

中国企業による対日 M&A の 投資効果に関する一考察

—— 新たな PMI 枠組みによる検証 ——

苑 志佳

【要旨】

2000 年以降、中国企業の対日直接投資は増加傾向にある。本論文は中国企業による対日 M&A (合併・買収) 直接投資の効果を検証する研究である。本論文は国際経済学の分析視点を取り、国際間 M&A 研究に関わる PMI の概念を借用して独自の分析枠組み (3 カテゴリー, 7 項目) を再構築した。この分析枠組みに基づいて本論文は対日 M&A 投資を行った中国企業 7 社を対象に分析を行った。本論文の検証によって、もっとも重要な事実発見は 3 点あった。(1) 中国企業による対日 M&A 投資効果に大きな影響を与える PMI は、3 つの項目——有形戦略型資産の統合、無形戦略型資産の統合、グローバル展開のための拠点としての統合——に集中している。これに対して、(2) 対日 M&A 投資効果に限定的な影響を与えた PMI として、3 項目——ローカル参入のための拠点としての統合、子会社経営陣の現地化の有無、日本市場中心への統合——が挙げられる。そして、(3) M&A 完成後の投資効果に中間的な影響を与えた PMI は、中国市場中心への統合という統合項目だけである。

【キーワード】 M&A, 対日直接投資, PMI, 戦略型資産

1 研究課題

2000 年以降、中国企業の対日直接投資は増加傾向にあるなかで、これを中心とする研究も数多く現れている。ところが、これまでの中国企業による対日直接投資研究には、手薄な分野がある。それは、中国企業による対日直接投資の効果を検証・評価するものが極端に少ない。本稿は、中国企業による対日 M&A (合併・買収) 直接投資の効果を検証する研究である。

そもそも直接投資とは、ある国の企業が海外で現地法人を設立・拡大したり、既存の外国企業の株式の一定割合以上を取得したりして、その経営に参加するために行う国際資本移動をさす。つまり、直接投資は経営権の取得 (海外における経済活動のコントロール) や経営への参加を伴っており、この点で資産運用を目的として行われる国際ポートフォリオ投資や国際的な銀行貸付のような間接投資とは異なる。企業が海外における経済活動を直接コントロールする主な目的は、企業が持つ経営資源、具体的には研究開発によって蓄積された技術知識ストック、生産活動によって蓄積された販売ノウハウ、優れた経営能力、等を海外でも投入し、自らの経営資源から最大の利得を得ようとするからだと考えられる。従って国際経済学の教科書では直接投資を、経営資源の移動を伴った国際資本移動であると教えている。直接投資受入国は、資本流入や外資系企業による雇用創出といった利益だけでなく、経営資源の流入がもたらす生産性上昇や消費者余剰拡大といった恩恵を受けると考えられる¹。

前述したように、2000 年以降、中国企業の対日直接投資は増加傾向にある。2018 年度の中国企業による日本への直接投資がこれまでの最高水準になり、投資額が 4.68 億ドル (約 501.6 億円) に達し過去 10 年間で最も多くなった。同時に、中国企業の対日直接投資では M&A が直接投資の主要手段として活用されるようになった。こうした状況にある日本企業であるが、中国企業からの買収の事例は急速に増加傾向にある。

¹ 詳しくは、深尾・権・滝澤 (2006), pp. 2~3 の記述を参照されたい。

ところが、従来の議論のなかでは、中国企業による対日 M&A 投資後の効果に関わる検証は極端に少ない。その理由は単純である。つまり、それは中国企業による対日 M&A の歴史が浅いためである。したがって、中国企業による対日 M&A 投資に関わる統計データも十分とはいえない状況のなかでは、数量分析の手法による検証はいっそう困難である²。しかし、近年、中国企業による対日 M&A 投資の継続的増加状況を考えると、対日 M&A という直接投資の選択肢には高い投資効果があるのではないかという問題関心が高まっている。「一体、中国企業による対日 M&A の投資効果はどうか」という点の究明は本稿の問題意識であって研究目的でもある。

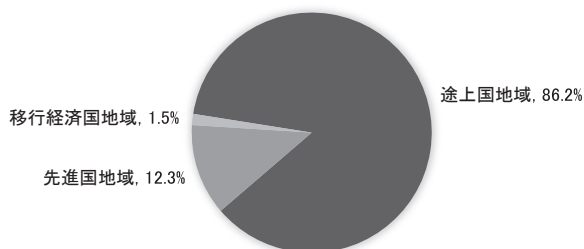
のちに説明があるが、本稿の検証方法は、定性的なものである。本来、この類の研究方法には、相関関係測定など数量的な手法もあるが、残念ながら、数量分析のベースとなる統計データそのものが存在していないため、定量分析は依然として困難である。

2 中国企業による対日 M&A 投資の経緯と現状

中国の対外直接投資は、決して最近現れたものではないが、2000年までには、その規模が非常に小さかった。2000年以降、中国の対外直接投資の動きは急速に活発になり、2010年以降、世界有数の対外直接投資国となった。しかし、中国企業の海外進出地域は、きわめてアンバランスの状態を示している。〔図1〕は、これをはっきり示している。これによると、2018年末時点における中国の対外直接投資残高は、途上国地域に86.2%、先進国地域に12.3%、移行経済国地域に1.5%、それぞれ分布している。一言でいえば、中国企業の対外直接投資の特徴は概ね、

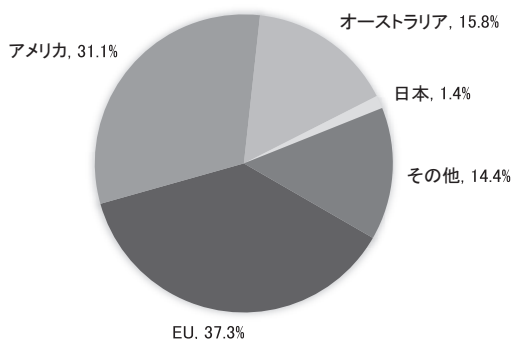
² 近年、統計データ不足の中で優れた先行研究も若干ある。乾・枝村・譚・戸堂・羽田(2013)は、中国企業の対外 M&A が企業業績に与える影響を、企業レベルのデータを利用して計量経済学的手法で定量的に推計し、優れた業績を残したが、論文の最後にも「残念ながら、まだ中国企業の対日 M&A は件数が少なく、その日本経済への影響について定量的な分析は難しい。今のところは、個々のケースに関する定性的な研究を蓄積させつつ、近い将来には定量的な分析を行うことが期待される。」と記した。

図1 中国対外投資の地域別割合(ストック, 2018年)



出所:『2018年度中国対外直接投資統計公報』国家統計局など。

図2 中国の対先進国地域直接投資の内訳(2018年, ストック)



出所:『2018年度中国対外直接投資統計公報』国家統計局など。

途上国向け型だといえよう。これに対して中国企業の対先進国地域への直接投資は全体の1割程度で比較的少数ブロックである。したがって、この1割強の対先進国地域の直接投資残高に占める日本向けの割合は、わずか1.4%である(〔図2〕を参照)。

このように、中国の対外直接投資全体に占める対日投資の割合は小さいが、2010年以降、中国の年間対外直接投資総額1000億ドル超という水準を考えると、対日投資の絶対金額は決して小さくない。〔表1〕に示されるように、2018年末にお

表 1 主要先進国 10 カ国における中国の直接投資残高
(2018 年末, 億ドル)

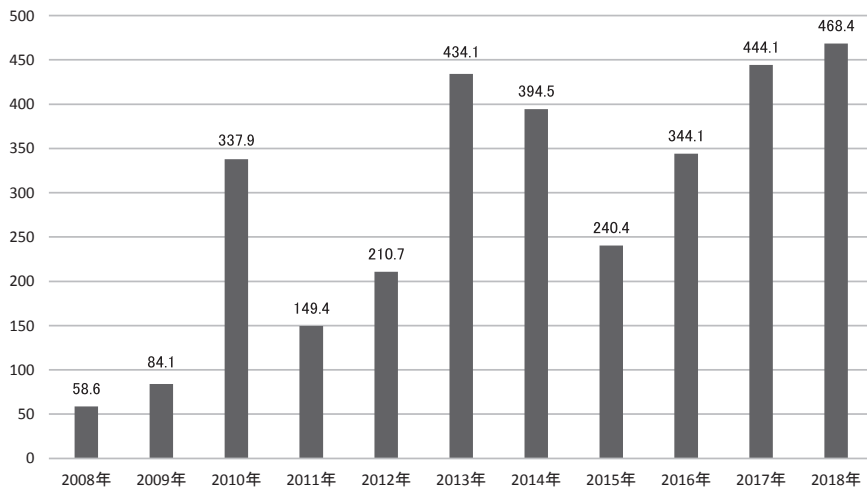
順位	国家	金額
第 1 位	EU	907.4
第 2 位	アメリカ	755.1
第 3 位	オーストラリア	383.8
第 4 位	カナダ	125.2
第 5 位	バミューダ	83.2
第 6 位	スイス	50.0
第 7 位	イスラエル	46.2
第 8 位	日本	34.9
第 9 位	ニュージーランド	25.9
第 10 位	ノルウェー	20.0

出所:『2018 年度中国対外直接投資統計公報』国家統計局など.

