



RIETI Policy Discussion Paper Series 12-P-005

中国企業の対外 M&A は成功しているか

乾 友彦
日本大学

枝村 一磨
科学技術政策研究所

譚 篠霏
東京大学

戸堂 康之
経済産業研究所

羽田 翔
日本大学



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

中国企業の対外 M&A は成功しているか*

乾友彦（日本大学）

枝村一磨（科学技術政策研究所）

譚篠霏（東京大学）

戸堂康之（東京大学，経済産業研究所）

羽田翔（日本大学）

要 旨

2000年代半ば以降、中国企業による先進国企業の M&A が急増している。こういった M&A の主な目的は、海外市場の拡大、および技術やノウハウなどの戦略的資産の獲得である。この論文は、中国企業の対外 M&A が企業業績に与える影響を、企業レベルのデータを利用して計量経済学的手法で定量的に推計した。その結果、対外 M&A によって、売上高、労働生産性、固定資産、無形資産（特許など知識資産を含む）は大幅に増加するが、従業員数や研究開発支出の対売上高比率は変化しないことが見出された。ただし、固定資産や無形資産の増加だけでは売上高の増加の約 60%しか説明できず、残りの 40%は、無形資産には計上されない技術・ノウハウや、海外市場での販売ネットワークなどを獲得したことに起因すると考えられる。したがって、中国企業は対外 M&A によって、戦略的資産を獲得して海外市場を拡大するという目的を、少なくとも平均的には達成していると考えられ、対外 M&A を活用した経営戦略が中国企業の世界市場での台頭に寄与していると結論づけられる。ただし、このことが日本経済にとって好ましくないとは必ずしも言えず、この点について日本側から見た研究を今後行っていくことが必要である。例えば、中国企業の対日 M&A において、中国企業のノウハウと日本企業の技術が補完的に作用して、両者にとって好ましい結果が導かれることもあるからだ。実際、先進国企業による M&A によってその後の日本企業の生産性が向上することが、Fukao et al. (2006) の研究からも指摘されている。

キーワード：対外 M&A，中国，企業業績

JEL classifications: F21, F23

RIETI ポリシー・ディスカッション・ペーパーは、RIETI の研究に関連して作成され、政策をめぐる議論にタイムリーに貢献することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独) 経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

* 本研究は、経済産業研究所における「東アジア企業生産性」プロジェクトの一環として行われた。経済産業研究所の支援に対して感謝申し上げます。また、乾および戸堂は日本学術振興会科学研究費による支援にも感謝申し上げます。なお、本論文中で表明されている意見は著者の個人的なものであり、科学技術政策研究所、経済産業研究所、東京大学、日本大学など著者の所属するいかなる機関の見解ではない。

1. はじめに

中国経済が急速に成長するにつれ、中国からの対外直接投資も急増している。2000年には10億ドルだった中国からの対外直接投資は、2010年に580億ドル、2011年に500億ドルとなり、2010年には、瞬間的にはあるものの、日本からの対外直接投資を凌駕している（図1）。ただし、中国の対外直接投資の相手国は、香港、ヴァージン諸島、ケイマン諸島が過半を占めているのが特徴である（図2）。これは、迂回投資（roundtrip investment）、すなわち税制が優遇されているタックス・ヘイブンと呼ばれる国を迂回して中国に再投資される投資であると考えられる¹。ただし、2006年にはこれら3地域が投資総額に占める割合は87%であったものが、2011年には63%にまで低下しており、北米やヨーロッパ、日本など先進国向けやアジア向けの投資の比重が増加している。産業別では、鉱業が19%、製造業が9%、金融業が8%、リース・ビジネスサービス²が34%となっている（図3）。なお、対外直接投資（非金融業）の55.1%（金額ベース、2011年）が国有企業によるものであり（中国商務省、2011）、中国の対外投資において政府の存在感は大きい。

さらに、近年では対外M&Aが対外直接投資の手段として活用されるようになった。2000年には対外M&Aは12件、買収総額はマイナス4億ドル³であったが、2011年には143件、344億ドルに増えている（図4および5）。最近では、対外M&Aが対外直接投資の主要な手段となっており、そのシェアは2011年には69%に上っている。日本と比較した場合、対外M&Aの件数、買収額ともに概ね劣ってはいるが、2002年と2009年には買収額では中国が日本を上回っており、最近の中国が日本と遜色のないレベルで対外投資、対外M&Aを行っていることが見てとれる。件数で見た産業別シェアは、対外直接投資一般と異なり、製造業が44%、コンピューターサービス・ソフトウェアが17%と大きい。第3節で詳述するChinaVenture（投中集団）によるデータによると、中国の対外M&Aの相手国の多くはアメリカ、オーストラリア、イギリス、シンガポールなどの先進国である（表1）。

2000年代後半以降には、日本企業が中国企業に買収される例も見られるようになった。例えば、蘇寧電器は2009年に家電量販チェーンのラオックスを買収し、2010年には中国の電池・自動車メーカーのBYDが、金型で世界的な技術力を持つと言われたオギハラの館林工場を買収した。パナソニックの子会社である三洋電機の白物家電事業は、2011年にハイアールに売却された。このように中国企業による対外M&Aが急増したことで、日本ではM&Aを通じた技術流出を憂慮する動きも出始めている。例えば、前述のオギハラを買収によって、経済産業省は日本から海外への金型技術が

¹ 柴生田（2009）によると、「中国企業は、①優遇措置を享受できる、②中国企業に比べて社会的ステータスが高く行政上の手続きもスムーズ、などの理由からタックス・ヘイブン地域に設立した特別目的会社（SPC）から外資系企業の形態で中国へ再投資を行うケースが多い」という。Huang（2003）も、中国から香港などへの投資について同様の解釈をしている。

² 佐野（2013）によると、「リース・ビジネスサービス」業には、法律・会計サービスやリースだけでなく、資源・エネルギー関係をはじめとする企業買収サービスが含まれている。

³ ネットの対外M&Aがマイナスであることは、過去に買われた外国企業が売却された場合に起こりうる。

流出するという危機感を強め、その後半年で自動車用金型業界 2 位と 3 位の富士テクニカと宮津製作所の統合を主導したという（読売新聞、2012 年 8 月 29 日）。このように、中国の対外 M&A は政策面で多くの注目を集めている。

中国企業の対外直接投資や対外 M&A は、学会でも関心を集めており、近年多くの研究成果が発表されている。対外直接投資は、比較的長期間にわたるデータが入手できるため、パネルデータを利用した計量経済学的研究もいくつか存在する。例えば、企業単位のデータを利用した Ramasamy et al. (2010) や、受入国単位のデータを利用した Buckley et al. (2007) や Kolstad and Wiig (2010) は、中国の対外直接投資が市場規模や天然資源によって誘引されていることを見出している。さらに Ramasamy et al. (2012) は、特に中国の民間企業による直接投資は受入国の高い技術によって引き寄せられていることも明らかにした。

