

担当：梅野巨利 教授

中国企業によるクロスボーダーM&Aの特徴に関する研究

経営学研究科 博士後期課程

2012年度入学

BD12B005番

頼 雅琮

提出期日：2014年12月19日

目次

序章	1
第1節 研究目的と意義	1
第2節 研究方法	2
第3節 本研究の構成	3
第1章 M&Aの概要	6
第1節 M&Aの定義、種類、発展史	6
第2節 クロスボーダーM&Aの概況	19
第3節 中国企業によるクロスボーダーM&Aの発展史と概況	25
第2章 先行研究のレビュー	35
第1節 M&Aの動機に関する研究	36
第2節 事業関連性が買収効果に与える影響に関する研究	45
第3節 M&Aの組織統合に関する研究	47
第4節 M&Aの価値創造に関する研究	53
第5節 批判的検討	69
第3章 分析フレームワーク	72
第1節 M&A総合モデル	72
第2節 M&Aパフォーマンスモデル	79
第3節 モデルの評価	84
第4章 万向集団会社の事例	86
第1節 万向集団と万向米国会社の概要	86
第2節 万向集団による4つのクロスボーダーM&A	90
第3節 事例分析	100

第4節	万向集団によるクロスボーダーM&Aの特徴	107
第5章	中国化工集団公司の事例	110
第1節	中国化工集団と中国化学工業の概要	110
第2節	中国化工集団による3つの買収事例	113
第3節	事例分析	122
第4節	中国化工集団によるクロスボーダーM&Aの特徴	129
第6章	レノボの事例	132
第1節	企業概要	132
第2節	レノボによるIBMパソコン事業の買収	136
第3節	事例分析	148
第4節	レノボによるクロスボーダーM&Aの特徴	155
第7章	TCLの事例	158
第1節	TCLとトムソン社の概要	158
第2節	TCLによるトムソン社テレビ事業の買収	161
第3節	事例分析	173
第4節	TCLによるクロスボーダーM&Aの特徴	182
第8章	事例の比較分析	186
第1節	事例の要約	186
第2節	分析結果の再検討	193
第3節	中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機	200
第4節	分析結果のまとめ	207
結章		209
第1節	中国企業によるクロスボーダーM&Aの特徴	209

第2節 インプリケーション	210
第3節 今後の研究課題	213
謝辞	216
参考文献	217

序章

第1節 研究目的と意義

本研究の目的は、事例研究を通して、中国企業の対外的な M&A(以下、クロスボーダーM&A と称する)のプロセスを解明し、その特徴を探ることにある。

1979年の改革開放から20年間、中国政府は主に「引進來」と呼ばれる外資誘致政策を実施し、中国企業の対外直接投資を厳しく制限していた。しかし、1990年代後半から、その政策を大きく変更し、「走出去」と呼ばれる対外投資促進政策を実施し、中国企業の海外進出をそれまでの制限から促進へと大きく転換させた。その理由として、貿易摩擦の緩和、海外資源・エネルギーの獲得、国内産業の構造調整などがあった。このような中国政府の政策変更に加えて、グローバル化の進展による国際競争の激化によって、多くの中国企業は国際化することになった。国際化の手段としては M&A が多く利用され、これによって速やかに海外の優れた資源を取得し、短期間で自社の国際競争力を向上させようとした。2000年代に入ると、中国企業のクロスボーダーM&Aの勢いが一層加速し、続々と海外企業の合併・買収に乗り出した。

本研究は、2000年代初期に急増した中国企業のクロスボーダーM&Aの現象に注目する。これらの企業はいかなる動機をもち、国際経験が少ない中でどのようにして多数の海外企業を合併・買収したのか、そしていかなる成果を収めたのかについて検討し、詳細な事例分析を行いながらその特徴を探ることが目的である。

本研究の意義は、以下の3点である。

第一に、中国企業によるクロスボーダーM&Aの特徴を明らかにすることである。上述したように、中国企業のクロスボーダーM&Aは比較的最近(90年代後半から)の現象であり、それを対象にした研究が少なく、その特徴についてもいまだ明確ではない。これらの企業はどのような動機や方法で M&A を展開したのか、それによってどのような経営上の問題に直面したのか、それらの問題をどのように克服したのか。これらはいずれも経営学研究上において重要な研究課題である。本研

究は中国語文献を含む2次文献を中心に、中国企業のクロスボーダーM&Aの特徴を明らかにする。

第二は、分析視点の独自性である。事例分析においては、先行研究レビューでも述べるように、これまでのM&A研究はM&Aをある特定の視点から分析する傾向が強く見られたが、本研究ではM&Aを一連のプロセスとして捉え、総合的かつダイナミックな視点を持つ分析フレームワークを利用しながら、中国企業のクロスボーダーM&Aの特徴を探ろうとする点に独自性がある。

第三に、本研究は中国企業を対象にしているが、ここで得られた発見事実やインプリケーションは、広くその他の新興国企業の国際化について分析する際にも有益な示唆を提供するものと考えられる。急速な国際化に直面した新興国企業は、どのような国際化戦略、あるいは国際経営行動をとるのか。「新興国企業の国際経営」という、より大きな研究テーマの1つとしても、本研究は位置づけられる。この意味においても、本研究は国際経営研究上に大きな意義があるといえるといえよう。

第2節 研究方法

本論文は事例研究の手法をとる。事例研究の手法は、少数の具体的な事例を詳細に分析することによって、大量サンプル調査では認識できなかったプロセスや、重大な現象を発見することができる(Kaplan et al., 2000)。その目的は、概ね次の3つに分けられる(中村、2003)。①なんらかの事象を説明するための記述として事例を使用する場合、②構築した理論的フレームワークを論証するために事例を使う場合、③新たな理論を構築することを目的とする場合である。また、金井(1991)によると、単一の事例より、複数の事例を利用する比較分析は、ある組織現象に固有な属性を事例の対比によって理論的に解明することが可能であるという特徴を有する。

本研究の目的は、一つひとつの具体的なM&A事例のプロセスを丹念に分析・解釈し、さらに複数の事例を比較することによって、なんらかの共通関連性を発見

し、大量サンプル調査から認識できない新たな論点や仮説を提起することにある。そのため、定量分析よりも理論の構築に向いている事例研究の手法を選択した。

第3節 本研究の構成

本研究の構成と内容は、以下の通りである。

第1章では、M&Aの概要について叙述する。第1節では、本研究で使用するM&A及びその関連用語の定義を明確にし、米国、英国およびヨーロッパ大陸諸国のM&A発展史を概観する。第2節では、過去約20年間(1990年-2013年)のデータに基づき、クロスボーダーM&Aの概況について説明する。第3節では、中国企業によるクロスボーダーM&Aの概況について、金額と件数の推移、主要投資先、主要投資業種の3つの面からまとめる。

第2章では、M&Aの先行研究を①M&Aの動機に関する研究、②事業関連性が買収効果に与える影響に関する研究、③M&Aの組織統合に関する研究、④M&Aの価値創造に関する研究という4つの側面から整理し、その批判的な検討を行う。これらの先行研究は、M&Aをある特定の視点から分析しているため、M&Aの研究としては偏りがあったことを問題点として指摘する。M&Aを一連のプロセスとして捉えるためには、多様な学問分野で蓄積された理論を利用し、ダイナミックかつ総合的な観点からM&A研究を展開することの必要性を論じる。

第3章では、本研究の分析フレームワークを紹介する。第2章で指摘した先行研究の問題点に対応するために、Larsson & Finkelstein(1999)の「M&Aパフォーマンスモデル」を取りあげる。同モデルの詳細を説明した上で、その学術的貢献点と問題点について検討を行う。このモデルは、各要素の評価基準に客観性が足りないという問題点を抱えながらも、ダイナミックかつ総合的な視点からM&Aのシナジー効果に影響を及ぼす諸要因を解明したところが評価できる。

第4章では、万向集団の事例を取りあげる。同社によるクロスボーダーM&Aの大きな特徴は、米国で海外市場を開拓するための子会社「万向米国公司」を設立し、この子会社を通じて多数の先進国企業を買収・合併したことである。2000年

には、米国自動車部品大手のゼラ社の一部を買収した。2001年には、米国自動車ブレーキ製販大手企業のUAI社を買収した。2003年には、米国老舗自動車部品製造企業のロックフォード社を買収した。2007年には、米国自動車モジュール組立と物流配送の大手企業でAIを買収した。同社がどのような目的と方法でこれら一連のクロスボーダーM&Aを展開したのか、どのような成果を収めたのかについて議論し、その特徴を明らかにする。

第5章では、中国化工集団の事例を取りあげる。同社によるクロスボーダーM&Aの大きな特徴としては、企業成立からわずか1年の間に3つの外国企業を買収し、しかも生産量の増大や市場の拡大など、一定の成果を収めたことである。同社が2006年に展開した3つのクロスボーダーM&Aの事例を取りあげ、それぞれの買収経緯、買収目的、統合内容、買収成果を明らかにした上で、同社によるクロスボーダーM&Aの特徴を考察する。

第6章では、レノボによるIBMパソコン事業の買収事例を取りあげる。この買収事例の顕著な特徴としては、先進国企業の赤字事業を買収し、数年後、同事業を黒字転換させたことである。同社は、どのような目的で赤字事業を買収したのか、どのように同事業を黒字転換し、どのような買収成果を取得したのかについて分析し、その特徴を検討する。

第7章では、TCLによるトムソン社テレビ事業の買収事例を取りあげる。この事例はレノボの事例と同様に、先進国企業の赤字部門を買収の対象にした。しかし、同事例ではレノボの事例と違い、統合プロセスにおいて従業員の反発が観察された。同社がどのような目的で赤字事業を買収したのか、なぜ従業員の抵抗を引き起したのか、それに対して同社はどのように対応したのか、それが買収成果にどのような影響を与えたのかについて分析し、その特徴を究明する。

第8章では、上述した4社の中国企業によるクロスボーダーM&A事例の事実関係および分析結果を整理し、その比較分析を行う。これらの事例の共通点と相違点を引き出し、中国企業によるクロスボーダーM&Aの特徴を考察する。また、Williamson et al. (2013)の動機理論を利用し、中国企業のクロスボーダーM&Aの動機を議論しながら、M&Aの動機がM&Aのプロセスに及ぼす影響についても検討を

行う。

第9章では、第8章で行われた事例の比較分析の結果を踏まえて、中国企業のクロスボーダーM&Aの特徴をまとめる。次に、事例研究の結果から明らかになった Larsson & Finkelstein(1999)のモデルに対する理論的インプリケーションを提示する。さらに本事例研究から得られた実践的インプリケーションについても言及する。最後に、本研究の限界および今後の課題について述べる。

第1章 M&Aの概要

第1節 M&Aの定義、種類、発展史

1.1 M&Aの定義

M&Aの定義は、研究分野や論者によって内容が大きく異なる。本節では、まず本研究で使用するM&A及びその関連用語の定義を明確にする。

M&AはMergers and Acquisitionsの略で、合併と買収を意味する。M&Aという用語の定義について、Lajoux(1998)は以下のように述べている。「まず、狭義のM&Aは、取引の性質に基づくテクニカルな意味を表し、合併は一方の実体(entity)が解体し他方に法的に吸収される吸収合併と、両方の実体が解散し、第3の実体を設立する新設合併のような所有権(ownership)の移転に分類される。そして、所有権が企業間で移転することを買収とする。広義には、合併とは重要な経営資源・管理・技術の統合に対する計画を成し遂げた買収に対して使われる。つまり、買収企業が被買収企業を統合した状態のことを合併企業と称する」¹。

この定義に基づき、本研究で扱うM&A及びその関連用語を以下のように定義する。「買収」は、企業の経営戦略の1つとして、ある企業の全部、または一部の所有権を取得する行為である。「合併」は2つの企業が契約に基づき、1つの会社に合することを指し、「買収」より企業同士の対等性が高い。「統合」は契約締結後、期待した効果を引き出すために、企業間で行われた相互作用(interaction)のことを指す。「M&A」は意思決定から統合までの一連のプロセスであり、契約締結を境目に、その前の段階を「プレM&A」、その後の段階を「ポストM&A」という。M&Aの効果を引き出すための「統合」活動は、ポストM&Aの段階で行われる。

M&Aの中で、国境を跨いで他国の企業を買収・合併することは、対外M&A、クロスボーダーM&A、国際M&A、グローバルM&Aなどと呼ばれている。本稿では、国際連合貿易開発会議(United Nations Conference on Trade and Development、以下、UNCTADと略称)の

¹ 中村(2003)p. 11を参考。

名称を参考し、このような他国企業に対する M&A をクロスボーダー M&A (cross-border mergers and acquisitions) と呼ぶ。

UNCTAD によると、クロスボーダー M&A には、クロスボーダー合併 (cross-border mergers) とクロスボーダー買収 (cross-border acquisitions) の 2 種類がある。クロスボーダー合併とは、親会社の国籍が異なる企業同士が、その資産 (assets) や事業 (operations) を結合することである。その中には、すべての当事企業が解散し、新たに企業を設立する「新設合併」と、当事企業の 1 社だけが存続し、他の当事企業を吸収するような「吸収合併」の 2 種類が存在する。クロスボーダー買収とは、外国企業の株式を 10% 以上取得し、その資産や事業を獲得することである (10% 以下の場合には証券投資とされる)。10%-49% の株式を取得する場合は少数株式買収、50%-99% の株式を取得する場合は多数株式買収、100% の株式を取得する場合は完全買収と呼ばれる²。

図表 1-1: クロスボーダー合併と買収の比率 (取引の件数に基づく)

Year	Total M&As ^a	Cross-border mergers	Cross-border acquisitions			
			Total	Full (100%)	More than 50%	10-49%
1987	100	4.2	94.1	70.1	8.7	15.3
1988	100	2.9	95.6	72.4	9.7	13.6
1989	100	3.2	95.6	69.1	10.9	15.6
1990	100	2.1	96.5	67.4	11.8	17.3
1991	100	0.8	98.6	64.1	14.5	19.9
1992	100	0.6	98.6	62.5	16.9	19.1
1993	100	0.5	99.1	61.2	17.2	20.6
1994	100	0.5	98.6	60.4	16.7	21.5
1995	100	1.2	98.0	59.6	17.9	20.5
1996	100	1.1	98.4	61.2	17.2	20.1
1997	100	1.7	97.5	64.8	16.3	16.3
1998	100	1.8	97.5	68.3	14.7	14.5
1999	100	2.3	96.9	65.3	15.4	16.2

出所: UNCTAD (2000) p. 101。

図表 1-1 は、クロスボーダー合併とクロスボーダー買収の比率を示している。このデータは 1987 年から 1999 年までのものである。2000 年以降直近までのデータについては入手できなかった。図表から分かるように、1999 年までのクロスボーダー M&A の中で、

² UNCTAD (2000) pp. 99-100。

クロスボーダー買収に比べ、クロスボーダー合併の比率は極めて低く、平均的には全体の3%にも及ばない。そのため、クロスボーダーM&Aを議論する時、大多数の場合はクロスボーダー買収を指す³。また、クロスボーダー買収の中でも、完全買収の比率はもっとも多く、全体の半分以上も占めた。少数株式買収の方は多数株式買収より若干多く、全体の18%前後を占めた。

1.2 M&Aの種類(視点別)

図表 1-2 で示すように、M&Aは視点によって様々な種類がある。ここでは、取引形態、結合形態、取引目的、交渉方式、M&Aの性格という5つの区分項目からM&Aの種類をしてみる。

①取引形態⁴

M&Aは取引形態によって、大きく合併、買収、提携・経営統合の3種類に分けられる。合併は、2つ以上の企業が法定の手続きに従い、契約に基づき1つの会社に合することであり、複数の企業を一体化する手段として、強力な結合関係を形成することができる。結合の方法は、新設合併(Consolidation)と吸収合併(Merger)の2つがある。新設合併とは、M&Aの当事企業が全部消滅し、新たに設立された企業が当事企業の資産・負債を引き継ぐことである。吸収合併とは、当事企業の1社だけが生き残り、他の当事企業の資産・負債を吸収することを指す。一般的には、新設合併より吸収合併の方が圧倒的に多い。その理由は、新設合併は吸収合併より、経営資源の継承や設立認可の申請などにかかる時間と資金が遥かに多いためである。

買収は、他社の全部または一部の所有権を取得する行為であり、その取得方法は、株式買収(Stock Acquisition)と資産買収(Asset Acquisition)の2つに大別できる。株式買収は、被買収企業の発行済株式の全部または一部を、株主から現金または株式交換などの方式で取得することであり、議決権所有を通じて支配権を獲得する手法である。資産買収は、被買収企業の資産の全部または一部を、負債と選択的に組み合わせて買収することである。買収と合併の違いについて、買収の場合は、当事企業が親会社と子会社

³ UNCTAD(2000)p. 99.

⁴ 盧(2002)pp. 80-81を参考。

のような上下関係になるのに対し、合併の場合は、当事企業が一体化し、各社が比較的
な対等な立場である。

図表 1-2: 視点別からみる M&A の種類

区分項目	種類
①取引形態	*合併(Merger) : 新設合併(Consolidation) 吸収合併(Merger) *買収(Acquisition) : 株式買収(Stock Acquisition) 資産買収(Asset Acquisition) *提携・経営統合 ⁵
②結合形態	*水平型 M&A (Horizontal M&A) *垂直型 M&A (Vertical M&A) *コングロマリット型 M&A (Conglomerate M&A)
③取引目的	*戦略的 M&A (Strategic M&A) *金融的 M&A (Financial M&A) ⁶
④交渉方式	*個別交渉による M&A *公開買付(Tender Offer/Take-over Bid)による M&A
⑤M&A の性格	*友好的 M&A (Friendly M&A) *敵対的 M&A (Hostile M&A)

出所: 盧(2002)p. 80、中村(2003)pp. 10-12 を参照し、筆者作成。

提携・経営統合は、本稿で議論する M&A の定義の範囲外であるが、その定義についても明確にしておきたい。提携は広義の M&A の一部であり、自立した経営を行いながら、他社と緩やかな協力関係を形成する手段であり、契約に基づいて共同で研究開発、生産、販売などを行うことである。ジョイント・ベンチャーもその一種である。一方、経営統合とは、複数の企業が共同に持株会社を設立し、各社がその傘下に収まることである。小

⁵ 本研究で議論する M&A には提携と経営統合を含めない。

⁶ 本研究で議論する M&A には金融的 M&A を含めない。

本・尾関(2010)によると、近年、日本において、経営統合は合併の代替手段として大いに活用されている。その理由は、持株会社による経営統合は、対等の立場でかつ別々の会社として統合できるという大きな特徴を持ち、時間をかけて融合することで統合の摩擦を回避できるというようなメリットが存在するためである⁷。

②結合形態⁸

買収企業と被買収企業の結合形態によって、M&A は大きく水平型 M&A、垂直型 M&A とコングロマリット型 M&A の3つに分けられる。

水平型 M&A は、同じ事業分野で競争し合う企業間の M&A を指す。その狙いは、規模・範囲の経済の実現や、市場競争の減少、市場占有率の向上、経営資源の補完などにある。水平型 M&A は同業種における競争を阻害し、同業者の談合によって独占の利益につながる可能性も高いので、反トラスト法に抵触しやすい。

垂直型 M&A は生産段階が異なる企業間(原材料や部品を生産する川上企業、物流・販売などを行う川下企業)の M&A を指す。その狙いは、サプライチェーン全般をコントロールすることによって、生産の効率化や原料の確保、不要な取引コストの削減などにある。

コングロマリット型 M&A は、製品や市場では直接関連のない企業間の M&A である。この型の M&A は経営の多角化を通じて、リスクの低減や、資金運用の効率性の増大、環境変化への対応力の向上などを目的している。また、結合の目的によって、コングロマリット型 M&A はさらに地域拡大 M&A、商品拡大 M&A などに分けられる⁹。

本稿の研究対象であるクロスボーダー M&A についてみれば、この3種類のうち、水平型がもっとも多く、垂直型がもっとも少ないと言える。図表 1-3 は、この3種類のクロスボーダー M&A がクロスボーダー M&A 全体に占める割合の変化を表している。このデータは 1987 年から 1999 年までのものである。2000 年以降直近までのデータについては入手できなかった。図表から分かるように、水平型クロスボーダー M&A がもっとも多く、全体の 50%以上を占めた。1989 年には 60%前後であったが、10 年後の 1999 年には全体の 70%に

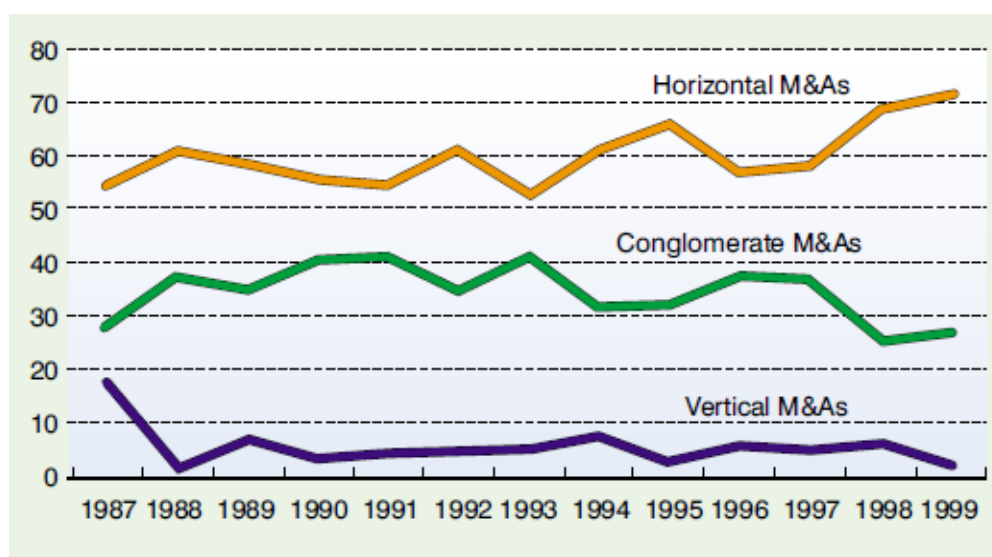
⁷ 小本・尾関(2010)p. 32、および p. 62。

⁸ 竹内(2001)p. 57、および盧(2002)p. 81。

⁹ 公正取引委員会『平成 16 年度 年次報告書』による。

も及んだ。この型のM&Aを行う典型的な業種は製薬業、自動車産業、石油産業などであり、1990年後半から、サービス業における水平型クロスボーダーM&Aも増える傾向を示した¹⁰。その次に多く行われたのはコングロマリット型クロスボーダーM&Aである。この型のM&Aは1980年代後半から、企業の拡張ブームによりピークを迎え、1991年には全体の42%も占めた。しかし、1990年代後半から、企業は自社の国際競争力の強化を目指しコア事業に集中したため、コングロマリット型M&Aが減少しつつ、1999年にはその比率が27%まで落ちた。垂直型クロスボーダーM&Aの比率はもっとも低く、1988年から1999年までの間では、クロスボーダーM&A全体の10%以下であった。この型のM&Aは部品メーカーとそのクライアント企業との間でよく行われ、電子端末製造業や自動車産業でよく見られる¹¹。

図表 1-3: 水平型、コングロマリット型、垂直型クロスボーダーM&Aの割合変化図



出所:UNCTAD(2000)p. 102。

③取引目的¹²

¹⁰ UNCTAD(2000)p. 101。

¹¹ 同上。

¹² 中村(2003)p. 12。

取引の目的によって、M&A は大きく戦略的 M&A と金融的 M&A の 2 種類に分けられる。戦略的 M&A とは、事業展開上の戦略目標を達成する手段として M&A を実行するものであり、単独企業では獲得できないシナジー効果の実現を目的とする。一方、金融的 M&A は、財務上のリストラクチャリングを目的とするものであり、被買収企業の再売却を通して莫大な利益を獲得するためのマネー・ゲームである。

クロスボーダー M&A についてみれば、戦略的クロスボーダー M&A は金融的クロスボーダー M&A より多く、平均的には全体の 75%以上も占めた¹³。本稿の研究対象は、前者の戦略的 M&A であり、金融的 M&A を含めない。

④ M&A の性格¹⁴

M&A はその性格によって、友好的な M&A と敵対的な M&A の 2 つに分けられる。前者は買収企業と被買収企業の話し合いによるものである。後者は被買収企業の経営者や従業員的意思にかかわらず、その企業の株主に直接的に呼びかけて必要な株式を取得し、経営権を獲得することである。株式取得の方法としては、TOB か委任状収集が一般的である。クロスボーダー M&A では、友好的なクロスボーダー M&A が敵対的なクロスボーダー M&A より多く、平均的には全体の 75%以上を占めた¹⁵。

⑤ 交渉方式¹⁶

M&A は交渉方式によって、個別交渉による M&A と公開買付 (TOB) による M&A の 2 種類に分けられる。個別交渉は事前の談合によるものであり、公開買付は不特定多数の者に対し、公告により株式買付の申し込みを行い、有価証券市場外で株式の買付を行うことである。市場外取引は不透明になりやすいため、公開買付を強制することで、株主に平等な売却機会を保障する。善意か悪意かに関わらず、公開買付は会社の支配権を握るために大量の株式を取得したい場合に使われる。戦略的 M&A の場合には、個別交渉を利用することが多く、金融的 M&A の場合には公開買付を利用することが多いと言える。

¹³ UNCTAD (2000) p. 103。

¹⁴ 竹内 (2001) p. 57。

¹⁵ 同上。

¹⁶ 小本・尾関 (2010) p. 38。

1.3 M&A の発展史(20 世紀末まで)

M&A は長い歴史を持っており、1900 年代から 1990 年代末まで、すでに何度かの大規模な M&A ブームが発生し、世界経済に深い影響を及ぼした。本節では、古くから M&A が盛んに行われてきた米国を中心に、英国およびヨーロッパ大陸諸国の M&A 発展史を概観する。

1.3.1 米国の M&A¹⁷

米国では、過去 100 年以上にわたり、いつの時代においても M&A は重要な経営戦略の一つとして行われてきた。片岡(1989)によると、現在の大企業の社史を紐解けば、その多くは企業買収・合併の歴史といっても過言ではない。図 1-4 で示しているように、19 世紀末から 20 世紀末までの 90 年間、米国ではすでに 4 回にわたる M&A ブームがあった。

①米国における第 1 次 M&A ブーム

第 1 次 M&A ブームは、19 世紀末の 1895 年から 1905 年までの間であり(図表 1-4)、水平型 M&A が主役であった。当時、南北戦争が終了し、全国鉄道網の建設により、米国市場はそれぞれのローカル市場から単一かつ全国的な市場へと変貌し、市場の拡大による規模の経済のメリットが出ていた。多くの企業は生産効率の向上や競争の回避、市場シェアの拡大などを狙い、M&A に乗り出した。M&A によって、企業の生産力の集中が進み、産業界に巨大な独占企業が続々と誕生した。特に、石油、たばこ、製鉄などの産業では徹底した独占が進んでいた。

このような企業の巨大化が生み出した独占は、当時の米国国民に強く批判されていた。国民の不満や市場独占の弊害を排除するために、米国政府は次々と手を打ち出し、1890 年にシャーマン法、1914 年にクレイトン法などの反トラスト法を制定した。これらの独占禁止法の成立によって、第 1 次 M&A ブームが大きく抑えられ、1905 年前後に終焉を迎えた。

②米国における第 2 次 M&A ブーム

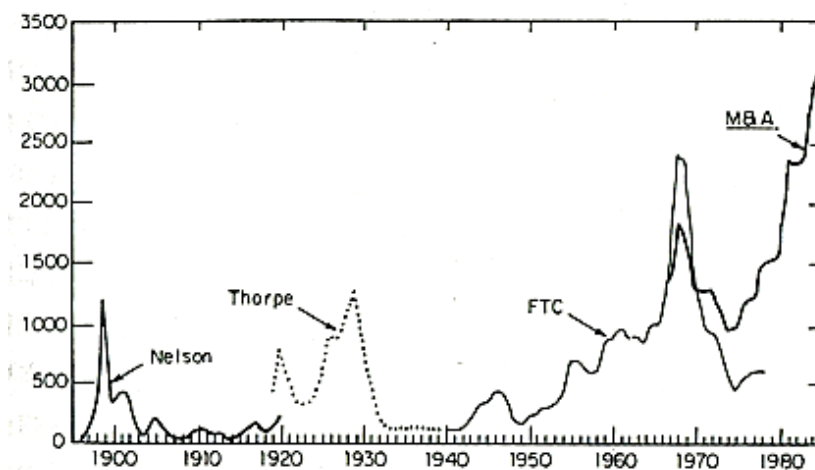
第 2 次 M&A ブームは 1925 年から 1929 年にかけて発生し、その特徴は垂直型 M&A の増

¹⁷ 本節は村松(1987)、竹内(2001)、片岡(1989)、Rudolph(2001)に基づき整理したものである。

加であった。当時、第1次世界大戦が終結し、一時的な戦後不況から脱却した米国経済は、「黄金の20年代」と呼ばれる成熟期を迎えた。特に、1924年から1929年にかけて多くの新株が上場され、株価が上昇しつつ、M&Aを含む投資が盛んに行われた。しかし、クレイトン法などの独占禁止法により水平型のM&Aが阻止されたため、多くの企業は垂直型M&Aによる利潤の極大化を目指すようになった。つまり、原材料から製品までの垂直型統合により、一貫生産体制を確立し、生産効率性の向上を狙った。当時、GM、フォードなどの大手自動車メーカーは溶鉱炉まで自前でもつように至った¹⁸。

このブームは、1929年のニューヨーク株式市場の大暴落を引き金に急速に鎮静化した。その後も、経済大恐慌の影響で企業のM&A活動が長期にわたり停滞を余儀なくされた。

図 1-4: 米国における M&A の動向



注: Annual Number of Mergers and Acquisitions: Nelson Series, Thorpe Series, FCT “Broad” Series and M&A “domestic” Series.

原資料: Golbe, D. L. & White, L. J. (1987) “Mergers and Acquisition in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview”.

出所: 竹内(2001)p. 65。

③米国における第3次M&Aブーム

第3次M&Aブームは1960年代に起きた。第2次世界大戦後、米国は「黄金の60年代」と呼ばれる経済の絶頂期を迎え、好景気と株式ブームは第3次M&Aブームを後押しした。

¹⁸ 片岡(1989)p. 8。

村松(1987)、謝(2009)によると、第3次M&Aブームの最大の特徴はコングロマリット型M&Aの急増であり、また、クロスボーダーM&A及び敵対的M&Aも増加の傾向を見せた。1950年代に制定した反トラスト法である「Celler-kefaurer Amendment to Section 7 of the Clayton Act」が独占の禁止を強化し、同一市場内における水平型M&Aも垂直型M&Aも厳しく制限された。反トラスト規制の抜け道として、企業は異業種企業の買収・合併に乗り出した。さらに、金融上の政策に詳しい経営者は、当時の合併の課税に関連する法の不備を利用し、無税の合併を次々と行っていた。このブームの中、ガルフ・アンド・ウエスタン、ITT、LTV、テネコ、テレダインというような代表的なコングロマリット企業は、8年間に約300回のM&Aを行った。その中には、1社で125回も買収を繰り返す企業も存在した¹⁹。また、国際的な経営環境の安定化につれ、クロスボーダーM&Aもよく見られるようになった。ハーバード大学の多国籍企業研究センターの調査によると、第二次世界大戦後、クロスボーダーM&AがFDIに占める比率が急速に増加し、その増加率は1951年-1955年の間では30%であり、1961年-1965年の間では40.8%に上り、1971年-1975年の間ではさらに46.3%にも達した²⁰。さらに、このブームの中、LBOなど様々な買収テクニックを駆使した敵対的M&Aも盛んに行われた。

このブームは、1970年代に入ってから次第に弱まっていた。この現象について、村松(1987)は2つの原因を指摘した。1つ目は政府による規制の強化である。1968年のウィリアムズ法(証券業法の派生法)は敵対的M&Aに歯止めをかけ、1969年の税制改革は、それまで合併によって享受されてきた無課税の株式交換による合併処理方式のメリットをほぼ全部消滅させ、さらに1976年には、合併に先立って所管官庁への届出を企業に義務付けることを定めた。これらの規制は第3次M&Aブームに大きく影響を与えた。2つ目は、コングロマリット型M&Aに期待されたシナジー効果が発揮されなかったことである。コングロマリット型M&Aで求められる買収対象は将来性のある利益率の高い優良企業であるが、買収者にとって他産業についての知識が少ないため、M&A以降の管理不足・欠如や、1つの会社にあまりにも多くの異業種が混在し、経営効率が低下するため、買収効果が期待通りにならないケースが多かった。このような背景で企業の成長神話が崩れ、コン

¹⁹ 村松(1987)p. 7。

²⁰ 謝(2009)p. 30。

グロマリットを中心とした第3次 M&A ブームは終焉を迎えた。

④米国における第4次 M&A ブーム

第4次 M&A ブームは1980年代に現れ、1988年前後にピークに達したと言われる。今回のブームでは、事業売却(divestiture)、あるいは事業再編(restructuring)を目的とする M&A が多く見られた。80年代に入ると、米国の経済が全体的に低成長を余儀なくされた。それに加えて、国際化の進展や日本を中心とする外国企業の急速な台頭により、企業間の競争が激化した。過激な国際競争に生き残るために、経営者たちは経営効率の低い不採算部門や子会社を売却し、経営資源を成長性・収益率の高い部門や得意分野に集中し、事業内容の再構築を行った。売却資金を企業の中核に補強し、経営の更なる効率化を狙った。売却を裏返せば買収になる。当時に行われた企業買収の全件数の約40%は部門売却によるもので、その中、売却される事業部門の経営陣が買い手となるケース(MBO: management buy-out)も少なくない²¹。また、M&A 規模の大型化、TOB による敵対的 M&A やクロスボーダー M&A の増加、LBO という決済方式の定着なども第4次 M&A ブームの特徴といえる。

以上、1980年代まで米国における4つの M&A ブームを見てきた。1990年代以降、資源の国際的補完やグローバル規模・範囲の経済効果を求め、米国では大企業によるクロスボーダー M&A が著しく増加した。Rudolph(2001)によると、1990年以降のクロスボーダー M&A は、数量の面においても金額の面においても1980年代より大きく増加した²²。また、M&A の対象も多業種にわたり、1件の取引額が10億ドルを超えるメガデール(巨大合併・買収)も見られるようになった²³。

1.3.2 ヨーロッパの M&A

ヨーロッパ企業の M&A 活動について、英国と大陸諸国とは大きな違いが存在する。片岡(1989)によると、英国は米国と同様に、敵対的 TOB を含む M&A 戦略が一流企業の経営

²¹ 片岡(1989)p. 14。

²² Rudolph(2001)p. 17。

²³ 竹内(2001)p. 81。

戦略の一環として完全に定着した。それに対して、大陸系企業は一般的に M&A に消極的な姿勢を守っていた。1989 年までに記録された欧州大陸の M&A のほとんどは、友好的な話し合いに基づいたものである。このように、英国と大陸諸国の M&A 発展史はそれぞれ特徴があるため、ここでは、両者を分けて論述する。

①英国の M&A²⁴

英国の M&A の歴史は、米国と多くの共通点が存在する。まず、両国とも数回にわたる M&A ブームを経験し、その周期もほぼ一致する。そして、M&A の動機、決済方式などの面においても根本的な差が見られない。その背景には、両国は経済、産業分野において長期的かつ密接な関係をもっていたためであると考えられる。

村松(1993)によると、英国における最初の M&A ブームは 19 世紀末から 20 世紀にかけての、いわゆる世紀の曲がり角と呼ばれる時期に起きた。当時には、タバコ、化学、繊維などの業種の大手企業による水平型 M&A が主として行われ、企業の巨大化が進んでいた。しかし、ほぼ同時期に起きた米国の第 1 次 M&A ブームに比べると、その規模も影響もより小さかった。第 2 次 M&A ブームは 1920 年代に起きた。大量生産による規模の経済を目的とする大手企業同士の合併が特色であった。大規模の M&A によって、英国産業界の基本的な枠組みが定められ、化学の ICI、総合電機の GEC など、現在英国を代表する企業の多くはこの時期に発展の基盤を固めた²⁵。第 3 次 M&A ブームは、1960 年代の後半から 70 年代の初めにかけて発生した。当時、米国や西欧諸国は第二次世界大戦後の経済低迷から立ち直り、企業の国際競争力が高まりつつあった。これらの外国企業に対して競争力を失った英国企業は、産業構造や事業構造の再編に迫られ、その中、M&A は再編の重要な手段として多く利用された。第 4 次 M&A ブームは、80 年代初期から 89 年までの間に起きたと見られる。この時期の M&A ブームは、当時の米国の M&A ブームと類似し、巨額な M&A、クロスボーダー M&A、敵対的 M&A、LBO による M&A、事業売却・再編を目的とする M&A の増加が特徴であった。その背景には、国際化の進展による企業競争の激化や金融市場の旺盛などが考えられる。

²⁴ 村松(1993)を参考。

²⁵ 村松(1993)p. 4。

②欧州大陸諸国の M&A²⁶

ドイツ、フランスをはじめとする欧州大陸諸国の M&A 活動は、英国ほど活発ではなかったと言える。その原因として、まず大陸諸国の株式市場の発展程度は、英国より劣ったことがあげられる。GDP に対する株式市場の時価総額の比率を尺度とすれば、英国が 100.9%であるのに対し、大陸諸国は半分以下の 15%-40%程度にとどまった(図表 1-5)。1989 年時点、英国ではほとんどの大企業が株式を公開し、株式市場で活発に取引されたのに対し、大陸諸国では同族企業や国営企業が多く、株式が非公開のままにとどまる企業が多かった。又、株式が公開されても、法律や労働組合による制限があるので、株式取得による M&A が困難であった。例えば、当時の西ドイツでは、株式会社は監査役会の設置が義務付けられ、メンバーの一部に従業員の代表を選任しなければならなかった。従業員 2000 人以上の企業では、監査役会のメンバーは労使同数と定められた。監査役会は強い権限を有し、監査役会の同意なしに M&A を完了させることは極めて困難であった。また、80 年代アメリカで活発に行われた LBO にしても、英国では経営陣による買収(MBO)の手段として定着したが、大陸諸国ではほとんどその例が見られなかった。その理由は、被買収企業の資産を借入担保とすることに厳しい制限が付けられたためである²⁷。

しかし最近数十年、グローバル化が進展する中、ヨーロッパ大陸諸国においても M&A の件数が増加し、従来にない TOB による敵対的 M&A も見られるようになった。1992 年 EC 市場の誕生が、欧州大陸における M&A ブームの発端であると考えられる。統一する巨大な EC 市場を念頭に、各国の企業は厳しい競争の中で市場シェアの拡大を図り、生産・販売拠点の再構築を進めた。市場統合に向ける企業戦略として、多くの企業は M&A に振り向いた。EC 域内の企業間の M&A だけではなく、域外のヨーロッパ各国の企業も、統合する EC 市場の保護主義化に対する危機感が高まり、限られた時間内で競争基盤を早急に築くために M&A を加速した。例えば、当時、西ドイツの自動車大手企業であるダイムラー・ベンツが事業基盤の拡大を狙い、一連の大型買収に乗り出した。買収した企業は航空機のドルニエ、機械の MTU、電機の AGE、航空宇宙の MBB など、いずれも各分野の最大手であった。これらの M&A によって、ダイムラーは西ドイツ最大の産業グループの地位を固

²⁶ 片岡(1989)第2章を参考。

²⁷ 片岡(1989)pp. 72-73 を参考。

めた。また、スウェーデンの重電機器の大手であるアセアがスイスのブラウン・ボベリを合併し、最大の重電メーカーアセア・ブラウンボベリが誕生された。これに対抗するために、英国のGECとフランスのCGEの両社は各自の重電部門を合併することで合意に達した²⁸。このように、EC統一市場の形成によって、ヨーロッパ大陸のM&A活動が活発化になった。

図表 1-5: ヨーロッパ各国と米国の GDP と株式時価総額

	(A) 名目 GDP (単位:10 億ドル)	(B) 上場会社数	(C) 株式時価総額 (単位:10 億ドル)	(A)/(C) * 100%
英国	678.9	2577	685.2	100.9
西ドイツ	1195.2	465	238.6	20.0
フランス	878.6	522	155.6	17.7
イタリア	751.4	316	120.3	16.0
オランダ	213.2	572	87.1	40.9
米国	4863.1	1681	2457.0	50.1

注: 西ドイツ、米国は 88 年末、その他は 87 年末。

出所: 片岡(1989)p. 71。

第 2 節 クロスボーダーM&A の概況

クロスボーダーM&A の概況について、ここでは過去約 20 年間(1990 年-2013 年)のデータに基づき、金額・件数の推移、FDI(対外直接投資)に占める比率の変化、業種別の推移、地域別の推移という 4 つの面から説明する。

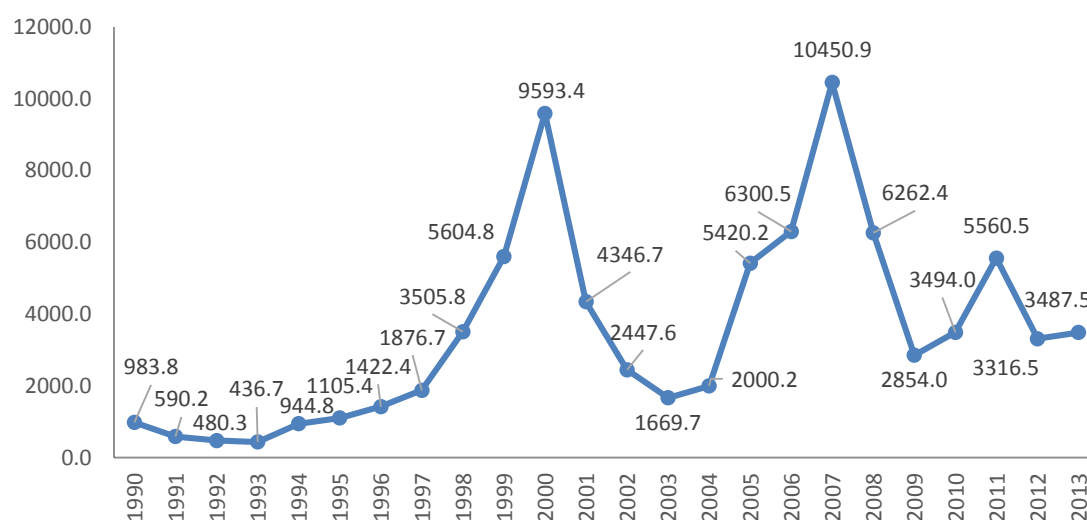
2.1 クロスボーダーM&A の金額・件数の推移

図表 1-6 と図表 1-7 は、世界中におけるクロスボーダーM&A の金額と件数の推移図である。図表 1-6 からわかるように、クロスボーダーM&A の金額は 1992 年から増加の傾向を見せ、2000 年にはピークの 9593 億ドルに達し、その金額は前年度の倍近くであった。M

²⁸ 事例は片岡(1989)を参考し、筆者が整理したもの。

&A が急増した原因は、グローバル化の進展や一件あたりの取引金額の増加などが考えられる。UNCTAD によると、2000 年に行われた取引金額が 10 億ドル以上のクロスボーダー M&A は例年よりもっとも多く、その合計金額は総額の 75.7% も占めた²⁹。例えば、同年、イギリスの電気通信会社ボーダフォン・エアタッチ (Vodafone-Air Touch) 社がドイツのマンネスマン社 (Mannesmann) を買収した。その取引金額は約 1780 億ユーロにも及び、当時、史上最大のクロスボーダー M&A であった³⁰。

図表 1-6: クロスボーダー M&A の金額推移図 (単位: 億ドル)



出所: UNCTAD (2014) 「Annex table 10 - Value of cross-border M&As by region/economy of purchaser, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

2001 年から、クロスボーダー M&A の金額が低下の傾向を見せ、2003 年には 1669.7 億ドルまで落ちた。一方、2004 年からその金額が再び上昇し、2007 年には 10451 億ドルという史上最高の取引金額を記録し、再びピークを迎えた。クロスボーダー M&A が再び活発になった原因は、サービス業におけるクロスボーダー M&A の増加や、アジア、ラテン・アメリカなどの国によるクロスボーダー M&A の増加などが考えられる。2008 年、アメリカ発の金融危機から世界経済が低迷状態に陥り、企業の業績も悪化した。これを受け、クロスボーダー M&A も低迷を余儀なくされ、その金額が前年の約半分まで下落した。2 年後の

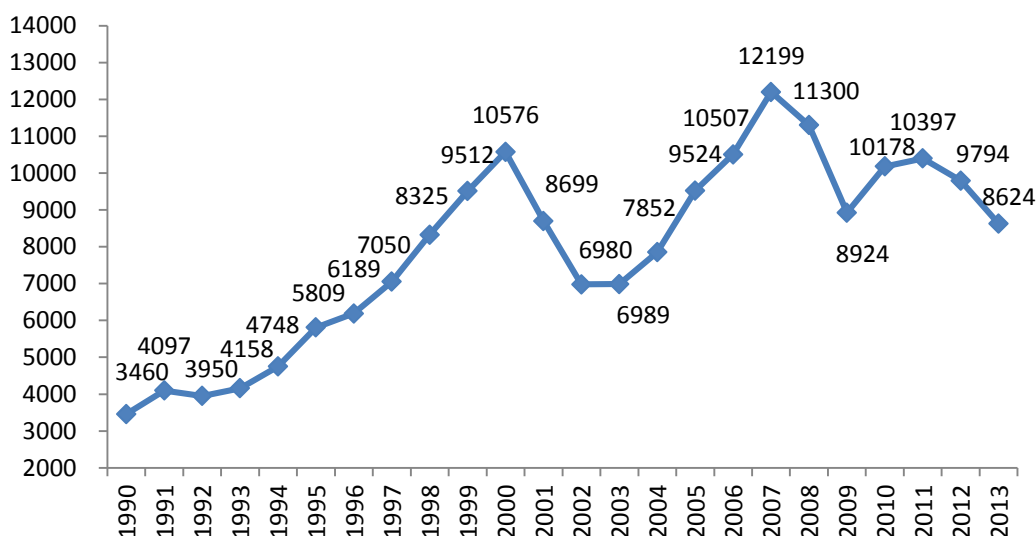
²⁹ UNCTAD (2001) pp. 53-56.

³⁰ 正井 (2007) p. 65.

2010年、世界経済の回復につれ、クロスボーダーM&Aが再び企業のグローバル化の有力な手段として利用された。2010年から2013年まで、その取引金額は4500億ドル前後の水準で変動した。

一方、図表1-7のクロスボーダーM&A件数の推移図を見てみると、類似するような波が見られるが、その変化がより小さく、穏やかであった。クロスボーダーM&Aの件数に比べ、その取引金額の増減がより激しかった。2000年と2007年には、一件あたりの取引金額が高くなり、2003年および2004年には、一件あたりの取引金額が低くなったことがわかった。

図表1-7:クロスボーダーM&A件数の推移図(単位:件)



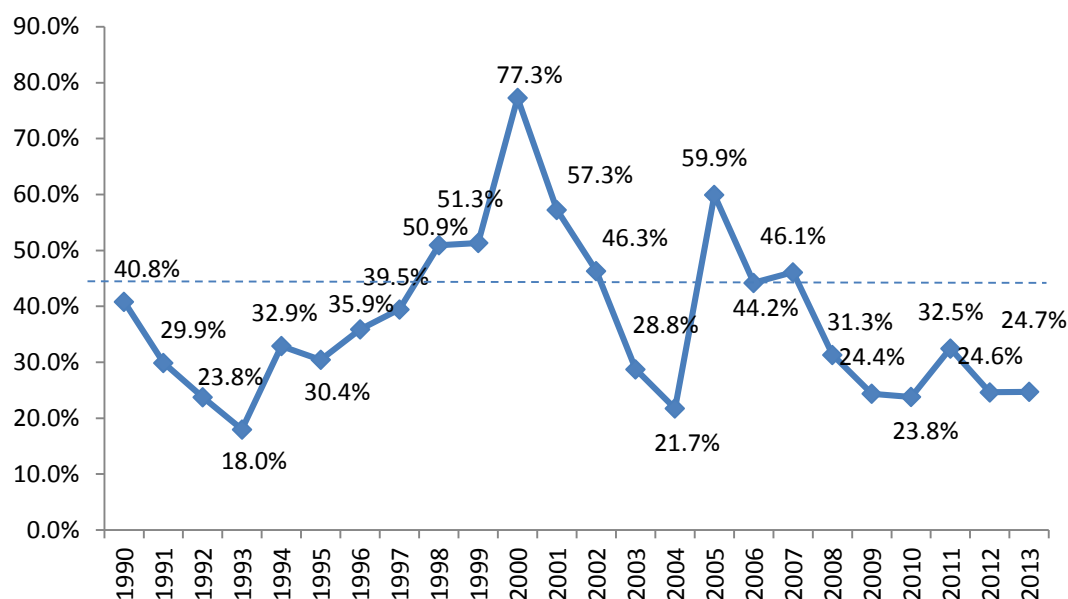
出所: UNCTAD(2014)「Annex table 12 - Number of cross-border M&As by region/economy of purchaser, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

2.2 FDIに占めるクロスボーダーM&Aの比率

FDIには、既存の外国企業を買収・合併するようなクロスボーダーM&A投資方式と、新規に拠点を設立するグリーンフィールド投資方式の2種類がある。図表1-8から分かるように、1995年まで、クロスボーダーM&Aの比率がグリーンフィールドよりずっと低く、FDI全体の30%前後を占めた。1990年代後半から、クロスボーダーM&Aの比率が高まりつつ、1998年にはその比率が初めてグリーンフィールドを超えて50.9%になった。2000年

にはさらにピークを迎え、77.3%という高い比率に達した。しかし、2001年からその比率が再び下落し、2002年にはFDI全体の50%を切るまでになった。近年においても、クロスボーダーM&Aの比率が低下の傾向を示し、グリーンフィールドの方がより多く利用されていることがわかる。

図表 1-8: FDI に占めるクロスボーダーM&A の比率



出所: UNCTAD(2014) 「Annex table 10 - Value of cross-border M&As by region/economy of purchaser, 1990-2013」と「Annex table 02 - FDI outflows, by region and economy, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

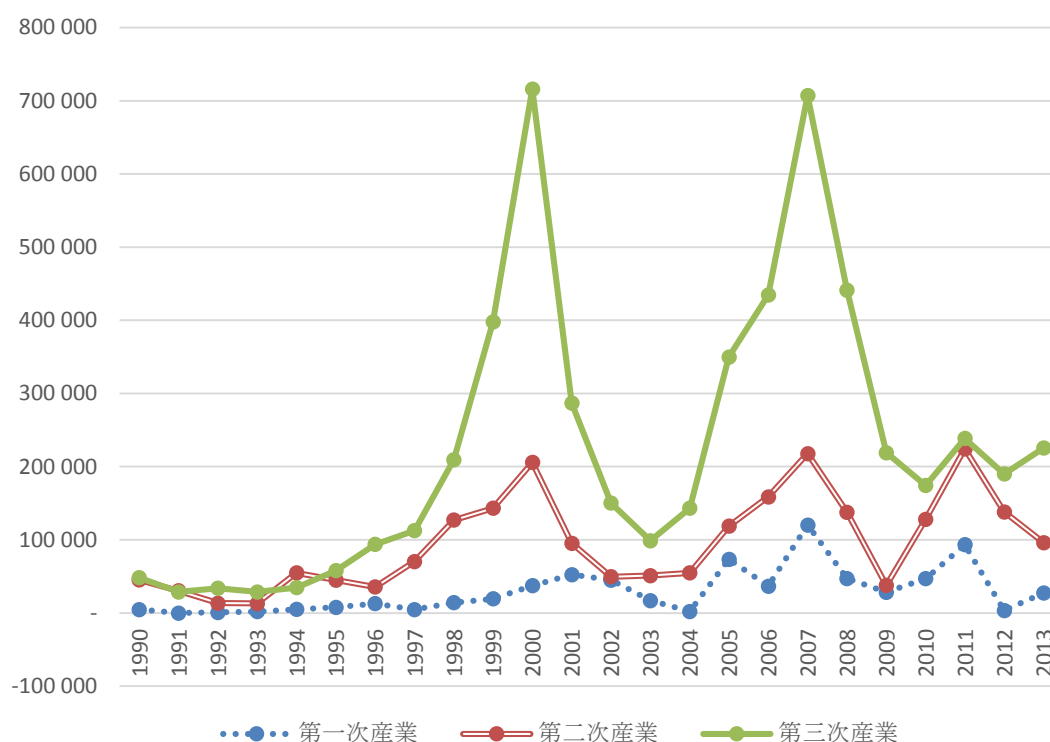
2.3 業種別クロスボーダーM&Aの推移

ここでは、UNCTAD(2000)を参考し、企業の業種を第一次産業、第二次産業、第三次産業の3つに分ける。第一次産業は農業、林業、漁業、石油・石炭・採石業、第二次産業は自動車、食品、医薬、石油化学製品、電子端末などの製造業、第三次産業は教育、金融、運輸・保管、貿易、芸術・娯楽などのサービス業を指す。図表 1-9 から分かるように、全体的には、第一次産業におけるクロスボーダーM&Aがもっとも少なく、第三次産業がもっとも多かった。

まずは、第一次産業の推移から見てみる。同産業のクロスボーダーM&Aは1998年から

急速に増加し、同年の取引金額は1997年の3倍以上も増えた。2001年には最初のピークを迎え、リーマンショック前の2007年には、さらに史上最高の1200億ドルの取引金額を記録した。その原因は、UNCTADのデータからみれば、2000年と2007年前後、天然資源に関連するクロスボーダーM&Aが急増したためである³¹。

図表 1-9: 業種別クロスボーダーM&Aの金額推移図(単位:百万ドル)



注: Cross-border M&A purchases are calculated on a net basis as follows: Purchases of companies abroad by home-based TNCs (-) Sales of foreign affiliates of home-based TNCs.