ける主要先進国 10 カ国向けの中国の直接投資残高をみると, 対日投資のストック額は, すでに 34.9 億ドル (約 3740 億円) の高水準に達していることがわかる. 一方, 2008~18 年の 10 年間における中国の対日直接投資の流れをみると, 対日直接投資のフロー額は最初の 2 年間に 1 億ドル未満の低水準であったが, 2010 年以降, 1~5 億ドルの間に推移し, とくに最近の数年間, 3 億ドル以上の高水準を維持している ([図 3] を参照). 一方, 日本からみた中国企業の対日直接投資は小さなシェアしか見えない. 日本の準政府機関ジェトロの統計をみると, 2018 年末, 地域別対日直接投資残高の割合に占める中国からの対日直接投資シェアは, 1% しかない ([図 4]). 対日直接投資全体に占める欧州 (約半分) と北米 (2 割強) に比べると, 中国の対日直接投資シェアは, 非常に小さいことがわかる.

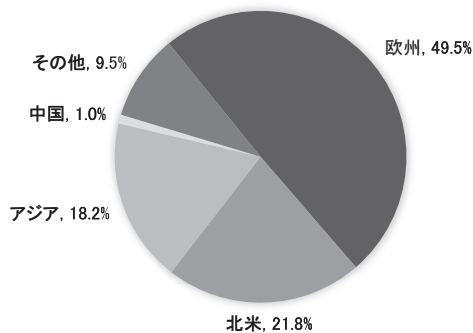
中国の対日直接投資は何故, 遅れているか. これに関連する先行研究が多い. 中川 (2012) は下記の原因を指摘している. まず, 一般的背景として, 日本の直接投資受入額の小ささが挙げられる. 2005~10 年の単年度フロー合計でみて日本の対内直接投資は対外直接投資の 12.6% にすぎない. また, 中国と日本の地理的な近さおよび日本の貿易障壁の小ささ, 中国における諸コストの低さからいって, 中国で生産し, 日本に輸出すればよい, というのも対日直接投資を少なくしている要因といえよう. しかし, それらの一般的な背景だけで説明できない側

図3 2008～18年の中国対日直接投資の推移（フロー，100万ドル）



出所：『2018年度中国対外直接投資統計公報』国家統計局など。

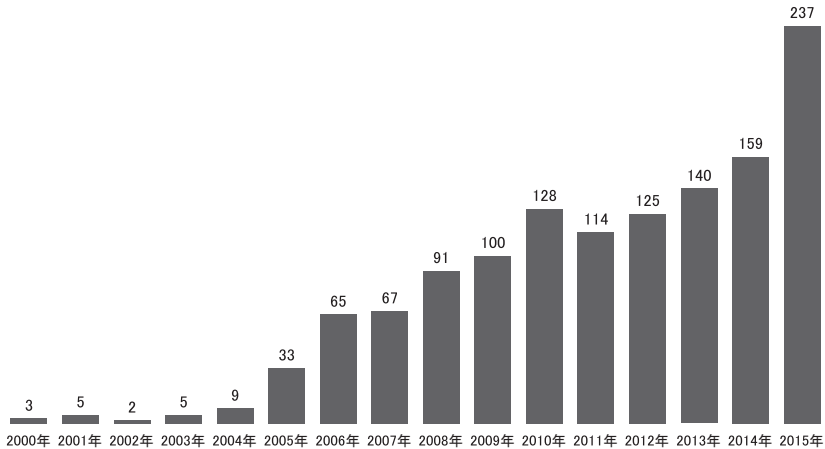
図4 地域別対日直接投資残高の割合（2018年末時点）



出所：『ジェトロ対日投資報告2019』ジェトロ。

面もある。それは中国企業の対日進出の競争優位性の問題である。すなわち、日本企業を上回る「企業特殊優位」が乏しく、かつ、ブランド力の無さにも拘わらず自社ブランド展開をしかけようとしたといった点である（中川（2012），47頁）。

図 5 中国企業による対日 M&A 件数



出所：レコフデータ (<https://www.recof.co.jp/>).

そして、近年、中国の対日直接投資の形態をみると、中国企業による日本企業を対象とした M&A が増加傾向にある。〔図 5〕は、2000～15 年の 15 年間における中国企業の対日 M&A 件数の推移を示したものである³。この図からは、2005 年頃より、中国企業による対日 M&A 件数が徐々に増加していることが分かる。2015 年は、過去最高の 237 件に達した。また、2011 年は、東日本大震災の影響や円高などもあり、前年同期比よりやや減少はしているものの、依然として対日 M&A が大きく減少しているわけではない。対日 M&A 件数の増加の背景には、この間における中国経済の目覚ましい拡大・発展と中国企業の成長があるのはあらためていうまでもない。中国企業の海外投資や多国籍化は、国策上も「走出去」⁴

³ 残念ながら、中国企業の対日 M&A 投資に関する詳細なオフィシャル統計データは、中国にも日本も存在していない。このため、先行研究における中国企業の対日 M&A をめぐる数字はかなりバラツキがある。本稿では、民間機関のデータおよび各種の報道から集めた情報を使って資料を作成した。

⁴ 改革開放期以降、中国の開放政策の基本は外資を誘致すること（引進來）であった。しかし、2000 年以降、中国企業が海外に進出する「走出去」（世界市場へ進出）が国家戦

戦略として推し進められている。他方で、日本経済は低成長・停滞状態が長く続き、多くの日本企業が事業面・財務面のリストラチャリングを余儀なくされてきた。有力企業・上場企業の中にも、業績低迷により経営再建や倒産処理に追い込まれる企業が増え、投資ファンド等の財務支援によって事業継続を図るケースも増加した。日本企業は、これまで中国企業のみならず外国企業による M&A には非常に消極的であったが、財務面・資本面の必要に差し迫られ、中国企業の M&A に対する抵抗も薄らぎつつある。そして、2000 年以降から現在までの中国企業による主な対日 M&A 案件は、〔表 2〕にまとめている。

これまでの中国企業による対日 M&A は、初期段階では製造業向けの案件が多かった。多くの場合、経営不振に陥った中堅・中小の製造業企業を M&A で傘下に収めるのは典型的な中国企業の対日 M&A 投資パターンである。M&A による投資を行った企業の業績は、日本市場の開拓による売上増や日本での雇用の増加の例がある一方、当初の目論見どおりではない例など、さまざまである。例えば、2004 年に買収された工作機械メーカーの池貝は、2005 年度と 2009 年度を比べると売上高は約 1.2 倍増、純資産は約 1.4 倍増と増え、純利益は 2008 年度比 50% 増と堅調であった。また、製造業企業のパイオニアとなった印刷機械メーカーのアキヤマ印刷製造は、従業員規模を拡大するなど、買収後の業績は良好である。そして、近年の対日 M&A 投資は小売業やサービス業など非製造業分野に広がっている。たとえば、中国の家電量販店の蘇寧電器は家電量販チェーンのラオックスを

略として推進されている。中国が急激に「走出去」政策を推し進めている目的として、次の 3 つがあげられる。1 つめは中国国内の膨大なエネルギー消費への対策である。中国政府は、逼迫するエネルギー問題の解決のために、アフリカやブラジルなどに積極的に進出し、天然資源の確保を着実に進めようとしている。2 つめは、中国企業が海外市場を開拓し、グローバル企業化を目指す動きである。今までの「安い中国製品」というイメージを払拭し、国際市場でブランド力や技術力を獲得しようと努めている。3 つめは、中国からの輸出急増による貿易摩擦の回避である。対外投資による現地生産や迂回輸出をすることで、欧米で問題となっている貿易摩擦の回避をはかるようとしている。このように、中国はこれまでの「引進來」から「走出去」に主軸を移す政策転換をダイナミックにスピーディーに進めている。と同時に、これまで外資に飲み込まれていた中国を保護しようとする動きも顕著となってきた。

表 2 中国企業による対日 M&A 主要案件 (2001~15 年)

M&A 発生年	買収企業	被買収日本企業	中国企業属性
2002 年	上海電気集団	アキヤマ印刷機製造	国有企業
2003 年	東亜製薬	三九企業集団	国有企業
2004 年	上海電気集団	池貝 (工作機械)	国有企業
2006 年	尚徳太陽能電力	MSK (太陽電池部材)	民営企業
2008 年	中国動向集団	フェニックス (スポーツウエア)	民営企業
2009 年	北京泰徳製薬	LTT バイオフィーマ (製薬)	民営企業
2009 年	蘇寧電器	ラオックス (家電量販)	民営企業
2009 年	寧波韻昇	日興電機工業 (自動車部品)	民営企業
2009 年	IAG	ラックスマン (音響機器)	民営企業
2010 年	マーライオン	本間ゴルフ (ゴルフ用品販売)	民営企業
2010 年	BYD	オギハラ	民営企業
2010 年	中信集団	東山フィルム (化学)	国有企業
2010 年	如意科技	レナウン (アパレル)	民営企業
2011 年	海爾集団	三洋電機	集団企業
2011 年	レノボ	NEC パーソナルプロダクツ	集団企業
2011 年	蘇寧電器	ベスト電器	民営企業
2013 年	百度	プップイン	民営企業
2014 年	復星グループ	品川シーサイドパークタワー	民営企業
2014 年	TCL 集団	三洋電機 (メキシコ TV 工場)	民営企業
2015 年	長虹集団	三洋電機 (テレビ事業)	国有企業
2016 年	緑地集団	千葉ポートスクエア	民営企業
2016 年	美的集団	東芝ライフスタイル	民営企業
2016 年	創維集団	東芝のインドネシア TV 工場	民営企業
2017 年	レノボ	富士通クライアントコンピューティング	集団企業
2017 年	GSR キャピタル	NEC エナジーデバイス	民営企業
2017 年	均勝電子	タカタ	民営企業
2018 年	海信集団	東芝のテレビ事業	国有企業

