

中国企業の対外進出における M&A 事情

江原 規由 *Noriyoshi Ehara*

(一財) 国際貿易投資研究所 研究主幹

要約

中国企業の海外展開（「走出去」：zou chu qu）が新たな展開を見せつつある。金額ベースで中国の対外直接投資をみると、対内：対外直接投資は、今後数年内に均衡するとする識者は少なくない。中国の対外直接投資のうち、M&A 方式が主役になりつつあるが、失敗事例が少なくない。その M&A 方式による対外直接投資の中心は国有企業であったが、今日では、民営企業の「走出去」に果たす役割が増えつつある。中国政府は、円滑な「走出去」を実現するため、関連法規の整備、進出先の関連情報（法律、商習慣、文化、労使関係など）の提供などを通じ、積極的に推進する方針である。世界経済が低迷する中、中国企業の進出を歓迎しつつも、国家安全保障の観点などから、中国企業の「走出去」に歯止めがかけられるケースが多々ある。中国企業の対日展開においても、新たな動きが出ている。中国企業の「走出去」の行方は、今後、中国の世界経済におけるプレゼンスの行方、対中ビジネスを占う上での視点である。

1. 対内：対外 = 1 : 1

2011 年の中国の対外直接投資（対

外 FDI）は、132 カ国・地区に 3391 社（600.7 億ドル、実行ベース、非金融業、以下同じ）が進出済で、同年の対内直接投資総額（対内 FDI）の

51.8%となっている。中国の対外 FDI は 2013 年に 1000 億ドル（累計 5000 億ドル）に達し、2015 年には対外：対内が 1:1 になると予想する有力紙もある（中国産業海外発展計画協会の予測を 2010 年 10 月刊の「中國経貿」誌が報じたもの）。中国企業の対外 FDI の動機・目的としては、① 海外太宗商品（資源分野など）で長期安定供給を確保するため、② 海外

有名企業の先進技術、管理、ブランドを確保するためなどが指摘できる。いずれにせよ、対外が対内を上回る日はそう遠くない状況である。

走出去: 対外 FDI も含めた中国(企業)の海外展開を中国語で「走出去」という。1999 年以來、国家戦略として積極推進されてきている^{注1}。

中国の対外直接投資残高

国・地域	投資額 (100 万米ドル)		シェア (%)		倍率
	2005 年末	2009 年末	2005 年末	2009 年末	
世界計	57,208	245,755	100.0	100.0	4.3
アジア	40,954	185,547	71.6	75.5	4.5
香港	36,507	164,499	63.8	66.9	4.5
ASEAN(10)	1,256	9,571	2.2	3.9	7.6
日本	151	693	0.3	0.3	4.6
ヨーロッパ	1,273	8,677	2.2	3.5	6.8
EU(27)	768	6,278	1.3	2.6	8.2
ロシア	466	2,220	0.8	0.9	4.8
北米	1,263	5,185	2.2	2.1	4.1
米国	823	3,338	1.4	1.4	4.1
中南米	11,470	30,595	20.0	12.4	2.7
バーズン諸島	1,984	15,061	3.5	6.1	7.6
ケイマン諸島	8,936	13,577	15.6	5.5	1.5
ブラジル	81	361	0.1	0.1	4.4
オセアニア	650	6,419	1.1	2.6	9.9
オーストラリア	587	5,863	1.0	2.4	10.0
アフリカ	1,595	9,332	2.8	3.8	5.9
南アフリカ	112	2,307	0.2	0.9	20.5

出所：季報『国際貿易と投資 NO.83』（2011 年 3 月 国際貿易投資研究所が中国商務年鑑から作成）

なお、2011 年末時点、対外 FDI に携わる中国企業は、世界 178 カ国・地域に約 1 万 8000 社あり、累計投資額は 3220 億ドル（資産総額 1 兆 5000 億ドル）である（中国商務部発表を 2012 年 3 月 1 日に中国経済網が掲載）。