出所: UNCTAD(2014)「Annex table 14 - Value of cross-border M&A purchases, by sector/industry, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

第二次産業は1996年から順調に増加し、2000年、2007年及び2011年にはそれぞれピークを迎え、2000億ドル以上の取引金額を記録した。UNCTADのデータからみれば、2000年のピークは主に電気・電子機器及び飲食・たばこ産業、2007年のピークは主に医薬品、金属・金属製品産業、2011年には主に医薬品、電気・電子機器及び化学・化学製品産業

³¹ UNCTAD(2014)の「Annex table 14」による。

におけるクロスボーダーM&Aの急増によるものであった³²。

第三次産業のサービス業を見てみると、1995年までその取引金額は第二次産業と近く、3000億ドル前後で変動したが、1996年から第二次産業を大きく超え急速に増加した。1998年には2000億ドル、1999年には4000億ドルを超過し、2000年にはさらに7000億ドル以上の取引金額を記録した。その後、取引総額は一旦下落したが、2007年には再び7000億ドルを超え、2回目のピークに達した。2000年のピークは、通信情報産業及び金融業におけるクロスボーダーM&Aの倍増によるものであり、リーマンショック前の2007年のピークは、金融業におけるクロスボーダーM&Aの急増であるためと考えられる³³。

2.4 地域別クロスボーダーM&Aの推移

図表1-10は、ヨーロッパ、北米、アフリカ、アジア及びラテン・アメリカの企業によるクロスボーダーM&Aの推移を示している。全体的に見れば、ヨーロッパ企業によるM&Aの方はもっとも多く、その次には北米企業であり、アフリカ企業によるM&Aはもっとも少なかった。

図表から分かるように、ヨーロッパ企業によるクロスボーダーM&Aは、1998年から非常に速い速度で増加し、2000年と2007年にはピークに達した。その中、英国、フランスによるクロスボーダーM&Aがもっとも多く、ヨーロッパ全体の半分以上も占めた。また、スイス、イタリア、ドイツの企業によるクロスボーダーM&Aも多く見られた³⁴。北米企業によるクロスボーダーM&Aはヨーロッパに次いで多く、2007年に2000億ドルを超え、北米史上の最高値を記録した。2011年には再びピークを迎え、その総額はヨーロッパ企業と同じく1700億ドル強であった。アジア企業によるクロスボーダーM&Aは、2005年から急増の傾向を見せ、2008年の世界不況の中で最高値に達した。2011年以降、欧米企業によるクロスボーダーM&Aが減少する中、アジア企業によるM&Aが引き続き順調に増加し、2013年には史上もっとも高い数値である1079億ドルを記録した。ラテン・アメリカ企業のクロスボーダーM&Aについて、1999年まで、その取引金額はアジア企業とさほど差が

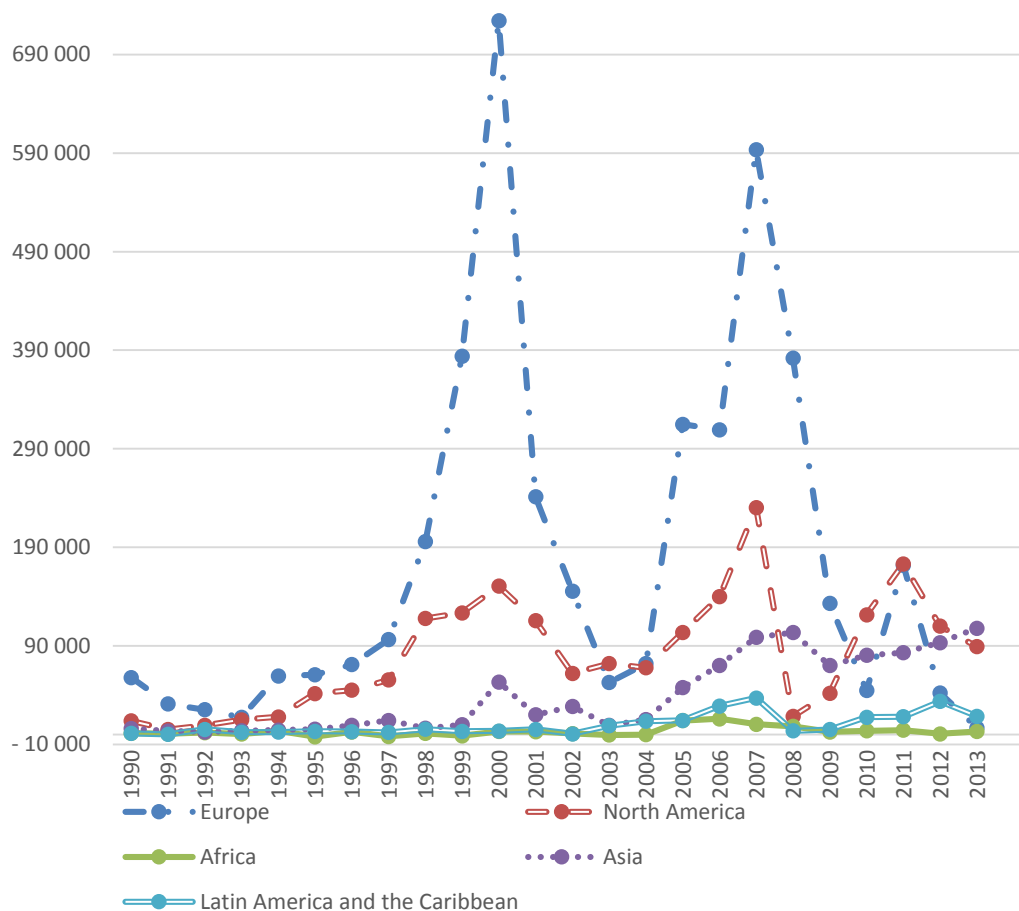
³² UNCTAD(2014)の「Annex table 14」による。

³³ 同上。

³⁴ UNCTAD(2014)の「Annex table 10」による。

なかった。一方、1999年以降、その増加速度はアジア企業よりずっと遅く、2005年以降のデータから見れば、その取引金額はアジア企業の半分以下になってしまった。アフリカ企業によるクロスボーダーM&Aはもっとも少なく、31億ドルという低い水準で変動した。2006年前後にはやや上昇の傾向を見せたが、その後には再び沈静化した。

図表 1-10: 地域別クロスボーダーM&Aの金額推移図(単位: 百万ドル)



出所: UNCTAD(2014)「Annex table 10 - Value of cross-border M&As by region/economy of purchaser, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

第3節 中国企業によるクロスボーダーM&Aの発展史と概況

中国は経済成長に伴い、世界の工場から世界の市場へと一変し、世界各地から中国への事業参入が後を絶たない。一方、中国国内では、国営企業のほか、民営企業も急速に

成長し、国内での各業界における競争が激化している。このような厳しい国内競争に勝ち残るために、多くの中国企業は海外進出を展開し、自社の新たな成長を図っている。また、中国政府も中国企業の海外進出を後押ししている。改革開放以来の30年間、中国政府は「引進來」という外資誘致政策をメインとして実施し、企業の対外直接投資を厳しく制限した。しかし、近年、中国政府は「走出去」と呼ばれる海外進出政策にも力をつけ、外資誘致政策と同様に中国政府の対外経済戦略の柱に位置づけている。このような背景から、21世紀以来、中国企業による対外直接投資、特にクロスボーダーM&Aが急増しつつ、世界からも大きな関心を集めている。本節では、中国企業によるクロスボーダーM&Aの発展史および概況について説明する。

3.1 中国企業によるクロスボーダーM&Aの発展史³⁵

中国企業によるクロスボーダーM&Aが始まったのは20世紀の80年代であった。田(2010)によると、その発展史は4つの段階に大別できる。

第1段階は、1980年代から1996年までの間であった。この段階のクロスボーダーM&Aは次のような特徴が見られる。①M&Aの規模が小さく取引件数も少なかった。②M&Aの対象地域は米国、カナダ、インド、香港に集中した。③M&Aの対象業種は石油化学、航空などの少数独占業種に集中した。④M&Aを行う主体は大型国営企業(例：中信集団、中国石化集団、首都鋼鉄集団、華潤集団など)に限定した。当時、クロスボーダーM&Aによって香港市場(当時の香港はまだ英国の植民地)へと進出した事例が特に多かった。

第2段階は、1997年から2001年までの間であった。1990年代後半から、世界中においてクロスボーダーM&Aが盛んになり、中国企業によるクロスボーダーM&Aもその波に乗って活発化した。この段階にはいくつかの特徴が見られる。まず、取引金額や件数の増加であった。例えば、2001年、華立集団はフィリップスのCDMA移動通信部門を買収し、その取引金額が1.8億ドルにも及んだ³⁶。同年、美的集団は三洋電機の電子レンジ事業部門を買収し、その金額も23.5億円に達した³⁷。また、M&Aを行う主体も多様化した。国営

³⁵ 本節は謝(2008)、田(2010)を参考。

³⁶ 田(2010)p. 75。

³⁷ 丸川・中川(2008)p. 28。

企業だけでなく、実力の高い民営企業によるクロスボーダーM&A も見られるようになった。例えば、2001年、民営企業である自動車部品メーカー万向集団が、米国の上場企業 UAI 社を株式取得によって買収した。最後に、M&A の対象地域や対象業種の範囲が広がった。対象地域が中央アジアやオーストラリアまで伸ばし、対象業種も医薬業や IT 業などに拡大した。

第3段階は、2002年から2007年までの間であり、この段階では、中国企業によるクロスボーダーM&A が最初のブームに達したと言えよう。2002年から、WTO に加盟した中国は対外直接投資を加速し、その中、クロスボーダーM&A は有力な投資手段として多く利用された。TCL によるドイツのトムソン社テレビ事業の買収や、レノボによる IBM パソコン事業の買収などの有名な買収事例もこの段階に行われ、世界中から大きな注目を浴びた。また、この段階では金融機関による大型 M&A も増加した。その背景には、金融機関が自身の市場拡大を図るとともに、中国企業の海外進出を支援する目的も含まれている³⁸。

第4段階は、2008年から現在(2010年)に至るまでの間であった。2008年からリーマンショックの影響で世界中の対外投資が沈静化する中、中国企業によるクロスボーダーM&A が依然として増加の傾向を見せた。この段階の特徴としては、石油・石炭などの天然資源やエネルギーを狙う M&A の増加や、1件あたりの取引金額の増加などがあげられる。例えば、中国政府系ファンドである中国投資有限責任公司 (CIC) は、2009年7月にカナダの大手鉱山会社である Teck Resources の株式 17.2% を 15 億ドルで買収した。また、同年 10 月にも、ロシアで 3 カ所の油田を操業する Nobel Oil Group の株式 45% を 3 億ドルで取得、11 月には米電力会社 AES の株式 15% を 15 億 8000 万ドル、AES の風力発電子会社の株式 35% を 5 億 7100 万ドルで取得した³⁹。

3.2 中国企業によるクロスボーダーM&A の概況

中国企業によるクロスボーダーM&A の概況について、ここでは、金額と件数の推移、主要投資先、主要投資業種の 3 つの面から見ていく。

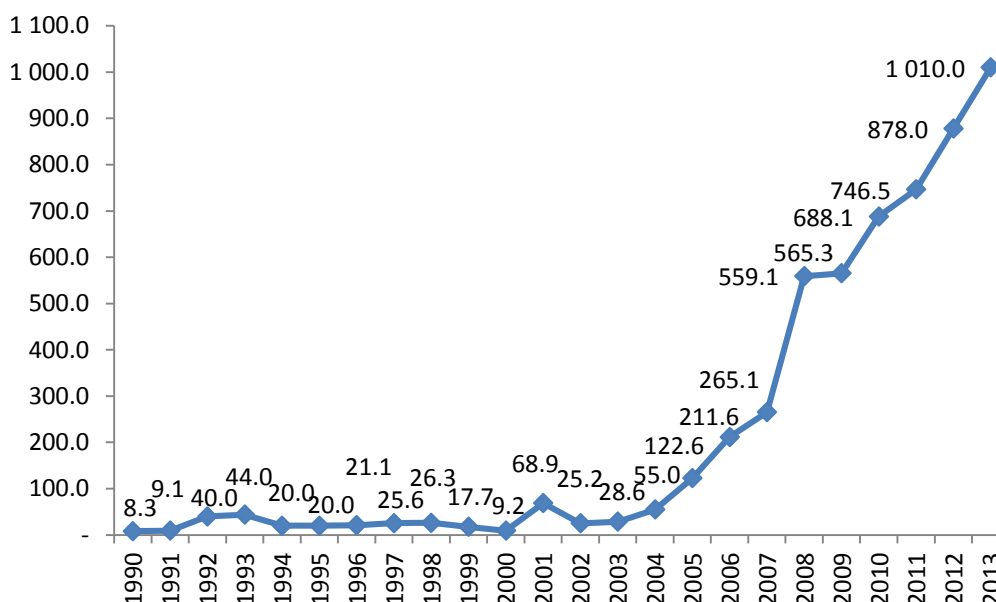
3.2.1 金額と件数の推移

³⁸ 丸川・中川(2008)p. 27。

³⁹ JPEC(2010)p. 3。

まずは、中国による対外直接投資の金額の推移を見てみる。図表 1-11 で示すように、2000 年まで、外貨不足などの原因で中国政府は対外投資を制限し、投資金額が限定的であった。2000 年以降、外貨準備の拡大や貿易摩擦の増加に伴い、中国政府の対外投資政策は規制から促進へと一変し、中国企業の海外進出を後押しするようになった。よって、2000 年から中国による対外直接投資の金額が増加の傾向を見せ、2008 年の投資額は 559.1 億ドルに達し、前年の倍以上にもなった。2009 年、リーマンショックの影響で対外直接投資が一旦鎮静化し、投資額も前年並みであったが、2010 年から再び上昇し、2013 年には 1010 億ドルという桁違いの数値を記録した。

図表 1-11: 中国による対外直接投資の金額推移(単位: 億ドル)

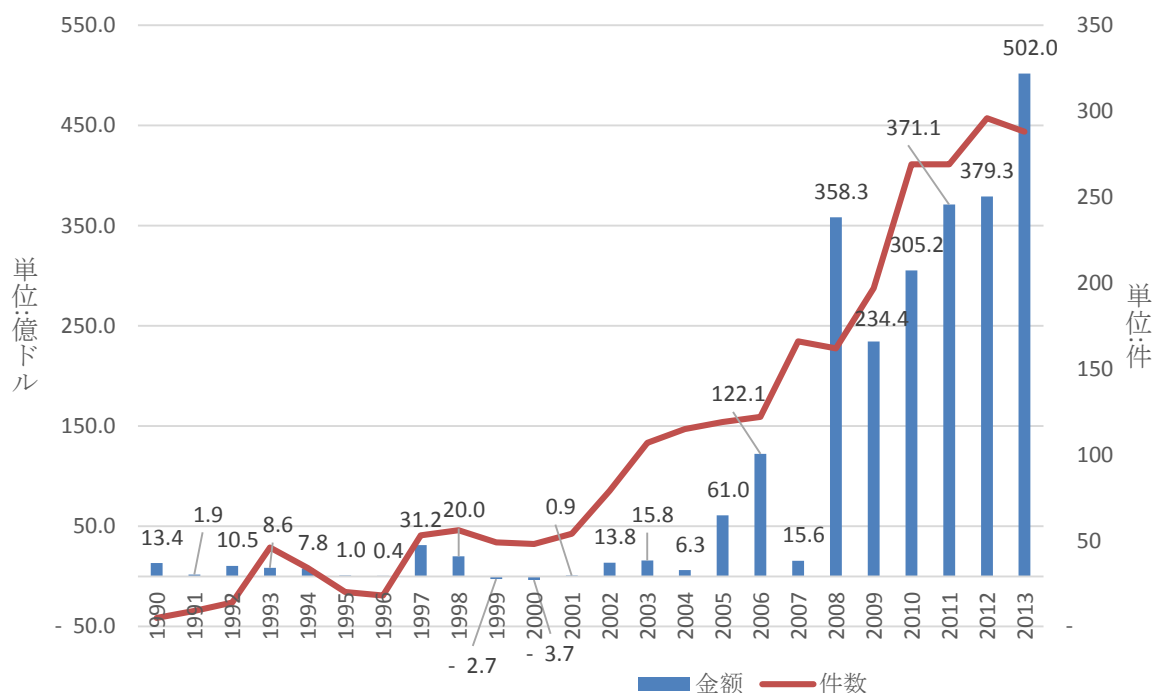


出所: UNCTAD (2014) 「Annex table 02 - FDI outflows, by region and economy, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

中国による対外直接投資が増加する中、その重要な手段としてのクロスボーダーM&Aも急増してきた。中国企業によるクロスボーダーM&Aは従来ではごくわずかなもので、対外直接投資に占める比率に関して言えば、1990年には7.2%で、1991年にはわずか0.3%であった。1990年代後半から、その比率はますます高まっており、2000年には初めてグリーンフィールド投資を超え51.3%になった。2006年に至ってはさらに世界平均よりも高

い 92.4%の比率を記録するに至った⁴⁰。

図表 1-12: 中国企業によるクロスボーダーM&Aの金額と件数の推移



注: Cross-border M&A purchases are calculated on a net basis as follows: Purchases of companies abroad by home-based TNCs (-) Sales of foreign affiliates of home-based TNCs.

出所: UNCTAD(2014)の「Annex table 10 - Value of cross-border M&As by region/economy of purchaser, 1990-2013」と「Annex table 12 - Number of cross-border M&As by region/economy of purchaser, 1990-2013」に基づき、筆者作成。

図表 1-12 は 1990 年から 2013 年まで、中国企業によるクロスボーダーM&Aの金額と件数の推移を示している(データラベルは金額の方)。図表から分かるように、1990年代前半、中国企業のクロスボーダーM&Aはわずかなものであり、その取引総額は15億ドル以下であり、取引件数も50件以下にとどまった。1990年代後半から、クロスボーダーM&Aは増加の傾向を見せ、2005年と2006年にはいくつかの大型M&Aが行われたため、その取引金額が急増し、2005年には50億ドルを超え、2006年にはさらに122億ドルに達した。2007年、一件あたりの取引金額が低減したため、クロスボーダーM&Aの件数は上昇したが、その金額は低くなった。2008年、金融危機が発生したのにもかかわらず、中国企業

⁴⁰ 丸川・中川(2008)p. 23。

が海外企業を合併・買収する意欲が一層高まった。それは、世界経済不況の中で、外国企業の価値が急激に下落し、中国企業はより低価格でそれらを買取できるためであると考えられる。2008年、中国企業によるクロスボーダーM&Aの総額は358.3億ドルに達し、2013年にはさらに502億ドルという史上最高値を記録した。2013年、M&Aの取引件数が減少した中、取引金額が上昇したのは、同年における巨額M&Aが多かったためであると考えられる。

上述のように、1990年代後半から、中国企業によるクロスボーダーM&Aの金額も件数も大幅に増加した。その背景には、いくつかの要因が考えられる。

第一は、人民元の切り上げである。図表1-13は、1999年から2013年まで人民元対ドルの為替レートの変化を示している。図表から分かるように、2004年まで1元は0.12ドルであったが、2005年から人民元の価値が高くなりつつ、2013年には1元の価値は0.17ドルまで大きく上昇した。人民元の急速な切り上げによって、相対的に低価格で海外企業や資産を買収・合併できるため、中国企業は一層積極的にクロスボーダーM&Aに乗り出した。この現象は、1980年代バブル期の日本と類似すると言えよう。高度成長と円高の下で、当時の日本企業も海外の企業や資産を大量に買い占め、1985年から1990年までの5年間、500億円以上の巨額クロスボーダーM&Aを21件も行った⁴¹。

第二は、国内の天然資源・エネルギーの不足である。中国国内では、石油、天然ガス、石炭などの開発・採掘も行われているが、その生産量が莫大な消耗量に追いつかない。また、原子力や太陽エネルギーなどの新エネルギーを利用する技術も、まだ低いレベルに止まっている。そのため、中国国内では資源やエネルギーが不足し、国の経済や社会の発展を大きく制約している。このような背景をもとに、中国国営企業は大量の外貨準備を利用し、クロスボーダーM&Aによって他国の天然資源やエネルギーを獲得しようとしている。天然資源やエネルギーを目的とする買収は、中国国営企業によるクロスボーダーM&Aの93%も占めている⁴²。

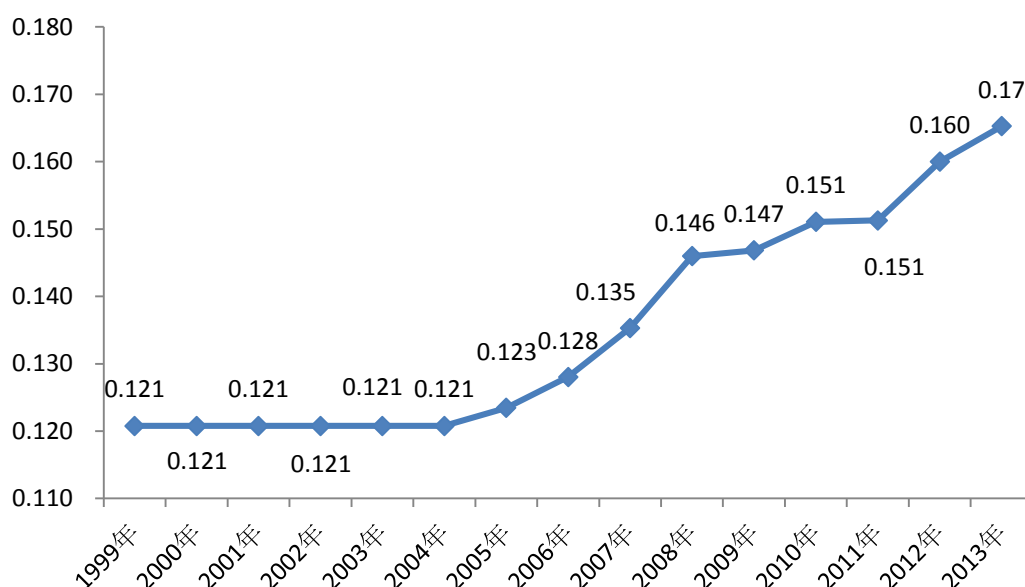
第三は、厳しい国際競争である。中国の国内市場は膨大であるものの、グローバル化

⁴¹ 山東省商務庁サイト：<http://www.shandongbusiness.gov.cn/index/content/sid/50878.html>
(アクセス日:2011年4月25日)

⁴² 文・洗(2009)p. 6。

の中、多くの外国企業が中国市場に参入し、企業間の競争は激しさを増している。しかも、外資系企業が技術や経営面で優位に立っているため、国内企業、特に民营企业は苦しい立場に置かれている。国内市場のシェアを守りながら、新しい販路を探し、国際競争に生き残るために、多くの中国企業はクロスボーダーM&Aを選択した。クロスボーダーM&Aによって、海外の優れた技術やブランド、販売網、マネジメント・ノウハウを手に入れ、企業自身の国際競争力を高めようとしている。

図表 1-13: 人民元対ドルの為替レートの変化



出所: 中国人民銀行のデータに基づき筆者作成。

3.2.2 主要投資先

廖(2007)によれば、投資金額から見ると、中国企業によるクロスボーダーM&Aの約61%はアジアに、18%はヨーロッパ、11%はアフリカ(主な狙いは石油)、8%は北アメリカ、残った2%は南アメリカに投資した⁴³。図表 1-14 は、中国企業によるクロスボーダーM&Aの主要投資先を示している。図表から分かるように、M&Aの主要投資先はアジア(特に香港)を中心に、北アメリカ、ヨーロッパ、中央アジアなど世界各地に及んでいる。石油に関連する業種のM&Aは、豊富な天然資源を持つオーストラリア、中央アジア、カナダで

⁴³ 廖・金(2007)p. 35。

行われることが多く、ヨーロッパや米国、韓国のような先進国では、製造業や情報サービス業などに関する M&A が多かった⁴⁴。

図表 1-14: 中国企業によるクロスボーダーM&A の主要投資先(2004 年)

国・地域	金額(単位:百万ドル)	件数(単位:件)
英国	3957	2
香港	1933	27
米国	1771	8
韓国	531	1
カナダ	140	5
モンゴル	93	1
インドネシア	74	1
英領バージン諸島	63	1
ドイツ	12	5
オーストラリア	1	2
シンガポール	1	3
カザフスタン		1
イタリア		1
マン島		1
パプアニューギニア		1
合計	8575	60

注: 英国が第1になったのは、中国石油天然気集団によるペトロカザフスタンの買収が、英国経由の買収スキームのためである。

原出所: 2005年5月19日付トムソンフィナンシャルのデータ。

出所: 天野・大木(2007)p. 97。

3.2.3 主要投資業種

⁴⁴ 廖・金(2007)p. 35。

中国企業によるクロスボーダーM&Aの投資業種の範囲は広く、第一次産業、第二次産業および第三次産業のすべてに及んでいる⁴⁵。

第一次産業では、石油・石炭、天然ガスなどの天然資源・エネルギーの獲得を目的とするM&Aが大半を占めた。これらのM&Aは中国国有企業である石油3大メジャー(中国石油天然気集团公司、中国石油化工集团公司、中国海洋石油总公司)によって行われたものが多かった。その特徴としては、取引件数が多く、1件あたりの取引金額が巨大であることがあげられる⁴⁶。田(2010)によると、2009年、中国企業による鉱業及び金属業におけるクロスボーダーM&Aの取引金額は161億ドルであり、世界取引総額の27%も占めた⁴⁷。

第二次産業では、食品、家電、機械、自動車、通信設備などを中心に、様々な製造業種に関連するM&Aが行われた。これらのM&Aは国有企業だけではなく、実力のある民营企业による事例もよく見られる。例えば、TCLによる米国GoVideo社の買収や、万向集団による一連の米国自動車部品企業の買収、吉利汽車によるボルボの買収などがあげられる。第二次産業におけるクロスボーダーM&Aは技術や、ブランド、販売網、マネジメント・ノウハウなど、海外企業の持つ優れた経営資源の獲得を主要な目的としている。

第三次産業では、大手国有銀行(中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中信集团など)や政府系投資ファンドによるM&Aが主要であった。同産業におけるクロスボーダーM&Aは2006年から多く見られ、その件数はさほど多くなかったが、1件あたりの金額は巨大であった。例えば、2006年、中国建设银行が米国銀行Bank of America (Asia) Limitedを完全買収し、その金額は97億香港ドルにも及んだ⁴⁸。

以上、M&Aの定義・種類・発展史、クロスボーダーM&Aの概況、そして中国企業によるクロスボーダーM&Aの発展史と概況をまとめた。1990年以降、世界的に見ればクロスボーダーM&Aの件数・金額とも増加と減少の波が見られるが、中国企業によるクロスボーダーM&Aは一貫して上昇の傾向を示しており、特に2008年以降、急増した。また、対象業

⁴⁵ 第一次産業、第二次産業および第三次産業の分類方式は本章第2節を参照。

⁴⁶ 丸川・中川(2008)p. 27。

⁴⁷ 田(2010)p. 79。

⁴⁸ この段落は丸川・中川(2008)pp. 27-34を参考。

種についても、1990年代後半から、世界的にはクロスボーダーM&Aは第三次産業を中心に行われてきたが、中国の場合は、第一次産業と第二次産業に関連するM&Aが多く見られた。第一次産業では、天然資源やエネルギーに関連したM&Aが中心で、豊富な天然資源を持つオーストラリア、中央アジア、カナダで主要な投資先であった。第二次産業ではヨーロッパや米国、日本のような先進国において、技術やブランド、販売網、マネジメント・ノウハウなどの優れた経営資源を目的としたクロスボーダーM&Aが多かった。次節では、M&Aの先行研究をレビューし、それに関連する議論を展開したい。

第2章 先行研究のレビュー

M&A は従来から多様な学問領域において研究されてきた。例えば、Walter & Barney(1990)は、M&A の研究分野を経済学、財務論、戦略論、組織論の4つに分けて議論を展開した。Larsson & Finkelstein(1999)も、M&A の研究領域を戦略論、経済学、財務論、組織論、人的資源論に分類し、それぞれの内容について論じた。Cartwright(2005)は、M&A は複雑的な現象であり、従来から財務、戦略、行動学、経営学、異文化学など、様々な分野において研究されてきたと述べた。Mitchell & Philip(2011)も、M&A に関する研究は人的資源、組織、文化、財務などの面において、30年以上行われてきたと指摘した。

戦略論、経営学、行動学などの分野における M&A 研究は、主に M&A プロセスのプレ段階に重点を置き、M&A を企業の多角化戦略の1つとして認識し、M&A の動機および事業関連性が買収効果に与える影響に焦点を当てる(Lubatkin, 1983; Jensen, 1986; Roll, 1986; 佐藤, 1987; Walter & Barney, 1990; Datta, 1991; 中村, 2003; Mitchell & Philip, 2011)。組織論、人的資源論、異文化学などの分野における M&A 研究は、主に M&A プロセスのポスト段階に焦点を当て、組織統合のマネジメントや、組織統合の程度・範囲と買収動機・買収成果との関係性などをめぐって議論を展開する(Merrell, 1985; Shrivastava, 1986; 林, 1989; Deiser, 1994; Morosini et al., 1998; Lajoux, 1998; 中村, 2003; 西口, 2007; 久保, 2009)。財務論、会計学、経済学などの分野における M&A 研究は主に M&A の価値創造や M&A 成果の評価をめぐり、株式市場ベースの方法や会計ベースの方法を利用し、M&A のパフォーマンスを評価する¹ (Jensen & Ruback, 1983; Richard & Yamada, 1986; Healy et al., 1992; Sirower, 1997; Kang et al., 2000; Yeh & Hoshino, 2001; 薄井, 2001; 服部, 2004; 井上・加藤, 2006; 岡部・関, 2006; Kruse et al., 2007; Nitin, 2012)。このように、M&A は戦略、組織、財務などに

¹ 株式市場ベースの方法:株価変化による株式リターンの計算である。会社ベースの方法:M&A によって生産原価をどのくらい削減したか、収益がどのくらい向上したかなどの計算である(具体的な定義は後述する)。

関わる多面的な現象であり、M&Aに関する先行研究も様々な分析視点から展開されてきた。

本章では、上述した先行研究の分類軸を参考に、以下の4つの側面からM&A研究を整理する。①M&Aの動機に関する研究、②事業関連性が買収効果に与える影響に関する研究、③M&Aの組織統合に関する研究、④M&Aの価値創造に関する研究、の4つである。続いて、これらの先行研究に対して批判的な検討を行う。

なお、本稿の研究対象であるクロスボーダーM&Aは、広くM&A研究全体に含まれるものである。しかし、国境を越えるというクロスボーダーの特殊性ゆえに生じる事象や考慮すべき論点も存在する。例えば、買収・被買収企業間の地理的・心理的距離に由来する異文化ショック、言葉の差異によるコミュニケーション問題、情報の入手困難さ、コントロール問題などである。クロスボーダーM&AはドメスティックM&A²より複雑であり(Kitching, 1973)、文化・法律環境および会計基準が異なるため、通常想定される以上のリスクに直面するのである(Jones, 2005)。以下では、クロスボーダーM&Aに焦点をあてた研究をM&A研究全体から区別してレビューするため、前者をクロスボーダーM&A研究、後者をM&A研究全体と分けて表記する。

第1節 M&Aの動機に関する研究

M&Aを行う企業は様々な目的を追求しているため、買収・合併に関する動機理論も多様である。伊藤・加賀谷(2008)によると、買収企業にとっては、成長機会の獲得、事業上のシナジー、規模の経済性などを追求するために、M&Aを活用するケースが多いという。本節では、M&Aの動機に関する先行研究を、M&A研究全体における動機分析とクロスボーダーM&A研究における動機分析という2つの面から整理する。

1.1 M&A研究全体における動機分析

² ドメスティックM&A: Domestic Mergers and Acquisitions、同一国企業同士による合併・買収を意味する。

1.1.1 欧米における M&A 動機研究

図表 2-1 は、近年、欧米の研究における M&A 動機に関する理論をまとめたものである。Jensen & Ruback(1983)は、M&A の目的を大きく 4 つに分けて論じる。まずは生産コストや流通コストの削減である。つまり、M&A による規模の経済効果の獲得や、効率的な生産方式・技術の採用、管理ノウハウ・特殊資産の共有などを通じて、最終的に生産コストや流通コストを削減できる。2 つ目は財務的な動機である。節税策や優遇税制の活用、倒産費用の回避、借入金活用機会の増大などがあげられた。3 つ目は市場支配力の獲得・拡大である。4 つ目は被買収企業の非効率な経営陣の排除である。

Jensen(1986)はフリー・キャッシュ・フロー理論を使って M&A の動機を解釈した。彼によると、企業が多額のフリー・キャッシュ・フローをもつ時、1 つの明らかな使い道としては、これらの剰余資金を配当金として株主に還元することである。しかし、経営者の立場では、多くの配当金の支給によって企業の累積資金が少なくなるため、自分の運用できる企業資源が減少し権限も弱くなる。さらに将来に新たな資金を調達する時、他の資本家の監視を受けざるを得ないので、現在にもつフリー・キャッシュ・フローを株主に配当するより、事業外に投資する方が好ましい。事業外投資の中でも、多くの経営者は M&A を選択した。その原因について、彼は、経営者が昇進、報酬、名声、自己実現、達成感などを追求するためであると指摘した。

Roll(1986)は、経営者傲慢理論を主張した。彼によると、M&A はシナジー効果をもたず、逆に買収企業の株主利益を損なうことがある。それにもかかわらず、これらの M&A が行われた原因の 1 つは、経営者の自信過剰にあると指摘した。意思決定権をもつ経営者は、自己の判断能力や経営能力を過信し、被買収企業の価値を過大評価した。また、周囲の意見を聞かず、自分の評価が正しいと楽観的に判断し、高いプレミアムを支払ってしまった。その結果、M&A が公表された後、自社の株価が下がり、株主価値が被買収企業に流出してしまうことになるという。

図表 2-1：欧米における M&A 動機に関する先行研究

研究論文	M&A の動機
Jensen & Ruback(1983)	<ul style="list-style-type: none"> ・生産コストや流通コストの削減(規模の経済、効率的な生産方式・技術の採用などを通じ) ・財務的な動機(優遇税制の活用、借入金活用など) ・市場支配力の獲得・拡大 ・被買収企業の非効率な経営陣の排除
Jensen(1986)	<ul style="list-style-type: none"> ・フリー・キャッシュ・フロー理論
Roll(1986)	<ul style="list-style-type: none"> ・経営者の傲慢理論
Walter & Barney(1990)	<ul style="list-style-type: none"> ・水平型 M&A:新規事業の参入、規模・範囲の経済性の獲得、生産ラインの拡張 ・垂直型 M&A:依存性の管理(manage critical dependencies) ・集中 M&A 型:生産ラインの拡張 ・非関連多角化型 M&A:財務能力の活用、新規事業の参入
Larsson & Finkelstein (1999)	<ul style="list-style-type: none"> ・シナジー効果 (経営上のシナジー効果、マネジメント・シナジー効果、ファイナンスシナジー効果)
Barney(2002)	<ul style="list-style-type: none"> ・企業存続の確保 ・フリー・キャッシュ・フローの活用 ・エージェンシー問題 ・経営者の傲慢 ・標準を上回る利益を得られる可能性
Marks & Mirvis(2011)	<ul style="list-style-type: none"> ・戦略必要性:市場制御力の拡大、効率の向上、資産の再運用など ・非戦略必要性:経営者の自信過剰、帝国作り、個人権力や経済的利益の獲得など

出所:筆者作成。

Walter & Barney(1990)も、M&Aのタイプによってその目的や動機も異なると主張した。彼らは20社のM&A事例をサンプルとして、M&Aのタイプを水平型、垂直型、集中型、非関連多角化型の4つに分けて、M&AのタイプとM&A動機との関係性について実証分析を行った。その結果、水平型M&Aの場合は、新規事業の参入、規模・範囲の経済性の獲得、生産ラインの拡張、依存性の管理(manage critical dependencies)などが主要な買収目的であることがわかった。垂直型M&Aの場合は、依存性の管理が大きな動機となる。集中型M&Aの場合は、生産ラインの拡張が主要な目的である。非関連多角化型の場合は、財務能力の活用や新規事業の参入などがメインな目的であるという。

Larsson & Finkelstein(1999)は、シナジー効果の視点からM&Aの動機を解釈した。彼は、シナジー効果を「両企業間でM&Aによって実際に生み出された純価値」と定義し、3種類のシナジー効果の存在を指摘した。1つ目は経営上のシナジー効果である。つまり、M&Aによって平均的コストが下がり、企業の経営効率が向上することである。規模・範囲の経済性、市場支配力の強化、独占的利益の追求、取引コストの削減、商品の差別化などによるシナジー効果があげられた。2つ目はマネジメント・シナジー効果である。管理能力に差がある企業同士で、M&Aによって買収企業の余裕な管理資源を活用し、被買収企業の非効率的な管理を改善することを指す。3つ目はファイナンス・シナジー効果である。これは、M&Aによって企業の財務資源を最大限に利用し、双方企業の資本コストの減少や資金調達上の利益を獲得することを指す。フリー・キャッシュ・フローの活用や、融資リスクの低減、税金の回避による節税効果などがあげられた。

Barney(2002)は、企業がM&Aを行おうとする動機について5つの面から解釈した。1つ目は、企業存続の確保のためである。特に競争の激しい業界で、競争相手企業がすでにM&Aによって効率性などを向上させた場合、買収行動に乗り遅れると、自社を競争上の劣位に陥れることになりかねないという。2つ目はフリー・キャッシュ・フローの運用である。これは上述のJenson(1986)の解釈と類似し、企業に多額の剰余資金が存在するのにも関わらず、事業内にさらなる投資機会がないため、多くの経営者はこの資金を標準レベルの利益が期待できるM&Aに回し

た。3つ目はエージェンシー問題 である。これは、経営者が自身の利益を得るために M&A を行ったことを指す。例えば、経営者が M&A を利用し企業の規模を急速に増大させ、最終的に自分の報酬を高めることができる。また、自分自身の能力を鍛え、経験を増やすために M&A を行う経営者もいる。4つ目は経営者の傲慢である。これは上述の Roll(1986)の主張と類似する。買収企業が経済的利益を得られないにも関わらず M&A が行われた。その理由の1つは経営者の傲慢や過大自信にあるという。5つ目は、標準を上回る利益を得られる可能性である。つまり、標準を上回る利益を獲得するために M&A を行ったとのことである。

Marks & Mirvis(2011)は M&A の動機を戦略必要性和非戦略必要性に分けて論じた。戦略必要性は、企業成長のために M&A を行ったことを指す。例えば、市場制御力の拡大、経営効率性の向上、資産の再運用などのためである。一方、非戦略必要性は、経営者が個人的興味で M&A を行ったことを指す。例えば、自信過剰、帝国作り、個人の権力や経済的利益などのためであるという。

1.1.2 日本における M&A の動機研究

日本では、佐藤(1987)、林(1989)、中村(2003)、田村(2008)、石井(2008)の研究があげられる(図表 2-2)。

佐藤(1987)は M&A の動機を大別し、一般的な目的と特殊な目的の2つに分けて検討した。一般目的として、①市場占有率の拡大、②規模の経済、③即時的財務上の利益、④経営者の企業行動理論、⑤企業の生産要素の不均衡理論、という5つの目的をあげた。さらに、一般目的を具体的に説明したものとして、彼は16つの特殊な目的をあげている。例えば、彼があげた「独占的利潤の獲得」や「活用されていない市場力の利用」という特殊目的は、一般目的である「市場占有率の拡大」をさらに詳しく説明したものである。「税金の抜け穴の利用」や「資本価値が低く評価された企業を買収し利益を得る」などの特殊目的は、一般目的である「即時的財務利益」に属する。「自社にない生産要素の獲得」や「資本投資が実物投資よりコストが低い」という特殊目的は、一般目的である「生産要素の不均衡理論」に属するものである。

林(1989)は、M&Aの目的を基本目的と下位目的に分けた。彼によると、M&Aの基本的な目的は、自社の業績を短期的あるいは長期的に改善することにある。この基本目的を達成するために、市場支配力の向上や、研究開発能力の向上、多角化の実現、生産能力の向上、生産コストの縮小、知識・技術・構造局面におけるシナジーの開発・活用といった下位目的が買収によって追求されるという。

図表 2-2：日本における M&A 動機に関する先行研究

研究論文	研究内容
佐藤 (1987)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 一般的目的:①市場占有率の拡大、②規模の経済、③即時的財務上の利益④経営者の企業行動理論、⑤企業の生産要素の不均衡理論 ・ 特殊的目的:独占的利潤の獲得、活用されていない市場力の利用、税金の抜け穴、自社にない生産要素の獲得など
林 (1989)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基本目的: 自社の業績を短期的あるいは長期的に改善すること ・ 下位目的: 市場支配力の向上や、研究開発能力の向上、多角化の実現、生産能力の向上、生産コストの縮小、シナジーの開発・活用など
中村 (2003)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 市場支配力の向上 ・ 規模の経済 ・ 範囲の経済 ・ リスクの分散 ・ 経営者の個人利益の拡大
田村 (2008)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 株主価値の創造 ・ シナジー効果の獲得
石井 (2008)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 既存の理論(シナジー理論、経営改善仮説、水平仮説、経営者の傲慢仮説、価値移転仮説など)を系統的に整理・議論する

出所：筆者作成。

中村(2003)は、M&Aの動機を市場支配力の向上、規模の経済、範囲の経済、リ

スクの分散、経営者の個人利益の拡大の5つに分けて議論した。田村(2008)は、M&Aの目的は株主価値の創造とシナジー効果の獲得にあると主張した。石井(2008)は、既存のシナジー理論、経営改善仮説、水平仮説、経営者の傲慢仮説、価値移転仮説などをめぐって、自らの視点から系統的に議論を展開した。

1.2 クロスボーダーM&A 研究における動機分析

Khoury(1980)は、企業がクロスボーダーM&Aを行う理由について、ミクロ要因とマクロ要因の2種類に分けて議論した。ミクロの面において、彼は①製品種類や地理的市場を多角化させることによって、国際ポートフォリオを作成しリスクを低減させること、②生産コスト、特に人件費の高騰に対抗するために、海外市場に向かうようになったことという2つの要因をあげた。マクロの面において、彼は「市場規模の大きさ」、「政治的経済的安定性」、「自己充足性の高い国民性」、「良好な労資関係」「好ましい為替レートや株価」という5つの要因を取り上げた。

図表 2-3: グローバル戦略: 組織的フレームワーク

競争優位 戦略的目標	国家差異	規模の経済	範囲の経済
効率の向上	低賃金や低資本コストによる利益の獲得	規模の経済による利益のさらなる拡大	製品や市場、ビジネスにおける資源やコストの共有
リスク・マネジメント	各国の相対的優位性を生かし、市場や国の政策の変化などによるリスクの分散	規模と戦略・経営の柔軟性とのバランスを保つ	投資の多角化によるリスクの分散、オプションや付加利益の創出
学習と適応能力の革新	国ごとに異なる組織やマネジメントのプロセス・システムの学習	経験曲線に基づくコストの削減とイノベーションの創出	組織間で製品や市場、ビジネスに関する知識やノウハウの共有・学習

出所: Hopkins(1999)p. 217。

Hopkins(1999)は、Ghoshal(1987)の提起したフレームワーク(図表 2-3)を利用し、クロスボーダーM&Aの動機を明らかにした。図表 2-3の横軸は企業の競争優位のソースであり、縦軸は戦略的目標である。競争優位のソースは「国による差異」(National difference)、「規模の経済」、「範囲の経済」の3つに、戦略的目標は「効率の向上」、「リスク・マネジメント」、「学習と適応能力の革新」の3つに分けられた。Hopkins(1999)はこのフレームワークを利用し、競争優位別にクロスボーダーM&Aの動機を明らかにした。例えば、国家差異という優位性をもつ企業はクロスボーダーM&Aによって、低賃金や低資本コストによる利益の獲得、外国投資によるリスクの分散、国ごとに異なるマネジメントのプロセス・システムの学習というような戦略的目標を達成できるという。

図表 2-4:クロスボーダーM&Aの動機から見た BRIC 各国の特徴

	ブラジル	ロシア	インド	中国
CSA の利用	一部	YES	NO	YES
FSA の利用	YES	NO	YES	NO
FSA 利用の場合、自国市場の利益か、あるいは国際市場の利益を狙うか	国際市場がメイン	—	両方	—
FSA の探求	YES	YES	YES	YES
FSA 探求の場合、自国市場の利益か、あるいは国際市場の利益を狙うか	国際市場がメイン	国内市場がメイン	両方	国内市場
国による影響 (S:強い、Ss:一部の業界では強い、W:弱い)	Ss	Ss	W	S

出所: Williamson et al. (2013)p. 279。

Williamson et al. (2013)はブラジル、ロシア、インド、中国の4カ国を中心に、それぞれのクロスボーダーM&Aの動機を比較分析した。図表 2-4で示すように、

彼らはクロスボーダーM&Aの動機を国家特殊優位性(CSA: Country-specific advantages)の利用(exploitation)、企業特殊優位性(FSA: Firm-specific advantages)の利用、FSA利用の場合は自国市場の利益を狙うかあるいは国際市場の利益を狙うか、FSAの探求(exploration)、FSA探求の場合は自国市場の利益を狙うかあるいは国際市場の利益を狙うかという5つの面から、4カ国の状況に照らしながら議論を展開した。また、国や政府による影響が強いか、あるいは弱いかについても検討した。彼らによると、中国企業によるクロスボーダーM&Aは、CSAの利用とFSAの探求を主要な目的とし、主に国内市場の利益を狙い、国・政府による影響が強いという。

片岡(1989)はクロスボーダーM&Aの目的を3つに分けた。それは、①市場の拡大:同業種の企業を買収することによって、マーケットシェアを上昇させることや、既存企業のもっている販売網を活用することができる;②ブランドの獲得:すでに市場で確立しているブランドの獲得は、企業の評価を高めながら、マーケティングを有利にすることができる;③新規分野への進出:すでに蓄積されたノウハウや技術、そして人材、組織などを買収によって手に入れることができる、という3つの動機である。久保(2010)は、日本企業のクロスボーダーM&Aを中心に研究し、その主要な動機を「技術の獲得」、「商品・サービスの獲得」「販売網の獲得」の3つにまとめた。

また、クロスボーダーM&Aを企業の海外進出戦略の1つとして扱い、グリーンフィールド投資と比較しながら、その動機を解釈する研究もある。Jones(2005)によると、以下の4つの状況において、企業はグリーンフィールドよりクロスボーダーM&Aの方を好む。それは、①初めて海外に進出する企業は、不確実性を減少させるために企業買収を選択する;②寡占的市場に後発企業として参入する企業は、操業開始までの時間を短縮するために企業買収を好む;③急成長市場への参入、速い成長スピードに追いつくために、既存企業を買収する比率が高くなる;④標的とする市場の成長率が安定ないし停滞している場合、生産能力を追加する必要がないので、企業買収による参入方法が好ましい、という4つの状況である。一方、彼らによると、成長市場への進出や、大規模で豊富な国際経験をもつ多国

籍企業が海外市場へと参入する場合、グリーンフィールド投資の方がより魅力的であるという。Andersen(1997)によると、グリーンフィールド投資の方は社内資源の再利用や、全般的な管理のなど面において優位性をもつ一方、設備の購入や供給・販売網の構築、現地政府との関係作りなどにおいて高いコストをかかり、リスクも高い。他方、クロスボーダーM&Aの方は短時間で海外市場への進出ができるというメリットがあるという。Brouthers et al. (2000)は、ハイテク企業を中心に分析し、当該業種の企業は海外市場へ参入する際、M&Aよりグリーンフィールドの方を選択することが多いと指摘した。その理由について、彼はM&Aの場合、高度な技術の移転が困難であり、現地技術者の再教育や設備の移転などにかかるコストが高く、潜在的なリスクも大きいためであると述べた。Harzing(2000)は、企業の経営戦略と対外直接投資方式との関係性について検証し、海外市場へ進出する際、自国ベース戦略をもつ企業がM&Aの方を好み、グローバル戦略をもつ企業がグリーンフィールドを選択する傾向があると指摘した。片岡(1989)によると、企業が海外進出するに際しては、工場適地を探し、フィージビリティスタディを行い、従業員の採用から設備の導入など、多くの時間を費やさなければならない。企業活動を軌道に乗せるにはさらに時間を要する。その時間を短縮するのがM&Aの最大の効果であろうと述べた。

以上、M&Aの動機に関する先行研究を検討した。M&A研究全体の動機分析において、欧米の研究ではフリー・キャッシュ・フロー理論、シナジー効果理論、エージェンシー問題理論などの動機理論が提起され、日本の研究では経營業績の改善、規模・範囲の経済の追求、リスクの分散などの動機が多く論じられた。クロスボーダーM&A研究の動機分析において、国際ポートフォリオの作成や、国家特殊優位性の利用、海外市場への迅速な進出などの目的があげられた。

第2節 事業関連性が買収効果に与える影響に関する研究

M&Aの当事者企業間の事業関連性と買収効果との関係性についても研究成果が

蓄積されている(Datta, 1991)。これらの研究は、自社とどのような関係をもつ会社を買収すれば、優れた成果を創出しやすいのかということに焦点を当てる(中村、2003)。

吉原他(1981)によると、既存事業と何らかの関連性をもつ関連事業多角化の方が、非関連事業多角化よりも業績の面で優れた結果を得る事ができるとされる。その背景には、事業間に関連性があった方が、経営資源の共通利用や相互補完、内部管理の複雑さの軽減からシナジー効果を獲得することができ、その結果として、非関連型多角化よりも優れた成果を享受できるという。Healy & Krishna & Richard(1992)も、買収企業と被買収企業との事業上での関連性が高いほど、規模の経済性やシナジー効果を発揮しやすく、結果として企業価値や将来業績に結びつきやすいと主張した。Barney(2002)は、M&A 戦略を事業関連性のある多角化戦略と事業関連性のない多角化戦略に分けて検討した。彼によると、非関連型多角化 M&A は、企業戦略として経済的に実効性のあるものとは言えない。戦略的関連性をもたない企業間での M&A は、買収企業にも被買収企業にも、標準を上回る利益をもたない。一方、買収企業と被買収企業との戦略的関連性が深ければ深いほど、M&A が生み出す価値も大きくなるという。関連型 M&A の方が非関連型 M&A よりも高い成果をあげた理由について、事業上における大きなシナジー効果の獲得が1つの要因としてあげられた(Lubatkin, 1983)。

一方、非関連型 M&A のすべてが関連型 M&A よりも劣るわけではないと主張する学者や、関連型 M&A による価値創造の効果を疑う学者もいる。例えば、Gennen & Bowers(1997)は、非関連型買収を繰り返してきた米国の大手企業 ITT 社の成功事例を取り上げ、非関連型 M&A も高いパフォーマンスを上げる可能性を示した。事例の中で、ITT 社の CEO であるハロルド・ジェニン氏は非関連型買収を繰り返すことによって、20 年間で自社の売上高を約 22 倍にし、同社を世界トップ・レベルのコングロマリット企業まで大きく育て上げた。Schweiger et al. (1994)も、企業間の事業関連性が優れた M&A 成果に直接的につながるわけではないと指摘した。関連型多角化 M&A の基盤となるシナジー効果は予想や期待に過ぎず、それが将来に本当に実現できるかどうかは、ポスト M&A のマネジメントによるものであ

るといふ。また、事業関連性における M&A 成果や経營業績の差異は、多角化戦略それ自体というよりも、企業が活動している市場の特性によるものであるという見解もある (Bettis & Hall, 1982 ; 中村、2003)。このように、関連型 M&A は、必ずしも非関連型 M&A より高いパフォーマンスをあげているとは言えない。

また、クロスボーダー M&A の事業関連性が買収効果に与える影響についても研究されてきた。Healy et al. (1997)によると、関連型クロスボーダー M&A が非関連型より高いパフォーマンスをあげたという。Port (1987)も、非関連型クロスボーダー M&A の方が投資の撤収率が高いと指摘した。その他、Kusewitt (1985)、Singh & Montgomert (1987)、Shelton (1988)なども関連型クロスボーダー M&A の方がより高い成果を出したという結論を支持した。一方、事業関連性がクロスボーダー M&A のパフォーマンスに直接関連しないという結論を出す研究も存在する (Chatterjee & Lubatkin, 1990)。このように、事業関連性がクロスボーダー M&A の成果に与える影響について、研究者によって結論が異なる。しかし、全体的には、関連型クロスボーダー M&A の方が非関連型より高いパフォーマンスをあげていると言える (Ramaswamy, 1997 ; Hopkins, 1999)。

以上、事業関連性と買収効果との関係性についての先行研究をまとめた。その研究結果は研究者によって異なり、関連型 M&A は必ずしも非関連型 M&A より高いパフォーマンスをあげているとは言えない。一方、クロスボーダー M&A の場合、全体的に関連型クロスボーダー M&A の方がより高いパフォーマンスをあげていることがわかった。

第 3 節 M&A の組織統合に関する M&A 研究

組織統合に関する研究は、M&A 取引後、いかに両企業の経営資源を効率的に利用し、潜在的な価値を顕在化させ、成果をあげていくかに焦点をあてる (中村、2003)。M&A によるシナジー効果や潜在的な価値を引き出すために、企業間における組織、人事、財務、戦略などの調整と統合が不可欠である (西口、2007)。2001

年のILO(国際労働機関)のレポートによると、合併や買収の半数以上が失敗に終わり、その原因は組織統合の難しさを過小に評価したことにある。Blake & Mouton(1985)の調査も、80%のM&Aが計画通りにいかず、その主な原因が組織統合の失敗にあることが明らかになった。Merrell(1985)は、40社のM&A事例を調査したところ、65%のM&Aは期待した目標を達成できず、その原因の1つは組織統合の方法や人的資源の管理が不適切であるという。このように、M&A取引後の組織統合はM&Aの成否を左右する大きな要素であることが分かった。本節では、組織統合に関する先行研究を、M&A研究全体における組織統合に関する分析と、クロスボーダーM&A研究における組織統合に関する分析という2つの面から整理する。

3.1 M&A研究全体における組織統合に関する分析

3.1.1 組織統合の対象や方法に関する研究

組織統合の対象や方法に関する研究は、組織統合の内容を具体的に組織構造、組織文化、人的資源などの面に分解し、M&Aの目標を達成するために、これらの部分をいかにマネジメントしていくかについて議論を展開する。

図表2-5は、組織統合のマネジメントに関する先行研究をまとめたものである。図表で示すように、研究者によって組織統合の具体的な内容の分け方が異なる。Shrivastava(1986)は、企業間の組織統合は生産、市場、会計など各部門の相互作用と調整が必要であると指摘し、ポストM&Aの統合活動を「業務手続き」、「有形資産」、「管理方式・社会文化」の3つに分けて、それぞれの統合内容と方法について議論した。さらに、彼らはこれらの統合活動には3つの部分が含まれていると述べた。それは、「組織目標を達成するための調整活動」、「統合の質とアウトプットを保証する監視・管理活動」、「各部門の衝突を解決する活動」の3つであるという。

林(1989)は、組織統合の「組織」を「タスク、構造、技術、物的資源および人的要素の相互作用からなるシステム、いわゆる経営学でいう会社」と考え、人的資源、組織構造、組織文化、技術、財務、市場などの面における統合問題やマネジメントの方法について議論した。さらに彼は、統合プロセスに発生しやすい問

題を、人的資源問題(人材選抜、配置転換、昇進、コミットメントの獲得、解雇など)、組織改革問題(組織構造、コミュニケーション、組織文化)、その他の問題(マーケティング、技術・製造、財務)に分けて、それぞれの解決方法について提言した。例えば、人的資源問題のマネジメントについて、彼は迅速さ、将来志向的評価基準、公平な評価、率直な話し合いなどが重要であると強調した。また、組織文化の統合についても、彼は社会心理学の「態度変容理論」を利用し、どのように企業間の異文化を融合していくかについて具体的な対応策を検討した。

図表 2-5：組織統合のマネジメントに関する先行研究

研究論文	組織統合の内容
Shrivastava (1986)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 業務手続き ・ 有形資産 ・ 管理方式・社会文化
林(1989)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 人的資源問題:人材選抜、配置転換、昇進、コミットメントの獲得、解雇など ・ 組織改革問題:組織構造、コミュニケーション、組織文化 ・ その他の問題:マーケティング、技術・製造、財務
Deiser(1994)	<ul style="list-style-type: none"> ・ ハード的な側面:組織構造、組織システムなど ・ ソフト的な側面:人的資源、組織文化、経営スタイルなど
Lajoux(1998)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経営資源:人的資源、物理的資源、財務資源、情報資源など ・ システム:情報システム、在庫システム、評価システムなど ・ 利害関係者のコミットメントを満たすための企業責任
中村(2003)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 調整:組織構造、人的資源、企業文化などの統合 ・ 学習:経営資源やケイパビリティの移転、企業間で新しい知識の創造

出所:筆者作成。

Deiser(1994)は、組織統合の内容をハード的な側面とソフト的な側面に分けて議論を展開した。ハード的な側面は組織構造、組織システムなどを指し、ソフト的な側

面は人的資源、組織文化、経営スタイルなどを指す。彼は、統合プロセスにおける M&A 価値創造の重要性を強調し、上述の 2 つの側面から組織統合のマネジメント方法について議論した。例えば、組織構造について、彼は、企業間における組織形態(事業部制、職能別制、マトリックス制など)や、権限責任体制(分権、集権など)が異なる場合、それらを統合する必要があると主張した。

Lajoux(1998)は、組織統合のプロセスを経営資源(人的資源、物理的資源、財務資源、情報資源など)、システム(情報システム、在庫システム、評価システムなど)、利害関係者のコミットメントを満たすための企業責任、という 3 つに分け、それぞれの統合目的やマネジメント方法について検討した。

中村(2003)は、企業間の組織統合は組織構造、人的資源、企業文化などの融合だけではなく、重要な経営資源・ケイパビリティの移転や、企業間での新しい知識の創造という学習プロセスも重要であると指摘した。

3.1.2 組織統合の程度・範囲に関する研究

まずは、組織統合の程度・範囲と買収動機との関係性についてである。Shrivastava(1986)は、組織統合の程度が M&A の動機に大きく左右されると指摘した。彼によると、関連型 M&A の場合、新しい資源や新製品の開発、管理知識の獲得などが目的であるため、買収目的を達成するためには十分な統合が必要であるとされる。一方、非関連型 M&A の場合、資本の利用率の向上や企業規模の単なる拡大などが目的であるため、組織統合がさほど重要ではない。統合の範囲や程度は、M&A の動機に合わせる事が重要であると述べた。Barney(2002)は、買収の効果を実現させるために、買収後企業間において少なくとも何らかの調整と統合が必要であり、その統合の内容や程度は買収の目的に応じて調整すべきであると主張した。西口(2007)は、M&A の統合モデルには大きく 3 つのパターンがあり、M&A を行う目的によって採用すべき統合モデルも違っていると述べた。彼によると、M&A の統合モデルは「インベストメント・モデル」(投資型)、「アシミレーション・モデル」(片寄型)、「インテグレーション・モデル」(対等統合型)の 3 つに分けられる。本業との間で特段のシナジー効果を求めずに、キャッシュ・フローの活用などを目

的とする投資型 M&A の場合は、企業間の組織統合がほとんど行われないインベ
ストメント・モデルの方が適用する。一方、徹底的に事業間のシナジー効果を追求
する M&A の場合は、統合レベルの高いアシミレーション・モデルが適用するとい
う。久保(2009)も、M&A の目的によって統合の範囲が異なると強調した。彼女は、
M&A の目的を「技術獲得型」「販売網獲得型」「商品・サービス獲得型」の3つに
わけて、目的に応じてそれぞれの統合範囲について論じた。技術獲得目的の M&A
では、経営管理などガバナンス領域の統合が重視されるが、人事機能の統合まで
はあまり必要されないことが多い。販売網獲得目的の M&A では、経営理念から管
理制度、人事制度まで、統合すべき範囲がより広く、作業量や難易度も高い。商
品・サービス獲得目的の M&A では、獲得することで求める成果が実現できる。よ
って、統合範囲を絞り込むことが可能であるという。

また、組織統合の程度・範囲が買収の効果に大きく影響を与えていると主張す
る研究者も存在する。例えば、Larsson & Finkelstein(1999)は、組織統合を「買
収に参加する企業間の相互作用や協調」と定義し、M&A によるシナジー効果の獲
得は組織統合によるものが多いと指摘した。彼らによると、組織統合に関する M&
A 研究の多くは組織統合の程度と関係し、組織統合の程度が M&A のパフォーマン
スに直接的に影響を与えるという。中村(2003)は、組織統合のレベルと買収効果
との関係性について次のように述べた。理論的には、高いレベルの統合は潜在シ
ナジーの実現を促進する。一方で、高レベルの統合は調整コストや組織間コンフ
リクトの可能性を増加させ、負のシナジー効果を招いてしまう。したがって、統
合レベルは買収のタイプ、企業経営の特徴、対象となる機能によって変化させる
が必要になるという。

3.2 クロスボーダーM&A 研究における組織統合に関する分析

同分野における先行研究は、主にクロスボーダーM&A の国際性が統合プロセス
にどのような影響を与えたのかについて議論を展開した。研究結果の多くは、ク
ロスボーダーM&A の統合プロセスは困難で複雑であることを支持した。例えば、J
ones(2005)は、クロスボーダーM&A は深刻な組織問題を引き起こすと主張した。

彼によると、統合プロセスにはまったく異なる企業文化や日常業務の統合という課題があり、しかも、こうした特質は国によるマネジメントの違いに根ざしている。被買収企業の経営システムや組織構造を完全に統合すると、その企業がそれ以前に保有したユニークな属性(地元の知識や社会との接触など)を無くしてしまう。一方、被買収企業を統合しないと、親会社からの知識移転などが行われず、全社的な効率性が犠牲になるというような矛盾を指摘した。Nahavandi & Malekzadeh(1988)はクロスボーダーM&Aの統合プロセスにおいて、国に基づく制度や文化の差が存在し、それによる潜在的なコンフリクトが大きいと述べた。統合の程度が高いほど、多くのコミュニケーションが必要となり、文化の差による影響が大きくなると指摘した。

Krug & Nigh(1998)は、人的資源の面から分析を展開し、クロスボーダーM&Aの場合、買収後に人材を引き留めることが困難であると主張した。UNCTAD(2000)も、国の政策や文化などがクロスボーダーM&Aに影響を与え、両国の制度の差が大きいほど、買収企業の経営陣と被買収企業の従業員との衝突が多くなると指摘した。Jones(2005)も、アメリカで企業買収を行った外国企業は、買収後、上級経営者を引きとめられないといったような経営問題を経験することがよくあると述べた。その理由について、彼は、アメリカ上級経営者にとって外資は居心地が悪く、外資では出世の展望が限られるか、異文化の緊張を強いられるからであろうと解釈した。

Very et al.(1996)は文化融合の面から分析し、買収企業と被買収企業の文化の差が大きいほど、文化融合によるストレスが大きいと指摘し、特にクロスボーダーM&Aの場合は、企業文化の差だけではなく、国による文化の差異も存在するため、ドメスティックM&Aよりも文化融合のストレスが高いと述べた。Chatterjee et al.(1992)は、文化の適合性がポストM&Aのパフォーマンスに大きな影響を与えると主張し、多文化主義を支持する企業の方がより高いパフォーマンスをあげると述べた。Datte & Puia(1995)、Weber et al.(1996)も、国による文化の差がクロスボーダーM&Aの組織統合に大きなマイナスな影響を与えることを証明した。一方、Morosini et al.(1998)は52件のクロスボーダーM&Aを定量分析した結果、

文化の差異によるメリットがあることを主張した。彼らは、文化的距離 (Cultural distance) がクロスボーダーM&A のパフォーマンスにマイナスの影響を与える一方、相互学習による新知識やノウハウを生み出す機会を高めることもできると指摘した。中村(2003)、井上(2013)も、組織間の差異が大きいほど、学習によって新たな知識を創造する可能性が高くなると述べた。

以上、M&A の組織統合に関する先行研究をまとめた。M&A 研究全体における組織統合に関する分析では、組織統合の内容を組織構造、企業文化、人的資源、経営スタイル、有形・無形資産などの面に分け、それぞれのマネジメント方法について議論した。また、組織統合の程度・範囲についても議論を展開し、M&A の後、2つの組織をどこまで統合すべきかについて焦点を当てた。組織統合の程度・範囲は買収の動機によって左右され、しかもそれが M&A の成果に大きな影響を与えることが分かった。クロスボーダーM&A 研究における組織統合に関する分析では、クロスボーダーM&A の国際性が統合プロセスに与える影響について注目した。クロスボーダーM&A は、国による制度や文化の差異が大きいため、ドメスティック M&A より困難で複雑であることが明らかになった。一方、このような差異をうまく融合させることによって、新たな知識やノウハウを生み出す可能性が高くなるということも分かった。

第4節 M&A の価値創造に関する研究

M&A の価値創造に関する研究は、M&A が買収に参加する企業の株主価値、市場シェア、生産力、利益率などに与える影響などを中心に分析を展開してきた (Nitin, 2012)。その研究方法としては、株式市場ベースの方法および会計ベースの方法がよく利用されている。株式市場ベースの方法とは、M&A の短期・長期株価効果や M&A が双方企業の株主価値に与える影響などを分析・測定することによって、M&A の成果を評価することである (Healy et al., 1992)。会計ベースの方法とは、各種の財務・経営指標を利用し、M&A 前後の経營業績を比較することによって、M

M&Aのパフォーマンスを測定することである(Larsson & Finkelstein, 1999)。本節では、M&Aの価値創造に関する先行研究を、この2つの研究方法に分けて整理する。

4.1 株式市場ベースの方法によるM&Aの価値創造に関する研究

4.1.1 M&A研究全体における株価効果に関する分析

(1) 短期株価効果

短期株価効果に関する研究は、M&A公表前後の企業の株価を比較し、M&Aによる短期的な株価効果を分析することで、M&Aの成果を評価することである。短期株価効果の研究は、M&Aの発表時点で期待される経済効果が、速やかに株価に反映されるという効率的市場仮説を前提にしている(井上・加藤、2006)。短期株価効果の測定については、株式市場全体のリターンに対して、M&Aに参加する企業の株価の超過リターンを計算することが多い。超過リターンの計算には、主に3つのモデルがよく使用されている。それは、M&Aに参加する企業のリターンを、その企業の過去一定期間の平均リターンと比較する平均収益調整モデルや、マーケット・インデックスのリターンと比較する市場調整モデルや、資本資産価格モデルに基づく期待リターンと実際のリターンを比較する市場モデルである(Sirower, 1997; 井上・加藤、2006)。

Jensen & Ruback(1983)は、1974年—1983年に米国で行われた多数のM&A事例のデータを収集し、M&Aがもたらした短期的な株価の変化を比較研究した。彼らによる、M&A発表後の短期間で、被買収企業が大きな超過リターン(TOBは30%、合併は20%)を得る一方、買収企業には有意な超過リターンが見られない(TOBは4%、合併は0%)という。ただし、両社を合同で見れば、一定の超過リターンがみられるため、全体的な企業価値は増加したという。また、Bradley & Desai & Kim(1988)の研究結果によると、被買収企業の株価の超過リターンは19%—35%であるのに対して、買収企業の超過リターンは3%—4%に過ぎない。ただし、企業合同の株価超過リターンは7%—8%の間で安定しているという。Andrade et al. (2

001) も同じような結論を出した。彼らは、1970年代から1990年代までの米国におけるM&A事例を対象に実証分析を行った。彼らの研究結果によると、M&Aの発表前後3日間の株価効果について、被買収企業の方は16%のプラスの超過リターン(統計上有意)を得られる。一方、買収企業の方は統計上有意ではないが、マイナスの超過リターンとなっている。M&A全体の短期的な株価効果を見れば、双方合同の超過リターンを加重平均した場合には1.8%の超過リターン(統計上有意)となっている。

図表 2-6: 日本における短期株価効果の先行研究(取引発表日前後3日間)