反面、中国企業の対外 M&A は比較的新しい現象であり、長期間にわたるデータが手に入れにくいために、それほど多くの研究がなされておらず、しかもそのほとんどは少数のケースの分析である。例えば、Bateng et al. (2008)、Deng (2009)、Sun et al. (2012) は、いくつかのケースや集計データの分析によって、対外 M&A の主要な目的は、市場拡大と技術やノウハウなどの戦略的資産の獲得であると論じた。De Beule and Duanmu (2012) は企業単位のマイクロ・データを利用して、工業セクターにおける対外 M&A は、買収先国の政治制度の質が低いほど増え、ハイテク・セクターの M&A は、市場規模や技術によって決定されることを見出した。しかし、中国企業の対外 M&A の効果に関する研究は、筆者らの知る限りではまだほとんどなされていない。したがって、本研究は中国企業が特に先進国企業を買収した時に企業業績がどのように変化するかについて、2006 年から 2011 年の企業データを利用して定量分析を試みる。

2. 先行研究の紹介

2.1 対外 M&A の目的と効果

中国に限定されない、一般的な対外 M&A の目的に関する先行研究は数多く存在する。それによると、対外 M&A の主要な目的の 1 つは、新しい市場に進出することである (Barkema and Vermeulen, 1998; Martin et al., 1998; UNCTAD, 2000)。外国企業が新しい市場を開拓するのは、ビジネス環境や制度の違いなどから費用と時間がかかるため、対外 M&A は市場開拓の効率的な手段となる。企業を買収によって、地元の販売網へのアクセスも容易になる。また、対外 M&A によって販売市場を地理的に多様化すれば、経営上及び金融的なリスクを軽減することができる (Seth et al., 2002)。多くの国に展開することで、子会社間で利益を効率的に配分し、トータルの利益を最大にすることも可能となる。さらに、最も重要な点として、企業を買収によって、その企業の資源や能力を獲得することができることが挙げられる (Shimizu et al., 2004)。資源や能力は、生産設備、人的資本、特許な

どに内在する技術など有形のこともあるが、戦略的資源、すなわち、企業の競争力を規定するような、購入したり模倣したりすることが難しい貴重な資源や能力、例えば評判、ブランド、取引関係、暗黙知、特許などでは表されない技術やイノベーション力であることもある (Amit and Schoemaker, 1993; Deng, 2009)。Chung and Alcacer (2002) によれば、M&A を含む対外直接投資こそが、戦略的資源を獲得する最も効果的な手段である。

実際に企業が対外 M&A によってこれらの目的を達成しているかどうかについて、定性的・定量的研究が数多くあるが、そのほとんどはアメリカ、イギリスをはじめとする先進国でのケースやデータを利用したものである。それらを詳しくサーベイした Tuch and O'Sullivan (2007) は、標準的な財務指標、例えば営業利益や総資産利益率などで企業業績を測った場合、対外 M&A が企業業績に及ぼす影響は明確でないと結論づけている。多くの先行研究の結果をまとめてメタ分析を行った King et al. (2003) も、平均的には異常収益率や総資産利益率などの標準的な業績指標で見ると、対外 M&A によって企業業績が向上するという傾向は見られないし、どちらかという若干業績が悪化する傾向にあることを見出した。

対外 M&A の主要な目的の 1 つは技術・知識をはじめとする戦略的資産の獲得であるために、特に研究開発への影響を取り上げた研究もある。理論的には、対外 M&A が研究開発活動に及ぼす効果ははっきりしない。一方では、対外 M&A による技術の獲得によって研究開発の生産性が向上し、研究開発活動がより活発となる可能性がある。他方で、M&A によって競争が緩和され、また研究活動の重複がさけられるために、研究開発活動が縮小される可能性もある (Bertrand and Zuniga, 2006)。実際、これまでの実証研究の結果は、その効果は買収元や買収先の企業の特徴や産業の特色によって異なることが示されている。例えば、Bertrand and Zuniga (2006) は、対外 M&A によって買収元企業の R&D 活動には変化が見られないが、買収先企業の研究開発活動は活発となることを見出した。31 の M&A を詳細に調べた Cassiman et al. (2005) によれば、買収元と買収先の企業の技術が補完的である場合には M&A によって研究活動は増えるが、両者の技術が代替的である場合にはむしろ減ってしまう。

2.2 中国企業の対外直接投資・M&A

中国企業の対外 M&A の目的は、上述の一般的な目的と概ね合致しており、Boateng, Qian, and Tianle (2008) による 2000 年から 2004 年までの 27 件の中国企業の対外 M&A に対する調査によると、その主たる目的は国際市場への展開や多様化、市場シェアの増加、技術やノウハウなどの戦略的資産の獲得であった。上述したように、対外 M&A の相手国の多くは先進国であり (表 1)、産業では製造業、特に機械関連産業や、コンピュータソフトなどハイテク産業が多い (図 6、表 2)。これらの事実、中国の対外 M&A が戦略的資産、すなわち先進国企業の高い技術やノウハウの獲得を目的としているという見方と合致する。

とは言え、中国企業が対外 M&A によって市場拡大や戦略的資産獲得といった目的を達成してい

るかどうかは、必ずしも明確ではない。ケース・スタディによれば、成功例もあれば失敗例もある。例えば Deng (2010) によれば、Lenovo は 2004 年の IBM のパーソナル・コンピュータ (PC) 部門の買収によって、世界の PC メーカーのトップ 3 に昇りつめたが、同じ年に Thomson のテレビ部門を買収した TCL は、2006 年までに 6.8 億ドルの損失を計上した。Boateng et al. (2008) は、対外 M&A を行った中国企業 27 社の M&A 前後 2 日間の累積異常収益率の平均は 1.3% であり、対外 M&A は短期的に市場価値を高めることを見出した。しかし、Boateng et al. (2008) は対外 M&A を行う企業は潜在的に成長力が高く、したがって株式市場での収益率がもともと高い可能性を考慮していないし、株式市場外の業績指標を利用して対外 M&A のより長期の効果を推計した研究はいまだに存在しない。したがって、本研究は、より多くのサンプルの企業単位のデータを利用して、先進国企業を対象とした対外 M&A が売上高、労働生産性、有形・無形資産、研究開発支出の対売上高比率に与える影響を推計し、それによって中国企業が対外 M&A によって市場を拡大し、戦略的資産を獲得することができるのかを検証する。

3. データ

3.1 データセットの概略

この論文で用いるデータは、中国内外の顧客に投資情報を提供している ChinaVenture (投中集団) という企業から購入したものである。購入したデータには、1990 年以降公式に発表された国内および対外 M&A 取引がほぼ全て含まれているとのことである。この調査会社の情報集能力は完全ではないので、このデータが必ずしも M&A 取引を完全に網羅しているわけではないが、後述するように他のデータと比べても遜色のない数の M&A がカバーされている。このデータには、買収元企業、買収先企業とその国籍、日付、買収額などの詳細な情報が含まれている。ChinaVenture のウェブサイトには、上場企業の財務諸表データおよび従業員数や研究開発支出に関するデータも公開されている。本研究では、ある特定の産業、すなわち一般機械、特殊機械、輸送機械、電気機械、情報・電子機器、コンピュータソフト産業について、2006 年から 2011 年までの期間における M&A に関するデータと全上場企業の企業情報のデータを接続して分析する。これらの産業を選択したのは、これらの産業で中国の対外 M&A が急増しており、また知識の獲得という目的が特に顕著であると考えられるからである。例えば、中国企業は鉱業セクターの対外 M&A も活発に行っているが、これらの M&A の目的は知識や技術の獲得ではない (De Beule and Duanmu, 2012) ため、鉱業セクターは除外している。なお、2006 年以降に限定するのは、以下の 2 つの理由による。まず第 1 に、図 4 で示されるように、対外 M&A 件数は 2006 年以降に急増している。第 2 に、2006 年に中国において会計制度の大きな変更があり、資産、負債、収入、支出などの定義が大幅に変更された。本研究では、対外 M&A が企業業績の変化率に与える効果を推計するために、業績指標の定義が同じ期間を対象