まず、最近の注目すべき「走出去」事例を 2 つ紹介しておきたい。

○アイスランドの土地購入

中坤集団の黄怒波董事長が 1 億ドルを投じてアイスランドの 300 平方キロメートルの土地を購入し、高級ホテルとエコ観光村を建設する計画を明らかにした。だが、土地所有者とは合意したものの土地の一部が政府所有であることから政府の許可が得られなかった。理由は、当該土地購入の場合、アイスランドに 5 年以上居住しなければならず、その条件を満たせなかったからなどとされている。

○温州商人による米銀行の買収

中国浙江省温州市の実業家が、米国のアトランティック・バンク・オ

ブ・アメリカ（2008 年のサブプライムローン危機のあおりを受けて倒産、85 年の歴史を有す）を買収した。温州市出身の同実業家は 42 歳。2009 年から買収交渉を始めてから、2011 年 11 月に名称変更するまでに 2 年かかったという。

上記 2 事例は、「走出去」の特殊なケースといえるが、企業買収だけでなく土地買収にも及んでいること、相手国政府の認可が得られない、さらに、民営企業が「走出去」の担い手としてプレゼンスを増しつつあるという点で注目に値する。

2. 中国企業の「走出去」の中心は M&A

商務部発表によると、2010 年の M&A 方式による対外直接投資は 238 億ドル、FDI 総額の 40.3% を占めたという。M&A の対象分野は、採鉱業、製造業、電力生産・供電業、専門技術コンサルタント業など多岐分野に及んでいる。

最近の主要 M&A 事例

2010 年	<ul style="list-style-type: none"> * 中石化集団（国有企業、エネルギー関連）によるスペインの Repsol 社のブラジル企業の 40%の株式取得（71.39 億ドル） * 中石油集団（国有企業、エネルギー関連）がロイヤル・ダッチ・シェルと共同でオーストラリアの炭層ガス会社 Arrow energy 社を M&A（23.71 億ドル） * 浙江吉利控股集团（民営企業、自動車生産）によるスウェーデンのボルボ社の 100%株式取得 * 国家电网公司（国有企業、電力企業）によるブラジルの 7 つの送電会社などの経営権の取得（約 10 億ドル）
2012 年	<ul style="list-style-type: none"> * 中国華能集団（中国最大の電力会社）が広東偶粵電集団と共同でインタージェン社（米マサチューセッツ州に本拠を置く電力会社）の株式 50%を取得（12 億ドル） * 中国航空技術国際控股有限公司（中航国際）による米コンチネンタル・モーターズ（航空機用エンジンメーカー）の買収（1.86 億ドル、2011 年）。中国航空機メーカー初の海外企業買収。

注目すべきは、対外 M&A 方式に、中信投資基金などのプライベート・エクイティ・ファンド（PE）の存在が目立ちつつある点だ。2008 年の中聯重科によるイタリアの CIFA 社（コンクリート機械設備メーカー世界第 3 位）の株式 100%の買収（2 億 7100 万ユーロ）や 2012 年の三一重工によるドイツのプマイスターの買収に PE が果たした役割が大きかったとされる（2012 年 2 月 14 日 国際証券報など）。

3. 増える対欧「走出去」

最近の中国企業の対外 FDI の特徴として、対欧 FDI、特に、M&A 方式による対欧進出が増えてきていることが指摘できる。2011 年の中国企業の対欧 FDI は前年比 57.3%増（46.1 億ドル）と急増。うち、対 EU は 94.1%増（42.78 億ドル）とほぼ倍増している（中国経済網 2012 年 3 月 1 日）。