研究者	サンプル 期間	サンプル (買収/被買収)	買収企業3日 間のCAR	被買収企業3 日間のCAR
Richard & Yamada(1986)	1977-1984	50/16	0.82%(N.A)	-0.07%(N.A)
Kang et al. (2000)	1977-1993	154/N.A	0.90%*	N.A
Yeh & Hoshino (2001)	1981-1991	43/ N.A	0.77%(N.A)	N.A
	1992-1998	46/ N.A	-2.60%(N.A)	N.A
	1981-1998	89/ N.A	-1.01%*	N.A
薄井(2001)	1989-1999	128/119	1.62%*	4.08%*
井上・加藤 (2006)	1990-1998	49/48	-1.19%	1.08%
	1999-2002	89/100	3.01%*	5.96%*
	1990-2002	138/148	1.51%*	4.37%*

注：CAR:累積超過収益率、N.A:該当なし/利用不可能、*:統計上10%水準で有意。

出所：井上・加藤(2006)p.55、p.187。

また、米国企業だけではなく、日本企業をサンプルとした先行研究においても、似たような研究結果であった(図表2-6)。これらの研究者は、1977年から2002年までの日本におけるM&A案件を取り上げ、買収企業と被買収企業のそれぞれの短期株価効果を実証分析した。分析の結果として、被買収企業については、統計

上有意のプラスの株価効果が公表日直後に観測できる。一方、買収企業について、統計上有意のプラスの株価効果も見られるが、被買収企業より大きな超過リターンは期待できないということが分かった。

このように、M&Aの短期株価効果に関する研究は、M&Aの成果を取引発表前後の短期的な株価の変化によって判断・評価することが多い。研究の結果もほぼ一致であった。つまり、被買収企業には大きな超過リターンが期待できるものの、買収企業には被買収企業ほどの明確な株価効果が観測できないとのことである。ただし、取引全体を見れば、M&Aは買収に参加する企業双方の平均的な株主価値にプラスの効果をもたらしたといえる。

(2)長期株価効果

長期株価効果に関する研究は、M&A実施後数年間の買収企業の株価変化を事後的に分析することによって、M&Aの成果やM&Aが企業価値に与える影響を検討することである。長期株価効果を研究することで、M&A公表時に株式市場の期待した成果が、実際に事後的に達成されたかどうかを確認できる。長期株価効果の分析方法について、上述の市場モデルや市場調整モデルがよく使用されている。しかし、これらのモデルで長期の株価効果を分析する時、M&A以外の影響要因やバイアスなどを十分にコントロールできないため、一定の問題点が存在する(井上・加藤、2006)。

図表 2-7 は、近年米国における長期株価効果に関する先行研究をまとめたものである。図表で示すように、長期株価効果の研究ではバイアスの統制が加えられ、研究の結果も研究者によって異なり、統一的な結論が出されていない。Franks et al. (1991)は、1975年から1984年までに実施されたM&Aの長期株価効果を分析した結果、買収企業の超過リターンは、統計上有意ではないがプラスであることを示した。一方、Agrawal et al. (1992)は企業規模とベータ値をコントロールしたモデルを利用し、1955年から1987年までのM&A事例を実証分析した。分析の結果として、買収企業の長期株価効果は有意なマイナスの超過リターン(-10.3%*)であることを確認した。

Rau & Vermaelen(1998)は、企業規模と B/M 比率(資産価値/市場価値)をコントロールしたモデルで、1980 年から 1991 年までの M&A 事例の長期株価効果を測定した。彼らによると、合併の場合、買収企業の超過リターンは有意のマイナス(-4.0%*)であった。一方、TOB の場合、買収企業は有意ではないがプラスの超過リターン(+8.9%)を得られたという。Mitchell et al. (2000)は 1961 年から 1993 年までの M&A 事例を検証し、Rau et al. (1998)と類似したような結論を示した。彼らによると、買収企業の長期株価効果について、合併の場合は-15%の有意な超過リターンであるのに対して、TOB の場合は+9.0%の有意ではない超過リターンとなる。

図表 2-7:米国における長期株価効果の先行研究

研究者	サンプル	バイアス統制	期間	株価効果
Franks et al. (1991)	1975-1984	企業規模、配当利回り、過去のリターン	3 年	+0.05%
Agrawal et al. (1992)	1955-1987	企業規模とベータ値	5 年	-10.3%*
Rau & Vermaelen (1998)	1980-1991	企業規模と B/M 比率	3 年	M:-4.0% T:+8.9%
Mitchell et al. (2000)	1961-1993	企業規模と B/M 比率	3 年	M:-15%* T:+9.0%

注: M:合併、T:TOB、*:統計上 5%水準で有意、B/M 比率:資産価値/市場価値の比率、株価効果: Franks et al. (1991)は月次リターン、その他は累積リターン。

出所: 井上・加藤(2006)p. 52。

このように、米国における M&A の長期株価効果に関する先行研究は、研究者によって異なる研究結果が出されている。また、多くのバイアスが存在するため、研究結果が統計的に頑健とはいえない(井上・加藤、2006)。さらに、長期的な株価効果が本当に M&A のパフォーマンスを反映できるかどうか疑問をもつ研究者

もいる (Fama, 1998; Mitchell et al., 2000)。一方、日本においては、長期株価効果に関する先行研究が少なく、井上・加藤 (2006) がその第一人者である。彼らによると、CAR で株価効果を分析する場合、取引発表後 3 年間の買収企業の超過リターンは、統計上 5%水準で有意なプラスとなる。しかし、BHAR で分析する場合、買収企業の取引発表後 3 年間の超過リターンはプラスであるが、統計上有意ではないという。また、自らの研究結果について、彼らも、M&A 以外の影響要因が結果を歪め、検証結果が必ずしも頑健とは言えないとコメントした。

(3) 株価効果の影響要因

M&A の短期・長期株価効果は、様々な潜在的な要因に影響されている。Jensen & Ruback (1983) は、株価効果の影響要因が多くて、1 つの要因に特定することが難しいと指摘した。井上・加藤 (2006) は米国の先行研究をサーベイした上で、株価効果と関連性の強い潜在的な影響要因を 6 つにまとめた。それは①買収対価の支払手段、②コンテストの有無、③企業の経営効率、④事業の関連性、⑤経営者に対するモニタリング、⑥買収プレミアムである。ここでは彼らの分け方を参考し、上述の 6 つの面から株価効果の影響要因に関する先行研究をまとめる。

① 買収対価の支払手段

買収対価は、自社の株で支払うのか、または現金で支払うのかについても、買収企業の株価効果に影響を与える。Datta et al. (1992) によると、株価効果の影響要因の中で、買収対価の支払手段による影響がもっとも大きいである。買収企業にとって、現金対価買収の方が株式対価買収より、高い超過リターンを得られるという。Franks et al. (1988) は 1955 年から 1985 年までの米国における M&A を検証した結果、現金対価買収の方が株式対価買収より、買収企業に高い超過リターンをもたらすことを明らかにした。それ以外、Franks & Harris & Titman (1991)、Loughran & Vijh (1997)、Sirower (1997)、Mitchell et al. (2000) なども同じような結論を示した。現金対価買収の方が高い超過リターンを得られる理由について、井上・加藤 (2006) は次のように解釈する。株式対価買収は買収企業における実質的な新株発行に該当するため、株式市場は、買収企業の経営者との間

に存在する情報の非対称性を踏まえてネガティブな反応を示す。また、現金対価買収は当該 M&A の成果に対し、買収企業の経営者が自信をもっていることのシグナルであり、買収企業の株価水準に関するネガティブなシグナルも発信しないため、株式市場は買収企業に対する評価を引き下げない。

一方、井上・加藤(2006)によると、日本では 1990 年代半ばまで、現金対価買収による M&A が例外的存在であったため、それまでは買収対価の支払手段と株価効果との関連性を分析対象とすることが難しい。また、彼らは 1990 年から 2002 年までの日本における M&A のデータを収集し、現金対価買収と株価対価買収による株価効果の差について実証分析で検証した。検証の結果として、株価効果に関する有意な差は、買収企業と被買収企業のいずれについても確認できなかったということである。ただし、当該実証分析は現金対価買収のサンプル数が限られたため、明確な結論が出たとは言えないと、彼らが自ら指摘した。

②コンテストの有無

一般的に、コンテスト型 M&A は複数の買い手が存在するため、非コンテスト型 M&A より高い買収プレミアムを支払うことになる。したがって、コンテスト型 M&A の場合、買収企業の株価効果がより低く、被買収企業の株価効果がより高くなるという傾向が存在する。Bradley et al. (1988)によると、コンテスト型 M&A では、買収企業は他の買い手に勝つため、買収プレミアムを評価の最大限までに引き上げなければならない。その影響で、買収企業の株価超過リターンが低下になる一方、被買収企業の株価超過リターンが増加するという。また、Servaes(1991)の研究では、非コンテスト型 M&A に比べ、コンテスト型 M&A の方は被買収企業の超過リターンが平均的に 10%高くなるという結論を導いた。

このように、米国の研究では、コンテストの存在が買収企業と被買収企業双方の株価効果に影響を与えることが分かった。一方、井上・加藤(2006)によると、日本の M&A 市場では、コンテスト型や敵対型の M&A ケースがほとんど存在しないため、コンテストの有無という影響要因は実証研究の対象とされていないという。

③企業の経営効率

M&Aに参加する企業の経営効率も買収後の株価効果に影響を与えている。経営効率に関する研究では、Qレシオという指標がよく使われる。Hasbrouck(1985)などによると、Qレシオの低い企業は敵対的M&Aの買収ターゲットになりやすい。また、Qレシオの高い企業によるQレシオの低い企業の買収は、経営効率改善の効果があるため、より高い超過リターンを得られるという。Lang et al. (1989)は、M&A発表前後11日間において、高Qレシオの買収企業は低Qレシオの買収企業より、高い株価効果を収めると指摘した。一方、高Qレシオの被買収企業は低Qレシオの被買収企業より、獲得した買収プレミアムや株価効果が低い。また、彼らによると、高Qレシオの企業による低Qレシオの企業の買収は、両社を合同でみる時、他の買収より大きな超過リターンを得られるという。このように、買収企業のQレシオが被買収企業より高いほど、あるいは、被買収企業の経営効率の改善余地が高いほど、M&Aによる株価効果も高くなるということが分かる。ただし、Shleifer et al. (2003)は、経営効率が株価効果に与える影響に関する検証には、Qレシオだけではなく、他の指標で評価することも検討すべきであると主張する。

一方、井上・加藤(2006)は、日本企業のM&Aによる株価効果も、買収に参加する企業の経営効率に影響されると指摘した。ただし、日本では、米国のように経営効率の低い企業を敵対的M&Aで追い込むより、友好的M&Aで淘汰することが多いとコメントした。

④事業の関連性

買収に参加する企業の事業領域が重複するM&A(関連型M&A)の方が、非関連型M&Aより高い株価効果を得られるとよく言われる。井上・加藤(2006)によると、関連型M&Aの方が、規模の経済性や経営資源の効率利用などによるシナジー効果を発揮しやすいため、株価効果にもポジティブに働くことが期待されるという。一方、非関連型M&Aの方は、企業内部で経営資源の配分に非効率性を生じやすいため、株価市場ではより低い評価を受けている(Berger & Ofek, 1995)。

米国では、関連型M&Aと非関連型M&Aの株価効果を比較分析する研究が多い。M

orck & Shleifer & Vishny(1990)は、1975年から1987年までのM&A事例を事業の関連性が存在するかどうかによって分類し、それぞれの短期株価効果を測定した。彼らによると、関連型M&Aの方は非関連型M&Aより高い株価効果を得られたが、その差は統計上有意ではなかったという。Bhagat et al. (2005)はTOBによるM&Aを中心に分析した。彼らの研究結果も、関連型M&Aの方が非関連型M&Aより企業に高い株価効果をもたらすという観点を支持した。しかし、Agrawal et al. (1992)は、1955年から1987年までのM&Aの長期株価効果を分析した結果、非関連型M&Aの方が高い超過リターンを獲得したという結論を示した。このように、長期株価効果による分析の結果が短期株価効果による分析の結果と異なり、関連型M&Aの方が必ずしも非関連型M&Aより企業に高い株価効果をもたらすとはいえない。

日本においても、事業関連性が株価効果に与える影響について、様々な研究結果が出されている。例えば、Kang et al. (2000)は、買収企業と被買収企業の事業領域が重複するかどうかは、買収後の株価効果と有意な関連性が存在しないと指摘した。ただし、関連型M&Aでのみ、買収企業について有意なプラスの株価効果が確認できたという。平元(2002)は、関連型M&Aの方が非関連型M&Aより株価水準が高いという分析結果を示した。井上・加藤(2006)は、関連型M&Aにおける株価効果が非関連型M&Aより高いという仮説を立てて実証分析を行ったが、検証の結果はこの仮説を支持しない。

⑤経営者に対するモニタリング

株主による経営者に対するモニタリングも、M&Aの株価効果に影響を与える(井上・加藤、2006)。Jensen(1986)によると、企業価値を減少させる可能性が高いにもかかわらず、M&Aが行われたことがある。その理由は、経営者が企業規模の拡大などによって、自分の実績や報酬を高めようとしたためである。このような経営者の私益のための採算性の低いM&Aを抑えるために、株主、特に大株主による経営者へのモニタリングが重要であるという。Amihud et al. (1990)によると、買収企業における経営者の持ち株比率が高いほど、買収対価に株式より現金

で支払うことが多い。それは、経営者が自分の持ち分の希薄化を避けようとしたためであるという。また、Amihud et al. (1990)は経営者の持ち株比率をグループに分けて分析した結果、経営者持ち株の比率が5%未満のグループだけ、買収企業の株価効果がマイナスになった。このように、経営者の持ち株比率がM&Aによる株価効果に影響を与えることが分かる。経営者のM&A動機が株主価値の最大化につながるように、株主からのモニタリングが重要である。

日本では、一般的に株主が経営者に対して寛容で忍耐強く、米国ほどのモニタリング機能が果たされていない(井上・加藤、2006)。そのかわりに、企業の資本調達を中心とする銀行が経営者をモニタリングし、株主などの投資家の利益を保護する(Shleifer et al., 1997; Kang et al., 1995)。Kang et al. (2000)は、銀行からの借入比率が高い買収企業ほど、取引発表時の株価効果が高くなるという研究結果を示した。一方、Hoshi et al. (1990)、井上・加藤(2006)によると、1986年以前株価効果の影響要因として、買収企業に対する銀行によるモニタリングの効果が確認できる。しかしそれ以降、金融市場の規制緩和により、財務健全性の高い企業が直接的に市場から資金を調達するため、銀行によるモニタリングの機能が弱まり、モニタリング機能と株価効果との関連性が確認できなくなったという。

⑥買収プレミアム

買収プレミアムは、M&A発表直前の被買収企業の市場株価に対する買収価格の上乗せ部分を指す(井上・加藤、2006)。一般的に、買収企業が被買収企業の株主に、買収直前の被買収企業の株価の35%-40%をプレミアムとして支払うことが多い(服部、2004)。Asquith(1983)は、被買収企業の株主に支払うプレミアムが高いほど、被買収企業の株価効果が高いと指摘した。また、被買収企業のみならず、買収プレミアムは買収企業の株価効果にも影響を与える。Bradley et al. (1988)は、1963年から1984年までのTOBによるM&Aを分析した結果、買収プレミアムが大きいほど、買収企業の株価効果が低くなるという結論を示した。Sirower(1997)が1979年から1990年までのM&Aの短期株価効果を実証分析した。彼らの分析

結果によると、買収プレミアムと買収企業の株価効果との間には負の相関関係が存在する。その理由は、買収プレミアムが高い場合、被買収企業を過大評価して買収プレミアムを払い過ぎたのではないかという懸念を生じやすいためであるという。

日本では、コンテスト型 M&A や敵対型 M&A が少ないため、買収プレミアムは米国ほど大きくない。服部(2004)によると、日本では対等的合併が非常に多く、対等性の重視が小さな買収プレミアムにつながる。日本の買収プレミアムは米国より低い、米国と同じく M&A の株価効果に大きな影響を与えている。井上・加藤(2006)の検証結果によると、高い買収プレミアムは被買収企業の株価効果に対して強いプラスの影響をもつ一方、買収企業の株価効果にはマイナスの影響を与える。

4.1.2 クロスボーダーM&A 研究における株価効果に関する分析

買収前後における短期・長期株価の変化を測定することによって、クロスボーダーM&A の成果を評価する研究も存在する。Datta & Puia(1995)は 112 件の米国企業によるクロスボーダーM&A の株価効果を測定した結果、クロスボーダーM&A は株主に利益をもたらさないことを証明した。また、文化の差異が大きいほど、買収の効果がマイナスになることも明らかにした。AT Kearney(1999)、KPMG(1999)は、1990 年代中期クロスボーダーM&A を行った企業の株価効果について実証分析を行った。彼らによると、過半数以上の企業はクロスボーダーM&A の後、株価が低下の傾向を見せたという。Seth(2002)は、クロスボーダーM&A の動機と買収の成果との関係性について検証した。彼によると、企業間の経営資源が補完的である場合、あるいは、一部の資源が両社に共有できる場合、相乗効果が見られる。一方、経営者の自信過剰に基づくクロスボーダーM&A は株主の利益に損失をもたらすという。Elgers & Clark(1980)は、事業の関連性がクロスボーダーM&A の株価効果に与える影響について実証分析した。彼らの研究結果によると、関連型クロスボーダーM&A の方がより高い成果を出したという。

ドメスティック M&A の株価効果と比較し、クロスボーダーM&A の成果を評価する研究も見られる。Markides & Ittner(1994)は、1975 年-1988 年に行われた 276

件の米国企業によるクロスボーダーM&Aの株価効果を分析した。彼らの研究結果によると、クロスボーダーM&AはドメスティックM&Aより高いパフォーマンスをあげたという。Jasen & Korner (2000)はドイツ企業を中心に、1994年-1998年に行われた103件のクロスボーダーM&Aを研究した結果、Markides & Ittner(1994)と同じような結論を出した³。Morek & Yeung(1991, 1999)は米国企業を中心に、クロスボーダーM&AとドメスティックM&Aの株価効果を比較分析した。彼らの研究結果もクロスボーダーM&Aの方がより高いパフォーマンスをあげているという仮説を支持した。

以上、株式市場ベースの方法によるM&Aの価値創造に関する先行研究をまとめた。M&A研究全体における株価効果に関する分析は、主に短期株価効果、長期株価効果、株価効果の影響要因という3つの側面から議論を展開した。短期株価効果に関する研究は、M&A公表前後(約3日間)の企業株価を比較分析し、M&Aの成果を評価した。その研究成果として、M&Aは被買収企業に大きな超過リターンをもたらすことができるものの、買収企業には明確な株価効果をもたせることができないことが分かった。ただし、M&Aに参加する企業双方の平均的な株主価値にはプラスの効果をもたせることができるという。長期株価効果に関する研究は、M&A実施後数年間の買収企業の株価変化を分析し、M&Aが企業価値に与える影響を評価した。その研究結果は研究者によって異なり、一致する結論を見いだすことができなかった。また、多くのバイアスが存在するため、研究結果が統計的に頑健とはいえない。株価効果の影響要因について、コンテスト型M&A、買収企業の高い経営効率、高い買収プレミアムなどは、被買収企業に高い超過リターンをもたらすことができる。一方、現金による支払手段、経営者に対する強いモニタリング、低い買収プレミアムなどは、買収企業の株価にプラスの影響を与えることができるという。

クロスボーダーM&A研究における株価効果に関する分析も、主にクロスボーダ

³ UNCTAD(2000)p. 157の引用を参考。

一M&A 前後の株価変化や株価効果の影響要因などをめぐって議論を展開した。クロスボーダーM&A の株価効果の研究結果については、高い超過リターンは見られないものの、ドメスティック M&A より高いパフォーマンスをあげたと言える。また、その株価効果は文化の差異や買収の動機、企業間の事業関連性などに影響されていることもわかった。

4.2 会計ベースの方法による M&A の価値創造に関する研究

会計ベースの方法とは、各種の財務・経営指標を利用し、M&A 前後の業績変化を比較しながら、M&A のパフォーマンスを分析・測定することである。ただし、どのような経営指標で評価するか、またはどのような計量分析の手法を用いるかについて、研究者によって考え方にかなりの差異があり、研究結果もそれぞれ異なる(岡部・関、2006)。例えば、青木(2005)は資産回転率と ROA を指標として、M&A 実施後 3 年間の買収企業の業績効果を調べた。彼の研究結果によると、買収後、買収企業の資産回転率も ROA も下がったという。一方、岡部・関(2006)は、2001 年に M&A を実施した日本企業のうち 157 社をもとに、経営の安定性(倒産確率の低下)と効率化(ROE の上昇)を指標として、M&A 実施 3 年後の企業業績を調査した。その結果、M&A 実施 3 年後、経営の安定化と効率化をともに実現した企業の割合が全体の 50%弱を占めたことが分かった。また、経営の効率化という効果が、経営の安定化という効果よりはるかに大きいという結果も示した。このように、会計ベースの方法による M&A 成果の評価は、研究者によって研究結果も異なるのである。

4.2.1 会計ベースの方法による M&A 成果の評価(M&A 研究全体)

図表 2-8 は、会計ベースの方法による M&A 成果の評価に関する先行研究をまとめたものである。Meeks(1977)は、1964 年から 1972 年まで英国で行われた M&A を中心に、ROA を分析の指標として利用し、買収後の企業の経營業績を調査・分析した。彼によると、買収後の買収企業の ROA が低下の傾向にあるという。Muelle r(1980)は、1962 年から 1972 年まで米国で実施された M&A を対象に調査を行った。調査の結果、買収後の買収企業の ROA と ROE は、同業他社より若干低い、その

差は有意ではないことが分かった。Hoshino(1982)は、買収企業における合併前後の利益率を比較し、合併による収益性の改善が見られないという結論を出した。村松(1986)は、日本の企業をサンプルとして、買収経験企業と非経験企業の収益性(利益率)を比較研究した。その結果、買収経験企業より、非経験企業の方の利益率が高いということが分かった。Ravenscraft et al.(1987)は、被買収企業のROAの変化を中心に分析した。その結果、買収後、被買収企業のROAが低下する傾向にあることを明らかにした。

2000年以降の先行研究では、より幅広い評価指標が利用された。Yeh & Hoshino(2001)は、経営効率の基本的尺度である全要素生産性(TFP: total factor productivity)や、成長性の尺度である売上増加率、収益性の尺度であるROE・ROAなどの経営指標を使い、M&Aのパフォーマンスを評価した。彼らの分析結果によると、合併が企業の経営効率、成長性、収益性のいずれにもマイナスの影響を与え、特に系列関連企業の場合、合併後の経営効率の低下が顕著であるという。Kruse et al.(2004)は、1969年から1997年までに合併を行った企業の合併前後の業績(キャッシュフロー/総資産、キャッシュフロー/売上高)を比較分析した。その結果、全体的には合併後の業績の改善効果が見られる。また、同業種合併より異業種多角化合併の方の改善効果が大きいということも分かった。

深尾(2005)は、1994年から2005年までの製造業のM&A事例を対象に、対日M&Aや国内企業間のM&Aが企業の生産効率を高めたか否かについて分析した。彼の分析結果により、外国企業はもともと生産性の高い日本企業を買収することと、買収後における被買収企業の生産性改善は対日M&Aの場合の方が大きいなどのことが分かった。長岡(2005)は、上場企業を中心にM&Aが企業の成長に与える影響を分析した。彼は、サンプルを対等合併とそれ以外の合併に分類し、雇用増加率、売上増加率などの指標を利用し、M&Aを行った企業のパフォーマンスと行わなかった企業のパフォーマンスを比較した。その結果、合併は余剰人員削減の効果をもつことが分かった。また、対等合併の場合では、売上高が減少し労働生産性が低下する一方、非対等合併の場合では、売上高成長率が高くなり、企業の生産性が上昇したということも報告された。

図表 2-8 : M&A 成果の評価に関する先行研究(会計ベースの方法による)

研究論文	評価指標	実証結果(買収後)
Meeks(1977)	買収企業の ROA	低下する傾向にある
Mueller(1980)	買収企業の ROA と ROE	同業他社より若干低いが、その差は有意ではない
Hoshino(1982)	買収企業の利益率	合併による改善効果が見られない
村松(1986)	買収経験企業と非経験企業の利益率	買収経験企業より、非経験企業の利益率が高い
Ravenscraft et al.(1987)	被買収企業の ROA	低下する
Yeh & Hoshino(2001)	全要素生産性(TFP)、収益性(ROA、ROE)、成長性(売上増加率)	買収企業の生産性、収益性、成長性のいずれも低くなり、特に系列関連企業の場合が顕著
Kruse et al.(2004)	キャッシュ・フロー/総資産、キャッシュ・フロー/売上高	経営効率が改善され、特に異業種多角化合併の場合、改善効果が大きい
深尾(2005)	全要素生産性(TFP)、経常利益率、従業員数	日本企業間の M&A の方は生産性の改善が限定的であり、対日 M&A の方は生産性の改善が大きい
長岡(2005)	雇用増加率、売上増加率、総資本営業利益率	合併は余剰人員削減の効果をもつ。労働生産性に関して、対等合併の場合は低下するが、非対等の場合は上昇する。

出所：岡部・関(2006)を参考し、筆者加筆。

その他にも、Richard(1987)、岩城(2007)、滝澤・鶴光・細野(2008)、Weston(2001)、池田(2013)などの研究があげられる。要するに、会計ベースの方法による M&A の価値創造に関する先行研究では、全要素生産性、雇用増加率、売上増加率

など幅広い財務・経営指標が使われ、様々な実証分析が行われた。研究の結果は研究者によって異なり、必ずしも M&A が企業にプラスの効果を与えたとはいえない。

4.2.2 会計ベースの方法による M&A 成果の評価(クロスボーダーM&A 研究)

Jones(2005)によると、クロスボーダーM&A は文化、法律環境および会計基準が異なるため、通常以上のリスクに直面する。概して、アメリカで企業買収を行った外国企業は、多くの場合、予想外の追加費用を支払わされたり、買収対象となった企業の収益力が平均以下だったりするという。

Morosini et al.(1998)、Gonzalez et al.(1998)は、クロスボーダーM&A とドメスティック M&A の成果を比較分析した。彼らによると、前者の方がより高いパフォーマンスをあげたという。Moden(1998)によると、クロスボーダーM&A の方はドメスティック M&A より、全要素生産性、雇用、市場シェアの面において高い成果を見せた。また、被買収企業の労働生産性も増加の傾向を示したという⁴。UNCTAD(2000)によると、クロスボーダーM&A は販売量、雇用、輸出などの面において高い成果が見られる。一方、ドメスティック M&A は、技術や組織の面において成果が高いという。井上(2013)は、主要先進国とアジア諸国を対象に、ドメスティック M&A とクロスボーダーM&A の買収効果を比較分析した。彼は、クロスボーダーM&A は同言語、同宗教の国の企業同士で行われる確率が高く、文化的差異の小さい国の企業同士の方が、シナジー効果の創出が容易であると双方の経営者が判断していることを示唆した。また、彼によると、買収企業と被買収企業の双方にとって、クロスボーダーM&A の方がドメスティック M&A より収益性も成長率も高い。それは、前者には企業文化の差など越えるべきハードルは存在するが、後者より望ましい再編相手と統合する機会に恵まれているためであるという。

Li & Guisinger(1991)はクロスボーダーM&A、グリーンフィールド、ジョイント・ベンチャーという3つの対外直接投資方式による投資効果を比較分析した。彼らによると、クロスボーダーM&A とジョイント・ベンチャーより、グリーンフ

⁴ UNCTAD(2000)p. 138 の引用を参考。

フィールドの方が成功しやすいという。一方、Shauer (1998)は、クロスボーダーM&Aとグリーンフィールドの投資効果を比較した結果、両者の間には統計的に有意の差がないことを証明した。

以上、会計ベースの方法によるM&Aの価値創造に関する先行研究をまとめた。これらの研究は、研究者によって利用される評価指標が違い、出された結論もそれぞれ異なる。ただし、全体的には、ROA、ROE、TFP、利益率というような指標が多く利用されている。M&A研究全体において、M&Aの後、企業のパフォーマンスが低下したという実証結果が多く見られる。クロスボーダーM&A研究において、全体的に、クロスボーダーM&Aの方がドメスティックM&Aより高いパフォーマンスを見せたことが分かった。

第5節 批判的検討

本節では、上述したM&Aの先行研究に対して議論を展開し、その批判的検討を行う。

M&Aの動機や事業関連性に関する先行研究は、プレM&A段階に焦点を置き、M&Aの動機付けや事業関連性が買収効果に与える影響などをめぐって議論を展開した。M&Aの多様な動機や事業関連性による影響などを解明したところが評価できる。組織統合に関する先行研究は、ポストM&Aの統合プロセスに焦点を当て、組織統合の対象や方法、組織統合の程度・範囲と買収動機・買収成果との関係性などについて議論を展開した。M&Aの目的を達成するために、どのように組織統合をマネジメントしていくか、また、組織統合をどの程度、どこまでの範囲で行うのが最適なのかを究明したところが評価できる。M&Aの価値創造に関する先行研究の中で、株式市場ベースの方法および会計ベースの方法という2つの研究手法がよく利用されている。株式市場ベースの方法による研究は、M&Aの短期株価効果、長期株価効果、株価効果の影響要因などをめぐって分析を展開した。これらの先行研究は、M&Aの株価効果を実証分析によってより客観的に判断したところが評

価できる。会計ベースの方法による研究は、各種の経営・財務指標を利用しながら M&A のパフォーマンスを実証分析で評価した。株式市場ベースの評価方法を補いながら、より客観的に M&A の成果を判断したところが評価できる。

このように、これらの先行研究はそれぞれの分析テーマごとに独立しており、それらの相互間の関連性が少なかった。たとえば、M&A の動機や事業関連性に関する研究は、プレ M&A 段階に分析対象が偏り、ポスト M&A 段階における統合マネジメントや、M&A 成果の評価に関する議論が少ない。反対に、組織統合に関する M&A 研究は、ポスト M&A の統合プロセスに重点を置き、M&A プロセスの全体ではなく、ある一部分に焦点があたっている。M&A の価値創造に関する研究は、株価効果や多様な財務指標を利用し M&A の成果を評価したが、M&A の動機や、組織統合によるシナジー効果など明確に数値化しにくい成果に関する議論が少ない。要するに、これらの先行研究は M&A プロセスの全体よりも、その一部分だけに注目しているきらいがある。

中村(2003)は、M&A は意思決定から統合までの一連のプロセスであるため、M&A の成功要因や問題点を検討するためには、個別の視点だけでは捉えきれないと指摘し、M&A プロセスの一部分を分析するだけでは、M&A の価値創造に関する議論が不十分であると述べた。彼によれば、M&A の価値創造に関する研究は、戦略の違いや、M&A 後の組織統合などを軽視する傾向があるという。また、M&A の戦略や組織に関する研究では、財務的要素を考慮することが少ない。結果として、そうした研究は M&A プロセスの一部分しか見ておらず、M&A の全体を把握する視点が欠けていると主張する。

同様の主張は Larsson & Finkelstein(1999)も行っている。本章の冒頭でも示した通り、彼らは M&A の先行研究を戦略論、経済学、財務論、組織論、人的資源論に分類していたが、これらの分野でなされた先行研究では理論の連結を試みておらず、M&A に関する研究が静態的で不完全であると指摘した。

本研究においても、M&A は静態的なものではなく、準備、交渉、統合など一連のプロセスからなるものという立場に立つ。プロセスの視点から M&A を捉え、多様な学問分野で蓄積された理論を利用し、ダイナミックかつ総合的な観点から M&

A 研究を展開すべきであると考える。

次節では、Larsson & Finkelstein(1999)が提起した「M&Aのパフォーマンスモデル」を紹介する。このモデルは、M&Aに関連する多様な分析視点の理論的研究の成果を踏まえたうえで、現実の企業側の事情も考慮し、ダイナミックかつ総合的な視点から M&A のシナジー効果に影響を及ぼす諸要因を解明したモデルであると言える。

第3章 分析フレームワーク

本章では、M&Aに関する総合的な理解を深めるために、Larsson & Finkelstein(1999)のモデルを紹介する。彼らは学際的な立場からM&Aの理論研究を統合し、「M&A総合モデル」(An Integrative Merger and Acquisition Model)と「M&Aパフォーマンスモデル」(Model of M&A Performance)を提起した。

具体的には、彼らはまず経済学、財務論、戦略論、組織論、人的資源論の視点からM&A理論研究の重要な要素を4つ抽出した。すなわち「戦略的適合性」、「組織統合」、「従業員の抵抗」、「シナジー効果」である(具体的な内容は後で述べる)。これらの要素の相互関係を中心に分析し、「M&A総合モデル」を提起した。さらに、「M&A総合モデル」を基に、彼らはこれに「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という3つの要素を加え、「M&Aパフォーマンスモデル」を提示した。「M&Aパフォーマンスモデル」は、「M&A総合モデル」で提示した各要因に影響を与える背景要因にまで踏み込んで検討を行ったものであり、その意味で「M&A総合モデル」よりもさらに進化した総合的なモデルであると言える。以下では、この2つのモデルの詳細を紹介する。

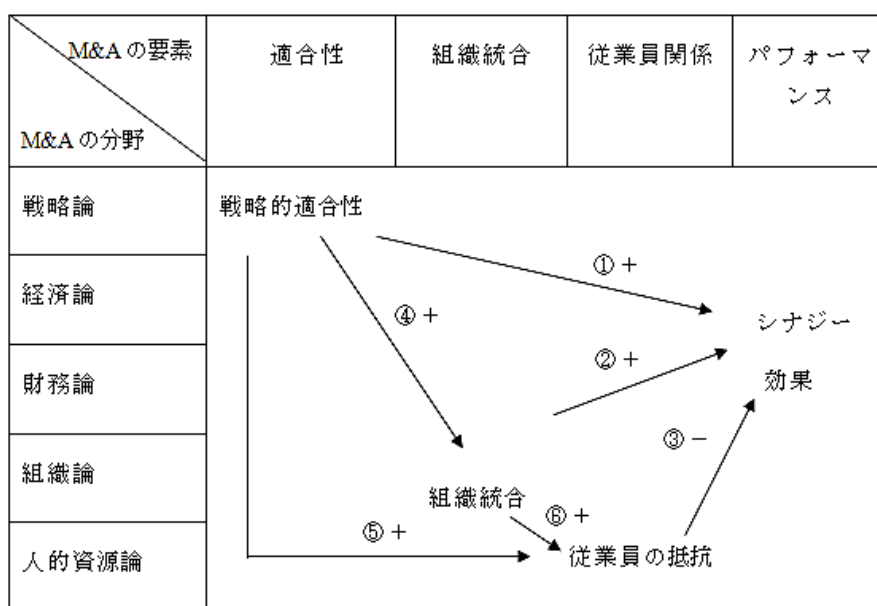
第1節 M&A総合モデル

Larsson & Finkelstein(1999)は、上述の各分野の研究領域から4つの重要な要素を抽出し、これらの要素の相互関係を示す「M&A総合モデル」(図表3-1)を提示した。この4つの要素は、「シナジー効果」(経済学と財務論)、「戦略的適合性」(戦略論)、「組織統合」(組織論)、「従業員の抵抗」(人的資源論)である。彼らは、企業間の戦略的適合性、組織統合の程度および従業員の抵抗がM&Aのシナジー効果に与える影響を中心に、これらの要素の相互関係について6つの仮説を提起し、実証分析で検証した。

図表3-1で示すように、「M&A総合モデル」では次のような6つの仮説が立てられた。①戦略的適合性が高いほど、シナジー効果が高くなる(+)、②組織

統合の程度が高いほど、シナジー効果が高くなる(+)、③従業員の抵抗が高いほど、シナジー効果が低くなる(-)、④戦略的適合性が高いほど、組織統合の必要性が高くなる(+)、⑤戦略的適合性が高いほど、従業員の抵抗が高くなる(+)、⑥組織統合の程度が高いほど、従業員の抵抗が高くなる(+)。本節では、これら4つの要素の内容(図表3-2)および実証分析の結果(図表3-3)について説明する。

図表 3-1 : M&A 総合モデル¹



出所: Larsson & Finkelstein(1999)p. 5。

1.1 モデルの要素

1.1.1 シナジー効果(M&A パフォーマンスの測定)

Larsson & Finkelstein(1999)によると、経済学と財務論におけるM&A研究は、主にM&Aの価値創造やパフォーマンスの評価をめぐって分析を展開する。M&Aパフォーマンスの評価について、経済学では会計ベースの方法で、財務論では株式リターンの方法で計算されることが多いという。しかし、彼らによる

¹ “+”はプラスの影響、“-”はマイナスの影響を意味する。

と、この2つの計算方法ともいくつかの問題点が存在する。例えば、①同じ買収案件においても、会計ベースの方法と株式リターンの方法で計算した結果が一致せず、時に正反対の結果を出す場合もある；②株式リターンの方法で計算する場合、企業のパフォーマンスが向上した原因は、それがM&Aによるものなのか、または通常の企業経営によるものなのかが曖昧で、明確に判断することができない；③この2つの計算方法とも、組織統合や従業員の抵抗など明確に数値化しにくい要素を考慮できず、現在入手できる数値だけでM&Aパフォーマンスを計算することが多い。

これらの問題点を解消するために、Larsson & Finkelstein(1999)は、M&Aの多面性を考慮し、パフォーマンスを測定する時、シナジー効果という基準を選択した。彼らは、シナジー効果を「両企業間でM&Aによって実際に生み出された純価値」と定義し、財務、会計、戦略、組織、人的資源などの要素を考慮したシナジー効果という基準でM&Aのパフォーマンスを評価する。ただし、シナジー効果の評価方法は全面性、独立性など長所を持っているが、会計ベースや株式リターンの計算方法より客観性や精密性が欠けていることは無視できないと、彼らが自ら指摘している。シナジー効果の測定について、図表3-2で示すように、彼らはコストの削減、生産力の増大、新市場の開拓、新たなノウハウ・知識の創出などの11個の項目を設定し、M&Aによって各項目がどの程度強化されたのかについて、0から2まで3段階に分けて採点し成果を判断した。

1.1.2 戦略的適合性

Larsson & Finkelstein(1999)によると、戦略論でのM&A研究は、M&Aを行うことによって、戦略目標をどのくらい達成できるのか、そして戦略的シナジー効果をどのくらい獲得できるのかについて議論を展開する。戦略的シナジー効果とは、範囲の経済や規模の経済による製品、市場、研究開発などの経営シナジー効果や、有能なマネジャーを入れかえることによる管理シナジー効果、リスク分散による財務シナジー効果などであり、戦略的シナジー効果を獲得で

できればできるほど、企業間の戦略的適合性が高くなるという²。

戦略的適合性には、類似的適合性と補完的適合性の2つがある³。類似的適合性は、M&Aに参加する企業同士で、製品分野、ターゲット市場、経営方式などが類似することを指す。戦略的適合性が類似すればするほど、規模の経済によるコストダウンや市場制御力の向上などが期待できるため、戦略的適合性も高くなる。一方、補完的適合性は企業間の製品や市場、経営方式などが補完的であることを指す。それによって、バリューチェーン全体のコントロールや相互の優位性を利用することができるため、戦略的適合性も高くなる。企業間の戦略的適合性が高いかどうかを判断する時、類似的適合性と補完的適合性の両方を考慮すべきである。

戦略的適合性の測定について、Larsson & Finkelstein(1999)は、市場の類似性、市場の補完性、製品の類似性、製品の補完性という4つの項目を設定し、1から5までの範囲で適合性を評価する。図表3-2で示すように、市場の類似性・補完性は、M&Aに参加する企業同士の地理的市場や、対象とする顧客層の類似・補完の程度によって判断される。製品の類似性・補完性は製品の原材料や、生産プロセス、用途の類似・補完の程度によって判断される。

1.1.3 組織統合

M&Aの目的を達成するために、買収後における組織間の調整と統合が不可欠である。Larsson & Finkelstein(1999)は、組織統合を「買収に参加する企業同士の相互作用や協調」と定義し、組織統合の重要性を指摘した。彼らは、組織統合の程度がM&Aのパフォーマンスに直接的に影響を与え、組織統合の程度が高いほど、M&Aのシナジー効果が高くなるという仮説を立てた。また、組織統合の質を高めるために、計画体制の構築、専門担当者や統合チームの設置などが必要であることと、組織統合の質と量の両方を重視すべきことも強調した。

組織統合の程度の測定について、彼らは図表3-2で示すように、「企業間の

² Larsson & Finkelstein(1999)p. 5。

³ 同上。

相互作用」と「統合のための努力」の2つの項目を設定し、1から5までのスケールで採点し成果を判断する。「企業間の相互作用」は、統合段階に行われた統合活動の件数と、それがもたらした企業の変化などの指標で測定する。「統合のための努力」は、買収側が組織統合をスムーズに進ませるために、専門担当者・統合チームの設置や、統合計画、臨時的な人事調整などが行われたかどうかによって判断される。

1.1.4 従業員の抵抗

Larsson & Finkelstein(1999)によると、人的資源論でのM&A研究は、主に個人的な従業員反応、集団的な従業員反応、反応を起こす原因などをめぐって分析を展開した。個人的な従業員反応は、主に心理的視点やM&Aのキャリア計画に対する影響の面から、集団的従業員反応は主に文化的視点から研究されてきた。両方の研究とも、従業員の多くはM&Aに対して消極的であり、これがM&Aの失敗につながると結論づけたという。

従業員がM&Aに対して消極的になる理由は3つがあげられる⁴。①心理的な視点から見れば、被買収側の従業員は対抗性、劣等感、不信、緊張、敵意などの感情を生じやすく、買収後における企業間の調整や統合に対して非協力的になりやすい。②M&Aは従業員のキャリア・モビリティや、キャリア・パターン、キャリア発展計画などに大きく影響する。具体的には、リストラ、配置転換、個人権勢の喪失、ポジションの減少などがあげられる。③文化衝突。文化衝突は統合プロセスの中でよく発生する現象であり、一般的に被買収企業の文化や伝統が大きく変えられることが多い。衝突は結果的に人権侵害や、文化的後退(カルチャー・リトレンチメント)、文化的拒否などにつながる。

⁴ Larsson & Finkelstein(1999)p. 6。

図表 3-2 : 「M&A 総合モデル」の各要素の判断基準

シナジー効果	<p>M&A によって実際に生み出された純価値</p> <ul style="list-style-type: none"> ・調達力の強化による仕入原価の削減(例:一括仕入による割引) ・生産力の強化による生産コストの削減(例:過剰生産能力の利用) ・販売力の向上による販売コストの削減(例:販売部門の統合による人件費の削減) ・競争相手の合併による市場占有率の向上(例:低価格競争の回避) ・管理部門の統合による管理費の削減 ・顧客や取引先の統合による取引コストの削減 ・相手企業の既存販売網を利用し、新たな地域の市場への進出 ・製品のクロス・セリングによる新規顧客や販売量の増加 ・現有ノウハウ(R&Dを含む)の移転による生産・管理効率の向上 ・企業間の相互作用や学習による新たなノウハウ・知識の創出 ・その他のシナジー効果(例:ファイナンシャル効果)
戦略的適合性	<p>市場や製品が類似的なのか補完的なのか、その類似や補完の程度</p> <ul style="list-style-type: none"> ・製品：原材料、生産プロセス(設備、技術、ノウハウ)、用途(加工用か最終製品か) ・市場：地理的市場、対象とする顧客層
組織統合	<p>ポスト M&A 段階における企業間の相互作用や協調</p> <ul style="list-style-type: none"> ・企業間の相互作用：統合段階に行われた統合活動の件数と、それがもたらした企業の変化など ・統合のための努力：統合チームの設置や、統合計画の作成、臨時的な人事調整など
従業員の抵抗	<p>統合プロセスにおいて、従業員による積極的や消極的な抵抗</p> <ul style="list-style-type: none"> ・積極的な抵抗：声による反対(vocal opposition)、物による反対(例:反買収企業のポスター)、自発的退職、ストライキなど ・消極的な抵抗：サボタージュ、無断欠勤、不従順など

出所：Larsson & Finkelstein(1999)に基づき、筆者作成。

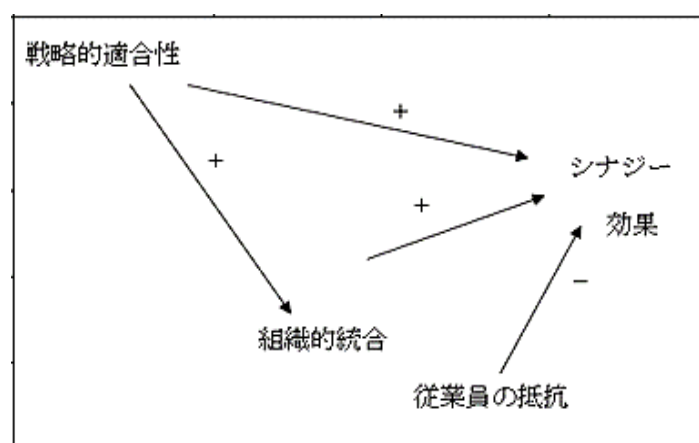
Larsson & Finkelstein(1999)は、従業員の抵抗を「企業間の結合や統合に対して、従業員が個人的にもしくは集団的に行う抵抗」と定義し、従業員の抵抗が M&A パフォーマンスにマイナスの影響を与えるという仮説を立てた。従業員の抵抗についての測定は、統合プロセスにおける従業員の積極的な抵抗(例:自発的退職、ストライキ)と、消極的な抵抗(例:無断欠勤、不服従)の程度を1から5までの範囲で測定する(図表 3-2)。

1.2 証明された関連性

以上、「M&A 総合モデル」の各要素の内容を説明した。Larsson & Finkelstein(1999)はこれらの要素の相互関係、すなわち、戦略的適合性、組織統合、従業員の抵抗が M&A シナジー効果に与える影響、そして戦略的適合性、組織統合、従業員の抵抗という3つの要素の関係性について実証分析した。分析の結果として、図表 3-3 で示すように、4つの関連性が証明された。それは:

- i. 戦略的適合性が高いほど、シナジー効果が高い
- ii. 組織統合の程度が高いほど、シナジー効果が高い
- iii. 従業員の抵抗が高いほど、シナジー効果が低い
- iv. 戦略的適合性が高いほど、組織統合の必要性も高くなる

図表 3-3 : M&A 総合モデルで証明された関連性



出所: Larsson & Finkelstein(1999)に基づき筆者作成。

まずは i について、M&A に参加する企業同士の戦略的適合性が高いほど、企業間で共有できる経営資源が多くなり、M&A によるシナジー効果も高くなる。また、Larsson & Finkelstein(1999)によると、類似的適合性よりも、補完的適合性の高い方がシナジー効果は高く、合併の成功率も高い。ii について、組織統合の程度が高いほど、シナジー効果が高い。それは、シナジー効果の実現は、買収後における組織間の相互作用や協調によってもたらされることが多いためである。iii について、従業員の抵抗が高いほど、シナジー効果が低くなる。被買収側の従業員はストレスを感じ、カルチャー・ショックを受け、またキャリア計画が影響をうけることが多い。そのため、従業員は消極的で非協力的になりやすく、彼らの抵抗は M&A シナジー効果の実現を妨げる。iv の戦略的適合性と組織統合の関係性について、戦略的適合性が高いほど、組織統合の必要性が高くなるという検証結果がある。それは、戦略的適合可能性の実現は、買収後における組織間の調整や統合によってもたらされることが多いためである。

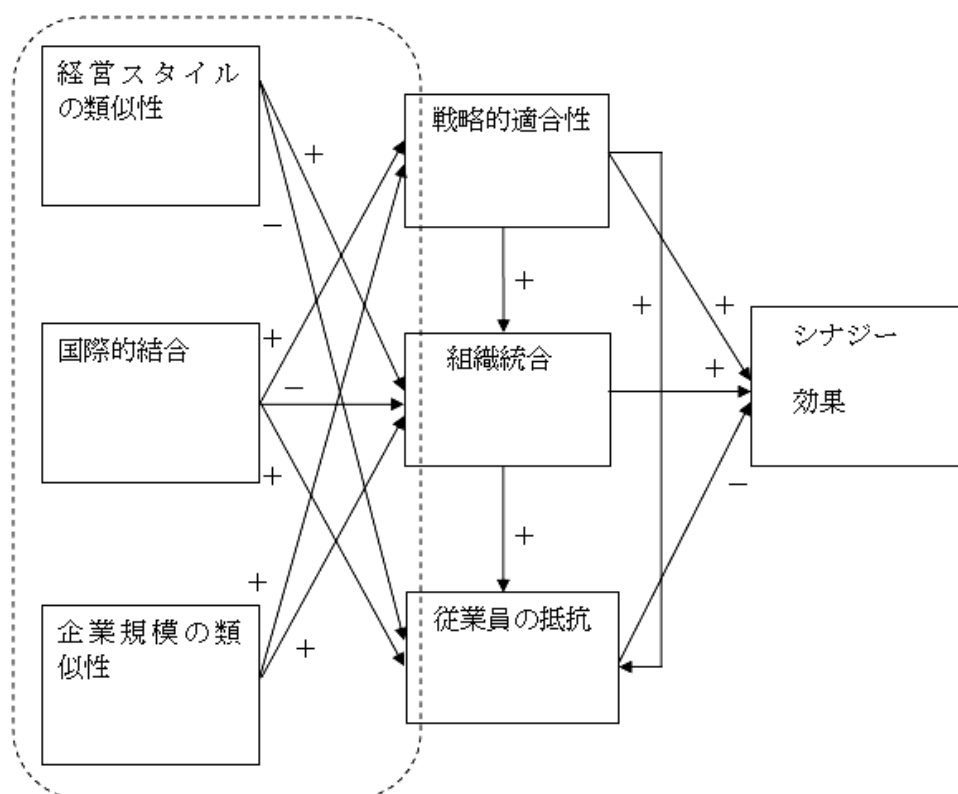
その他、図表 3-1 でも示したように、「M&A 総合モデル」では、戦略的適合性と組織統合という 2 つの要素が、従業員の抵抗に与える影響についても検証された。検証の結果は、いずれも明確な関連性を見いだせなかった。すなわち、企業間の戦略的適合性があるがなかろうが、あるいは組織統合の程度が高かろうが低かろうが、M&A に対する従業員の抵抗が絶えず大きく存在すると言える。ただし、Larsson & Finkelstein(1999)では、補完的戦略適合性の場合、従業員の脅威感がより薄く、反発や抵抗もより低くなるという指摘がある。

第 2 節 M&A パフォーマンスモデル

Larsson & Finkelstein (1990)は、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という 3 つの要素が M&A の成功要因の解釈にとって重要であると指摘した。しかし、この 3 つの要素がどのように M&A のパフォーマンスに影響を与えるのかについて、彼らの研究段階では明確な研究結果が出ていなかった。そのため、彼らは自らが提起した「M&A 総合モデル」をもとに、「M

&A パフォーマンスモデル」(図表 3-4)を作り出した。この「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」および「企業規模の類似性」という 3 つの要素が、「戦略的適合性」、「組織統合」および「従業員の抵抗」にどのような影響を与えるのかについて実証分析し、間接的に M&A パフォーマンスへの影響を検証した。

図表 3-4 : M&A パフォーマンスモデル⁵



出所: Larsson & Finkelstein(1999)p.13。

図表 3-4 で示すように、「M&A パフォーマンスモデル」では、新たに 7 つの仮説が提起された(点線枠内)。それは: ①経営スタイルの類似性が高いほど、組織統合の程度が高くなる(+);②経営スタイルの類似性が高いほど、従業員の抵抗が低くなる(-);③国際的結合である場合、戦略的適合性が高い(+);④国際的結合である場合、組織統合の程度が低い(-);⑤国際的結合の場合、従業員の抵抗が高い(+);⑥企業規模が類似するほど、戦略的適合性が高くなる(+);⑦企

⁵ “+” はプラスの影響、“-” はマイナスの影響を意味する。

業規模が類似するほど、組織統合の程度が高くなる(+)、という7つの仮説である。本節では、まず「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という3つの要素の内容を整理する。その次に、「M&A パフォーマンスモデル」で新たに証明された関連性について説明する。

2.1 3つの要素

a. 経営スタイルの類似性

Larsson & Finkelstein(1999)は、経営スタイルの類似性を「組織を統合しようとするマネジャーが、リスク・テイキング、権限、組織構造をどの程度重視しているか」と定義する。彼らは、経営スタイルの類似性が組織統合と従業員の抵抗との間で、どのような関係性を持つのかについて検証した。経営スタイルの類似性の測定は統合の初期段階に行われ、企業の経営スタイルは権威主義的管理か、参加的管理かで判断する(図表 3-5)。なお、彼らはこの両スタイルの具体的な判断指標について述べていない。

b. 国際的結合

Larsson & Finkelstein(1999)によると、M&Aに参加する企業の本社が同じ国であるかどうか、M&Aのシナジー効果に影響を与えるという。彼らは、国際的結合がM&Aのシナジー効果にどのような影響を与えるのかについて、戦略的適合性、組織統合、従業員の抵抗という3つの面から間接的に検証した。M&Aに参加する企業の本社が同じ国である場合は0とし、異なる国である場合は1とした。

c. 企業規模の類似性

Larsson & Finkelstein(1999)は、買収企業と被買収企業の規模が類似すればするほど、シナジー効果が高いと想定した。彼らは、企業規模の類似性が、戦略的適合性と組織統合との間で、どのような関係性を持つのかについて測定し、間接的にシナジー効果への影響を検証した。企業間の規模が類似するかどうかは、買収企業と被買収企業の年間売上高の比率を基準に評価する(図表 3-

5)。明確な売上高が計算できない場合、企業の総資産または総従業員数で判断する。

図表 3-5：3つの要素の判断基準

要素	判断基準
経営スタイルの類似性	<ul style="list-style-type: none"> ・ 権威主義的管理 (authoritative management) ・ 参加的管理 (participative management)
国際的結合	M&A に参加する企業の本社が同じ国なのか
企業規模の類似性	企業間の年間売上高の比率を見る。それが 67%以上の場合は企業規模の類似性が高い、10%以下の場合は類似性が低い

出所：Larsson & Finkelstein(1999)に基づき筆者作成。

2.2 証明された関連性

先にも述べたように、Larsson & Finkelstein(1999)は「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」および「企業規模の類似性」という3つの要素が、「戦略的適合性」、「組織統合」および「従業員の抵抗」に与える影響を実証分析することによって、間接的にこの3つの要素が M&A シナジー効果に与える影響を検証した。検証の結果としては、図表 3-6 で示すように、3つの関係性が新たに証明された(点線枠内)。それは：

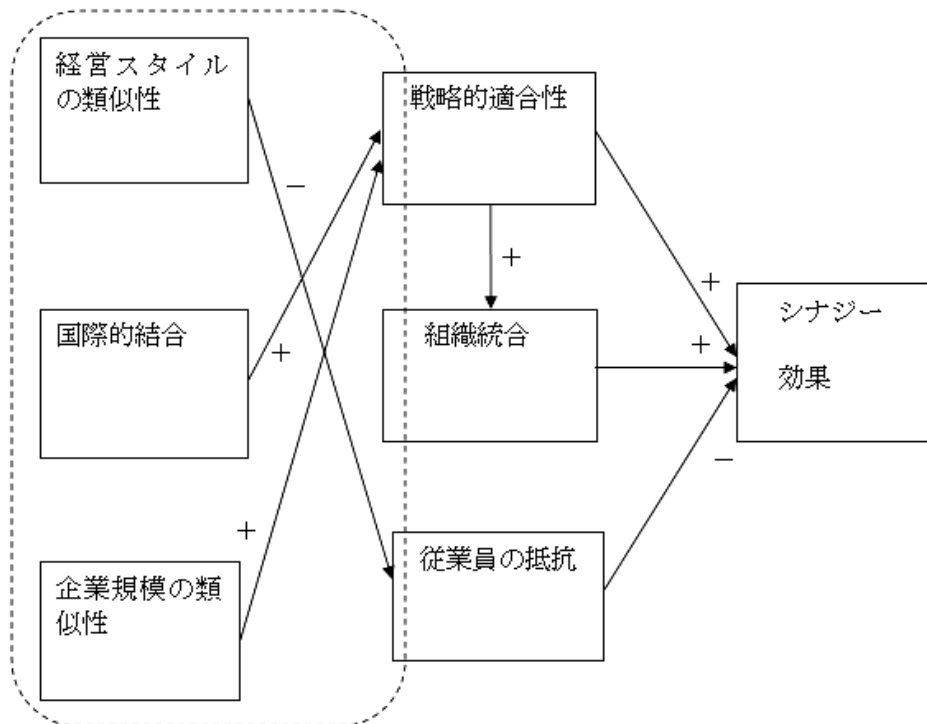
①経営スタイルの類似性が高いほど、従業員の抵抗が低くなり、シナジー効果が高くなる。それは、経営スタイルが類似する場合、従来の認知が通用しやすく、企業文化などの差異による影響が薄められるためである。

②国際的結合である場合、戦略的適合性が高くなり、シナジー効果が高くなる。それは、海外企業を買収・合併することによって、自国にない経営資源や市場を補強できるためである。

③企業規模の類似性が高いほど、戦略的適合性が高くなり、シナジー効果も高くなる。その理由は、M&A に参加する企業同士の規模が類似すればするほど、

相互に利用できる経営資源が多いためである。一方、被買収企業の規模が買収企業より遥かに小さい場合、企業規模や経営資源の制約によって、戦略的適合性が低くなり、シナジー効果も低くなる。

図表 3-6 : M&A パフォーマンスモデルで新たに証明された関係性(点線枠内)



出所：Larsson & Finkelstein(1999)に基づき筆者作成。

また、図表 3-4 でも示したように、「M&A パフォーマンスモデル」では、経営スタイルの類似性が戦略的適合性と組織統合に与える影響、国際的結合が組織統合と従業員の抵抗に与える影響、企業規模の類似性が組織統合と従業員の抵抗に与える影響についても検証された。検証の結果は、いずれも明確な関連性を見出せなかった。明確な因果関係が検出されなかったが、Larsson & Finkelstein(1999)は、国際的結合は国内的結合よりも、従業員の抵抗が低いという発見を示した。その理由について、彼らによると、国際的結合の場合、マネジャーは文化的相違や文化衝突をより慎重的に取り扱うためではないかという推測がある。また、国際的結合は、国内的結合よりも企業間で補完的な部分が多いため、従業員にもたらす脅威感がより低いという解釈も提示した。

第3節 モデルの評価

以上、Larsson & Finkelstein(1999)が提起した「M&A 総合モデル」と、それに基づく「M&A パフォーマンスモデル」を説明した。「M&A 総合モデル」は、戦略的適合性、組織統合、人的資源マネジメント、M&A 成果の評価など、M&A に関する主要な理論研究を統合したものである。「M&A パフォーマンスモデル」は、「M&A 総合モデル」をさらに進化させ、経営スタイル、国際的結合、企業規模の類似性というような企業側の特徴も考慮したより全面的な総合モデルである。本節では、この2つのモデルの学術的貢献点と問題点について検討を行う。

学術的貢献点としては、次のような2点があげられる。1つ目は、ダイナミックかつ総合的な研究視点の提示である。M&A に関する研究の中で、個別的な視点からの分析が多く、それぞれの研究も独立している。これに対して、Larsson & Finkelstein(1999)が提起したモデルは、多様な分析視点による M&A 研究を1つのモデルに統合し、動的かつ総合的な分析視点から M&A の理論研究を補足した。このような視点を利用することで、M&A 全体のプロセスを1つのフレームワークで検討できるところが評価できる。2つ目は、M&A シナジー効果を左右する因果関係の解明である。この2つのモデルは、M&A シナジー効果の獲得に影響する多様な分野の主要な要素を抽出し、各要素が M&A のシナジー効果に与える影響を検証した。特に、M&A シナジー効果の影響要因の検討は、戦略論や組織論などの理論研究の範囲にとどまらず、経営スタイル、国際的結合、企業の規模など、M&A に参加する企業の特質や特徴も考慮した。このように、理論的研究の成果を踏まえたうえで、現実の企業側の実情も考慮し、M&A シナジー効果の獲得に影響を及ぼす諸要因を解明したところが評価できる。

一方、この2つのモデルの問題点としては、各要素の評価基準に客観性が足りないことがあげられる。例えば、従業員の抵抗について、統合段階における積極的と消極的な抵抗の程度を基準に、1から5までの範囲で採点し評価した。しかし、抵抗が積極的なのか消極的なのかの判断基準が曖昧であり、抵抗の程

度についての採点もより主観的なものであると考えられる。また、経営スタイルの類似性の測定についても、評価項目を権威主義的管理か、参加的管理かの2つに分けたものの、この両スタイルの具体的な判断指標については明示していない。このように、Larsson & Finkelstein(1999)が提起した2つのモデルは、各要素の評価基準の面において、客観性や精密さが欠けていると言えよう。

本研究では、後者の「M&A パフォーマンスモデル」を事例分析のフレームワークとして利用する。このモデルは上述した問題点をかかえながらも、総合的な研究視点から M&A 全体のプロセスを解析できるため、事例分析のフレームワークとしては有用と判断した。次章以降は、同モデルで提示された7つの要素を事例分析の指標として使い、よりダイナミックかつ総合的な視点から具体的な事例を吟味し、中国企業によるクロスボーダーM&A の特徴を探る。

