

中国企業による国際 M&A の特徴に関する試論

—中国化工集団の事例を中心に—

**The Analysis of the Chinese Corporation's Cross-border M&A:  
A Case Study of ChemChina Corporation**

頼 雅 琼

LAI, YaQiong

(兵庫県立大学大学院)

(Graduate School of Business, University of Hyogo)

**要旨**

近年、中国企業による国際 M&A が急増している。その背景には、中国政府の後押し、人民元の切上げ、国際貿易摩擦の回避、国際競争の激化などがあった。増加しつつある中国企業の国際 M&A が、どのような特徴を持っているのかについて、未だ明らかになっていない。本稿は、中国化工集団の国際 M&A という具体的な事例を取り上げ、M&A 全体のプロセスを詳しく分析することによって、中国企業による国際 M&A の特徴の一面を解明する。分析にあたっては、Larsson & Finkelstein(1999)の「M&A パフォーマンスモデル」を利用する。分析の結果、中国化工集団の国際 M&A には、次のような特徴が見られた。①経営資源の獲得に対する強い執着心、②完全所有志向、③組織統合のレベルの低さ、④組織学習の重視という 4 つである。

**Abstract**

In recent years, the number of the cross-border M&A by Chinese corporations has been increasing rapidly. There are several factors behind the scenes, such as the support of the Chinese government, the appreciation of the Chinese yuan, avoiding the trade friction, intensifying global competition and so on. This paper aims at identifying the features of the Chinese corporations' cross-border M&A, by

taking ChemChina Corporation as a case and analyzing its whole M&A process. The “M&A performance model” from Larsson & Finkelstein(1999) is used to analyze the case. There are four features of ChemChina Corporation’ cross-border M&A: ①the strong eager to acquire the management resource, ②the orientation towards the holly ownership, ③the low degree of organizational integration, ④emphasis on organizational learning.

## キーワード

中国化工集団、国際M&A、組織統合、組織学習、シナジー効果

## Keywords

ChemChina Corporation, Cross-border M&A, Organizational Integration, Organizational Learning, Synergy Realization

## 1. 研究目的

中国企業の国際M&Aが始まったのは1980年代であった。文(2009)によれば、中国企業の国際M&Aには、大きく2つの波がある。1つは1980年代から1997年までであり、もう1つは1997年から現在に至るまでである。前者の第1段階に比べ、後者の第2段階の方は国際M&Aの金額も件数もはるかに多い。その背景には、潤沢な外貨準備の活用を迫られた中国政府からの後押し、人民元の切上げ、国際貿易摩擦の回避、国際競争の激化などがあった。国際M&Aの大多数は中国国営企業によって行われたものであり、近年、実力のある大手民営企業による国際M&Aも増えてきた。これらの中国企業は、強い資金力を持ち、自社のさらなる成長に必要な経営資源を短時間で獲得するために、積極的に国際M&Aを展開している。

増加しつつある中国企業の国際M&Aが、どのような特徴を持っているのかについて、未だ明確ではない。本稿は、中国化工集団の国際M&Aという具体的な事例を取り上げ、M&A全体のプロセスを詳しく分析することによって、中国企業による国際M&Aの特徴の一面を解明する。分析にあたっては、後で述べるように、Larsson & Finkelstein(1999)の「M&Aパフォーマンスモデル」を利用する。

---

<sup>1</sup>酒向 (2010)p.1。

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、積極的に国際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。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、生産量の増大や市場の拡大など、一定の成果を収めた事例は、中国では極めて少ない。また、同社の国際M&A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、研究されたことがこれまでほとんどない。

本稿では、まず事例研究に使う分析枠組みを説明する。次に、中国化工集団の概要と中国化学産業の現状を紹介する。その後、中国化工集団が2006年に展開した3つ国際M&Aの事例を取り上げ、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する。最後に、分析枠組みを利用し、中国化工集団による国際M&Aの特徴について検討する。

