

MMRC
DISCUSSION PAPER SERIES

No. 422

**新興国企業のクロスボーダーM&Aによる海外事業展開
—中印自動車産業を中心に—**

愛知大学経済学部 教授
東京大学ものづくり経営研究センター 特任研究員
李 春利

2013 年 1 月

 **MONOZUKURI** 東京大学ものづくり経営研究センター
MMRC Manufacturing Management Research Center (MMRC)

ディスカッション・ペーパー・シリーズは未定稿を議論を目的として公開しているものである。
引用・複写の際には著者の了解を得られたい。

<http://merc.e.u-tokyo.ac.jp/mmrc/dp/index.html>

**Comparative Studies on the Cross-Border M&A made by
The Corporations of Newly Emerging Countries:
Case Studies on Chinese and Indian Automakers**

Chunli LI

Manufacturing Management Research Center, The University of Tokyo
Faculty of Economics, Aichi University

Abstract:

After a critical review over the existing literature, the author of this paper takes a comparative analysis over the models of cross-border mergers and acquisitions (M&A) conducted by Chinese and Indian corporations, with a comprehensive summary over their major cases in this field. The author mainly focuses on two cases of M&A respectively conducted by a Chinese automakers and an Indian one: the purchase of Volvo by Zhejiang Geely Group Holding Co. Ltd., and the purchase of Jaguar Land Rover (JLR) by the Tata Motors Ltd. Based on the analytical research over the corporate strategies and operational mechanisms of these two companies in their respective projects of merger and acquisition over the corporate assets, the author draws the following conclusions:

The empirical conclusions are as follows. The Chinese companies capable of conducting cross-border M&A are mainly large state-owned enterprises (SOEs) operated by China's central government, whose major interests of purchase are concentrated on foreign corporations of resource exploitations. On the other hand, Indian companies operating cross-border M&A are those controlled by business oligarchs or tycoons, and their targets of purchases are evenly distributed in various industries and sectors of foreign countries, mostly in manufacturing industries. China's governments are acting as the major sources of finance for Chinese companies' overseas M&A, while Indian companies rely on their own capitals and the commercial loans from banking systems for financing their foreign purchases. Furthermore, famous international investment banks and business consultants play important roles in offering professional services to both Chinese and Indian companies in their respective processes of M&A. The author argues that the models of Chinese and Indian

corporations' cross-border M&A, including their major operators of the M&A projects, their financing channels, and their modes of international cooperation, can be replicated in the next wave of cross-border M&A.

Relatively, the performances of Indian corporations are better than those made by their Chinese counterparts in the internationalization of business structures, corporate managements, and capital operations. The Tata Group is a good example. Their cross-border M&A are more aggressive, characterized by their efforts to acquire strategic assets such as international brands, technologies, and sales channels, their focus on exploring overseas markets, and their endeavor to uplift the international reputations of their brands. In the post merger integration process, Indian corporations also do a better job than their Chinese counterparts. These advantages can be attributed to the skills and mentalities of the Indian elite of corporate management built by their experiences of internationalized business operations and their good commands of English language.

The cross-border M&A conducted by the Chinese corporations, particularly its automobile corporations represented by the Geely Holding Group, are largely driven by China's domestic demands for industrial and technological upgrading. The Chinese companies aim to obtain certain competitive advantages and expand their domestic markets through some purchases of international brands and patents. They are less sophisticated in the post merger process of integrations of corporate cultures, so their skills of internal managements need to be improved and uplifted. Generally speaking, the achievements of the cross-border M&A conducted by the corporations of newly emerging countries are determined by their own capacities to absorb new technologies and to manage heterogeneous cultures, and the overall technological levels of their domestic manufacturing industries, although the specific effects and achievements of the M&A of some industries are different from those of other industries (such as the differences between the cases in the industry of electronic appliances and those in the industry of telecommunication equipments).

The theoretic implications are as follows. The corporations of the newly emerging countries such as China and India, launch cross-border M&A for the purpose of upgrading their own international competitive advantages through acquisitions of strategic assets, including ownerships. Their M&A activities are not necessarily based on the preliminary condition that they control some kind of ownership-specific

advantages. This new trend cannot be perfectly explained by the traditional theories of overseas investments such as Dunning's "eclectic theory". Therefore, viewed from a paradoxical mentality, the purpose of the cross-border M&A of the above-mentioned cases are transferred from "established advantages" to "acquiring advantages".

At the same time, the original location-specific advantages owned by the corporations of developed countries are increasingly reversed as centers of manufactures are moved to those newly emerging countries such as China and India. This trend of reversion is especially outstanding in the automobile industry. In this way, regarded as the third path after the path of self-determined research and development, and the path of introductions and transfers of advanced technologies, the cross-border M&A are gradually employed as an important means for companies of newly emerging countries to overtake those of developed countries. Nevertheless, this third path is a thorny and risky path that demands ultimate preparations by those corporations of newly emerging countries in both their hard ware (capitals and talents) and their software (capacities to absorb technologies, and management know-how).

Key Words:

Cross-Border M&A, Zhejiang Geely Holding Group, Volvo, Tata Motors Ltd, Dunning's Eclectic Theory, Ownership-Specific Advantages, Location-Specific Advantages, Post Merger Integration, Overtaking Type of Industrialization

**新興国企業のクロスボーダーM&A による海外事業展開
—中印自動車産業を中心に—**

東京大学ものづくり経営研究センター 特任研究員
愛知大学経済学部教授

李 春利

2013 年 1 月

はじめに

2008 年、アジア発の海外 M&A 総額ははじめて海外のアジア向け M&A を上回った。新興国の代表的な産業である自動車産業においてこのようなクロスボーダー M&A による海外事業展開は、はたして先進国へのキャッチアップの近道になるのか、自主開発、技術導入と並ぶ産業発展の第 3 のパターンになるのか。それが小論のイシューである。

このイシューに関連する先行研究は多数ある。そのなかで、まず企業の多国籍化に関する代表的な理論として、ダニングの「折衷理論」(eclectic theory)、あるいは、3つの要素の頭文字をとったいわゆる「OLI パラダイム」を挙げることができる。「OLI」とは、すなわち、①所有特殊的优势性 (O: Ownership specific advantages)、②立地特殊的优势性 (L: Location specific advantages)、③内部化誘因 (I: Internalization incentives) の3つのことを指している。対外直接投資は「OLI」の3要素がすべて企業に備わっている場合には、直接投資を行うが、いずれかひとつでも欠落したときには、輸出かライセンスングで海外市場への接近が図られるとされる (Dunning: 1979, 1981)。

この理論は、ハイマーやキンドルバーガー以来の企業優位性の議論 (Hymer: 1960, Kindleberger: 1969)、コースの取引コストの概念を多国籍企業論に応用した内部化理論 (Coase: 1937, 1990, Casson: 1979)、および立地選択論を総合、折衷したものである。そのなかで、所有特殊的优势性とは、一般的に、技術、知識、ノウハウ、R&D 能力、企業規模など他者にはない無形資産を保有することからくる優位性を指しており、企業の競争力の源泉となる。また、企業の対外直接投資の動機としては、いわゆる市場獲得型、資源探索型、効率性探索型、戦略資産獲得型といった4つに分類されている (Dunning: 1993)。

一方、キャッチアップ論の代表的な研究のひとつとして、末廣 (2000) の「キャッチアップ型工業化論」がある。それはすなわち、後発国 (late comer) あるいは後発工業国 (late-starting industrializer) がとろうとする工業化のパターンである。その特徴としては、①後発であるがゆえに、先発工業国がすでに開発し使用している様々な技術や知識の体系を利用できる優位性をもつ (advantage of backwardness)。②後発であるがゆえに、工業化は産業レベルでみた場合は、結果的に輸入 → 国内生産 → 輸出 (もしくは海外生産) → 再輸入というサイクルを描くとされる (末廣: 2000)。特に、日本を含めたアジアの工業化パターンを一般化したモデルとして知られている。

この2つの代表的な先行研究に対する本研究の位置づけとしては次のように考えている。まず優位性を前提にしたダニングの「折衷理論」では、後発国の先進国に対する直接投資のケースは当てはまらない、ということである。なにか別の説明変数が必要であることは明らかである。また、末廣 (2000) の「キャッチアップ型工業化論」のなかでは、海外生産のパターンとしてグリーンフィールド投資を暗黙のうちに前提にしている。「社会的能力」をキーワードとし、内部の能力蓄積を重視する「日本モデル」の適用と比較を重視するアプローチでは、当然の帰結として M&A によるキャッチアップのパターンは視野の外

にある。また、当該研究は時期的にも早すぎるという物理的な限界がある。

ところが、中印企業のクロスボーダーM&A に関する先行研究は少ないものの、あるのもたしかである。澤田（2010）では、先行研究を踏まえてマクロベースもしくはセミマクロベースにおいて、中印企業の対外直接投資の諸要因と関連の諸問題を体系的に整理し、この分野の比較研究において興味深い口火を切った。しかし、時期的には 2008 年までのデータしか取っていないということもあり、本格的なマイクロベースの M&A による海外事業展開は研究課題である、と著者自身も認識している。

また、中国企業の M&A についてこれまでの先行研究は法的・実務的なアプローチが多く（楊：2007、熊・梶田：2008、山本・田・成：2009）、クロスボーダーM&A については制度的・法務的な分析が主流であった（経済協力開発機構：2008、梶田・菊池・田：2011）。

小論では、次節以降、まず中印企業のクロスボーダーM&A の共通点と相違点を踏まえて、主要企業の M&A に対するマイクロベースの比較分析を通じて、小論のイシューである「クロスボーダーM&A は自主開発と技術導入と並ぶ産業発展の第 3 のパターンになるのか」というリサーチクエスチョンに対して、独自の答えを導き出そうと考える。

研究方法としては、まず比較研究を精緻に行うために、小論では自動車産業に絞って同じ産業における中印企業の M&A の実例を取り上げる。具体的には、現地実態調査と文献検索を結びつけた方法をとる。これまで筆者によるインドの自動車産業に対する実態調査は 2 回、中国の自動車産業に対する実態調査は多数回にのぼるが、今回の研究対象にあたる吉利汽車（Geely、ジーリー）に対するヒアリング調査は 3 回行われた。さらに、ヒアリング調査を補完する手段として、中国内外の中国語・日本語・英語文献を幅広く収集したうえで、データの吟味、事実関係の確認および論点の抽出などを行ってきた。それにより、定点観測調査の精度を保つように工夫をしてきた。