出所: 各種の報道に基づいて筆者による整理作成。

買収した (2009 年 9 月)。出資形態は蘇寧電器集団の 100% 出資の投資会社である香港蘇寧電器がケイマン諸島に設立した 100% 子会社からの出資である。買収の狙いとして、① 日本の家電量販店の経営方法を学び、中国本土での市場経営を革新する。② 両社共同のプラットフォームを形成し双方で不足する領域の互助関

係を構築する。③ 人材交流による国際的な人材育成を行う、ことが挙げられる⁵。そして、対日 M&A 投資の中国企業の所有制関係をみると、国有、民営、集団など多種多様な中国企業は対日 M&A に関わっていることがわかる。しかし、2017 年以降には、中国政府によって国内企業に対して対外 M&A の引き締めが行われた。近年、対日 M&A 投資では、民営企業がますます重要な役割を果たしている。

3 中国企業による対日 M&A 投資効果の検証焦点と分析枠組み

途上国の企業による対外直接投資に関しては、理論的にも実証的にも不明な点が多お多い。その 1 つは、対先進国へ進出する途上国企業の投資動機である。中国のような途上国の企業による先進国市場への直接投資を行う行動自体は、伝統理論が説明しきれない。広く知られているように、ハイマー以来の対外直接投資理論は、企業の独占的競争優位に注目し、その競争優位が対外直接投資を行える根拠として主張している (Hymer, 1976)。しかしながら、この競争優位の伝統理論は中国企業による先進国への直接投資行動・動機を説明することが困難である。なぜなら、先進国へ投資する中国企業は先進国企業に比べて優れた競争優位をほとんど持っていないとされるからである。

では、中国企業は何故、先進国へ投資するか。この疑問に強い関心を持つ学者は中国にもいる。呉 (2007) は、興味深い仮説を提起している⁶。呉 (2007) によれば、中国企業による対先進国直接投資の動機は、短期的利益の追求というものよりもむしろ、明確な戦略的なものへの追求である、という。したがって、この明確な戦略的動機は何であろうか。「それは戦略型資産 (strategic assets) の獲得とグローバルな競争基盤の獲得ほかない」と、呉 (2007) が指摘している。実際、これまで、「戦略型資産」という概念がすでに存在していた。Dunning (1998) によれば、多国籍企業の対外直接投資に関わる「資産」が 2 種類に分かれる。1 つ

⁵ これに関する情報は、増田 (2010) の記述を参照・引用した。

⁶ 呉先明 (2007) 「中国企業対発達国家的逆向投資：創造性資産的分析視角」(中国語)『経済理論と経済管理』2007 年 10 月版 (武漢大学経済与管理学院)。

めは「自然型資産」(natural assets)と呼ばれるものである。このタイプの資産は、自然と関わる天然資源を象徴するもの(自然資源、土地、鉱山、不動産など)と、訓練されていない労働力を含む。2つめは、「戦略型資産」(strategic assets)⁷である。戦略型資産は、自然資源に基づいて人間の持続的努力によって作られた知的資産であると同時に企業の競争優位の源泉でもある。さらに、戦略型資産は有形的なものと同様に無形的なものに分けられる。有形戦略型資産は、物質的資産(設計図、生産設備、生産指示書など)と財力的資産(企業の債権、資金など)を指す。これに対して無形戦略型資産は、専有技術、ブランド、商標、組織能力、販路、制度などを指す。いいかえれば、無形的戦略型資産は一般的にヒト、所有権、制度および特殊な能力に関わる知識、ノウハウ、学習能力、経験および組織能力である。いうまでもなく、戦略型資産は「知識」という共通点を持つ。しかも戦略型資産は、企業がグローバル競争に勝ち抜けるかどうかを決める最も重要な源泉でもある(苑, 2017)。

上記の戦略型資産獲得を目的とする対外直接投資に関する経営学分野の研究では、これを「経営資源獲得型の対外直接投資」と呼ぶことが多い。劉(2018)は、近年の中国企業による海外進出について、経営資源を獲得するための対外直接投資の増加傾向は強まっていると指摘したうえで、先進国・地域向け対外直接投資の急増とそのシェアの拡大は2010年以降の際立った特徴の1つである。経営資源は、①金銭的資源、②物的資源、③人的資源、④情動的資源からなる。①～③はそれぞれモノ、カネ、ヒトでその構成内容を説明できるが、④に関しては、情報そのものだけでなく、技術、経営ノウハウ、ブランドなど目に見えないものを含めるものとして、ますますその重要性を増している。とりわけ、2001年のWTO加盟を境目に、経営資源、特に情動的資源の獲得をターゲットにした中国企業の対先進国直接投資事例は多く、人材や人材に具現化された経営ノウハウと並んで、ハイテク、ブランド力などがねらい目であった。海外市場へのダイレクト・アクセスをねらう先進国企業対外直接投資の主流とは異なっているが、中国

⁷ 戦略型資産は創造型資産(created assets)もしくは増大型資産とも呼ばれるが、本稿では、これを統一して戦略型資産と呼ぶ。

企業にとってみれば、熾烈なグローバル競争を迫られる反面、厳しい経営資源不足に直面せねばならない。経営資源獲得を主眼に据えた対外直接投資の展開はグローバル競争の中で生き残りをかけた当然の選択である。

上記のように、経営学分野における「経営資源」の概念と国際経済学もしくは直接投資理論のなかでの「戦略型資産」という概念の中身はかなり類似している。しかし、経営資源もしくは戦略型資産は、必ずしも市場取引によって獲得することができるものではない。たとえ市場取引を通じて獲得することができるとしても、その取得の広義のコストはきわめて高い。なぜなら、ほとんどの戦略型資産は非市場取引的な性格——暗黙性、不明確さ、曖昧さ、無形など——を持つので、取引経路による取得は難しいからである。結局、戦略型資産を効率的に獲得するポイントは、「ヒトを中心とする」もの（獲得する側と受け入れる側の人的接触、人的コミュニケーション、技術指導など）である。一般的に言えば、技術者の転職や創業によって生まれる技術資産の外部移転、いわばスピルオーバー効果は戦略型資産の企業間移転のチャンネルの1つだと考えられるが、これによって戦略型資産をフルセットで別の企業に移転することは困難であり、外部性の限界もある。戦略型資産を最も効率的に獲得する方法は、組織化されたチャンネルを経由するものだと考えられる。いいかえれば、企業が戦略型資産の所在地（国）に自社の組織を設置することは、戦略型資産を効率的に吸収する方法である（苑，2017）。つまり、外国に子会社を設立したり外国に既存した企業を丸ごと買収（M&A）したりすることは、戦略型資産を獲得するショートカットである。この点について、中国企業の海外進出を検証した経営学の先行研究も同様の認識を示している。「中国企業の経営資源獲得型対外直接投資パターンは、主として① M&Aによる経営資源獲得型、② R& 拠点設置による戦略経営資源獲得型、③ 戦略提携による特定経営資源獲得型からなる。上記の①が中国企業の経営資源獲得型対外直接投資の中心を形成されている」（劉，2018，22頁）。

一般的に言えば、途上国もしくは新興国から先進国への海外進出は、「グリーンフィールド型直接投資」、つまり、一からの海外拠点構築が比較的困難である。なぜなら、新興国の多国籍企業は先進国市場における海外事業運営に関わるノウハウ、経験、人的資本の供給などが不足するためである。その結果、新興国の多国

籍企業は資本参加や M&A の形態をとることが多い。中国に限定されない、一般的な対外 M&A の目的に関する先行研究は数多く存在する。それによると、対外 M&A の主要な目的の 1 つは、新しい市場に進出することである (UNCTAD, 2000)。外国企業が新しい市場を開拓するのは、ビジネス環境や制度の違いなどから費用と時間がかかるため、対外 M&A は市場開拓の効率的な手段となる。企業の買収によって、地元の販売網へのアクセスも容易になる。また、対外 M&A によって販売市場を地理的に多様化すれば、経営上及び金融的なリスクを軽減することができる。対外 M&A の主要な目的の 1 つは技術・知識をはじめとする「戦略型資産」の獲得であるために、特に研究開発への影響を取り上げた研究もある。理論的には、対外 M&A が研究開発活動に及ぼす効果ははっきりしない。一方では、対外 M&A による技術の獲得によって研究開発の生産性が向上し、研究開発活動がより活発となる可能性がある (乾・枝村・譚・戸堂・羽田, 2013)。さらに、M&A の場合には、海外の親企業から優れた経営資源が移転され、被買収企業の生産性を高めると考えられる。このように、標準的な国際経済学に従えば、中国企業による対日 M&A 投資はシナジー効果ももたらす可能性が高い (深尾・権・滝澤, 2006)