## 2. 先行研究と分析枠組み

M&Aは戦略、組織、財務などに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野の視点から展開されてきた。例えば、戦略論におけるM&A研究は、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(Jensen & Ruback, 1983; Lubatkin, 1983; Jensen, 1986; Roll, 1986; 佐藤, 1987; Walter & Barney, 1990; Datta, 1991; 中村, 2003; Mitchell & Philip, 2011)。経済学におけるM&A研究は、M&Aによる経済効果の分析を中心に、会計ベースの方法および計量経済学的手法を利用しM&Aの成果を評価する(Meeks, 1977; Mueller, 1980; Hoshino, 1982; 村松, 1986; Ravenscraft et al., 1987; Yeh & Hoshino, 2001; 深尾, 2005; 岡部・関, 2006; Kruse et al., 2007など)。財務論におけるM&A研究は、株式市場ベースの方法でM&Aのパフォーマンスを評価することが多く、短期株価効果や、長期株価効果、株価効果の影響要因などに関する分析が主要である(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; Nitin, 2012など)。組織論におけるM&A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; Lajoux, 1998; 中村, 2003; 西口, 2007; 久保, 2009など)。

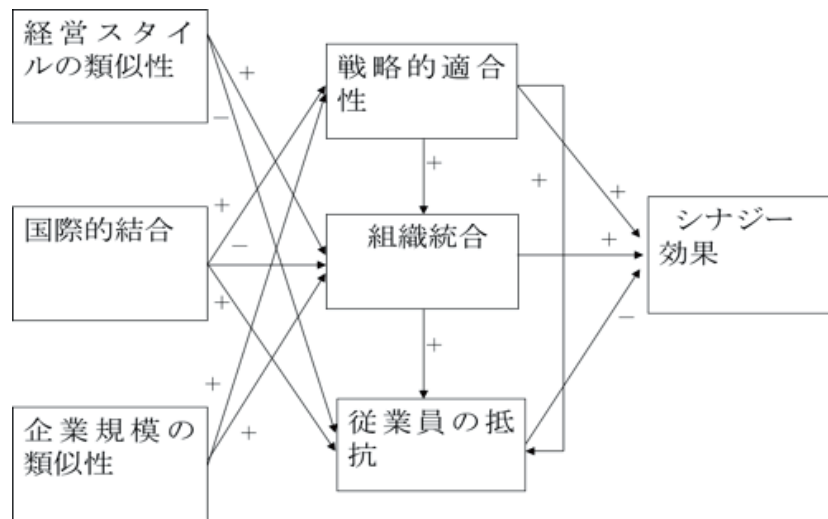
これらの先行研究の大きな特徴としては、各分野の研究がそれぞれ独立し、相互の関連性が少なく、各学問領域の視点からM&Aという現象を分析した。しかし、中村(2003)によれば、M&Aは意思決定か

ら統合までの一連のプロセスであり、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。また、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だという。Larsson & Finkelstein(1999)も、これらの分野の理論が実際には繋がっていることを指摘し、従来の研究がこれらの理論の連結を試みておらず、M&Aに関する研究が静的で不完全だと述べた。筆者も、M&Aは静的なものではなく、準備、交渉、統合など一連のプロセスからなるものだと考える。M&Aに関する理論研究においても、動的視点からM&Aを捉え、戦略論、財務論、経済学、組織論など多様な学問分野で蓄積された理論を利用し、総合的な観点からM&A研究を展開すべきと思われる。

そのため、事例分析においては、Larsson & Finkelstein(1999)の「M&Aパフォーマンスモデル」(図表1)を利用する。このモデルは、M&Aに関連する各学問分野の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のシナジー効果に影響を及ぼす諸要因を解明した総合的なモデルである。