とした。

さて、すでに述べたように、ChinaVenture のデータのカバー率は、他のデータ・ソースと比べても遜色がない、もしくはより大きいと考えられる。表 1 の下部に他のデータ・ソースによる中国の対外 M&A 件数を示している。Thomson Financial の SDC データを利用している Sun et al. (2012) にくらべると、ChinaVenture のデータでは 2006 年、2007 年の件数が顕著に少ない。ただし、Sun et al. (2012) によると、2000～2008 年における計 633 件の対外 M&A のうち、264 件、すなわち 42% は香港企業の買収であった。表 1 が示すように、ChinaVenture のデータでは香港企業の買収は全体のわずか 2% 程度であり、香港企業をのぞけば ChinaVenture のデータは Sun et al. (2012) の依拠する SDC データと 2006 年、2007 年においてもそれほど遜色がなく、それ以降においてはむしろ多くの M&A をカバーしていると考えられる。ChinaVenture のデータから香港企業の買収が除外されているのは、本研究の目的に鑑みて大きな問題とはならない。なぜなら、本研究の焦点は、先進国企業の買収による市場拡大や技術・ノウハウの獲得であるからだ。さらに、対外直接投資の多くが迂回投資であることは第 1 節で述べたが、香港企業の買収も迂回投資である可能性もあり、その意味でも香港企業の買収を除外することには合理性がある。それ以外にも、UNCTAD (2012) のデータベースや、De Beule and Duanmu (2012) で利用されている Bureau van Dijk Electronic Publishing が提供する ZEPHYR データがあるが、表 1 に示されるように、いずれもが ChinaVenture を下回る件数の対外 M&A しか把握していない。

さらに、表 1 の M&A 件数は ChinaVenture から購入したデータベースに基づくが、定量分析に使用する対象産業における対外 M&A については、以下の手順で手作業によってデータベースの不備を補完した。すなわち、ChinaVenture のウェブサイト上で M&A の有無を各企業について検索することができるが、購入したデータベースには含まれていないにもかかわらず、ウェブ上の検索によって発見される M&A 取引がいくつかあった。したがって、対象産業の全ての上場企業について、対外 M&A の有無をチェックし、漏れがあった場合にはデータベースを補った。

このようにしてデータを作成した後、同じ企業の 2 度目以降の対外 M&A はサンプルから除外した。なぜなら、2 度目以降の対外 M&A は 1 度目とは異なる効果を持つ可能性があるからだ。また、対象産業の対外 M&A の中で、1 件だけ途上国（エジプト）企業の買収があった。本研究の焦点は、先進国企業の買収による市場の拡大と技術の獲得にあるので、このケースはサンプルから除外した。さらに、従業員 1 人あたりの営業収入の成長率が平均に標準偏差の 3 倍を加えたものよりも大きい、もしくは平均から標準偏差の 3 倍を引いたものよりも小さい 22 個の標本は、外れ値として除外した。

3.2 基本統計量

表 3 は、推計に使用されるサンプルにおける標本数を、年ごと（パネル A）、産業ごと（B）、相手国ごと（C）に示したものである。2006 年にはこれらの産業の対外 M&A はなかったが、2007 年からは急増している。パネル A と B には、それぞれの区分における対照群となる企業数も表されてい

るが、これらの対照企業はこれらの産業において対外 M&A を行わなかった全ての上場企業である。パネル C によると、対外 M&A の相手国の 1/3 はアメリカであり、それ以外にもドイツ、イタリア、日本、オーストラリアなどの先進国が含まれていることがわかる。

本研究では、企業の業績として、売上高、従業員数、労働生産性、研究開発集約度、固定資産、無形資産を使用する。売上高は、営業収入として定義される。労働生産性は、通常労働者一人あたりの付加価値額として定義されるが、本研究では付加価値を計算するに必要な給与総額が得られないために、従業員 1 人あたり売上高で代替する。研究開発集約度は、研究開発支出の対売上高比率である。無形資産は、「企業によって長期間利用されるもので形を有しないもの、例えば特許、特許化されていない技術、商標、著作権、土地使用権、のれん代などを含む」と定義されている（財政部企業会計準則第 31 号）。したがって、無形資産には、特許や著作権などの形で把握しうる企業の技術・知識の量がある程度反映されていると考えられる。財務諸表のデータは連結決算に基づいており、全ての変数は海外子会社の数字を含んでいる。

主要な変数の基本統計量は、表 4 に示されている。標本数はおおむね 1,649 であり、表 3 の 2,181 よりも少ないが、これは表 4 の全ての変数についてデータのある企業年を対象としているからである。売上高、従業員数、従業員 1 人あたり売上高の成長率の平均値は、それぞれ 13.3、6.7、6.6% と高く、中国の高成長を反映している。また、平均的な研究開発集約度（研究開発支出の対売上高比率）は 3.7% と比較的高く、さらに年率 9.3% で成長している。

4. 推計手法

対外 M&A が企業業績に及ぼす効果を推計するために、本研究は 2 つの推計手法を採用する。1 つは difference-in-differences (DID) 推計であり、もう 1 つは propensity score matching (PSM) 推計に DID を組み合わせたものである。DID 推計では、以下の推計式を最小 2 乗法 (OLS) によって推計する。

$$Y_{it} - Y_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Y_{it+1} - Y_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 X_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ここで、 Y_{it} は企業 i の t 年における売上高、従業員数、労働生産性、研究開発集約度、固定資産、無形資産などの業績指標の 1 つの対数値であり、 MA_{it} は企業 i が t 年に対外 M&A を行ったことを表すダミー変数である。 X_{it-1} は、 $t-1$ 年におけるコントロール変数のベクトルを表す。Fukao et al. (2008) に従い、コントロール変数は、操業年数、キャッシュフローの対流動負債比率、労働者数の対数値とその平方、労働者 1 人あたり売上高の対数値、産業ダミー、および年ダミーとした⁴。

⁴ それ以外にも Fukao et al. (2008) などの先行研究で使われている変数もあるが、統計的に有意な効果がない場合には全て除外した。また、研究開発集約度も多くの先行研究で使われているが、約半数の企業

(1) 式では、 t 年に完了した対外 M&A が、 $t-1$ 年から t 年への企業業績の変化率に与える効果を推計しており、(2) 式では、 $t-1$ 年から $t+1$ 年への変化率への効果を推計している。対外 M&A の効果が発現するのに時間がかかることを鑑みれば、(2) 式の方が効果推計には適切と言える。しかし、