1. 中印企業によるクロスボーダーM&A の体質

ー主役と対象の違いー

近年、中国政府の「走出去」（海外進出）を奨励する政策の影響もあり、経常黒字を背景に積み上がった 2 兆 4000 億ドル（2009 年）に達する中国の外貨準備を背景に、中国企業による海外の企業買収が目立ってきている。海外における資源開発の大型投資案件と並んで、製造業における海外有力企業の M&A も増えている。規模を追求するだけでなく、技術の補完など中長期的な成長を視野に入れた戦略も垣間みえる。海外 M&A の金額は 2007 年に 281 億ドル、2008 年に 302 億ドル、2009 年に 350 億ドルに達し、これら M&A を含めた中国企業の海外直接投資額（金融業を含まず）は 2009 年に 433 億ドルに達し、世界一といわれる中国向けの海外直接投資額（900 億ドル、実行ベース）の半分近くまで膨らんだ。2003 年にはわずか 5%程度だった。

表 1 中国企業による主要なクロスボーダーM&A

時期	中国企業名	相手企業	買収金額
2009年6月	中国石油天然気 (CNPC)	ルメイラ油田 (イラク)	150億米ドル
2009. 6	中国石油化工 (シノペック)	アダックス (スイス)	72.4億米ドル
2010. 4	中国石油天然気	アロー・エナジー (豪)	34.4億豪ドル
2008. 11	中国外運 (シノトランス)	ピラエウス (ギリシア)	34億ユーロ
2009. 1	兗州煤業	フェリックス・リソーシズ (豪)	32億豪ドル
2008. 11	中国石油天然気	アフダブ油田 (イラク)	30億米ドル
2010. 5	中国中化集団 (シノケム)	ペレグリノ油田 (ブラジル)	30億米ドル
2009. 4	中国石油天然気	マンギスタウムナイガス (カザフスタン)	26億米ドル
2010. 3	吉利自動車	ボルボ (スウェーデン)	18億米ドル
2008. 9	中国石油化工	タンガニイカ・オイル (カナダ)	18億米ドル

出所：李春利・山田剛（2010）。

商務部統計によれば、2010 年、海外直接投資額（金融業を含まず）はさらに 590 億ドルに増え、前年比 36%増であり、2011 年には 686 億ドルに達し、前年比 14%増加した。2011 年末の時点で、中国の対外直接投資残高は 4247 億 8000 万ドルに達し、世界第 6 位となった。また、世界 177 の国・地域で設立した企業数は 1 万 8000 社に達し、その資産総額は約 2 億ドルに達したといわれている（中国商務省 HP）。

中国企業によるクロスボーダーM&A の中で、海外の資源関連企業を対象とした買収案件は圧倒的に多い。近年、買収額ランキングでトップ 10 のなかで、資源系企業の買収は 8 社であったのに対し、非資源系企業の買収はわずか 2 件、海運系の中国外運と吉利自動車だけであった（表 1）。また、「中国」の頭文字がついた中央政府直系の国有企業（中央企業）が圧倒的に多く、これもまた 10 社中 8 社を占めている。政府と国有資本の影響力が大きいことは一目瞭然である。トップ 10 のなかで製造業関連では実に吉利自動車だけである。

資源系を除外したうえで、国際金融危機以降の主要な M&A 案件を示したのは表 2 である。買収金額に関しては資源系買収と比べものにならないものの、買収側からすれば、技術やブランド、設備などいわゆる「戦略資産の獲得」という動機づけは明確である。なかでも、製造業においては自動車産業の存在感と勢いが他の分野を凌駕している。

そのような中国に対して、インド企業のクロスボーダーM&A に向かう方針は明確で、主に長年溜め込んだキャッシュを生かし、欧米などでブランドや販路、技術を持つ優良企業をターゲットに買収するというスタイルである。

表2 製造業・非製造業分野における中国企業による主要なクロスボーダーM&A

	買収・投資側	時期	買収・投資先(国・地域)	投資額	出資比率・経緯・事業内容
自動車	吉利自動車	09年3月	DSI(豪)	5600万米ドル	100%、世界2位のトランスミッション
		09年12月	VOLVO(スウェーデン)	18億米ドル	100%、今後ボルボ車を中国で生産
	宗申集団	09年7月	Kasinski(ブラジル)	8000万米ドル	100%、オートバイの生産販売
	聖龍集団	09年10月	SLW(米)	1599万米ドル	90%、自動車エンジン部品
	京西重工	09年11月	Delphi(米)	9000万米ドル	一部の自動車部品事業を買収
	北京自動車	09年12月	SAAB(スウェーデン)	2億米ドル	部分資産、技術、特許
他の製造業	大連遠東集団	08年6月	Werko(独)	1950万米ドル	100%、高速ドリル
		09年5月	Greenfield(米)	2900万米ドル	100%、高速ドリル
	中国南車集団	08年11月	Dynex(加)	1670万加ドル	75%、半導体製造
	浙江盛世遊艇	09年7月	Dalla Pieta(イタリア)	1億人民元	100%、クルーズのブランド、技術
	湘潭電機	09年9月	Darwind(オランダ)	1000万ユーロ	風力発電設備の製造技術
	遼寧高科	09年11月	エパテック(日本)	4990万米ドル	100%、薄膜太陽光発電
	中航西飛集団	09年12月	FACC(オーストリア)	1億米ドル	91.25%、航空機部品
	美的電器	10年5月	Miraco(エジプト)	5748万米ドル	32.5%、家電
	光明食品	10年6月	CSR(豪)	17.5豪ドル	製糖、再生エネルギー事業
	中国外運	08年11月	Piraeus(ギリシャ)	34億ユーロ	港湾の運営
非製造業	中国工商银行	09年6月	東亜銀行(加)	8925万加ドル	70%、香港東亜銀行から譲り受け
	蘇寧電器	09年12月	CITICALL(香港)	2.15香港ドル	100%、家電量販
	東軟集団	09年8月	SESCA(フィンランド)	1200万ユーロ	傘下3子会社、携帯用ソフト開発
	神州数碼	09年11月	SJI(日本)	36億円	30.61%、ソフト開発
	温州誠隆	10年1月	Pierre Cardin(仏)	3700万ユーロ	中国でのブランド使用权
	騰訊	10年4月	Digital Sky Tech.(露)	3億米ドル	10.26%、情報・通信への投資
	上海錦江国際酒店	10年4月	Inter Continental(米)	3.07億米ドル	米Thayerと共同で、ホテル
	中国漁業集団	10年5月	Alejandria(ペルー)	9500万米ドル	100%、漁業

出所：朱炎（2010）。

長年の内需頼みの経営を続けてきたインド企業にとって、手っ取り早く海外市場に打って出ることが可能になるのが M&A であるということだ¹。

2006 年から 2008 年にかけて、インド企業は相次いで巨額の海外 M&A を成功させて世界を驚かせた。タタ財閥傘下のタタ製鉄は 2007 年、英蘭コーラスを 122 億ドルで買収した。2008 年にタタ・モーターズが、元宗主国の英高級車ブランドのジャガー・ランドローバー（Jaguar Land Rover, JLR）を 23 億ドルで買収した。JLR 買収を振り返ってタタ・グループ総帥のラタン・タタ氏（持ち株会社タタ・サンズ会長）が述べたように、「買収によって、本来なら巨額の投資が必要な国際的ブランドを手に入れることができた」という効果大きい²。

この間のクロスボーダーM&A の対象業種は医薬、飲料、エネルギー、鉄鋼など多岐にわたり、2003 年から 2008 年末までに、1 件 10 億ドルを超える大型買収だけでも 20 件を数えた。表 3 に示されたように、印石油天然ガス公社（ONGC）による英インペリアル・エナジーの買収やアルミ大手のカナダ企業の買収など資源系企業の買収もあるが、全体として業種のバランスがとれている。中国に比べれば、ONGC のような政府系国有企業も含まれているが、財閥系民間企業が主な担い手であることは特徴的である。

¹ 李・山田（2010）。

² 2009 年 11 月 19 日付アメリカの『ウォールストリート・ジャーナル』紙の報道による。

表3 インド企業による主要なクロスボーダーM&A

時期	インド企業	相手企業	買収金額
2007年1月	タタ製鉄	コーラス(英蘭)	122億ドル
2009年5月	バルティ・エアテル (携帯電話サービス首位)	クウェートの携帯電話会社 ザインのアフリカ事業	107億ドル
2007年2月	アディティヤ・ビルラ財閥系 ヒンダルコ(アルミ精錬大手)	ノベリス(加)	60億ドル
2009年1月	印石油天然ガス公社(ONGC)	インペリアル・エナジー(英)	28億ドル
2008年3月	タタ・モーターズ	ジャガー・ランドローバー(英)	23億ドル
2007年5月	スズロン・エナジー (風力発電設備大手)	REパワー(独)	17億ドル
2007年5月	ユナイテッド・スピリッツ (酒類大手)	ホワイト&マッカイ(英)	11.8億ドル
2011年6月	ビルラ・カーボン (アディティヤ・ビルラ財閥系)	コロンビア・ケミカル(米)	8.75億ドル
2006年3月	ドクター・レッドィズ・ラボラトリー (医薬大手)	ベータファーム(独)	5.7億ドル

備考：コーラスは2010年10月から「タタ・スチール・ヨーロッパ」に社名変更。

出所：李春利・山田剛（2010）。

したがって、クロスボーダーM&Aを軸に中印両国を比較するならば、中国は中央系国有企業による資源系企業中心の買収であるのに対し、インドは財閥系民間企業による製造企業中心の買収であるといった対照的な構図が浮かび上がってくる。

2. 中印自動車産業におけるクロスボーダーM&A

－「小」が「大」を呑み込む－

中印両国ともに後発工業国としては比較的長い国産自動車産業の歴史をもつ（表4）。また、国内市場においては外資系企業と並んで民族系企業も健在し、両者のあいだでは激しい競争が繰り広げられていることも共通している。さらには近年、国際市場の開拓と海外事業展開といった共通の課題を抱えている点も相似している。

中印ともに近年、自動車産業における大型M&Aが世界的に注目されている。両国は、自動車産業における海外直接投資のなかで主流となるグリーンフィールド投資ではなく、クロスボーダーM&Aという共通の戦略を選んだ。前述のタタによるJLRの買収と浙江吉利控股集团（Zhejiang Geely Group Holding Co. Ltd.）によるボルボの買収はその代表例であり、その相手はいずれもフォードであった。また、上海汽車による韓国双龍自動車の買収と買収後の失敗、それに続くインド自動車大手のマヒンドラ・アンド・マヒンドラ（Mahindra & Mahindra, M&M）の双龍買収も興味深い事例である。

