E3%83%83%E3%82%AF%E4%BF%9D%E9%99%BA%E3%82%B7%E3%82%B9%E3%83%86%E3%83%A0%E7%A0%94%E7%A9%B6%E6%89%80%E3%81%AE%E8%AD%B2%E6%B8%A1%E3%81%AE%E7%90%86%E7%94%B1'>. (2016年9月取得)
レコフデータベース. 「海外企業による日本企業買収の案件数推移」 (2016年11月取得)

レナウン. 「レナウン会社概要」. 参照先:

<http://www.renown.com/corporate/outline/index.html>.(2016年8月取得)

フェニクスプレスリリース. (2016). 「フェニクスプレスリリース」. 参照先:

<http://www.phenix.co.jp/press/>.(2016年8月取得)

松浦 大. (2015年12月6日). 「星野リゾートがトマムを中国系に売った理由」. 東洋経済.
三菱マテリアル. (2013年9月25日). 「子会社株式の譲渡に関するお知らせ」. 参照先:

<http://www.mmc.co.jp/corporate/ja/news/press/2013/13-0925.html>.(2016年8月取得)

マーチャント・バンカーズ株式会社. (2013年2月6日). 「国信招標集団有限公司との事業提携に関するお知らせ」. 参照先:

http://www.mbkworld.co.jp/irinfo/pdf/2012/20130206_kokushin.pdf.(2016年8月取得)

住友林業株式会社. (2013年5月9日). 「子会社の異動(持分譲渡)に関するお知らせ」. 参照先: <http://sfc.jp/information/news/2013/2013-05-09-02.html>.(2016年8月取得)

日本経済新聞. 「中国音響機器、日本企業を買収」.(2011年12月9日)

日本経済新聞. 「自動車部品メーカーのイクヨ、中国企業が筆頭株主に」.(2011年3月23日)

日本経済新聞. 「小南国、ポッカの香港子会社買収」.(2014年11月27日).参照先:

http://www.nikkei.com/article/DGXLASDX27H2G_X21C14A1FFE000/.(2016年12月取得)

日本M&Aセンター. (2014年12月25日). 「ホーチキ、中国の連結子会社 報知希消防科技有限公司の全株式を譲渡」. 参照先:

<http://asahi.irbridge.com/ja/PressRelease/PressRelease1422424768752160349/main/00/teaserItems1/0/linkList/0/link/20150213147.pdf#search='Aochuan+Technology+%EF%BC%A3%EF%BD%8F+%EF%BC%AC%EF%BD%94%EF%BD%84'>.(2016年8月取得)

日本電気株式会社. (2011年2月25日). 「NECグループと天馬微電子および親会社グループの中航国際が中小型液晶パネル事業の強化に向けた資本提携に合意」. 参照先:

<http://www.nec.co.jp/press/ja/1102/2502.html>.(2016年8月取得)

日立. (2015年12月4日). 『インタラクティブホワイトボード「StarBord」事業の譲渡に基本合意』. 参照先:

http://www.hitachi-solutions.co.jp/starboard/sp/pdf/20151204_StarBoard_zyouto.pdf#search='%EF%BC%B3%EF%BD%94%EF%BD%81%EF%BD%92+%EF%BC%A2%EF%BD%8F%EF%BD%81%EF%BD%92%EF%BD%84%E4%BA%8B%E6%A5%AD'

夢の街創造委員会. (2013年5月17日). 「子会社の異動を伴う株式譲渡に関するお知らせ」.

参照先:

http://www.yumenomachi.co.jp/ir_information/pdf/20130517_2.pdf#search='%E5%A4%A2%E5%89%B5%E4%BC%9A%E5%8C%97%E4%BA%AC%E5%95%86%E5%8B%99%E5%92%A8%E8%AF%A2'.(2016年8月取得)

山田 徹也.(2008年9月17日).「再生機構解散から1年半、支援先企業の「再生」は道半ば」. 東洋経済.

白少君 卢珊 李雪茹.(2013).「中国企业海外并购的总体情况及典型案例.开发研究」
No.165(2), 35-38.