(2) 式を採用した場合、本研究で利用するデータでは対外 M&A の多く（全体の約 40%）が 2011 年に行われている（表 3A）にもかかわらず、2012 年の財務データはないので、これらを推計から除外しなければならない。したがって、本研究では (1) (2) の両式を推計し、結果の頑健性をチェックする。

DID 推計では、企業業績に影響する要因をコントロール変数として含めてはいるものの、対外 M&A を行う企業が内生的に（恣意的に）選択されていることによる、効果推計の偏りの可能性を排除できない。したがって、さらに PSM によって対外 M&A の平均的効果を推計する。PSM の詳細についてはここでは記さないが⁵、簡単に言えば次のような手順による推計である。

1. 対外 M&A が企業側のどのような要因で行われるかをプロビットによって推計する。この時に利用する説明変数は、DID で利用する説明変数と同じである⁶。
2. プロビット推計の結果を利用して、各企業の各年について対外 M&A を行う確率(propensity score)を予測する。その上で、対外 M&A を実際に行った企業各々について、それと propensity score が最も近いが対外 M&A を行っていない企業をマッチさせる⁷。マッチ後には、対外 M&A を行った企業群（処置群）と、同様の特性を持ちながら M&A を行わなかった企業群（対照群）が形成される。この処置群と対照群とで、確かに M&A 以前の企業特性が同じであるかどうかを、統計的に検定する。
3. 処置群とマッチされた対照群の企業業績の変化率の差を、 t 検定によって比較する⁸。処置群とマッチされた対照群の企業は、処置 (M&A) 前には同じ企業特性を持っていたわけであるから、業績の変化率の差は M&A の効果であると解釈することができる。

ただし、むしろ PSM 推計においても限界はある。処置群と対照群が同じ企業特性を持っていると上で述べているが、これはあくまでもデータに表れる企業特性に限った話であり、データに表れない企業特性の面では異なる性質をもっている可能性がある。例えば Todo and Sato (2011) は、日本の中小企業の国際化において経営者の国際経験やリスク性向が大きく影響することを示している

でしかデータが得られないことから除外した。

⁵ 詳細については、例えば Caliendo and Kopeinig (2005) などを参照されたい。

⁶ Tan and Ali (2010) は、中国の場合には国営企業が対外 M&A をより活発に行う傾向にあることを見出している。しかし、本研究のデータでは、国営企業かどうかを特定することはできない。

⁷ より正確に言えば、本研究では kernel matching という手法を採用しており、M&A を行わなかった企業を propensity score によってウェイトづけして M&A を行った企業と特徴の似た仮想的な企業を作り上げる。また、マッチングに際して、同一年内の企業同士のみをマッチさせており、異なる年の企業をマッチさせてはいない。なお、同じ産業内でマッチさせた場合にも同様の結果が得られる。

⁸ PSM においては、bootstrapping によって標準誤差を推計することが標準的である。しかし、対外 M&A の件数があまりにも少ないことから、ここでは bootstrapping を使用していない。

が、本論文のデータではそのような情報は得られない。したがって、処置群の企業の経営者は対照群よりもリスク性向が高く、そのために同じような規模や生産性を持ちながらも対外 M&A を行った可能性も十分にあり、さらにそのリスク性向の違いがその後の企業の成長に影響を及ぼしているかもしれない。その場合には、PSM による対外 M&A の効果の推計値には、データには表れない対外 M&A の要因であるリスク性向などの効果も含まれていることになる。本論文では、データの制約がある中でできる限りのことをしているが、このような可能性があることは否定できない。ただし、このような問題は推計方法に関わらずデータの制約がある限り起こりうる。この問題を回避するためには、近年開発経済学で広く使われているランダム化実験 (randomized controlled trial) を利用し、対外 M&A を行う企業を無作為に選択して対照群を構成する必要があるが、対外 M&A についてそのような実験を行うことはほぼ不可能である。

5. 推計結果

PSM における第 1 段階のプロビット推計の結果は付表 1 に、第 2 段階の処置群と対照群のバランスの検定の結果は付表 2 に示されている。この結果、処置群と対照群のマッチが適切に行われ、M&A 前には処置群とマッチされた対照群の企業の特徴には統計的に差が見られないことがわかった。したがって、処置群とマッチ後の対照群との企業業績の変化率をくらべることで、対外 M&A の効果を推計することができる。

その推計結果は、表 5 に示されている。DID と書かれた上段の行には単純な DID 推計による結果が、PSM と書かれた下段の行には PSM 推計による結果が表されている。前述のとおり、単純な DID は M&A の恣意的な選択による推計の偏りが十分に修正されていない可能性があるが、PSM ではサンプルが小さいことによる偏りの可能性がある。ここでは、恣意的な選択による偏りがより深刻な問題であると考えて PSM の結果をより重視するが、基本的には DID と PSM の結果に大きな違いはない。

対外 M&A が売上高の変化率に与える効果は、全てのケースにおいて正で統計的に有意である。特に、 t 年の対外 M&A が $t-1$ 年から $t+1$ 年の売上高の変化率に与える効果は非常に有意性が高く、2 年間で売上が 24% 拡大することを示している。なお、上述したように、売上高にしる、その他の企業業績の変数にしる、連結決算を基にしていて、M&A 後の海外子会社のものも含まれていることに注意が必要である。この結果は、中国企業が対外 M&A によって確かに市場拡大を達成していることを示している。しかし、対外 M&A が従業員数に対して及ぼす効果はどの推計方法でも統計的に有意ではなく、効果があるとは認められない。これは、M&A は多くの場合買収先企業のリストラを伴い、従業員を解雇することがあるからであると考えられる。売上が増え、従業員数が変化しないため、従業員 1 人あたりの売上高、つまり労働生産性 (の代替変数) は増加する。反面、研究開発支出の対売上比率には有意な効果がない。最後に、固定資産は対外 M&A によって 1 年で 14%、2

年で21%増えるし、無形資産は1年で30%、2年で27%増える。

これらの結果は、中国企業が対外 M&A によってその目的、すなわち市場の拡大と技術などの戦略的資産の獲得を達成していることを示唆している。対外 M&A によって平均的には売上高が急増するが、これは以下の3つの理由による。まず第1に、対外 M&A によって海外での固定資産を獲得するために、生産量は自然と増加する。第2に、先進国企業を買収することで、中国企業は買収先企業の技術やノウハウを手に入れることができる。これは、1つには特許などを含む無形資産の増加に現れている。とは言え、企業の戦略的資産は必ずしも無形資産には計上されていない。技術やノウハウの多くは暗黙知であって特許化されていないし、買収先企業が持つ販売ネットワークは海外市場に進出するのに大いに有用であるが、無形資産に計上されているわけではない。対外 M&A が売上高の増加をもたらす第3の理由は、これらの無形資産に計上されていない戦略的資産を獲得できることである。