表4 インドと中国の自動車産業史

インド		中 国	
1930年代	GM、フォードが進出	1930年	「奉天兵工廠」初の国産トラック「民生」号誕生
1940年代	乗用車年産10万台規模に	36年	「中国自動車公司」設立、ベンツ社からKD部品購入、KD組立計画。日中戦争勃発で倒産へ
42年	ビルラ財閥系ヒンドスタン・モーターズ設立	40年	「中央機器廠」米Reo社に自動車組立工場設計委託、Sterling社から完成車図面と設備購入
44年	プレミア・オートモビルズ社設立	45年	第二次世界大戦終結
45年	TELCO(後のタタ自動車)設立	49年	中華人民共和国建国。
47年	インド独立	50年	中ソ友好同盟条約
1950年代	「産業法」によって多くの製造業でライセンス取得義務付け、国内産業保護のため部品・機械等に高関税 GM、フォードが相次ぎ撤退	53年	ソ連の技術援助により長春で「第一汽車製造廠」設立
		56年	国産トラック第1号「解放」号ラインオフ
		58年	上海汽車、南京汽車、済南汽車設立
1970年代	自動車関連のライセンス規制緩和に着手	69年	「第二汽車製造廠」(現東風汽車)設立
81年	印政府とスズキの合弁会社マルチ・ウドヨグ(現マルチ・スズキ)設立	84年	上海汽車とVWの合弁会社上海VW社設立
83年	マルチ社、「マルチ800」発売	85年	上海VW社、「サンタナ」発売
94年	米GMが再進出、独ダイムラー・クライスラー進出	90年	第一汽車とVWの合弁会社一汽VW設立
		92年	東風とシトロエンの合弁会社「神龍汽車」設立 乗用車生産「三大三小二微」体制確立、 自動車生産年産100万台
95年	ホンダ進出	94年	「自動車工業産業政策」発表、外資による合弁2社までと規定
96年	韓国・現代自動車進出 タタ自動車が乗用車部門に進出	96年	「三小」の一角であるブジョーが広州から撤退
97年	トヨタ、伊フィアット進出。「新自動車政策(NAP)」＝輸出義務、部品国産化率などで規制強化、2002年廃止	97年	「三大三小二微」廃止へ、新規参入認める、 吉利汽車、奇瑞汽車、上海GM設立
98年	核実験強行によって米欧日などから経済制裁を受ける(2001年解除)	98年	ブジョーの撤退を受け、広州ホンダ設立
99年	米フォード再進出	2000年	天津一汽トヨタ設立、自動車生産200万台
2002年	外資100%を認可	02年	日産、東風汽車と包括提携。フォード参入
04年	自動車生産150万台、マルチ50万台へ	03年	BYD、秦川汽車買収、自動車産業に参入
06年	自動車産業振興政策(AMP)発表	04年	「自動車産業発展政策」発表、年産500万台
08年	タタ自動車がフォードより英ジャガー・ランドローバー(JLR)を23億ドルで買収	08年	北京五輪「グリーンカー・プロジェクト」、金融危機対策で「汽車下郷」(自動車を農村に) BYD世界初のプラグイン・ハイブリッド車発売
09年	タタ、超低価格車Nano発売。上海汽車、GM Indiaに50%出資。 自動車生産260万台、マルチ100万台	09年	「自動車産業調整振興計画」。北京汽車SAABを買収。自動車の販売と生産はそれぞれ米国と日本を抜き、世界一へ。年産1350万台達成
2010年	日産自動車進出。M&M、韓国双龍自動車を買収。年産350万台	2010年	吉利、ボルボを18億ドルで買収、自動車生産、史上最高の1800万台突破。GDP日中逆転
11年	マルチでストライキ。ガソリン高騰でディーゼル乗用車人気へ。年産390万台	11年	自動車生産1850万台
12年	マルチ、暴動事件で主力工場一時閉鎖。 JLRと奇瑞、中国で印中初の完成車合弁企業設立。自動車生産414万台	12年	領土問題による不買運動で日本車販売激減、 自動車生産1927万台

資料：中印両国政府広報、各社のプレスリリースなどから筆者作成

出所：李春利・山田剛（2010）。

さらに、同じ上海汽車と南京汽車によるイギリスの MG ローバー (MG Rover Group) の買収、および MG ローバーの商標権利用を誘因とした上海汽車による南京汽車の買収、北京汽車によるスウェーデン高級車メーカーであるサーブ・オートモービル (SAAB Automobile AB) の知財と製造設備の買収、中国自動車部品メーカー最大手の万向集団 (Wanxiang Group) による大手電池メーカー A123 システムズを含めた米国自動車部品メーカー 7 社の買収など、この産業における新興国発の海外 M&A が活発化している (表 2)。

そのなかで特に注目されたのは、いわゆる「蛇が象を呑み込む」(中国語: 蛇呑象) という「小」が「大」を買収する案件である。タタの JLR 買収も吉利のボルボ買収も、「小」が「大」を呑み込むという点では共通している。図 1 と図 2 に示された吉利によるボルボの買収後の販売と売上の状況は、「小」が「大」を呑み込む実態を如実に説明している。2009 年、販売台数ベースにおいて両社は差がないが (ボルボ 33 万 5000 台 vs. 吉利 33 万台)、1 台当たりの単価が相当違うので、売上げベースにおいては、ボルボは吉利の 5 倍以上 (ボルボ 849 億元 vs. 吉利 165 億元 = ボルボ 125 億ドル vs. 吉利 24 億ドル) である。このギャップを合併後どのように埋めていくのが課題である。

「小」が「大」を呑み込む代表例は、2004 年のレノボが米国 IBM のパソコン事業を 17 億 5000 万ドルで買収したケースである。レノボは買収後、しばらく経営赤字の連続であったが、2009 年には、売上の半分弱を占める中国事業に経営資源を集中させる事業構造改革を進めた結果、黒字転換に成功した。中国発のクロスボーダー M&A が、いったん海外事業展開をするものの、収益性重視の観点から中国に回帰することによって赤字経営から脱却するという興味深い現象がここで観察されたのである。

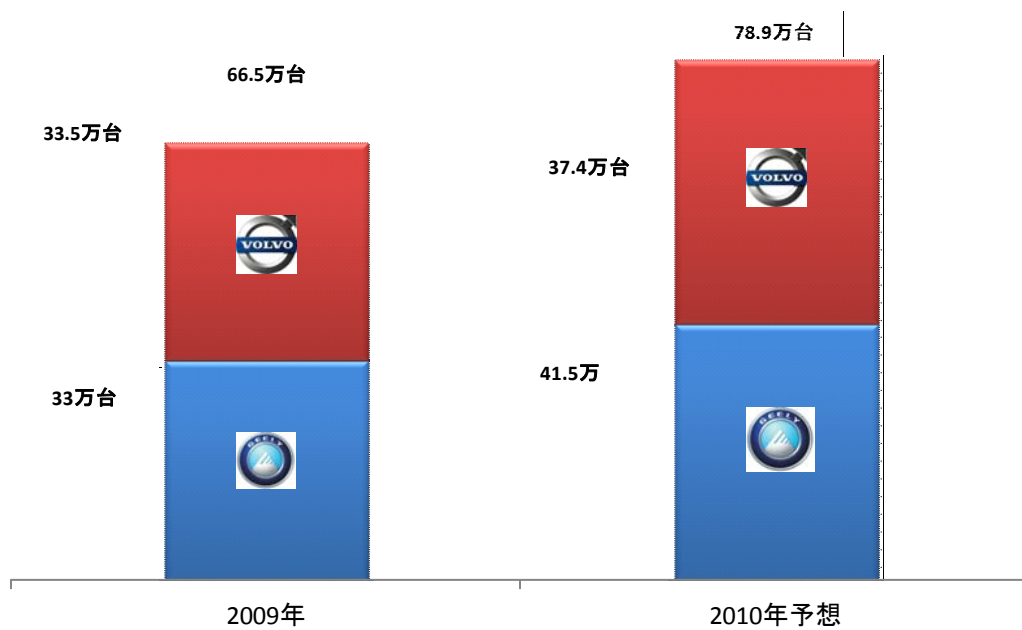
3. 中国発のクロスボーダー M&A

(1) 吉利によるボルボの完全買収

吉利によるボルボの完全買収は、世界の自動車業界に波紋を広げている。1926 年に設立したスウェーデンの老舗高級車メーカーであるボルボが、1997 年設立という若い民間自動車メーカーの吉利に買収されたのである (図 3)。

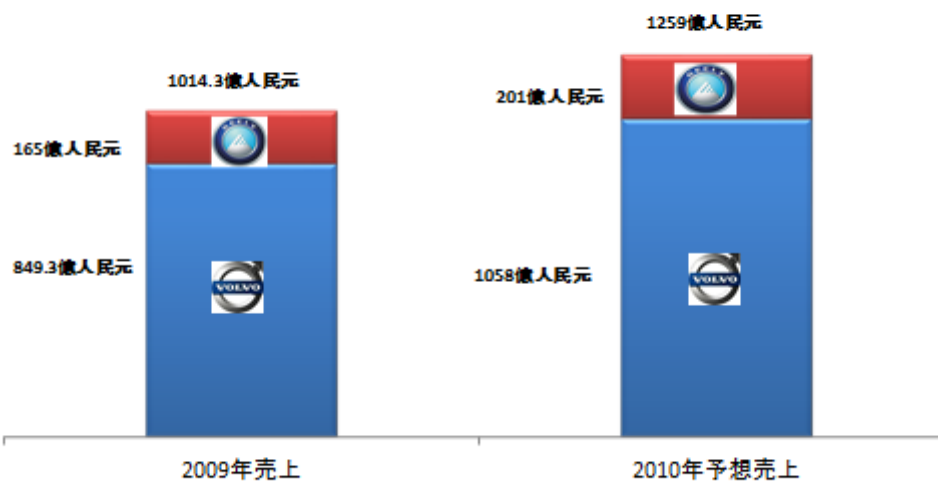
吉利の買収の対象となったのは、スウェーデンのほかにベルギー、マレーシアにあるボルボの 4 つの組立工場 (生産能力 58 万 6000 台)、エンジンなど 4 つの部品工場、スウェーデン、米国とスペインにある 3 つの R&D センター、世界各地にある 2341 の販売店、9 つの製品シリーズおよび 3 つの新しいプラットフォーム、関連特許 2450 件などである。ボルボのグローバル従業員数は 1 万 9600 人である。ボルボの生産能力は 60 万台未満だが、2009 年の販売台数は 33 万台しかなく、約半分のキャパシティは遊休状態で、赤字幅は以前に比べて少なくなったが、厳しい状況にあった。

図1 吉利によるVOLVO買収後の販売状況



出所：『汽車導報』2010年5月号より。

図2 吉利によるVOLVO買収後の売上状況



出所：『汽車導報』2010年5月号より。

このボルボを、吉利は 18 億ドル（約 1660 億円）で買収した。2010 年 3 月に中国とスウェーデンの両大臣立ち会いのもとで、吉利がボルボを買収する契約が調印された。この買収により吉利は中国で民族系最大の自動車メーカーになり、吉利ボルボの新しい CEO には VW の前北米 CEO であった Stefan Jacoby が就任した。新しいボルボの取締役会には、吉利からは李書福会長を含め、合計 2 名しか派遣されていないが、ただ「一票否決権」を持っている。両社間の関係については、「吉利は吉利、ボルボはボルボ」と棲み分けることが基本方針になっている³。2012 年 10 月、初代 CEO の Jacoby が退任し、後任に社外取締役の Hakan Samuelsson が就任した。