また、モデルの各要素の評価基準に客観性が足りないという問題点に対応するために、これからの事例研究では、モデルの判断基準の1つでも該当する事実が観察されたならば、その事象が存在したと評価する。また、その事象の程度（高いか低い）については、事例の内容から読み取れる範囲で筆者が判断を行う。

第4章 万向集团公司の事例

—米国子会社を活用したクロスボーダーM&A—

本章では、万向集团公司(以下、万向集団と略称)の事例を取りあげる。万向集団は、1969年に設立された中国の浙江省に本社をおく大手自動車部品メーカーである。同社によるクロスボーダーM&Aの大きな特徴は、米国で海外市場を開拓するための子会社「万向米国公司」を設立し、この子会社を通じて多数の先進国企業を買収・合併したことである。万向集団はこれらのM&Aによって、海外の優れた技術や、有名なブランド、グローバル販売網、マネジメント・ノウハウなどを獲得し、自社の国際競争力を向上させ、急速な成長を遂げてきた。以下では、同社がどのような目的と方法で多数のクロスボーダーM&Aを展開し、どのような成果を収めたのかについて分析し、その特徴を探りたい。

第1節 万向集団と万向米国公司の概要

1.1 万向集団(Wanxiang Group Corporation)

万向集団は、1969年に設立された中国の浙江省・杭州市に本社をおく自動車部品メーカーの代表的な企業である。エンジン、ブレーキ、ベアリング、動力運送システム、車体などの自動車部品を生産・販売し、世界中に研究開発センター、製造拠点、物流センター、販売拠点を持つ大手自動車部品メーカーである(図表4-1)。

1969年、当時の社長である魯冠球氏は7人の従業員を集め、4000元の資本金で起業した。1984年、米国の3大自動車部品メーカーであるゼラ社からの委託生産を受け、米国市場への進出を始めた。それをきっかけに、同社は続々と海外進出を展開し、急速にグローバル企業まで大きく成長した。図表4-1で示すように、2009年に同社の売上高は514.8億元で、2010年には661.4億元になり、2011年にはさらに816億元の売上高を実現し、中国トップの自動車部品メーカーになっ

た。

図表 4-1 万向集団公司の概要

略称	万向集団
本社所在地	浙江省・杭州市
設立	1969 年
業種	自動車部品製造業
主要製品	ユニバーサル・ジョイント ¹ 、ベアリング、エンジン、ブレーキとそのシステム、ギヤーボックス、ハンドルシステム、摩擦材料、動力運送システム、車体および部品、自動車用電子製品など
売上高	2009 年：514.8 億元 2010 年：661.4 億元 2011 年：816 億元
企業目標	1970 年代：1 日の利益は 1 万元 1980 年代：1 日の利益は 10 万元 1990 年代：1 日の利益は 100 万元 2000 年代：1 日の利益は 1000 万元
主要子会社	万向米国公司、万向工業集団、中国万向控股(持ち株)、万向三農集団、万向財務公司、通聯資本公司

出所：万向集団のホームページに基づき、筆者作成。

1.2 万向米国公司² (Wanxiang America Corporation)

1994 年に設立された万向米国公司是、米国のシカゴ北西部の工業団地に本社をおく万向集団全額出資の子会社であり、万向集団の海外事業を支える戦略拠点でもある。万向米国公司是積極的に M&A 戦略を利用し、2010 年時点では、米国、英

¹ 中国語では「万向節」、英語では「Universal Joint」と書き、フック継手などを意味する。

² 本節は万向集団のホームページ、何・柯(2010)第2章、李(2008)を参考した。

国、ドイツ、カナダなど8カ国で26の海外子会社をもつに至った。そのうち、全額出資もしくは主要出資の子会社は18社がある。子会社の中、自動車部品メーカーだけではなく、ゴルフ場や不動産、投資会社などの非関連会社も含まれている。買収した海外資源を利用し、万向集団の海外生産拠点、開発センター、グローバル販売網などを作り上げ、海外市場でのシェア拡大や自社ブランドの確立を目指している。

中国企業が米国市場へと進出する際、一般的には、地元の華僑のコネクションを利用し、現地の中国企業や中国人を対象に商売を行うことが多い。万向米国会社はそれらとは違い、米国企業を対象に地元市場の開拓に努めた。同社は、シカゴの有名な銀行で企業口座を開設し、当地の有名な弁護士を企業の法律顧問に迎え、米国の主要なメディアで自社の宣伝広告を載せた。また、従業員も主に現地で採用した。1999年に56名の従業員のうち米国人従業員は50名で、中国人社員はCEOの倪頌氏を入れて3名であった³。このように、米国の法律や制度に基づいて現地子会社を設立し、人事管理などのシステムも米国の基準と慣行に従い、現地化した米国企業を作り上げた。中国企業の色彩を落とし、米国風の企業を作った理由は、米国企業を買収する時のリスクや社会的批判、従業員の反発を低減させるためであるという⁴。万向米国会社は、米国企業として、米国の製造業や現地人の雇用、税収などに貢献し、米国の主流社会にも認められるようになった。例えば、2002年、本社所在地のイリノイ州政府は、8月12日を「Wangxiang Day」(万向の日)と命名し、万向米国会社の雇用創出の業績を称えた。万向集団のCEO魯冠球氏も、米国の有名雑誌「タイムズ」(Times)とアメリカの大手ニュースネットワークのCNN(ケーブル・ニュース・ネットワーク)で、「世界的に影響のある人物2003年」(The Most Influential People in the World in 2003)の1人に挙げられた⁵。

図表4-2は、万向米国会社の年表の一部を示している。図表から分かるように、

³ 何・柯(2010)p. 45。

⁴ 同上。

⁵ 李(2008)p. 96。

1994年、同社の売上高は350万ドルであったが、1997年には米国自動車大手GMのサプライヤーになったため、同年の売上高は2000万ドルにも達した。1998年にはさらに3000万ドルまでのぼり、米国中西部最大規模の中国系企業となった。1999年、万向米国会社はフォード、クライスラーなど、米国の有名な自動車メーカーへの部品供給業務を引き受けた。2000年以降、同社は積極的にM&Aを展開し、多数の米国自動車部品メーカーを買収した。これによって、自社の技術力が大きく向上し、業務範囲も大幅に拡大した。2011年、同社は2.27億元の売上高を記録し、米国の自動車産業の中でも有名な中国系企業となった⁶。

図表 4-2 万向米国会社の年表(一部)、その1

1993年9月	米国ケンタッキー州で法人登録
1994年7月	中国の対外経済貿易協力省の許可を得て正式に発足、本社をシカゴに移転、同年の売上高は350ドル
1996年初	子会社である万向欧州会社(英国)、万向南米会社(米国フロリダ)を設立
1997年7月	イギリスのベアリング専門会社AS社の60%株式を取得、万向欧州ベアリング会社を設立
1997年8月	GM向けの部品納入を開始、中国初の世界メジャー自動車メーカーへのOEM部品納入を実現、同年の売上高は2000万ドルにも達し
1998年	アメリカ、メキシコ、イギリス、ブラジルで保税倉庫 ⁷ を設立、シカゴとロサンゼルスで不動産投資、3000万ドルの売上高を実現
1999年	米国工商会議所会頭であるプレスコット・ブッシュ氏を万向の高級経済顧問に迎え；Ford社からユニバーサル・ジョイントを受注

⁶ 中国銀河証券：

http://www.chinastock.com.cn/yhwz/astock/researchRatingAction.do?methodCall=reportDetail_YHYJBG&docId=2889882&target=_blank&clientId=&clientName= (アクセス日：2012年6月14日)。

⁷ 保税倉庫とは、未通関の貨物を保管できる倉庫のことで、税関長に申請して許可を得る必要がある。

万向米国会社の年表(一部)、その2

2000年4月	技術供給元であった米ゼラ社の一部を買収
2000年10月	米最大のホイールハブメーカーLT社の筆頭株主になり、北米における加工、組み立ての基地を確保
2001年2月	Fordからプロペラシャフトを受注
2001年8月	米国ブレーキメーカーの上場企業UAI社を買収し、同社の筆頭株主になり、ブレーキの製造販売業務を取得
2002年8月	本社所在地のイリノイ州政府は、万向米国会社の雇用創出の業績を称えるために、毎年8月12日を「Wangxiang Day」(万向の日)に命名
2003年	<ul style="list-style-type: none"> ・米国の老舗自動車部品メーカーであるロックフォード・パワートレインの筆頭株主になり、フォード、GM、クライスラーの一次サプライヤーとなり ・万向集団のCEO魯冠球氏は、米国の「Times」とCNNに、「世界的に影響のある人物2003年」の1人に挙げられ
2005年	自動車接続部品の米国企業PS社を株式取得で買収し、フォード、GM、クライスラー社の接続部品の主要なサプライヤーとなり
2007年7月	米国のAI社の筆頭株主になり、自動車部品のモジュラー組立生産と物流業務を取得

出所:李(2008)p.96、万向集団のホームページに基づき筆者作成。

第2節 万向集団による4つのクロスボーダーM&A

2.1 ゼラ(Zeller)社の買収事例⁸

2000年4月、万向集団は子会社の万向米国会社を通じて、米国企業であるゼラ社の一部を買収し、同社の専用設備、ブランド、技術特許、グローバル販売網を

⁸ この事例は、何・柯(2010)第2章、万向集団のホームページ、李(2008)と各種の報道に基づき整理した。

取得した。

(1)ゼラ社の概要⁹

ゼラ社は1923年に設立され、米国自動車市場においてトップ3のユニバーサル・ジョイントの生産供給業者である。欧州、アジア、南米、オセアニアに子会社を有し、米国においてトップレベルの特許数を持っている。

1983年、ゼラ社のアジア地域担当者は、広州交易会で万向集団の主要な製品であるユニバーサル・ジョイントに惹かれた。彼らは万向集団の本社を訪問した後、3万個の製品を発注し、その後も、万向集団から部品を購入しつづけた。1987年、ゼラ社は自動車部品市場をコントロールするために、万向集団に製品の独占的輸出販売を要請したが、万向側に拒否された。その後、ゼラ社は部品の発注を大幅に削減した。しかし、部品の供給市場で万向集団のような低価格高品質の製品を提供する企業が極めて少ないため、1988年、ゼラ社のアジア担当者は再び万向集団を訪ね、新たな供給契約を結び、大量にユニバーサル・ジョイントなどの製品を発注した。1994年、市場競争の激化や企業内部意思決定の重大ミスなどが原因で、ゼラ社の経営が行き詰まり、利益も大幅に下落した。

(2)買収経緯¹⁰

1995年、万向米国会社のCEO倪頻氏は本社の指示を受け、ゼラ社の関連情報を収集し、特に優良資産と不良資産に関する財務状況を詳しく調査した。調査の結果に基づき買収の計画を作り上げ、ゼラ社にアプローチをかけた。ゼラ社は1936万ドルの売却価格を提示したが、この数値は万向側が算出した価格よりも遥かに高かったため、倪頻氏は買収を一旦諦めた。

1998年、ゼラ社のオーナーであるゼラ兄弟が早く会社を売却したいという情報を知った倪頻氏は、再び同社に買収の意向を示した。当時、米国のLSB社もゼラ

⁹ 浙江日報:

<http://www.zjol.com.cn/node2/node802/node803/node21791/node21792/userobject12ai204418.html>(アクセス日:2012年6月20日)。

¹⁰ 何・柯(2010)p.40。

社を買収しようとしていた。LSB 社の狙いは、ゼラ社の技術やブランドなどの無形資産ではなく、同社の工場、土地、生産設備などの有形資産であった。この情報を得た倪頻氏は、LSB 社に共同買収の計画を提案し、交渉を繰り返した結果 LSB 社の合意を得た。2000 年 4 月、万向米国会社は 42 万ドルでゼラ社の一部を買収し、ブランド、技術特許、専用設備、グローバル販売網などの資産を取得した。他方、LSB 社はゼラ社の所有地、工場、従業員などの資産を買収した。

(3) 買収目的

万向集団は、最初に提示された 1936 万ドルよりも遥かに低い価格でゼラ社の一部を買収し、自社の必要とする技術、「ゼラ」というブランド、グローバル販売網、専用設備などを取得した。買収する前、同社の主要な業務内容は、バリュー・チェーンの下流にある自動車部品の製造や組み立てであった。ゼラ社を買収することによって、業務の範囲を付加価値の高い研究開発や販売の部分まで拡大し、バリュー・チェーン全体の支配を狙った。また、米国での販売拠点や現地での有名なブランドを取得することによって、迅速に米国の自動車部品市場へと進出することも目的としていた。

(4) 統合内容

ゼラ社が解体され、その工場や土地などの大部分の固定資産ならびに大多数の従業員は LSB 社に引きつがれたため、買収後における万向にとっての組織統合の対象は、さほど多くなかった。ゼラ社の技術特許やブランド使用权、専用設備などが中国へと移転され、中国で生産した製品を「ゼラ」というブランドで、グローバル市場で販売されている。

2.2 UAI (Universal Automotive Industries) 社の買収事例¹¹

2001 年 8 月、万向集団は自社のブレーキ製造・販売事業を強化するために、米国自動車ブレーキ製販の大手企業 UAI 社を株式取得によって買収し、同社の筆頭

¹¹ この事例は、何・柯 (2010) 第 2 章、万向集団のホームページと各種の報道に基づき整理した。

株主となった。李(2008)によると、この買収は、中国の郷鎮企業が海外の上場企業を買収する史上初めてのケースであった。

(1) UAI 社の概要

UAI 社は、1981 年に米国のシカゴに設立された自動車部品の大規模製造・販売企業である。1994 年 12 月に米国のナスダックに上場し、2000 年には 7100 万ドルの収益をあげた¹²。同社の主要な製品は、自動車のブレーキとその部品、ブレーキの制御システムなどである。製品は自社ブランド「UBP」による販売もあるし、取引先のブランドによる OEM 生産も行っていった。UAI 社は、米国の自動車部品市場においてトップレベルのサプライヤーであり、米国の有名な自動車メーカーや部品バイヤー(例：NAPA、PEPBOUS、AUTOAON など)がその主要な取引先であった。

同社は、1996 年から万向集団と取引を始めた。当時、UAI 社は急速に拡張し、米国の自動車部品企業を買収を繰り返した。そのうちの 1 社が万向集団の取引先であったため、1996 年以降、万向集団は UAI 社への部品供給を開始した。2001 年、米国経済の衰退に影響を受け、さらに厳しい業界競争、高い製造コスト、海外事業投資の失敗などが原因で、UAI 社の内部財務状況がひどく悪化し、株価も大幅に下落した。ナスダック市場から除名されないため、同社はやむを得ず自社の株式を売り、新たな投資者を探さなければならなかった。

(2) 買収経緯¹³

2000 年、万向集団は中国国内で、自動車ブレーキの生産・販売事業を展開した。ブレーキに関する先端技術の獲得や、ブレーキ市場の開拓などが重要な課題となった。自社の内部資源を生かす内部成長戦略よりも、M&A による外部成長戦略の方が、迅速に戦略目標を達成することができると考え、万向集団の CEO 魯冠球氏は M&A の方を選択し、万向米国会社を経由して買収ターゲットを探した。2000 年

¹² 新浪網：<http://finance.sina.com.cn/s/20010905/103875.html> (アクセス日：2012 年 6 月 20 日)。

¹³ 人民網：<http://www.people.com.cn/GB/paper1668/4277/492181.html> (アクセス日：2012 年 6 月 20 日)。

末、万向米国の CEO 倪頻氏は、UAI 社が経営不振のため新たな投資者を探しているという情報を入手し、UAI 社に対して慎重な調査を行った。調査の結果に基づき買収の可能性や収益性を分析した後、彼は UAI 社の管理層を入れ替え、さらに万向集団の資金力と生産力を生かせれば、UAI 社が黒字企業に転換する可能性が極めて高いと判断し、買収を計画した。

2001 年 8 月、万向米国会社は、UAI 社の株式 21% を 280 万ドル—UAI 社の過去 1 年の平均株価よりも 31.86% 安い価格で取得し、同社の筆頭株主となった。万向米国会社のトップ・マネージャーである許沢敏氏が UAI 社の代表取締役になった。また、買収契約によると、万向側は必要な時、UAI 社の株式を最大 58.8% まで取得する権利を有する。さらに、買収契約を結ぶと同時に、UAI 社との購買契約も締結した。契約によると、UAI 社が中国におけるすべての購買業務に関して、万向側は優先権を持つ。買収契約締結の 3 日後、つまり 2001 年 8 月 30 日、ナスダック市場の株価が低迷した中、UAI 社の株価が 5.7% も上がった¹⁴。

(3) 買収目的¹⁵

UAI 社を買収した目的は、同社の技術、ブランド、販売網、アフターサービス網などの取得である。技術に関して、UAI 社のブレーキ製造技術などを学習し、自社のブレーキ製品の品質や付加価値を高めようとした。また、UAI 社のブランドや、販売網、アフターサービス網を利用し、国内市場だけではなく、米国のブレーキ市場への参入も狙った。さらに、米国ナスダック上場企業の UAI 社を買収することによって、間接的に米国の資本市場に参入し、上場企業を管理するノウハウなどを学ぶことも目的とした。その他、UAI 社への部品供給業務を引き受け、大量生産による生産コストの削減も図った。このように、万向集団は UAI 社を買収することによって、自社の新しいブレーキ事業の速やかな展開や、国内市場と海外市場でのシェア拡大、マネジメント・ノウハウの学習、生産コストの削減などを狙った。

¹⁴ 李・周(2010)p. 41。

¹⁵ 何・柯(2010)p. 43。

(4) 統合内容

UAI 社が経営不振に陥った原因は、高い生産コストによる競争劣位や、海外投資の失敗などにあり、経営方式や組織体制などには特に大きな問題がなかった。そのため、買収後、万向側は UAI 社に新たな資金を注入し、同社を独立した事業として位置づけ、現状を維持しようと努めた。ただし、筆頭株主が有する意思決定権と否定権を使用し、UAI 社の部品購入先を自社に指定し、ブランドと販売網に関しても万向集団が使用权を持つようにした。すなわち、統合プロセスにおいて、万向集団は UAI 社の組織や人事制度の独立性を維持しながら、仕入先の変更やブランド使用权の移転などの業務プロセスに関する統合を行った。

UAI 社を統合するよりも、万向集団は同社の技術、生産管理、マネジメント・ノウハウなどの学習に力を入れた。特に、買収の主要な狙いであるブレーキの生産技術を獲得するために、万向側は UAI 社の生産設備や技術を導入するだけではなく、同社の中堅技術者を中国本部の研究開発センターや生産部門に派遣し、中国人の技術者や中国の現場生産者の指導にあたらせた。また、管理職や技術者同士の交流会も定期的に行われた。これによって、UAI 社の優れた経営資源を学習・吸収し、自社の更なる成長に生かそうとした。

2.3 ロックフォード・パワートレイン(Rockford Powertrain)社の買収事例¹⁶

2003 年 9 月、万向集団は米国の老舗自動車部品製造会社であるロックフォード・パワートレイン社 33.5%の株式を買収し、同社の筆頭株主になった。

(1) ロックフォード・パワートレイン社の概要¹⁷

ロックフォード・パワートレイン社(以下、ロックフォード社と略称)は、1890 年に設立された 100 年以上の歴史を持つ自動車部品メーカーであり、米国では 1 つの生産工場、ヨーロッパでは 1 つの組立工場を持っている。その主要な製品は、

¹⁶ この事例は、何・柯(2010)第 2 章と各種の報道に基づき整理した。

¹⁷ 杭州市役所ホームページ:

<http://www.hangzhou.gov.cn/main/zjhz/hzlj/2004/1084/T86025.shtml> (アクセス日:2012 年 6 月 22 日)

翼型万向節プロペラシャフト、大型非高速道路車両用の機械、液圧クラッチ、パワー・ステアリング機構などの自動車部品である。同社は多数の技術特許、最先端の技術センター・テストセンターを持ち、製品の研究開発能力、実験室テスト能力は業界トップレベルである。米国の自動車部品市場においては70%の市場シェアを握り、グローバル市場においては主要な一次サプライヤーである。湾岸戦争の時、同社は米国国防省の主要な供給者であった。

1990年代後半、国際競争が激化した中、100年以上の歴史を持つロックフォード社は、組織体制が硬直化し、意思決定や市場変化への対応が遅くなったため、企業の競争力が低下しつつあった。さらに、ブランドや技術力の面において競争優位を持ちながらも、生産設備の陳腐化、現場生産者の高齢化などが原因で、自社の優位性をうまく発揮できず経営不振に陥り、業績も赤字に転落した。

(2)買収経緯

万向米国会社は、1995年にロックフォード社の部品供給者になった。2000年、取引先であるロックフォード社の経営不振を察し、買収を計画した。当時、ヨーロッパ系の自動車部品企業の2社もロックフォード社に買収の意向を示した。これらの競争相手に比べ、万向米国会社は資金面と生産面において強い実力を持っている。競争優位の補完によるシナジー効果を期待し、2003年9月、ロックフォード社は自社株式の33.5%を万向米国会社に売り、万向米国会社はロックフォード社の筆頭株主になった。

(3)買収目的

買収の目的は、経営資源の補完によるシナジー効果の創出にあると言えよう。ロックフォード社は最先端の研究開発力と技術力、そしてグローバル販売網とアフターサービス網を持ちながらも、生産コストが高く生産能力が弱いため、自社の優位性を最大限に発揮することができなかった。万向集団に買収されることによって、万向集団の巨大な生産力を利用し、生産コストを削減しながら自社の潜在力を引き出すことができる。万向集団も、ロックフォード社の優れた研究開発力と技術力を利用し、自社製品の多角化や付加価値の向上を意図した。また、ロ

ックフォード社の販売網とアフターサービス網を利用し、グローバル市場でのシェア拡大も狙った。

例えば、2001年前後、フォード社が万向集団にフォード車専用の転送システムを発注したが、万向側はシステムの設計、開発、認定能力を持っていなかったため、製造能力が強くても生産することができなかった。2003年、ロックフォード社を買収した後、同社の優れた設計・開発能力を利用し、フォード車種向けの転送システムの開発に成功した。その新製品を中国の工場で大量に生産し、フォード社に出荷することができた¹⁸。

(4) 統合内容¹⁹

買収直後、ロックフォード社の企業組合は、中国企業に買収されることに抵抗感を持ち、ストライキなどを計画した。従業員の不満・不安に対し、万向米国会社のCEO倪頻氏は、コミュニケーションの重要性を強調し、買収の目的や買収によるメリットなどを自らロックフォード社の従業員に丁寧に説明し、米国企業である万向米国会社に対する信頼と期待を引き出した。それによって、従業員の抵抗を低い程度にとどめた。

また、ロックフォード社の硬直的な組織体制に対し、万向集団は自社の効率的な管理方式を導入し、複雑な組織構造や意思決定プロセスを簡素化した。人事制度においても、時間請負制を単価請負制に変更するなど、成果主義を徹底的に実行した。

さらに、ロックフォード社の潜在力を引き出すために、万向側は製品戦略の改善にも力を入れた。ロックフォード社の製品分野がより狭くて単一的であり、製品の成長性が低かった。そこで、万向側は、同社の研究開発能力を活用し、技術の転用による製品の多角化戦略を策定した。具体的に言えば、それまでのロックフォード社の主要な製品は、大型車用の伝動軸と大型非高速道路車用のパワー・ステアリング機構などであった。これらの製品の市場がすでに成熟し、競争も激

¹⁸ 易迈学习管理网：<http://www.mba163.com/glwk/qyrd/200701/86767.html>（アクセス日：2012年6月22日）。

¹⁹ 同上。

しいため、成長性や利益率が低かった。これに対して、万向側は大型車用部品から小型車用部品へ、非高速道路から高速道路車用の部品へ、少量生産から大量生産へと、それぞれ製品戦略を大きく変えた。ロックフォード社が2つの工場しか持っていないため、新たに開発された製品は、主に生産コストの低い万向集団の中国工場で生産した。

2.4 米国 AI (Automobile Industry) 社の買収事例²⁰

2007年7月、万向集団は2500万ドルで米国 AI 社 30%の株式を買収し、同社の筆頭株主になった。

(1) AI 社の概要

米国ミシガン州のデトロイトに本社をおく AI 社は、自動車モジュールの組立と物流配送の大手企業であり、GM やフォード、クライスラーなどの大手自動車企業の一次サプライヤーである。その主要な業務内容は、部品の調達・組立、各種システムの実装、製品のリアルタイム配送などである。米国の7つの州において、大手自動車メーカーの工場の近隣に12つの組立工場を持ち、自動車企業の製図や発注に合わせて部品の調達し、組み立てした後リアルタイムに納品する。2007年、同社のモジュール組立業務の規模は80億ドルにも達した。また、同社の生産した動力システムや伝送システムも広く使用され、米国産の自動車の中で5台に1台が AI 社のシステムを使うと言われている²¹。このように、AI 社の生産規模や技術力が、米国自動車産業においてトップレベルであると言える。

(2) 買収経緯

万向米国会社の買収ターゲットは赤字企業や経営不振の企業が多かったが、今回の買収対象である AI 社は、黒字経営の中堅企業である。国際競争が激化した中、AI 社は生産コストの削減や新市場の開拓など、自社のさらなる成長を図るため、万向米国会社の買収提案を受け入れた。交渉を繰り返した結果、2007年7月6日、

²⁰ この事例は、何・柯(2010)第2章、黄(2008)第6章と各種の報道に基づき整理した。

²¹ 網易財經:<http://money.163.com/07/0710/04/3J0V63Q7002524SF.html> (アクセス日: 2012年6月24日)

万向米国公司は AI 社の全部の優先株 (30%の株式) を取得し、同社の筆頭株主になった。AI 社の大株主である米国 CA 社のガーミンダー・ベデ (Gurminder Bedi) 氏は、この買収を高く評価し、「万向集団は成熟化した米国自動車産業に新たな利益をもたらしてくれる」と述べた²²。

(3) 買収目的

万向集団が AI 社を買収したもっとも大きな目的は、同社の部品購買権の取得であった。AI 社の部品調達規模が非常に大きく、その金額が 80 億ドルにも及んだ。万向集団は、AI 社の筆頭株主になることで、同社の組立用部品の調達・購入先に関する意思決定権を取得しようとした。また、AI 社にとっても、万向集団から安価な部品を仕入れることで、製造原価や取引コストを大幅に削減することが期待できた。

また、米国での組立拠点を取得し、利益率の高い米国製の製品を生産・販売することも 1 つの大きい狙いであった。組立の部品は中国からの輸入品であっても、米国で組み立てられれば、完成品は米国製のものになる。米国製の製品は中国製の製品より高い値段で販売することができるため、利益率をはるかに高くなる。万向集団は、AI 社の組立ラインとリアルタイムの配送網を利用し、米国製の自動車部品を各取引先に迅速に配送し、製品の利益率や付加価値の向上を狙った。

(4) 統合内容

黄 (2008) によると、AI 社を買収した後、万向集団は以下の 3 つの部門の統合に力を入れた。

① 技術部門

AI 社の優れた技術、特に万向集団に欠けているシステム実装技術を中国の本社に導入することにした。万向集団の CEO 魯冠球氏によると、今まで万向集団は数回のクロスボーダー M&A を経験し、技術の導入が繰り返されてきた。技術の学習や吸収に関して、一定の経験が積まれているため大きな問題がないという²³。

²² 黄 (2008) p. 131。

²³ 黄 (2008) pp. 130-131。

②購買部門

万向集団は、AI社の各工場に人員を派遣し、AIが使用する部品の規格を自社部品の規格とすり合わせ、AI社の部品の大部分を万向から仕入れるようにした。中国国内においても、AI社向けの専用輸出調達センターを設立した。これによって、AI社を経由し、各自動車製造大手への部品供給を果たし、売上高や利益が大幅に増加した。

③管理部門

買収した後、万向集団は100人くらいの中間マネジャーをAI社に派遣し、生産管理やリアルタイムの配送、マネジメント・ノウハウなどを学習させた。

第3節 事例分析

以上、万向集団による4つのクロスボーダーM&A事例を被買収企業の概要、買収経緯、買収目的、統合内容の4つの面から整理した。本節では、「M&Aパフォーマンスモデル」を利用し、同社によるクロスボーダーM&Aの特徴を考察する。

3.1 モデルの各要素に基づく分析

①シナジー効果

ここでのシナジー効果は、M&Aによるコストの削減、新市場の進出、ノウハウ・知識の創出などの買収効果を指す。万向集団は自社の強い資金力と生産力を、被買収企業の技術力、ブランド力、販売力と結合し、経営資源の優位性を補完しながら期待したシナジー効果を生み出したと言えよう。

具体的にみれば、ゼラ社の買収では主にブランド、技術、専用設備、販売網を取得した。UAI社の買収では主にブレーキの製造技術、ブランド、販売網、アフターサービス網、上場企業のマネジメント・ノウハウを獲得した。ロックフォードの買収では主に設計・研究開発力、技術、ブランド、販売網、アフターサービス網を手に入れた。AI社の買収では主に部品の購買権、システム実装技術、米国での組立拠点、リアルタイムの配送網を取得した。万向集団はこれらの優れた経

営資源を買収によって獲得し、自社の強い生産力・資金力と結合しながら、期待したシナジー効果を引き出した。例えば、ロックフォード社を買収した後、同社の設計・研究開発能力を利用することによって、フォード車種向けの転送システムの開発に成功し、新たなノウハウ・知識の創出というシナジー効果を生み出した。また、これらの被買収企業も万向集団に買収されることによって、生産コストの削減や新たな資本金の獲得、中国市場への進出などを果たし、企業の成長にとって新たな転機となった。

②戦略的適合性

戦略的適合性について、4つの事例とも補完的な戦略的適合性が高いと言える。具体的に言えば、ゼラ社を買収する前、万向集団の業務内容は自動車部品の生産や組立などであり、付加価値の低い活動であった。ゼラ社を買収することによって、バリュー・チェーン全体のコントロールや、米国市場でのシェア拡大を果たした。UAIの買収は、自社の新たなブレーキ事業を発展させるために行われたものであり、製品多角化戦略の一環でもある。ロックフォード社の買収目的は、自社の弱みである研究開発力・技術力の補強と、米国市場でのさらなるシェア拡大であった。AI社の買収目的は、自社にないシステム実装技術や、海外での組み立て拠点、リアルタイムの配送網の獲得であった。このように、4つの事例とも、ターゲット企業の製品や市場が、自社の製品や市場と補完的であり、強い戦略的適合性を持っていた。

③組織統合

ここでの組織統合は、ポスト M&A 段階における企業間の相互作用や協調のことを指す。ゼラ社、UAI 社、AI 社の事例では、組織統合のレベルが低く、ロックフォード社の事例では、組織統合のレベルが高いと言えよう。

具体的にみれば、ゼラ社の事例では、ゼラ社の大多数の従業員および大部分の固定資産が LSB 社に引き継がれたため、組織統合の対象がさほど多くなかった。統合内容は主に、技術特許・ブランド使用权・専用設備の移転や、取引先への説明、業務手続きの統一などであった。UAI の事例では、同社の経営方式や組織体

制には特に問題がなかったため、買収後、万向集団は同社を個別な存在として扱い、組織や人事制度の独立性を維持した。一方、筆頭株主が有する意思決定権と拒否権を使用し、UAI社の部品購入先を自社に指定し、ブランドと販売網に関しても自社が使用权を持つようにした。ロックフォード社の事例では、同社の硬直的な組織体制に対して、万向集団は自社の効率的な管理方式を導入し、組織構造や意思決定プロセスを簡素化した。人事制度においても、成果主義を徹底的に実行した。製品戦略の改善にも力を入れ、同社の単一かつ狭い製品分野を多角化した。AI社の事例では、買収後、万向集団は同社の部品購入先を自社に指定し、また、同社のシステム実装技術も中国の工場に導入した。全体的には、同社を独立した存在として扱った。

万向集団は被買収企業を統合するよりも、これらの企業から学習することを重視した。例えば、UAI社の技術を学習するために、同社の中堅技術者を中国の本部に派遣し、現地従業員の指導にあたらせた。また、管理職や技術者同士の交流会も定期的に行われた。AI社に対して、UAI社と同じく技術指導をあたらせるだけでなく、本社からも従業員をAI社に派遣し、生産管理やリアルタイムの配送、マネジメント・ノウハウなどの学習に努めた。

④従業員の抵抗

従業員の抵抗の程度は低いと言えよう。従業員による抵抗が少ない原因について、何・柯(2009)は次のように解釈している。買収の主体は万向集団ではなく、その子会社の万向米国公司である。この子会社は米国の法律や制度に基づいて作られた米国企業であるため、同社による米国企業の買収は外国系企業よりも、リスクや批判、反発が少ないという²⁴。李(2013)も同様の主張を行っている。彼によると、万向米国公司は米国企業であり、国による制度や文化、言語の差異から生み出される誤解や摩擦がより少なく、これが、低い程度の従業員の抵抗につながったという。さらに、彼は完全買収ではなく、筆頭株主になるための株式買収

²⁴ 何・柯(2010)pp. 50-51。

も批判や反発を弱めたと指摘した²⁵。

事例の中で、従業員の抵抗が見られたのはロックフォード社の事例だけであった。ただし、それも大きなものではなかった。ロックフォード社の従業員の不満・不安に対して、万向米国会社の CEO 倪頰氏は、コミュニケーションの重要性を強調し、買収の目的や買収によるメリットなどを自ら彼らに丁寧に説明し、米国企業である万向米国会社に対する信頼と期待を引き出した。それによって、会社による従業員の抵抗が低い程度でとどまった。

⑤経営スタイルの類似性²⁶

買収企業と被買収企業の経営スタイルの類似性について見てみる。万向集団の経営スタイルは、経営者が強いリーダーシップを発揮し、垂直的な階層関係を重視する権威主義的管理であると考えられる²⁷。一方、被買収企業の経営スタイルについて、関連する資料が少ないため、ここでは明確な判断ができない。

⑥国際的結合

買収企業と被買収企業の国籍についてみれば、万向米国会社の親会社である万向集団は、中国の浙江省に本社をおく大手中国企業であり、他方、4つの被買収企業はすべて米国の自動車部品メーカーである。これらの事例はいずれも国際的結合に基づく M&A である。

⑦企業規模の類似性

企業規模の類似性は、M&A に参加する企業間の年間売上高や総資産、従業員数

²⁵ 李(2013)pp. 247-248。

²⁶ 経営スタイルが権威主義的管理かあるいは参加的管理かの判断基準について、Larsson & Finkelstein(1999)では明示されていないため、ここでは、柴田・中橋(2003)の判断基準を参考する。彼らによると、権威主義的管理は高度の職務細分化、規則と手続きの詳細な規定、計画による調整、垂直的な階層関係の重視、集権的決定、権限・責任関係の明確化を指す。他方、参加的管理は職務の弾力性、規則と手続きの弾力性、メンバー間のフィードバックによる調整、水平的なコミュニケーションの重視、分権的決定、権限・責任関係の柔軟性を指す。

²⁷ 李・周(2010)pp. 91-102。

の比率で判断する。万向集団と被買収企業のゼラ社、ロックフォード社、AI社は非上場企業であり、これらの企業の財務データを収集することができない。UAI社の2000年の収益は7100万ドルであった。資料が足りないため、現時点では企業規模の類似性についての判断ができない。

図表 4-3 分析結果のまとめ²⁸

企業名	ゼラ社	UAI社	ロックフォード社	AI社
分析項目				
シナジー効果	○	○	○	○
戦略的適合性	○	○	○	○
組織統合	△	△	○	△
従業員の抵抗	△	△	△	△
経営スタイルの類似性	—	—	—	—
国際的結合	○	○	○	○
企業規模の類似性	—	—	—	—

出所：筆者作成。

以上、「M&A パフォーマンスモデル」の7つの要素に基づき事例を分析した。図表 4-3 は分析の結果をまとめたものである。横軸は4つの被買収企業の名前であり、縦軸は分析項目である。表の中の○、△、—は次の意味で使われている。○は程度の高いこと、△は程度の低いこと、—は資料が少ないため明確に判断できないことを指す。

3.2 ディスカッション

²⁸ これら7つの要素についての評価は、第3章で述べた分析フレームワークの各要素の判断基準(図表 3-2、3-5)に基づいたものである。モデルの判断基準の1つでも該当する事実が観察されたならば、その事象が存在したと評価する。また、その事象の程度(高いか低いか)については、事例の内容から読み取れる範囲で筆者が判断を行う。

上述した分析結果に基づき、「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、M&A シナジー効果の影響要因を検討した結果、図表 4-4 で示すような関係性が確認できた。これらの関係性は大きく 3 種類に分けることができる。右側の矢印 A、B、C はシナジー効果の創出に直接に関係した 3 要因を示し、真ん中の矢印 D、E はこの 3 要因相互の関係性を表し、左側の矢印 F はこの 3 要因にさらに影響を与えた背景要因を表示する。

①シナジー効果の創出に直接的な影響を与えた 3 要因(矢印 A、B、C)

A についてみれば、製品と市場の面における高い補完的な戦略的適合性が、新市場への進出、取引コストの削減、新たなノウハウ・知識の創出などのシナジー効果をもたらしたと考えられる。買収前、万向集団の業務内容は自動車部品の製造や組立であり、付加価値の低い活動であった。これらの買収によって、自社にない研究開発力や技術力、海外販売網、アフターサービス網などを手に入れ、バリュー・チェーン全体の支配を果たし、自社製品の利益率や付加価値を大きく高め、上述したシナジー効果を生み出すことができた。

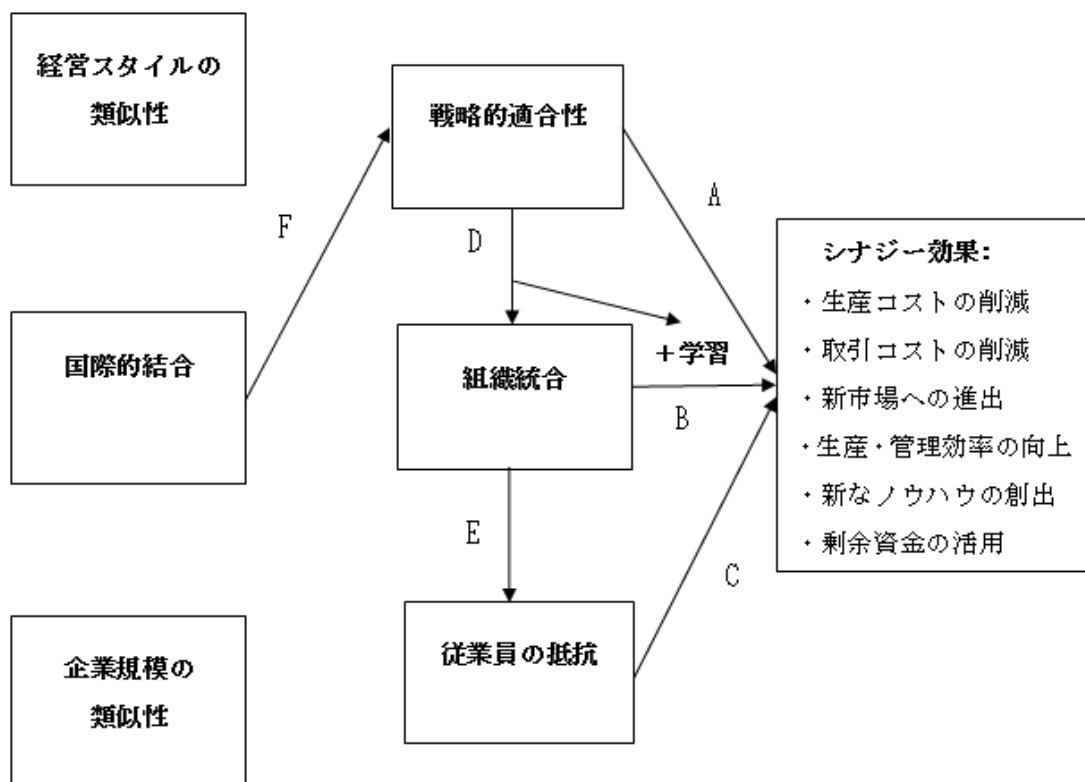
B についてみると、組織統合とシナジー効果との関係性について、次のような新しい事実を発見した。すなわち、万向集団のクロスボーダーM&A は、全体的に組織統合の程度が低いにもかかわらず、より高いシナジー効果を創出した。これは、Larsson & Finkelstein(1999)の主張とは反対の現象であった。彼らは、組織統合の程度が高いほど、シナジー効果も高くなると主張した。万向集団は、組織統合の程度を必要最低限にとどめ、そのかわりに学習の方に力を入れ、学習によってシナジー効果を高めたのではないかと考えられる。このような観点を支持する文献もある。伊藤・加賀谷(2008)によると、被買収企業の無形資産やインタンジブル²⁹の質が買収企業より高い場合、買収企業はそれを学習し、効果的に組織能力の向上や価値創造に活用することが重要であるという。この事例でも、被買収企業の無形資産やインタンジブルの質が、買収企業である万向集団より高かつ

²⁹ 物的な実態を伴わない将来便益の請求権、①人的資源に関わるインタンジブル、②顧客に関わるインタンジブル、③イノベーションに関わるインタンジブル、④組織に関わるインタンジブル、の 4 つに分類できる(伊藤・加賀谷、2008)。

たと思われる。そのため、万向集団は買収後、被買収企業の自由度を認めつつ、技術者や中間管理層の派遣・交流によって、知識の学習や無形資産の活用を促した。これによって、外部の技術や管理ノウハウなどの知識を自社に移転・導入し、M&Aによるシナジー効果を実現したのであろう。

Cについてみれば、従業員の抵抗の低さがシナジー効果にプラスの影響を与えたと言えよう。これらの買収事例では、従業員の抵抗が低かったため、人材の流出や統合作業への妨害が少なく、ある意味でシナジー効果にプラスの影響を与えたと考えられる。

図表 4-4 万向集団によるクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因



出所：筆者作成。

② 3つの直接的な影響要因の相互関係(矢印D、E)

Dについてみれば、高い戦略的適合性は、組織統合と学習の両方によってシナ

ジー効果につながったと言える。必要最低限の組織統合によって、買収先の部品購買権やブランド、技術特許の使用権などを取得し、学習によって、研究開発や技術、マネジメントなどに関する知識・ノウハウを得ることができた。

Eについてみると、従業員の抵抗が低い理由の一部は、低いレベルの組織統合にあると言えよう。万向集団は、被買収企業に対する組織統合を強化するよりも、これらの企業から学習することを重視した。低いレベルの組織統合が、被買収企業の従業員の不安や不満を薄めたと考えられる。

③ 3つの直接的な影響要因のさらなる背景要因(矢印F)

「戦略的適合性」、「組織統合」、「従業員の抵抗」という3要因にさらに影響を与えた背景要因について、Larsson & Finkelstein(1999)の分析フレームワークでは、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という3つの要因が指摘された。今回の分析では、経営スタイルの類似性と企業規模の類似性について、関連するデータが少ないため、明確に判断できない。よって、ここでは国際的結合による影響のみを議論する。

Fについてみれば、戦略的適合性が高いのは、技術的に優れた先進国企業を買収したという国際的結合のためであると考えられる。これらの企業を買収することによって、自社や自国にない経営資源を補強できるので、補完的な戦略的適合性が高く、生み出されるシナジー効果も高くなる。

第4節 万向集団によるクロスボーダーM&Aの特徴

本節では前節の分析に基づき、万向集団によるクロスボーダーM&Aの特徴について検討する。

4.1 プレM&A段階における特徴

① 経営資源の獲得に対する強い執着心

4つの事例とも、技術や、ブランド、販売、マネジメントなどの面において高い実力を持つ先進国企業をターゲットした。買収によって、これらの企業が持つ

優れた経営資源を手に入れた。自社にない経営資源を取得するために、相手が経営不振の赤字企業でも買収を実行した。高い実力を持つ赤字企業を買収し、企業同士の経営資源の優位性を補完することによって、同企業を黒字転換させ、シナジー効果を引き出そうとした。

②部分的買収

取得形態は完全買収よりも、一部の資産だけを買収することや、筆頭株主になるための株式だけを取得することが多かった。その理由は、買収の主な目的が経営資源や意思決定権の取得、そして、技術や知識の学習にあり、被買収企業を完全所有する必要がないためであると推測できる。また、部分的買収の方が完全買収よりも、リスクや社会的批判、従業員の抵抗が少ないことも、その理由の一部であると考えられる。

4.2 ポスト M&A 段階における特徴

①組織統合の柔軟さ

万向集団は、買収の目的や被買収企業の状況に応じて、組織統合の程度や内容を変化させ、一定の柔軟性を持っていた。

②学習の重視

事例では、組織統合の程度が低いにもかかわらず、より高いシナジー効果を獲得したことは上記のとおりである。それは、おそらく、万向集団は組織統合を強調するのではなく、むしろ被買収企業から様々な技術や知識を学習することを重視し、それが結果としてシナジー効果を高めたものであると考えられる。

③従業員の抵抗の低さ

これらの事例から見れば、全体的に、従業員の抵抗のレベルが低いと言えよう。その理由について、以下の3点が考えられる。1つ目は、買収の主体が現地化した米国企業の万向米国公司であること。2つ目は、取得形態が完全買収ではなく、筆頭株主になるための株式買収であること。3つ目は組織統合のレベルが低いこ

とである。

第5章 中国化工集团公司の事例

—短期間に繰り返された複数のクロスボーダーM&A—

本章では、中国化工集团公司(以下、中国化工集団と略称)の事例を取りあげる。中国化工集団は、2004年5月に藍星集団や昊華化工などの国営企業を統合して設立された大型国営企業であり、化学製品やゴム製品、化学工業設備などの生産・販売会社である。同社は、生産原料や生産技術を獲得するために、積極的にクロスボーダーM&Aを展開し、2006年の1年間だけで2社のフランス企業と1社のオーストラリア企業を買収した。同社によるクロスボーダーM&Aの大きな特徴としては、企業成立からわずか1年の間に3つの外国企業を買収し、しかも生産量の増大や市場の拡大など、一定の成果を収めたことである。また、同社のクロスボーダーM&Aの事例は、より高いパフォーマンスをあげたにもかかわらず、これまでほとんど研究がなされてこなかった。

以下では、中国化工集団が2006年に展開した3つのクロスボーダーM&Aの事例を取りあげ、それぞれの被買収企業の概要、買収経緯、買収目的、統合内容、買収成果を明らかにし、同社によるクロスボーダーM&Aの特徴について検討する。

第1節 中国化工集団と中国化学工業の概要

1.1 中国化工集団の概要

中国化工集団は、2004年に中国国務院の承認を得て、旧化学工業部直属の企業を再編して設立された大型国有企業であり、国有資産委員会が直轄する。同社は、高い国際競争力を持つ一流の化学工業企業を目指し、急速な成長を遂げてきた。中国国内では、中国藍星集団総公司(以下は藍星集団と略称)、中国昊華化工集団総公司、中国化工新材料総公司、中国化工国際控股など9社の大型子会社を有し、106社以上の生産・経営会社と24の科学研究所・設計機関を持ち、上場企業10数社の株式を所有している。また、海外においては140ヶ国・地域に研究開発・

生産・販売拠点を持ち、フランスやオーストラリアなどで6社の海外子会社を有し、全世界で輸出入貿易や技術の研究開発を展開している(図表5-1)。

図表5-1:中国化工集団の概要

別称	CHEMCHINA、ケムチャイナ
本社所在地	中国・北京
設立	2004年
代表者	任建新
業種	化学工業
経営目標	高い国際競争力を持つ一流の化学工業企業
業務範囲	①化学工業の新材料および特殊化学製品、②石油加工および化学工業原料、③基礎化学製品、④ゴムおよびゴム製品関連機械、⑤農業用化学製品、⑥化学工業設備などの開発・生産・販売
総資産	2485億元(2011年)
売上高	1742億元(2011年)
従業員数	14万人(2011年)
主要子会社	国内:中国藍星集団総公司、中国化工新材料総公司など9社の大型子会社、106社以上の生産・経営会社、24の研究所・設計機関 海外:140ヶ国・地域に研究開発・生産・販売拠点、6社の海外子会社

出所:中国化工集団のホームページに基づき、筆者作成。

同社の業務範囲は、化学工業の新材料および特殊化学製品や、石油加工および化学工業原料、基礎化学製品、ゴムおよびゴム製品関連機械、農業用化学製品、化学工業設備の生産販売など広範囲に及んでいる。2011年に、同社の総資産額が2485億元になり、売上高も1724億元に達した(図表5-1)。2012年、同社は約277億ドルの売上高で、フォーチュン誌の発表した「2012年 世界トップ企業500社

ランキング」(Global 500 2012)の中で402位にランクインされた¹。

中国化工集団の社長である任建新は、豊富な M&A 経験や国際経験を持っている。彼は、藍星集団の社長であった時、すでに70回以上の国内 M&A を繰り返し、豊富な経験を蓄積した。具体的には、1996年から1998年の間、債務の引受によって、10数社の国内企業を統合した。続く1999年から2001年の間には、5つの国有科学研究所と39社の軍隊保障性企業²を合併した。さらに2002年から2003年の間には、8社の石油化学企業を買収・合併した。これらの企業の多くは、技術力の低下や管理制度の不健全などが原因で経営不振に陥った。彼はこれらの企業を買収・合併した後、組織体制の見直し、技術の導入、財務管理の強化などによって、被買収企業を再建した。また、彼は1991年から、日本やウクライナ、米国の企業と合併企業を設立するなど、海外進出や国際化の経験も蓄積した。2004年、中国化工集団の社長に就任した後も、過去の M&A 経験や国際経験を生かしながら、さらに30社以上の国内企業と5社の海外企業を買収・合併した³。

1.2 中国化学産業の現状

近年、中国の第2次産業が目覚ましく発展している。第2次産業の中でも、石油化学などの重工業の比重が高くなり、化学工業製品に対する需要が急増している。しかし、生産原料の不足や生産技術の低さなどが原因で、国内生産が国内需要に追いつかず、化学工業製品の多くは海外輸入に依存している。例えば、2004年には燃料油、合成樹脂、ポリエチレンなどの対外依存度が50%を超えた⁴。

化学工業製品の対外依存度を低めるために、中国政府は様々な努力を重ねた。例えば、動物飼料の重要な添加剤であるメチオニンの生産量を増加するために、中国政府は1980年代に17億元の資金を投入し、年間1万トンの生産量を持つメ

¹ http://www.fortunechina.com/fortune500/c/2012-07/09/content_106535_5.htm (アクセス日:2013年4月12日)。

² 軍事用品を生産・供給・保守するための企業であり、収益が目的ではないため赤字企業が多い。

³ 何・柯(2009)pp.182-183。

⁴ 王(2007)p.128。

チオニンの生産設備を導入した。しかし、コア生産技術が分からず、生産工程における問題を解決できないため、生産設備が使われていないまま廃棄された⁵。このように、生産設備の導入だけでは、中国化学工業業界の直面する問題を解決できなかった。2001年、中国共産党第十六次全国代表大会で策定した「国民経済と社会発展第十の5年計画綱要」(2001-2005年)の中で、中国企業による対外直接投資の重要性を一層強調し、M&Aなどによる海外資源のさらなる開発と利用を促した。具体的には、投資認可の緩和(例:国レベルから省レベルへの移管)や、規制の緩和(例:手続きの簡素化)、税金の優遇などの支援策を策定し、潤沢な外貨準備を生かしながら、中国企業の海外進出を後押しした⁶。大手国有企業としての中国化工集団も、このような政策のもとで、強い資金力を活用しながら、技術力の高い海外企業の買収に乗り出し、海外の生産技術や生産原料などの取得を狙った。

第2節 中国化工集団による3つの買収事例

中国化工集団は、2006年の1年間で3つのクロスボーダーM&Aを展開した。2006年1月に4億ユーロでフランスのアディッソ(Adisseo)社、4月に2.325億オーストラリアドルでオーストラリアのケノス(Qenos)社、10月に4億ユーロでフランスのローディア社(Rhodia)の有機シリコン事業と硫化物事業を買収した⁷。ここでは、この3つの買収事例を、被買収会社の概要、買収経緯、買収目的、統合内容、買収成果という5つの面から説明する。

2.1 アディッソ社の買収事例

(1)アディッソ社の概要⁸

⁵ 何・柯(2010)p. 177。

⁶ 酒向(2010)p. 1。

⁷ 王(2007)p. 129-131。

⁸ 何・柯(2010)pp. 183-184、

<http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2009/12/post-3763.html>(アクセス日:2013年4月18日)。

アディッソ社は、2002年に英国のCVCキャピタルパートナーズ(CVC Capital Partners)がアベンティス(Aventis、現在はSanofi Aventis)の動物栄養製品部門を買収して設立した会社であり、メチオニン、動物飼料、ビタミン、飼料用酵素などを製造・販売するフランス企業である。同社は世界140カ国で1200人の従業員をかかえ、3つの研究所、4ヶ所の生産拠点(フランスに2工場、スペインと米国にそれぞれ1工場)、4つの販売本部(所在地:シンガポール、アトランタ、サンパウロ、アントニー)を持っている。動物飼料の添加物では世界第3位であり、平均年間売上高は5億ユーロである。

アディッソ社の主要な製品であるメチオニンは、動物の成長を促進し、飼育期間を短縮する添加物であり、動物飼育業界で非常に重要な役割を果たしている。同社は最先端のメチオニン生産技術と生産設備を持ち、年間20万トンのメチオニンを生産し、29%の世界シェアを占めている。

(2)買収経緯

2002年、中国化工集団はメチオニンの生産技術を導入するために、アディッソ社と技術導入の交渉をしたが、アディッソ社の同意を得ることが出来ず失敗した。その後、中国化工集団の社長である任建新は技術導入より、企業買収の方が技術だけではなく、市場や人材も獲得できると判断し、アディッソの買収を計画した。買収を成功させるために、任建新は積極的にアディッソ社の役員や管理層と接触し、自社の実力と買収意欲を示しながら、買収によるメリットをアピールした。さらに、アディッソ社の役員や管理層が中国を訪ねるたびに、任建新は自ら彼らを接待し、彼らの家族のために中国の記念品やプレゼントを用意した。このような行動を繰り返した結果、任建新はアディッソ側の信頼感を得て、同社の管理層とプライベートでも良好な関係を持つようになった。

2002年末、中国の広州市でSARS(重症急性呼吸器症候群)が発生し、SARSウイルスがまもなく世界中に蔓延し、感染者や死亡者が相次いだ。SARSウイルスを分析した結果、その病原体は動物にあり、特に家禽による人間への感染が多いことが判明した。そのため、世界中の飼育動物の数が急減し、アディッソ社の売上高や

利益率にも大きく影響した。動物飼育業が不況に陥る中、中国化工集団は再び業績の伸び悩みを抱えたアディッソ社に買収の意欲を示した。交渉を繰り返した結果、2006年1月17日、中国化工集団が、ベルギーのブリュッセルで英国のCVCキャピタルパートナーズと、アディッソ社の買収契約を締結した。中国化工集団は、4億ユーロ(約40億元)でアディッソ社の株式を100%取得し、同社の新しい所有者となった。

(3)買収目的

大きな経済成長を遂げている中国では、メチオニンに対する需要が非常に高く、2005年だけでも8万トン近くのメチオニン(約2億ドル)を輸入した。さらに、今後の数年間でメチオニンの消費量が10%-15%に伸びると予想されている⁹。一方、中国国内ではメチオニンの生産技術や生産能力がとても低く、国内生産が国内市場の需要を満たすことが出来ず、メチオニンは海外からの輸入に大きく頼っている。

この厳しい現状を変えるために、中国化工集団はメチオニンの大手製販会社であるアディッソ社の買収に乗り出した。アディッソ社の買収によって、同社の生産技術や生産設備だけではなく、生産管理や安全管理のノウハウの獲得、市場の拡大も狙っていた。また、アディッソ社にとって、中国化工集団に買収されることによって、中国市場でのシェア拡大や生産コストの削減が期待された。

(4)統合内容

アディッソ社はそもそも実力の高い黒字企業であり、研究開発や生産、販売などの面においては、優れた管理システムや組織体系が整っていた。そのため、アディッソ社を買収した後、中国化工集団は同社を完全統合ではなく、必要な部分だけを統合した。戦略の面では、中国市場でのシェア拡大などを考慮し、新しい経営目標や生産計画を立てた。組織の変更や人事の異動はほとんどなく、中国化工集団側がアディッソの取締役会を管理し、元のCEOがCOOになり、新しいCEO

⁹ http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html (アクセス日:2013年4月18日)。

もフランス人である。統合の内容は主に生産プロセスの調整や、会計システム、業務手続きの統一などであった。また、生産技術や生産管理・安全管理のノウハウなどの無形資産も中国国内に移転した。

(5) 買収成果

アディッソ社の買収は、一定の成果を収めたと言える。例えば、2008年、メチオニンの生産能力を拡大するために、中国化工集団は子会社アディッソを通じ、リヨンに近いイゼール県のサン・モーリス・レグジルに、1500万ユーロを投資する旨を発表した¹⁰。また、2009年6月、中国化工集団は子会社アディッソのフランスとスペイン工場の生産を拡大し、メチオニンの生産量を年間合計2.5万トンまで増産すると発表した。同年8月、中国化工集団はアディッソの技術を利用し、中国の南京市で年間生産能力7万トンのメチオニン工場の建設を計画し、2012年下半期に稼動する予定であった¹¹。

2.2 ケノス社の買収事例

(1) ケノス社の概要¹²

ケノス社は1999年10月に、当時のケムコア(Kemcor: Exxon Chemical と Mobil Chemical の50/50合弁会社)とオリカ(Orica:旧ICI オーストラリア)が両社の豪州の石化事業を統合して設立したものであり、エクソンモービルが53%、オリカが47%出資した。その主要な製品は、ポリエチレン、エチレン、プロピレン、ブタジェン、ブタジェンゴム、HDPE(高密度ポリエチレン)、LDPE(低密度ポリエチレン)、リニアポリエチレンなどである。ケノス社は豪州最大のエチレン生産企業と唯一のポリエチレン生産企業であり、850人の従業員をかかえ、シドニーとメ

¹⁰http://www.adgensite-emailing.com/aderly/newsletters/archives/9/cat2_2008-07-24_11-29-11.html?xtor=EPR-105#4786 (アクセス日: 2013年4月18日)。

¹¹ <http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2009/12/post-3763.html> (アクセス日: 2013年4月18日)。

¹² http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html (アクセス日: 2013年4月18日)。

ルボルンに工場を持っている。2005年の売上高は8億ドルであり、豪州においては70%の市場シェアを占めている。また、同社はExxon Mobil、錦湖、BASFなどの代理店として、エチレンプロピレンゴム、ポリエステルレジンなどの輸入販売も行っている。

(2) 買収経緯

エチレンなどの化学工業製品の原材料を確保するために、中国化工集団は、2004年にすでにケノス社の買収を計画した。その後、2年の時間をかけて、大手投資ファンドであるブラックストーン(The Blackstone Group)などの外部専門機関の力を借りながら、ケノス社の財務状況、事業内容、将来性などについて詳しく調査した¹³。それだけではなく、買収計画をスムーズに進めるために、任建新はケノス社の役員や管理層にも積極的にアプローチをかけた。自社の実力や買収によるメリット、中国市場の魅力などをアピールしながら、彼らの親近感や信頼感を得るように努力していた。2006年4月3日、当時の中国国務院総理であった温家宝がオーストラリアを訪問し、当時のオーストラリア首相であったジョン・ハワード(John Howard)と会談を行い、天然資源やエネルギーに関する両国間の協力について合意を得た。2006年4月7日、中国化工集団は14億元(2.325億オーストラリアドル)でケノス社を100%株取得で買収した¹⁴。温家宝とジョン・ハワードが共に調印式に出席した¹⁵。

(3) 買収目的¹⁶

まずは化学工業の重要な原材料であるエチレン、ポリエチレンなどの獲得である。中国では化学工業が目覚ましく発展している中、化学工業の原材料に対する需要も高まっている。中国の大手総合化学製品メーカーである中国化工集団にとって、サプライチェーン全体の支配や、生産原材料の確保がとても重要である。

¹³ 何・柯(2010)p. 186。

¹⁴ 王(2007)pp. 130-131。

¹⁵ 劉(2008)p. 22。

¹⁶ 同上。

ケノス社を買収することによって、エチレンやポリエチレンなどの生産原料の供給が確保され、取引コストの削減や企業全体の安定的な生産・運営が期待できた。また、市場の面においても、この買収によって中国市場やオーストラリア市場だけではなく、東南アジア、欧米市場への進出も狙っていた。さらに、ケノス社の生産管理システム、経営ノウハウなどの学習も買収目的の1つであった。

(4)統合内容

ケノス社は黒字経営の優良企業であったし、中国化工集団の主要な買収目的も生産原料と生産・経営ノウハウなどの無形資産の獲得にあった。そのため、買収後、ケノス社を個別の事業単位として位置づけ、その独立性を尊重した。中国化工集団は主に取締役会を通じてケノス社を管理した。日常の業務管理には干渉せず、経営戦略の策定や海外投資などの重大な意思決定だけに参加した。

組織や人事の異動がほとんどなく、管理層が元のままであり、さらに管理層が役員に昇進できるような制度を設けた。また、ケノス社の中堅技術者に中国本社 of 管理職ポストを与え、中国現地の技術指導や企業経営に参加させた。中国側の社員もケノス社でアシスタントの仕事をしなから、生産管理や企業経営のノウハウなどを学習した。