これらの3つの要素のそれぞれがどの程度売り上げ増加に貢献するかを定量的に測るために、簡単な要因分解を行ってみよう。まず、従業員数、固定資産、無形資産と売上との関係を見るために、以下のようなコブ=ダグラス型の生産関数を仮定して、OLS によってその弾力性を推計する。

$$\ln \text{売上高} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{従業員数} + \beta_2 \ln \text{固定資産} + \beta_3 \ln \text{有形資産} + \text{産業ダミー} + \text{年ダミー} + \varepsilon \quad (3)$$

なお、本来は売上高ではなく、付加価値額、すなわち売上高と中間投入額の差を説明変数として用いることが望ましい。しかし、中間投入額についてのデータが十分に得られないために、ここでは売上高を用いる。また、売上高や資産額は名目値ではなく実質値を利用すべきであるが、適切なデフレーターが入手できないために名目値を利用せざるを得ない。しかし、付加価値額の対売上高比率が産業ごとに一定であり、売上や資産のデフレーターが産業ごと、年ごとに固有の要因によって決定されていると仮定すれば、これらの問題は第(1)式に産業ダミーと年ダミーを加えることによって解決することができる。ただし、労働や資本といった投入量とデータには表れない企業特性との間には相関があると予想されることから、このような OLS による単純な推計にはそれでも内生性による偏りが残ってしまうと考えられる。しかし、本論文では、以上のことを理解した上で数量的な要因分解を行うためにある程度大胆に分析を進めたい。なお、一般的に第(1)式のような生産関数を OLS 推計すると、労働の弾力性は過大評価され、資本の弾力性は過小評価される (Olley and Pakes, 1996)。したがって、以下の議論では、固定資産の役割を過少評価している可能性はある。

OLS 推計の結果、従業員数、固定資産、無形資産の弾力性は、それぞれ 0.44、0.44、0.081 であった。したがって、PSM 推計で得られた対外 M&A によって固定資産が 21%増加したということと、固定資産の弾力性が 0.44 であることから、この固定資産の増加によって売上高は $21\% \times 0.44 = 9.2\%$ 増加することがわかる。対外 M&A によって売上高は 24%増加するので、この売上高の増加のうち $39\% (=9.2/24)$ は固定資産の増加に起因することがわかる。同様に、対外 M&A によって無形資産は 27%増えるが、これによって売上高は $27\% \times 0.081 = 2.2\%$ 増える。これは、売上高増加全体の 9.1%

である。対外 M&A による従業員数の増加は統計的に有意ではないが、点推定値をそのまま使えば、従業員数の増加によって売上高は 3.5%、すなわち売上高の成長の 15%程度増加する。したがって、対外 M&A が従業員数、固定資産、無形資産の増加を通して売上を増加させるのは、合計で 14.9% (=9.2+2.2+3.5) であり、売上高成長 24%のうちの 62%にすぎない。逆に言えば、対外 M&A による売上高成長のうち、38%は従業員数、固定資産、無形資産の変化では説明できないと言える。これは、上述したように無形資産には計上されない技術やノウハウ、販売ネットワークなどの戦略的資産を対外 M&A によって獲得したことによると考えられる。

また、このように無形資産で表される技術、表されない技術を獲得したにもかかわらず、研究開発支出の対売上高比率は有意には変化していない。第 2.1 節で述べたように、対外 M&A によって技術を獲得することで、むしろ自社の研究開発活動を縮小するインセンティブが働く場合もありうるが、中国企業の場合にはそうになっていないようだ。これは、中国企業の技術・ノウハウと買収先企業の技術・ノウハウとが補完的になっているからである (Cassiman et al., 2005) と考えられる。例えば、三洋電気のタイ工場は 2007 年にハイアールに買収されたが、三洋時代には赤字続きだったものが、2012 年には冷蔵庫の生産台数は買収前にくらべて 60%増え、黒字を達成した。これは、三洋の高い技術と、ハイアールの地域の需要を見出し、それを満たす製品を生み出すノウハウとがうまく補完しあったからだと考えられる (莫, 2012)。

6. 結論とまとめ

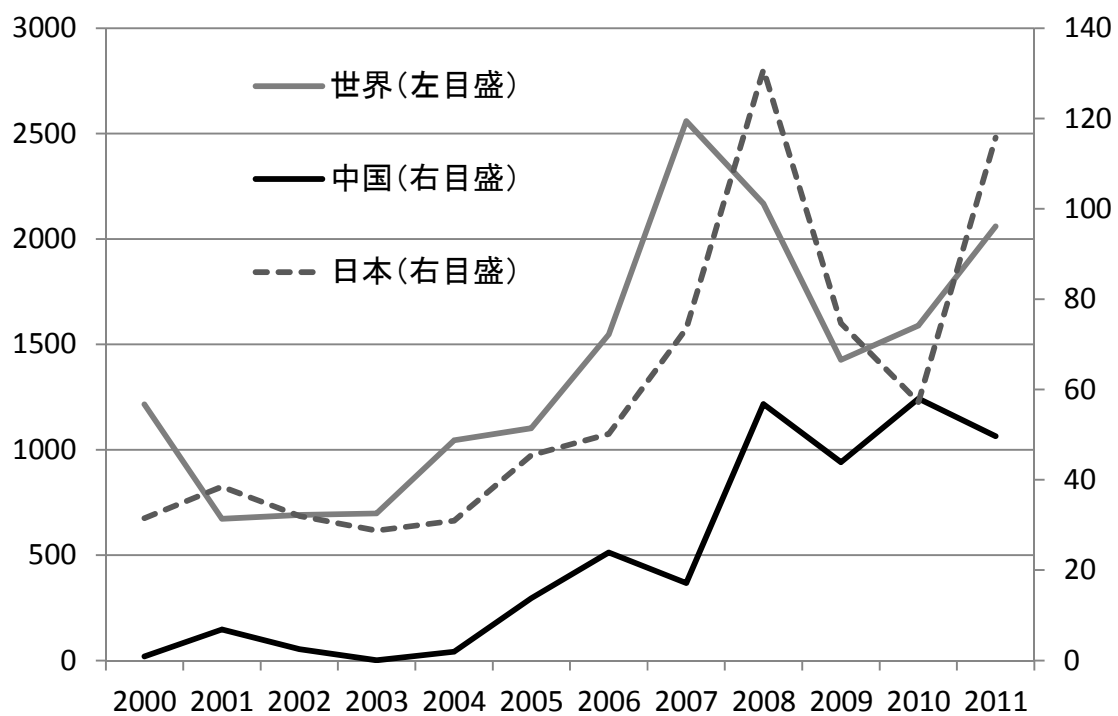
2000 年代半ば以降、中国企業による先進国企業の M&A が急増している。こういった M&A の主な目的は、海外市場の拡大、および技術や戦略的資産の獲得である。この論文は、中国企業の対外 M&A が企業業績に与える影響を、企業レベルのデータを利用して計量経済学的手法で定量的に推計した。その結果、対外 M&A によって、売上高、労働生産性、固定資産、無形資産（特許など知識資産を含む）は大幅に増加するが、従業員数や研究開発支出の対売上高比率は変化しないことが見出された。しかも、固定資産や無形資産の増加だけでは売上高の増加の約 60%しか説明できず、残りの 40%は、無形資産には計上されない技術・ノウハウや、海外市場での販売ネットワークなどを獲得したことに起因すると考えられる。したがって、中国企業は対外 M&A によって、技術や戦略的資産を獲得し、海外市場を拡大するという目的を、少なくとも平均的には達成していると考えられ、対外 M&A を活用した経営戦略が中国企業の世界市場での台頭に寄与していると結論づけられる。