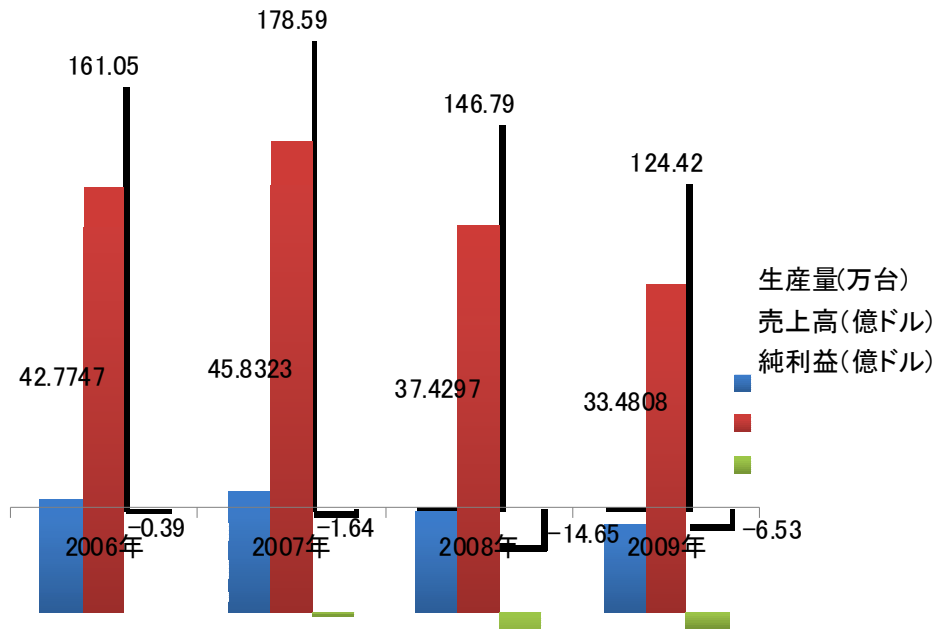
「小」が「大」を呑み込む場合、中国ではひととき特徴的だったのは資金調達である。フォードが 1999 年にボルボを買収した際の価格は 64 億 9000 万ドルであったのに比べて、今回の買収価格はその 3 分の 1 以下だったので、吉利は相当買得だった。ところが、2010 年 8 月にロンドンで行われた引継ぎ式で、吉利が実際フォード側に支払ったのは 13 億ドルの現金とフォード側が提供した 2 億ドルの販売金融であり、計 15 億ドルであった。3 億ドル少ない理由については、ユーロ安と当初高く見積られた年金の見直しによるものと吉利側が説明している。2009 年の吉利の純利益は、前年比で 35% 増の 11 億 8300 万人民币元（1.74 億ドル、1 ドル＝約 6.8 元）であった。

その吉利はどのように 13 億ドルの資金を調達できたのだろうか。図 4 は吉利によるボルボ買収の融資ルートを示す概念図である。実際支払われた現金 13 億ドルの内訳をみると、2 億ドルは中国建設銀行ロンドン支店からの借入れ、11 億ドルはボルボ買収のために設立された投資会社、上海吉利兆圓国際投資有限公司からの融資であった。さらに、吉利兆圓には、大慶油田で有名な大慶市国有資産経営有限公司（大慶国資、30 億元＝約 4.4 億ドル、37%）、上海 VW の所在地である上海市嘉定区政府がボルボ買収のために立ち上げた投資会社、上海嘉爾沃投資有限公司（10 億元＝約 1.5 億ドル、12%）が出資している。要するに、合計 81 億元（約 11.9 億米ドル）のうち、地方政府関係の出資は吉利兆圓の 49% を占め、吉利は残りの 51%（41 億元＝約 6 億ドル）を出資している。ここにも政府がメイン・プレイヤーとして登場してくるのである。

上海市嘉定区政府の融資条件は、上海嘉爾沃と吉利のあいだで締結された協議書「吉利沃爾沃上海項目框架協議」（吉利ボルボ上海プロジェクトに関する枠組協議書）のなかに明記されている。すなわち、「ボルボ買収後の中国本部は上海市嘉定区に設置され、同区内にボルボの組立工場を 1 つ設置する」というものである。そのための用地については嘉定工業開発区が格安価格で提供する。吉利ボルボは買収後新たに中国本社を設立し、中国で年間 30 万台のボルボ車を生産する目標である。

³ 2011 年 9 月 6 日、吉利本社でのインタビューによる。

図3 VOLVO過去4年間の実績
(2006～2009年)



出所：『汽車導報』2010年5月号より。

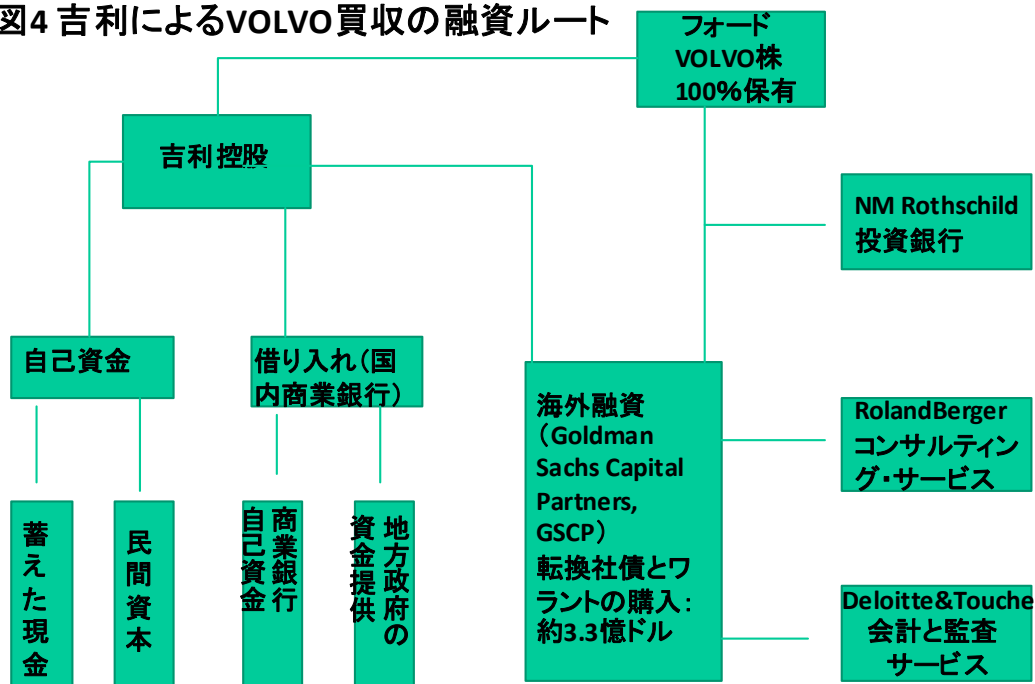
実際のところ、上海市嘉定区にはボルボ中国本社と R&D センターを作ることがすでに決定済みである。その一方で、ボルボの中国組立工場の候補地に決まったのは、まず出資元ではなかった四川省の成都市であり、次に出資元の大慶市となっているが、両組立工場の建設を含めたボルボの国産化計画はまだ政府の認可待ちの状態である。新工場の生産規模は 20 万台であり、2015 年に生産を開始する予定である。成都市には吉利の組立工場がすでにひとつあり、ボルボの新しい工場はそれとは別のところにある⁴。

地方政府を巻き込んだ資本運用や資金調達を実現し、ボルボの買収を成功に導いた背景には、地方政府の力量があったからといえる。今回の資金調達は複雑で特徴的であったが、これを先行事例として今後同様な買収ケースが出てくるかもしれない。

「吉利は吉利、ボルボはボルボ」と棲み分けることを基本方針とする吉利の基本戦略は、M&A を通じて本格的に海外事業展開を推進することを当面新生ボルボにまかせる一方で、ボルボのブランド力と技術力を活用する形で、まずボルボ車の中国現地生産と販売に軸足を置いて業績の回復を図る、ということである。

⁴ 趙（2010）。また、2011年9月6日、吉利本社でのインタビューによる。

図4 吉利によるVOLVO買収の融資ルート



出所：『汽車導報』2010年5月号より。

それにより、莫大な買収資金の回収と収益の基盤を固めるというものである。つまり、まず中国で稼ぐことによりグループ全体の経営基盤を安定化させる狙いである。クロスボーダーM&Aの目的は戦略資産を獲得し、本国における産業高度化と技術の高度化を推進し、国内事業を有利に展開するところにある。正にそこを狙って、地方政府は大胆な資金提供に踏み切ったのである。地方政府の目的は企業の海外事業の成否よりも地域の振興にある。その意味では、企業の戦略と地方政府の戦略が一致している。

吉利によるボルボ買収のもうひとつの特徴は、国際的に有名な投資銀行やコンサルタント会社が大活躍し、買収チームを組んで吉利の買収業務を全面的に支援したということである。ボルボ買収のプロセスにおいて、イギリスの名門投資銀行のN.M.ロスチャイルド&サンズ（N.M. Rothschild & Sons）の買収チームは、吉利のボルボ買収担当の「首席財務顧問」（chief financial advisor）として全過程に深く関与しただけでなく、肝心の中国政府の吉利に対する支持を取り付けるなど獅子奮迅の働きをしたと伝えられている（図4）。

N.M.ロスチャイルド&サンズは、1811年にロンドンで設立された200年を超える老舗投資銀行であり、現在、ヨーロッパを中心に世界45カ国に57の事業所を有し、香港、上海、北京にも支店をもっている。第二次世界大戦後、M&Aや資産管理が主力業務となり、20世紀におけるいくつかの大規模なM&Aのアドバイザーとして重大な役割を演じるグロ

ーバル企業へと発展した。同社は M&A のアドバイスを中心とした投資銀行業務で世界有数の金融アドバイザーであり、M&A の取り扱い件数がヨーロッパで一番多い。近年、成長が著しいアジアの市場開拓に注力している。

買収チームには元ボルボの COO 経験者であるスウェーデン人の Hans-Olov Olsson がロスチャイルドの顧問として加わり（後に新生ボルボの副会長に就任）、今回の買収に関するボルボの従業員と組合およびサプライヤーの取りまとめに力量を発揮したといわれている。また、ロスチャイルド&サンズ欧州本社の副会長である Pehr Gyllenhammar もスウェーデン人であり、ボルボの親会社であった Volvo AB で 23 年間勤務した経歴の持ち主である⁵。