関 (2010) は、ほぼ同様の視点で中国企業による対日 M&A の現象を説明している。関によると、M&A は、「垂直統合型」と「水平統合型」という 2 つのタイプに大別できる。垂直統合型とは、たとえば研究開発型企業と生産企業が提携してモノづくりをし、さらに販売企業との提携を行い、商品を流通させるといったサプライチェーンを構築するものである。もう一方の水平統合型は、同じ分野の企業同士が提携することによって、マーケットシェアをさらに拡大させるものである。日中両国が補完関係にあることを反映して、中国企業による日本企業の M&A は「垂直統合型」が主流となっている。ここでいう日中間の補完関係とは、中国の強い分野において日本が弱く、逆に日本の強い分野において、中国が弱いことを意味する。これはサプライチェーンに沿って確認することができる。スマイル・カーブと呼ばれる 1 つの典型的なパターンでは、研究開発と技術やキーパーツの生産などの川上の工程では付加価値が高く、真中の製造工程は組み立てが中心で付加価値が低く、さらにブランド・販売やアフター・サービスといった川下

の工程は付加価値が再び高くなる。今のところ、中国の強みはその真中、すなわち付加価値が最も低い組み立ての部分に限られ、日本など、先進国は両端をしっかりと押さえている。企業にとって、自社の足りない経営資源を補完する目的で、M&A などを通じて自社以外の外部との連携等を図っていくことが、新分野進出をスピーディーに実現するための効果的な手段となる。これまで、多くの日本企業はこのような補完関係を活かして中国に進出してきたが、ここに来て、力を付けた一部の中国企業は、自ら日本に進出することを通じて、サプライチェーンの強化に乗り出したのである。自分の不得意な分野に進出するため、グリーンフィールドよりも、現存の企業の合併と買収という手段が広く使われている。

以上の議論は、近年の中国企業による対日直接投資に関する動機（＝戦略型資産の獲得）と獲得手段（＝M&A）をわかりやすく説明しているが、ここでは、1つの疑問も生じる。既述のように、M&A 形式によって獲得された海外企業の戦略型資産には、無形戦略型資産（専有技術、ブランド、商標、組織能力、販路、制度）が含まれるが、合併・買収成立後、これらの資産もしくは資源は買収された企業内に無条件にとどまるわけがない。とりわけ、ヒトに体化される専有技術やノウハウなどは、ヒトの移動（転職、辞職など）によって企業から消えてしまう。これについては、組織科学分野から多くの視点を提供している。その1つはPMIという概念である。

PMIとは、Post merger integration（ポスト・マージャー・インテグレーション）の略で、M&A 成立後の統合プロセスのことである。新しい組織体制の下で当初企図した経営統合によるシナジーを具現化するために、企業価値の向上と長期的成長を支えるマネジメントのしくみを構築、推進するプロセスの全体を指す。M&A が企業活動にもたらす成果の度合いは、このPMIの巧拙によって決まるといわれる。一般論的にいえば、M&Aの成否は、PMIによって大きく左右される。中でも、特に国際間M&Aの統合がさらに難しく失敗する確率が大きいとされる。国際間PMIに関する経営学的研究では、主に文化的な側面に焦点が当てられてきた。もともとPMIでは、手続き面での統合や、設備など物理的な統合に加えて、経営的、社会文化的統合の必要性が指摘されている。とりわけ、国際的なPMIの場合、さらに組織文化の違いに重なる形で国の文化の違いを検討す

る必要がある(相山・龔, 2012)。そのため、国際間 M&A に関連する PMI の経営学分野の問題関心は、3つの統合——① 人・企業文化の統合、② 業務統合、③ システム・インフラの統合——に注目することが多い⁸。

本稿は、中国企業による対日 M&A 投資とこれに関連する PMI を経営学・組織科学の視点をとらず、そのかわりに国際間 M&A に関わる PMI 研究のアイデアを借用して国際経済学の観察視点を再構築する。その枠組みが3本柱によって構成される。それは、(1) 戦略型資産の PMI, (2) グローバル化の PMI, (3) 市場の PMI, の3本柱である。さらに、筆者は独自の評価項目を上記の3つのカテゴリーに組み込み、分析の枠組みを構築する。〔表3〕は、中国企業による対日 M&A 投資の PMI を検証する枠組みの三本柱の項目を示すものである。

まず、「戦略型資産の PMI」は、M&A 投資側の中国企業にとって避けて通れない第1の課題であろう。このカテゴリーには、① 有形戦略型資産の統合と、② 無形戦略型資産の統合の2項目が挙げられている。そもそも買収された日本企業は M&A 完成後にも有形戦略型資産(設計図, 生産設備, 生産指示書, 債権, 資金など)と無形戦略型資産(専有技術, ブランド, 商標, 組織能力, 販路, 制度)を持っている。買収側の中国企業がこれらの戦略型資産を、どのような形で親会社の方針に基づいて統合するかは、その M&A 投資効果に大きな影響を与えると考えられる。たとえば、M&A 完成後、買収された日本企業(中国企業の子会社)の所有する製品設計図や生産設備などの生産手段が中国の親会社に持ち去られ、

⁸ 経営学と組織科学の視点は、この3点をきわめて重視する。まず、PMI において人と企業文化の統合は、M&A の懸念事項である従業員の流出を防ぐためにも必ず実践しなければならない。もともと付き合いがある企業同士の M&A でも、ともに業務を行えば感覚や関係性が変化して、細かな認識や価値観の差が摩擦を起こすこともある。次に、買い手企業も売り手企業も、それぞれの理念や経営戦略、マネージメントフレーム、現場の状況があり、互いに合致させる必要がある。現場レベルから業務のノウハウ、ビジネスの全体的な流れ、従業員の働き方の傾向などを把握し、経営統合に反映させる。第3に、企業のシステムやインフラなどの統合も、PMI で解決すべき課題である。システム、インフラ、人事、経理、総務などは企業の基本的な構成要素で、これらの統合は簡単ではない。それぞれの部署の負担は、M&A を行うと倍増することが予想される。

表3 中国企業による対日 M&A 投資の PMI 検証表

PMI 項目	PMIの有無 (○=有り, ×=無し, △=該当無し)	検証対象
(1) 戦略型資産の PMI	①有形戦略型資産の統合	
	②無形戦略型資産の統合	
(2) グローバル化の PMI	③ローカル参入のための拠点としての統合	
	④グローバル展開のための拠点としての統合	
	⑤子会社経営陣の現地化の有無	
(3) 市場の PMI	⑥日本市場中心への統合	
	⑦中国市場中心への統合	

出所: 筆者作成.

日本の子会社に商品開発機能だけが残された場合、子会社は生産機能を失ってしまう。これによって中国企業の日本子会社は、生産メーカーから開発センターへと大きく変わるであろう。逆の場合もある。つまり、M&A 完成後、中国の親会社は、日本子会社の戦略型資産をフル活用するだけでなく、追加資金を供給したり生産設備を増強したりすることも行う。その結果、子会社は、M&A 以前に比べて新たな生産機能と生産能力を持つようになろう。

次に、「グローバル化の PMI」は、2 番目のカテゴリである。このカテゴリには、3つの項目——③ ローカル参入のための拠点としての統合、④ グローバル展開のための拠点としての統合、⑤ 子会社経営陣の現地化の有無——をチェック・ポイントとして取り入れた。対日 M&A 投資を行った中国企業は、当然ながら日本企業の買収後の役割を戦略的に想定していたはずであろう。つまり、買収した日本企業の将来の役割として、グローバル的な展開拠点か、もしくはローカルの日本市場参入のための拠点か、のいずれかが定められる。それぞれの役割に合わせて生産資源の配置が再調整・統合されると考えられる。そして、このカテゴリには「親一子会社間の経営陣人事統合 (現地化の有無)」という項目もある。この項目は、M&A 完成後に日本子会社のトップ人事の属性 (中国人か、日本人か) に注目するものである。つまり、この項目は中国親会社が人的資源の現地化を追求するかどうかという M&A 効果との関係を観察するために設定したものである。

第3に、「市場の PMI」に対する検証は、主に M&A 完成後の市場選択を中心

に行われる。このカテゴリーには2つの項目——⑥ 日本市場中心への統合、⑦ 中国市場中心への統合——がある。そのチェック・ポイントは、中国企業の在日子会社の市場ターゲットを日本市場に限定させるか、もしくは中国市場に限定させるか、という市場ターゲットの再編にある。一見して⑥ 日本市場中心への統合の項目は、上記の③ ローカル参入のための拠点としての統合に重複するように見えるが、⑥ は、「市場」を重視する項目であるのに対して、③ は「立地」を重視する項目である。

そして、本稿の分析・評価作業は在日中国多国籍企業の選定から始まる。選定された中国企業は、すでに日本企業を買収し、その日本子会社が日本での生産・経営活動を行っているものである。次の作業は、その対象企業の業績をチェックすることである。チェック・ポイントは、日本企業を買収した中国投資企業が M&A 完成後にどのような投資効果（業績、市場シェア、利益など）を示すか、という点である。3番目の作業は、対象企業の各 PMI 項目をチェックすることである。最後の作業は、在日中国多国籍企業の全体パフォーマンスと PMI との関連性を見極めることである。次節では、上記の観察・分析ステップを踏んで中国企業による対日 M&A の効果を評価する。

4 中国企業による対日 M&A 投資効果の検証

4-1 対象企業の選定

本節では中国企業による対日 M&A 投資効果を検証するが、まず、検証対象企業の選定について説明する。既述したように、中国企業による対日 M&A に関する詳細な統計情報は現在、乏しい状況である。とりわけ、オフィシャルの情報が公表されていないため、投資効果の検証はいっそう難しくなる。本稿では、筆者の独自判断に基づいて日本で生産経営活動を行っている中国企業7社を分析対象として選定した。これらの対象企業が先行研究に取り上げられたものが多いため、比較的多くの情報が確保されている。〔表4〕はこの7社の概要であるが、前出の〔表3〕には、この7社の関連情報（M&A 発生年、買収企業、被買収日本企業、中国企業属性など）が記載されている。