冒頭で紹介したように、中国企業の対日 M&A は日本からの技術流出につながるとして懸念する動きが日本国内にはある。確かに、本研究での定量分析によって、中国企業が対外 M&A で技術を獲得していることが示された。しかし、そのことが日本経済に悪影響を及ぼすとは必ずしも言えないことは強調しておかなければならない。なぜなら、例えば前節最後にふれたハイアールによる三

洋タイ工場の買収のように、日中の技術やノウハウが補完し合って、win-winの結果を生み出すことも十分にあり得るからだ。したがって、中国企業の対日 M&A が日本経済に悪影響を及ぼしているかどうかについては、買収された日本企業のデータを利用して買収の効果を測らなければわからない。Fukao et al. (2006) は、先進国企業に買収された日本企業は、買収後に生産性を向上させることを見出している。残念ながら、まだ中国企業の対日 M&A は件数が少なく、その日本経済への影響について定量的な分析は難しい。今のところは、個々のケースに関する定性的な研究を蓄積させつつ、近い将来には定量的な分析を行うことが期待される。

なお、やはり対外 M&A の件数が少ないために、本論文では「平均的な」効果しか推計することができなかった。Deng (2010) のケース・スタディは、例えば学習能力 (absorptive capacity) の違いによって対外 M&A の効果の違いが生じることを示唆しているし、Cassiman et al. (2005) は、買収元と買収先の技術の補完性・代替性によって、対外 M&A は研究開発活動に違った影響を及ぼすことを指摘した。将来的には、対外 M&A が買収元企業、買収先企業、買収先の経済全体にどのような条件の下でどのような影響を及ぼすかを、詳細に定量的に分析していくことが必要であろう。

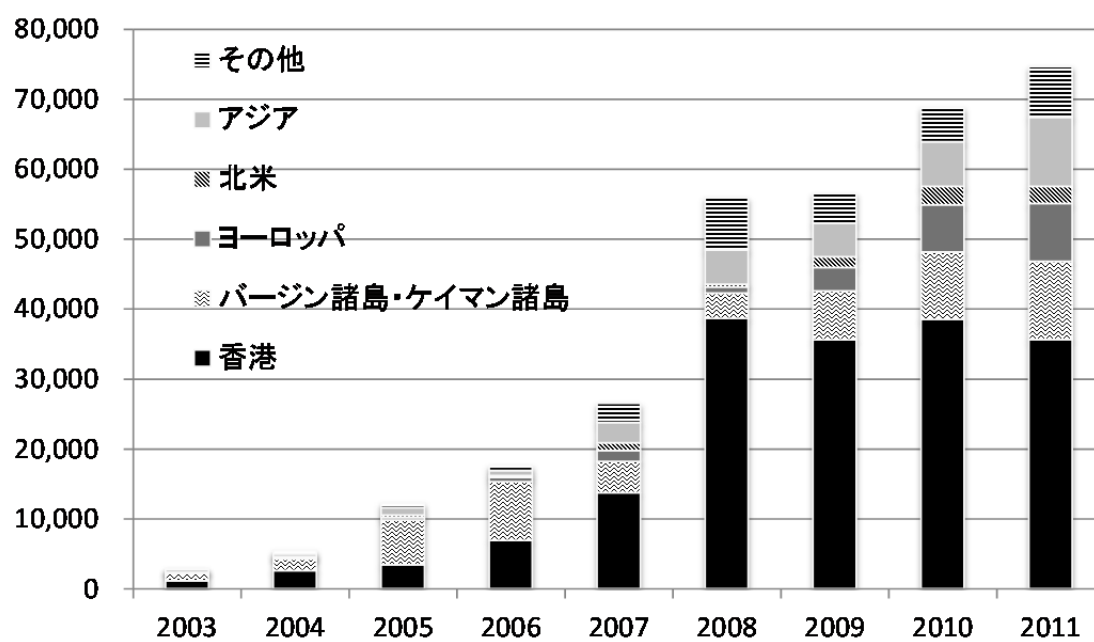
図1：対外直接投資
(10億ドル)



出所：World Bank (2012)

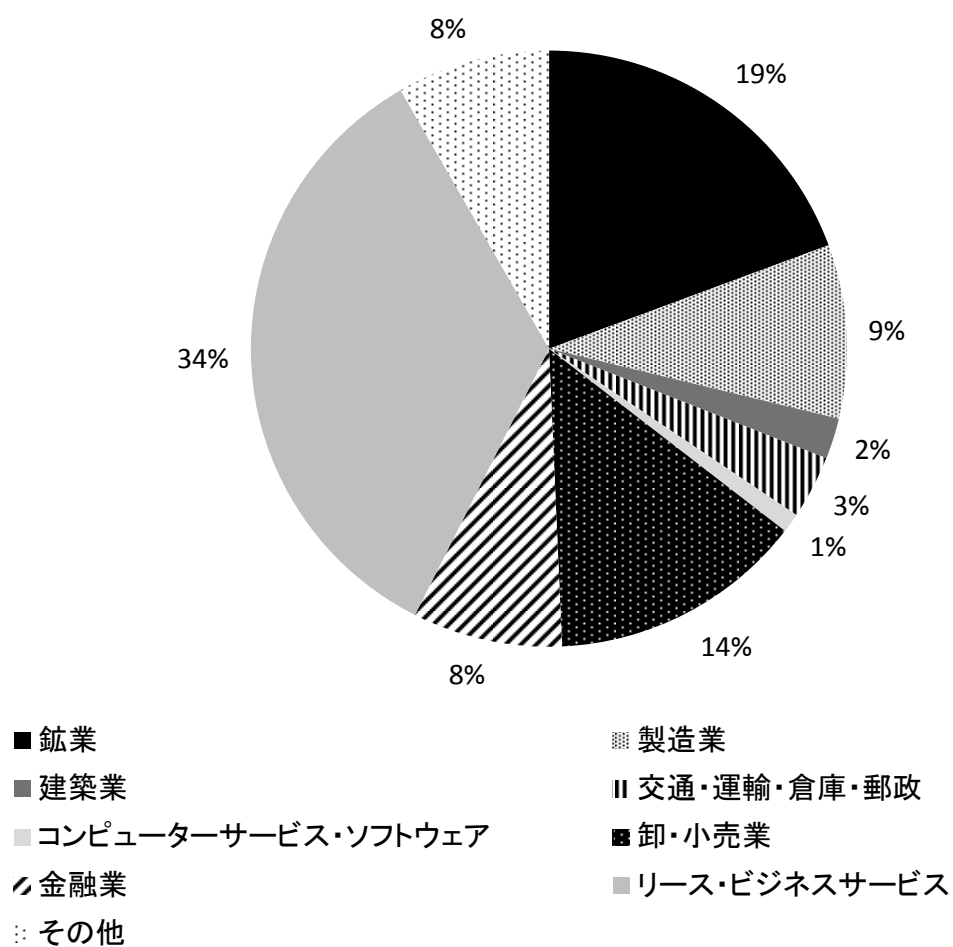
図2：中国の対外直接投資（投資相手国別）

(100万ドル)