ボルボ買収チームは全部で 200 人を超え、コンサルティング・サービスはローランド・ベルガー (Roland Berger Strategy Consultants)、会計と監査サービスはデロイト・トゥシュ (Deloitte & Touche) といったように世界級の陣容を整えていた。チームリーダーはロスチャイルド&サンズ社大中華(グレート・チャイナ)地区総裁の俞麗萍 (Jennifer Yu) である。

実際、ボルボ買収の材料を資本運用の面でもっともうまく活用したのは、世界最大手の米国投資銀行のゴールドマン・サックス (The Goldman Sachs Group, Inc.) であった。ゴールドマン・サックスは 2009 年 9 月、同社傘下のプライベート・エクイティ子会社 GSCP (Goldman Sachs Capital Partners) を通じて香港証券取引所に上場している吉利傘下の吉利汽車控股有限公司から転換社債 (可転債) とワラント (認股権証) を含めて 25 億 8600 万香港ドル分 (約 3.3 億ドル) を購入した (図 4)。購入時の転換社債の価格は 1 株 1.9 香港ドルだったが、2010 年 3 月に吉利によるボルボの買収契約が調印されたことで 1 株 4 香港ドルに値上がりした。この時点で GSCP はすでに 2 倍ぐらい保有資産価値 (株価) が増大したということになる。まさに株のマジックといえよう。

中国企業による一連の大型買収案件は、自己資金だけではできない。ここはインドや日本と違うところである。吉利によるボルボ買収のように地方政府や世界的な投資会社が絡んでおり、資金調達のルートが複雑化している。こういった多元的な資本の運用や資金の調達こそ昨今の中国企業の躍進を理解するうえで、見逃せない重要なポイントであろう。

ちなみに、ボルボ買収に先立って、吉利は 2005 年に香港での上場を実現し、2007 年にロンドンタクシー (London Taxi International, LTI) に資本参加し、筆頭株主になった。2009 年に、DSI International というオーストラリアの独立系トランスミッション・メーカーを 2 億香港ドル (5600 万米ドル) で完全を買収した (表 2)。詳しくは後述するが、韓国の双龍自動車は DSI の最大の顧客であるので、2009 年に双龍の倒産の影響を受けて、DSI も自己破産を申告した。吉利に買収されたのち、韓国双龍の業績回復の好影響も受け、DSI は 2010 年に黒字転換に成功している。吉利は DSI のオーストラリアでの生

⁵ 南方都市报 (2010)。

産を継続する一方で、同じ製品を生産するトランスミッション工場を中国の湖南省湘潭市と山東省済寧市の2カ所で立ち上げ、それぞれ年産20万台規模で2011年と2012年に生産を開始することになっていた⁶。

(2) 北京汽車によるSAAB、上海汽車による双龍・MGローバーの買収

吉利によるボルボ買収のほかに、2009年、北京汽車工業控股有限責任公司（現北汽集団）はGMから同社傘下のスウェーデン系自動車会社サーブ（SAAB）の2車種の知的財産権と金型など一部の製造設備を2億米ドルで買収した。その際には著名な国際投資銀行のクレディ・スイスが買収業務を支援したと伝えられている。サーブブランドは含まず、北京汽車が買い取るのはセダン「SAAB 9-5」や「SAAB 9-3」など2車種の知的財産権、それに伴うエンジン、トランスミッションなどのパワートレイン技術、および9-5の生産設備一式というものである。北京汽車は9-5の生産設備を中国に移設するとともに、サーブの技術を今後開発する新型車に反映させ、中国で自社ブランドの高級車事業を拡大する方針である。中国資本の参加は経営破綻したGMの早期再上場にも寄与したとされる。

少しさかのぼると、2005年に上海汽車は5億ドルで韓国双龍自動車の株49%を取得し、のちに51%へ引き上げて筆頭株主になった。しかし買収後、人事を含めて現地側との協力関係、とりわけ組合とメディアとの関係が悪化していった。いわゆる「技術の漏洩」問題と中国での組立工場の新設計画（上海汽車と双龍が折半出資する「S-100」プロジェクト）は組合側の強硬な反対に遭い、その他の再建計画も組合の度重なるストライキで頓挫し、2009年について双龍は経営破綻した。経営支援した韓国の双龍自動車の破綻で、中国自動車大手の上海汽車は2008年に31億元（約4億5000万ドル）の損失を計上したといわれている⁷。買収は完全に失敗に終わった。仮に買収自体が成功したとしても合併成立後の企業文化の統合の難しさを象徴する事例である。

上海汽車は2004年、イギリスのMGローバーの75と25の2車種のライセンスを6700万ポンド（約134億円）で買収した。一方、上海汽車よりも早くローバーと交渉を始めた南京汽車は、江蘇省政府の支持のもとでMGブランドとZR・ZTの2車種、それにイギリス工場にある完成車とエンジンの組立ラインや金型などの設備を5300万ポンド（約106億円）で買収した。その後、上海汽車はMGローバーの製品技術をベースに自社ブランドの「荣威」を開発し、発売した。それに対して、資金力と技術力で劣った南京汽車は、買収した技術をうまく吸収消化できず苦しんでいた。結局のところ、2007年に中央政府・国家發展改革委員会の調停のもとで、南京汽車そのものは上海汽車に20億9500万元で（約314億円）で買収されてしまった。上海汽車は南京で組立工場とエンジン工場を建設することで、MGブランドの中国での股裂き問題がようやく決着がついたのである。

⁶ 2011年9月6日、吉利本社でのインタビューによる。

⁷ 『日本経済新聞』「中国企業、海外資源獲得なお加速—M&Aに損失リスク、昨年は2.8兆円」、2009年7月26日。

以上みてきたように、吉利も北京汽車も上海汽車もその戦略は基本的には海外で技術や知財などの戦略資産を獲得し、中国に持ち帰ることを主眼にしている。少なくとも現段階でいえることは、中国企業のなかでは本格的に海外事業を展開するというよりも、当面はまず中国国内における産業高度化と技術の高度化（upgrading）の一環としてクロスボーダーM&A を捉えている傾向がある、ということである。ここには中国企業によるクロスボーダーM&A の大きな特徴が見られる。

4. インド発のクロスボーダーM&A

(1) インド自動車産業の低価格車競争と輸出拠点化

インドの自動車産業は中国と並ぶ自動車新興大国として世界からの注目を集めている（図5）。世界の自動車産業におけるメガトレンドは2つあり、そのひとつはいわゆる超低価格車（ultra low cost car）であり、もうひとつはパワートレインの電動化である。前者の代表格はインドのタタ・モーターズのNano であり、後者は電気自動車（EV）、燃料電池車（FCV）などの次世代自動車である。2009 年に世界一に躍り出た中国の自動車産業はまさにこの2つのメガトレンドのクロスロードに位置している。

2010 年現在、世界における自動車販売台数の中で、2 台に 1 台が広義の新興国とよばれる国々で販売され、4 台に 1 台が中国で販売されている⁸。さらに、2 台に 1 台が小型車であり、世界販売の小型車比率がすでに半分を超えている。特に、インドの乗用車市場は世界的にみても珍しいほど小型車が販売の約 8 割を占めており、主戦場になっている。

図 6 に示されたように、インド自動車産業の将来を決める低価格車競争が熾烈さを増しており、世界の自動車メーカーが低価格小型車の投入競争を繰り広げている。競争の焦点は 20 万ルピー（約 35 万円）と 35 万ルピー（約 60 万円）の価格帯であり、市場の急拡大が進んでいる（図 6）。

インドの自動車市場の規模は中国の 5 分の 1 程度に過ぎないが（表 4）、インド自動車工業会（SIAM）の発表によると、2009 年度の自動車輸出台数は 44 万台と前年比 33% 増加し、中国の輸出台数を抜いたといわれている。中国では大型車の生産が盛んであるのに対し、インドでは各社が小型車に力を入れていることがひとつの要因となっている。特に、国際金融危機以降、欧州各国などでは、政府が相次いで環境に優しい車の購入に補助金を給付する政策を打ち出しており、燃費の良い小型車の需要が盛り上がっていることもインドにとっては追い風になっている。小型車「i20」などを展開する韓国・現代自動車の現地法人ヒュンダイ・モーター・インディア（HMIL）も、インド最大手のマルチ・スズ

⁸ ここで言う広義の新興国は、BRICs とよばれるブラジル、ロシア、インド、中国に加え、ASEAN5 カ国、すなわち、タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピンとベトナムが含まれている。そのほかには、メキシコ、アルゼンチンなどの中南米諸国、ポーランド、ウクライナなどの中東欧諸国、サウジアラビア、エジプトなどの中近東諸国、それに南アフリカなどといったように、自動車産業の発展に必要不可欠な人口、購買力と経済規模をもっている国々を指している（久保鉄男：2011）。

キも輸出の拡大に力を入れている。インドでは特に、欧州仕向けを中心とする小型車中心の輸出拠点化が進んでいる（李・山田：2012a）。

（2）タタによる JLR の完全買収

インドの輸出拠点化の進展に平行する形で、インド企業の国際化も急ピッチで進んでいる。なかでも、タタ・モーターズが 2008 年、イギリスの高級車ブランドの JLR を買収したことは、新興国マネーが世界に拡散する象徴として受け止められた。

しかし、同社によるクロスボーダー M&A は JLR が初めてではない。タタは 2004 年に韓国の大宇自動車の商用車部門を 1 億 6200 ドルで買収、2005 年にスペインの Hispano Carrocera SA の株式 21% を 1200 万ユーロ（1550 万ドル）で取得し、2009 年に完全子会社化した。

タタはフォードから JLR を 23 億ドルで買収した際に資金繰りに苦労していた。インドの商業銀行最大手の国営ステート・バンク・オブ・インディア（SBI）などから 30 億ドルもの資金を借り入れた。日本のみずほコーポレート銀行と三菱東京 UFJ 銀行もインド内外の銀行団に参加した。その後の両ブランドの再建費用や、有名な「10 ワルビー・カー」Nano の専用工場の 2 度にわたる移転などでコストがかさみ負債が膨らんだ。JLR の両ブランド（ジャガーとランドローバー）は買収後の 10 カ月間の税引き前損益で 2 億 8100 万ポンド（約 420 億円）の赤字を計上した。タタ財閥の総帥であるラタン・タタ会長は「英政府の支援がなければ経営できなくなるだろう」と述べ、英国工場の閉鎖の可能性もあるとの認識を示したほどだった⁹。