表 4 検証対象企業 7 社

1. M&A 完成後、業績好転のケース
美的集団 (家電製造)
海爾集団 (家電製造)
蘇寧電器 (電器流通)
マーライオン (スポーツ用品流通)
2. M&A 完成後、業績横ばいのケース
レノボ (PC 製造・販売)
BYD (自動車部品製造)
3. M&A 完成後、業績悪化のケース
如意科技 (アパレル製造・販売)

出所：筆者作成。

この 7 社が何故、本稿の検証対象として挙げられたか。その理由は、単純である。1 つめは、7 社には中国企業による M&A 投資完成後、異なる効果 (業績の好転、横ばい、悪化) を見せたため、比較分析にとって好都合の企業群である。2 つめは、これまで中国企業の対日 M&A 投資の業種に合致することである。つまり、7 社には製造業と非製造業が含まれている。3 つめは、対日 M&A 投資を行った中国企業の資本所有の特徴 (集団企業もあれば民間企業もある) を反映しているためである。そして、4 つめは、7 社の在日生産活動に関わる情報は確保できたことである。

まず、中国企業による M&A 投資完成後、業績好転の例が非常に多いが、本稿では、その典型的な企業として、4 社 (美的集団、海爾集団、蘇寧電器、マーライオン (中国名：正大平楽)) を取り上げた。そのうち、美的集団による東芝ライフスタイルの買収と蘇寧電器による日本の家電流通業の老舗企業ラオックスの買収が、それぞれの買収時期に日本のマスコミによって大きく取り上げられたと同時に、日本社会にも大きなショックを与えた。これに対して海爾集団とマーライオンによる日本企業の M&A 買収が比較的平穏な形で行われたため、現在でも「アクア」の家電製品や本間ゴルフのスポーツ商品は、「日本企業の製品だ」と認識する消費者が多いとされる。そして、本稿がこの 4 社を成功例として取り上げた理由は、この 4 社がこれまで好業績を維持していることにある。

次に、中国企業による M&A 投資完成後、業績横ばいの企業例として、レノボと BYD の 2 社が挙げられる。レノボは、これまで NEC と富士通のパソコン事業をそれぞれ買収し、日本市場に定着したイメージがあるが、商品の最盛期が過ぎたパソコン事業の業績は現在、横ばいの状態であり、今後、レノボの対日 M&A 投資の成敗を決めるポイントの 1 つである。そして、BYD による対日 M&A は、2010 年に日本の自動車用金型メーカー・オギハラ群馬事業所の買収である。当初、この買収は、日本の産業界に大きな衝撃を与えた。オギハラは、1951 年に鉄工所からスタートし、自動車の金型部品のサプライヤーとして成長を遂げた日本有数の金型企業である。しかし、2009 年、世界的な金融危機で受注が急減したのをきっかけに、タイの財閥企業サミット社の傘下に入ることになった。2010 年、サミット社の方針により、群馬県館林市にある館林工場が BYD に買収されることになった。BYD 側としては、日本で生産された高品質の金型を自社の生産ラインに投入することができる、というメリットがあったという。中国企業は、高い技術力やブランドを持つ日本企業の買収を活発化させており、今後もこうした動きが強まるのではないかと、当時の日本産業界が警戒していた。ただ、現在、BYD の日本子会社は好業績を維持している証拠が少なく、横ばいの状態になったと考えられる。

第 3 に、中国企業による M&A 投資完成後、業績悪化の企業例として如意科技が挙げられた。如意科技グループの中核企業である「山東如意科技集団」は、1972 年に設立され、紡績工場としてスタートした。当時は国営企業であったが、その後、1993 年に民営化した。2010 年、如意科技は、日本のアパレル製造販売の老舗レナウンと資本提携を結び、第三者割当増資により、如意科技の持ち株比率は約 41% となった。その後、2013 年、レナウンは如意科技に対してさらに増資を行い、持ち株比率が約 53% となる。これにより、レナウンは如意科技グループの子会社となった。しかし、M&A 完成後の 10 年間、親会社の如意科技グループは、過度の海外買収を行い野心なグローバル戦略を展開した結果、大きなリスクを招いた。2019 年に米大手格付け会社ムーディーズは、如意科技を「投機的格付け」に格下げした。それを受け、如意科技が本社を置く山東省済寧市系の融資プラットフォームの済寧市城建投資が、26% の株式取得と 20 億元の債務保証を申し入れるなど

し、デフォルトの懸念が浮上しているとされた。この混乱は、日本子会社にも及んだ。2020年初め、レナウンは、定時株主総会で社長人事案が否決された。親会社の如意科技が議案に反対したためである。如意科技には、レナウンを含むグループの事業環境が悪化していることへの焦りがある。M&A完成から10年には経ったが、現在、戦略的な協業は進んでおらず先行きは不透明の状態であるとされる⁹。

以上は本稿が選定した検証対象企業の概要である。次の節では、この7社を中心に本稿の分析枠組みによって検証する。

4-2 中国企業による対日 M&A 投資効果の検証

本節では、中国企業による対日 M&A 完成後、日本子会社への投資効果を PMI 関係項目によって検証する。〔表5〕はその検証内容を示す資料である。

(1) M&A 完成後、業績好転の4社への検証

最初は、M&A投資完成後に日本子会社の業績好転の対象企業を本稿のPMI検証枠組みで評価してみよう。

まず、「戦略型資産のPMI」に関わる「①有形戦略型資産の統合」と、「②無形戦略型資産の統合」の2項目は、対象企業4社ともM&A完成後に統合が行われた。具体的にみれば、親一子会社間の有形戦略型資産にあたる設計図、生産設備などの目に見えるモノが4社の中国親会社によって接収され、生産的に再利用されることになった。これに対して親一子会社間の無形戦略型資産の統合について、対象企業4社には共通点が見られる。それは買収後、親一子会社間による共有である。美的集団と子会社の東芝ライフスタイルは典型的なものである。東芝が、赤字が続いていた白物家電子会社の東芝ライフスタイルを美的集団に売却したのは2016年6月末であった。美的集団の子会社になった東芝ライフスタイルは売却後の危機を乗り越えて新製品の開発やコスト削減に取り組み、2年後の2018年は黒字化にこぎつけた。「東芝」ブランドと美的集団の販売網を組み合わせ、さ

⁹ 詳しくは『日本経済新聞』2020年3月27日の記事「レナウン、総会で社長再任否決、中国の親会社が反対」を参照されたい。

表 5 対象企業の PMI 項目の検証

PMI 項目	投資した中国企業（親会社）	美的集団	海爾集団	蘇寧電器	マーズライオン	レノボ	BYD	如意科技
(1) 戦略型資産の PMI	買収された日本企業（子会社）	東芝 家電事業	三洋電機	ラオックス	本間ゴルフ	富士通PC	オギハラ	レナウン
	①有形戦略型資産の統合	○	○	○	○	○	○	○
	②無形戦略型資産の統合	○	○	○	○	○	○	○
(2) グローバル化の PMI	③ローカル参入のための拠点としての統合	×	×	○	×	○	×	○
	④グローバル展開のための拠点としての統合	○	○	×	○	○	×	○
	⑤子会社経営陣の現地化の有無	○	○	×	×	○	○	○
(3) 市場の PMI	⑥日本市場中心への統合	△	×	○	×	△	×	○
	⑦中国市場中心への統合	△	△	○	○	△	○	○

出所：筆者作成。
 説明：PMI 統合項目の有無、○＝有り、×＝無し、△＝該当無し。

らなる成長軌道に乗り上げた¹⁰。東芝ライフスタイルの速やかな業績好転（黒字化と売上げ成長）の要因はいくつかある。1つは、親会社の販路の強さである。かつての東芝時代には、中国市場向けには最大でも年間100万台の冷蔵庫を生産していたにすぎなかったが、現在、美的集団では年間2500万台の冷蔵庫を中国市場向けに生産している。親会社の圧倒的な調達力と販売網が強みになり、これが冷蔵庫以外のさまざまな製品で生かされている¹¹。

そして、2011年、海爾集団による三洋電機の買収後、親会社において三洋電機の白物家電事業は再編・統合が進んだ。具体的にいえば、親会社の海爾集団は、三洋電機における冷蔵庫事業と洗濯機事業を統合し、元々は会社の一部門であった研究・開発部門を切り離して1つの子会社として管理する、という再編・統合であった。さらに、三洋電機が日本、インドネシア、マレーシア、フィリピン、ベトナムに持つ洗濯機、冷蔵庫の関連子会社9社、従業員約2300人を海爾集団に移籍した。統合後の日本子会社「Haier」と「アクア」は、2ブランド合わせて日本市場シェア5位に躍進した。うち、洗濯機のシェアは日立とパナソニックに次ぐ3位、冷蔵庫はパナソニック、シャープ、三菱に次ぐ4位であった¹²。日本の子会社の業績好転の最も重要な理由は、親会社と子会社間の無形戦略型資産のPMI統合である。2016年に統合された日本子会社「アクア」は、海爾集団が三洋電機から買収したハイエンド白物家電のブランドでもある。このプロジェクトを通じ、海爾集団は、研究開発センター1カ所、生産工場4カ所、5カ国での販売ルート、1200件を超える特許、50件を超える商標、3000人以上の従業員を手中に収めた。この無形戦略型資産は、買収後の子会社業績好転につながったと考えられる。