また、商務部によれば、2011 年の中国企業の海外 M&A に占める EU 地区での比率（金額ベース）は全体の 34%、アジア地区 27%、北米 21%の順。

主な対欧 M&A 事例

2011 年	<ul style="list-style-type: none"> * 広西柳工：ポーランド HSW 公司工程機械事業部の資本注入 (3.35 億円) * 藍星集団 (中国化学大手)：ノルウェーのエルケム (シリコン生産の世界大手) の株式 100%取得 (19.5 億ドル)。 * 中石化集団 (シノケム)：ノルウェーの国営石油会社「スタトイル」からブラジルの油田権益の 40%を取得 (30.7 億ドル)。
2012 年	<ul style="list-style-type: none"> * 山東重工 (国有企業企業) の子会社の濰柴動力股份有限公司：世界的豪華ヨット大手のイタリアの高級ヨットメーカー・フェレツィ社の株式 75%を取得 (5.8 億ユーロ) * 三一重工：ドイツ・プ マイスターの全株式を取得 (3.24 億ユーロ) * 国家电网：ポルトガル国家エネルギーネットワーク会社 (RedES Energeticas Nacionais、“REN”) の株式 25%を取得 (3.87 億ユーロ) * 中国投資公司 (CIC)：英国泰晤士水務公司 8.68%株式取得 など。

こうした対欧 M&A 案件は、EU 債務危機の影響などから経営困難に陥り資産価値の下がった企業、権益などが対象となっている (便宜貨：安物)。今年に入って、「欧州資産“大拍賣”」 (欧州資産の大規模競売) とか「“抄底” 欧州」 (対欧投資で儲けよう) といった報道が目立つようになってきている。その多くが、ブランドおよび技術・人材獲得のための M&A とされる。

吉利汽車集團のボルボの買収

2010 年 3 月、民営企業の吉利汽車

集團がフォード・モーターから傘下のスウェーデンの高級ブランド「ボルボ」の株 100%を買収 (18 億ドル)。この買収により、吉利はローエンドブランドというイメージを拭い、ボルボの技術体制と優秀な開発人材、「最も安全な車」というブランドイメージを取得したとされる。なお、2012 年、ボルボ社と吉利集團は技術譲渡契約を締結、今後、吉利集團はボルボ社から委譲された先進技術を利用して、次世代自動車などを含め高級車ブランドを構築する予定である。

4. 中国企業の対外 M&A の変遷

さて、ここで、これまでの中国企業の対外 M&A の経緯にふれておきたい。

改革開放後初の中国企業による対外 M&A とされるのが、1992 年の首钢集団によるペルー鉄鉱企業の買収（株式 98.4%および 670.7 平方キロメートル鉱区内の永久開発使用権）であった。以後、資源分野を中心に大型国有企業による対外 M&A が活発化する。その一方で、経験不足や政策的な支援体制の不備、競争力不足などにより、挫折するケースが少なくなかった^{注2}。

2001 年の WTO 加盟以後、中国政府は政策的奨励措置を講じるなど、中国企業の対外 FDI を積極的に後押し、2004 年国家発展改革委員会は「境外投資項目核准暫行弁法」（対外投資プロジェクト審査認定暫定規定）を公布、対外投資の手続き・内容を規範化した。また、2002 年中国企業の M&A 方式による対外 FDI 限度額は 2 億ドルであったが、2005 年

には 65 億ドルとなる（商務部統計）。

2008 年の金融危機発生の翌年、商務部は「境外投資管理弁法」（対外 FDI 管理規定）を公布、対外 M&A に対する指導方針を明らかにした。同時に、人民元高が中国企業の対外 M&A を後押しした。2009 年の中国企業の対外 M&A は 2005 年の 4.6 倍と拡大。2009 年は「中国対外 M&A 元年」とされている。また、「蛇呑象」（下記参照）と形容される大型 M&A 案件が目立つようになる。

「蛇呑象」のケーススタディ

蛇呑象（蛇が象を呑む）とは実際はありえないが、そう形容できるほどの M&A 劇が 2004 年 12 月に発生した。聯想集团有限公司（中国・アジアにおける最大手のパーソナル・コンピューター企業）が IBM コーポレーションからパーソナル・コンピューター事業部門を 12.5 億ドルで買収したと発表。蛇が聯想、象が IBM ということになる。