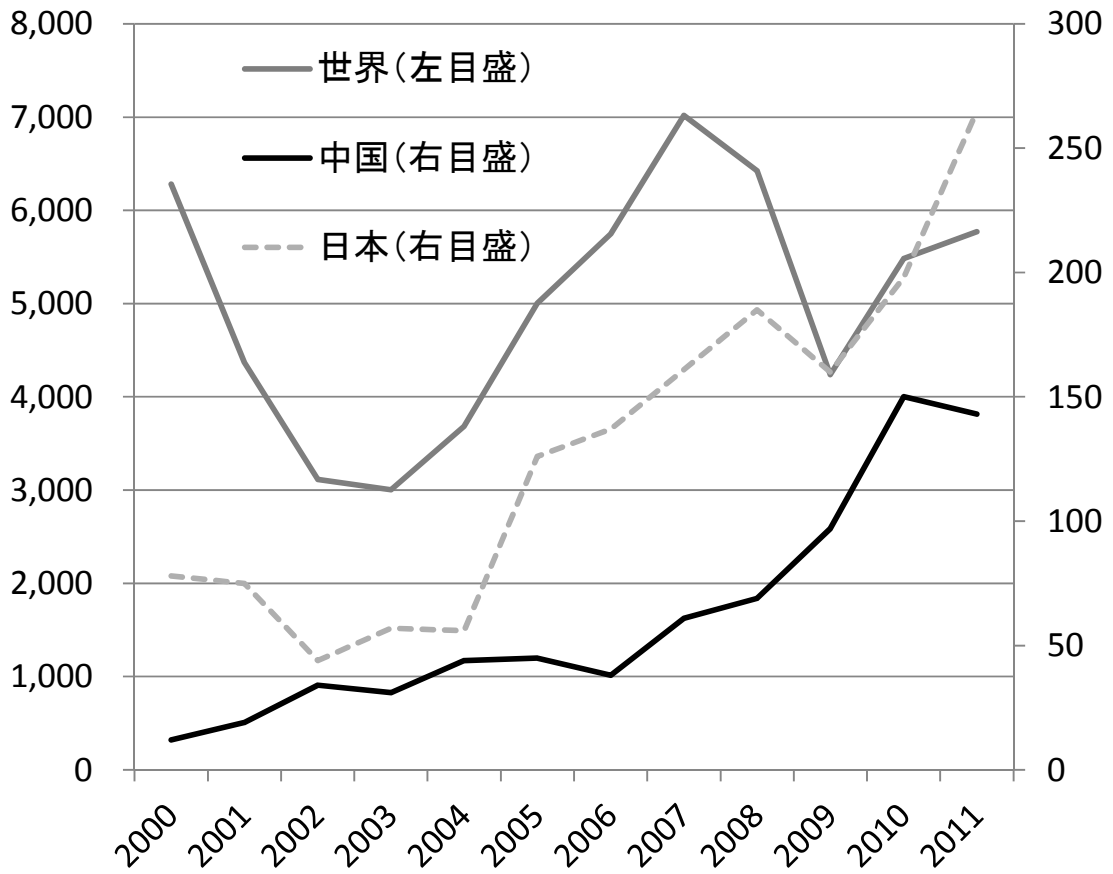
出所：2011年中国対外直接投資統計公報

図3：中国の対外直接投資額の産業別シェア（2011年）



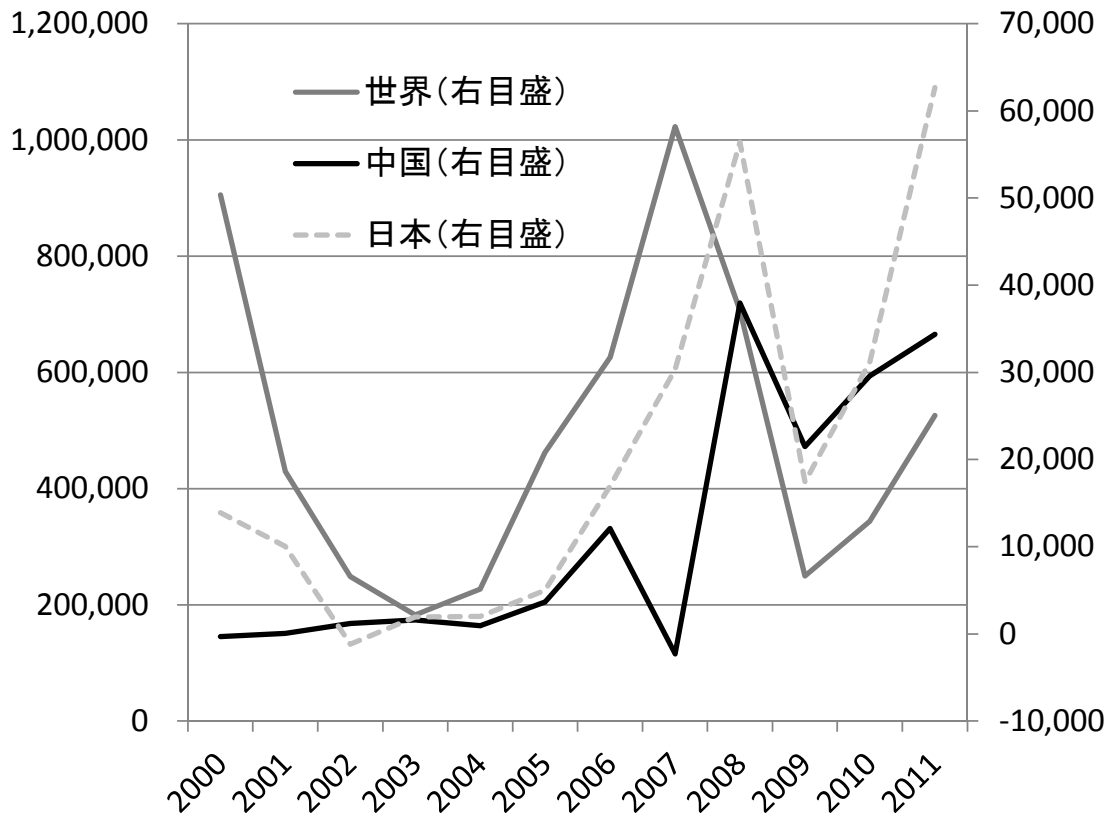
出所：2011年中国対外直接投資統計公報

图4：对外 M&A 件数



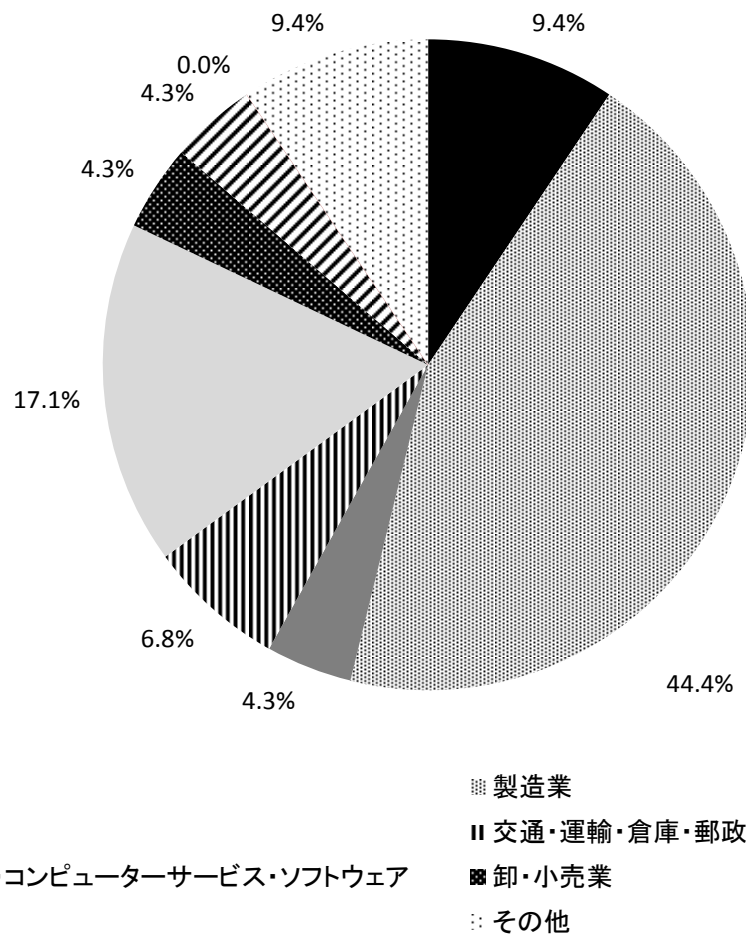
出所：UNCTAD (2012)

図5：対外M&A買収額
(100万ドル)



出所：UNCTAD (2013)

図 6：中国の対外 M&A 件数産業別シェア（2010 年）



出所：China Venture のデータベース（詳細は第 3 節を参照）

表 1 : 中国の対外 M&A 件数 (相手国別)

	2006	2007	2008	2009	2010	Total
アメリカ	6	19	17	22	35	107
オーストラリア	4	4	13	19	20	61
イギリス	3	8	3	13	16	45
シンガポール	2	4	6	16	4	32
日本	0	5	4	8	9	26
カナダ	0	3	4	5	8	21
ドイツ	0	3	4	3	4	16
マレーシア	0	3	5	5	3	16
モンゴル	0	3	5	3	3	14
ロシア	1	4	1	3	2	11
韓国	0	0	5	3	1	11
タイ	1	2	1	1	2	10
ブラジル	0	0	0	2	4	6
香港	0	7	3	0	0	10
その他	6	18	34	25	35	121
合計	23	83	105	128	146	507
他のデータ・ソースによる合計数						
UNCTAD (2012)	38	61	69	97	150	
Sun et al. (2012)	69	106	114			
De Beule and Duanmu (2012)	18	22	25			

出所 : ChinaVenture によるデータ。

注記 : De Beule and Duanmu (2012) は、Figure 1 の目視による概数。

表 2：中国の対外 M&A 件数（産業別）

産業	件数	シェア(%)
鉱業	127	26.2
製造業	166	34.2
食料品、飲料・たばこ・飼料製造業	5	1.0
繊維製品	20	4.1
パルプ・紙・木製品	11	2.3
化学製品	13	2.7
石油・石炭製品	3	0.6
プラスチック、ゴム、革製品	5	1.0
窯業・土石製品	0	0.0
鉄鋼	1	0.2
非鉄金属	2	0.4
金属製品	2	0.4
一般機械	34	7.0
電気機械	20	4.1
輸送機械	24	4.9
精密機械	12	2.5
その他の製造工業製品	14	2.9
サービス	146	30.1
建設	3	0.6
交通・運輸・倉庫・郵政	10	2.1
情報伝達・コンピューターサービス・ソフトウェア	52	10.7
卸・小売業	29	6.0
金融業	24	4.9
リース・ビジネスサービス	28	5.8
その他	46	9.5
合計	485	100.0

出所：China Venture によるデータ。

表 3 : 定量分析に使用したサンプルにおける標本数

(A) 年別

年	M&A 件数	非 M&A 企業数	合計
2006	0 (0)	263 (263)	263 (263)