(5)買収成果

ケノス社の買収も成果があると言える。例えば、ケノス社が独自で開発した一流の生産管理システム「SHE」は安全、無害、環境配慮のため業界ではとても有名である。買収後、中国化工集団はこのシステムを中国国内に導入し、企業生産の安全性を大きく高めた¹⁷。また、2010年、同社はケノス社のメルボルンにおけるエチレンの生産・開発プロジェクトに1.97億ドルを投入し、エチレンの生産量を約20%拡大した¹⁸。

¹⁷ 何・柯(2010)p. 178。

¹⁸ 中国化工集団のホームページの記事による：

http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm (アクセス日 2013年6月28日)。

2.3 ローディア社の買収

(1) ローディア社の概要¹⁹

ローディア社は、元はフランスのローヌ・プーラン社 (Rhône-Poulenc)²⁰の特殊化学品部門であり、1998年1月に化学品事業部と繊維・ポリマー事業部を統合して独立した会社である。その傘下には3つのグループ (Performance Materials, Functional Chemicals, Organics and Services)、7つの事業 (Polyamide, Acetow, Novicare, Silcea, Eco Services, Organics, Energy Services)がある。1998年6月にパリとニューヨークの証券取引所に上場し、総合実力で世界の先頭に立つ大手化学製品メーカーである。

同社の有機シリコン事業は高い研究開発力と技術力を持ち、有機シリコンの年間生産量が22万トンであり、世界市場シェアの6%を占めている。有機シリコン部門は欧州でフランスに2つの大きな工場、アジアで上海、江西省、マレーシア、豪州に工場を持っている。2005年、同部門の従業員数が約1200人であり、売上高が4.47億ユーロであった。

(2) 買収経緯²¹

2006年10月26日、中国化工集団はローディア社の有機シリコン事業および硫化物事業を、4億ユーロで株取得によって完全買収した。同日、中国を訪問中であったフランス大統領のジャック・ルネ・シラク (Jacques René Chirac) が、中国国家主席の胡錦濤と会談し、今回の買収に関する確認書に調印した²²。買収価格は両事業の2005年のEBITDA²³の7倍強である4億ユーロをベースにしたもので

¹⁹ http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html (アクセス日:2013年4月25日)。

²⁰ ローヌ・プーラン:かつてフランスを代表した大手総合化学・製薬企業である。

²¹ http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post_8d57.html (アクセス日:2013年4月25日)。

²² 劉(2008)p. 22、新浪網:<http://news.sina.com.cn/c/2006-10-27/151610342839s.shtml> (アクセス日:2014年4月9日)。

²³ EBITDAは、earnings before interest, taxes, depreciation, and amortizationの頭字語であり、税引き前利益に、特別損益支払利息、および減価償却費を加算した値

ある。

今回の買収以前から、中国化工集団はすでにローディア社と戦略的連携を結んでいた。2004年10月、同社はローディア社とシリコン事業の提携に関する覚書を締結した。2005年5月、両社はローディア社の技術を利用し、年産20万トンのメチルクロロシラン生産工場の建設に関して合意書を締結した。2005年末、両社は各自の有機シリコン事業の活動をグローバルに統合していく可能性について検討した。検討の結果、ローディア社は自社の有機シリコン事業と硫化物事業を、中国化工集団に売却することになった。ローディア社は自社の有機シリコンと硫化物事業を売却することによって、企業負債の削減や、世界で主導的地位を占める事業に集中しようとした。

(3)買収目的

まずは有機シリコンの生産技術と加工技術の獲得である。有機シリコンは「工業の味の素」とも呼ばれるほど、広い分野(自動車、電子、建築、化粧品、航空、医療、食品など)に応用されている。特に有機シリコンの下流製品(有機シリコンの加工品、例えば:珪素ゴム、珪素樹脂、珪素油など)は付加価値が高く、高い研究開発能力や技術力が求められている。中国企業は先端技術を持っていないため、有機シリコン、特にその加工品の生産能力がとても低い。一方、中国市場では化学工業の発展に伴い、有機シリコンおよびその加工製品に対する需要が高い。中国化工集団は、ローディア社の買収によって、同社の生産技術、研究開発力、特許、生産設備、販売網などを獲得し、有機シリコンおよびその関連製品の生産能力を拡大し、国内市場の需要を満たそうとしている。

硫化物はメチオニンの重要な生産原料である。ローディア社の硫化物の生産工場は、2006年4月に買収したアディッソ社のメチオニンの工場と同じ工業団地にある。ローディアの硫化物事業を買収することで、メチオニンの生産原料の確保や取引コストの削減などが期待できた。

であり、財務指標として広く利用されている。

(4)統合内容

ローディア社の統合は、アディッソ社とケノス社の買収事例と同じく、統合の程度を必要最低限にとどめたものであった。中国化工集団は主に取締役会を通じてローディア社を管理し、経営戦略の策定や海外投資など、重要な意思決定だけに参加した。日常業務には関与せず、組織や人事の異動もほとんどなく、ローディア社を独立した事業単位として扱った。ただし、ローディア社の技術や経営ノウハウなどの無形資産の移転・学習には力をいれた。

さらに、ローディア側の従業員の信頼感や親近感を得るために、中国化工集団の社長である任建新は職員大会やビデオ、メールなどを通じて、積極的に彼らとコミュニケーションを取った。彼は中国化工集団の経営理念、事業内容、買収によるメリット、雇用の保証などを丁寧に説明し、自社の実力や将来性をアピールした。

(5)買収成果²⁴

ローディア社の買収も成果があると言えよう。例えば、買収後まもなく、中国化工集団はローディア側の生産設備と生産技術を導入し、自社の藍星火有機シリコン工場を再建した。また、2008年に中国化工集団は、天津の臨港工業区で大規模なシリコンモノマー(メチルクロロシラン)製造子会社を設立した。本社が23%、江西省南昌にあるシリコンモノマーを生産する中国化工集団の子会社 Bluestar New Chemical Materials が52%、ローディア社から買収したシリコン事業の Bluestar France Company が25%を出資した。この新しい子会社はローディア側の技術を利用するもので、年間40万トンのシリコンモノマーの生産能力を持っている。2009年後半に第1期の20万トンの生産工場を稼働し、残った第2期の工程は5年以内に完成させる予定であった。

²⁴ http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post_8d57.html (アクセス日:2013年4月25日)。

第3節 事例分析

以上、中国化工集団による3つのクロスボーダーM&A事例を被買収企業の概要、買収経緯、買収目的、統合内容、買収成果という5つの面から整理した。本節では、「M&Aパフォーマンスモデル」を利用し、同社によるクロスボーダーM&Aの特徴を分析する。

3.1 モデルの各要素に基づく分析

①シナジー効果

ここでのシナジー効果は、M&Aによる仕入・生産・管理コストの削減、新市場の進出、ノウハウの獲得などの買収効果を指す。中国化工集団は、自社の強い資金力、生産力、巨大な国内市場と、被買収会社の高い研究開発力・技術力、海外市場、様々なノウハウとを結合し、経営資源の優位性を補完しながら期待したシナジー効果を収めたと言える。

具体的には、事例の中でも述べたように、アディッソ社の買収によって、メチオニンの生産技術、生産・安全管理のノウハウを獲得し、同時に、中国市場のシェア拡大や生産量の増加、生産コストの削減も実現した。ケノス社の買収では、化学製品の重要な生産原料であるエチレンとポリエチレンを獲得した。さらに、一流のシステムの導入による効率性・安全性の向上や、市場の拡大、コストの削減なども実現した。ローディア社の買収では、有機シリコンの生産技術と加工技術、経営管理のノウハウを獲得し、生産量を増加させながらコストを削減した。また、任建新によると、これらの企業は中国化工集団に買収された後、売上高も利益率も大幅に伸ばし、本社の収益に大きく貢献したという²⁵。このように、中国化工集団はこれらのクロスボーダーM&Aによって、生産コストの削減や、新市場への進出、生産・管理効率の向上などのシナジー効果を収めたと言える。

²⁵ 中国化工集団のホームページ:

http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm(アクセス日 2013年6月28日)。

②戦略的適合性

戦略的適合性には、類似的適合性と補完的適合性の2種類がある。中国化工集団のクロスボーダーM&A事例では、高い補完的戦略適合性が見られた。当時、中国国内では化学製品に対する需要が非常に大きいにもかかわらず、生産技術や生産能力が低いため、国内生産が国内需要を満たすことができなかった。このような状況のもとで、中国化工集団は化学製品の生産原料や生産技術を獲得するために、海外企業の買収に乗り出した。アディッソ社とローディア社の買収は主に生産技術の獲得を狙い、ケノス社の買収は主に生産原料の獲得を図った。同社はこれらの買収によって、自社が持たない経営資源を獲得し、巨大な中国市場を満たしながら海外市場への進出も果たすことができた。つまり、製品でも市場でも、その両面において高い補完的戦略適合性を持っていたと言える。

③組織統合

ここでの組織統合は、ポスト M&A 段階における企業間の相互作用や協調のことを指す。3つの被買収企業とも、実力の高い黒字企業であり、優れた管理システムや組織体制が整っていた。そのため、中国化工集団は、被買収会社に対する組織統合を必要最低限に止めた。基本的には、被買収会社を独立した事業単位として扱い、本社は取締役会を通じて被買収会社を管理し、任建新は代表取締役になり、役員の一部も中国化工集団の人が担当するようになった。組織や人事の統合をほとんどせずに、経営戦略や生産計画の調整、業務手続きの統一などが主要な統合内容であった。

組織統合を強化するより、同社は被買収企業から生産技術やマネジメント・ノウハウなどの知識の学習を重視し、学習から M&A によるシナジー効果を引き出しようとした。買収当時、任建新は本社の従業員にしばしば次のように語った。

「我々は占領軍の立場になってはいけない。被買収企業を尊重し、学生の立場で謙遜な態度を持つべきだ」²⁶。

²⁶ 何・柯(2010) pp. 193-194。

④従業員の抵抗

3つの買収事例の中で、従業員の抵抗はほとんど見られなかった。任建新によると、買収当時、中国化工集団は従業員の抵抗を防ぐために様々な努力を重ねた²⁷。特に、アディッソ社とローディア社がフランス企業であり、企業労働組合が非常に強い。彼らの抵抗を防ぐために、組織や人事の統合を出来る限り低い程度にとどめた。アディッソ社の事例では、元のCEOがCOOになったが、新しいCEOもフランス人であった。ケノス社とローディア社の事例では、管理層が元のままであり、さらに管理層が役員まで昇進できるようなシステムを設けた。また、被買収側の従業員の信頼感や親近感を得るために、任建新は自ら彼らとコミュニケーションをとり、自社の実力や買収によるメリット、雇用の保障などを丁寧に説明した。

⑤経営スタイルの類似性²⁸

経営スタイルの類似性については、資料不足のため判断できない。あえて言えば、中国化工集団の経営スタイルは被買収企業と類似していると言えそうである。なぜなら、買収企業も被買収企業も、経営者が強力なリーダーシップを発揮し、権威主義的な管理手法を取っているからである。中国化工集団は大型国有企業であり、中国政府の影響や国有企業としての伝統が強く残っているため、官僚的・集権的な経営スタイルを取るのが一般的である。また、同社の社長である任建新も、「企業の経営には強力な管理手段や明確な権限規定などが重要だ」と主張した²⁹。一方、被買収側について、これらの企業は当初自社を売却する意思がほとん

²⁷ 何・柯(2010)pp. 179、194。

²⁸ 経営スタイルが権威主義的管理か、あるいは参加的管理かの判断基準について、Larsson & Finkelstein(1999)では明示されていないため、ここでは、柴田・中橋(2003)の判断基準を参考する。彼らによると、権威主義的管理は高度の職務細分化、規則と手続きの詳細な規定、計画による調整、垂直的な階層関係の重視、集権的決定、権限・責任関係の明確化を指す。他方、参加的管理は職務の弾力性、規則と手続きの弾力性、メンバー間のフィードバックによる調整、水平的なコミュニケーションの重視、分権的決定、権限・責任関係の柔軟性を指す。

²⁹ 中国化工集団のホームページ:

http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm(アクセス日 2013年6

どなかったが、任建新は買収を成立させるために、積極的に被買収企業の役員や管理層にアプローチを掛けて彼らを説得した。最終的に彼らの合意を得て買収が成立したことからみれば、被買収企業もトップの意思決定がとても重要で、権威主義的な経営スタイルをとっていたのではないかと推測できる。

⑥国際的結合

買収企業と被買収企業の国籍についてみれば、今回3つの被買収企業とも、中国化工集団とは異なる国の企業であった。中国化工集団は中国の国有資産委員会に直属する国有企業である。一方、アディッソ社はフランス企業、ケノスはオーストラリア企業、ローディア社はフランス企業である。3つの事例とも、国際的結合に基づくクロスボーダーM&Aであった。

⑦企業規模の類似性

企業規模の類似性は、主に企業の年間売上高で判断する。2005年、中国化工集団の年間売上高は約530億元³⁰であり、アディッソ社は約5億ユーロ(42億元)で、ケノス社は約8億ドル(50億元)で、ローディア社の有機シリコン部門は約4.47億ユーロ(38億元)であった³¹。年間売上高から見ると、被買収企業の規模はいずれも中国化工集団よりはるかに小さく、10分の1にも満たない。すなわち、3つの事例とも、企業規模の類似性が低い。

以上、「M&Aパフォーマンスモデル」の7つの要素に基づいて事例を分析した。図表5-2は分析の結果をまとめたものである。横軸は3つの被買収企業の名前であり、縦軸は分析項目である。表の中の○、△、－は次の意味で使われている。○は程度の高いこと、△は程度の低いこと、－は資料が少ないため明確に判断できないことを指す。

月28日)。

³⁰ <http://money.163.com/06/0218/15/2A8MDTOF00251HHD.html> (アクセス日:2013年6月8日)。

³¹ ユーロやドルの人民元への換算は2013年6月7日時点のレートを利用。

図表 5-2 分析結果のまとめ³²

企業名	アディソン社	ケノス社	ローディア社
分析項目			
シナジー効果	○	○	○
戦略的適合性	○	○	○
組織統合	△	△	△
従業員の抵抗	△	△	△
経営スタイルの類似性	—	—	—
国際的結合	○	○	○
企業規模の類似性	△	△	△

出所:筆者作成。

3.2 ディスカッション

上述した分析結果に基づき、「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、M&A シナジー効果の影響要因を検討した結果、図表 5-3 で示すような関係性が確認できた。これらの関係性は大きく 3 種類に分けることができる。右側の矢印 A、B、C はシナジー効果の創出に直接に関係した 3 要因を示し、真ん中の矢印 D、E はこの 3 要因相互の関係性を表し、左側の矢印 F、G はこの 3 要因にさらに影響を与えた背景要因を表示する。

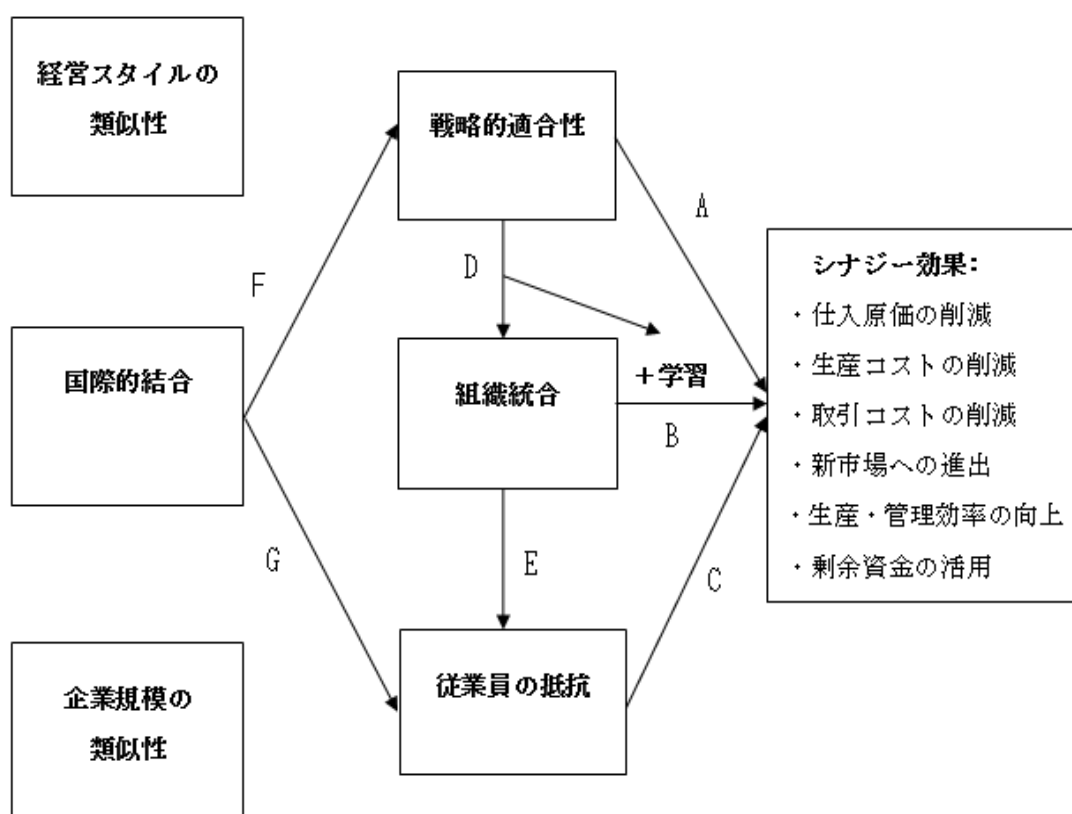
①シナジー効果の創出に直接的な影響を与えた 3 要因(矢印 A、B、C)

A についてみれば、製品と市場における高い補完的な戦略的適合性が、生産コストの削減や、生産・管理効率の向上、新市場への進出などのシナジー効果をも

³² これら 7 つの要素についての評価は、第 3 章で述べた分析フレームワークの各要素の判断基準(図表 3-2、3-5)に基づいたものである。モデルの判断基準の 1 つでも該当する事実が観察されたならば、その事象が存在したと評価する。また、その事象の程度(高いか低い)については、事例の内容から読み取れる範囲で筆者が判断を行う。

たらしたと考えられる。買収当時、中国国内では化学製品に対する需要が非常に大きいにもかかわらず、中国化工集団は生産技術や生産能力が低いため、国内需要を満たすことさえできなかった。このような状況のもとで、同社は海外企業の買収に乗り出し、アディッソ社とローディア社の買収で主に生産技術を獲得し、ケノス社の買収で主に生産原料を取得した。買収した経営資源を生かし、巨大な中国市場を満たしながら海外市場への進出も果たした。

図表 5-3：中国化工集団によるクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因



出所：筆者作成。

Bについてみると、組織統合とシナジー効果との関係性について、万向集団の事例と同じような事実を発見した。すなわち、中国化工集団のクロスボーダーM&Aも、組織統合の程度が低いにもかかわらず、より高いシナジー効果を獲得した。これは、同社も組織統合のかわりに、学習に力を入れて、それが結果としてシナジー効果を高めたのではないかと考えられる。被買収企業はそもそも黒字経営の

優良企業であり、その研究開発力や技術力、マネジメント・ノウハウなどの無形資産の質も、中国化工集団より高かったと思われる。そのため、中国化工集団は買収後、被買収企業の自由度を認めつつ、技術者や中間管理層の派遣・交流によって、知識の学習や無形資産の活用を促した。これによって、被買収企業の技術やマネジメント・ノウハウなどの知識を自社に移転・導入し、M&Aによるシナジー効果を実現したのであろう。

Cについてみれば、従業員の抵抗の低さがシナジー効果にプラスの影響を与えたと言えよう。これらの買収事例では、従業員の抵抗が低かったため、人材の流出や統合作業への妨害が少なく、ある意味でシナジー効果にプラスの影響を与えたと考えられる。

② 3つの直接的な影響要因の相互関係(矢印D、E)

Dについてみれば、高い戦略的適合性は、必要最低限の組織統合と学習の両方によって、シナジー効果のかたちとして現れたと考えられる。組織統合によって、新たな経営戦略の作成や生産プロセスの調整、生産管理システムの導入などが行われ、市場シェアの拡大や生産コストの削減、生産効率の向上などのシナジー効果を創出した。また、学習によって、メチオニンやエチレン、ポリエチレン、有機シリコンなどに関する研究開発力や技術力を向上させることができた。

Eについてみると、従業員の抵抗が低い理由の1つは、低いレベルの組織統合にあると言えよう。中国化工集団は、被買収企業に対する組織統合を強化するよりも、これらの企業から学習することを重視した。低いレベルの組織統合が、被買収企業の従業員の不安や不満を薄めたと考えられる。

③ 3つの直接的な影響要因のさらなる背景要因(矢印F、G)

「戦略的適合性」、「組織統合」、「従業員の抵抗」という3要因にさらに影響を与えた背景要因について、Larsson & Finkelstein(1999)の分析フレームワークでは、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という3つの要因が指摘された。「経営スタイルの類似性」について、関連するデータが少ない

ため、現時点では明確に判断できない。「企業規模の類似性」について、年間売上高で判断すれば、被買収企業の規模がいずれも中国化工集団より遥かに低いことが分かった。一方、Larsson & Finkelstein(1999)は、企業規模の類似性が高いことをモデルの前提としている。そのため、今回の分析では、企業規模の類似性による影響を議論することができない。よって、ここでは、国際的結合による影響のみを議論する。

Fについてみれば、戦略的適合性が高いのは、技術的に優れた先進国企業を買収したという国際的結合のためであると考えられる。これらの企業を買収することによって、自社や自国に少ない生産原料や生産技術などの経営資源を補強できるので、補完的な戦略的適合性が高く、生み出されるシナジー効果も高くなる。

Gについてみると、国際的結合であることが従業員の抵抗を低減したと言えよう。Larsson & Finkelstein(1999)は、国際的結合が従業員の抵抗を抑えることができることを主張した。その理由について、彼らは国際的結合の場合、マネジャーは文化の衝突や従業員の不満をより慎重に取り扱うためであると述べた。また、国際的結合は、国内的結合よりもポジションなどにおいて補完的な部分が多いため、従業員にもたらす脅威がより低いという理由も指摘した。中国化工集団の事例でも、このような関係性が見られた。社長の任建新をはじめとして、同社の管理層は従業員の不満や不安の解消を重視し、積極的に彼らとコミュニケーションを取り、中国国有企業としての実力や雇用の保証などを丁寧に説明した。それによって、従業員の抵抗を低い程度にとどめたと言えよう。

第4節 中国化工集団によるクロスボーダーM&Aの特徴

本節では前節の分析に基づき、中国化工集団によるクロスボーダーM&Aの特徴について検討する。

4.1 プレM&A段階における特徴

①中国政府と関わり

今回の買収では、中国政府との関わりが見られた。中国化工集団は中国の国有資産委員会に直属する国有企業であり、同社の経営戦略が中国政府の政策と大きくつながっている。同社によるこの一連のクロスボーダーM&Aは、中国政府の政策³³のもとで実行されたものであり、その主要な買収目的も中国国内の需要を満たすことであった。ケノス社の買収では、当時の中国国務院総理であった温家宝と、オーストラリア首相であったジョン・ハワードが共に買収契約の調印式に出席した³⁴。ローディア社の買収でも、当時のフランス大統領のジャック・ルネ・シラクと中国国家主席の胡錦濤が買収に関する確認書に調印した³⁵。

②経営資源の獲得に対する強い執着心

買収のターゲットは、すべて高い技術力や市場シェアを持つ実力企業であった。買収の目的も生産技術や、生産原料、販売網、生産・管理ノウハウなどの優れた経営資源の獲得にあった。

③完全所有志向

3つの事例とも、100%の株取得による完全買収で、その目的は所有権や意思決定権の獲得にあったと考えられる。

4.2 ポスト M&A 段階における特徴

①組織統合のレベルの低さ

買収の目的や従業員の抵抗などを考慮し、中国化工集団は被買収企業に対する組織統合を必要最低限に止めた。

②学習の重視

買収後、中国化工集団は組織統合を強調するのではなく、むしろ被買収企業から様々な技術や知識の学習を重視し、それが結果としてシナジー効果を高めたも

³³ 第1節で述べた「国民経済と社会発展第十の5年計画綱要」（2001-2005年）を参照。

³⁴ 劉(2008)p. 22。

³⁵ 劉(2008)p. 22、新浪網：<http://news.sina.com.cn/c/2006-10-27/151610342839s.shtml>（アクセス日：2014年4月9日）。

のであると考えられる。

③従業員の抵抗の低さ

3つの事例とも、被買収企業の従業員の抵抗が低かった。その理由について以下の2点が考えられる。1つ目は、組織統合のレベルの低さと学習の重視である。中国化工集団は組織統合を必要最低限にとどめ、被買収企業を尊重し、学生の立場で謙遜な学習の態度を取っていた。それによって、被買収側の従業員の不安や不満、脅威感を大きく薄めることができたと考えられる。2つ目は管理層の努力である。国際的結合であるため、任建新をはじめとする管理層が、文化の衝突や従業員の不安や不満などを非常に慎重に取り扱い、積極的に被買収側の従業員とコミュニケーションを取り、中国国有企業としての実力や雇用の保証などを丁寧に説明した。それによって、従業員の抵抗を低い程度にとどめたと言えよう。

第6章 レノボの事例

—赤字事業を買収したクロスボーダーM&A—

本章では、レノボによる IBM パソコン事業の買収事例を取りあげる。レノボは 1984 年に設立された大手 IT 企業であり、パソコン及びその周辺機器、携帯端末、プリンターなどの研究開発・生産・販売を行っている。2004 年、同社はコア事業であるパソコン事業を強化するために、IBM のパソコン事業の買収に乗り出した。この買収事例の顕著な特徴としては、先進国企業の赤字事業を買収し、数年後、同事業をうまく黒字転換させたことである。以下では、レノボはどのような目的で赤字事業を買収したのか、どのように同事業を黒字転換し、期待したシナジー効果を創出したのかについて分析し、その特徴を検討する。

第1節 企業概要

1.1 レノボの概要

レノボは、1984 年に設立された国有企業であり、その後、企業の民営化改革で政府持株の民営企業となった。創業当時、同社は外国製のパソコンなどを販売する商社であったが、現在はパソコンだけではなく、その周辺機器、サーバー、ワークステーション、携帯端末、プリンターなどを開発・生産・販売する大手 IT 企業まで成長した。1990 年代末まで、レノボの主要な経営目標は、国内パソコン市場の開拓・拡大であり、1996 年にはその目標を実現し、国内トップのパソコンメーカーとなった。2001 年前後、同社は携帯端末、MP3、プリンター、インターネット、IT サービスなどの事業にも参入し、多角化による市場のさらなる拡大を図った。さらに 2004 年、同社はパソコン事業の本格的な海外進出を開始し、世界パソコン市場のトップ企業を目指した。現在、レノボはパソコン事業を中心に、中国、日本、米国に複数の研究開発拠点をもち、160 ヶ国において製品の調達・生産・販売を展開している。2012 年の売上高は 340 億ドルで、純利益は 6.35 億

ドルにも達した(図表 6-1)。

図表 6-1 : レノボの概要

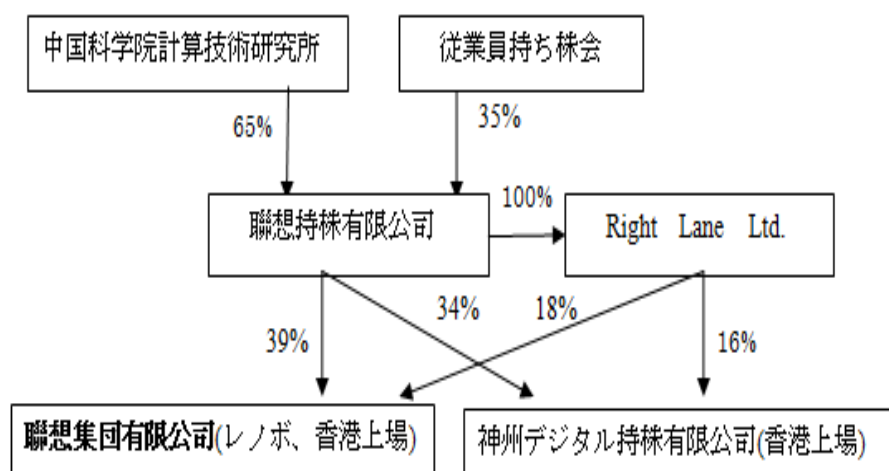
全称	聯想集団有限公司 (Lenovo Group Limited)
日本語表記	聯想(連想)集団、聯想グループ、レノボ
本社所在地	中国・北京(登記上は香港)、米国・ノースカロライナ州(2006年以降)
設立	1984年
業種	IT
代表者	楊元慶
主要製品	①パソコン及び周辺機器の研究開発・製造・販売 ②サーバー・ストレージ ③ワークステーション ④携帯端末及びその関連製品 ⑤プリンター及びその関連製品など
経営目標	1984年－2000年：国内パソコン市場の開拓・拡大、市場のトップ 2001年－2003年：国内市場を中心、事業の多角化(携帯端末、プリンター、インターネット、ITサービスなど) 2004年－現在：世界パソコン市場のトップ
売上高	340億ドル(2012年)
純利益	6.35億ドル(2012年)
主要株主	聯想持株有限公司:32.45%、楊元慶:7.05%、主要取締役:0.25%、その他:60.25%(2013年9月時点)

出所:レノボのホームページに基づき、筆者作成(アクセス日:2014年3月2日)。

2001年、楊元慶がレノボの会長兼社長になり、企業の多角化戦略を実行した。2002年、彼は福建省・アモイにある携帯端末の製造会社と合弁企業を設立し、携

帯端末事業への参入を果たした。他にも、委託生産や買収などの形で、デジタルカメラ、MP3、レーザープリンター、インターネット、IT サービスなどの事業に手を掛けた。2003 年、国内外事業の強化に伴い、「Lenovo」¹という新しいブランドを採用し、英語の会社名も「Legend」から「Lenovo」に変更した。同社が長らく使ったブランド「Legend」が、商標紛争を生じる恐れがあるため廃棄された。

図表 6-2 : 2000 年度のレノボの所有構造



注: 矢印は出資関係を表す。Right Lane Ltd. というのは联想持株有限公司の 100% 子会社で、単なるペーパーカンパニーであろう。従業員持ち株会は、創業期に大きな貢献があった従業員やベテラン従業員などからなるものである。

出所: 今井 (2004) p. 35 に基づき筆者作成。

2004 年、多角化戦略の失敗や国内市場の飽和などが原因で、楊元慶は企業成長の重心を本業のパソコン事業に戻し、パソコン事業の国際化を計画した。同年、同社は IBM 社のパソコン事業を買収し、買収後、米国のニューヨークにも本部を設置した。その後、ニューヨークの本部を IBM パソコン事業の所在地であるノースカロライナ州に移転した。2008 年、レノボは北京オリンピックのスポンサーになり、パソコンおよびその関連製品、技術サポートを独占提供した。同年、同社は 167.8 億ドルの売上高で米国フォーチュン誌の「世界トップ企業 500 社ラン

¹ 「Lenovo」は混成語で、「le」は「Legend」から、「novo」は「新しい」を表すラテン語の「nova」から採られた。

キング」の中で 499 位にランクインされ、さらに 2011 年には 449 位にランクアップされた²。

1.2 IBM の概要³

IBM(International Business Machines Corporation)は、1911 年に設立された大手 IT 企業であり、本社は米国のニューヨーク州に所在する。その事業内容は、企業法人や公的機関向けのコンピュータ関連サービスの提供や、ソフトウェア・ハードウェアの開発・製造・販売などである。同社は、世界規模で事業活動を展開している多国籍企業であり、2012 年の売上高は 1045 億ドルで、純利益は 166 億ドルに達し、従業員数は約 44 万人であった。IBM のパソコン事業は、米国のノースカロライナ州ラーレイ(Raleigh)に本部を置き、パソコンおよびその関連製品の研究開発・生産・販売を行っている。同事業部はビジネス市場を中心に、160 ヶ国以上において事業活動を展開し、約 9500 名の従業員を有する。2003 年の売上高は 95.66 億ドル、総利益率は 9.61 億ドル、純損失は 2.58 億ドルであった⁴。

IBM の前身は、3 つの別個の企業が合併して設立された企業 CTR(Computing Tabulating Recording)である。当時の主要な業務内容は、パンチカード、従業員勤務時間記録システム、計量器、自動食肉薄切り機、コンピュータなどの開発・生産・販売である。1924 年、当時の社長であるトーマス・J・ワトソン(Thomas. J. Watson) が、社名を CTR から現在の IBM に変更し、事業内容も電子データ処理機器関連に集中するようになった。1951 年、同社はビジネス向けのコンピュータの開発を開始し、1964 年には、最初の汎用機メインフレーム・System/360 の開発に成功した。その後、メインフレームコンピュータ市場をほぼ独占した。一方、1970 年代に入ると、アップル社が小型パーソナル・コンピュータ(パソコン)を発売し、IBM からコンピュータ市場の主導権を奪い取った。アップル社と対抗するために、IBM は“chess”と呼ばれる特別なチームを設立し、パソコンの研究開発に投入した。1981 年 8 月、IBM 初のビジネス向けのパソコンが完成された。安価ではない

² レノボのホームページ:<http://www.lenovo.com.cn/> (アクセス日:2014 年 3 月 6 日)。

³ IBM のホームページと何・柯(2010)を参考。

⁴ 何・柯(2010)p.116。

がその発売が好調で、1983年には米国のパソコン市場において42%の市場シェアを占めた⁵。さらに、パソコン市場の主導権を取り戻すために、IBMはインテル社、マイクロソフト社と手を組み、パソコン業界のモジュール化や分業化を推進した。その後、パソコンのダウンサイジングや部品の標準化が進み、1990年代前後、パソコンを製造する企業が急増し、パソコンの価格が急落した。IBMの主力パソコン製品が大型で高価のため時代に遅れ、企業の業績が急速に悪化し、市場シェアがデル(Dell)やコンパック(Compaq)、台湾の新興企業などに大きく奪われた。

1993年、ルイス・ガースナー(Louis V. Gerstner)がIBMのCEOに就任すると、大胆な改革を実行した。彼は、企業成長の重心をハードウェアから、ソフトウェアおよびサービスへと大きく転換した。ビジネス・ソリューションなどのコア事業を強化する一方、コモディティ化や低価格化が進む非コア事業の売却も行い、事業の「選択と集中」を推進した。例えば、2002年にPWC社(Price Waterhouse Coopers)のコンサルティング部門、2006年にビジネスプロセス管理のソフトウェアを持つFileNet社、2007年にBI⁶ツールを持つCognos社、2009年に統計解析ツールを持つSPSS社などを買収した。その一方、1998年にグローバルネットワーク事業、2002年にハードディスクドライブ事業、2004年にパソコン事業、2006年に法人向けプリンター事業、2012年にリテール・ストア・ソリューション事業などを売却した。現在のIBMは、コンサルティングやシステム構築などのサービス事業、ミドルウェアなどのソフトウェア事業を中心に、世界中の顧客にワンストップ型のビジネス・ソリューションを提供している。

第2節 レノボによるIBMパソコン事業の買収

2004年12月8日、レノボは米国のIBMとパソコン事業の買収契約を締結した。買収後、レノボは8%の世界市場シェアを有し、デル(16%)、HP(14%)に次いで3番

⁵ 何・柯(2010)p.134。

⁶ BI(Business Intelligence):企業のデータを収集・蓄積・分析・報告することで、経営上の意思決定に役立てる手法や技術のこと。

目のパソコンメーカーになった⁷。

2.1 買収背景と目的

WTOに入る前、中国のパソコン市場はレノボ、方正、同方、TCLなどの現地企業に支配された。これらの企業は、持続的競争優位やコア・コンピタンスを持たず、巨大な中国市場や廉価な労働力に依存しながら急速な成長を遂げてきた。2000年前後、デルやHP、IBMなどの大手海外企業が中国市場に参入し、ブランド力や高品質などをアピールしながら、中国パソコン市場の市場シェアを大きく奪い取った。特に、デルは独特のオーダーメイドの直販方式で多くの中国消費者を魅了し、中国での市場シェアが急速に拡大し、2003年にはレノボに次いで第2位となった⁸。海外企業の参入による競争の激化だけではなく、パソコンの低価格化・コモディティ化、利益率の低下、国内市場の飽和などの原因も加え、パソコン業界は成長のボトルネックに直面した。

実力の高い海外企業と対抗し中国市場に生き残るために、当時のレノボは2つの対策を考え出した。1つは多角化戦略によって、国内市場をさらに拡大させることであり、もう1つは国際化戦略によって、コア事業であるパソコン事業を強化することである。2001年、同社の会長兼社長になった楊元慶は、多角化戦略の方を選択し、他の分野における国内市場のさらなる拡大を図った。彼はM&Aや合併などによって、携帯端末、プリンター、サーバー、インターネット、ITサービスなどの業界への参入を果たした。しかし、多角化戦略は予測した成果を収めることができなかった。その原因は、ITバブルの崩壊、市場予測の甘さ、技術力や管理能力の低さなどにあると考えられる。2004年、楊元慶は多角化戦略の失敗を反省しながら、企業成長の重心を多角化から本業のパソコンに戻した。パソコン事業のボトルネックを突破するために、レノボの役員らは、海外市場への進出が不可欠であると判断し、パソコン事業の国際化戦略を計画した⁹。

一方IBMは、1990年代から事業の「選択と集中」を進め、経営資源をITサー

⁷ Larcon(2009)p. 199。

⁸ 陳(2006)p. 267。

⁹ 王(2007)pp. 172-173。

ビスなどのコア事業に集中し、ハードウェアなどの非コア事業を売却しつつある。その中、非コア事業であるパソコン部門は、経営業績が年々悪化し、2003年だけでも2.58億ドルの損失を被った¹⁰。IBMは2000年からパソコン事業の売却を計画し、この売却がレノボの国際化戦略と合致した。レノボは、IBMの技術や、研究開発力、海外市場、マネジメント・ノウハウなどを取得することによって、パソコン事業の迅速な国際化を図った。一方、IBMはこの売却によってレノボと連携し、レノボの影響力や販売網を利用しながら、中国市場でのITサービスなどの業務を拡大しようとした。

2.2 買収経緯¹¹

2001年、IBMはパソコン事業を売却するために、レノボにアプローチをかけたが、当時のレノボは多角化戦略に集中したため買収を拒否した。2003年、IBMは米国の大手投資銀行メリルリンチ(Merrill Lynch & Co., Inc)に、パソコン事業売却先の探索を依頼した。メリルリンチは、パソコン事業の国際化を新たな経営戦略に据えたレノボに買収の話を持ち掛け、買収によるメリットなどを説得した。レノボは、この買収によって短時間で国際化に必要な人材、ブランド、研究開発力、グローバル供給網・販売網などの経営資源を入手できると考え、買収の話を受け入れた。

2003年11月、レノボはIBMとパソコン事業の買収について交渉を開始し、同時に、IBMのパソコン事業に関する詳細な調査も展開した。米国の大手コンサルティング会社マッキンゼー(McKinsey Company)を戦略顧問に、また米国大手投資銀行ゴールドマン・サックス(Goldman Sachs Group, Inc.)を財務顧問として迎え、IBMパソコン事業の実状および買収の可能性について調査を依頼した。調査結果によると、IBMのパソコン事業は2001年から大赤字になり、2001年の損失が3.97億ドルで、2002年が1.71億ドルで、2003年が2.58億ドルであり、2004年まで

¹⁰ Larcon(2009)p. 198。

¹¹ 本節は陳(2006)、王(2007)、何・柯(2010)、李・許(2010)を参考。

の累積損失が10億ドル近くになった¹²。それにもかかわらず買収を実行した理由について、レノボ側は次のように解釈した¹³。

「IBMのパソコン事業の総利益率は24%(レノボは14%)もあるにもかかわらず、大きな損失を出した。その原因は、管理費と生産コストが高いためである。同事業部は、毎年本部に納める管理費が2億ドルにも達した。また、一台のパソコンの生産コストについて、レノボは4ドルであるのに対し、IBMは24ドルもかかった。よって、買収後、管理費と生産コストを削減し、また規模の経済性によるコストダウンなどができれば、IBMのパソコン事業が黒字になる可能性が十分にある」。

2004年5月、買収金額をめぐり買収契約に関するネゴシエーションが始まった。交渉を繰り返した結果、同年12月8日、レノボはIBMとパソコン事業の買収契約を締結した。買収によって、レノボはIBMのパソコン事業およびその関連業務、「Think」ブランドとその関連特許、「IBM」ブランドの5年間の使用権、160ヶ国における販売網、中国・深センにおける合弁企業ISTC¹⁴(Xシリーズ製品の生産ラインを含まない)、日本・大和市と米国・ラーレイにおける研究開発センターなどを取得した。買収金額は12.5億ドル(6億ドルの現金と6.5億ドル相当のレノボの株式)であり、それ以外、IBMパソコン事業の5億ドルの債務を引き受けることになった。また、買収契約によると、買収後、IBMはレノボの戦略的パートナーになり、レノボの法人顧客に対してソフトウェアやITサービスなどを提供し、一方、パソコンなどのハードウェアをレノボから購入するということが約束された。

買収契約は締結されたが、それが正式に成立するためには、米国政府の合意が必要である。2005年1月、米国連邦取引員会による反トラストの審査を通過し、同年3月、米国の外国投資委員会による国家安全保障審査も終了し、米政府の最終承認を得ることができた。また、巨額の買収資金を集めるために、2005年1月、

¹² 何・柯(2010)p. 116。

¹³ 王(2007)pp. 173-174。

¹⁴ ISTC: International System Technology Companyの略称。China Great Wall Computer Groupとの合弁企業であり、IBMの出資率は80%である。

レノボはパリ銀行、スタンダード・チャータード銀行などの大手銀行からなる国際銀行グループから、6億ドルの資金を5年間借入れることができた。同年3月、同社は大手投資ファンドTPC(Texas Pacific Group)、GA(General Atlantic)、Newbridge Capitalの3社から3.5億ドルの出資を受け入れた。3.5億ドルの中、1.5億ドルは買収資金に使用し、残った2億ドルは企業の日常運営に使うということである¹⁵。2005年5月1日、レノボによるIBMパソコン事業の買収手続きがすべて完了し、買収後、レノボの主要株主は、聯想持株有限公司が46.22%、IBMが18.91%、その他が34.87%であった¹⁶。

2.3 統合内容

李・許(2010)によると、レノボは統合作業を2段階に分けて進め、その期間が5年にもわたった。第1段階は2005年1月から9月までの間で、この段階では現状維持が基本的な統合方針であり、「平穏な移行期」と呼ばれる。第2段階は2005年10月から2009年末までの間で、この段階では組織の統合や無形資産の移転などが強化され、「統合の強化期」と呼ばれる。

2.3.1 第1段階：平穏な移行期

この段階の主要な統合内容は、基本的な本部機能(財務、人事、法務、業務プロセス)の統一と、IBMパソコン事業の従業員・取引先の信頼感を取り戻すことであった。急速に買収先を統合するより、この段階では、IBMの日常経営や研究開発・生産プロセスを観察・見学し、その技術やノウハウなどを学習することが重要であった。

買収後、レノボは中国の北京以外に、IBMパソコン事業の所在地である米国・ラーレイにも本部を設置した。レノボの元事業を「レノボ・中国」、IBMのパソコン事業を「レノボ・国際」と呼び、2つの事業がそれぞれ独自のシステムで運営することになった。楊元慶がレノボの会長に、IBMパソコン事業の元SVP¹⁷である

¹⁵ 王(2007)pp. 116-177。

¹⁶ 同上。

¹⁷ SVP: senior vice-presidentの略称。

スティーブン・ワード (Stephen M. Ward) が CEO に、IBM 出身のフラン・オサリバン (Fran O' Sullivan) がレノボ・国際の COO に、レノボ出身の劉軍がレノボ・中国の COO になった。この段階では、人事や財務、法務、業務プロセスなど、基本的な本部機能の統一が主要な統合内容であった。組織や生産、販売などの面における統合がほとんどなく、レノボ・国際とレノボ・中国の日常業務は元のままであった。

また、IBM 元従業員の離職を防ぐために、レノボの管理層は積極的に彼らとコミュニケーションを取り、自社の実力や将来性、買収のメリット、雇用の保証などを説明した。この段階では、人員削減が一切されず、一般従業員の職位や給料体系の変動もなく、従業員の持つ IBM のストックオプションがレノボのストックオプションに変更された。レノボが 2005 年 8 月に発表した第一四半期の財務諸表によると、買収後、IBM 元従業員の離職率は 2% にも達していない。

さらに、国際 IT 調査機関フォレスター (Forrester Research) の調査によると、約半分の IBM パソコンの法人顧客が、HP やデルの製品に乗り換えようと考えたという¹⁸。取引先の信頼性やロイヤリティを取り戻すために、レノボ・国際が様々な努力を重ねた。例えば、従業員による会社訪問や、メール、広告などを通じて、レノボ・国際の実力をアピールしながら、買収後においてもパソコンのシステムや販売方式の変更がなく、それまでどおりに IBM から IT サービスなどを受けることが可能であることを強く訴えた。

2.3.2 第 2 段階：統合の強化期¹⁹

買収によるシナジー効果を引き出すために、レノボは 2005 年 10 月から、サプライチェーン、生産、製品、販売、組織などの面において買収先との統合を強化した。また、無形資産であるブランド価値の移転にも力を入れた。

まずはサプライチェーンや生産プロセスを統合し、製造コストを大幅に削減した。2004 年、レノボ・国際のパソコンの年間生産量は 1000 万台以上で、レノボ・

¹⁸ 何・柯 (2010) p. 118。

¹⁹ 李・許 (2010) pp. 41-43、何・柯 (2010) pp. 117-125 を参考。

中国は 400 万台以上であった。統合後、レノボは北京にグローバル調達センターを設置し、すべての部品をそこで一括購入することにした。CSFB²⁰の予測によると、一括調達による経済効果は、2006 年には約 0.35 億ドル、2007 年には約 1.25 億ドルがあるという²¹。また、デスクトップのすべての生産拠点を中国に移転し、生産効率の向上やコストの削減を図った。

次に、製品や販売網の統合による市場の拡大も、統合内容の一部であった。統合する前、レノボ・国際の製品は主にハイエンド市場向けで、海外の大手企業や公的機関が主要な顧客であった。一方、レノボ・中国の製品はローエンド市場向けで、主要な顧客は中国市場の個人消費者であった。両事業の販売網を統合し、製品をクロス・セリングすることによって、海外のビジネス市場・個人消費者市場および中国のビジネス市場へと進出し、グローバル市場でのシェア拡大が可能になった。例えば、2005 年末、レノボはビジネス市場だけで販売した「ThinkPad」シリーズのパソコンを値下げし、個人消費者にも販売しはじめた。2008 年 7 月、同社は中国のビジネス市場向けに「ThinkPad」の SL シリーズ製品を発売した。この製品は従来の「Think」シリーズ製品の機能を抑えたものであり、価格も従来の製品より 3 割低く設定した。

また、従業員数や職位の削減など、組織の統合も行われた。人員削減をスムーズに進めるために、2005 年 12 月、デルの元 SVP であるアメリオ・ウィリアム (Amelio J. William) を、スティーブンの代わりにレノボの CEO に迎えた。就任後、アメリオは重複した部門や剰余人員に対して一連のリストラを展開し、企業効率の向上や経費の削減に力を入れた。2006 年 3 月、彼は米国、アジア、ヨーロッパにおいて、1000 ある職位(年間約 2.5 億ドルの支出)を削減した。2007 年 4 月、中国以外の地域においてさらに 650 ある職位をなくし、750 ある職位を先進国から新興国に移した。2009 年 1 月、管理層を含めて 2500 ある職位、そして行政管理費、管理層の給料とボーナスの削減計画を発表し、これによって年間 3 億ドルの

²⁰ CSFB : Credit Suisse First Boston。

²¹ Larcon(2009)p. 202。

経費を節約できるという²²。同年2月、企業の効率をさらに高めるために、中国国内にある「グローバル職能部門」に対して、450ある職位を減らした。人員の削減以外、市場の変化に素早く対応できるように、組織構造の調整も行われた。例えば、世界中における顧客の需要を把握するために、2006年8月、同社はシンガポールで「COE」(Center of excellence)という新たな部門を設立し、その主要な職能は供給・需要の予測、価格設定、生産・販売戦略の作成、在庫管理などである²³。

さらに、無形資産であるブランド価値の移転も重視された。今回の買収目的は、IBMの「Think」というブランドを取得するだけでなく、そのブランドと関連させることによって、レノボが所有する「Lenovo」や「Idea」のブランド価値を高めることも大きい狙いである。買収後、IBMのパソコンはそれまで通り「Think」というブランドで販売されつづけた。ただし、これらの製品には「IBM」のロゴ以外、「Lenovo」のロゴも載せられ、またパソコンの機体とスタート画面にも「Product of Lenovo」のような文字が載せられた。さらに2006年後半から、レノボは「IBM」ロゴの使用を段々と停止し、「Lenovo」ブランドの色を強化し、その知名度を高めようとした。2006年8月、レノボはビジネス向けの「Think」シリーズ製品を参考し、個人消費者向けに「Idea」シリーズパソコンを開発した。ノート・パソコンは「IdeaPad」、デスクトップは「IdeaCenter」というブランドで発売された。このように、レノボはIBMの「Think」ブランドを活用することによって、自社ブランドの価値や影響力を向上させようとした。

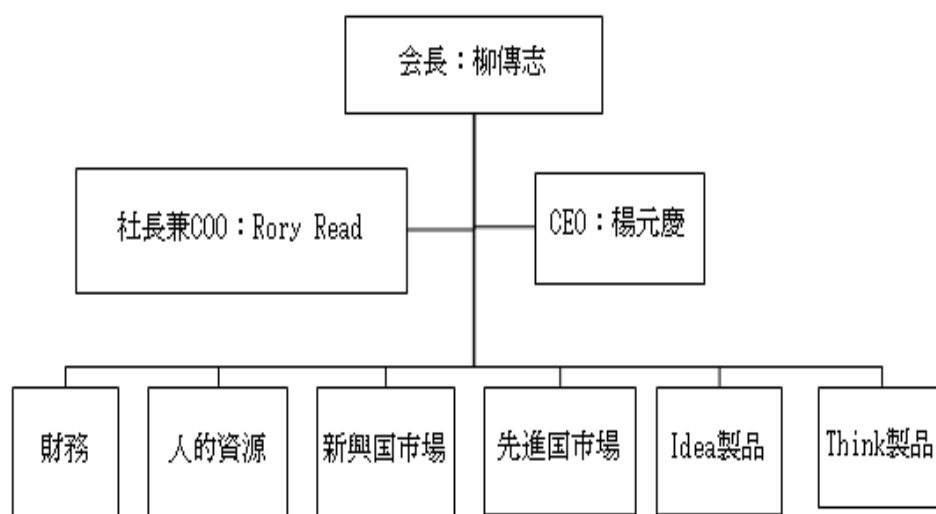
2008年、金融危機の影響などで、レノボは巨額の赤字を出した。2009年2月5日、アメリオはその責任を取るため辞任した。柳傳志が再びレノボの会長に、楊元慶がCEOに就任した。巨額な損失から脱出し、経営業績を黒字に転換するため、レノボは再び経営戦略の修正や組織構造の調整を行った。同社は、グローバル市場を新興国市場と先進国市場に分けて、製品においては、ビジネス向けの製品を「Think」ブランドに、個人消費者向けの製品を「Idea」ブランドに統一した。そ

²² 李・許(2010)p. 42。

²³ この段落は何・柯(2010)pp. 122-125を参考。

れに応じて組織階層をさらに簡素化し、図表 6-3 で示すように変更した。レノボはこの新しいリーダーシップのもとで、4年間で IBM から学習した様々なノウハウを生かしながら、海外の個人消費者市場および国内のビジネス市場のさらなる拡大を図った。

図表 6-3:2009 年レノボの組織図



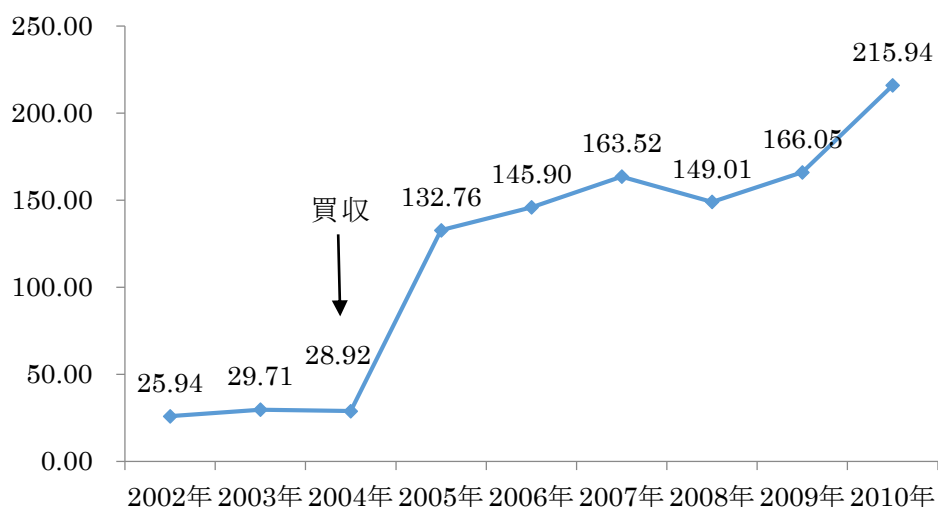
出所：李・許(2010) p. 101 に基づき筆者作成。

2.4 買収前後の経営業績

図表 6-4 から図表 6-9 までは、買収前後における売上高、総利益(率)、純利益(率)、海外売上高比率などの変化を示すものである。

まず図表 6-4 の売上高からみると、2005 年の売上高は、買収前と比べて約 4.6 倍増の 132.76 億ドルに達した。その後も順調に増加し、2007 年には 163.52 億ドルまで上った。2008 年にはリーマンショックなどの影響で少し低落したが、2009 年から回復しつつある。2010 年には約 216 億ドルの売上高を記録し、買収前の約 7.5 倍も増加した。

図表 6-4: 売上高の変化(単位: 億ドル)



注: 原データでは、2002年-2004年までのデータの単位は香港ドルである。ここでは、1ドル=7.8香港ドルの比率で換算し、単位を億ドルに統一した。

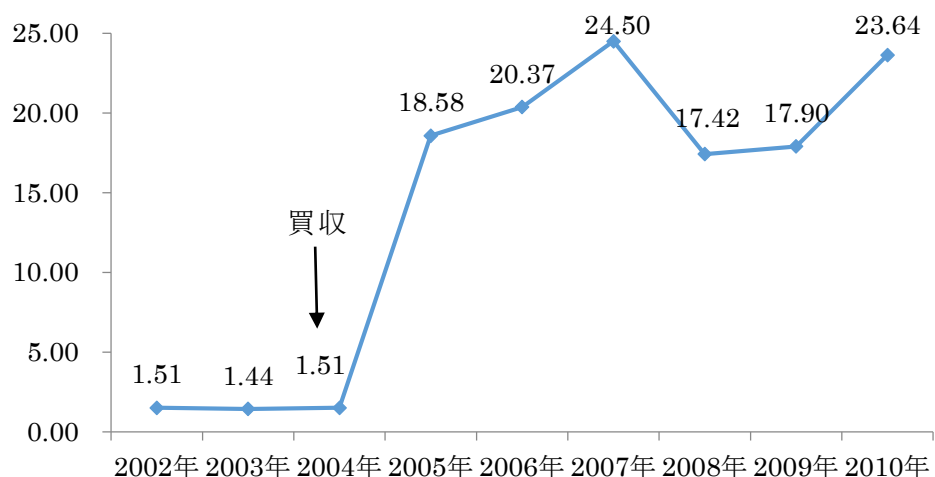
出所: レノボのホームページによる(アクセス日: 2014年3月24日)。

図表 6-5 の売上総利益から見れば、一括調達によるコストダウンの効果もあり、買収後の総利益が増加しつつ、2007年には24.50億ドルに達し、買収前の16倍以上も増益した。2008年から一旦低落したが、2009年から再び増加し、2010年には23.64億ドルの総利益を収めた。図表 6-6 の売上総利益率についても、2007年には最高の15%に達し、買収前の約3倍であった。その後、リーマンショックの影響を受けながらも、10%以上の総利益率を維持することができた。

図表 6-7 の純利益について、赤字事業を買収したため、買収直後の2005年には純利益が1.3億ドルから0.28億ドルまで落ちた。2005年10月から、組織統合が強化され、管理費や人件費が大幅削減された結果、純利益が向上しつつ、2006年には1.61億ドルになり、2007年にはさらに4.85億ドルまで大きく向上した。2008年、金融危機などの影響で、純利益が2.26億ドルの大赤字に転落した。その後、企業戦略の修正や組織構造の調整によって、経營業績は回復しつつあり、2009年から黒字に戻り、2010年には買収前の約2倍である2.73億ドルの純利益を収めた。図表 6-8 の売上高純利益率についても、類似するような変化が見られる。大

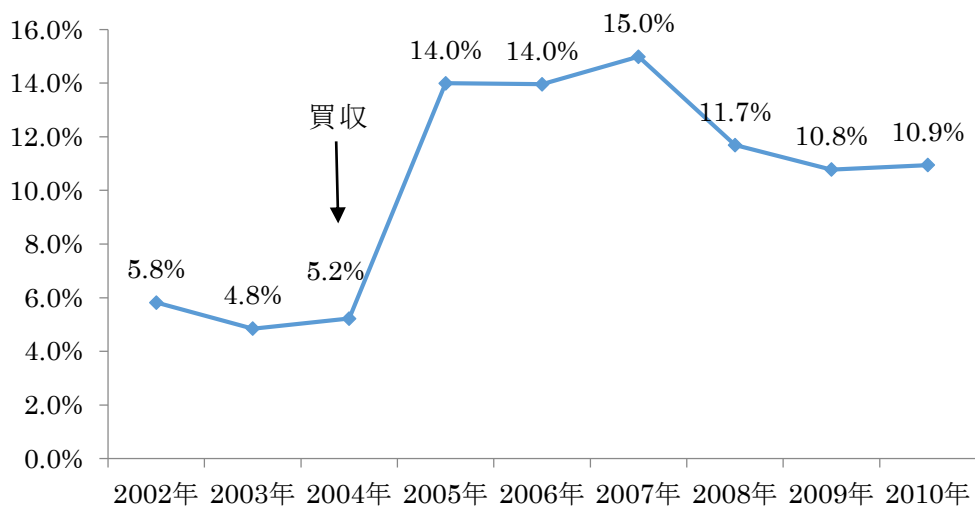
赤字の部門を買収したため、買収直後の2005年には純利益率が4.8%から0.2%まで落ちた。その後、一連の統合や改革により、純利益率が3%までに回復した。2008年には一旦マイナス1.5%まで下落したものの、2009年から再び上昇の傾向を見せている。

図表 6-5: 売上総利益の変化(単位: 億ドル)



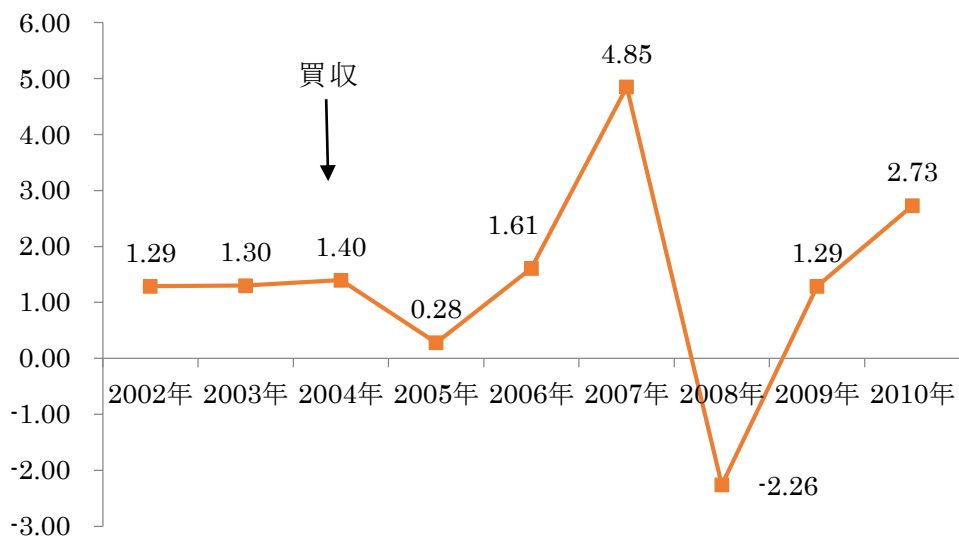
出所: レノボのホームページによる(アクセス日: 2014年3月24日)。

図表 6-6: 売上総利益率の変化



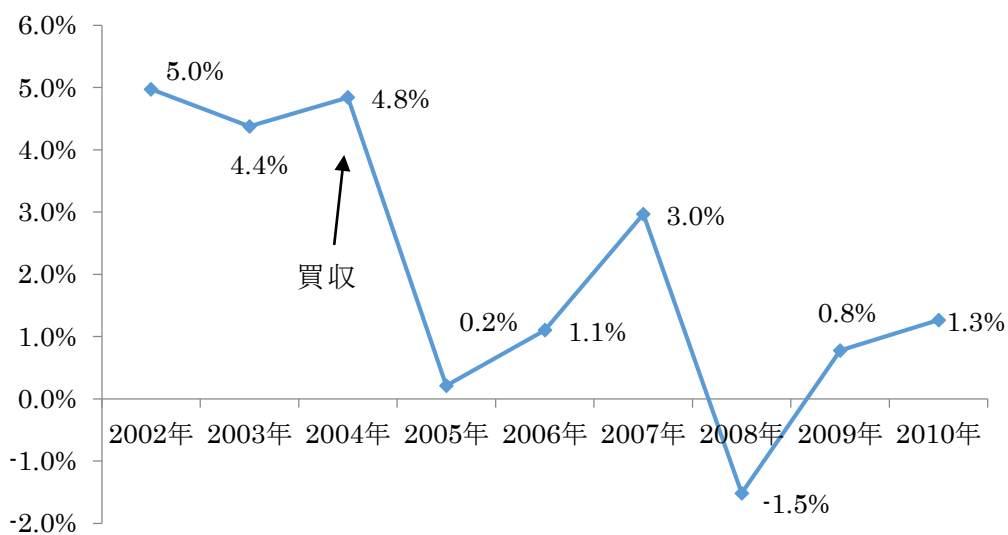
出所: 同上。

図表 6-7:純利益の変化(単位:億ドル)