Larsson & Finkelstein(1999)は、次のような手順でこのモデルを導いた。まずは戦略論、組織論、人的資源論、経済学・財務論の視点からM&A理論研究にとって重要な要素を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。「戦略的適合性」、「組織統合」、「従業員の抵抗」が「シナジー効果」に与える影響を中心に、これらの要素の因果関係をケース・サーベイ及び実証分析で検証した。次に、この検証結果に対して、「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つの要素を加えた。これら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」にどのように影響するかを測定し、間接的にM&Aシナジー効果への影響を検証した。このように、このモデルは理論的研究の範囲にとどまらず、企業側の特性も考慮しながら、M&A研究に関して総合的な視点を提示した。ここでは、この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、より総合的な視点から事例を吟味し、中国企業による国際M&Aの特徴を探りたい。したがって、Larsson & Finkelstein(1999)の「M&Aパフォーマンスモデル」の因果関係を再検証することは本論文の目的ではない。以下では、これら7つの要素の概要を説明する。

図表 1 : M&A パフォーマンスモデル



出所: Larsson & Finkelstein(1999)p.13

① シナジー効果

M&A パフォーマンスの測定について、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。しかし、Larsson & Finkelstein(1999)によると、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、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曖昧で、明確に判断することができない。また、この2つ計算方法とも、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の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の基準でM&Aの成果を測る。シナジー効果の測定について、彼らは、コストの削減、生産力の増大、新市場の開拓などの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する<sup>2</sup>。

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つがある<sup>3</sup>。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

<sup>2</sup> 各要素の具体的な判断基準は付表1を参照。

<sup>3</sup> Larsson & Finkelstein(1999)p.5。

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、戦略的適合性も高い。戦略的適合性の測定について、Larsson & Finkelstein(1999)は、市場の類似性、製品の類似性、市場の補完性、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。

### 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に影響し、組織統合の程度が高いほどM&Aのシナジー効果が高いという仮説を立てた。組織統合の程度の測定について、Larsson & Finkelstein(1999)は「企業間の相互作用」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。

### ④従業員の抵抗

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の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。

### ⑤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ージャーが、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。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。

### ⑥国際的結合

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。Larsson & Finkelstein(1999)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、組織、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。



### ⑦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。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。

## 3. 中国化工集団による3つの国際M&A

### 3.1 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、A株上場企業10数社の株式を支配している。また、海外においては140ヶ国・地域に研究開発・生産・販売拠点をもち、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。その業務範囲は、図表2で示すように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2)。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」の中で402位にランクインされた<sup>4</sup>。

---

<sup>4</sup> [http://www.fortunechina.com/fortune500/c/2012-07/09/content\\_106535\\_5.htm](http://www.fortunechina.com/fortune500/c/2012-07/09/content_106535_5.htm)(アクセス日:2013年4月12日)。

図表 2:中国化工集団公司の概要

|       |   |
|-------|---|
| 略称    | 中国化工集団、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<br>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

### 3.2 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例が高くなり、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年では燃料油、合成樹脂、ポリエチレンなどの対外依存度が50%を超えた<sup>5</sup>。

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<sup>6</sup>。このように、

<sup>5</sup> 王(2007)p.128。

<sup>6</sup> 何・柯(2010)p.177。



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<sup>7</sup>。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。

### 3.3 3つの買収事例

中国化工集団は、2006年の1年間で3つの国際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<sup>8</sup>。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。

#### 3.3.1 アディッソ社の買収

##### ①被買収企業の概要<sup>9</sup>

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

<sup>7</sup> 酒向(2010)p. 1。

<sup>8</sup> 王(2007) p.129-131。

<sup>9</sup> 何・柯(2010) p.183-184、<http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2009/12/post-3763.html>(アクセス日:2013年4月18日)。

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、中国化工集団およびその完全子会社である中国藍星集団会社が、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<sup>10</sup>。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。まず戦略の面では、中国市場でのシェア拡大など

<sup>10</sup> [http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina\\_9bd6.html](http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html)(アクセス日:2013年4月18日)。