ラオックスはもう1つの好例である。2009年、中国の親会社蘇寧電器がラオッ

¹⁰ 『朝日新聞』デジタル版 (<https://www.asahi.com/articles/photo/AS20191015003230.html>)、「中国企業が買収の東芝「白物」、意識変化で急成長」2019年10月17日。

¹¹ 「ASCII ビジネス」「東芝の白物家電が2年で黒字に 中国企業の強み生かし拡大」(<https://ascii.jp/elem/000/001/819/1819991/>)

¹² サーチナ「日本市場シェア5位に、ハイアールが三洋買収で即座に成果を出した理由」(<https://search.yahoo.co.jp/>)

クスを買収した段階で、ラオックスはすでに9年間も赤字が続いており、上場企業とはいえ、従業員は94人まで減り、破産の一步前であった。蘇寧電器の傘下に入ってから10年目の2019年のラオックスは、3000人余の社員を抱え、販売規模は20倍まで増大し、日本国内でも多くの人に知られる老舗復活の象徴ともいえる存在に成長した。その原因は、やはり無形戦略型資産のPMIの成功である。日本の複雑な電気製品流通産業の鍵は、販路であるといわれる。親会社は、買収後のラオックスの流通経路と販路を再編した。とりわけ、日本国内消費者を中心とした買収前の販路方針を大きく変え、国内より海外に関わる販路を最優先した。ラオックスを買収した後、親会社はラオックスが持っていた販路を十分に生かしたうえで、免税サービスを中心とする統合を行い、インバウンド消費者を取り込んで事業を成功の道に乗り上げさせた。「買収から10年、今やラオックスには毎年300万人近い中国人観光客が訪れ、日本最大規模の総合免税企業となった。ラオックスは現在、日本国内に42店舗を構えており、その消費者のうち90%は世界各国からの訪日旅行者だという」¹³。

次に、「グローバル化のPMI」検証項目の一番目の「③ ローカル参入のための拠点としての統合」の有無について、蘇寧電器だけは「有り」の評価である。実際、ラオックスの親会社蘇寧電器は、中国市場においてライバル企業「国美」と並んで家電流通業の2つの雄であるが、その弱点は、グローバル展開に弱いことである。アメリカ家電大手企業のベストバイやコストコなどには比べれば、蘇寧電器は世界的に知られていない企業である。蘇寧電器にとって、日本に拠点を築ければ、将来、グローバル展開の可能性があると考えた。この方針は、ラオックス買収に至った。上記のように、親会社はラオックスが持っていた販路を十分に生かしたうえで、免税サービスを中心とする統合を行う際に、親会社から有能な最高経営責任者を派遣しPMIに直接携えた。これに対して、成功したその他の3社は、この項目の統合にあたらぬ。逆に3社はともに「④ グローバル展開のための拠点としての統合」を重点として行っていた。その典型例は、本間ゴルフ

¹³ 「10年前に世間を騒がせた中国企業による日本企業買収、今や販売規模は20倍に」2019年4月24日、「エキサイト」(https://www.excite.co.jp/news/article/Recordchina_20190424010/)

への買収後のPMIである。名門クラブメーカーとして本間ゴルフが一世を風靡したのは1980年代である。当時はドライバーなどウッドクラブのヘッド素材は反発力のある「パーシモン(柿の木)」が最良とされていた。ただしその加工工程で丁寧にオイルをしみ込ませるなど手間暇がかかり、大量生産には不向きな素材でもあった。それだけに「パーシモンのHONMA」といわれた本間ゴルフのウッドクラブは、リッチで腕に覚えのあるゴルファーのアイコンであった。しかし、1990年代になるとウッドクラブの素材はパーシモンからメタルやカーボンへと急速に変わっていったにもかかわらず、この素材革命に本間ゴルフは完全に乗り遅れてしまった。成功体験が変化に対する硬直化を招いた典型的な例であるが、本間ゴルフの不運は「素材革命」がバブル崩壊と重なってしまったことである。バブル景気に乗って始めたゴルフ場経営が、バブルの崩壊によってあつという間に頓挫し、資金繰りに窮して2006年に経営破綻してしまった。本間ゴルフは民事再生手続きを経て、日興コーディアル証券系列のベンチャーキャピタル、日興アントファクトリーの傘下となり、創業一族は一掃され、同社から経営者が送り込まれた。しかし、買収後、本間ゴルフはファンド出身の社長が3代続き、それなりの経営努力はなされたが、はかばかしい成果はなかった。転機は2009年である。当時、中国民間企業家の共同出資する持ち株会社マーライオンは、本間ゴルフを買収することになった。買収の背景には、日本のゴルフ市場の縮小と海外、とくに中国のゴルフ市場の拡大という市場構造の変化がある。その結果、中国資本傘下に入った本間ゴルフは最初から日本市場にでなく世界市場にその照準を合わせた。「本間はゴルフ界のエルメス」というマーケット・イメージに基づいて買収後のPMIが行われた。つまり、親会社は、日本のモノづくりの実力と広大な海外市場を合体させ、企業・市場戦略を再編した。ジャスダック上場廃止から11年後の2016年、本間ゴルフは、香港市場で上場を果たしただけでなく、2018年1月に、伊藤忠商事が本間ゴルフにも出資することになり、現在の世界ゴルフ市場における高品質のブランドとなった¹⁴。そして、「中国親会社のグローバル化戦

¹⁴ 「復活」本間ゴルフ、劉流 M&A 経営の巧みさ」2018年11月22日、「日系ビジネス」(<https://business.nikkei.com/atcl/opinion/16/122700034/111300011/>)。

略との PMI」検証項目の 3 番目の「子会社経営陣の現地化の有無」については、美的集団と海爾集団に「有り」の評価に対して、蘇寧電器とマーライオンに「無し」が確認された。つまり、M&A 完成後、親会社から最高経営責任者を派遣するか否かは、その後の成功とは関係が見られない。子会社の東芝家電事業と三洋電機の社長は日本人であるのに対して、ラオックスと本間ゴルフの場合、親会社から派遣された社長であるが、4 社はともに業績好転の結果となった事実から考えると、子会社の経営陣の現地化は、業績好転と関係があるという裏付け材料がない。

第 3 に、「市場の PMI」に対する検証項目の「⑥ 日本市場中心への統合」にあたる企業は、ラオックスだけである。これについて、親会社蘇寧電器は、ラオックスを子会社にした時点でも「日本市場照準」の方針を明確に打ち出し、現在もそれを堅持しているとされる。そのほかの 3 社は、「無し」（海爾集団、本間ゴルフ）か「該当無し（美的集団）」との検証結果である。一方、2 番目の項目「⑦ 中国市場中心への統合」の有無について、ラオックスと本間ゴルフは明らかに「有り」の評価である。そのうち、ラオックスは典型的なケースである。「ラオックスには毎年 300 万人近い中国人観光客が訪れる。2018 年に日本を訪れた旅行客の数は 800 万人を超え、その中でも最大の客層は中国人だった」¹⁵。この対して東芝ライフスタイルと三洋電機は「該当無し」の結果である。

(2) M&A 完成後、業績横ばいの 2 社への検証

まず、「戦略型資産の PMI」に関わる「① 有形戦略型資産の統合」と、「② 無形戦略型資産の統合」の 2 項目は、レノボと BYD の 2 社はともに M&A 完成後の PMI 統合があった。レノボの場合は、2005 年に IBM のパソコン事業を買収した後、2011 年には NEC のパソコン事業をも傘下に収めた。富士通のパソコン事業（富士通クライアントコンピューティング）の買収はその 6 年後の 2017 年である。レノボによる子会社の有形・無形戦略型資産 PMI は次の通りである。つまり、富士通クライアントコンピューティングは、社名を継続して使用する。富

¹⁵ 前出、注 13.

士通ブランドのパソコンの開発、生産を継続し、現在の製品ポートフォリオを維持する。また、神奈川県の開発部門や、鳥根県の富士通の製造体制を維持する。富士通傘下の福島県の富士通アイソテックでは、富士通ブランドのデスクトップ・パソコンを生産しているが、これは、富士通クライアントコンピューティングから同社に委託する形でデスクトップ・パソコンの生産を継続することになる。ところが、この買収後、子会社の富士通パソコン事業は、顕著な業績好転と大きな落ち込みを示さずに横ばいの状態を維持している。その原因の 1 つは、NEC と富士通のパソコン事業の買収後に現れた 2 つの子会社の戦略型資産の PMI であるとされる。そもそも、NEC と富士通は、国内パソコン市場でトップシェアを争ってきたブランドであった。国内向け付加価値モデルを中心に、フルラインナップ戦略を推進する両社は、商品ラインナップに重なる部分が多く、真っ向から競合する製品が多い。補完関係がないどころか、むしろ激しい競合関係にある両社のラインナップを、今後、どう整合性を取っていくのがレノボの今後の成敗を決めるポイントである¹⁶。そして、2 社目の中国の自動車メーカー BYD が、日本の金型大手オギハラの群馬事業所を買収するのが 2010 年である。買収後の PMI 内容は、明らかになっていない部分が多いが、次の内容は確認された。つまり、親会社 BYD は、オギハラ群馬事業所の土地と建物、設備や従業員約 80 人を引き継いだ。さらに、BYD は群馬事業所で生産する自動車ドアやフェンダーなどの金型を親会社に持ち込み、生産ラインで活用することになった。子会社から日本人技術者は、親会社へ赴き、中国人社員への技術継承を図り、国際的な競争力を高める役割を果たしている。ただ、買収後に親会社が行った PMI は、不明な点が多く、現在、日本子会社のパフォーマンスも顕著な業績を示す根拠がない。