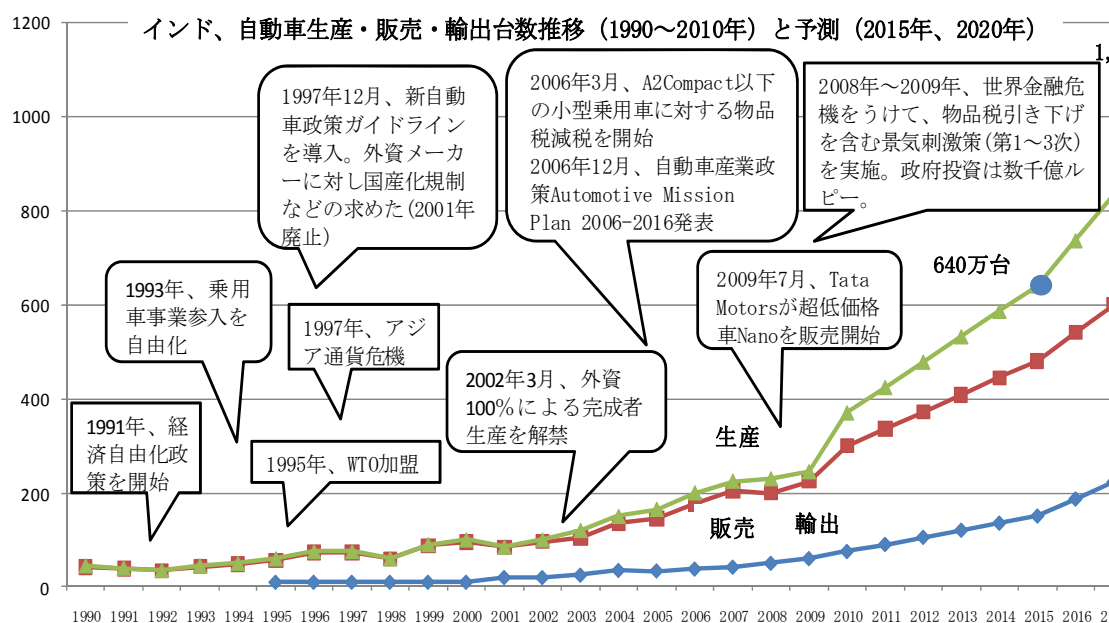
英国政府は 2009 年、JLR に最大で 2700 万ポンド（約 36 億円）を補助金として支給すると発表した。英政府の狙いは環境対応車の開発を支援するとともに、イギリス国内工場での雇用維持を助けることにあるとされる。タタは、環境車開発計画で、欧州投資銀行（EIB）から開発資金 3 億 4000 万ポンド（約 460 億円）を得た。

タタはインドでまず富裕層が多いムンバイに JLR 店舗を開き輸入販売を始めたが、高級車では 100% を超える高額の入関税がかかるため、2011 年に西部マハラシュトラ州プネに JLR の組立工場を建設し、今後、さらに新工場の建設も計画している。引き継いだ欧米市場に加え、中国市場でも JLR の販売を伸ばし、世界事業の網の目は着実に広がっている。

JLR の世界販売台数は 2009 年に前年同期比 16% 増の約 19 万 4000 台を出荷、2010 年にも 40% 増の急回復を見せ、2011 年には 30 万台を超えた。2012 年の世界販売台数は 35 万 8000 台であった。ブランド別ではランドローバーが前年比 36%、ジャガーが 6%、それぞれ増えている。なかでも新型高級スポーツ多目的車（SUV）「レンジローバー・イボーク」（Range Rover Evoque）が好調で、10 万 9000 台を販売した。

⁹ 李・山田（2010）による。

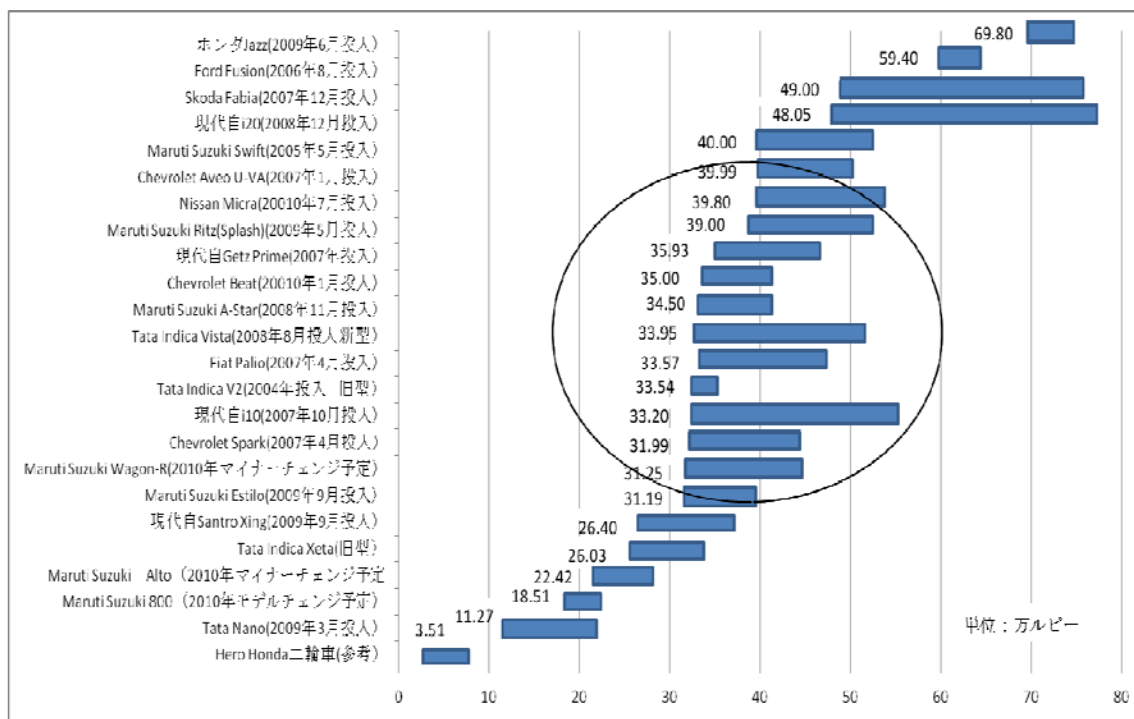
図5 インドにおける自動車生産・販売・輸出台数の推移と予測



出所：久保鉄男（2011）。

図6 インドにおける低価格小型車の投入競争

【A1/A2 セグメント小型車の価格帯一覧】



備考：A1＝ミニ：全長 3401 ミリ未満。A2＝コンパクト：全長 3401～4000 ミリ。

出所：Fourin (2009)、p.50。

JLR 車の中国市場での販売が好調だったことも業績回復を支える重要な要因である。中国での販売台数は 2011 年には前年比 60%増、2012 年には前年比 71%増の 7 万 2000 台を記録した。JLR の中国販売はついに足元の英国を抜いて世界最大となり、英国は前年比 19%増の 6 万 8000 台にとどまった。これに米国の 5 万 6000 台 (11%増)、ロシアの 2 万台 (43%増) が続いた¹⁰。

このように、JLR の業績はタタ本体よりも一足早く急回復し、2009 年末に 5 四半期ぶりに営業損益が黒字に転換した。2011 年の黒字転換の目標は 2 年前倒して達成されたのである。また、2008 年度に 250 億 5250 万ルピーの連結赤字に転落したタタ・モーターズは、翌年度には 257 億ルピーの黒字へと業績が急回復した。2010 年 7 月～9 月期も連結で 222 億ルピーの純利益を計上し、このうち 77%を英国子会社の JLR が稼ぎ出した。タタ・モーターズの株価も 2010 年初から 60%以上も上昇した¹¹。

JLR は、欧州の景気回復に加え新車の投入やコスト削減が効果を生み、JLR は 2010 年 10 月に閉鎖する予定だった英国内 3 工場の存続を決定、今後 5 年間で毎年 10 億ポンドの投資を行うと発表した。労使間の協定も平和裏に締結できた。タタは JLR 買収のために借り入れたつなぎ融資 30 億ドルを近く完済する見通しであり、超低価格の小型車 Nano などの発売で 2010 年には現代自動車を抜いてインド乗用車市場で第 2 位に浮上した。

2013 年、JLR はイングランド中部のソリフル (Solihull) 工場で新たに 800 人を採用すると発表した。今後の新モデルの開発・生産に向けたものとされているが、うち 200 人は英政府の地域成長基金の支援を受けている。同工場ではすでに約 6,000 人の従業員を抱えている¹²。

タタ・モーターズのフォスター社長兼 CEO と JLR のラルフ・スペッツ CEO は、「(超低価格車) Nano の高級バージョンと、ジャガーの廉価版を開発したい」と表明し、大衆車と高級車の隙間を埋めるラインナップ構築の可能性に言及した¹³。こうした業績回復を見届けて 2010 年 7 月、タタは JLR と共同で高級車を含めた新型車を開発する方針を発表した。生産コスト削減のため、2009 年にはすでにインドと中国に調達事務所を開設、低コストの新興国から部品を調達する準備を整えた。トルコや東欧、南アフリカなどには進出していたが、欧州ではほぼ無名に近かったタタは、JLR 買収で一気にグループの知名度を高めたのである。

2012 年 3 月、タタ傘下に入った JLR は中国の民族系大手自動車メーカーである奇瑞汽車 (Chery) と折半出資による合弁企業の設立および JLR 車の中国現地生産に合意、同年 11 月には江蘇省常熟市でラタン・タタ会長参加のもとで新工場の定礎式を行った。常熟は

¹⁰ NNA「英国ジャガー、昨年の販売台数は 30%増加」、2013 年 1 月 15 日、
<http://headlines.yahoo.co.jp/hl?a=20130115-00000012-nna-eurp> 2013 年 1 月 23 日アクセス。

¹¹ 李・山田 (2010)。

¹² NNA「英国ジャガー、昨年の販売台数は 30%増加」、前掲。

¹³ *Business Standard* 紙 (2010 年 11 月 11 日付) の報道による。

トヨタの中国 R&D センターの所在地としても知られている。新会社「奇瑞捷豹路虎汽車有限公司」(Chery Jaguar Land Rover Automotive Company)と命名され、完成車では初の印中合弁事業となる。総投資額は 109 億人民元(約 1400 億円)、新しい組立工場やエンジン工場は 2014 年に完成する予定である。

JLR と奇瑞の新しい合弁事業は、クロスボーダー M&A を通じて獲得した戦略資産を軸にした新興国の民族系大手企業同士の本格的な資本提携事業として、今後の国際競争のパターンと新しいビジネスモデルの展開を観察するうえでひとつの重要な試金石になるだろう。

(3) M&M、GM India および“One Ford Mission”

一方、上海汽車による買収が完敗に終わった韓国の双龍自動車が経営破綻したのちに、上海汽車の後を引き継いだのは、インド 4 番目の自動車メーカーで商用車・RV 大手のマヒンドラ・アンド・マヒンドラ (M&M) であった。M&M は、2010 年末に双龍を傘下に収めたのである。98%を国内市場に依存する M&M にとって、新興国・途上国を中心に世界 98 カ国・地域に販売網を持つ双龍は海外市場開拓の貴重な足がかりである。上海汽車と同じように海外事業の経験が少ない M&M は、今後上海汽車の教訓をどのように汲み取るのか、さらに強い韓国の組合とどのように付き合っていくのか、注目されるところである。