を考慮し、新しい経営目標や経営戦略を立てた。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 もフランス人である。統合の内容は主に生産プロセス・会計システムの調整などである。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を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、メチオニンの製造能力を拡大するために、2008年に中国化工集団は子会社アディッソを通じて、リヨンに近いイゼール県のサン・モーリス・レグジレに、1500万ユーロを投資する旨を発表した<sup>11</sup>。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年下半期に稼働する予定であった<sup>12</sup>。

### 3.3.2 ケノス社の買収

#### ①被買収企業の概要<sup>13</sup>

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、ブタジエン、ブタジエンゴム、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<sup>14</sup>。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

<sup>11</sup> [http://www.adgensite-emailing.com/aderly/newsletters/archives/9/cat2\\_2008-07-24\\_11-29-11.html?xtor=EPR-105#4786](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)。

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

<sup>13</sup> [http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina\\_9bd6.html](http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html)(アクセス日:2013年4月18日)。

<sup>14</sup> 何・柯(2010) p.186。

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<sup>15</sup>。温家宝とジョン・ハワードが共に調印式に出席した<sup>16</sup>。

### ③買収目的<sup>17</sup>

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。中国化工集団は中国の大手総合化学製品メーカーであるため、サプライチェーン全体のコントロールや、生産原材料の確保がとて重要である。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・運営が保証される。

また、中国化工集団はケノス社の買収によって、中国と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図っている。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つである。

### 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の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がら、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

---

<sup>15</sup> 王(2007)p.130-131。

<sup>16</sup> 劉(2008)p.22。

<sup>17</sup> 同上。

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<sup>18</sup>。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<sup>19</sup>。

### 3.3.3 ローディア社の買収

#### ①被買収企業の概要<sup>20</sup>

ローディア社は、元はフランスのローヌ・プーラン社(Rhône-Poulenc)<sup>21</sup>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<sup>22</sup>

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<sup>23</sup>。買収価格は両事業の2005年のEBITDA<sup>24</sup>の7倍強である4億ユーロをベースにしたものである。

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、中国化工集団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

<sup>18</sup> 何・柯(2010) p.178。

<sup>19</sup> 中国化工集団のホームページの記事による(アクセス日 2013年6月28日)

[http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web\\_1.htm](http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm)。

<sup>20</sup> [http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina\\_9bd6.html](http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2006/10/ChemChina_9bd6.html)(アクセス日:2013年4月25日)。

<sup>21</sup> 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。

<sup>22</sup> [http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post\\_8d57.html](http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post_8d57.html) (アクセス日:2013年4月25日)。

<sup>23</sup> 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)。

<sup>24</sup> 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であり、財務指標として広く利用されている。



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することができた。

### 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、国内市場と海外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ツ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を果たすことができるようになった。

### ④統合内容

ローディア社の統合は、アディツ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小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<sup>25</sup>

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

---

<sup>25</sup> [http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post\\_8d57.html](http://knak.cocolog-nifty.com/blog/2008/03/post_8d57.html)（アクセス日:2013年4月25日）。



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る。

## 4. 事例分析

本節では、冒頭で述べた「M&A パフォーマンスモデル」を利用し、上述の3つの国際M&A事例について分析を行う。

### 4.1 モデルの各要素に基づく分析<sup>26</sup>

#### 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大きなシナジー効果を取めたと言える。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<sup>27</sup>。このように、中国化工集団はこれらの国際M&Aによって、技術の獲得や、市場の拡大、コストの削減などのシナジー効果を取めたと言える。

#### 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。中国化工集団の国際M&A事例で

<sup>26</sup> 各要素の判断基準は付表1を参照。

<sup>27</sup> 中国化工集団のホームページ:

[http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web\\_1.htm](http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm)(アクセス日 2013年6月28日)。

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と、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。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

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小限に止めた。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、経営戦略や生産プロセスの調整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学習することを重視し、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」<sup>28</sup>。

### 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抑えるために様々な努力を重ねた<sup>29</sup>。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もフランス人である。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