次に、「グローバル化の PMI」検証の 2 項目「③ ローカル参入のための拠点としての統合」と「④ グローバル展開のための拠点としての統合」について、2 社は明確に分かれている。レノボは「有り」であるのに対して、BYD は「無し」の評価である。レノボによる富士通パソコン事業買収後、最高経営責任者のヤン氏

¹⁶ 「レノボ傘下で生じた富士通 PC 事業の疑問と 2020 年以降の課題」2017 年 11 月 07 日、『ASCCI』、(<https://ascii.jp/elem/000/001/582/1582405/>) による。

の統合方針説明には、富士通クライアントコンピューティングを日本と海外の両方への生産拠点として組み込もうとする PMI 方針が示された。「いまやレノボの事業はパソコンの枠を超え、データセンター事業やモバイル事業を次の成長エンジンと位置づけているほか、AI (人工知能) などの新たな技術にも投資をしている。だがパソコンは我々のビジネスの原点であり、コアである。2005 年に IBM のパソコン事業を継承してから、多くのジョイントベンチャーの取り組みによって成功してきた。今回の M&A は、世界で 3 番目のパソコン市場である日本において、富士通という信頼されるブランドとの提携となる。さらに、レノボの規模と効率性を、富士通の成長にも生かすことができるだけでなく、レノボにとってもシナジーが期待できる。富士通は欧州を中心に、グローバルでの実績を持ち、パソコンだけでなくサービス面でも協力できる」¹⁷。つまり、買収後の富士通クライアントコンピューティングは、日本 (ローカル) と世界 (グローバル) に同時に供給する拠点として築こうとした。これに対して BYD によるオギハラ金型事業買収以降、親会社側は明確なグローバル戦略をほとんど示していない。この姿勢は現在に至る。結局、その評価は「無し」である。そして、「グローバル化の PMI」検証項目の 3 番目の「子会社経営陣の現地化の有無」については、横ばいの 2 社はともに「有り」の評価である。両社とも最高経営責任者に日本人を起用したが、この人事現地化方針は M&A の投資効果と直接的な因果関係を示す根拠がない。

第 3 に、「市場の PMI」に対する検証 2 項目の「⑥ 日本市場中心への統合」と「⑦ 中国市場中心への統合」について、上記のように、レノボは明確せずに「中間路線」を採用しているため、「該当無し」の評価となっている。つまり、親会社のレノボは富士通パソコン事業買収を通じ、世界 1 位 (中国) と 3 位 (日本) のパソコン市場をともにとろうとする姿勢である。一方、BYD の PMI 方針ははっきり示している。まず、買収後のオギハラの群馬事業所は、日本市場でなく中国市場へ供給する拠点として最初から示した。その理由は日本市場の地盤沈下と中国市場の拡大にある。近年は、CAD/CAM 等のデジタル技術の高度化に伴う熟練技術の存在感の低下や、韓国・中国等の新興国の金型メーカーの技術レベルの向

¹⁷ 前出、注 16.

上、過剰な生産能力に伴う価格競争の激化などにより、市場環境は年々厳しい状況にあり、日本国内メーカー同士の競合による疲弊感もあった。さらにリーマンショック以降、国内外自動車メーカーの設備投資も大きく減退した結果、日本国内の金型メーカーの経営環境はさらに悪化する方向にあった。一方、中国の金型市場は世界全体の3分の1を占める。中国の金型業界が日本はおろか世界を席卷するまでに急成長を遂げたのは、中国が自動車だけを見ても年3,000万台前後を生産販売するという世界最大の市場、工場になったことが背景にある。このような市場構造変化の下でBYDは今後、中国市場を中心とする事業統合するようになったと考えられる。

(3) M&A 完成後、業績悪化の1社への検証

本節の最後の検証対象は、中国企業によるM&A完成後に業績悪化のケースである。PMI検証前には中国親会社如意科技によるレナウン買収とその買収後の業績悪化の経緯を説明する。

レナウンは明治時代に創業し東証1部に上場した日本アパレル産業を代表する老舗企業である。1990年代まではアパレル業界で世界最大の売上高を誇っていた。傘下にはイギリスのアクアスキュータムをはじめとする多くのブランドを抱えていた。要するに、戦後からの数十年間にレナウンは日本のアパレル産業に君臨し、ワールドなどに次ぐ日本の大手アパレル3位グループの一角を占めていた。しかし、2000年代に入り、ファストファッション全盛期をむかえたアパレル業界では、製造小売(SPA)の台頭などにより、古くからあるアパレル企業はそろって苦戦を強いられているとあってよい。レナウンも例外ではなく、ブランド売却など大幅リストラしていたが、2010年に膨大な経営赤字を計上した。結局、レナウンは中国の繊維大手企業の如意科技を引受先とする第三者割当増資を実施し、同社の傘下に入った。しかし、レナウンは2010年に如意科技によって買収され、その後、子会社になったが、M&A当初見込んでいた相乗効果を出せず、主力販路である百貨店の低迷と並行した苦戦が続いた。その後の数年は赤字とわずかな黒字を行き来するような業績になっているが、2019年12月期で最終損益が67億円の赤字であった。このように、如意科技によって買収されたレナウンは、これ

までの10年間に業績を好転させることができなかった。以下では、このM&A完成後のPMIを検証する。

まず、「戦略型資産のPMI」をみよう。「①有形戦略型資産の統合」と「②無形戦略型資産の統合」の2項目は、レナウンに対するPMI統合があった点が確認できる。親会社の如意科技は、中国第8位の総合的な繊維・アパレル企業であるが、レナウンの生産技術やノウハウ、そして販路、ブランドなど有形と無形の戦略型資産は、親会社が欲しがらるものであった。とりわけ、レナウンが持っていた日本の高級百貨店の販売網と海外販路は、親会社のグローバル展開の最大資産だといえる。

次に、「グローバル化のPMI」をみると、「③ローカル参入のための拠点としての統合」と「④グローバル展開のための拠点としての統合」の両方については、「有り」が確認された。一見して難解のPMIであるが、M&A完成当初の親会社は、野心的な方針を示した。つまり、如意科技にとって、「レナウンを傘下に収めることで日本市場に本格参入するとともに、「ダーバン」など知名度の高いレナウンのブランドを、中国市場で展開できる。レナウンはすでに一部ブランドを中国で販売しているが、如意科技の販売網を活用すれば、早期の事業拡大が見込める。中国での低コスト生産に向けて如意科技の生産拠点も活用できる」¹⁸、という親会社の戦略であった。そして、「⑤子会社経営陣の現地化の有無」について親会社は、現地化の路線にこだわったため、「有り」の評価である。つまり、子会社の最高経営責任者のCEOポストに子会社レナウンの人選を登用していた。

第3に、「市場のPMI」に対する検証2項目の「⑥日本市場中心への統合」と「⑦中国市場中心への統合」についてのPMIも両方は「有り」の評価である。レナウン買収後、親会社の如意科技は、レナウンが日本国内市場の販売網と人員を維持することによって日本市場に参入しようとした。同時に、「親会社は「シンプルライフ」「エンスウィート」などレナウンの衣料4ブランドのほか、レナウン子会社が手がける靴下や肌着などを中国で販売する計画をも掲げた。さらに、レ

¹⁸ 「レナウン、中国大手の傘下に 山東如意が4割出資へ」、『日本経済新聞』2010年5月22日の記事を参照。

ナウンはこのM&Aを通じて5年後までに1000店、10年後までに2000店と中国で大量出店するという。10年後の2021年2月期の連結売上高目標は2000億円という目標を打ち出した¹⁹。

[表5]に示されたように、レナウン買収後に行われたPMIは、すべて「有り」という特徴を示した。ところが、筆者は、これこそ如意科技によるレナウン買収後に成功しなかった最大の原因だと指摘したい。そもそも、親会社の最高経営責任者は、「ファッション帝国を築く」という目標を持つが、これを実現する手段は、独自のイノベーションと競争力によるものではなく、M&Aだけである。この無謀なM&Aは、レナウン買収の失敗につながったと考えられる。

5 まとめ

以上は、筆者独自の分析枠組みに基づいて中国対象企業7社による対日M&A直接投資の効果を検証した。本稿の検証を通じて、もっとも重要なファクトファインディングの3点が明らかにされた([表6]を参照)。(1)中国企業による対日M&A投資効果に大きな影響(「大」)を与えるPMIは、3つの項目——有形戦略型資産の統合、無形戦略型資産の統合、グローバル展開のための拠点としての統合——に集中している。これに対して、(2)対日M&A投資効果に限定的な(「小」)影響を与えたPMIとして、3項目——ローカル参入のための拠点としての統合、子会社経営陣の現地化の有無、日本市場中心への統合——が挙げられる。そして、(3)M&A完成後の投資効果に中間的な影響(「中」)を与えたPMIは、中国市場中心への統合という統合項目だけである。以下は本稿によって明らかにされた事実内容について説明しよう。