ところが、2011 年 9 月現在、双龍の業績が回復したと伝えられており、同社に対してトランスミッションの供給をしている吉利傘下の DSI International 社 (オーストラリア) は、供給が生産に追い付かないといわれている¹⁴。前述のように、DSI も 2010 年に黒字転換に成功している。

韓国からの撤退を余儀なくされた上海汽車だが、2009 年、GM のインド生産子会社である GM India に 50%出資した。50%の折半出資だが、これは実質的に GM India の経営権の半分を握ることを意味する行動である。GM がインド西部グジャラート州の工場に 2 億 5000 万ドルを投じて増産体制を整える (李・山田：2012a)。提携先の上海汽車が持つ乗用車や商用車を含め低価格車を中心にインド市場に投入する予定である。

GM は上海汽車を新興国市場の拡販に戦略的パートナーとして提携を深めていく方針であり、最近ではインド進出や小型車用エンジンの共同開発など両社の接近が目立つ。2009 年末、上海汽車との折半出資だった上海 GM の株式 1%を上海汽車に売却、持ち株比率は 49%に低下し、経営の主導権を失った。2010 年 11 月、新生 GM が再上場した際に、上海汽車傘下の上海汽車香港投資有限公司が、1 株 33 ドルで GM の 1515 万一般株を総額約 5 億ドルで購入し、GM 株全体の 0.97%を取得した (李・山田：2012b)。

¹⁴ 2011 年 9 月 6 日、吉利本社でのインタビューによる。

その一方で、GM の資産売却が遅すぎたという批判もある。タタに買収されたジャガー・カーズのマイク・オドリスコル社長は、2009 年にインタビューで「フォードは 3 年くらい前から買収したブランドを売却し、手元のキャッシュ・ポジションを増やしていた。そのころ、ジャガー・ランドローバーが売却された」と、フォードのアラン・ムラーリ (Alan Mulally) CEO の手腕を高く評価している。それはまるでサブプライムが破綻することを予想していたような経営判断であった、と指摘した¹⁵。

2007 年にボーイングからフォードの CEO に就任したムラーリは先見性があり、金融危機より前に“**One Ford Mission**” (ひとつのフォード) という新しい戦略を打ち出し、フォードブランドをグローバルに一本化する方針を固めた。これはフォードが 1990 年代以降買収してきた小さなブランドを手放していくという戦略である。フォードは 2008 年に JLR をインドのタタに、2010 年に中国の吉利にボルボを売却した。さらに、2008 年に保有するマツダ株約 20% を、2010 年にさらに 7.5% を放出し、マツダへの出資比率が 3.5% に下がった。

一連の大胆な事業改革が実り、2009 年に GM やクライスラーが経営破綻するなか、フォードは自力で危機から脱却できたのである。2009 年の決算は 4 年ぶりに黒字転換を果たし、2010 年の純利益も前年比 136% 増の 66 億ドルと続伸させた。2011 年の純利益はさらに、前年比 3 倍増の 202 億ドル (約 1 兆 5500 億円) に達し、1998 年以来、過去最高を記録した¹⁶。“**One Ford Mission**” は結局、グローバル規模で事業の選択と集中を徹底的にやり遂げる危機対策の本流にほかならなかったのである。

5. 結論とインプリケーション

(1) 結論—中印比較

“**One Ford Mission**” の結果として、JLR はインドのタタの傘下に入り、ボルボは中国の吉利に買収されることになった。これまでのところ、インド企業は買収した企業とのあいだでは大きな摩擦やトラブルもなく、少なくとも買収そのものが失敗に終わったという案件はない。

その原因については、筆者の管見では次の 5 点を挙げることができるのではないかと考える。

- ① 国際的な視野をもつ経営者の存在
- ② 市場メカニズムをベースにした資金調達や経営責任を伴うマネジメント体制の確立

¹⁵ 清水 (2009)。

¹⁶ ただし、これは税金に関する会計処理で、124 億ドル (約 9510 億円) の一時利益を計上したため。北米での業績は伸びたが、アジア太平洋地域や欧州では赤字を計上している (森 : 2012)。

- ③ 国際的な投資銀行、コンサルタント会社や監査法人など専門家集団による検証プロセス
- ④ 高度の英語によるコミュニケーション能力を備えた経営陣と中間管理層の存在
- ⑤ インド人エリート層の国際経験と国際感覚

タタ・グループはその代表格である。まずいえるのは、インド企業のフレキシブルな国際経営感覚の面で一步中国企業をリードしているということである。

そもそも、かつてウィンストン・チャーチルが提起した「英語国家」という範疇のなかにはインドが含まれているのである。欧米に強いとされるインド企業、インド人経営者および技術者は、英語による思考法やコミュニケーションなどの面においては、中国人よりも、場合によっては日本人や韓国人よりも上なのかもしれない。相手国の思考様式や文化に対する理解の度合いは、多かれ少なかれ国際経営の面、特に対人関係の面に現れてくるのである。

問題はむしろ中国企業による M&A である。『日本経済新聞』が中国のメディアの報道を引用したところによると、2008 年に中国企業がクロスボーダー M&A 関連で計上した損失額は約 2000 億元（約 294 億ドル）にのぼった。損失の中身については明らかにされていないが、同年のクロスボーダー M&A の総額は 302 億ドルであったので、損失額はいかに大きかったのかがわかるだろう。資源以外の分野では、中国大手企業の海外進出が裏目に出るケースが増えている。「海外投資案件の 7 割が失敗事例」（中国商務省系シンクタンク）という指摘もある¹⁷。

大規模な案件では、経営破綻したベルギー・オランダ金融大手のフォルティスに出資した生保大手の中国平安保険のケースがある。保有していたフォルティス株で 228 億元（約 33 億ドル）の損失を計上した。政府系ファンドの中国投資有限責任公司（CIC）は一時、米国のブラックストーン・グループとモルガン・スタンレーなどへの出資で損失額が 60 億ドル（約 410 億元）を上回ったといわれている。また、買収対象とした企業が経営難に陥っている案件も目立つ¹⁸。

これらの事実とデータは、クロスボーダー M&A 関連で中国企業が如何に巨額の授業料を支払わされたのかを如実に物語っている。それは、中国発 M&A の特徴とされる国有企業と国有資本の主導による M&A の最終責任がいったい誰が負うのかという、コーポレート・ガバナンス（企業統治）と国有資産の帰属といった経済体制と企業システム上の問題を提起した。政府の行動と国有資本の投入は、結局のところ、市場メカニズムを歪めてしまうのである。

一方、上海汽車や北京汽車などの国有企業と違って、民営資本の吉利はどうだろう。国有企業のように国有資産を動かす力こそないが、吉利は地方政府の資金力を借りてボルボ

¹⁷ 日本経済新聞、2009 年 7 月 26 日、前掲。

¹⁸ 同上。

の買収を成功に導いたのである。民間資本と地方の国有資本のコラボレーションによる買収であったが、それもおそらく今後の事業展開の不安定要因になりかねない。タタ・モーターズも巨額の英国政府の補助金と欧州投資銀行の開発資金（合計で約 496 億円）を得たが、企業－政府関係からみれば、吉利と地方政府の関係とは文脈 (context) が違っていた。後者の場合は、地方政府は監督者やスポンサーという立場ではなく、完全にメイン・プレイヤーの一員として競技場の上に立ってしまったのである。

以上のガバナンス・メカニズム上の問題と並んで、はたして吉利とボルボという 2 つの文化もブランドイメージも全く違う企業はうまく統合できるのか。いわゆる合併成立後の統合プロセス (Post-Merger Integration, PMI) の問題が待ち受けている。その答えは不安だらけである。

PMI は M&A 成立後に、新しい組織体制のもとで当初企図した経営統合によるシナジーを具現化するために、企業価値の向上と長期的成長を支えるマネジメントの仕組みを構築、推進するプロセスの全体を指している。特に企業文化の違いをどのようにマネジメントするかは PMI の重要なテーマである。M&A が企業活動にもたらす成果の度合いは、この PMI の巧拙によって決まるといわれている¹⁹。

李書福会長は、吉利は向こう 5 年間でボルボ車を中国で 150 万台売ると豪語した。仮にそれが実現できたとしても、北欧の血統を引き継いだボルボの高級車ブランドがまだ健在かどうか、不安感がさらに増幅するのである。

ただ、2011 年のボルボの世界販売台数は前年比 20% 増の 44 万 9000 台に達し、そのうち、中国市場では前年比 55% 増の 4 万 7000 台となっている。また、ボルボ買収の効果を反映して、吉利は 2012 年に「フォーチュン・グローバル 500」(Fortune Global 500) にランクインされ、前年の 688 位から一気に 475 位に飛躍した(売上高 233 億 5570 万ドル)。ちなみに、ランクインした中国企業は 73 社にのぼり、日本 (68 社) を抜き、はじめて米国 (132 社) に次ぐ世界第 2 位になったのである。

一方、ボルボの乗用車部門は、1999 年にフォードに買収されてからの 10 年間には、フォードに合わせた製品戦略を展開してきた。高級車メーカーのボルボは、量産車メーカーであるフォードのフラットフォーム戦略に合わせた製品開発を行ってきたために、いわゆるボルボの「フォード化」が進んでいる。シンプルさを求められる高級車にしては、製品シリーズ (9) やプラットフォーム (3) の数が増えすぎた嫌いがある。吉利はフォード以上に量産を志向しているため、ボルボと吉利の製品のあいだには新車開発のコンセプトが合致するかどうか、はたして市場で受けられるかどうか、などといったマーケティング戦略や製品戦略上の課題が多く残っている。

M&A 成立後の技術の融合や企業文化の統合など経営管理面の諸課題は、結局のところ、

¹⁹ 『人事労務用語辞典』 PMI : <http://www.weblio.jp/content/PMI> 2012 年 12 月 12 日アクセス。

企業自ら克服せざるをえない。それこそ若き新興国の多国籍企業のアキレス腱なのである。同じ新興国企業ではあるが、クロスボーダーM&A という分野では、現段階に限っていえば、インド企業が中国企業より優位に立っていることは明らかである。

(2)理論的インプリケーション

新興国の代表的な産業である自動車産業において、このようなクロスボーダーM&A による海外事業展開が、先進国にキャッチアップする近道になることは確かである。小論の理論的なインプリケーションのひとつとして、優位性を前提にしたダニングの「折衷理論」と比較すれば、中印のような新興国の企業は、所有特殊的優位性（すなわち、O）を対外直接投資の前提とせず、むしろそのような優位性を獲得していくために海外に進出する、あるいは海外の戦略資産を獲得していくという行動をとった。一見、逆説的（paradoxical）な仮説であるが、そのような現象自体が、グローバル化時代における競争優位性の相対化および資本フローの双方向化の大きな流れを如実に表している。