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

<sup>28</sup> 何・柯(2010)p.193-194。

<sup>29</sup> 何・柯(2010)p.179、194。

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<sup>30</sup>。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、技術的に優れた先進的な海外企業を買収した国際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<sup>31</sup>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)である<sup>32</sup>。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。

## 4.2 ディスカッション

分析枠組みを利用し、上述の3つの事例を分析したところ、図表3で示すような関係性が確認できた。3つの事例とも、より高いシナジー効果を獲得したといえる。その直接的な原因は、戦略的適合性の高さと、従業員の抵抗の低さにあると考えられる。

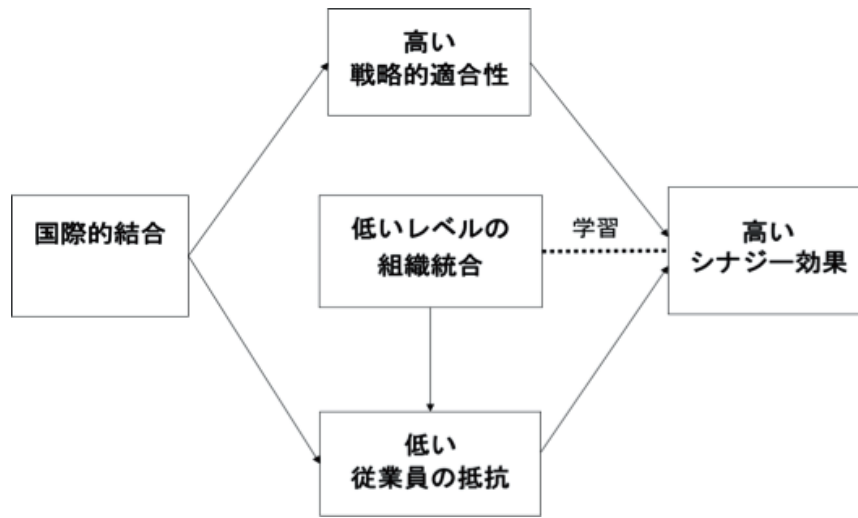
<sup>30</sup> 中国化工集団のホームページ

[http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web\\_1.htm](http://www.ChemChina.com.cn/portal/xwymt/A1315web_1.htm)(アクセス日2013年6月28日)。

<sup>31</sup> <http://money.163.com/06/0218/15/2A8MDTOF00251HHD.html>(アクセス日:2013年6月8日)。

<sup>32</sup> 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 3：中国化工集団による国際 M&A のシナジー効果の影響要因



出所：筆者作成

戦略的適合性が高いのは、技術的に優れた先進的な海外企業を買収したという国際的結合のためだと考えられる。これらの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、獲得できるシナジー効果も高くなる。

従業員の抵抗の低さについて、その主な理由は、低レベルの組織統合にあると考えられる。また、国際的結合であることも影響している。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と主張した。彼らによると、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。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される。中国化工集団の事例でも、このような関係性が見られる。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。

組織統合とシナジー効果との関係性について、事例の分析から次のような新しい事実を発見した。すなわち、中国化工集団の国際 M&A 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。中国化工集団は、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。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<sup>33</sup>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だという。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、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。

## 5. 結論と今後の課題

### 5.1 中国化工集団による国際M&Aの特徴

中国化工集団による国際M&Aの特徴は、以下のようにまとめられる。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完全所有志向という特徴があり、ポストM&A段階においては、③組織統合のレベルの低さ、④組織学習<sup>34</sup>の重視という特徴が見られる。

①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、すべて技術力や市場シェアの高い実力企業である。また、買収の目的も生産技術や、生産原料、販売網、ノウハウなどの経営資源の獲得にある。

②完全所有志向。3つの事例とも、100%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ると考えられる。

③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、被買収企業に対する組織統合を必要最小限に止めた。

④組織学習の重視。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、同社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組織学習を重視し、それが結果としてシナジー効果を高めたものだと考えられる。