まず、「戦略型資産のPMI」に関わる「①有形戦略型資産の統合」と「②無形戦略型資産の統合」の検証については、すべての対象企業に「有り」の結果が確認された。つまり、M&A完成後、戦略型資産のPMIは投資効果への影響度

¹⁹ 「中国の対日投資ブーム、今度は「授業料」をもらう番」、『日本経済新聞』2010年8月3日の記事を参照。

表 6 PMI 項目の検証結果

PMI 項目	項目	投資効果への影響度合い	備考
(1) 戦略型資産の PMI	①有形戦略型資産の統合	大	各社に共通する。
	②無形戦略型資産の統合	大	各社に共通するが、その利用方針によって結果は大きく異なることも。
(2) グローバル化の PMI	③ローカル参入のための拠点としての統合	小	産業によって異なる。製造業の場合、明白な効果無し。サービス業は逆。
	④グローバル展開のための拠点としての統合	大	対象企業の例はこれを裏付ける。
	⑤子会社経営陣の現地化の有無	小	対象企業の業績はこの項目と直接的な関係を示さない。
(3) 市場の PMI	⑥日本市場中心への統合	小	産業によって異なる。ラオックスの成功例は明白。
	⑦中国市場中心への統合	中	成功企業に共通する点。

出所：筆者作成。

説明：投資効果への影響度合いの順は、大>中>小となっている。

合いが「大」という結論に達した。そもそも国際間 M&A の場合、投資側が被投資側の戦略型資産の獲得は、M&A の最大動機である。いいかえれば、親会社は、買収した子会社の有形資産と無形資産を問わず、これらを獲得することによって競争優位を増強できるという前提でこれらの戦略型資産を親—子会社間に合理的に統合していく。しかし、興味深い問題もある。本稿の対象企業 7 社は例外なく戦略型資産の PMI を行ったのに、何故、統合後の子会社の投資効果は異なるか。筆者は、戦略型資産の利用方針によって結果は大きく異なると解釈する。対象企業のレナウンの失敗教訓はこれである。如意科技は、日本有数のブランド「レナウン」という無形戦略型資産を中国市場に持ち込んだ結果、中国市場には受け入れられなかった。その理由は「商品や商慣習が合わない」ことである。改革開放期以降の中国アパレル市場には、欧米ブランド志向が強く、日本から持ち込まれたブランドを受け入れなかった。同時に百貨店販売の日本的販売ノウハウも中国市場に合わなかったと考えられる。一方、対象企業海爾集団は、日本の三洋ブランドをうまく利用して成功を収めた。たとえば、東南アジアでは「三洋」ブラン

ドの知名度が高いため、海爾集団は M&A 完成後、東南アジア市場でのシェアを大きく増やした。

次に、「グローバル化の PMI」について、「ローカル参入のための拠点としての統合」は、M&A 投資効果への影響度合いが「小」である。しかし、注意点がある。つまり、この項目の投資効果に対する PMI 影響度は産業によって異なる。製造業の場合は、明白な効果が確認されていない。いいかえれば、日本の製造業企業を買収することによって日本市場に参入する場合、大きな投資効果は期待できない。M&A 完成後のレノボと BYD はこれを裏付ける証拠である。しかし、サービス産業の場合は逆に成功する。日本市場における蘇寧電器の成功はこれにあたる。そして、「グローバル展開のための拠点としての統合」の場合、M&A 投資効果への影響度合いは「大」のことがわかった。先に分析した美的集団、海爾集団とマーライオンの成功は、いずれも「グローバル展開のための拠点としての統合」に由来したと考えられる。そして、「子会社経営陣の現地化の有無」という項目について、投資効果への影響度合いはそれほど決定的なものではなく、「小」という面白い現象が発見された。この点は明らかに、さらなる実証研究は必要であると考えられる。

第3に、「市場の PMI」に関する発見もあった。まず、「日本市場中心への統合」による M&A 投資効果への影響度合いは「小」である。この点は、上記の「ローカル参入のための拠点としての統合」と類似する。つまり、成熟した日本市場に照準を合わせて M&A を行った場合、飛躍的な業績拡大などの投資効果は期待しにくい。ただ、この発見は、産業によって異なるという点にも注意したい。流通業のラオックスの成功例はこれを裏付ける証拠であろう。そして、「中国市場中心への統合」は、M&A 完成後の投資効果への影響が「中」の結論になっている。この点は成功企業に共通している。たとえば、東芝ライフスタイルの例をみると、M&A 完成後、中国市場向けの冷蔵庫では従来は東芝ライフスタイルが持つ中国の工場で、年間 100 万台の生産キャパシティがあったが、稼働率は約半分に留まっており、生産性の悪化と生産コストの上昇につながっていた。そこで、東芝ブランドの冷蔵庫を親会社の美的集団の中国の販売ルートに乗せることで生産量を大きく拡大した。さらに、東芝ライフスタイルの中国工場で親会社の美的

集団ブランドの冷蔵庫も生産することによって稼働率を飛躍的に向上した。

第4に、失敗例からの教訓もある。レナウンを買収した如意科技は、すべての項目についてPMIを断行したが、結果は不成功である。これは、明らかにPMIの「選択と集中」に失敗したといえよう。とりわけ、日本子会社の無形戦略型資産にあたる販売ノウハウ、販路、ブランドなどが中国市場と世界市場に認知されないという点は大きな教訓であろう。

最後に、中国企業による日本企業買収は、様々な意味深い点を示唆している。本稿の分析対象のラオックスや本間ゴルフなどの事例を見ると、これらの企業は日本国内では明らかに「負け組」に属する企業ではあるが、中国企業が資金面での支援や中国市場での販売ネットワーク、低コストでの生産能力などを提供すれば、技術力やブランド力などの潜在的な経営資源を活性化し、中国市場での「勝ち組」に飛躍する可能性を秘めているとも考えられる。これらの企業から見ても、中国市場への進出と収益機会の拡大は、日本国内における収益停滞を打破し、新たな企業成長へのチャレンジとなる数少ない機会である。日本における業界トップ企業や大手有力企業よりも、中国企業とのM&Aに対する期待感・積極性は大きいものと思われる。また、日本企業にとっては、ごく当たり前の技術・事業ノウハウに属することであっても、中国企業にとっては、十分に導入・定着ができておらず、買収した日本企業から学ぶことに価値のある技術・事業ノウハウもある。例えば、ラオックスを買収した蘇寧電器は、日本では一般的な家電製品別に区分され、自社販売員が主導する売場作りをラオックスから学び、中国の家電店でこれまで主流だった家電メーカー別に区分され、メーカー派遣社員が主導する「場所貸し」的な小売業態から脱却し、サービス力や集客力の向上を図ろうとしている。このように、必ずしも高度で先進的な技術・事業ノウハウを保有していない中堅・中小企業であっても、日本企業を買収することで中国企業が様々な学習効果を享受することは可能であることが証明された²⁰。

²⁰ 「中国企業による対日 M&A」日中企業提携センター、<http://jc-cooperation.com/> による。

【主要参考文献】

1. 苑志佳 (2107) 「中国の対 EU 直接投資の動機・類型に関する分析」立正大学『経済学季報』第 67 巻第 1 号
2. 乾友彦・枝村一磨・譚篠霏・戸堂康之・羽田翔 (2013) 「中国企業の対外 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
3. 関志雄 (2010) 「サプライチェーンの強化を目指す中国の対日投資——狙われる日本の技術と市場——」経済産業研究所「中国経済新論：実事求是 (<https://www.rieti.go.jp/users/china-tr/jp/ssqs/101126ssqs.html>)
4. 呉先明 (2007) 「中国企業対発達国家的逆向投資：創造性資産的分析視角」『経済理論与経済管理』(中国語) 2007 年 10 月版 (武汉大学経済与管理学院)
5. 佐藤哲也・福島和伸 (2018) 「中国企業による日本企業買収の事例研究」城西国際大学『大学院紀要』(2018 年度)
6. 相山泰生・龔園園 (2012) 「中国企業による日本企業への資本参加——レナウンと如意科技の事例を題材とした試論——」組織学会『組織科学』46 巻 4 号
7. Dunning, J. H. (1998), 'Third World Multinationals Revisited: New Developments and Theoretical Implications' in J. H. Dunning (ed), *Globalization, Trade and Foreign Direct Investment*, Pergamon.
8. 中川涼司 (2012) 「華為技術 (ファーウェイ) と聯想集団 (レノボ) の対日進出——中国企業多国籍化の二つのプロセス再論——」愛知大学 ICCS, *Journal of Modern Chinese Studies*, Vol. 4 (2)
9. Hymer, S. H. (1976), *The International Operations of National Firms* (宮崎義一編訳 (1979) 『多国籍企業論』岩波書店)
10. 深尾京司・権赫旭・滝澤美帆 (2006) 「M&A と被買収企業のパフォーマンス：対日 M&A と国内企業間 M&A の比較」, 一橋大学機関リポジトリ『HERMES-IR』Discussion Paper Series No. 126
11. 増田耕太郎 (2010) 「最近の事例からみた中国系企業の対日進出の特徴」国際貿易投資研究所『国際貿易と投資』(季刊) No. 82
12. UNCTAD (2000), *World Investment Report*. United Nations Press, New York and Geneva.
13. 劉敬文 (2018) 「中国企業の対外直接投資のパターンと内在的論理：経営資源獲得

型 OFDI を中心に」桜美林大学産業研究所『桜美林大学産業研究所年報』(36),
1-25