出所:レノボのホームページによる(アクセス日:2014年3月24日)。

図表 6-8:売上高純利益率の変化

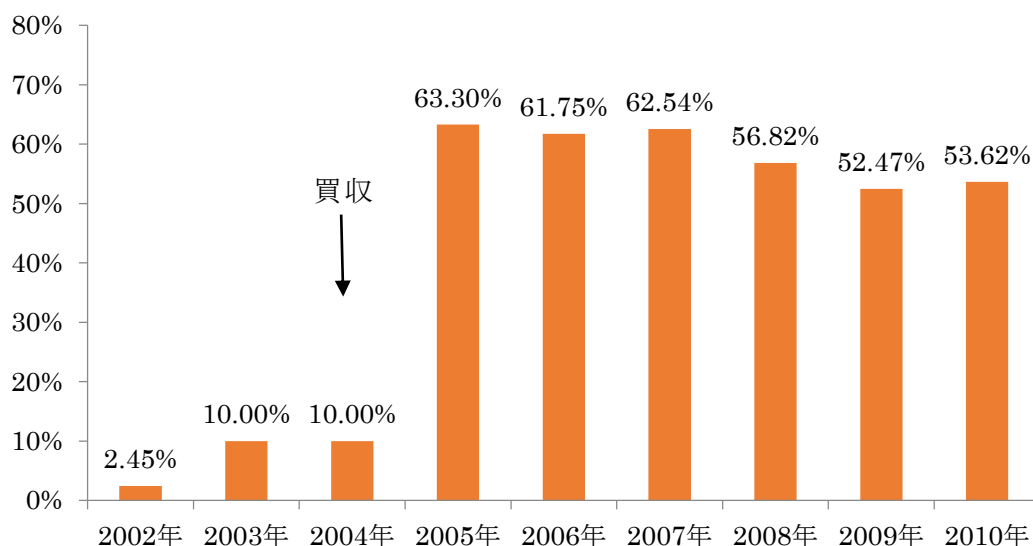


出所:同上。

最後、図表 6-9 の海外売上高比率の変化をしてみる。買収後、買収目的の1つである海外市場での売上高の増加も見られる。2002年、レノボの海外売上高は、

売上高全体の約 2.5% であり、2004 年にも 10% にすぎなかった。今回の買収によって、海外売上高が急速に増加し、2005 年にはすでに国内売上高を越えて、売上高全体の約 64% を占めた。2008 年、リーマンショックの影響で海外市場の売上高が低減し、その比率が全体の 56.82% まで落ちた。その後、国内市場の好調などが原因で、国内市場の売上高が増加し、2010 年の海外売上高の割合が 53.62% であった。これは買収直後より若干低いですが、買収前の 10% より 5 倍以上も増加した。

図表 6-9: 海外売上高比率の変化



注: 2003 年と 2004 年の財務データの中で、売上高を地域別に分けず、「中国国内の業務量は約 90% である」だけ書いてある。そのため、ここでは海外売上高比率を 10% にした。

出所: レノボのホームページによる (アクセス日: 2014 年 3 月 24 日)。

第 3 節 事例分析

以上、レノボによる IBM パソコン事業の買収事例を買収背景と目的、買収経緯、統合内容、買収前後の経營業績の 4 つの面から整理した。本節では、「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、同社のクロスボーダー M&A の特徴を分析する。

3.1 モデルの各要素に基づく分析²⁴

①シナジー効果

ここでのシナジー効果は、M&Aによるコストの削減、新市場の進出、新たなノウハウ・知識の獲得などの買収効果を指す。レノボは、今回の買収によって、より高いシナジー効果を生み出したといえる。具体的には、以下のようなシナジー効果があげられる。

i、調達力の強化による原価の削減。買収後、レノボは北京にグローバル調達センターを設置し、部品を全部ここで一括購入することにした。その経済効果は、2006年には約0.35億ドル、2007年には約1.25億ドルがあるという²⁵。

ii、生産プロセスの統合による生産コストの削減。買収後、レノボはすべてのデスクトップの生産拠点を中国に移転し、生産効率の向上やコストの削減に努めた。また、売上総利益率(図表6-6)が倍増したことも、仕入コストや生産コストなどの生産原価が削減できたことを表している。

iii、競争相手の合併による市場占有率の向上。Larcon(2009)によると、買収後、レノボは8%の世界市場シェアを有し、デル(16%)、HP(14%)に次いで3番目(買収前は8番目)のパソコンメーカーとなった。

iv、管理部門の統合による管理費の削減。2005年12月から、従業員数や職位の削減が進められた。例えば、2006年3月には1000ある職位、2009年1月には2500ある職位を削減し、年間合計約5.5億ドルの支出を節約した。

v、相手の既存販売網を利用した新市場への進出。図表6-9でも示したように、買収前、レノボの海外売上高は全体の10%にすぎない。買収後、海外売上高が急速に増加し、2005年にはすでに国内売上高を越え、売上高全体の約64%を占めた。2010年には53.62%になり、買収直後より若干低いながらも、買収前より5倍以上も増加

²⁴ これら7つの要素についての評価は、第3章で述べた分析フレームワークの各要素の判断基準(図表3-2、3-5)に基づいたものである。モデルの判断基準の1つでも該当する事実が観察されたならば、その事象が存在したと評価する。また、その事象の程度(高いか低い)については、事例の内容から読み取れる範囲で筆者が判断を行う。

²⁵ Larcon(2009)p. 202。

した。

vi、製品のクロス・セリングによる新規顧客と販売量の増加。買収以前、レノボの製品はローエンド市場向けで、主要な顧客は中国市場の個人消費者であった。一方、IBM のパソコン製品はハイエンド市場向けで、海外の大手企業や公的機関が主要な顧客であった。買収後、製品をクロス・セリングし、海外のビジネス市場・個人消費者市場および中国のビジネス市場へと進出することができた。

vii、学習による新たなノウハウ・知識の創出。レノボは IBM の研究開発力および技術力を利用し、新製品の開発に投入した。例えば、IBM のビジネス向けの「Think Pad」「Think Center」シリーズ製品を参考し、個人消費者市場向けに「IdeaPad」「IdeaCenter」シリーズ製品を開発・発売した。また、IBM のマネジメント・ノウハウを学習し、「COE」(Center of excellence)という部門を設立し、世界中における顧客の需要に素早く対応できるようになった。

このように、レノボは今回の買収によって、製造コストの削減や市場占有率の向上、管理費の削減、新市場への進出、新規顧客・販売量の増加、ノウハウ・知識の創出などのシナジー効果を生み出したと言えよう。

②戦略的適合性

戦略的適合性は、企業間の市場や製品が類似的なのかあるいは補完的なのか、その類似や補完の程度を指す。今回の買収事例には、高い補完的な戦略的適合性がみられる。レノボの製品は主に中国のローエンド市場向けで、個人消費者や中小企業が主要な顧客であり、一方、IBM のパソコンは、世界中のハイエンド市場向けで、大手企業や公的機関が主要な顧客であった。両社は製品の面においても、市場の面においても補完性が高く、戦略的適合性が高いといえる。

③組織統合

ここでの組織統合は、ポスト M&A 段階における企業間の相互作用や協調のことを指す。レノボは、統合プロセスを概ね2段階に分けて進めた。第1段階では、安定さを求め現状維持が基本的な統合方針であった。第2段階では、生産、製品、販売、組織構造などの面において、買収先との統合が強化された。全体的にみれ

ば、組織統合の程度が高いと考えられる。

④従業員の抵抗

今回の買収事例では、従業員の抵抗が低いといえる。柳傳志によると、買収後、IBM 元従業員の離職率は2%も超えなかったという²⁶。従業員の抵抗を低減するために、レノボは様々な努力を重ねた。買収直後、当時の社長である楊元慶と CEO であるスティーブンが世界各地を回り、IBM の元従業員と対談を重ね、レノボの実力や将来性、買収のメリットなどを丁寧に説明した。また、人員削減をせずに、一般従業員の職位や報酬、福利厚生などの面において変化がないことも発表した。さらに、社内の公用語を英語にし、IBM パソコン事業部の所在地であるラーレイにも本部を設置するなど、IBM 元従業員のレノボに対する親近感や信頼感を高めようとした。このような努力を重ねることによって、IBM 元従業員の抵抗を低くたもつことができた。

⑤経営スタイルの類似性²⁷

経営スタイルの類似性についてみれば、両社は異なっていたと考えられる。レノボは権威主義的管理の特徴が見られ、他方の IBM は参加的管理の特徴を持っていたようである。両社の経営スタイルは異なると考えられる。何・柯(2010)、唐・唐(2010)によると、レノボは元国有企業であり、所有権構造改革で民営企業になったが、国有企業としての色彩が依然として強く残っている。経営者が強いリーダーシップを発揮する権威主義的な管理方法が基本的経営スタイルである。一方、李・許(2010)、唐・唐(2010)によると、IBM のパソコン部門は従業員の個人能力や個性、努力などを十分に尊重し、一定の柔軟性を持つ開放的な経営スタイルを取

²⁶ Liu(2007)p. 576。

²⁷ 経営スタイルが権威主義的管理かあるいは参加的管理かの判断基準について、Larsson & Finkelstein(1999)では明示されていないため、ここでは、柴田・中橋(2003)の判断基準を参考する。彼らによると、権威主義的管理は高度の職務細分化、規則と手続きの詳細な規定、計画による調整、垂直的な階層関係の重視、集権的決定、権限・責任関係の明確化を指す。他方、参加的管理は職務の弾力性、規則と手続きの弾力性、メンバー間のフィードバックによる調整、水平的なコミュニケーションの重視、分権的決定、権限・責任関係の柔軟性を指す。

っており、その意味で参加的管理の特徴を持っていた。

⑥国際的結合

買収企業と被買収企業の国籍についてみれば、レノボは中国・北京に本社を置く中国企業で、IBMは米国の大手IT企業である。今回の買収は、国際的結合に基づくM&Aである。

⑦企業規模の類似性

企業規模の類似性は、企業間の年間売上高の比率で判断する。それが67%以上の場合は企業規模の類似性が高く、10%以下の場合は低いという。2004年、IBMパソコン事業の売上高は95.6億ドルで、純損失が2.58億ドルであった。一方、レノボの売上高は29.7億ドルで、純利益は1.35億ドルであった²⁸。企業間の年間売上高の比率が31%であり、企業規模の類似性は高くも低くもない。

3.2 ディスカッション

上述した分析結果に基づき、「M&Aパフォーマンスモデル」を利用し、M&Aシナジー効果の影響要因を検討した結果、図表6-10で示すような関係性が確認できた。これらの関係性は大きく3種類に分けることができる。右側の矢印A、B、Cはシナジー効果の創出に直接に関与した3要因を示し、真ん中の矢印D、Eはこの3要因相互の関係性を表し、左側の矢印F、Gはこの3要因にさらに影響を与えた背景要因を表示する。

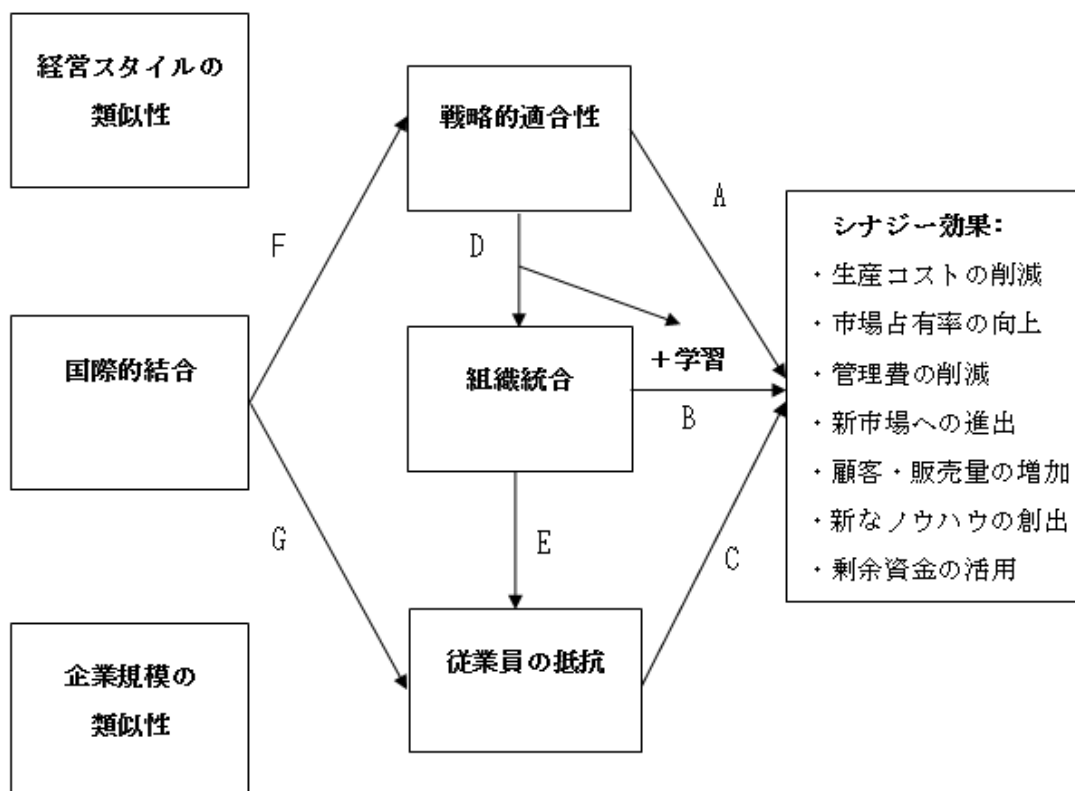
①シナジー効果の創出に直接的な影響を与えた3要因(矢印A、B、C)

Aについてみれば、製品と市場の面における高い補完的な戦略的適合性が、市場占有率の向上、新市場への進出、新規顧客・販売量の増加などシナジー効果をもたらしたと考えられる。買収前、レノボの製品はローエンド市場で、主要な顧客は中国の個人消費者であった。他方、IBMはハイエンド市場向けで、世界中の大手企業や公的機関が主要な顧客であった。買収後、IBMの販売網や顧客を取り

²⁸ Larcon(2009)p. 198。

込むことによって、海外市場およびハイエンド市場への進出を果たし、上述のようなシナジー効果を生み出すことができた。

図表 6-10: レノボによるクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因



出所:筆者作成。

Bについてみると、レノボは組織統合と学習によって、製造コストの削減、管理費の削減、ノウハウ・知識の創出などのシナジー効果を引き出したと言えよう。第1段階では、安定性の維持や、従業員・取引先の信頼感を取り戻すため、企業間の統合を必要最低限に止めた。急速な企業統合をするのではなく、IBMから技術やマネジメント・ノウハウなどを学習し、学習によってシナジー効果の創出を目指した。例えば、IBMの元技術者と共同に新製品を開発したことや、IBMのマネジメント・ノウハウを学習し、「COE」という部門を設立し企業の効率性を向上させたことなどがあげられる。第2段階に入ると、同社は生産、販売、組織などの

面における統合を強化し、買収によるシナジー効果を最大限に引き出そうとした。例えば、部品の一括購入による調達コストの低減や、生産プロセスの統合による生産コストの低減などに努め、これによって、製造原価を大幅に削減することができた。また、組織・人事を統合することによって、管理費の削減も実現した。

Cについてみれば、従業員の抵抗が低いことがシナジー効果にプラスの影響を与えた。今回の買収では従業員の抵抗がほとんど見られず、人材の流出や統合作業への妨害が少なく、ある意味でシナジー効果にプラスの影響を与えたと言えよう。

② 3つの直接的な影響要因の相互関係(矢印 D、E)

Dについてみると、高い戦略的適合性をシナジー効果へとつなげるためには、高いレベルの企業間の相互作用や学習が必要となる。今回の事例の場合、市場と製品の面における高い補完的な戦略的適合性を、実際の成果としてあらわせるために、IBMの調達ルート、生産プロセス、組織、技術、販売網などに対する統合が重要になり、必要とする組織統合のレベルも高くなった。そうした統合は、統合プロセスの第2段階で実行された。また、学習することによって、IBMの研究開発力や技術力、マネジメント・ノウハウなどを吸収し、製品の面における戦略的適合性を実現した。

Eについてみると、従業員の抵抗が低い理由の1つは、段階を踏んだ組織統合にあると考えられる。統合プロセスにおいて、レノボは緩やかな組織統合からはじまり、次第に統合を強化していった。こうした漸進的な統合プロセスは、従業員の買収による不安や不満を薄めたと言えよう。

③ 3つの直接的な影響要因のさらなる背景要因(矢印 F、G)

「戦略的適合性」、「組織統合」、「従業員の抵抗」という3要因にさらに影響を与えた背景要因について、Larsson & Finkelstein(1999)の分析フレームワークでは、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という3つの要因が指摘された。今回の事例では、経営スタイルも企業規模も類似しないため、それらについて明確な関係性が見られず、ここでは国際的結合による影響のみを

議論する。

Fについてみれば、戦略的適合性が高いのは、技術的に優れた海外企業を買収したという国際的結合のためであると考えられる。海外企業を買収することによって、自社にない経営資源や市場を補強できるので、補完的な戦略的適合性が高く、生み出されるシナジー効果も高くなる。

Gについてみれば、従業員の抵抗が低いもう1つの理由は、国際的結合にあると考えられる。国際的結合であるため、管理層は文化の衝突や従業員の不満に対して慎重に取り扱い、それが従業員の信頼感や安心感を高めるにつながった。

第4節 レノボによるクロスボーダーM&Aの特徴

本節では前節の分析に基づき、本事例の特徴について議論する。

4.1 プレM&A段階における特徴

①経営資源の獲得に対する強い執着心

買収ターゲットであるIBMのパソコン事業は、研究開発力や技術力、マーケティング、マネジメントなどの面において高い実力を持っている。これらの経営資源を獲得するために、レノボは同事業が大赤字であるのにも関わらず、買収を決意した。つまり、レノボにとっては経營業績よりも、IBMの技術や、販売網、ブランドなどの経営資源の方がずっと魅力的であったと考えられる。

②外部機関の利用

レノボは、赤字企業を買収したにもかかわらず、一定の買収効果を創出することができた。その理由の1つとしては、外部機関の力を生かすことであったと考えられる。事前調査や買収計画の作成には、マッキンゼーやゴールドマン・サックスなどの助言があり、買収資金に関しても、国際銀行グループの貸金や3社の大手投資ファンドの出資があった。これらの外部機関のノウハウや資金力を利用することによって、買収によるリスクを低減し、統合プロセスをスムーズに進めることができたと言える。

4.2 ポスト M&A 段階における特徴

① 2 段階に分けた組織統合

レノボは、自社の統合能力や被買収企業の状況に応じて、段階を踏んだ統合計画を策定した。第1段階では、取引先と従業員の信頼感や安心感を取り戻すために、買収先に対する統合度を低めにし、現状維持を基本的な統合方針とした。第2段階では、下準備ができたため、買収の効果を最大限に引き出せるように、様々な面において組織統合を強化した。このステップ・バイ・ステップの計画的な統合プロセスも1つ大きな特徴である。

② 学習の重視

レノボは、急速に買収先を統合するよりも、IBMの日常経営や研究開発、生産プロセスを観察・見学し、その技術やマネジメント・ノウハウなどの知識の学習を重視した。学習した知識を新製品の開発、サプライチェーン・マネジメントの改善、組織管理の効率化などに活用することができた。

③ ブランド価値の移転

TCLはIBMの「Think」ブランドを利用しながら、そのブランド価値を自社ブランドに移転することができた。例えば、同社は「Think」シリーズ製品に「Lenovo」のロゴを載せ、またパソコンの機体やスタート画面にも「Product of Lenovo」のような文字を載せた。これによって、自社ブランドを「Think」ブランドと関連させ、自社ブランドの価値や知名度を高めた。

④ 従業員の抵抗の低さ

今回の買収事例では、従業員の抵抗が低かったと言えよう。その理由について以下の2点があげられる。1つ目は、段階を踏んだ組織統合にあると考えられる。統合プロセスにおいて、レノボは緩やかな組織統合からはじまり、次第に統合を強化していった。こうした漸進的な統合プロセスは、従業員の買収による不安や不満を薄めたと言えよう。2つ目は管理層の努力であると思われる。国際的結合であるため、管理層は文化の衝突や従業員の不満・不安に対して慎重に取り扱い、

積極的に彼らとコミュニケーションを取っていた。それによって、従業員の信頼感や安心感を高めることができたと言えよう。

第7章 TCLの事例

—従業員の抵抗を引き起したクロスボーダーM&A—

本章では、TCL 集団股份有限公司(以下は TCL と略称)によるトムソン社テレビ事業の買収事例を取りあげる。TCL は、1981 年に設立された元国有企業であり、テレビや携帯電話、パソコンなどを生産・販売する大手電子・電気メーカーである。1997 年以降、同社は積極的にクロスボーダーM&A を展開し、海外市場への進出を図った。2004 年、同社はコア事業を強化するために、トムソン社の赤字部門であるテレビ事業を買収した。この事例は、レノボによる IBM パソコン事業の買収事例と同様に、先進国企業の赤字部門を買収の対象にした。しかし、同事例ではレノボの事例と違い、統合プロセスにおいて従業員の反発が観察された。以下では、TCL がどのような目的で赤字事業を買収したのか、なぜ従業員の抵抗を引き起したのか、これに対して同社がどのように対応したのか、それが買収成果にどのような影響を与えたのかについて分析し、その特徴を探っていきたい。

第1節 TCL とトムソン社の概要¹

1.1 TCL の概要

TCL は、1981 年に広東省・惠州市に設立された電子・電気機器メーカーである。創業当時、同社は廉価な労働力を生かしながら、カセットテープを生産する郷鎮企業であった。その後、合併・買収や合弁などによって業務範囲を拡大し、現在はテレビ、携帯電話、パソコン、家電などの研究開発・製造・販売を行う大手総合電器メーカーまで大きく成長してきた。TCL はそもそも地方政府が所有権を持つ国営企業であったが、2002 年の民営化改革で政府持株の民営企業になった²。2004 年に中国・深センの証券取引所に上場した。同社は、3 社の上場子会社を有

¹ 本節は TCL とトムソン社(現:テクニカラー社)のホームページ、李(2009)、陳(2006)を参考。

² 民営化した後、惠州地方政府の株持分は 58%から 41%まで下がり、管理層と従業員は 41%で、東芝・フィリップスなどの国際的戦略パートナー企業は 18%であった。

し、中国、米国、フランス、シンガポールなどにおいて研究開発センターを持ち、80ヶ国・地域において製品の生産・販売を行っている。2013年の総資産は780.8億円で、売上高は853.24億円で、純利益は28.85億元であった(図表7-1)。

図表 7-1 : TCL の概要

企業名	TCL 集団股份有限公司、TCL Corporation
設立	1981 年
本社所在地	広東省・惠州市
代表者	李東生
業種	電子・電機機器
主要製品	テレビ、携帯電話、パソコン、家電機器、電子媒体
総資産	780.8 億元(2013 年)
売上高	853.24 億元(2013 年)
純利益	28.85 億元(2013 年)
主要子会社	TCL 多媒体科技控股股份有限公司(テレビ事業)、TCL 通訊控股股份有限公司(携帯端末事業)、深セン市華星光電技術股份有限公司、TCL 家電産業集団、通力電子控股有限公司など
企業の歩み	1980－1984 年：創業、カセットテープの生産 1985－1989 年：固定電話の生産、国内首位 1990－1996 年：テレビ事業への参入、販売量が国内トップ 3 1997－2001 年：テレビの販売量が国内首位、事業の多角化(通信、情報、電工、照明など)、自社ブランドによる新興国市場への進出 2002 年－現在：M&A による欧米市場への進出、深セン証券取引所に上場、企業の国際化

出所:TCL ホームページに基づき、筆者作成(アクセス日:2014 年 5 月 22 日)。

TCL の前身は 1980 年に設立された「恵陽地区電子工業公司」であり、1981 年、同社は香港資本と「TTK 家庭電器有限公司」を設立し、カセットテープの生産を

開始した。1985年、「TTK 家庭電器有限公司」と「香港長城電子公司」が共同出資で「TCL 通迅設備有限公司」を設立し、「TCL」³というブランド名で固定電話機の生産に乗り出した。1989年、TCLの固定電話の販売量が中国市場の首位になった。翌年、「TCL 通迅設備有限公司」は「恵陽地区電子工業公司」と合併し、「惠州市電子設備工業総公司」になった。1990年代に入ると、固定電話市場が飽和していたので、同社は香港の企業と提携し、当時中国市場では少なかった25インチのテレビを生産しはじめ、テレビ事業への進出を決意した。また生産だけではなく、自社の全国的な販売網を作り出し、販売やマーケティングにも力をいれた。1994年、「惠州市電子設備工業総公司」は「TCL 集团公司」に改称され、その所有者は依然として惠州市人民政府であった⁴。1996年、TCLは香港企業である「陸氏実業公司」の中国深センにおけるテレビ生産拠点を買収し、自社の生産能力をさらに拡大した。同年、TCLのテレビの販売量が中国市場のトップ3になった。

1997年、東南アジア通貨危機が発生し、TCLのテレビ輸出業務やOEM業務が大きく影響を受けた。また1998年、EUは中国製のテレビに対して、44.6%の反ダンピング税を徴収することにした⁵。これらの外部要因の影響を受け、TCLは企業の多角化および国際化を決意した。1997年から、同社は買収などによって、通信、情報、電工、照明などの分野に手を伸ばし、多角化による国内市場のさらなる拡大を狙った。また、国際貿易摩擦を避けるために、海外市場への直接投資も行った。例えば、1998年には香港系のベトナム企業、2002年にドイツのシュナイダー(Schneider Electric)と米国のゴー・ビデオ(Go-video)を買収した。2003年にはフランスのトムソン社(Thomson SA)と合併企業を設立し、2004年にはこの合併企業を株式交換によって自社の完全子会社にした。これらの海外直接投資によって、海外市場への進出や企業の国際化を図った。

1.2 トムソン社の概要

トムソン社(Thomson SA)は、フランス・パリに本社を置く大手マルチメディア・

³ TCL: Telephone Communication Limited。

⁴ さらに、2002年には「TCL 集团股份有限公司」に改称された。

⁵ 何・柯(2010)p. 86。

家電企業である。同社は、テレビや DVD、MP3、電子図書、コーデック、3D 映画、デジタルインターネットなどに関して多数の特許やライセンスを有し、映像分野とデジタル処理分野において世界的な影響力を持っている。その傘下には、複数の有名なブランドを有する。家電に関しては「RCA」と「トムソン」(Thomson)、放送機器に関しては「グラスバレー」(grass Valley)、映画関連機器に関しては「テクニカラー」(Technicolor)のブランドを利用し、全世界で事業を行っている。ユーロネクスト・パリ証券取引所に上場し、2013年の総資産は29.62億ユーロで、売上高は34.5億ユーロで、純損失は0.92億ユーロであった⁶。

トムソン社の前身は、エリフ・トムソン(Elihu Thomson)が1879年に設立したトムソン・ヒューストン社(Thomson-Houston Electric Company)であった。1940年まで、同社の業務内容は家電、照明、電話、大型電気設備、銅加工、無線放送など広い範囲に及んでいた。第二次世界大戦後、マス市場向けに電子・電気製品を生産し、フランス最大のテレビと無線放送機器メーカーとなった。その後も、M&Aなどによって自社の規模をさらに拡張した。1970年代から国際化を加速し、ヨーロッパ、米国、シンガポールなどに進出し、技術の共同開発や自社ブランドによる製品の販売など、事業をグローバルに拡大した。1988年、米国のGEから「RCA」及び「GE」ブランドのテレビ製造販売権などを獲得し、マルチメディア事業を強化した。2004年、中国のTCL集団と合弁企業「TTE」を設立し、「RCA」と「トムソン」ブランドのテレビ・DVD生産事業を担当させた。翌年、株式交換によって同事業から手を引いた。2009年、財務状況が悪化したため、事業内容をテレシネ⁷、フィルムの現像、映像処理などのポストプロダクションに集中した。その翌年、社名をテクニカラー(Technicolor SA)に変更した。

第2節 TCLによるトムソン社テレビ事業の買収

2.1 買収背景と目的

⁶ トムソン社(現テクニカラー社)のホームページを参照(アクセス日:2014年5月22日)。

⁷ テレシネ(Telecine)とは、フィルム映画をテレビジョン信号、ビデオ、DVDに変換する作業、またはその装置のことを指す。

創業以来、TCLは持続的に高い市場シェアと利益を確保し、大量のキャッシュ・フローを蓄積した。1990年代末、東南アジア通貨危機やEUの反ダンピング政策が、TCLのOEMや輸出業務に大きなダメージを与えた。また、国内市場の飽和や競争の激化などの原因を加え、TCLは国際化の重要性を意識し、剰余資金を活用して海外市場への本格的な進出を決意した。2003年、同社は「龍虎計画」と呼ばれる新たな経営戦略を策定した。この計画によると、2006年-2008年までの間、TCLのコア事業であるマルチメディア事業と携帯端末事業は、国際競争力を高めながらグローバル市場においてトップ5を目指し、「龍」になる。また家電、通信、電工照明という3つの事業は国内市場のトップを狙い、「虎」になる。このような経営戦略のもとで、TCLの社長である李東生が国際化のためのパートナーを探した。

2003年7月、トムソン社はテレビ事業の売却について、TCLにアプローチをかけた。トムソン社のテレビ事業は1990年代末から販売不振に陥り、2001年の9・11事件以降赤字が拡大し、2002年には7500万ユーロ、2003年には1億8300万ユーロの巨額な損失を出した⁸。それにもかかわらず、李東生がこの買収に大きな意欲を示した。彼によると、この買収によって、「龍虎計画」の実現を加速できるという⁹。買収の狙いについて、彼は自分が執筆した本の中で次のように述べた¹⁰。

「欧米のテレビ市場が広くて利益率も高く、非常に魅力的である。しかし、この市場はすでに成熟しており、自社ブランドによる進出が非常に困難である。一方、トムソン社のブランド力と販売網を生かすことができれば、欧米市場へ迅速に進出することが可能になる。また、トムソン社の欧米での工場を利用することによって、国際貿易摩擦や反ダンピング政策も回避できる。さらに、トムソン社の研究開発力や技術力を生かし、自社のコア・コンピタンスを高めることや、両社の合併による生産の効率化、規模の経済によるコストダウンなどの買収効果を得ることも可能である」。

⁸ TCLMの2004年年報 p.95 附録1 「Thomson 電視機業務的財務資料」による。

⁹ 何・柯(2010)p.74。

¹⁰ 李(2009)p.119、pp.124-125。

2.2 買収経緯¹¹

2003年7月7日、李東生は欧州の家電・電気の大手メーカーフィリップス(Philips)とテレビ事業の提携について話し合ったが、合意することができなかった。その翌日、当時トムソン社のCEOであったチャールス・デヘリー(Charles Dehelly)が李東生にテレビ事業の売却について話を持ちかけ、李はその話を受け入れ、買収の意欲を示した。その後、TCLは買収について、米国のボストン・コンサルティング・グループ(BCG)、モルガン・スタンレー(Morgan Stanley)、アーンスト・アンド・ヤング(Ernst & Young)に相談した。これらの企業はこの買収に対して否定的か、あるいは中立的な立場を示した。TCLはこれらのアドバイスを重視しなかったようである¹²。

同年11月、TCLはトムソン社との間で覚書を締結し、テレビ製品を開発・生産・販売する新会社を共同で設立することに合意した。2004年1月、TCLはフランス・パリの首相官邸で合弁会社の設立に関する契約を締結した。当時のフランスの総理大臣と中国の国家主席も調印式に参加した。TCLは子会社であるTCLM¹³(TCLマルチメディア)を通じ、トムソン社と共同出資により、TCL Thomson Electronics(TTE)という合弁会社を設立した。当時、TTEの資産総額は4億3000万ユーロ超で、持ち株内訳はTCLが67%、トムソン社が33%であった(図表7-2)。また、トムソン社はTTEの持ち株を18ヶ月以内に、TCLMの30%未満の株式に転換する権利を有する¹⁴。契約によると、TCLは中国、ベトナムおよびドイツにおけるカラーテレビの生産工場、研究開発センター、販売ネットワークなどの資産を合弁会社に投入した。トムソン社はフランス、メキシコ、ポーランド、タイにおけるテレビ工場、DVD販売事業とテレビ研究開発センターをTTEに投入した¹⁵。一方、トムソン社の商標権や特許について、TTEは所有せず、トムソン社のブランド「Thoms

¹¹ 天野・大木(2007)第6章及び尹景春(2008)、ジェトロ(2007)を参考。

¹² 支(2008)p. 1。

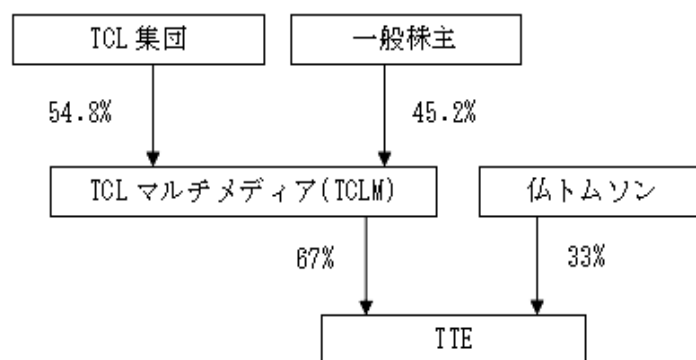
¹³ TCLMはTCLの主要上場子会社で、その株の約4割はTCLが所有する。その全称は「TCL多媒体科技控股股份有限公司」で、中核業務はテレビの生産販売である。

¹⁴ 尹景春(2008)p. 82。

¹⁵ 李(2010)p. 12。

on」と「RCA」の20年間の有償使用権(最初の2年は無料)のみを有する。基本的に、アジアと新興国市場には主として「TCL」のブランドで、北米市場には「RCA」のブランドで、欧州市場には「Thomson」のブランドで製品を販売する。また、トムソン社の販売網も所有せず、中国市場ではTCLの販売網を利用し、欧米市場では大型チェーン店や卸売業者を利用する¹⁶。

図表 7-2:2004 年 TTE の株主構成図



出所:天野・大木(2007)p. 151 のデータに基づき筆者作成。

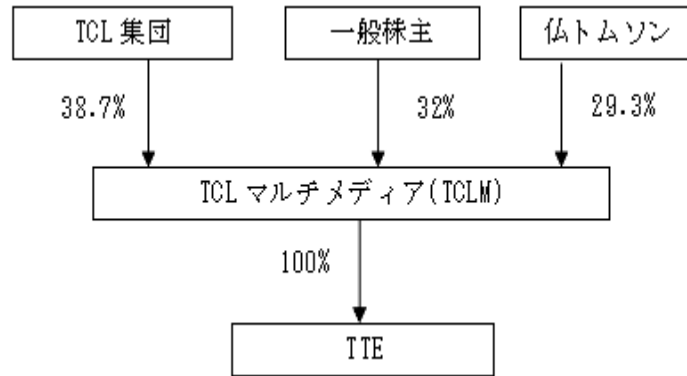
2004年7月、本部を中国・深センに置くTTEが正式に事業を開始し、会長はTCL側の李東生で、副会長はトムソン側のチャーレスで、CEOはTCL出身の趙忠尧であった。取締役会の中で、TCL出身の人が5名、トムソン社出身の人が4名であった。2005年8月、契約通り、トムソン社はTTEの株式持分をTCLMの株式と転換し、TCLに引き続いてTCLMの2番目の大株主となった(図表7-3)¹⁷。これによって、トムソン社はテレビの製造現場から離れ、事業の中心を最先端技術のある分野に集中することができた。一方、TTEはTCLMの完全子会社となり、トムソン社のテレビの研究開発・生産・販売などの業務や経営権がすべてTTEに移転さ

¹⁶ 2005年、TTEの赤字拡大につれ、TCLはトムソン社と再び交渉を行った。同年4月、両社はトムソン社の欧米における販売網をTTEに移管することに合意した。

¹⁷ 2005年、TTEの株について、TCL集団の持分は38.7%で、トムソン社は29.3%であった。そして、2006年、トムソン側の株式持分は19%に減少し、2008年には10%未満となった(尹景春、2008)。

れた。

図表 7-3:2005 年 8 月時点 TTE の株主構成図



出所:天野・大木(2007)p. 151 のデータに基づき筆者作成。

2.3 統合内容

買収後、元トムソン社の欧米におけるテレビ事業に対して、技術や生産プロセス、サプライチェーン、組織・人事などの面において統合作業を行った。ここでは、統合内容を北米事業と欧州事業に分けてまとめる。

2.3.1 北米事業

買収直前の 2003 年、北米事業は 9000 万ドルの大赤字を出した。拡大しつつある経営赤字を止めるために、買収直後、TCL 側はコストの削減を中心に一連の改革を実施した。

具体的には、まず中国の生産プロセスを参照しながら、北米におけるテレビ事業に対する生産原価の削減や生産効率の向上に努めた。例えば、BIC(Base In Cost)、NAC(North American Cost Down)などのプログラムの実行によるコスト削減や、メキシコにおける工場に対して新たな生産ラインで働く人数を半減することなどによって、生産効率の向上を図った¹⁸。また、組織構造においても、ピラミッド型の組織構造をフラット型へと簡素化し、意思決定の効率性を向上させた。

¹⁸ 支(2008)p. 1。

例えば、映像・音声端子の販売部門、生産部門、プロフィット・センターには、それぞれ市場予測部署を持っていたが、買収後、この3つの市場予測部署を1つに統合し、効率の向上やコストの削減を図った。さらに、サプライチェーン・マネジメントの強化にも力をいれた。例えば、「部品の中国化」(Componence China lization)というプログラムを展開し、大多数の部品を中国で一括購入・生産することにした。それによって、テレビ一台当たりの生産原価を数十ドルも削減できた¹⁹。これらの一連の施策によって、2005年における北米事業の損失は、2004年の12000万ドルから4500万ドルまで大きく減少した²⁰。

しかし、薄型テレビ分野に出遅れたことなどが原因で、売上高は予測どおり上らず、経營業績も完全に黒字転換することができなかった²¹。2006年前後、市場の変化に適応するために、TTEは企業の重心をブラウン管テレビから薄型テレビに移し、LCD(liquid crystal display:液晶ディスプレイ)テレビの研究開発や生産に投入した。特に、生産原価の6割以上を占める液晶ディスプレイの研究開発や、サイクルタイムの縮小によるコストダウンなどに力を入れた。2007年、TTEの北米事業はようやく黒字に転換できた。

2009年前後、LCDテレビに関する技術力の向上につれ、TCLは、北米において自社ブランド「TCL」によるテレビの販売を開始した。大手量販店ウォールマートや大手通販会社アマゾンとの連携を強化し、「TCL」テレビの販売チャンネルの開拓に努めた。さらに、2010年後半から、買収した「RCA」ブランドの使用を停止し、自社ブランド「TCL」によるテレビの販売に専念した。2013年、同社は米国のハリウッドで「TCL 中国大劇場」を立ち上げ、その中、「TCL 製品体験館」も設置し、自社ブランドの知名度や影響力のさらなる向上を図った²²。

¹⁹ 李(2009)pp. 97-98、p. 133を参照。

²⁰ Jie(2006)pp. 1-2。

²¹ 2004年、テレビ業界における破壊的イノベーションが行われ、テレビ主流は大型のブラウン管テレビから薄型テレビへと移行しつつあった。

²² TCLMのホームページに記載されている2013年の「公告」による(アクセス日:2014年5月22日)。

2.3.2 欧州事業

2003年、欧州事業は約300万ユーロの損失を出した²³。赤字は北米事業より遥かに小さかったため、買収直後、TCL側は改善チームを派遣しただけで、欧州事業の日常経営を元のマネジメント・チームに任せた。しかし、2005年末まで、TTE欧州事業の経営赤字は6000万ユーロまで悪化し、改善の効果が見られなかった²⁴。その主要な原因は、薄型テレビ事業の出遅れであると考えられる。2005年前後、欧州テレビ市場の主流もブラウン管テレビから薄型テレビに移行しつつあり、2006年末まで、欧州市場における薄型テレビの市場占有率は80%も超えた²⁵。一方、TTEの持つ主要な技術や特許は、ブラウン管テレビに関連するものであり、薄型テレビに関連する蓄積は少なく、時代のトレンドに乗り遅れた。さらに、薄型テレビ分野での出遅れ以外にも、事業再編の推進速度の遅さ、国際化人材の蓄積不足などの原因を加え、欧州事業の経営業績が低迷し、深刻な赤字を出した。2006年、TCLは同事業に対して大幅な見直しを始めた。その内容は、人員の削減、LCDテレビの研究開発に対する投入の増加、販売会社の再編、経営方針の転換など広範囲に及んだ。しかし、改革のファーストステップとしての人員削減は、フランスの労働法の保護や労働組合の強い抵抗があるため、簡単にはできなかった。結局最終的に、フランス側の全従業員と雇用の解消・和解を経て、2006年5月、欧州事業は清算に踏み込んだ。従業員との和解金などの費用は8000万ユーロもかかった²⁶。

2006年10月、TCLは欧州業務の再開を計画し、LCDテレビのOEM業務を中心に事業内容を再構築した。翌年2月、新欧州業務センターはTTEの副総裁である閻飛のリーダーの下で発足し、同センターは「無境界集中」(Borderless Centralized)という新たな経営モデルを考案した。つまり、欧州諸国を1つの大きな市場として扱い、大手卸業者・量販店を中心に、LCDテレビのOEM業務に集中すると

²³ 李(2009)p. 133。

²⁴ 同上。

²⁵ 李(2009)p. 134。

²⁶ 尹景春(2008)pp. 84-85。

いう新しい経営戦略を採用した。具体的には、まず、フランスのパリを本拠点として、欧州各国に設置した販売拠点や倉庫を取りやめ、本部からの指示を受けて、ポーランドにある組立工場から直接に欧州各地の取引先に OEM 製品を提供する。これによって、ゼロ在庫によるサプライチェーンの効率化、製品のサイクルタイムの短縮化、人件費の削減などを図った。また、取引先についても、3,000社から50社まで大幅に減らし、大手卸業者や量販店に集中するようにした。これによって、大手取引先との連携の強化や販売費の削減などを図った。さらに、低コストの維持やダンピング制裁・関税などの貿易障壁を回避するために、同社は中国からテレビの部品を調達し、ポーランドの工場で組み立てることにした。これらの一連の施策のもとで、TTEの欧州事業は2007年の下半期にようやく黒字に転じることができた²⁷。欧州事業の業績回復につれ、2008年から、TCLは欧州において、「TCL」ブランドによるLCDテレビの販売も開始し、自社ブランド知名度や浸透力の向上に努めた。

2.4 買収前後の経營業績

本節は、買収前後における経營業績の変化を見る。TTEは非上場企業であるため、その財務データが公表されていない。よって、ここでは、その親会社 TCLM²⁸の財務データを利用する。図表 7-4 から図表 7-8 までは、買収前後における TCLM の売上高、売上総利益(率)、純利益、テレビ販売台数の変化を示すものである。

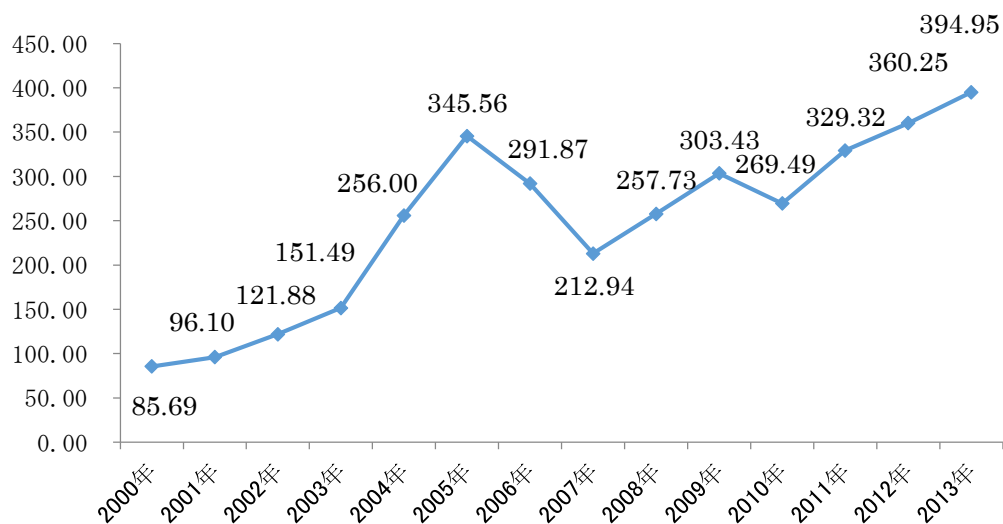
まずは、図表 7-4 の売上高の変化を見てみる。2003年まで TCLM の売上高は順調に伸びていた。TTE が設立された 2004 年には売上高が倍増し、2005 年には 345.56 億 HK ドルまで大きく増加した。しかし、薄型テレビ分野の出遅れや、事業再編の推進速度の遅さなどが原因で、2006 年から売上高が下落し、2007 年には 213 億 HK ドルまで落ちた。その後、一連の改革によって売上高が回復したが、2010 年には再び下降した。その原因は、当時、液晶テレビ市場の主流が LCD テレビから LED テレビに移行したのにもかかわらず、TTE の主力製品は依然として LCD テ

²⁷ この段落は尹景春(2008)pp. 84-88 を参考。

²⁸ TCLM の概要に関しては脚注 13 を参照。

レビであり、再び市場の変化に乗り遅れたためである²⁹。2011年から、同社はLCDテレビの在庫を処分し、LEDテレビの製販に集中したため、売上高は再び上昇の傾向を示した。

図表 7-4:2004 年買収前後における売上高の変化(単位:億 HK ドル)

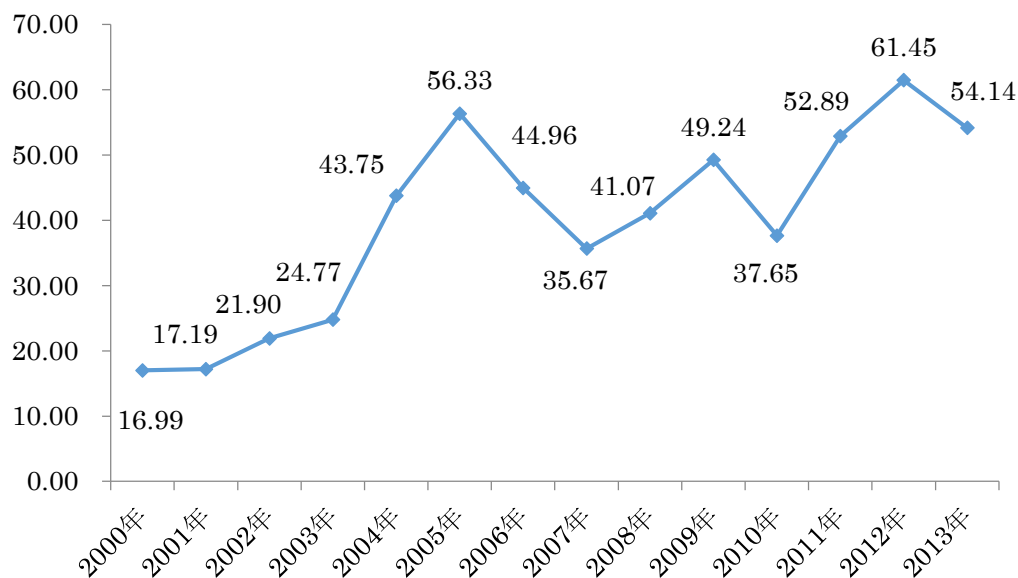


出所:TCLM のホームページに基づき、筆者作成(アクセス日:2014年5月24日)。

図表 7-5 の売上総利益についても類似するような変化が見られる。2003年まで売上総利益は順調に伸び、買収後の2004年には急増したが、2006年から下落しはじめた。2008年からまた上昇の傾向を示したが、2010年には再び減少し、2年ごとに激しい変化を見せている。一方、図表 7-6 の売上総利益率についてみると、買収直後の2004年には17.08%で前年と比べて約0.7%伸びたが、その後はしばらく低下の傾向を示した。2010年にはもっとも低い水準の13.97%までに落ちた。2012年には、一旦買収前と同じレベルの17%台まで回復したが、その翌年には再び13%台までに下落した。全体的にみれば、売上総利益率は買収前より買収後の方が低かった。

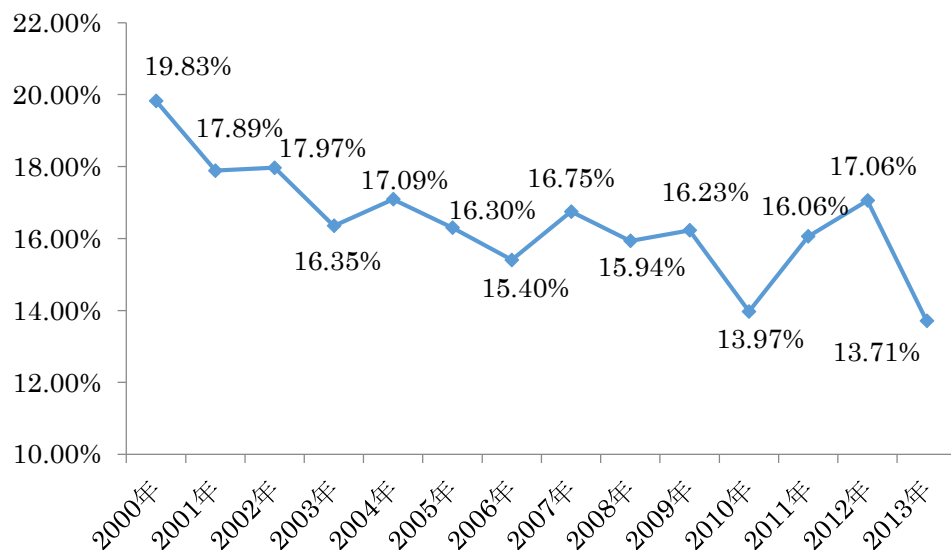
²⁹ LEDテレビも液晶テレビの一種であるが、LCDテレビの違いはバックライトにある。液晶パネル自体は発光しないため、パネル背面に配置された光源によって照射され、この光源がバックライトである。LCDテレビのバックライトは冷陰極蛍光ランプ(CCFL)を使用するが、LEDテレビはLED(発光ダイオード)を使用する。当時、テレビ業界の主流はLCDテレビからより省エネルギーのLEDテレビへと置き換えられた。

図表 7-5:2004 年買収前後における売上総利益(単位:億 HK ドル)



出所:TCLM のホームページに基づき、筆者作成(アクセス日:2014年5月24日)。

図表 7-6:2004 年買収前後における売上総利益率の変化

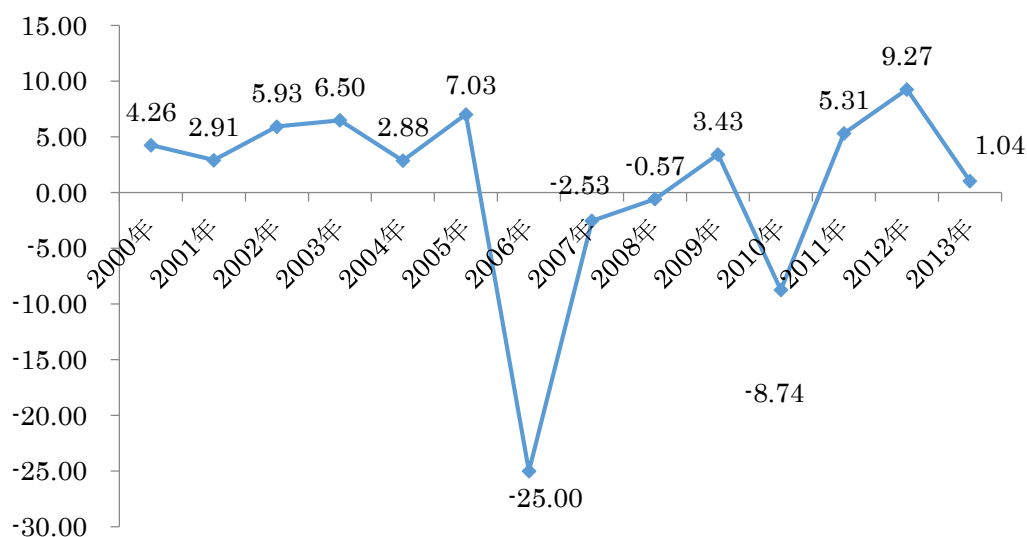


出所:同上。

図表 7-7 の純利益の変化について、2003 年まで TCLM は 5 %前後の純利益を維持

した。TTE が設立された 2004 年には、トムソン社の赤字事業を統合したため純利益は 2.88 億 HK ドルまで急減した。欧米事業の赤字を縮小するために、2005 年、TCLM は一連の改革を行い、その結果、同年の純利益は 7.03 億 HK ドルまで大幅に伸びた。しかし、LCD テレビ分野の出遅れや欧州事業の経営不振などが原因で、2006 年には 25 億 HK ドルの大赤字を出した。その後の 2 年間も赤字のままで、2009 年にはようやく黒字に転じることができた。一方、その翌年、LED テレビのトレンドに乗り遅れたため、再び 8.74 億ドルの損失を出した。2011 年から同社は経営戦略を調整し、主力製品を LCD テレビから LED テレビに移した。その結果、純利益が回復しつつあり、2012 年には 9.27 億ドルまで大きく伸びた。しかし、2013 年の純利益は再び 1.04 億 HK ドルまで下落し、その金額は買収前の 4 分の 1 以下であった。純利益が再度低下になった原因は、TCL 側によれば、テレビ市場の低迷や、中国政府のエコ家電補助金制度の終了、市場予測の甘さなどがあげられている³⁰。

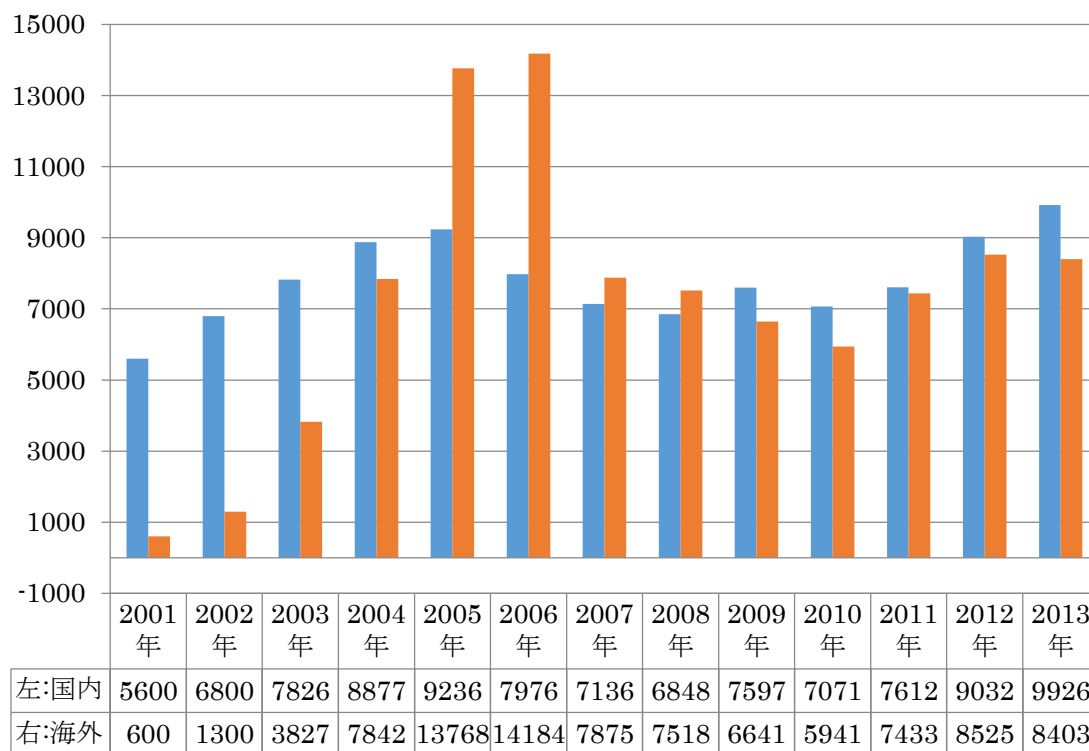
図表 7-7:2004 年買収前後における純利益の変化(単位:億 HK ドル)



出所:TCLM のホームページに基づき、筆者作成(アクセス日:2014 年 5 月 24 日)。

³⁰ TCLM のホームページによる(アクセス日:2014 年 5 月 24 日)。

図表 7-8:2004 年買収前後のテレビ販売台数の変化(単位:千台)



出所:TCLM のホームページに基づき、筆者作成(アクセス日:2014年5月24日)。

最後は、図表 7-8 の買収前後におけるテレビ販売台数の変化をしてみる。2001年、TCL の国内におけるテレビの販売台数は海外より 10 倍近く多かった。当時の海外事業の主要な内容は、自社ブランドによるテレビの販売(主に新興国)や、OEM の供給生産(主に先進国)などであった。2002年、同社は M&A による欧米市場への進出を開始し、海外テレビの販売台数も着実に増加した。TTE が設立された 2004年、トムソン社のテレビ事業を統合したため、海外テレビの販売台数は一気に 3827 千台から 7842 千台まで倍増した。2005年には初めて国内の販売台数を超え、2006年にはさらに国内販売数の倍近くまで大きく伸びた。しかし、2007年から海外のテレビ販売台数が急に半減し、国内とほぼ同じく 7000 千台前後になった。その原因は新興国テレビ事業の衰退や、欧州事業の清算などが考えられる。2010年、LED テレビの出遅れなどが原因で、海外におけるテレビの販売台数はさらに 5000

千台まで転落した。経営戦略を修正した後、2011年から海外でのテレビの売れ行きが徐々に回復しつつ、2013年までは買収前の倍近くの水準を維持した。

第3節 事例分析

以上、TCLによるトムソン社テレビ事業の買収事例を買収背景・目的、買収経緯、統合内容、買収前後の経營業績変化という4つの面から整理した。本節では、「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、同社によるクロスボーダーM&Aの特徴を分析する。

3.1 モデルの各要素に基づく分析³¹

①シナジー効果

ここでのシナジー効果は、M&Aによるコストの削減、新市場の進出、新たなノウハウ・知識の獲得などの買収効果を指す。TCLは今回の買収によって、どのようなシナジー効果を得たのかについて分析してみる。

まずは買収直後の製造原価の削減があげられる。つまり、グローバル・サプライチェーンの構築による調達原価の削減や、大量生産による生産コストの削減などである。買収後、TCLは「部品の中国化」というプログラムを実施し、大多数の部品を中国で一括調達・生産するようにした。これによって、2004年6月時点、TTEが生産したテレビの中で、中国製の部品が全体の50%を占め、原材料コストが10%低減し、テレビ一台あたりの生産原価も十数ドル削減された³²。その他にも、グローバル調達センターの設立や、部品・アクセサリーの規格の標準化、供給業者の集中化などの施策を実施し、調達原価の削減に努めた³³。その結果、前節で

³¹ これら7つの要素についての評価は、第3章で述べた分析フレームワークの各要素の判断基準(図表3-2、3-5)に基づいたものである。モデルの判断基準の1つでも該当する事実が観察されたならば、その事象が存在したと評価する。また、その事象の程度(高いか低い)については、事例の内容から読み取れる範囲で筆者が判断を行う。