<sup>33</sup> 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)。

<sup>34</sup> ここでは、Rosenkopf & Nerkar (2001)とダニエル・藤本・グレン(2005)を参考し、組織学習を「外部の知識を学習によって組織内部に導入し、組織能力を強化すること」と定義する。

## 5.2 今後の課題

今後の課題は、以下の3点である。

第一に、モデルの各要素の判断にはもっと詳しい資料やデータが必要である。特に、シナジー効果や組織統合のレベルなどについての判断は、あくまでも書かれた資料からの推測で、表面的なものにすぎない。今後の研究では、インタビューを行ったり、具体的な財務データで各要素を判断したりすることが必要であろう。

第二に、今回に見られた中国化工集団の特徴は、他の中国企業の国際M&Aにも見られるかについて、さらなる検討が必要である。他の中国企業はどのような状況のもとで、いかなる長期的な経営目標をもってM&Aを展開したのかについて、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。

第三に、中国企業の特徴を引き出すには、他国企業の国際M&A事例と比較する必要がある。欧米企業や日本企業の国際M&Aは、どのような特徴を持っているのか、それらと比較検討する必要がある。



付表1：「M&A パフォーマンスモデル」の各要素の判断基準

| モデルの要素     | 判断基準  |
|------------|---|
| シナジー効果     | <p>M&amp;A によって実際に生み出された純価値</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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)</li> <li>・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)</li> <li>・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)</li> <li>・競争相手の合併による市場制御力の向上(例:低価格競争の回避)</li> <li>・管理部門の統合による管理費の削減</li> <li>・顧客や取引先の統合による取引コストの削減</li> <li>・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</li> <li>・製品のクロス・セリングによる新規顧客や販売量の増加</li> <li>・現有ノウハウ(R&amp;Dを含む)の移転による生産・管理効率の向上</li> <li>・企業間の相互作用や学習による新たなノウハウの創出</li> <li>・その他のシナジー効果(例:ファイナンシャル効果)</li> </ul> |
| 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"> <li>・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)</li> <li>・市場：地理的市場、対象とする顧客層</li> </ul>   |
| 組織統合       | <p>ポスト M&amp;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"> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>  |
| 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"> <li>・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)、自発的に退職、ストライキなど</li> <li>・消極的な抵抗：サボタージュ、無断欠勤、不従順など</li> </ul>  |
| 経営スタイルの類似性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・権威主義的管理(authoritative management)</li> <li>・参加的管理(participative management)</li> </ul>  |
| 国際的結合      | <p>M&amp;A に参加する企業の本社が同じ国なのか</p>  |
| 企業規模の類似性   | <p>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</p>   |

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

## 参考文献

- Barney, J. (1991) "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage." *Journal of Management*, Vol. 9, P. 99-120.
- Barney, J. (2002) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. 2nd ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall (岡田正大訳『企業戦略論』ダイヤモンド社出版、2003年).
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006) "Thirty Years of Mergers and Acquisitions Research: Recent Advances and Future Opportunities." *British Journal of Management*, Vol. 17, Issue S1, pp. S1-S5.
- Datta, D. K. (1991) "Organization Fit and Acquisition Performance." *Strategic Management Journal*, Vol. 12, pp. 281-297.
- Deiser, R. (1994) "Post-Acquisition Management: A Process of Strategic and Organizational Learning." *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan, pp.359-390
- 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*, Jan.1, pp. 31-57.
- 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.
- Hoshino, Y. (1982) "The performance of corporate mergers in Japan." *Journal of Business Finance and Accounting*, 9, pp.153-165.
- Jensen, M. C. (1986) "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers." *American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jensen, M. C. & Ruback, R. S. (1983) "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence." *Journal of Financial Economics*, 11, pp.5-50.
- 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.
- 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.
- Lajoux, A. R. (1998) *The Art of M&A Integration*, McGraw-Hill.
- Larcon, J. (2009) *Chinese Multinationals*. World Scientific.
- Larsson, R. & Finkelstein, S. (1999) "Integrating Strategic, Organization, and Human Resource

- Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization.” *Organization Science*, Vol. 10, No. 1, pp. 1-26.
- Lubatkin, M. (1983) “Mergers and the Performance of the Acquiring Firm.” *Academy of Management Review*, Vol. 8, No. 2, pp.218-225.
- Meeks, G. (1977) *Disappointing marriage: A study of the gains from merger*, Cambridge University Press.
- Merrell, D. W. (1985) “Play Hardball on a Mergers and Acquisitions Team.” *Personnel*, 10, pp.22-27.
- Mitchell, L. Marks & Philip, H. Mirvis (2011) “Merge Ahead: A Research Agenda to Increase Merger and Acquisition Success.” *Journal of Business and Psychology*, Vol. 26, pp. 161-168.
- Mueller, D. C. (1980) *The determinants and effects of mergers: An international comparison*, Cambridge, MA: Oelgeschlager, Gunn & Hain.
- Nitin, Vazirani (2012) “Mergers and Acquisitions Performance Evaluation- A Literature Review.” *SIES Journal of Management*, 8-2, pp. 37-42.
- Ravenscraft, D. & Scherer, F. M. (1987) “Life after takeovers.” *Journal of Industrial Economics*, 36, pp.147-156.
- Richard, H. P. & Yamada, Takeshi (1986) “Mergers in Japan and their Impacts upon Stockholders.” *Financial Management*, 15(Win.), pp.43-52.
- Roll, R. (1986) “The hubris theory of corporate takeovers.” *Journal of Business*, 59, pp.197-216.
- Rosenkopf, L. & Nerkar, A. (2001) “Beyond local search: boundary-spanning, exploration, and impact in the optical disk industry.” *Strategic Management Journal*, Vol. 22, Issue 4, pp. 287-306.
- 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).
- Shrivastava, P. (1986) “Postmerger Integration.” *Journal of Business Strategy*, Vol. 7, pp. 65-76.
- Walter, A. G. & Barney, B. J. (1990) “Research notes and communications management objectives in mergers and acquisitions.” *Strategic Management Journal*, Vol. 11, pp. 79-86.
- Weston, J. F. (2001) “Merger and Acquisitions as Adjustment Processes.” *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol. 1, pp. 395-410.
- 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).

- 何志毅・柯银斌(2009)『中国企业跨国并购 10 大案例』上海交通大学出版社 pp.37-53.
- 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」『中国石油和化工』  
2008年06期 pp.19-22.
- 王志乐(2007)『2007 走向世界的中国跨国公司』中国经济出版社 pp.127-133.
- 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』東洋  
経済新報社、56巻3号、pp.4-25。
- 井上光太郎・加藤英明(2006)『M&A と株価』東洋経済新報社。
- 薄井彰(2001)「株主価値と M&A」『M&A21 世紀(2)—バリュー経営の M&A 投資』、中央経済社。
- 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号、pp.1-58。
- 久保佐知(2009)「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月号、  
pp.48-59。
- 酒向 浩二(2010)「中国企業の対外投資戦略」『みずほりポート』みずほ総合研究所、2010年9月。
- 佐藤隆三(1987)『M&A の経済学』TBS ブリタニカ。
- 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。
- 田村俊夫(2009)『MBA のための M&A』有斐閣。
- 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  
—自動車産業のケースより—」『一橋ビジネスレビュー』東洋経済新報社、53巻2号、pp.5-22。
- 中村公一(2003)『M&A マネジメントと競争優位』白桃書房。
- 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』東洋経済新報社、53(2)、  
pp.32-44。
- 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。
- 林伸二(1989)『M&A—合併・買収と組織統合—』同文館出版株式会社。
- 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号、pp.1-4。
- 服部暢達(2004)『実践 M&A マネジメント』東洋経済新報社。
- 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。