言い換えれば、新興国企業にとっては、先進国企業にキャッチアップするための海外進出であり、クロスボーダーM&A なのである。この点こそ、対外直接投資の動機として「折衷理論」では説明できない別の説明変数になる。

この場合は、先進国多国籍企業にとっては、立地特殊的優位性（すなわち、L）はもはや存在せず、それはむしろ買収する側の新興国企業側にシフトしてきているのである。自動車産業において典型的にみられたように、先進国市場が、停滞か縮小するなかで、中印のような新興国市場が、グローバル自動車産業の主戦場になっていることは明白である（本稿 4-1 参照）。すなわち、「折衷理論」でいう立地優位性という意味では、一部の産業において先進国と新興国のあいだでは、すでに立場が逆転している²⁰。

一方、「キャッチアップ型工業化論」では、内部の能力蓄積を重視する「日本モデル」の適用を重視するあまり、M&A によるキャッチアップのパターンは論外にされてきた。日本企業一場合によっては韓国企業も一その成長期においては、資本市場がまだここまで成熟しておらず、後発国の企業が内部の能力蓄積に頼らざるをえなかったという経営環境面の制約があったことは否めない。特に、アジアにおける製造業の盛んな国々はこれまでそのような傾向があった。いわゆる「日韓モデル」は、内部の能力蓄積による企業成長を重視するパターンなのである。

それに対して、まだ成敗を見極めない現段階では、いわゆる「中印モデル」の抽出作業は時期尚早である、と筆者は認識している。中印のあいだにも温度差や相違点がある。ただ、共通点のひとつとして、世界に雄飛するためのワンステップとしての M&A（インド）、

²⁰ この点については、国際ビジネス研究学会第 18 回全国大会（2011 年 10 月 23 日@富山大学）における筆者の研究報告「新興国企業のクロスボーダーM&A の国際比較－中印自動車産業を中心に－」に対する藤本隆宏・東京大学教授のコメントに負うところが大きい。記して深く感謝する。

あるいは現段階ではとりあえず国内の産業高度化、技術の高度化を実現する手段としての M&A（中国）というパターンがあることを例示することができる。

前者は、ブランドや販売チャネル、技術などの戦略資産（すなわち所有特殊的優位性＝O）を獲得するための、言い換えれば、国際化のための M&A という「攻め」（forward）の性格が強い。後者は、やや守り気味（backward）であり、中長期的には本格的な海外事業展開を視野に入れるものの、当面は中国国内で国際的なブランド力や技術力を活用し事業の拡大を図り、戦略資産を保有する外国企業を「強化選手」として導入し厳しい国内競争を勝ち抜くというやや「自己矛盾的」な対外直接投資の動機がみられる。

もちろん、産業によっても相当違うことを指摘しなければならない。産業特性を考慮する必要があるが、たとえば、情報通信設備の分野では、華為（Huawei）や中興（ZTE）のような真の国際企業がすでに現れている。また、家電産業のように、ハイアール（海爾）やハイセンス（海信）のように、海外での売上げをどんどん伸ばしている企業も少なくない。それらの産業に対し、自動車産業は製品が複雑であるがゆえに、今や中国の民族産業の苦悩の象徴的な存在になっている。そのための試行錯誤の一環として、クロスボーダー M&A が現れたのである。

ただ、いずれの場合においても、「小」が「大」を呑み込むことは望ましいものではない。経営の体力で劣っている新興国企業は、合併成立後の統合プロセス（PMI）をより難しくするだけである。その過大な経営リスクと高いイニシャルコスト（初期投資費用）、それにランニングコストという重い十字架を自ら背負ってしまうからである。

クロスボーダー M&A の成否は、新興国側の技術吸収力と異文化マネジメント能力にかかっている。それは結局、本国での自主開発力と組織能力、および本国における製造業の総合的な到達水準によって規定されるのである。従って、小論のイシューである「クロスボーダー M&A は自主開発と技術導入と並ぶ産業発展の第 3 のパターンになるのか」という問いに対して、基本的には“Yes”だが、それは条件付きの“Yes”ということである。この第 3 の道はリスクに満ちたイバラの道でもあるので、クロスボーダー M&A を敢行する新興国企業は自らハードウェア（資金力と人材）とソフトウェア（技術吸収力と管理ノウハウ）の両面において十分に準備しておくことを強く求められるのである。

【付記】

本研究は科学研究費（基盤 B 海外学術調査）「海外経営における企業間分業とネットワーク—日中企業比較」（研究代表者：川井伸一、2008～2010 年度、課題番号 20402033）および中国国家自然科学基金（National Natural Science Foundation of China, NSFC）プロジェクト No. 71072021 と No. 71172176 による研究成果の一部である。さらに、日本経済研究センター「アジア研究」プロジェクト『拡大アジアを拓くインド・中国』（主査：

浦田秀次郎、2010 年度日本経済新聞社からの受託研究、『インド vs. 中国—二大新興国の実力比較』と題して 2012 年に日本経済新聞出版社より出版) の研究成果の一部も取り入れている。

参考文献

- Casson, M. (1979), *Alternatives to the Multinational Enterprises*, London: Macmillan.
- Coase, R. (1937), “The Nature of the Firm”, *Economica*, 4 (16): pp.386–405.
- Coase, R. (1990), *The Firm, the Market and the Law*, Chicago: University of Chicago Press (宮沢健一、後藤晃、藤垣芳文【訳】『企業・市場・法』東洋経済新報社、1992 年) .
- Dunning, J.H. (1979), “Explaining Changing Patterns of International Production: in Defense of the Eclectic Theory”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 41.
- Dunning, J.H. (1981) , *International Production and the Multinational Enterprise*, London: George Allen & Unwin.
- Dunning, J.H. (1993), *Multinational Enterprise and the Global Economy*, Workingham: Addison-Wesley Publishing Company.
- Fourin (2009), 『インド自動車・部品産業 2010』 Fourin.
- Hymer, S. (1960), *The International Operations of National Firms: a Study of Direct Foreign Investment*, doctoral dissertation , Cambridge, Mass: MIT Press (published in 1976, 宮崎義一編訳『多国籍企業』岩波書店、1978 年、所収).
- Kindleberger, C. P. (1969), *American Business Abroad, Six Lectures on Direct Investment*, New Haven: Yale University Press (小沼敏監訳『国際化経済の論理』ペリカン社、1970 年) .
- 梶田幸雄・菊池正俊・田漢哲 (2011) 『中国企業の日本企業 M&A』、蒼蒼社。
- 経済協力開発機構 (OECD、編著) (2008) 『中国クロスボーダー M&A OECD 投資政策レビュー：中国』、門田清訳、明石書店。
- 国務院発展研究中心企業研究所課題組 (2006) 『中国企業国際化戦略』、人民出版社。
- 久保鉄男 (2011) 「アジアなど新興国自動車産業の世界的な拡大とインパクト」『世界自動車産業フォーラム』資料集、5 月 20 日、北京。
- 李春利 (2005) 「製品開発」、「民営企業の事例研究」、丸川知雄・高山勇一編著『新版 グローバル競争時代の中国自動車産業』、蒼蒼社、pp.104-152、pp.289-335。
- Li, C. (2005) “Trends of Open Product Architecture and Internationalization of Private Companies in the Chinese Automobile Industry”, 『愛知大学経済論集』、Vol. 169, pp.267-302, November. (Also as “Trends of Open Product Architecture and

- Internationalization of Private Companies in the Chinese Automobile Industry”, Working Paper for International Motor Vehicle Program (IMVP), MIT, August 2002.)
- Li, C. (2006) “China Targets Detroit”, *World Business*, cover story of the inaugural issue, pp.29-32, Heymarket, in association with INCEAD, London, April.
- 李春利 (2008) 「中国企業の米国市場参入戦略」、高橋五郎 [編著] 『海外進出する中国経済』、日本評論社、pp. 260-274。
- 李春利 (2009) 「中国自動車産業における外資政策と『自主创新』－国際金融危機への対応」、杜進 [編] 『中国の外資政策と日系企業』(21 世紀政策研究所叢書)、勁草書房、pp.101-127。
- 李春利 (2010) 「中国版グリーン・ニューディール政策」、朱炎 [編] 『国際金融危機後の中国経済』(21 世紀政策研究所叢書)、勁草書房、pp.177-217。
- 李春利・山田剛 (2010) 「印中製造業の戦略比較と協力の可能性」、公益社団法人 日本経済研究センター『拡大アジアを拓くインド・中国－大海アジアの巨象と巨龍』(日本経済新聞社からの受託研究)「アジア研究」報告書、pp.153-174、12 月。
- 李春利・山田剛 (2012a) 「自動車・部品－インドが世界の生産ハブに」、浦田秀次郎・小島眞・日本経済研究センター編著『インド vs. 中国－二大新興国の実力比較』、日本経済新聞出版社、pp.178-193。
- 李春利・山田剛 (2012b) 「M&A ますます活発化」、浦田秀次郎・小島眞・日本経済研究センター編著『インド vs. 中国－二大新興国の実力比較』、日本経済新聞出版社、pp.216-229。
- 北京汽車經濟管理研究所 (2012) 『大突围 中国汽車海外發展戰略研究』、北京理工大学出版社。
- 森脇稔 (2012) 「フォードモーター2011 年通期決算…純利益は 3 倍に」
<http://response.jp/article/2012/01/28/169100.html>、2013 年 1 月 23 日アクセス。
- 丸川知雄・中川涼司編著 (2008) 『中国発・多国籍企業』、同友館。
- 宮島英昭編著『日本の M&A－企業統治・組織効率・企業価値へのインパクト』、東洋経済新報社。
- 南方都市報 (2010) 「吉利背後の羅斯柴爾德家族」、4 月 10 日。
<http://smrb.smnet.com.cn/shtml/smrb/20100410/4985.shtml>、2010 年 5 月 1 日アクセス。
- 澤田貴之 (2010) 「中国とインドの対外直接投資とクロスボーダーM&A」、澤田貴之 [編著] 『アジア社会経済論』、創成社、pp. 197-236。
- 清水和夫 (2009) 「GM 破綻が教える“アメ車の”エコカーの形」、
<http://trendy.nikkeibp.co.jp/article/lcc/20090820/1028311/>、2010 年 5 月 20 日アクセス。

- 末廣昭（2000）『キャッチアップ型工業化論』、名古屋大学出版会。
- 熊琳・梶田幸雄（2008）、『中国の M&A—その理論と実務』、日本評論社。
- 山本晃・田暉・成立（2009）、『事例で学ぶ中国企業買収の実務』、中央経済社。
- 楊東（2007）『中国の M&A 法制—制度運用の実証分析』、中央経済社。
- 趙 Yi（2010）「吉利收購沃爾沃細節揭秘」、『第一財經日報』、9 月 8 日。
- 朱炎（2010）「中国企業の対外投資」早大中国塾報告資料、7 月 3 日。