2012 年には、中国国内最大の建設機械メーカーの三一重工株式有限公

司が、世界的なドイツのコンクリート大手のプマイスターを買収（3.24億ユーロ）すると発表した。この時は、「中国龍呑德国象」（中国の龍がドイツの象を呑む）といわれた。蛇が龍に昇格している。前述の吉利汽車集団のボルボの買収もこの部類に入るといえる。

「蛇呑象」のケースはこのほかにも多くあり、今後も増えると判断されるが、下記の説明にあるとおり、「不歡而散」（あと口の悪い別れ）のケースも少なくなく、現在、「吞下后如何消化」（飲み込んだ後、どう消化するか）がしきりと問われている。

その「不歡而散」のケースであるが、中国企業の対外 M&A でうまく行かないケースは全体の 7 割と高いとされる（中国網 2012 年 3 月 30 日）。特に、米国において、中国企業が最高の買収額を提示（下記ユノカルのケース）、また、被買収企業が同意（下記米国 3COM 社のケース）した案件でも、例えば、CFIUS (Committee Foreign Investment in the USA) などが“米国内の安全保障にとって脅威

がある”として非認可となるケースが目立つ。

CFIUS が認可しなかった中国企業による対米 FDI 案件

- 2005 年：中海油によるユノカル (UNOCAL) 社の買収
 - 2008 年：華為技術有限公司（世界第 2 位の通信機器メーカー）による米国 3COM 社（ネットワーク・セキュリティ企業）の買収
 - 2009 年：西北鋁業国際投資公司による First Gold Corp. の買収（2650 万ドル、51% 株式）
 - 2010 年：華為技術有限公司による米国 3Leaf 社（サーバーベンダー）の買収
 - 2012 年：唐山曹妃甸投資公司による Em core 社の株式 60% の取得
 - 2010 年：中国鉄鋼大手鞍山鋼鉄による Steel Development Company の買収
- 米国以外の未承認案件として、

- ・2009年：中国中铁によるポーランドでの高速道路建設プロジェクト（契約額4.47億ドルで赤字計上）
- ・2011年：中国鉄建によるサウジアラビア軽軌建設（損失額41.48億元）
- ・2011年：中国アルミによる豪アルミ鉱山開発計画（損失額3.4億元）
- ・2012年：中国国家開発銀行による The Royal Bank of Scotland Group の航空機リース部門の買収で高額買収額を提示したにもかかわらず同銀行が拒否。

ケーススタディ：華為技術有限公司と「不歡而散」の最近のケース

ケース：華為技術有限公司がオーストラリア国家級ブロードバンド網への設備提供プロジェクトに対し総額360億オーストラリアドルを投資しようとしたところ、オーストラリア政府に禁止された。

理由：華為技術有限公司の任正非総裁が中国人民解放軍の兵士であったこと、任総裁がメディアの取材をほとんど受けなかったことから、同社と中国政府との間に密接な関連があるとみられたこと（人民網 2012年3月27日）。

対応：陳徳銘商務部長（大臣）は、「オーストラリア政府が全国ブロードバンド網整備計画で華為を入札から排除したことは、不公平な措置であり、中国側はこれを重く見ている」と述べ遺憾の意を表明している（キャンベラでオーストラリア貿易大臣と会談した時の発言）（中国証券報 2012年4月13日）。

5. 対外 M&A のリスク回避策

中国企業の「走出去」では、現地の法律、商習慣、労使関係などの理解が成功に不可欠との判断が定着し

てきている。中国政府の支援もさることながら、「走出去」する中国企業の現状を将棋に例えて、中国重型汽車集团公司董事長で全国人民代表大会（全人代、日本の国会に相当）代表（議員）の馬純濟氏は、今年3月開催された全人代で「中国企業は中国のルールではなく、「走出去」以後、国際将棋のルールを知って打たなければならない。ルールを知ってこそ、勝利を得ることが出来る」と発言しているが、正に、中国企業の「走出去」の現状をとらえている。