³² 李(2009)pp.97-98、p.133、支(2008)p.1を参照。

³³ Larcon(2009)p.123。

も述べたように、2004年の売上総利益率は2003年の16.35%から17.09%までのびた。しかし、図表7-6にも示したように、製造原価の削減というシナジー効果は長く続かなかつた。その原因は、TTEの主力製品であるブラウン管テレビが市場に淘汰されつつあり、その生産・販売の数が急減し、一括調達や大量生産による経済効果が発揮できなくなったためであると考えられる。

また、相手の既存販売網を利用し、新たな地域への市場進出を果たした。TCLの元社員へのインタビューによると、国際貿易の障壁を回避し、欧米市場へ進出することが今回の買収の主要な目的であったという³⁴。図表7-8でも示したように、TTEが設立された後、海外市場でのテレビ販売台数は387万台から784万台まで倍増した。2005年にはさらに国内の販売台数を超過し、1376万台まで大きく増加した。2007年から業績が悪化し、海外におけるテレビの販売台数が半減したが、それでも買収前の倍以上であった。李東生によると、TTEを設立した2004年、海外売上高の比率が33%から47%まで伸び、北米における市場シェアは7.8%になり、欧州における市場シェアも6.8%に上がった³⁵。

最後に、企業間の相互作用や学習による新たな知識の創出というシナジー効果も見られる。2006年、TCLは元トムソン社の研究者と手を組み、LCDテレビの開発に投入し、続々と新製品を生み出した。例えば、2006年－2007年の間に「炫舞B68」、「炫律H61」、「炫魅E64」系列テレビを開発・発売し、中国市場で大ブレイクした。この系列製品は、元トムソン社の設計チーム「Tim Thom」のリーダーのもとで、両社が共同に開発したものであり、シンプルでファッションな外観と最先端の映像技術を有し、可動式のスピーカーも搭載したものである。この系列製品は、フランス工業設計院(IFD)の「Janus」賞やフランス工業創造促進署(A. P. C. I.)の「設計の星」などを受賞した。また、2007年から同社OSD技術³⁶や、自然の光による映像技術、3Dテレビ、スマートテレビなどの新技術や新製品を続々と生

³⁴ TCL元社員屈氏へのインタビュー(2014年7月11日)。屈氏は2002-2005年、2007-2012年の間TCLに勤務し、通訳や工場主任、プロジェクト・マネージャーを担当した。

³⁵ 李(2009)pp. 119, 145。

³⁶ OSD(On Screen Display)は接続先のテレビやディスプレイにプログラムデータ、位置情報、設定データを表示する機能。

み出した。その中、OSD 技術とスマートテレビは、米国のコンシューマー・エレクトロニクス・ショー (CES) で、米国テレビ業界の最高賞「Emmy Awards」と「今年のスマートクラウドテレビ大賞」(2012 年)に選ばれた³⁷。

このように、TCL は買収によって、製造原価の削減や新市場の進出、知識の創出などのシナジー効果を創出したと言えよう。

②戦略的適合性

戦略的適合性は、企業間の市場や製品が類似的なのかあるいは補完的なのか、その類似性や補完性の程度を指す。今回の買収事例では、市場の面においても製品の面においても、戦略的適合性が高いと判断できる。

まず市場の面では、高い補完的な戦略的適合性が見られる。1996 年まで TCL は国内市場を中心に事業を展開し、海外市場に関しては OEM・ODM の供給生産が主要であった。1997 年から、同社は海外市場への本格的な進出を開始した。当時は、主に東南アジアなどの新興国市場を狙い、ベトナム、インドネシア、フィリピンなどの国において、自社ブランドによる製品の販売を行った³⁸。2002 年、同社はさらに欧米市場への進出を図り、その翌年、今回の買収を計画・実行した。この買収によって、トムソン社の欧米における販売網とブランド力を利用することによって、欧米市場への本格的な進出を狙った。

また製品の面でも、補完的な戦略的適合性が高いと言えよう。両社の主力製品は同じくブラウン管テレビであったが、それぞれの強みが異なる。TCL の強みは低い製造コストにあり、トムソン社の強みは高い研究開発力、生産技術、ブランド力にあった。つまり、両社は製品のバリューチェーンにおいて高い補完性を持ち、戦略的適合性が高いといえる。

③組織統合

組織統合は、ポスト M&A 段階における企業間の相互作用や協調のことを指す。

³⁷ TCL ホームページの「製品ニュース」というコーナーによる(アクセス日:2014 年 5 月 30 日)。

³⁸ Larcon(2009)pp. 108-109。

今回の事例では、組織統合の程度が高いといえる。買収後、TCLはトムソン社のテレビ事業に対して、生産プロセス、組織・人事、サプライチェーン、経営戦略などの面において高いレベルの統合作業を行った³⁹。

まずは北米事業について、TCLは組織構造の簡素化による意思決定効率の向上や、サプライチェーン・マネジメントの強化による生産効率の向上、部品の一括購入・生産による原価削減などに努めた。これらの施策によって、2004年の北米事業の赤字は半減した。一方、欧州事業について、最初は改善チームを派遣しただけで、日常経営は元のマネジメント・チームに任せた。しかし、改善の効果が見られず、欧州事業の経營業績が急速に悪化した。そのため、2006年から、TCLは同事業に対して大幅な見直しを始めた。その内容は、人員の削減、販売会社の再編、経営方針の転換などであった。しかし、人員の削減をはじめとして、これらの改革案をスムーズに実行することができず、結局、欧州事業は全従業員と雇用の解消・和解を経て、清算に踏み込んだ。同年10月、TCLは抜本的な改革を行い、「無境界集中」という新たなビジネスモデルで欧州事業を再開した。つまり、LCDテレビのOEM業務に集中し、欧州各国に設置した販売拠点や倉庫を取りやめ、本部からの指示を受けて、ポーランドにある組立工場から直接に欧州各地の取引先にOEM製品を提供するという新たなビジネスモデルを採用した。

④従業員の抵抗

今回の事例では、自主的な退職や不従順などの従業員の抵抗が見られた。欧米の企業文化は中国と異なり、言葉の障壁も存在するため、中国側の管理者とフランス側の管理者・従業員との間で意志疎通がうまくできず、様々な衝突が起きた⁴⁰。例えば、TCLの管理者は週末に会議を行おうとしたところ、フランス側の従業員は休日のため出席を拒否した⁴¹。また、TCLは中国式の管理方法をTTEに移植しようとしたところ、元トムソン社の管理者・従業員から大きな反発を受けた。中国式の管理方法に納得できず、自発的に退職する人や、無断欠勤、中国本部からの

³⁹ TCL 元社員屈氏へのインタビュー(2014年7月11日)。

⁴⁰ 同上。

⁴¹ 同上、何・柯(2010)p.92。

指示に従わない人が多数存在した⁴²。さらに、欧州で人員の削減を行った時も、労働組合などから大きな反発を受けた。その他、中国側の従業員の抵抗も見られた。経営業績が悪化した時、中国側の従業員の給料だけがカットされたため、彼らの不満を招いた⁴³。

⑤経営スタイルの類似性⁴⁴

経営スタイルの類似性について、TCLは権威主義的管理であり、トムソン社は参加的管理であり、両社の経営スタイルは異なると考えられる。この点について、TCLの元社員も両社の経営スタイルの差異を認め、彼は、TCLの方がよりトップダウンの経営スタイルを取っていると述べた⁴⁵。TCLは元国有企業であり、所有権構造改革で政府持株の民営企業になったが、過去の中央集権経済システムの影響が依然として強く存在している。李東生自らも集権的な管理の重要性を指摘し、特にクロスボーダーM&Aの際には、管理の強化や経営戦略の統一などが非常に重要であると強調した⁴⁶。一方、トムソン社は現代的な管理手法を採用し、従業員個人の創造性や能力、努力などを十分に尊重し、一定の柔軟性を持つ開放的な経営スタイルを取っている⁴⁷。例えば、人材の選任基準に関して、TCL側は企業家精神を重視するが、トムソン側は教育レベルの高い専門的なマネジャーを高く評価す

⁴² 同上、Williamson et al. (2013)p. 269、Jie(2006)p. 2、譚(2007)p. 132。

⁴³ Jie(2006)p. 2。

⁴⁴ 経営スタイルが権威主義的管理かあるいは参加的管理かの判断基準について、Larsson & Finkelstein(1999)では明示されていないため、ここでは、柴田・中橋(2003)の判断基準を参考する。彼らによると、権威主義的管理は高度の職務細分化、規則と手続きの詳細な規定、計画による調整、垂直的な階層関係の重視、集権的決定、権限・責任関係の明確化を指す。他方、参加的管理は職務の弾力性、規則と手続きの弾力性、メンバー間のフィードバックによる調整、水平的なコミュニケーションの重視、分権的決定、権限・責任関係の柔軟性を指す。

⁴⁵ TCL元社員屈氏へのインタビュー(2014年7月11日)。

⁴⁶ 李(2009)p. 68。

⁴⁷ トムソン社の経営スタイルについて判断は、同社のホームページに記載されている「Our values」や「Our people」からの推測である。

<http://www.technicolor.com/en/who-we-are/careers> (アクセス日:2014年6月17日)

る⁴⁸。

⑥国際的結合

買収企業と被買収企業の国籍についてみれば、TCLは中国・惠州市に本社を置く中国企業で、トムソン社は長い歴史を持つフランスの老舗企業である。今回の買収は、国際的結合に基づく M&A である。

⑦企業規模の類似性

企業規模の類似性は、両社の年間売上高の比率で判断する。それが 67%以上の場合は企業規模の類似性が高く、10%以下の場合は低いという。2003 年、TCLM の売上高は 151.49 億 HK ドルで、純利益は 6.5 億 HK ドルであった。同年、トムソン社のテレビ事業の売上高は 32 億ユーロ (約 284.24 億 HK ドル) で、純損失は 1.24 億ユーロ (約 11.01 億元) であった⁴⁹。企業間の年間売上高の比率が 53.3%であり、企業規模の類似性は高くも低くもない。

3.2 ディスカッション

上述した分析結果に基づき、「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、M&A シナジー効果の影響要因を検討した結果、図表 7-9 で示すような関係性が確認できた。これらの関係性は大きく 3 種類に分けることができる。右側の矢印 A、B、C はシナジー効果の創出に直接に関与した 3 要因を示し、真ん中の矢印 D、E はこの 3 要因相互の関係性を表し、左側の矢印 F、G、H はこの 3 要因にさらに影響を与えた背景要因を表示する。

①シナジー効果の創出に直接的な影響を与えた 3 要因 (矢印 A、B、C)

上述したように、今回の買収によって、TCL は製造原価の削減 (一時的)⁵⁰、新市

⁴⁸ Jie(2006)p. 2。

⁴⁹ データは何・柯(2010)p. 87 を参考。ユーロ対人民元のレートは、2003 年の平均レート 8.8825 を利用した。参考サイト: <http://eur.jp.fx-exchange.com/hkd/> (アクセス日:2014 年 6 月 24 日)

⁵⁰ 前にも述べたように、TTE が設立された 2004 年に、製造原価が一旦下がったが、その翌年また上がりつつあった (図表 7-6)。

場への進出、企業間の相互作用や学習による新たな知識の創出というようなシナジー効果を生み出した。これらのシナジー効果はどのような要因に影響されたのかについて分析してみると、線 A-C で示すような因果関係が見られる(実線はプラスの影響、点線はマイナスの影響を意味する)。

実線 A についてみると、高い戦略的適合性がシナジー効果にプラスの影響を与えたと言えよう。具体的にみれば、まず、市場の面における高い補完的な戦略的適合性が、新市場への進出というシナジー効果をもたらしたと考えられる。買収前、TCL の主要な市場は中国と新興国で、他方、トムソン社のテレビ事業の主要な市場は欧州と北米で、両社は市場の面において高い補完的な戦略適合性が存在する。そのため、買収後、トムソン社の販売網や顧客を取り込むことによって、新市場への進出というシナジー効果を生み出すことができた。

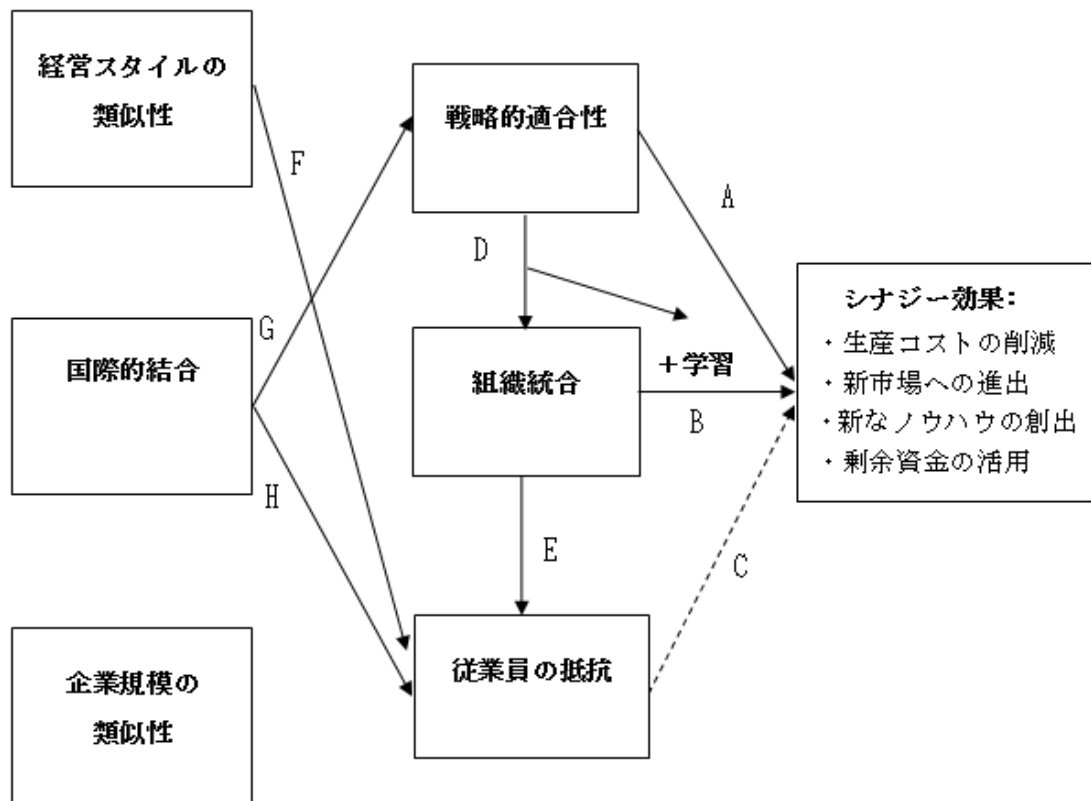
また、製品の面における補完的な戦略的適合性も、シナジー効果の創出にプラスの影響を与えた。両社の主力製品は同じくブラウン管テレビであったが、TCL の強みは低い製造コストにあり、トムソン社の強みは高い研究開発力、生産技術、ブランド力にあった。両社は製品のバリューチェーンにおいて補完性を持っている。ただし、製品の補完性によるプラスの影響は長く続かなかった。なぜなら、当時テレビ業界の主流は、ブラウン管テレビから薄型テレビに移行しつつ、両社の主力製品であるブラウン管テレビの市場は急速に縮小していたためである。淘汰されつつあったトムソン社のブラウン管テレビ事業を買収し、その技術や生産プロセスなどを統合しようとしても、得られたシナジー効果が限られていた。TTE が設立された直後、TCL は両社のブラウン管テレビの調達・生産プロセスを統合することによって、製造原価を一時的に削減できた。しかし、その後、市場のトレンドに沿って主力製品を LCD テレビに移した後、製造原価の削減効果が見られなくなった(図表 7-6)。

実線 B についてみると、高い程度の組織統合と学習が、製造原価の削減と新たな知識の創出というシナジー効果を引き出したと言える。ポスト M&A 段階において、TCL は調達・生産プロセスの統合を行い、部品の一括購入や大量生産などによる原価削減に努めた。また、元トムソン社の技術者から学習しながら、共同に

LCDテレビの研究開発にも投入した。

点線Cで表しているように、従業員の抵抗が高いことは、シナジー効果の創出にマイナスの影響を与えた。ポスト M&A 段階では、中国側の管理方式に納得できず、自主的退職や不従順など、フランス側の従業員による抵抗が見られた。これらの抵抗が人材の流出や統合作業の妨げとなり、最終的にはシナジー効果にマイナスの影響を与えた。例えば、欧州での大規模な人員削減は労働組合やフランス側の従業員から大きな反発を受け、結局最終的に、欧州事業は清算まで踏み込んだ。

図表 7-9:TCL によるトムソン社テレビ事業買収事例のシナジー効果の影響要因



出所:筆者作成。

② 3つの直接的な影響要因の相互関係(矢印D、E)

実線Dについてみると、戦略的適合性が高いため、必要とする組織統合の程度

も高くなった。それは、戦略的適合性をシナジー効果のかたちとしてあらわせるためには、高いレベルの企業間の相互作用や協調が必要なためである。例えば、今回の事例では、市場の面における高い補完的な戦略的適合性を引き出すためには、元トムソン社の販売網や取引先などに対する統合が重要になり、それに関連する組織統合のレベルも高くなった。また、組織統合だけでなく、学習による戦略的適合性の実現も見られた。トムソン社の技術者から研究開発力や技術力を学習し、彼らと共同に新製品の開発に成功した。

実線 E についてみると、組織統合のレベルが高いため、従業員の抵抗も高くなった。例えば、今回の買収では、組織統合の一環として人員削減を行った時、労働組合や従業員から大きな反発を受けた。

③ 3つの直接的な影響要因のさらなる背景要因(矢印 F、G、H)

「戦略的適合性」、「組織統合」、「従業員の抵抗」という3要因にさらに影響を与えた背景要因について、Larsson & Finkelstein(1999)の分析フレームワークでは、「経営スタイルの類似性」、「国際的結合」、「企業規模の類似性」という3つの要因が指摘された。今回の事例では、「企業規模の類似性」が高くも低くもないため、それについて明確な関係性が見られず、ここでは「経営スタイルの類似性」および「国際的結合」による影響のみを議論する。

実線 F についてみると、企業間の経営スタイルの相異が、高い従業員の抵抗につながったと言えよう。TCL側の経営スタイルに納得できず、自発的に退職する人や、中国本部の指示に従わないトムソン社の元従業員が多数存在した。

実線 G についてみれば、戦略的適合性が国際的結合であることに影響されている。今回の事例では、海外企業を買収することによって、海外市場への進出ができるので、市場の面における補完的な戦略的適合性が高く、創出できるシナジー効果も高くなった。

実線 H についてみると、国際的結合であることが、高い従業員の抵抗につながった。国際的結合による文化の差異や言葉の障壁が存在するため、中国側の管理者とフランス側の従業員との間で、意志疎通がうまくできず様々な衝突が起きた。

第4節 TCLによるクロスボーダーM&Aの特徴

本節では前節の分析に基づき、TCLによるクロスボーダーM&Aの特徴について検討する。

4.1 プレM&A段階における特徴

①中国政府と関わり

今回の買収は、中国政府との関わりが見られる。TCLはそもそも国有企業であり、2002年の民営化改革で政府持株の民営企業になったが、中国政府とのつながりは依然として存在する。社長である李東生は、中国企業の海外進出には政府による資金面などの支援が必要であると強調し、今回の買収で必要とする約1億ユーロの資金のうち、10分の1は政府による支援であると述べた⁵¹。また、TTEが設立された当時も、政治的な国交友好のシンボルとして、両国の首相が調印式に出席して大きな注目を集めた。このように、TCLによるトムソン社のテレビ事業の買収では、中国政府による資金面などの支援や後押しが存在すると言えよう。

②戦略の面における見通しの甘さ

当初の買収目的は、トムソン社のブラウン管テレビの研究開発能力や生産技術、ブランドの獲得などにある。しかし、当時、ブラウン管テレビは淘汰されつつあった商品であり、「トムソン」と「RCA」というブランドも昔ほど人気がなく、古臭いというイメージが強く、競争力が低下しつつあった⁵²。また、財務データからみれば、2003年、TCL全社の収益がトムソン社のテレビ事業の損失の半分しかなく、買収によって本社まで大赤字になるリスクが極めて大きい。さらに、外部専門機関に相談したところ、彼らも今回の買収に対して否定的か中立的な立場を示した。それにもかかわらず、TCLは交渉からわずか4か月でトムソン社と契約

⁵¹ 尹鋒(2008)による。また、この点について、TCLの元社員も今回の買収において、政府による融資の面における支援が特に大きいと指摘した(TCL元社員屈氏へのインタビュー、2014年7月11日)。

⁵² TCL元社員屈氏へのインタビュー(2014年7月11日)、Williamson et al. (2013) p. 269。

を締結し、同社の赤字のブラウン管テレビ事業を取得した。当時、李東生は、「買収した赤字事業を 18 ヶ月で黒字に転換させる」と報道陣に宣言した。しかし、結果的には黒字に転じるどころか、親会社の TCLM まで深刻な赤字が続き、欧州事業はさらに清算まで追い込まれた。こうした事実の流れからみれば、今回の買収について、TCL は市場変化に対する予測や、買収後の事業再編に関する計画や考慮が不十分であると考えられる⁵³。つまり、戦略の面における見通しが甘かったと言えよう。

③経営資源の獲得に対する執着心

買収前、TCL はすでにトムソン社のテレビ事業が大赤字であることを知っていた。また、相談に乗った外部専門機関も、この買収に対して否定的かあるいは中立的な立場を示した。それにもかかわらず、TCL はこの買収を実行した。これは、TCL がトムソン社の持つ欧米における販売網、そしてテレビに関する研究開発力と技術力などの優れた経営資源に、大変魅力を感じたためであると考えられる。もちろん、買収後、両社の生産合併による生産効率の向上やコストの削減などを通じ、トムソン社から買収したテレビ事業を黒字転換させることも期待した。

4.2 ポスト M&A 段階における特徴

①ブランド切り替え戦略

TCL は最初にトムソン社のブランドを利用したが、時間が経つとともに自社のブランド「TCL」へと切り替え、最終的には自社ブランドの国際化を図ったのである。買収当時、TCL は短時間で欧米市場でのシェアを拡大するために、自社のブランドよりも知名度の高いトムソン社のブランドを利用した。欧米市場を開拓しながら、トムソン社から研究開発力や技術力、各種のノウハウを学習し、それらを低価格・高品質の製品作りに投入した。一定の技術力や知名度、ノウハウを獲得した後、TCL は 2008 年から欧米において、自社ブランドによる製品の販売を開

⁵³ 買収後の事業再編に関する計画や考慮が不十分であることについては、社長李東生が自ら執筆した本の中でも認めている：李(2009)pp. 102-103。また、TCL の元社員屈氏も、TCL は買収後の文化衝突などに対する予測が甘かったと述べた。

始し、自社ブランドの価値や影響力の向上に努めた。2010年にはさらに「RCA」ブランドの使用を停止し、現在、欧米市場においては、「TCL」ブランドのテレビ製品が主力製品となっている。このように、TCLは海外の有名なブランドを買収・利用しても、やがて自社のブランドへと切り替え、最終的には自社ブランドの国際化を目指した。一方、あえて買収先のブランドを統合せずに、そのブランド力を引き続き育成・利用する企業も存在する。例えば、フォード社かつてのブランドであった「VOLVO」や、IBM社かつてのブランドであった「Think」などは、中国企業に買収された後もそのまま利用されている。TCLの場合は、買収したブランドのターゲット層が自社と類似するため、買収後、買収先のブランドよりも、自社ブランドの育成・浸透を優先したのであろう。他方、先にあげた例のように、買収したブランドのターゲット層が自社と異なる場合、買収先のブランドを継続的に利用する可能性が高い。

②組織統合のレベルの高さ

技術的に優れた海外企業を買収した際、ポスト M&A 段階における組織統合の程度は、買収企業によって異なる。今回の事例において、TCLは高いレベルの組織統合を行い、それによって被買収企業を黒字転換し、買収効果を引き出そうとした。一方、あえて組織統合をせずに、被買収企業の独立性を尊重しながら、技術やノウハウなどを学習し、学習によってシナジー効果を生み出した中国企業も存在する⁵⁴。組織統合の程度は、被買収企業の経營業績に影響されているようである。今回の事例のように、大赤字の事業を買収したため、買収先に対する高いレベルの組織統合や改革を行わないと、同事業を黒字に転換させることは難しいであろう。そのため、TCLは大きな従業員の抵抗を受けながらも、高いレベルの組織統合を実行した。

③従業員の抵抗の高さ

今回の事例では、自主的な退職や不従順などの従業員の抵抗が見られた。TCL

⁵⁴ 頼(2013a)、頼(2014a)。

側は買収によるシナジー効果を引き出すために、買収後まもなく、買収先に対して強力な組織統合を行った。それが結果として高い従業員の抵抗をもたらしたと考えられる。特に、クロスボーダーM&Aの場合、文化や言葉の障壁なども存在するため、十分なコミュニケーションを取れないまま組織統合を行うと、様々な衝突が起こりやすい。よって、クロスボーダーM&Aを行う企業にとって、どのように従業員の抵抗を抑えながら必要な組織統合を実行するのかについては大きな課題であろう。

第8章 事例の比較分析

前章まで、万向集団、中国化工集団、レノボ、TCL という4社の企業が、2000年代に展開した先進国企業に対する M&A 事例を紹介し、その特徴について分析・検討した。本章では、これらの買収事例の事実関係および分析結果を整理し、その比較分析を行う。また、M&A 全体のプロセスを分析するためには、M&A の動機に関する議論も重要であると考え、中国企業によるクロスボーダーM&A の動機についても検討を行う。

第1節 事例の要約

1.1 万向集団の事例

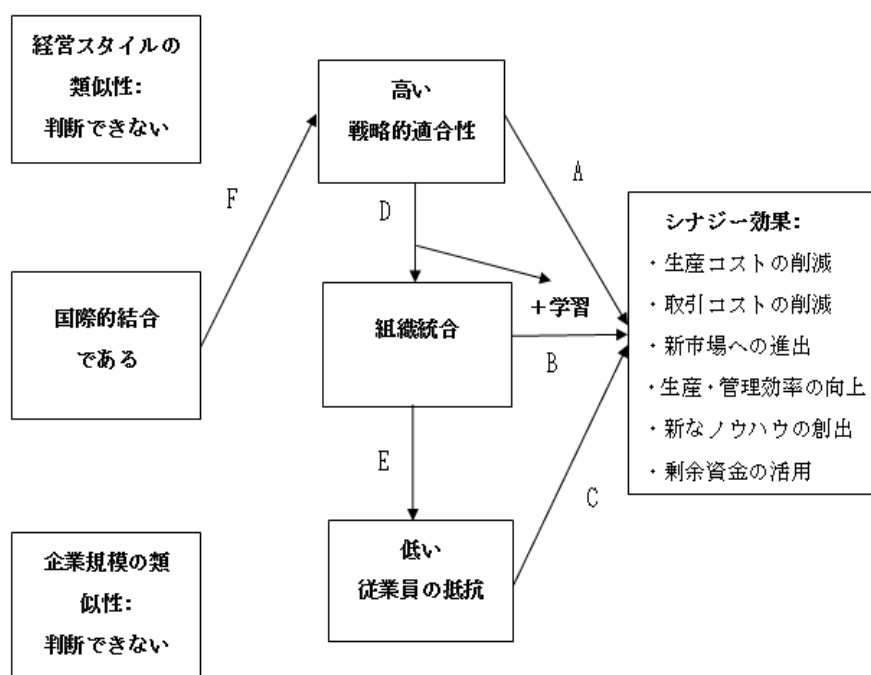
万向集団は、1969年に設立された中国の浙江省に本社をおく自動車部品メーカーであり、エンジン、ブレーキ、動力運送システムなどの自動車部品の研究開発・生産・販売を行っている。同社は、米国で海外市場を開拓するための子会社万向米国会社を設立し、この子会社を通じて多数の先進国企業を買収・合併した。2000年4月には、米国の自動車部品の大手生産供給業者であるゼラ社の一部を買収した。2001年8月には、米国の自動車ブレーキの製販大手企業であるUAI社を株式取得によって買収した。2003年9月には、米国の老舗自動車部品製造企業であるロックフォード社を株式取得によって買収した。2007年7月には、米国の自動車モジュールの組立と物流配送の大手企業であるAIを株式取得によって買収した。万向集団はこれらのM&Aによって、海外の優れた技術や、有名なブランド、グローバル販売網、マネジメント・ノウハウなどを獲得し、自社の国際競争力を向上させ、急速な成長を遂げた。

分析フレームワークを利用し、同社によるこれら一連のクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因を分析したところ、図表8-1で示すような関係性が確認できた。万向集団は自社の強い資金力と生産力を、被買収企業の技術力、ブランド力、販売力と結合し、経営資源の優位性を補完しながら、生産・取引コストの

削減や新市場への進出、生産・管理効率の向上などのシナジー効果を生み出した。

まず、こうしたシナジー効果の創出に直接的な影響を与えた要因についてみれば、高い補完的な戦略的適合性(矢印 A)、組織統合と学習の重視(矢印 B)、低い従業員の抵抗(矢印 C)という 3つの要素が、シナジー効果の創出にプラスの影響を与えたと言える。次に、この 3つの直接的な影響要因の相互関係についてみれば、高い戦略的適合性は組織統合と学習の両方によって成果につながったこと(矢印 D)と、従業員の抵抗が低い理由の一部は低いレベルの組織統合にあること(矢印 E)が分かった。さらに、3つの直接的な影響要因の背景要因についてみれば、戦略的適合性が高いのは、技術的に優れた先進国企業を買収したという国際的結合のためだ(矢印 F)と考えられる。

図表 8-1: 万向集団によるクロスボーダーM&A のシナジー効果の影響要因



出所：筆者作成。

事実の流れの検討やフレームワークによる分析に基づき、万向集団によるクロスボーダーM&A の特徴を以下のようにまとめた。プレ M&A 段階においては、①経営資源の獲得に対する強い執着心、②部分的買収という 2つの特徴が見られた。

ポスト M&A 段階においては、①組織統合の柔軟さ、②学習の重視、③従業員の抵抗の低さという 3 つの特徴が見られた。

1.2 中国化工集団の事例

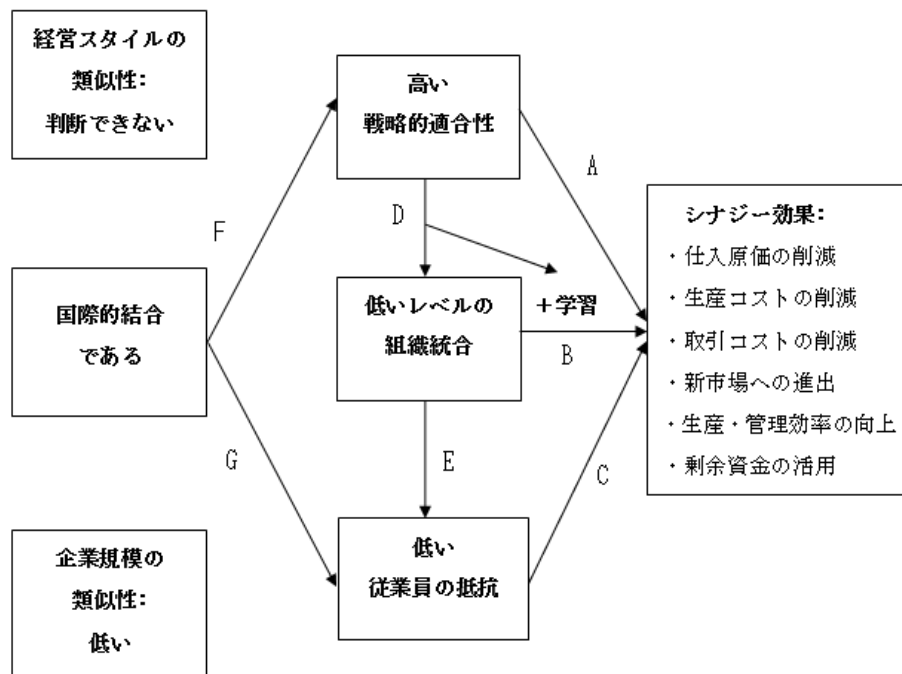
中国化工集団は、2004 年 5 月に藍星集団や昊華化工などの企業を統合して設立された大型国有企業であり、化学製品やゴム製品、化学工業設備などの研究開発・生産・販売を行っている。同社は、生産原料や生産技術を獲得するために、積極的にクロスボーダー M&A を展開し、企業成立からわずか 1 年の間に 3 つの外国企業も買収した。2006 年 1 月には、メチオニン、飼料用酵素などの動物栄養製品の製造大手であるフランス企業のアディッソ社を、4 億ユーロで完全買収した。2006 年 4 月には、エチレン、ポリエチレン、プロピレンなどの化学製品の製造販売大手であるオーストラリア企業のケノス社を、2.325 億オーストリアドルで完全買収した。2006 年 10 月には、フランスの大手化学製品メーカーであるローディア社の有機シリコン事業と硫化物事業を、4 億ユーロで買収した。中国化工集団はこれらのクロスボーダー M&A によって、化学製品の生産原料や生産技術などを取得し、巨大な中国市場の需要を満たせながら、海外市場でのシェア拡大も果たした。

分析フレームワークを利用し、同社によるクロスボーダー M&A のシナジー効果の影響要因を分析したところ、図表 8-2 で示すような関係性が確認できた。中国化工集団は、自社の強い資金力、生産力、巨大な国内市場と、被買収会社の高い研究開発力・技術力、海外市場、様々なノウハウとを結合し、経営資源の優位性を補完しながら、仕入・生産コストの削減や、新市場への進出、生産・管理効率の向上などのシナジー効果を創出したと言える。

まず、こうしたシナジー効果の創出に直接的な影響を与えた要因についてみれば、高い補完的な戦略的適合性(矢印 A)、必要最低限の組織統合と学習の重視(矢印 B)、低い従業員の抵抗(矢印 C)という 3 つの要素が、シナジー効果の創出にプラスの影響を与えたと言える。次に、この 3 つの直接的な影響要因の相互関係についてみれば、高い戦略的適合性は組織統合と学習の両方によってシナジー効果

につながったこと(矢印 D)と、従業員の抵抗が低い理由の一部は低いレベルの組織統合にあること(矢印 E)が分かった。さらに、3つの直接的な影響要因の背景要因についてみれば、戦略的適合性が高いのは技術的に優れた先進国企業を買収したという国際的結合のため(矢印 F)であると考えられる。そして、従業員の抵抗が低い理由の一部は、国際的結合なので管理層が文化の衝突や従業員の不安・不満をより慎重に取り扱ったため(矢印 G)であると考えられる。

図表 8-2: 中国化工集団によるクロスボーダーM&A のシナジー効果の影響要因



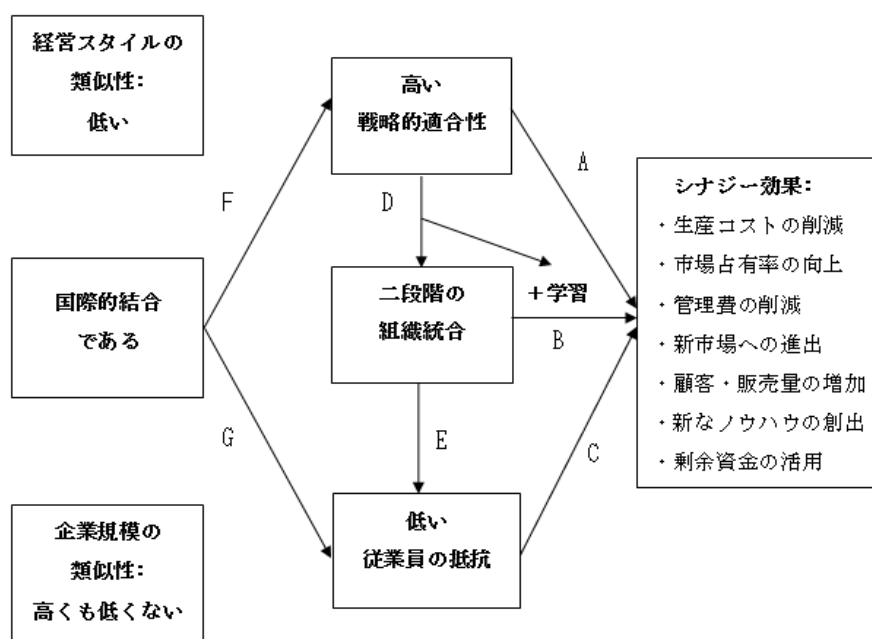
出所：筆者作成。

事実の流れの検討やフレームワークによる分析に基づき、中国化工集団によるクロスボーダーM&A の特徴を以下のようにまとめた。プレ M&A 段階においては、①中国政府と関わり、②経営資源の獲得に対する強い執着心、③完全所有志向という3つの特徴が見られた。ポスト M&A 段階においては、①組織統合のレベルの低さ、②学習の重視、③従業員の抵抗の低さという3つの特徴が見られた。

1.3 レノボの事例

レノボは、1984年に設立された大手IT企業であり、パソコン及びその周辺機器、携帯端末、プリンターなどの研究開発・生産・販売を行っている。2004年、同社はコア事業を強化するために、IBMの赤字事業であるパソコン部門を買収した。しかも、数年後、同事業をうまく黒字転換させることができた。レノボ自身も、IBMのパソコンに関する研究開発力や技術力、マネジメント・ノウハウ、ブランド、販売網などの優れた経営資源を取得し、自社の国際競争力の向上やグローバル市場でのシェア拡大を果たした。

図表 8-3: レノボによるクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因



出所：筆者作成。

分析フレームワークを利用し、同社によるクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因を分析したところ、図表 8-3 で示すような関係性が確認できた。レノボは今回の買収によって、調達力の強化による原価の削減、生産プロセスの統合による生産コストの削減、競争相手の合併による市場占有率の向上、管理部門の統合による管理費の削減、相手の既存販売網を利用した新市場への進出、製品の

クロス・セリングによる新規顧客と販売量の増加、学習による新たなノウハウ・知識の創出などのシナジー効果を創出したと言えよう。

まず、こうしたシナジー効果の創出に直接的な影響を与えた要因についてみれば、高い補完的な戦略的適合性(矢印 A)、二段階の組織統合と学習の重視(矢印 B)、低い従業員の抵抗(矢印 C)という3つの要素が、シナジー効果の創出にプラスの影響を与えたと言える。次に、この3つの直接的な影響要因の相互関係についてみれば、高い戦略的適合性は、組織統合と学習の両方によってシナジー効果につながったこと(矢印 D)と、従業員の抵抗が低い理由の一部は、段階を踏んだ組織統合にあること(矢印 E)が分かった。さらに、3つの直接的な影響要因の背景要因についてみれば、戦略的適合性が高いのは技術的に優れた先進国企業を買収したという国際的結合のため(矢印 F)であると考えられる。そして、従業員の抵抗が低い理由の一部は、国際的結合なので管理層が文化の衝突や従業員の不安・不満をより慎重に取り扱ったため(矢印 G)であると言えよう。

事実の流れの検討やフレームワークによる分析に基づき、レノボによるクロスボーダーM&Aの特徴を以下のようにまとめた。プレM&A段階においては、①経営資源の獲得に対する強い執着心、②外部機関の利用という2つの特徴が見られた。ポストM&A段階においては、①2段階に分けた組織統合、②学習の重視、③ブランド価値の移転、④従業員の抵抗の低さという4つの特徴が見られた。

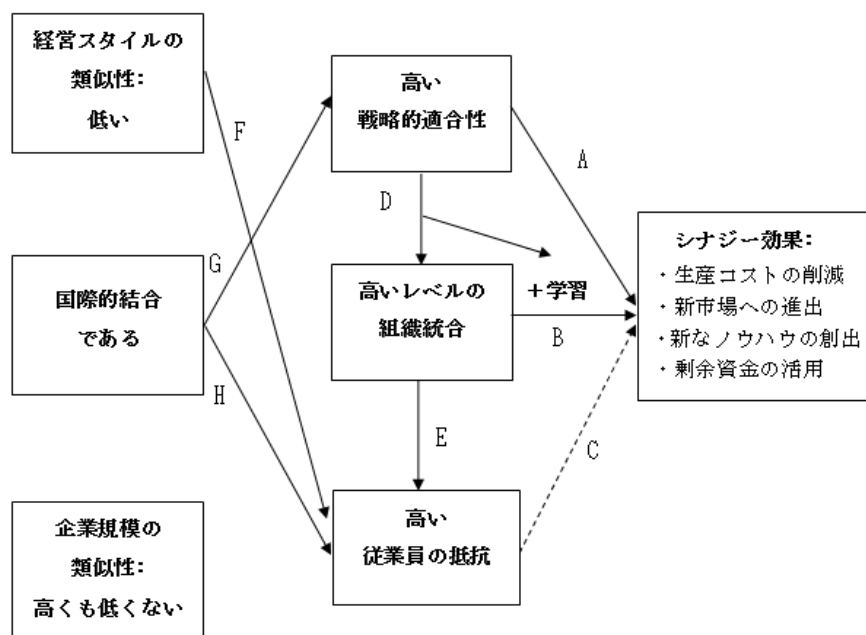
1.4 TCLの事例

TCLは、1981年に広東省・惠州市に設立された大手電子・電気機器メーカーであり、テレビや携帯電話、パソコンなどの研究開発・生産・販売を行っている。2004年、同社はコア事業の強化や市場シェアの拡大を図り、トムソン社のテレビ事業を買収した。この買収は、先進国企業の赤字部門を買収対象にし、統合プロセスにおいては従業員の反発が観察された。

分析フレームワークを利用し、同社によるクロスボーダーM&Aのシナジー効果の影響要因を分析したところ、図表8-4で示すような関係性が確認できた。TCLは今回の買収によって、生産コストの削減や、相手の既存販売網の利用による新

市場への進出、企業間の相互作用や学習による新たな知識の創出などのシナジー効果を生み出したと言えよう。

図表 8-4:TCL によるトムソン社テレビ事業買収事例のシナジー効果の影響要因¹



出所:筆者作成。

まず、こうしたシナジー効果の創出に直接的な影響を与えた要因についてみれば、高い補完的な戦略的適合性(矢印 A)、高いレベルの組織統合と学習の重視(矢印 B)という 2 つの要素が、シナジー効果の創出にプラスの影響を与え、一方、高い従業員の抵抗がシナジー効果の創出にマイナスの影響を与えた(矢印 C)と言える。次に、この 3 つの直接的な影響要因の相互関係についてみれば、高い戦略的適合性は、高い程度の組織統合と学習の両方によって成果につながったこと(矢印 D)と、従業員の抵抗が高い理由の一部は、高いレベルの組織統合にあること(矢印 E)が分かった。さらに、3 つの直接的な影響要因の背景要因についてみれば、企業間の経営スタイルの相異が、高い従業員の抵抗につながったこと(矢印 F)と、戦略的適合性が高いのは国際的結合のためであること(矢印 G)、従業員の抵抗が

¹ 実線はプラスの影響、点線はマイナスの影響を意味する。

高い理由の一部は、国際的結合による文化の差異や言葉の障壁が存在したため(矢印H)であることが言えた。

事実の流れの検討やフレームワークによる分析に基づき、レノボによるクロスボーダーM&Aの特徴を以下のようにまとめた。プレM&A段階においては、①中国政府と関わり、②戦略の面における見通しの甘さ、③経営資源の獲得に対する執着心という3つの特徴が見られた。ポストM&A段階においては、①ブランド切り替え戦略、②組織統合のレベルの高さ、③従業員の抵抗の高さという3つの特徴が見られた。

第2節 分析結果の再検討

2.1 分析結果の整理

以上、4社の中国企業による9つのM&A事例の事実関係および分析結果を整理した。図表8-5、図表8-6は、上記した図表8-1、8-2、8-3、8-4で示した分析結果をまとめたものである。図表8-5は、分析フレームワークの7つの要素に基づき、9つの事例の分析結果を示している。図表から分かるように、9つの事例の共通点は、国際的結合であること、戦略的適合性が高いこと、一定のシナジー効果を創出したことである。

図表8-6は、分析フレームワークに基づき、プレ・ポストM&Aというプロセスの概念をさらに取り入れ、9つの事例のシナジー効果の影響要因をまとめたものである。実線はすべての事例で見られた関係性、点線は一部の事例だけで見られた関係性を表す。実線で示すように、今回取り上げた事例のいずれも、中国企業側に欠如していた経営資源(技術、ブランドなど)を持つ先進国企業を買収した国際的結合のため、補完的な戦略的適合性が高い。その戦略的適合性は、組織統合と学習の両方を通じて、シナジー効果につながった。組織統合の程度が従業員の抵抗に影響を与え、それもシナジー効果の創出に影響をおよぼした。また、点線で示すように、一部の事例では、国際的結合と経営スタイルの類似性が従業員の抵抗の程度を左右したことも観察できた。

図表 8-5: 7つの要素の分析結果²、その1

被買収企業 分析項目	ゼラ社	UAI社	ロックフォ ード社	AI社	アディッ ソ社
シナジー効果	○	○	○	○	○
戦略的適合性	○	○	○	○	○
組織統合	△	△	○	△	△
従業員の抵抗	△	△	△	△	△
経営スタイルの類似性	—	—	—	—	—
国際的結合	○	○	○	○	○
企業規模の類似性	—	—	—	—	△

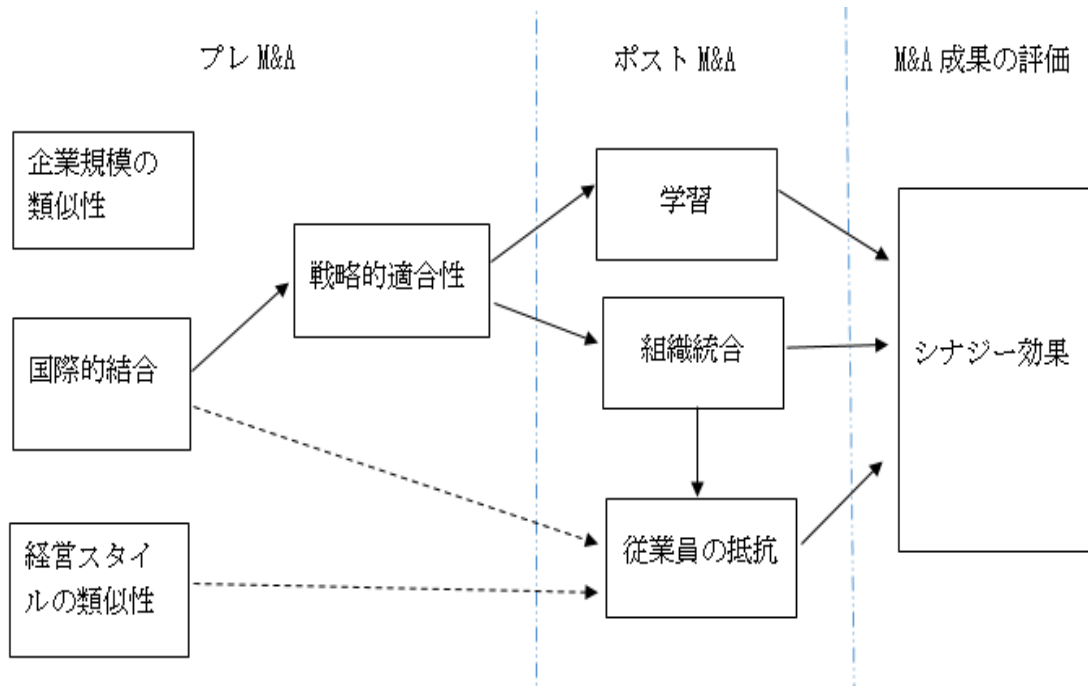
7つの要素の分析結果、その2

被買収企業 分析項目	ケノス 社	ローディ ア社	IBMのパソ コン事業	トムソン社のテ レビ事業
シナジー効果	○	○	○	△
戦略的適合性	○	○	○	○
組織統合	△	△	○	○
従業員の抵抗	△	△	△	○
経営スタイルの類似性	—	—	△	△
国際的結合	○	○	○	○
企業規模の類似性	△	△	△	○

出所:筆者作成。

² これら7つの要素についての評価は、第3章で述べた分析フレームワークの各要素の判断基準(図表 3-2、3-5)に基づいたものである。モデルの判断基準の1つでも該当する事実が観察されたならば、その事象が存在したと評価する。また、その事象の程度(高いか低いか)については、事例の内容から読み取れる範囲で筆者が判断を行う。図表の中の△、○、—は次の意味で使われている。○は程度の高いこと、△は程度の低いこと、—は資料が少ないため明確に判断できないことを指す。

図表 8-6: シナジー効果の影響要因のまとめ



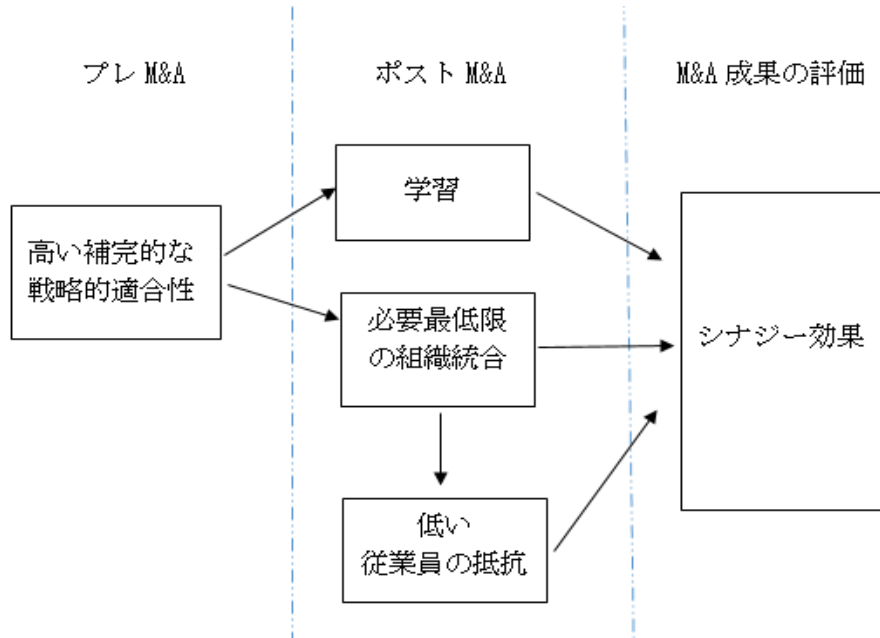
出所: 筆者作成。

2.2 M&A プロセスの 3 パターン

これらの分析結果をさらに詳しく見ると、被買収側の実情によって、組織統合の程度が違い、それがもたらした従業員の抵抗のレベルも異なっていた。実力のある黒字企業を買収対象とした事例では、被買収企業から技術などの知識を学習することが主要な目的であったため、買収側による組織統合の程度が低く、被買収側の従業員の抵抗も低かった。一方、組織体制に問題のある赤字企業・事業を買収対象とした事例では、買収先を黒字に転換させるため、高いレベルの組織統合や改革が実行された。高いレベルの組織統合に対して、一部の事例で従業員の抵抗が高く、一部の事例では従業員の抵抗が低かった。組織統合の程度と従業員の抵抗の程度によって、これらの中国企業による 9 つのクロスボーダー M&A は、大きく 3 つのパターンに分けられる。つまり、低いレベル組織統合と低い従業員の抵抗のパターン I (図表 8-7)、高いレベルの組織統合と高い従業員の抵抗のパターン II (図表 8-8)、高いレベル組織統合と低い従業員の抵抗のパターン III (図表

8-9)である。

図表 8-7:低いレベルの組織統合と低い従業員の抵抗のパターン I



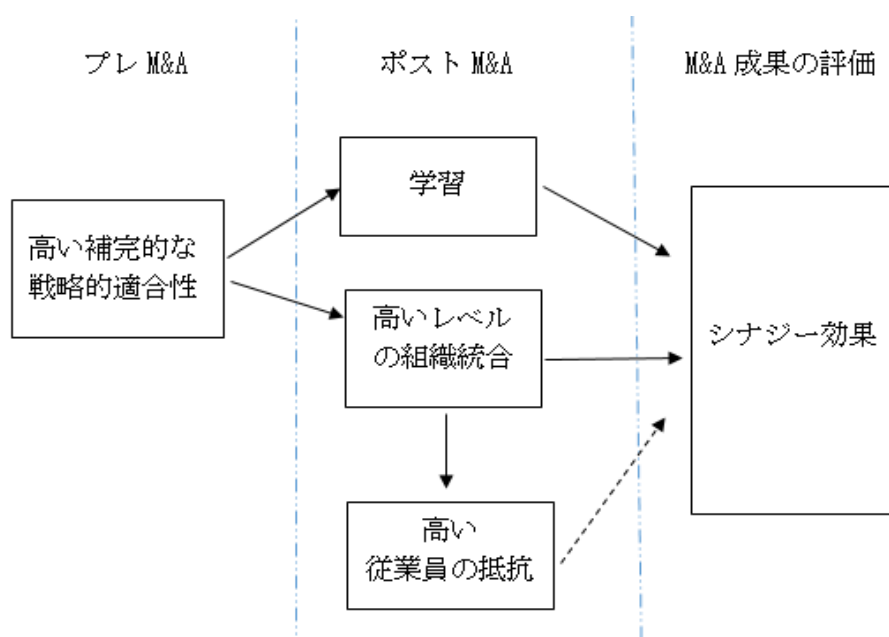
出所:筆者作成。

図表 8-7 のパターン I (低いレベル組織統合と低い従業員の抵抗)について見てみる。これらの中国企業によるクロスボーダーM&Aは、高い補完的戦略的適合性を持っていた。その高い戦略的適合性は、必要最低限の組織統合と学習によって、シナジー効果につながった。組織統合のレベルを必要最低限にとどめ、学習によって被買収企業の優れた経営資源を自社に移転・導入し、シナジー効果を生み出した。この場合、組織統合のレベルが低く、学習者としての態度を取り被買収企業を尊重することで、被買収側の従業員にもたらす脅威感や不満、不安を大きく減らし、従業員による抵抗をある程度低めた。また、買収側の管理層が文化の衝突や従業員の不安・不満をより慎重に対応し、彼らの努力もある程度従業員の抵抗を低めることができた。従業員の抵抗が低く、彼らによる統合作業への妨害や人材の流出などが少ないため、結果としてシナジー効果の創出にプラスの影響を与えた。

このパターンは、実力のある黒字企業に対する買収事例で多く見られた。組織

統合を強化するよりも、被買収企業から知識の学習や無形資産の活用を重視した。外部の知識や無形資産を自社に移転・導入し、自社の組織能力の向上や価値創造に活用しようとした。例えば、万向集団による AI 社、そして中国化工集団によるアディッソ社、ケノス社、ローディア社の買収事例は、このパターンである。

図表 8-8: 高いレベルの組織統合と高い従業員の抵抗のパターン II³



出所: 筆者作成。

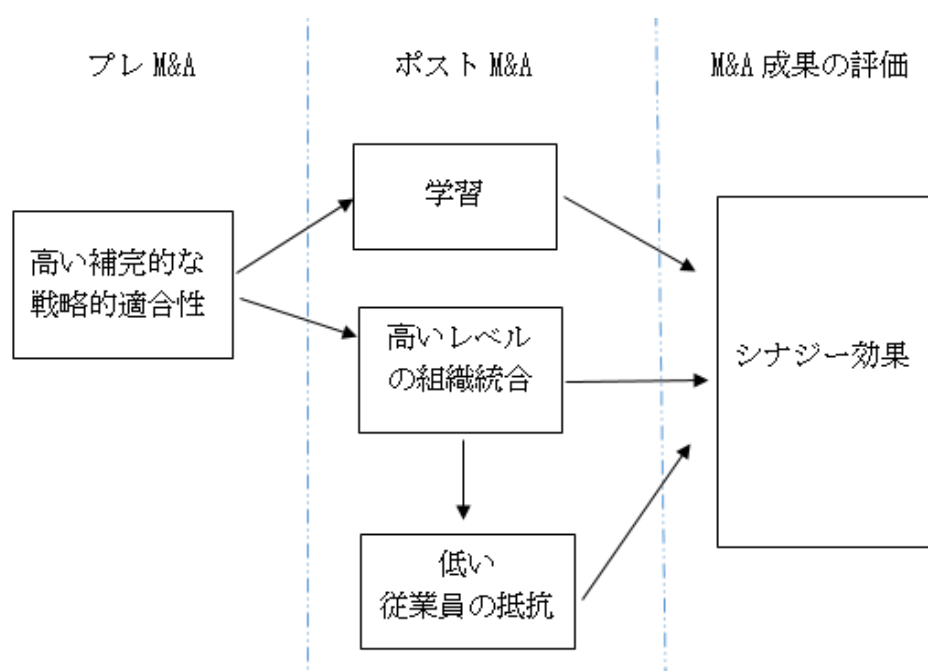
図表 8-8 のパターン II (高いレベルの組織統合と高い従業員の抵抗) について見てみる。高い補完的戦略的適合性は、学習と高いレベルの組織統合の両方によって、シナジー効果につながった。その反面、組織統合のレベルが高いため、従業員の抵抗も高くなり、これが統合作業に支障をきたし、結果としてシナジー効果の創出にマイナスの影響を与えたと思われる。

このパターンは、組織体制に問題のある赤字企業・事業を対象とした買収事例で多く見られた。買収先が赤字企業・事業でありながらも、中国企業はその優れた技術や有名なブランド、グローバル販売網などに魅力を感じ、買収を実行した。

³ 実線はプラスの影響、点線はマイナスの影響を意味する。

赤字企業を買収したため、買収後、高いレベルの組織統合や改革を行わなければ、買収先の経營業績を黒字に転換させることが困難である。そこで、従業員の抵抗を受けながらも、高いレベルの組織統合を実行した。例えば、TCL によるトムソン社テレビ事業の買収事例は、このパターンにあてはまる。

図表 8-9: 高いレベルの組織統合と低い従業員の抵抗のパターンⅢ



出所: 筆者作成。

図表 8-9 のパターンⅢ (高い組織統合と低い従業員の抵抗) について見てみる。高い補完的な戦略的適合性は、学習と高いレベルの組織統合の両方によって、シナジー効果につながった。しかも、組織統合のレベルが高いにもかかわらず、従業員の抵抗が低いレベルにとどまり、これがある意味でシナジー効果の創出にプラスの影響を与えた。

このパターンも、パターンⅡと同じく、組織体制に問題の赤字企業・事業を買収対象とした事例でよく見られた。ただし、パターンⅡと違い、組織統合の程度が高いにもかかわらず、従業員の抵抗が低かった。その理由の1つは、段階を踏んだ組織統合にあると考えられる。緩やかな組織統合からはじまり、次第に統合

を強化していくというような漸進的な統合プロセスは、従業員の買収による不安や不満を薄め、ある程度彼らによる抵抗を低減することができた(例:レノボによる IBM パソコン事業の買収事例)。また、買収側の管理層が国際的結合による文化の摩擦や衝突に敏感で、従業員の不満・不安をより慎重に対応したことも、従業員の抵抗が低かった理由の1つであると言える(例:万向集団によるロックフォード社の買収事例)。

2.3 パターンⅡ、パターンⅢから見られた組織統合のジレンマとその解決策

2.3.1 パターンⅡから見た組織統合のジレンマ

上述したパターンⅡから見られたように、高いレベルの組織統合を必要とする時、組織統合のジレンマがよく生じる。つまり、組織統合の程度を高めると、それがもたらした従業員の抵抗も大きくなり、高い組織統合の程度と少ない従業員の抵抗との両立が困難である。

このような組織統合のジレンマの存在に言及した研究者もいる。中村(2003)によると、理論的には、高いレベルの統合は潜在シナジーの実現を促進する。一方、高レベルの統合は調整コストや組織間コンフリクトの可能性を増加させ、負のシナジー効果を招いてしまうという。Larsson & Finkelstein(1999)も、組織統合と従業員の抵抗は M&A の成功にとって重要な要素でありながらも、この2つの要素を同時にマネジメントすることが非常に困難であると指摘した。組織統合を重視する場合、従業員の抵抗が高くなる。逆に、最初から従業員の抵抗を抑えようとして、組織統合の程度を低くする場合、高い企業間の結合が望めない。この2つの要素のトレードオフはマネジメントにとって重要な課題であるという。

Jones(2005)によると、クロスボーダーM&Aの場合、統合プロセスにはまったく異なる企業文化や日常業務の統合という課題があり、しかも、こうした特質は国によるマネジメントの違いに根ざしている。被買収企業の経営システムや組織構造を完全に統合すると、その企業がそれ以前に保有したユニークな属性(地元の知識や社会との接触など)を無くしてしまう。一方、被買収企業を統合しないと、親会社からの知識移転などが行われず、全社的な効率性が犠牲になるという。このよ

うに、パターンⅡで見られた組織統合のジレンマは、M&Aの統合プロセスにおいて普遍的に存在し、M&Aのマネジメントにとって大きな課題であると言えよう。今回の研究でも、こうしたジレンマの現象が観察できたのである。