BusinessJouranal.(2015年12月21日).「中国、海外企業を買い漁り、東芝が15年育てた技術を安々と取得」参照先: http://biz-journal.jp/2015/12/post_12967_3.html.(2016年8月取得)

BusinessJournal.(2013年11月1日).「みずほ銀、負の遺産が旧第一勧銀の“ごみ捨て場”企業破綻で露呈～不良債権の受け皿」.参照先:
http://biz-journal.jp/2013/11/post_3239.html.(2016年8月取得)

CNETJapan.(2008年4月9日).「中訊グループの日本法人三社統合、日本のサービス体制を強化へ」.参照先: <http://japan.cnet.com/release/10342646/>.(2016年8月取得)

ChinaVenture.(2013年1月).「2012年中国并购市场统计分词报告」.(2016年8月取得)

陳長順.(2007).「跨国并购案例分析及其对中国的启示」. 北京交通大学.

陳 雯・劉 磊・竇 義粟.(2007).「中国企业跨国并购绩效的实证分析」.『经济论坛』2007年第17期, 62-64.

大連華信計算機技術股份有限公司.参照

先:<http://www.dhc.com.cn/cn/contentView.action?contentId=983>(2016年9月取得)

董偉.(2010).「中国企业对外并购短期财富消极损益实证研究」.『财经理论与实践』第31卷, 69-72.

EPS ホールディングス株式会社.「有価証券報告書 2016」参照先:

<http://www.eps-holdings.co.jp/ir/library/securep.html>.(2016年8月取得)

凤凰网.(2009年7月28日).「福田收购日本福田自动车株式会社 100%股权」.参照先:

<http://auto.ifeng.com/news/domesticindustry/20090728/72899.shtml>.(2016年9月取得)

凤凰网.(2011年2月8日).「湖南科力远新能源股份有限公司关于收购湘南 ENERGY 株式会社股权公告」.参照先:

<http://finance.ifeng.com/stock/gsgg/20110208/3366514.shtml>.(2016年9月取得)

凤凰网.(2012年10月27日).「大智慧:关于收购日本公司 T&C financial research,Inc. 进程的公告」.参照先:

<http://app.finance.ifeng.com/data/stock/ggzv/601519/14163173>.(2016年9月取

得)

- financegreenwatch. (2013年4月12日). レナウン、「中国・山東如意科技集団の連結子会社に出資比率53%」. 参照先: <http://financegreenwatch.org/jp/?p=29219>. (2016年8月取得)
- 姜姍. (2013年10月). 「中国企業によるM&A(合併・買収)の際にかかる問題点」. 『環日本海経済交流センター』
- livedoor. (2010年7月15日). レナウン、「中国に10年後2000店舗出店へ」. 参照先: <http://news.livedoor.com/article/detail/4888500/>. (2016年8月取得)
- M&ATimes. (2015年11月25日). アクセスブライト、「中国の映画製作配給会社大手に第三者割当増資の実施」. 参照先: <http://ma-times.jp/24193.html>. (2016年8月取得)
- 汽車市場網. (2015年12月9日). 「比亚迪收购日本模具巨头—荻原模具」. 参照先: http://www.automarket.net.cn/zt/1511ycx/htmlfiles/24_78_3_37884_1.html
- 全景網 WE言堂. (2016年12月15日). 参照先: 華泰によるAssetMarkの買収: http://www.p5w.net/weyt/201612/t20161215_1666895.htm. (2016年12月取得)
- 人民網. (2008年4月25日). 『スポーツ用品「フェニックス」1円で売却』. 参照先: http://j.people.com.cn/2008/04/26/print20080426_87397.html
- 上海市商務委員会. (2010年6月22日). 「国際化進める中国オンラインゲーム会社 相次ぐ海外買収」. 参照先: <http://www.scofcom.gov.cn/jpxxx/228317.htm>
- 夏丹. (2016年7月29日). 「宁波韵升谱写海外并购佳话 日兴电机被收购后重现活力」. 浙江日報.
- 張彦 張艳杰. (2010). 「中国企业跨国并购财务绩效的实证研究」. 『中国商界』 2010年第2期, 99-100.
- 張宗新 季雷. (2003). 「公司购并离异相关者的利益均衡吗?—基于公司购并动因的风险溢价套利分析」. 『经济研究』 2003年刊第6期, 30-37.
- 朱炎. (2012). 「中国企業対外投資の問題点と課題」. 『ICCS 国際中国学研究センター』
- 中国証券報官方网站. (2014年1月20日). 「歌尔声学9950万日元收购日本亏损LED企业74.81%股权」. 参照先: http://www.cs.com.cn/ssgs/gsxw/201401/t20140120_4288910.html. (2016年9月取得)