2012年、国务院国有資産監督管理委員会（国資委）が「中央企業境外投資監督管理暫行辦法」（中央企業海外投資監督管理暫定規定）を公布し、同規定は今年5月1日から実施されている。この規定では、目下「走出去」の担い手である国有企業^{注3}のリスクを軽減するためのガイドラインが示されている。

その要点は、「中央企業（国有）は原則的に海外で本業以外の分野への投資をしてはならず、特別な事情で投資する必要がある場合、国資委

の認可を得なければならない」という点にある。

国資委は、「現在、中央企業の海外投資は依然として初歩的な段階にあり、海外投資を通じて企業戦略を後押しするという意識が弱い。また、投資プロジェクトへの事前研究が十分でなく、リスクコントロール能力および国際資本市場活用能力の向上が待たれる。『規定』の制定と公布は、海外国有資産の監督管理制度を整え、中央企業の海外投資に対する監督管理を強め、海外国有資産の価値を維持・増加し、新情勢のニーズに対応するものだ」との見方を示した（人民網2012年4月11日）。なお、対外FDIに占める中央企業の比率は63%（中國經貿 2010年10月刊）

民営企業に対しては、今年3月開催された「两会」（全国人民代表大会、全国政治協商會議のこと、日本の国会に相当）で、陳徳銘商務部長は、「条件の整った民営企業の『走出去』を奨励するため、法律相談サービスやM&A対象国の国情に関する

る情報提供を積極的に行い、リスクの低減を図る。今後、民営企業は『走出去』の主力になる」と、力説した。

条件の整った代表的な民営企業としては、華為のほか、万向、聯想、三一重工、吉利汽車（自動車）などが指摘できるが、経験・人材不足や相手国事情（政治、法律、環境、労使関係、商習慣など）に疎いことなどから、既に見てきたように、M&A 契約が成立しても挫折するケースが少なくない。陳大臣はこうした「走出去」の弱点を補おうとする中国政府の姿勢を表明したものと見える。

対外 M&A リスクとその対策^{注4}

国内競合他社の存在：三一重工がドイツ・プ マイスターを買収する以前に、他の中国企業が買収準備を進めて買収までもう一歩のところまで行っていたという。結果、三一重工が買収したわけであるが、対外 M&A 案件が増えると予想さ

れる中、中国企業同士が買収をめぐる熾烈な競争を演じることになれば、買収額の上昇を招くとの懸念が業界などにある。中国企業間で協調・連携体制が組めるかが、M&A リスクの軽減に大きく関わっている。

投機リスク：安いうちに買っておく（M&A する）という傾向が少なからず見受けられるが、盲目的に手を出すのではなく、本業のメリットになるか、十分検討する必要がある。

市場リスク：目下、国際金融市場は非常に不安定で、金融資産価値の変動は非常に激しく、しばしば予想を超える。対外 M&A には為替変動リスクがつきまとうが、この点を十分顧慮すべき。

統合リスク：買収が成功したからといってうまくいくと

は限らない。先進国の制度や環境は中国と大きく異なっている。例えば、労働者保護規定などは多くの中国企業にとって頭の痛い問題だ。文化衝突を避け、現地の法規やビジネスルールを理解し実行することが肝要である。

このほか、進出先の政局もリスクとなりうる。海外で業務に従事する中国人労働者が当該国の治安の悪化を背景に事件に巻き込まれるケースなどが指摘できる。例えば、

2012年1月28日：スーダンで29名の中国人労働者が拉致

2012年1月31日：エジプトで25名の中国人労働者が拉致

なお、米国経済誌「フォーブス」が2011年に発表した「中国海外投資リスク番付」によると、リスクが高いとされた37カ国・地域の中では、アフリカが23カ国・地域と最も多く、次がアジアの10カ国・地域であった。