2.3.2 パターンⅢから見た組織統合のジレンマの解決策

パターンⅢが、上述したジレンマの解決策の一部を提示しているようである。このパターンは、組織統合を強化したのにも関わらず、従業員の抵抗を低い程度にとどめていた事例であった。それは、段階を踏んだ組織統合や買収側の管理層の努力によって従業員の抵抗を低減し、ある程度組織統合のジレンマの解消を果したのである。例えば、レノボの事例では、統合プロセスにおいて、同社は緩やかな組織統合からはじまり、次第に統合を強化していった。こうした漸進的な統合プロセスは、従業員の買収による不安や不満を薄めることができたと言える。また、同社の管理層も、従業員の抵抗を低減させるように努力した。彼らは、文化の衝突や従業員の不満・不安に対して慎重に対応し、積極的に被買収側の従業員とコミュニケーションを取り、自社の実力や買収によるメリット、雇用の保証などを丁寧に説明した。それによって、従業員の信頼感や安心感を高めることができたと考えられる。このように、高いレベルの組織統合を行わなければいけない場合、漸進的な統合プロセスを取ることや、管理層が慎重に対応することが従業員の抵抗を低くとどめることが可能である。それによって、組織統合のジレンマをある程度解消することができると言えよう。

第3節 中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機

前節で述べたように、組織統合は、従業員の抵抗とシナジー効果の創出の両方に影響をおよぼし、M&Aのプロセスにおいて重要な役割を果たしていた。一方、組織統合の内容や程度は、M&Aの動機によって大きく左右されていることもよく指摘されている(Shrivastava, 1986; Barney, 2002; 西口, 2007; 久保, 2009など)。例えば、Barney(2002)は、買収の効果を実現させるために、買収後企業間において少なくとも何らかの調整と統合が必要であり、その統合の内容や程度は買

収の目的に応じて調整すべきであると述べた。そこで、Larsson & Finkelstein(1999)の分析フレームワークでは取りあげられていないが、本研究では、M&Aの動機についても議論を展開する。中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機を解明し、それがM&A全体のプロセスにどのような影響をおよぼしたのかについて検討する。

3.1 クロスボーダーM&Aの動機理論の再検討

従来、クロスボーダーM&Aの動機に関する理論研究は、先進国企業によるクロスボーダーM&Aを中心に議論してきた(第2章を参照)。これらの研究では、先進経済での買収者が自ら磨いたノウハウ、システムおよび能力の移転により、未発達経済にあるターゲットに価値を加える可能性に注目する傾向があった(汪、2014)。例えば、Khoury(1980)は、企業がクロスボーダーM&Aを行う理由について、①製品種類や地理的市場を多角化させることによって、国際ポートフォリオを作成しリスクを低減させること、②生産コスト、特に人件費の高騰に対抗するために、海外市場に向かうようになったこと、という2つの点をあげた。すなわち、これらの先行研究の多くは、欧米などの先進国企業に注目し、これらの企業が高い競争優位や国際競争力をもち、自社の優れた経営資源を転用しながら、新市場への進出や、生産コストの削減などを主要な目的として、海外企業の買収・合併を展開したと主張した。

一方、これらの動機理論は、新興国企業による先進国企業のクロスボーダーM&Aには必ずしもあてはまらない。なぜなら、一般的に、新興国企業は先進国企業ほど高い競争優位を持たず、M&Aによって経営資源を転用するよりも、コア・コンピタンスの構築・強化を目的とする企業が多いからである。Williamson et al.(2013)も、新興国企業は先進国企業より競争優位が低く、両者によるクロスボーダーM&Aの動機は必ずしも一致するとは言えないと主張した。新興国企業は次のような面において、先進国企業より経営資源の質などが劣っていると考えられる。それは、弱いブランド、特有技術の欠如、各地域の消費者の無数の好みへ商品の適応および世界市場環境への適応の経験不足、豊富な国際経験を備えた経営

者の不足、多国籍競争企業が数十年間をかけて構築されたグローバルな洗練した組織の欠如などである⁴。

図表 8-10: クロスボーダーM&A の動機から見た BRIC 各国の特徴

	ブラジル	ロシア	インド	中国
CSA の利用	一部	YES	NO	YES
FSA の利用	YES	NO	YES	NO
FSA 利用の場合、自国市場の利益か、あるいは国際市場の利益を狙うか	国際市場がメイン	—	両方	—
FSA の探求	YES	YES	YES	YES
FSA 探求の場合、自国市場の利益か、あるいは国際市場の利益を狙うか	国際市場がメイン	国内市場がメイン	両方	国内市場
国による影響 (S:強い、Ss:一部の業界では強い、W:弱い)	Ss	Ss	W	S

出所: Williamson et al. (2013)p. 279。

そこで、Williamson et al. (2013)はブラジル、ロシア、インド、中国という4カ国の企業を中心に、それぞれのクロスボーダーM&Aの動機を比較分析し、新興国企業によるクロスボーダーM&Aの動機理論の構築を試みた。図表 8-10 で示すように、彼らはクロスボーダーM&Aの動機を国家特殊優位性(Country-specific advantages、以下ではCSAと呼ぶ)の利用(exploitation)、企業特殊優位性(Firm-specific advantages、以下ではFSAと呼ぶ)の利用、FSA利用の場合は自国市場の利益を狙うかあるいは国際市場の利益を狙うか、FSAの探求(exploration)、FSA探求の場合は自国市場の利益を狙うかあるいは国際市場の利

⁴ 汪(2014)pp. 3-4。

益を狙うかという5つの面から、4カ国の状況に照らしながら議論を展開した。また、国や政府による影響が強い、あるいは弱いについても検討した。彼らによると、中国企業によるクロスボーダーM&Aは、CSAの利用とFSAの探求を主要な目的とし、主に国内市場の利益を狙い、国・政府による影響が強いという。

3.2 中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機に関する議論

上述したWilliamson et al. (2013)の動機理論を踏まえながら、万向集団、中国化工集団、レノボ、TCLという4社の中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機について見てみる。図表8-11からわかるように、これらの企業によるクロスボーダーM&Aの動機は類似し、CSAの利用とFSAの探求を主要な目的として、国内市場と海外市場両方の利益を狙い、中国政府による影響が強いと言える。

図表8-11: 4社の中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機

	万向集団	中国化工集団	レノボ	TCL
CSAの利用	YES	YES	YES	YES
FSAの利用	NO	NO	NO	NO
FSA利用の場合、自国市場の利益か、あるいは国際市場の利益を狙うか	—	—	—	—
FSAの探求	YES	YES	YES	YES
FSA探求の場合、自国市場の利益か、あるいは国際市場の利益を狙うか	国内と海外	国内と海外	国内と海外	国内と海外
国による影響 (S:強い、Ss:一部の業界では強い、W:弱い)	S	S	S	S

出所:筆者作成。

①CSA

Rugman & Doh(2008)によると、CSAは国レベルに存在する環境要因や公共政策、すなわち、その国の持つ天然資源(鉱物、エネルギー、森)、労働力、無形資産(例えば、教育水準、教育保証制度、起業家の活動、その国独特の他の要素)のことを指す。中国企業の持つCSAは、大量かつ低廉な労働力であると考えられる。これら4社の企業はクロスボーダーM&Aによって、CSAがもたらした巨大な生産力を、被買収企業の優れた技術力やブランド力などと結合し、経営資源の補完によるシナジー効果の創出を期待したと言えよう。

②FSA

Rugman & Doh(2008)によると、FSAは1つの企業が所有する独特の能力であり、その企業の製品や、技術プロセス、マーケティング、経営ノウハウまたは流通スキルによって構成され、企業の競争優位を左右するものである。中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機は、FSAの利用よりも、FSAの探求にあると考えられる。

中国企業のほとんどは、持続的な競争優位やコア・コンピタンスを持たずに、巨大な中国市場や廉価な労働力に依存しながら、急速な成長を遂げてきた。ここ十数年、海外の大手企業が急速に中国市場へと参入し、ブランド力や高品質などを訴求しながら、中国市場のシェアを大きく奪い取った。実力の高い海外企業と対抗し、厳しい国際競争に生き残るために、中国企業はFSAの構築や強化に迫られている。これら4社もこのような背景のもとに、海外の実力企業の買収・合併に乗り出し、研究開発力、技術力、ブランド力、グローバル調達・販売網、各種のマネジメント・ノウハウなどの優れた経営資源を取得することによって、自社の特殊な競争優位の構築や向上を図っている。

③ターゲット市場

FSAの探求の狙いは、自国市場の利益にあるのか、あるいは国際市場の利益にあるのかについて見てみる。中国企業の大多数は、中国国内のローエンド市場に依存し、大量かつ廉価な労働力を生かしながら、急速な成長を遂げてきた。国内のローエンド市場で十分な利益を得た後、自社の新たな成長を図り、利益率の高いハイエンド市場、そして海外市場への進出を狙うようになった。そこで、中国

企業はクロスボーダーM&Aを展開し、海外企業の優れた経営資源を取得することによって、自社のコア・コンピタンスを向上させ、国内のハイエンド市場および海外市場両方の利益を狙うようになっていたと考えられる。

これは Williamson et al. (2013) の主張と異なった。彼らは、中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機は、国内市場の利益を狙うと主張した。確かに、中国企業はクロスボーダーM&Aを行うことによって、まずは自国市場の需要を満たそうとしている。しかし、国内市場の飽和や海外企業の参入による国内競争の激化、人件費の上昇による利益率の低下などの厳しい状況に直面している中国企業は、国内市場だけではなく、海外市場にも目を向けているのではないかと考えられる。

④国による影響

中国政府の後押しも、中国企業によるクロスボーダーM&Aの動機の1つと言える。

まずは、中国政府による政策面における支援や後押しについて見てみる。1990年代後半から、外貨準備の拡大⁵や貿易摩擦の増加に伴い、中国政府は中国企業の海外進出を規制から促進へと一変した。1998年には「走出去」(ゾウチューチー)戦略と呼ばれた政策を策定し、中国企業の海外進出を後押しした⁶。2004年には、中国企業の海外進出に関する制度や支援政策の見直しが行われ、中国企業の対外

⁵ 中国の外貨準備は2003年5月末で3400億ドル、日本に次いで世界2位の規模であった。

⁶ 「走出去」戦略は1998年に発表され、第10次5ヵ年計画(2001年—2005年)に明記され、第10次5ヵ年計画5篇17章4節では、次のように記述してある。「我が国の比較優位を發揮できる対外投資を奨励し、国際経済技術協力の分野、方途、方式を拡大する。引き続き対外工事と労務協力を発展させ、競争の優位性のある企業が海外で加工貿易を展開し、製品・サービス・技術の輸出を促進することを奨励する。国内で不足している資源の海外での共同開発を支持し、国内産業の構造調整と資源の交換を促進する。企業が海外の知的資源を利用し、海外に研究開発機関、設計センターを設立するのを奨励する。有力企業が多国籍経営を進め、国際的發展を実現するのを支持する。海外投資に対するサービス体系を整備し、金融、保険、外国為替、財政・税制、人材、法律、情報サービス、出入国管理での「海外進出」戦略実施の条件を整える。海外投資企業のコーポレート・ガバナンス構造と内部制約メカニズムを整備し、対外投資の監督管理を規範化する」(田中修(2001)『中国第十次五ヵ年計画』pp.360-361)。

直接投資を一層促進した。具体的には、審査の面では書類の種類を減らし、手続きを大幅に簡素化させること。税制の面では、海外現地法人からの配当収入は現地法人の黒字転換から5年間は中国国内での法人所得税が免除され、また投資ための設備や機械の輸出に対する輸出関税が免除となったこと。金融面では、海外投資への金融支援に関する政策を実施し、海外投資プロジェクトに対して、資本金の出資や融資を行う制度を開始したことなどであった⁷。このように、中国政府の一連の優遇策や規制緩和が、中国企業のクロスボーダーM&Aを促したと言えよう。

また、中国政府による直接的な関与も見られた。例えば、中国化工集団によるローディア社の買収事例では、買収前、当時のフランス大統領のジャック・ルネ・シラクと中国国家主席の胡錦濤が買収に関する確認書に調印した。同社によるケノス社の買収事例でも、当時の中国国務院総理であった温家宝と、オーストラリア首相であったジョン・ハワードが共に買収契約の調印式に出席した。TCLの事例でも、類似したような両国の政府の直接的な関与や後押しが見られた。

3.3 M&Aの動機が組織統合の内容や程度に与える影響

上述したように、9つの事例から見ると、中国企業のクロスボーダーM&Aの共通した動機は、CSAの利用とFSAの探求、国内と海外市場両方の利益の獲得にあり、加えて中国政府の後押しによる影響も見られた。これらの動機を企業ごとに詳しくみれば、その差異も存在する。それは、企業によって探求しようとしたFSAの中身が異なることである。全体的には、これらの企業はM&Aによって、被買収企業の研究開発力、技術力、ブランド力、各種のマネジメント・ノウハウなどの優れた経営資源を取得し、自社のFSAを構築しようとした。特に、万向集団と中国化工集団の場合では、技術力というFSAの構築がもっとも大きな狙いであり、レノボとTCLの場合では、ブランド力というFSAの構築が主要な目的であったと言える。

求めるFSAの中身によって、組織統合の内容や程度も異なっていた。万向集団

⁷ 丸川(2008)pp. 5-6を参考。

と中国化工集団の事例では、被買収企業から技術の学習が主要な買収目的であったため、買収後、被買収企業の独立性を尊重し、組織統合を必要最低限にとどめながら、知識の学習や無形資産の活用に力を入れた。ただし、万向集団によるロックフォード社の買収事例だけは、買収先が赤字企業で組織体制も硬直化していたため、買収後、万向は効率的な管理方式を導入しながら、一連の改革や組織統合を進めた。

他方、レノボと TCL の事例では、自社のブランド力の構築・向上が主要な買収目的であったため、買収後、被買収企業に対して一連の統合作業を行い、買収先の著名なブランドを活用しながら、自社のブランド価値を高めようと努力した。例えば、レノボの事例では、同社は IBM の「Think」というブランドを取得した後、そのブランドと関連させることによって、自社が所有するブランド（「Lenovo」「Idea」）の知名度の向上を図った。具体的に言えば、買収後、IBM のパソコンをそれまで通り「Think」というブランドで販売しつづけながら、これらの製品には「IBM」のロゴ以外、「Lenovo」のロゴも載せられ、またパソコンの機体とスタート画面にも「Product of Lenovo」のような文字が載せられた。さらに 2006 年後半から、「IBM」ロゴの使用を徐々に停止し、「Lenovo」ブランドの色彩を強化した。2006 年、ビジネス向けの「ThinkPad」「Think Center」シリーズ製品を参考に、個人消費者向けに「Idea」シリーズパソコンを開発し、ノート・パソコンは「IdeaPad」、デスクトップは「IdeaCenter」というブランドで発売を開始した。

前節では、被買収企業の財務業績（赤字か黒字か）が組織統合の程度に影響を与えていたことが分かった。それに加えて、今見たように、M&A の動機も組織統合の内容や程度を左右していたことが明らかになった。

第 4 節 分析結果のまとめ

比較分析の結果は、概ね以下の 3 点にまとめられる。

第一に、中国企業によるクロスボーダー M&A は、自社の欠けていた経営資源を持つ海外企業を買収した国際的結合であるため、補完的な戦略的適合性が高かつ

た。その戦略的適合性は、組織統合と学習の両方によってシナジー効果の形として現れた。組織統合の程度が従業員の抵抗の程度に影響を与え、それもシナジー効果の創出に影響をおよぼした。

第二に、被買収企業の財務業績によって、組織統合の程度と従業員の抵抗の程度が異なり、それが大きく3つのパターン(低いレベル組織統合と低い従業員の抵抗、高いレベルの組織統合と高い従業員の抵抗、高いレベル組織統合と低い従業員の抵抗)に分けられた。パターンⅠは、実力のある黒字企業の買収事例で多く見られ、被買収企業から技術などの知識を学習することが主要な目的であったため、組織統合の程度が低く、被買収側の従業員の抵抗も低かった。パターンⅡは、赤字企業の買収事例で多く見られ、買収した赤字企業を黒字に転換させるために、高いレベルの組織統合や改革が行われ、こうした強力な統合が従業員の抵抗を引き起こしてしまった。パターンⅢも赤字企業の買収事例で多く見られ、パターンⅡと同じく高いレベルの組織統合が実行されたが、段階を踏んだ組織統合や管理層の努力によって、従業員の抵抗を低いレベルにとどめることができた。

また、パターンⅡに組織統合のジレンマが見られ、パターンⅢがそのジレンマの解決策を提示しているようである。組織統合のジレンマは、組織統合の程度を高めると、従業員の抵抗も大きくなり、高い組織統合の程度と少ない従業員の抵抗との両立が困難であることを指す。こうしたジレンマの解決策として、パターンⅢで見られた従業員の抵抗を低める方法が参考になれる。

第三に、9つの事例から見ると、中国企業のクロスボーダーM&Aの共通した動機は、大量かつ廉価な労働力という本国のCSAの利用、技術力やブランド力などのFSAの探求、国内ハイエンド市場と海外市場の両方の利益の獲得にあり、中国政府の政策面における後押しや直接的な関与による影響も見られた。一方、企業によって探求しようとしたFSAの中身が異なり、それが組織統合の程度や内容にも影響をおよぼしていた。

次章では、本研究の結論の章として、これらの分析結果から引き出せる理論的・実践的なインプリケーションについて検討・考察を行う。

結章

本章では、前章で行われた事例分析の結果に基づき、中国企業のクロスボーダーM&Aの特徴をまとめ、M&A研究に関する理論的・実践的インプリケーションを提示する。続いて、本研究の限界および今後の課題について検討を行う。

第1節 中国企業によるクロスボーダーM&Aの特徴

本論文は、先行研究のサーベイを通して、ダイナミックかつ総合的な分析視点によるM&A研究の重要性を強調した。このような視点を持つ分析フレームワークを利用し、2000年代初期における中国企業のクロスボーダーM&A事例を見てきた。それらの特徴については、以下の3点にまとめられる。

第一に、全体的な傾向からみれば、中国企業によるクロスボーダーM&Aは、1990年代後半から始まった中国企業の急激な国際化の波の中で起こった現象であると言える。第1章でも述べたように、1990年代前半まで、中国企業のクロスボーダーM&Aは、件数、金額ともにわずかなものであったが、1997年から増加の傾向を見せ、2001年の中国のWTO加盟以降、その増加の速度は一気に速まった。その背景には、国際競争の激化があった。1990年代まで、競争力の低い中国企業は、大量かつ廉価な労働力という本国の国家特殊優位性を生かし、広い国内市場に依存しながら成長してきた。2000年代に入ると、グローバル化の進展につれ、国際競争力の高い海外企業が中国市場へ続々と参入し、中国市場のシェアを奪い取っていった。激化する国際競争に生き残り自社のさらなる成長を図るために、多くの中国企業は国際化の道を歩むことになった。国際化の手段としては、M&Aが多く選択された。これによって、自社や自国にない海外の優れた経営資源を速やかに取得し、短期間で自社の競争優位の構築・向上を図ろうとした。また、中国企業の国際化の動きには、中国政府による直接的・間接的な支援も促進要因として作用していた。

第二に、中国企業のクロスボーダーM&Aは、1つの決まったやり方や方法で展

開しているのではなく、試行錯誤を繰り返しながら、最適な M&A の方法を模索しているように見えることである。その理由として考えられることは、急激な国際化の波に直面した中国企業にとって、海外進出はまだ不慣れなことであり経験不足のところも多いこと、つまり、中国企業が国際化の初期段階にあることが指摘できると思われる。この点については、本事例の中でも確認できる。4社の企業は自社の欠けていた経営資源を手に入れようとして、海外企業に対する M&A を展開した。そこで各社が見せた M&A のやり方は様々であり、今回取りあげた 9 つ事例だけでも、3 つの統合パターンが見られた。また、これらの企業の経営者は、自社が国際化の初期段階にあることを自ら認識するような発言も行っていた。彼らは買収先に対して謙遜な態度を取り、学習者としての立場に立っていた事実が確認できた。たとえ買収先企業に対して強い組織統合が行われた場合でも、なんらかの方法で被買収企業から技術やマネジメント・ノウハウなどの知識を学び取ろうとした姿勢が見受けられた。

第三に、M&A のパフォーマンスという点から見て、中国企業によるクロスボーダー M&A は国際経験が少なかったものの、それなりのシナジー効果を収めていたということである。厳密な手法で測定したわけではないが、分析フレームワークのシナジー効果の判断基準に基づいてみれば、今回の 9 つの事例はいずれも様々な困難を乗り越えながら、一定のシナジー効果を創出したと言える。例えば、生産コストの削減や新市場への進出、剰余資金の活用などのシナジー効果はすべての事例で見られた。特に、万向集団と中国化工集団の事例では技術力の向上、レノボと TCL の事例ではブランド力の向上というような M&A の成果が観察できた。

第 2 節 インプリケーション

2.1 理論的インプリケーション

本論文では、Larsson & Finkelstein(1999)の「M&A パフォーマンスモデル」を分析フレームワークとして中国企業の M&A 事例を見てきた。ここでは、このモデルに基づき、事例研究の結果を踏まえながら、M&A 研究に関する理論的インプリ

ケーションを提示する。論点は以下の3点である。

①組織統合の重要性

「M&A パフォーマンスモデル」では、シナジー効果の直接的・間接的な影響要因について6つの要素を並列した。ただ、このモデルにおいては、これらの影響要因の中で、どれがシナジー効果の創出にもっとも重要な役割を果たしているのかについては議論されていなかった。今回の事例研究を踏まえると、組織統合がもっとも重要な影響要因であることが言えそうである。なぜなら、組織統合の内容や程度は、直接的に M&A の成果を左右するだけではなく、他のシナジー効果の影響要因にも強く絡み合いながら、M&A 成果の獲得に多様な影響を与えていたからである。例えば、プレ M&A 段階に存在する戦略的適合性がどれほど高くても、組織統合を通じなければ、シナジー効果の形として現れない部分が多い。また、組織統合の程度が従業員の抵抗の程度を左右し、それが間接的にもシナジー効果の創出に影響をおよぼしていた。このように、組織統合という要素は他の要素と深く関わり、M&A のプロセスにおいてコア的役割を果たしていると言っても過言ではない。そのため、Larsson & Finkelstein(1999)のモデルの中では、何らかのかたちで組織統合の重要性を反映すべきではないかと考えられる。

②買収側の動機と被買収側の事情が組織統合におよぼす影響

「M&A パフォーマンスモデル」では、プレ M&A 段階において、企業規模の類似性、経営スタイルの類似性、国際的結合、戦略的適合性という、M&A の両当事者企業間のマッチングに注目し、両企業のフィット関係の程度がシナジー効果に与える影響のみが議論されていた。しかし、本事例分析を通じて、買収側の動機や被買収側の財務業績というような片方の当事者の事情・経営状況も、組織統合の内容や程度に影響をおよぼし、間接的にシナジー効果という M&A の成果を左右したことが確認できた。したがって、これらの要素もモデルの中に組み込むべきではないかと思われる。

③学習がシナジー効果の創出におよぼす影響

Larsson & Finkelstein(1999)のモデルでは、ポスト M&A 段階において、組織統合と従業員の抵抗という 2 つの要素によるシナジー効果への影響だけが取りあげられていた。しかし、今回の事例を見ると、ポスト M&A 段階においてシナジー効果に影響をおよぼしたのものとして、これら 2 つの要素以外にも、学習という要素の役割も無視できない。中国企業のみならず、今回の事例に類似するような新興国企業による先進国企業の買収、つまり、買収側の競争優位や経営資源の質が被買収側より低い場合のクロスボーダーM&A では、学習によって被買収企業の知識や無形資産を活用しながら、シナジー効果を創出するという可能性も大いにありうるであろう。そのため、モデルの中に、学習という要素も取り入れるべきではないかと考えられる。

2.2 実践的インプリケーション

本研究から得られる実践的インプリケーションとして、組織統合のジレンマの解決策を提示したい。事例研究の中で、高いレベルの組織統合を行うと、組織統合のジレンマが生じやすいことを発見した。つまり、組織統合の程度を高めると、従業員の抵抗も大きくなり、高いレベルの組織統合と低いレベルの従業員の抵抗との両立が難しくなる。組織統合と従業員の抵抗とのトレードオフは中国企業に限らず、M&A のマネジメントにとって大きな課題である。ここでは、こうしたジレンマの解決策として、従業員の抵抗を低める方法について提示する。これらの方法は、中国企業の限られた事例研究に基づいて引き出されたものではあるが、中国企業だけではなく、あらゆる国の企業によるクロスボーダーM&A にあてはまると考えられる。

①管理層の努力

買収側の管理層が異文化融合による摩擦や衝突の可能性を理解し、それを未然に防ぐために、積極的に被買収側の従業員とコミュニケーションを取り、買収の目的やメリット、新たな人事制度などを丁寧に説明することが重要である。このような努力によって、買収先の従業員の安心感や、新しい会社に対する信頼感・期待などを引き出し、彼らによる反発を低い程度にとどめることができると言え

よう。例えば、万向集団や中国化工集団、レノボの事例がそれにあたる。

②完全買収ではなく部分的買収

完全買収を目指すよりも、筆頭株主になるための部分的な株式買収だけで済ませることも、従業員の抵抗を低減する方法の1つである。これによって、買収行為に対する現地社会からの批判や反論、従業員にもたらす脅威感や不安や不満などをある程度弱めることができる。例えば、万向集団の事例でそれが見られた。

③漸進的な統合プロセス

一気に買収先を強力的に組織統合するのではなく、最初は緩やかな組織統合を行い、時間の経過とともに徐々に統合を強めていくというような、段階を踏んだ漸進的な統合プロセスは、従業員の買収による不安や抵抗感などを薄めることができると考えられる。例えば、レノボの事例である。

④海外子会社の活用

現地国の法律や慣行に基づき海外子会社を設立し、この子会社を通じてクロスボーダーM&Aを展開することも1つの方法である。このようなやり方によって、国による制度、文化、言語の違いから生み出される誤解や摩擦が軽減され、従業員の抵抗をある程度低めることができる。また、外国企業に買収されることに対する現地社会からの批判や不満、さらには政治的な要素による影響などを薄めることが可能であろう。例えば、万向集団の事例である。

第3節 今後の研究課題

本研究の限界と今後の課題は以下の5点である。

第一に、分析フレームワークの各要素の評価には、より客観的な判断基準が必要である。本研究では、事例研究のフレームワークとしてLarsson & Finkelstein(1999)の「M&Aパフォーマンスモデル」を利用した。このモデルはダイナミックかつ総合的な視点を持ちながらも、各要素の評価基準には客観性や精密性が足りなかったことは、第3章でも指摘したとおりである。例えば、シナジー効果の測

定について、10個の判断指標が列挙されていたが、どこまで達成すればシナジー効果が高いと判断できるのかについての基準が曖昧であった。また、経営スタイルの類似性についても、評価項目を権威主義的管理か参加的管理かの2つに分けたものの、この両スタイルの具体的な判断指標については明示されていなかった。今後は、各要素の判断指標を一層明確にすることが課題である。

第二に、事例研究においては、さらに詳細な資料やデータが必要である。今回の研究では、TCLの事例のみ、インタビュー調査による一次資料の収集ができた。他の3社の事例については文献等の二次資料が中心であった。特に、万向集団と中国化工集団の両社は非上場企業であるため、具体的な財務データが入手できず、限られた資料で事例を分析せざるを得なかった。今後の研究では、より詳細な一次・二次資料やデータの収集に努めたい。

第三に、今回に見られた中国企業の特徴が、他の中国企業のクロスボーダーM&Aについても見られるのかという点について、さらなる検討が必要である。本研究では4社による9つのM&A事例を取りあげたが、中国企業全体の特徴を見るためには、より多くの事例を分析する必要がある。他の中国企業はどのような状況のもとで、いかなる動機をもってM&Aを展開したのかについて、組織統合の程度との関係性も含めてさらに議論すべきであろう。

第四に、クロスボーダーM&Aを実施した中国企業のその後の展開や経営状況について、引き続き追跡調査をする必要がある。今回の研究では、2000年代初期における中国企業のM&A事例を取りあげた。これらの企業のクロスボーダーM&Aは国際化の経験が浅い中で行われたものであった。今後、これらの企業がどのように発展・成長していくのか、それらの展開が今回のM&Aとどのような関係を持っているのかについて、引き続きフォローしていくことが必要である。

第五に、被買収企業の売却目的についても、より深い調査が必要である。本研究に限らず、多くのM&A研究は、売却目的よりも買収目的の分析に偏る傾向がある。買収側の動機に関する研究はもちろん重要であるが、被買収企業の売却理由についての分析もM&A研究の重要な構成要素である。特に、今回の事例で見られたように、実力のある黒字企業がなぜ自社を売却しようとしたのか、その理由に

関する考察も、今後の研究において深めていく必要があるだろう。

謝辞

本博士論文は、筆者が兵庫県立大学経営学研究科博士後期課程在学中に行った研究をまとめたものです。論文の作成にあたって終始丁寧かつ熱心なご指導ご鞭撻をくださった本学の梅野巨利教授、鳥邊晋司教授、山口隆英教授に心より感謝致します。また、本論文の内容に関して有用な助言を賜り、丁寧に指導してくださった安田義郎教授、そして多数の貴重なコメントをくださった多国籍企業学会の方々にも深謝致します。

インタビュー調査の実施にあたって、インタビュー先を紹介して頂いた大学の同級生である王文晶様、そして、インタビュー調査にご協力を頂いた TCL の元社員屈氏にひとかたならぬお世話になりました。ここに感謝の気持ちと御礼を申しあげます。

最後には、日常の議論を通じて多くの知識や示唆を頂いた研究室の皆様、長い間一緒に頑張ってきた同級生の皆様、研究を手伝ってくれた後輩にも心より感謝いたします。

参考文献

英語文献:

1. Agrawal, A. & Jaffe, F. J. & Mandelker, N. G. (1992) “The post-merger performance of acquiring firms: A re-examination of an anomaly,” *Journal of Finance*, 47(4), pp.1605-1621.
2. Amihud, Y. & Lev, B. & Travlos, G. N. (1990) “Corporate control and the choice of investment financing: The case of corporate acquisition,” *Journal of Finance*, 45(2), pp.603-616.
3. Andrade, G. & Mitchell, M. & Stafford, E. (2001) “New evidence and perspectives on mergers,” *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp.103-120.
4. Andersen, O. (1997) Internationalization and Market Entry Mode: A Review of Theories and Conceptual Framework,” *Management International Review*, 37, pp.27-42.
5. Asquith, P. (1983) “Merger bids, uncertainty, and stockholders return,” *Journal of Financial Economics*, 11(1), pp.51-83.
6. AT Kearney (1999) *Corporate Marriage: Blight or Bliss? A Monograph on Post-Merger Integration*, AT Kearney.
7. Barney, J. B. (1991) “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage,” *Journal of Management*, 9, pp.99-120.
8. Barney, J. B. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Upper Saddle River. (岡田正大 訳『企業戦略論』、ダイヤモンド社、2003年).
9. Barney, J. B. & Walter, G. A (1990) “Management Objectives in Mergers and Acquisitions,” *Strategic Management Journal*, 11, pp.79-86.
10. Berger, P. G. & Ofek, E. (1995) “Diversification`s effect on firm value,” *Journal of Financial Economics*, 37(1), pp.39-65.

11. Bettis, R. A. & Hall, W. k. (1982) "Diversification Strategy, Accounting Determined Risk and Accounting Determined Return," *Academy of management Journal*, 25(2), pp.254-264.
12. Bhagat, S. & Dong, M. & Hirshleifer, D. & Noah, R. (2005) "Do tender offers create value? New methods and evidence," *Journal of Financial Economics*, 76(1), pp.61-98.
13. Blake, R. R. & Mouton, J. S. (1985) "How to Achieve Integration on the Human Side of the Merger," *Organizational Dynamics*, Winter, pp.41-56.
14. Bradley, M. & Desai, A. & Kim, E. H. (1988) "Synergistic gain from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquisition firms," *Journal of Financial Economics*, 21(1), pp.3-40.
15. Brouthers, K. D. & Brouthers, L. E. (2000) "Acquisition or Greenfield Start-up? Institutional Culture and Transaction Cost Influences," *Strategic Management Journal*, 21, pp.89-97.
16. Cartwright, S. (2005) "Mergers and acquisitions: An update and appraisal," *International Review of Industrial and Organizational Psychology*, 20, pp.1-38.
17. Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006) "Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities," *British Journal of Management*, 17(S1), pp.S1-S5.
18. Chatterjee, S. & Lubatkin, M. H. (1990) "Corporate mergers, stockholder diversification, and changes in systematic risk," *Strategic Management Journal*, 11, pp.255-268.
19. Chatterjee, S. & Lubatkin, M. H. & Schweiger, D. M. Weher, Y. (1992) "Cultural difference and stockholder value in related mergers," *Strategic Management Journal*, 13, pp.319-324.

20. Cooney, J. W. & Kato, K. H. & Schallheim, S. J. (2003) "Underwriter certification and Japanese seasoned equity issues," *Review of Financial Studies*, 16(3), pp.949-982.
21. Datta, D. K. (1991) "Organization Fit and Acquisition Performance," *Strategic Management Journal*, 12, pp.281-297.
22. Datta, D. K. & Pinches, E. G. & Narayanan, K. V. (1992) "Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis," *Strategic Management Journal*, 13(1), pp.67-84.
23. Datta, D. K. & Puia, G. (1995) "Cross-Border Acquisition: An Examination of the Influence of Relatedness and Culture Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquisition Firms," *Management International Review*, 35(4), pp. 337-359.
24. Deiser, R. (1994) "Post-Acquisition Management: A Process of Strategic and Organizational Learning," *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan, pp.359-390.
25. Dubin, M. (1976) "Foreign Acquisition and the Growth of the Multinational Firm," *DBA thesis*, Harvard University Graduate School of Business Administration.
26. Elgers, P. & Clark, J. (1980) "Merger types and stockholder returns: additional evidence," *Financial Management*, 9, pp.66-72.
27. Fama, E. F. (1998) "Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance," *Journal of Financial Economics*, 49(3), pp.283-306.
28. Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983) "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law Economics*, 26, pp.301-325.
29. Franks, J. R. & Harris, S. R. & Mayer, C. (1998) "Means of payment in takeovers: Results for the United Kingdom and the United States," *Corporate takeovers: causes and consequences*, University of Chicago Press, pp.221-264.

30. Franks, J. R. & Harris, S. R. & Titman, S. (1991) "The post-merger share-price performance of acquiring firms," *Journal of Financial Economics*, 29(1), pp.81-96.
31. Genneen, H. & Bowers, B. (1997) *The Synergy Myth*, St. Martin's Press.
32. Ghoshal, S. (1987) "Global strategy: an organizing framework," *Strategic Management Journal*, 8, pp.425-440.
33. Gomes & Donnelly & Morris & Collis (2007) "Improving Merger Process Management Skills Over Time: A Comparison between the Acquisition Processes of Jaguar and of Land Rover by Ford," *Irish Journal of Management*, January 1, pp.31-57.
34. Gonzalez, P. & Vaconcellos, G. M. & Kish, R. J. (1998) "Cross-border merger and acquisition: the undervaluation hypothesis," *Quarterly Review of Economics and Finance*, 38(1), pp.25-45.
35. Harzing, A. W. (2000) "Acquisitions versus Greenfield investments: exploring the impact of the MNC's international strategy," *conference proceedings of the 26th EIBA conference*, December, pp.10-12.
36. Hasbrouck, J. (1985) "The characteristic of takeover target. Q and other measures," *Journal of Banking and Finance*, 9(3), pp.351-362.
37. Healy, P. M. & Krishna, G. P. & Richard, S. R. (1992) "Does Corporate Performance Improve after Mergers?" *Journal of Financial Economics*, 31(2), pp.135-176.
38. Healy, P. M. & Palepu, K. G. & Ruback, R. G. (1997) "Which takeovers are profitable? Strategic or Financial?" *Sloan Management Review*, Summer, pp.45-57.
39. Hitt, M. & Harrison, J. & Ireland R. & Best, A. (1998) "Attributes of Successful and Unsuccessful Acquisitions of US Firms," *British Journal of Management*, 9(2), pp.91-114.

40. Hopkins, H. D. (1999) "Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives," *Journal of International Management*, 5, pp.207-239.
41. Hoshi, T. & Kashyap, A. & Scharfstein, D. (1990) "The role of banks in reducing the cost of financial distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, 27(1), pp.67-88.
42. Hoshino, Y. (1982) "The performance of corporate mergers in Japan," *Journal of Business Finance and Accounting*, 9, pp.153-165.
43. Jarrell, G.A. & Brickley, J.A. & Netter, J.M. (1988) "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980," *The Journal of Economic Perspectives*, 2(1), pp.49-68.
44. Jensen, M. C. (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
45. Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
46. Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983) "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, pp.5-50.
47. Jensen, M. C. & William H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
48. Jie, L. (2006) "TCL: Testing the thorny road for Chinese companies to go global," *Xinhua News Agency*, 2006.11.8.
49. Jing Sun(2009) "The analyzes of how to promote Chinese enterprise transnational investment merger and acquisitions efficiency," *Institute of Interdisciplinary Business Research*, 1(1), pp.56-66.

50. John, Quelch & Carin-Isabel, Knoop (2006) “Lenovo: Building a Global Brand,” *Harvard Business School Case Study*, 9-507-014.
51. Jones, Geoffrey (2005) *Multinationals and Global Capitalism from the Nineteenth to the Twenty First Century*, Oxford University Press (安室憲一・梅野巨利 訳『国際経営講義』、有斐閣、2007年).
52. Kang, J. & Shivdasani, A. (1995) “Corporate restructuring during performance declines in Japan,” *Journal of Financial Economics*, 46(1), pp.29-65.
53. Kang, J. & Shivdasani, A. & Yamada, T. (2000) “The effect of bank relations on investment decisions: An investigation of Japanese takeover bids,” *Journal of finance*, 55(5), pp.2197-2218.
54. Kaplan, S. N. & Mitchell, M. L. & Wruck, K. H. (2000) “A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions,” *Mergers and Productivity*, The University of Chicago Press, pp.179-237.
55. Khoury, S. (1980) *Transnational Mergers and Acquisitions in the United States*, Lexington Books.
56. Kitching, J. (1973) “Acquisition in Europe: Causes of Corporate Successes and Failures,” *Business International S.A.*, 73(3), pp.40-88.
57. Knickerbocker, F. T. (1973) *Oligopolistic Reaction and the Multinational Enterprise*, Harvard University Press (藤田忠 訳『多国籍企業の経済理論』、東洋経済新報社、1978年).
58. KPMG (1999) *Unlocking Shareholder Value: The Keys to Success*, KPMG London.
59. Krug, J. A. & Nigh, D. (1988) “Top Management Turnover: Comparing Foreign and Domestic Acquisition of US firms,” *Foreign Ownership and the Consequences of Direct Investment in the United States*, Greenwood

Publishing Group, pp.271-288.

60. Kruse, T. A. & Park, H. Y. & Suzuki, K. (2007) "Long-term performance following mergers of Japanese companies: The effect of diversification and affiliation," *Pacific-Basin Financial Economics*, 41, pp.154-172.
61. Kusewitt, J. (1985) "An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance," *Strategic Management Journal*, 6, pp.151-169.
62. Lajoux, A. R. (1998) *The Art of M&A Integration*, McGraw-Hill.
63. Lang, L. H. & Stulz, M. R. & Walking, R. (1989) "Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers," *Journal of Financial Economics*, 24(1), pp.137-154.
64. Larcon, J. (2009) *Chinese Multinationals*, World Scientific.
65. Larsson, R. & Finkelstein, S. (1999) "Integrating Strategic, Organization, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization," *Organization Science*, 10(1), pp.1-26.
66. Lewellen, W. (1971) "A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger," *The Journal of Finance*, 26(2), pp.521-545.
67. Li, J. & Gwisinger, S. (1991) "Comparative Business Failures of Foreign-Controlled Firms in the United States," *Journal of International Business Studies*, 22(2), pp.209-224.
68. Liu, Chuan Zhi (2007) "Lenovo: an example of globalization of Chinese enterprises," *Journal of International Business Studies*, 38, pp.573-577.
69. Loughran, T. & Vijh, M. A. (1997) "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?" *Journal of Finance*, 52(5), pp.1765-1790.

70. Lubatkin, M. (1983) "Mergers and the Performance of the Acquiring Firm," *Academy of Management Review*, 8 (2), pp.218-225.
71. Lubatkin, M. (1987) "Merger Strategies and Stockholder Value," *Strategic Management Journal*, 8, pp.39-54.
72. Mandelker, G. (1974) "Risk and return: The case of mergering firms," *Journal of Financial Economics*, 1 (4), pp.303-335.
73. Manne, A. G. (1965) "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 73(2), pp.110-120.
74. Markides, C. C. & Ittner, C. D. (1994) "Shareholder benefits from corporate international diversification: evidence from U.S. international acquisition," *Journal of International Business Studies*, 25(2), pp.343-366.
75. Marks, Mitchell Lee (1997) "Consulting in mergers and acquisitions: Interventions spawned by recent trends," *Journal of Organizational Change Management*, 10, pp.267-279.
76. Marks, Mitchell Lee & Mirvis, Philip H (2011) "Merger Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success," *Journal of Business and Psychology*, 26(2), pp.161-168.
77. Meeks, G. (1977) *Disappointing marriage: A study of the gains from merger*, Cambridge University Press.
78. Merrell, D. W. (1985) "Play Hardball on a Mergers and Acquisitions Team," *Personnel*, 10, pp.22-27.
79. Mitchell, M. L. & Stafford, E. (2000) "Managerial decision and long-term stock price performance," *Journal of Business*, 73(3), pp.287-329.
80. Mitchell, L. Marks & Philip, H. Mirvis (2011) "Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success," *Journal of Business and Psychology*, 26, pp.161-168.
81. Morck, R. & Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1990) "Do managerial motives

- drive bad acquisitions?” *Journal of Finance*, 45(1), pp.31-48.
82. Morck, R. & Yeung, B. (1991) “Why investors value multi-nationality,” *Journal of Business*, 64(2), pp.165-187.
83. Morck, R. & Yeung, B. (1999) “Why firms diversify: internalization vs. agency behavior,” *Intangible Assets*, Oxford University Press, pp.1-46.
84. Morosini, P. & Scott, S. & Singh, H. (1998) “National cultural distance and cross -border acquisition performance,” *Journal of International Business Studies*, 29(1), pp.137-158.
85. Mueller, D. C. (1980) *The determinants and effects of mergers: An international comparison*, Cambridge University Press.
86. Nahavandi, A. & Malekzadeh, A. R. (1988) “Acculturation in mergers and acquisitions,” *Academy of Management Review*, 13(1), pp.79-90.
87. Nitin, Vazirani (2012) “Mergers and Acquisitions Performance Evaluation- a Literature Review,” *SIES Journal of Management*, 8 (2), pp.37-42.
88. Porter, M. E. (1987) “From competitive advantage to competitive strategy,” *Harvard Business Review*, 65(3), pp.43-59.
89. Ramaswamy, K. (1997) “The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: evidence from the U.S. banking industry,” *Academy Management Journal*, 40(3), pp.697-715.
90. Rau, P. R. & Vermaelen, T. (1998) “Glamour, value and the post-acquisition performance of acquiring firms,” *Journal of Financial Economics*, 49(2), pp.223-253.
91. Ravenscraft, D. J. & Scherer, F. M. (1987) “Life after takeovers,” *Journal of Industrial Economics*, 36, pp.147-156.
92. Ravenscraft, D. J. & Scherer, F.M. (1987) *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution.

93. Richard, E. C. (1987) "Effects of mergers and acquisitions on the economy: an industrial organization perspective," *Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, 31, pp.149-172.
94. Richard, H. P. & Yamada, Takeshi (1986) "Mergers in Japan and their Impacts upon Stockholders," *Financial Management*, 15, Winter, pp.43-52.
95. Roll, R. (1986) "The hubris theory of corporate takeovers," *Journal of Business*, 59, pp.197-216.
96. Rosenkopf, L. & Nerkar, A. (2001) "Beyond local search: boundary-spanning, exploration, and impact in the optical disk industry," *Strategic Management Journal*, 22(4), pp.287-306.
97. Rudolph, Richard G. (2001) "A Short History of Mergers and Acquisitions," *CPCU Journal*, 54(1), pp.14-18.
98. Rugman, A. M. & Doh, J. P. (2008) *Multinationals and Development*, Yale University Press.
99. Schweiger, D. M. & Csiszar, E. & Napier, N. (1994) "A Strategic Approach to Implementing Mergers and Acquisition," *The Management of Corporate Acquisition*, Macmillan, pp.23-49.
100. Schweiger, D. M. & Denisi, A. S. (1991) "Communication with Employees Following a Merger: A Longitudinal Field Experiment," *Academy of Management Journal*, 34(1), pp.110-135.
101. Seth, A. (2002) "Value Creation and Destruction in Cross-Border Acquisitions: An Empirical Analysis of foreign acquisitions of U.S. firms," *Strategic Management Journal*, 23(10), pp.921-940.
102. Shauer, J. M. (1998) "Accounting for Endogeneity When Assessing Strategy Performance: Does Entry Mode Choice Affect FDI Survival?" *Management Science*, 44(4), pp.571-585.
103. Shelton, L. (1988) "Strategic business fits and corporate acquisition:

- empirical evidence,” *Strategic Management Journal*, May-June, pp. 279-288.
104. Shleifer, A. & Vishny, W. R. (1997) “A survey of corporate governance,” *Journal of Finance*, 52(2), pp. 737-783.
105. Shleifer, A. & Vishny, W. R. (2003) “Stock market driven acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 70(3), pp. 295-311.
106. Shrivastava, P. (1986) “Post-merger Integration,” *The Journal of Business Strategy*, 7(1), pp. 65-76.
107. Singh, H. & Montgomery, C. (1987) “Corporate acquisition strategies and economic performance,” *Strategic Management Journal*, 8, pp. 377-386.
108. Sirower, M.L. (1997) *The synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press (宮腰秀一 訳『シナジー・トラップ:なぜM&Aゲームに勝てないのか』、プレンティスホール出版、1998年).
109. Steiner, P. O. (1975) *Mergers: motives, effects, policies*, the University of Michigan Press.
110. Stephen, G. (2000) “Merger and acquisition know-how becoming critical function in top firms,” *PR Newswire*, 2000.8.16.
111. UNCTAD(2000) 「World Investment Report 2000:Cross-border Mergers and Acquisitions and Development」.
112. UNCTAD(2001) 「World Investment Report 2001: Promoting Linkages」.
113. UNCTAD(2014) 「World Investment Report 2014: Investing in The SDGs: An Action Plan」.
114. Very, P. & Lubatkin, M. & Calori, R. (1996) “A Cross-National Assessment of Acculturative Stress in Recent European Mergers,” *International Studies of Management & Organization*, 26(1), pp. 59-86.
115. Walter, A. G. & Barney, B. J. (1990) “Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions,” *Strategic*

- Management Journal*, 11, pp.79-86.
116. Weber, Y. & Shenkan, O. & Raveh, A. (1996) “National and Corporate Fit in M&A: an Exploratory Study,” *Management Science*, 4, pp.1215-1227.
117. Weston, J. F. (2001) “Merger and Acquisitions as Adjustment Processes,” *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1, pp.395-410.
118. Weston, J. F. (2002) “M&As as adjustment process,” *Journal of Industry, Competition and Trade*, 1 (4), pp.395-410.
119. Williamson, P. J. & Ramamurti, R. & Fleury, A. & Fleury, M. (2013) *The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals*, Cambridge University Press.
120. Yeh, T. & Hoshino, Y. (2001) “Shareholders’ wealth, bank control, and large shareholders: An analysis of Japanese mergers,” *Japan Journal of Finance* (『経営財務研究』、21(2)、pp.150-166).
121. Yeh, T. & Hoshino, Y. (2002) “Productivity and operating performance of Japanese merging firms: Keiretsu-related and independent mergers,” *Japan and the World Economy*, 14, pp.347-366.

日本語文献：

122. 青木茂男(2005)「M&Aによる財務への影響と企業行動」『企業会計』、57(8)、pp.4-10。
123. 浅海信行(2008)『韓国・台湾・中国企業の成長戦略』、勁草書房。
124. 天野倫文・大木博己(2007)『中国企業の国際化戦略』、ジェトロ。
125. アンダーセン(2001)『統合的 M&A 戦略』、ダイヤモンド社。
126. 池田将慈(2013)『M&A が買収企業のパフォーマンスに及ぼす影響 —当該2社の特許に着目した実証分析—』、中央大学商学部久保知一研究室卒業論文。
127. 石井宏宗(2008)「M&Aの動機とその理論」『経営学研究論集(明治大学大学

- 院』、29、pp. 61-73。
128. 伊藤邦雄・加賀谷哲之(2008)「企業価値を創造するインタンジブル統合」『一橋ビジネスレビュー』、56(3)、pp. 4-25。
 129. 今井理之(2004)『成長する中国企業 その脅威と限界』、リブロ。
 130. 井上光太郎(2013)「M&A 研究の新潮流」『日本経済新聞』、2013. 5. 18/2013. 5. 19。
 131. 井上光太郎・加藤英明(2006)『M&A と株価』、東洋経済新報社。
 132. 岩城裕子(2007)「日本の M&A 動向と企業財務の改善効果」『日本政策投資銀行調査レポート』、93、pp. 1-8。
 133. 尹景春(2008)「海外進出中国企業の事例研究 —TCLM の欧州進出について—」『文化論集』、33、pp. 77-94。
 134. 薄井彰(2001)『M&A21 世紀Ⅱ —バリュー経営の M&A 投資—』、中央経済社。
 135. 岡部光明・関晋也(2006)「日本における企業 M&A(合併および買収)の効果 —経営の安定化と効率化に関する実証分析—」『総合政策学ワーキングペーパー』、107、pp. 1-58。
 136. 梶田幸雄・菊地正俊・田漢哲(2011)『中国企業の日本企業 M&A』、蒼蒼社。
 137. 片岡一九(1989)『企業戦略が変わる —世界はいま M&A—』、経済法令研究会。
 138. 金井壽宏(1991)「エスノグラフィーにもとづく比較ケース分析」『組織科学』、24(1)、pp. 46-59。
 139. 久保佐知(2007)「日本企業のクロスボーダーPMI における人・組織の統合」『知的資産創造』、11、pp. 48-59。
 140. 小本恵照・尾関純(2010)『M&A のしくみ』、中央経済社。
 141. 酒向浩二(2010)「中国企業の対外投資戦略」『みずほりポート』、9、pp. 1-38。
 142. 佐藤禎男(1972)『企業の多角化戦略』、産能能率短期大学出版部。
 143. 佐藤隆三(1987)『M&A の経済学』、TBS ブリタニカ。
 144. 柴田悟一・中橋國蔵 編著(2003)『経営管理の理論と実際』、東京経済情報出版。

145. JPEC(2010)「中国レポート:第4回 ー海外企業の買収を進める中国の資源戦略ー」『海外石油情報ミニレポート』、2、pp.7-17。
146. ジェトロ(2007)『海外調査シリーズ No.372 韓国・中国企業の欧米市場戦略』、日本貿易振興機構。
147. 自治体国際化協会(2010)「中国企業誘致の課題と可能性」『CLAIR REPORT』、345、pp.1-51。
148. ジェトロ(2007)『海外調査シリーズ No.372 韓国・中国企業の欧米市場戦略』、日本貿易振興機構。
149. 銭佑錫・清水剛(2001)「M&A後のマネジメントと企業の生存」『M&A21世紀バリュー経営のM&A投資』、中央経済社、pp.173-199。
150. T. E. クック(原田行男・小林通 訳)(1991)『M&A成功戦略』、産能大学出版部。
151. 滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫(2008)「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか:非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」『RIETI Discussion Paper Series』、09-J-005、pp.1-36。
152. 竹内昭夫(2001)「米国におけるM&Aの歴史からみた若干の考察」『名古屋外国語大学国際経営学部紀要』、9、pp.53-90。
153. 田中修(2001)『中国第十次五カ年計画』、蒼蒼社。
154. 田村俊夫(2008)『MBAのためのM&A』、有斐閣。
155. ダニエル・A・ヘラー & 藤本隆宏 & グレン・マーサー(2005)「組織学習強化のためのM&A活動の価値 ー自動車産業のケースよりー」『一橋ビジネスレビュー』、53(2)、pp.5-22。
156. 中村公一(2003)『M&Aマネジメントと競争優位』、白桃書房。
157. 長岡貞男(2005)「合併・買収は企業成長を促すか?」『一橋ビジネスレビュー』、53(2)、pp.32-44。
158. 長島忠之(2010)「中国の対日M&A」『MARR』、10、pp.21-26。
159. 西口尚宏(2007)『M&Aを成功させる組織・人事マネジメント』、日本経済新聞出版社。

160. 服部暢達(2004)『実践 M&A マネジメント』、東洋経済新報社。
161. 林伸二(1989)『M&A ー合併・買収と組織統合ー』、同文館出版株式会社。
162. 平元達也(2002)「事業の多角化と企業価値」『現代ファイナンス』、12、
pp. 31-55。
163. 深尾京司(2005)「M&A は投資先企業の生産性を上昇させるか」『日本経済研究センター研究員報告』、72、pp. 1-4。
164. 正井章箒(2007)「企業買収における経営者への功労金の支払い」『早稲田法学』、82(3)、pp. 59-129。
165. 馬欣炜(2011)『中国企業によるクロス・ボーダーM&A における業績 ーパフォーマンスに影響を与える要因に関する実証分析ー』、早稲田大学大学院商学研究科修士論文。
166. 丸川知雄・中川涼司(2008)『中国発・多国籍企業』、同友館。
167. 三菱東京 UFJ 銀行(2010)「拡大する中国企業の対日 M&A」『経済情報』、10、
pp. 1-7。
168. 村松司叙(1986)「財務データによる合併効果の分析」『企業会計』、38(5)、
pp. 60-69。
169. 村松司叙(1987)『合併・買収と企業評価』、同文館。
170. 村松司叙(1993)『英国の M&A』、同文館。
171. 安田義郎(2006)『現代企業の M&A 投資戦略』、創成社。
172. 吉富優子(2010)「中国の対日 M&A」『MARR』、10、pp. 10-15。
173. 吉原英樹・佐久間昭光・伊丹敬之・加護野忠男(1981)『日本企業の多角化戦略』、日本経済新聞。
174. 頼雅琮(2012a)「中国企業の対外 M&A」『商大ビジネスレビュー』、1(2)、
pp. 133-152。
175. 頼雅琮(2012b)「M&A の総合的な分析フレームワーク」『星陵台論集』、45(1・
2)、pp. 19-33。
176. 頼雅琮(2013a)「万向集団の国際 M&A に関する一考察」『星陵台論集』、45(3)、
pp. 43-60。

177. 頼雅琮(2013b)「M&Aの先行研究に関する一考察」『星陵台論集』、46(1)、pp. 109-131。
178. 頼雅琮(2014a)「中国企業の国際M&Aに関する試論 —中国化工集団の事例を中心に—」『多国籍企業研究』、7、pp. 99-122。
179. 頼雅琮(2014b)「中国企業による国際M&Aの特徴に関する一考察 —レノボの事例を中心に—」『星陵台論集』、47(1)、pp. 25-44。
180. 頼雅琮(2014c)「中国企業による国際M&Aの特徴に関する試論 —TCLの事例を中心に—」『星陵台論集』、47(2)、pp. 11-32。
181. 李春利(2008)「中国企業の米国市場参入戦略の分析」『中国経済の海外進出(走出去)の実態と背景 —中国企業海外直接投資に関する研究とその方法—』、愛知大学国際中国学研究センター、pp. 93-99。
182. 李東浩(2010)「中国企業の海外M&A行動 —TCLの欧州進出から見る国際化の穴—」『経済理論』、353、pp. 1-18。
183. 盧貞蘭(2002)「近年のM&Aの動向」『中央大学大学院研究年報』、31、pp. 79-94。
184. 盧貞蘭(2003)「M&Aの動機に関する理論的考察」『中央大学大学院研究年報』、32、pp. 35-49。
185. 汪志平(2014)「海外M&Aと中国多国籍企業の競争優位創造」『経済と経営』、44(1・2)、pp. 1-13。

中国語文献:

186. 陈小洪編、国务院发展研究中心企业研究所课题组著(2006)『中国企业国际化战略』、人民出版社。
187. 国务院发展研究中心企业研究所课题组(2006)『中国企业“走出去”』、北京对外经济贸易出版社。
188. 何志毅・柯银斌(2010)『中国企业跨国并购10大案例』、上海交通大学出版社。
189. 黄中文(2008)『海外并购』、对外经济贸易大学出版社。
190. 廖运凤・金辉(2007)「中国企业海外并购的现状与问题」『管理现代化』、4、pp. 35-37。

191. 李東生(2009)『蓝海大变局』、海天出版社。
192. 李国刚·许明华(2010)『联想并购以后』、北京大学出版社。
193. 李俊杰(2013)『中国企业跨境并购』、机械工业出版社。
194. 李帅达·周星潼(2010)『常青法则——鲁冠球和万向集团长盛不衰的密码—』、现代出版社。
195. 劉必奎(2008)「艰苦决战起一经跨海并购万象新——中国化工集团公司跨海并购三字经一」『中国石油和化工』、6、pp. 19-22。
196. 潘愛玲(2006)『企业跨国并购后的整合管理』、商務印書館。
197. 谭杰文(2007)「TCL 跨国梦几番风雨 持久战“剩”者为王」『跨国风——中国企业海外远征记—』、中信出版社、pp. 127-148。
198. 唐炎钊·唐蓉(2010)「中国企业跨国并购文化整合模式多案例研究」『管理案例研究与评论』、3(3)、pp. 226-235。
199. 田泽(2010)『中国企业海外并购 理论与实践研究』、化学工业出版社。
200. 王志乐(2007)『2007 走向世界的中国跨国公司』、中国经济出版社。
201. 文東偉·冼国明(2009)「中国企业的海外并购：现状，问题和思考」『国际经济合作』、11、pp. 4-12。
202. 夏伯尧(2005)『做强做大做久——鲁冠球和万向集团基因大解析—』、东方出版社。
203. 谢皓(2009)『跨国并购与中国企业的战略选择』、人民出版社。
204. 尹锋(2008)「水皮对话李东生：TCL 国际化实践“鹰的重生”」『华夏日报』、2008. 3. 17。
205. 曾昭华(2008)『柳传志如是说』、中国经济出版社。
206. 支维壖(2008)「透视 TCL 多媒体复活——供应链为王—」『中欧商业评论』、8、pp. 1-3。
207. 周锡冰(2008)『联想——中国 IT 企业国际化品牌行销之道—』、中国财政经济出版社。

参考ウェブサイト：

208. <http://www.shandongbusiness.gov.cn/index/content/sid/50878.html> (アクセス日:2011年4月25日)。
209. <http://www.wanxiang.com.cn/product/index.asp> (アクセス日:2011年6月12日)。
210. http://www.chinastock.com.cn/yhwz/astock/researchRatingAction.do?methodCall=reportDetail_YHYJBG&docId=2889882&target=_blank&clientId=&clientName= (アクセス日:2012年6月14日)。
211. <http://www.zjol.com.cn/node2/node802/node803/node21791/node21792/userobject12ai204418.html> (アクセス日:2012年6月20日)。
212. <http://finance.sina.com.cn/s/20010905/103875.html> (アクセス日:2012年6月20日)。
213. <http://www.people.com.cn/GB/paper1668/4277/492181.html> (アクセス日:2012年6月20日)。
214. <http://www.hangzhou.gov.cn/main/zjhz/hzlj/2004/1084/T86025.shtml> (アクセス日:2012年6月22日)。
215. <http://www.mba163.com/glwk/qyrd/200701/86767.html> (アクセス日:2012年6月22日)。
216. <http://money.163.com/07/0710/04/3J0V63Q7002524SF.html> (アクセス日:2012年6月24日)。
217. <http://www.chemchina.com.cn/portal/index.htm> (アクセス日:2013年4月10日)。
218. http://www.fortunechina.com/fortune500/c/2012-07/09/content_106535_5.htm (アクセス日:2013年4月12日)。
219. <http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2009/12/post-3763.html> (アクセス日:2013年4月18日)。
220. http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html (アクセス日:2013年4月18日)。
221. <http://www.adgensite-emailing.com/aderly/newsletters/archives/9/cat2>

- [_2008-07-24_11-29-11.html?xtor=EPR-105#4786](#) (アクセス日:2013年4月18日)。
222. http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post_8d57.html (アクセス日:2013年4月25日)。
223. <http://money.163.com/06/0218/15/2A8MDTOF00251HHD.html> (アクセス日:2013年6月8日)。
224. http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm (アクセス日:2013年6月28日)。
225. <http://www.lenovo.com.cn/> (アクセス日:2014年3月6日)。
226. <http://www.ibm.com/us/en/> (アクセス日:2014年3月6日)。
227. <http://news.sina.com.cn/c/2006-10-27/151610342839s.shtml> (アクセス日:2014年4月9日)。
228. <http://www.tcl.com/> (アクセス日:2014年5月22日)。
229. <http://www.technicolor.com/> (アクセス日:2014年5月22日)。
230. <http://multimedia.tcl.com/> (アクセス日:2014年5月24日)。
231. <http://www.technicolor.com/en/who-we-are/careers> (アクセス日:2014年6月17日)。
232. <http://eur.jp.fx-exchange.com/hkd/> (アクセス日:2014年6月24日)。