因みに、リスクが低いとされた35カ国・地域の中では、欧州が最も多く19カ国、次がアジアの10カ国・地域となっている。

6. 官民連携の「走出去」から内外資連携による「走出去」へ

国有、民営企業の「走出去」を強化・発展させる良策として、国有企业と民営企業との連携による「走出去」を提案する声が高じているのは注目点である。その要点は、社会主義国家である中国の国有企業の「走出去」ということになれば、政府の意向、政治判断による海外展開と誤解を受け警戒されるということになる。官民での「走出去」で「国有」を薄めることが期待できるというわけである。「走出去」における中国政府のリスク管理の一端がうかがえる。

こうした官民連携での「走出去」もさることながら、筆者は、今後、中国企業と中国に進出している外資系企業とが連携して、「走出去」を展開するケースがさらに増えてくる

と考える。対中ビジネスの魅力の一つは広大な中国市場の存在にあるが、同時に、内外資が連携して「走出去」する拠点としても、中国は魅力ある投資先、ビジネス拠点として機能していくものと、期待されよう。

「走出去」の行方は、中国経済の国際化の最前線であり、世界経済における中国のプレゼンスを見る視点でもある。

7. 最近の中国企業の対日「走出去」

日本の財務省のデータによると、中国の対日 FDI は、金額的にはまだ少ないものの、2010 年までの 4 年間でほぼ 20 倍増となったとされる。日本政府が今後 10 年以内に対日 FDI を倍増させるとしていることなどから、中国企業の対日 FDI はさらに拡大する可能性がある。

2012 年の中国企業の対日展開の主要事例

対日進出中国企業名	事例
京東商城（大手電子商取引『e コマース』サイト）	日本関連商品を扱う国内ショッピングサイト（e コマース）企業「迷ニ挑（mimitiao.com）」を買収、日本を起点として海外で調達を進めると発表（1 月）
世界家電大手のハイアール社	2011 年の三洋電機白物家電事業の買収に続き、同社アジア本部と研究開発センターを設立と発表（2 月）
上海超日太陽能科技股份有限公司 & 天華陽光控股有限公司	日本に太陽光発電所を共同で設立すると発表（4 月）
海潤光伏科技（中国の太陽エネルギー企業）	日本で 100% 子会社の海潤光伏科技日本株式会社を設立すると発表（4 月）
弘毅投資（中国大手私募ファンド）	米大手私募ファンドの TPG と共同でエルピーダ（会社更生手続き中の国内半導体大手エルピーダメモリ）買収を開始と発表（4 月）

まず、今年に入ってから中国企業の対日展開の主要事例（成立・不成立・交渉中・予定のものを含む）をみてみる。

日本経済の低迷を受け、競争力の低下、資金不足、株価低迷にあえいでいる日本企業は少なくない。基本的には、こうした日本経済の現実が中国企業をして日本企業買収のチャンスを生み出しているといえる。

また、対日 M&A の目的に、「日本ブランド」の獲得がある。メイドインジャパンは、技術と品質が一流という「技術神話」を内包しており、その入手は、中国企業にとって対日 M&A の大きな魅力の一つとなっている。

さらに、日本政府が国内太陽光発電所の電力を高額購入するための関連政策を発表したことなどを受け、中国の太陽エネルギー関連企業がその機に乗じて日本市場に足場を築こうと関連日本企業の M&A をねらっているケースもある。中国企業は日本の新たな政策や業界の動きに敏感

に対応し M&A の機会をうかがっていることが、上記事例からうかがえる。

このほか、日本の企業文化の研究に注力するなど、長期的視点に立った対日展開が進みつつあるようだ。風林火山のごとく粛々と中国企業の日本市場への上陸が起りつつあるといっても過言ではない。

脚注

- 注1 広義な意味における「走出去」は、対外直接投資、海外上場、商品・労務輸出、工事請負、人民元の国際化など。
- 注2 対外 M&A は、一時期、「人棄我取」（人が捨てたものを取る）、即ち、対外 M&A は小規模なものとなった。例えば、万向集団（中国の自動車部品大手）は 39 の小規模企業を相次いで買収している。
- 注3 国有資産監督管理委員会によると、2010 年末時点、「走出去」している中央国有企業は 99 社
- 注4 国際金融報 2012 年 2 月 14 日などによる