2007	4 (4)	303 (300)	307 (304)
2008	6 (6)	324 (323)	330 (329)
2009	8 (7)	357 (349)	365 (356)
2010	11 (10)	436 (430)	447 (440)
2011	17 (17)	452 (452)	469 (469)
合計	46 (44)	2,135 (2,117)	2,181 (2,161)

(B) 産業別

産業	M&A 件数	非 M&A 企業数	合計
一般機械	9 (8)	348 (347)	357 (355)
特殊機械	11 (11)	271 (267)	282 (278)
輸送機械	5 (5)	392 (39)	397 (395)
電気機械	8 (7)	379 (377)	387 (384)
情報・電子機器	8 (8)	512 (507)	520 (515)
精密機械	1 (1)	110 (108)	111 (109)
コンピュータ・ソフトウェア	4 (4)	123 (121)	127 (125)
合計	46 (44)	2,135 (2,117)	2,181 (2,161)

表 3 : 定量分析に使用したサンプルにおける標本数 (つづき)

(C) 相手国別	
相手国	M&A 件数
アメリカ	14 (14)
ドイツ	5 (5)
イタリア	5 (5)
日本	5 (4)
オーストラリア	3 (3)
シンガポール	2 (2)
イギリス	2 (2)
カナダ	1 (1)
チェコ	1 (1)
エジプト	1 (0)
フィンランド	1 (1)
オランダ	1 (1)
ポーランド	1 (1)
ロシア	1 (1)
韓国	1 (1)
スイス	1 (1)
南アフリカ	1 (1)
合計	46 (44)

出所 : ChinaVenture のデータベース

注記 : カッコ内の数字は、データクリーニング後の数字である。

表 4：基本統計量

変数	N	平均	標準偏差	最小値	最大値
操業年数	1649	15.61	11.88	1.00	136.00
売上高 (百万元)	1649	3891.83	12038.42	6.00	312485.47
成長率 ($t-1 \sim t$ 年, %)	1649	13.32	28.49	-188.81	181.99
成長率 ($t-1 \sim t+1$ 年, %)	1214	26.01	42.51	-229.14	201.72
従業員数	1649	3992.46	8391.11	13.00	89786.00
成長率 ($t-1 \sim t$ 年, %)	1649	6.73	29.50	-275.20	216.14
成長率 ($t-1 \sim t+1$ 年, %)	1214	11.29	43.20	-393.57	215.87
従業員 1 人あたり売上高(百万元)	1649	1.29	3.62	0.01	66.49
成長率 ($t-1 \sim t$ 年, %)	1649	6.58	31.42	-200.41	187.29
成長率 ($t-1 \sim t+1$ 年, %)	1214	14.71	41.70	-150.72	180.71
研究開発支出 (対売上高比率, %)	931	3.69	3.66	0.00	41.07
成長率 ($t-1 \sim t$ 年, %)	751	9.31	53.22	-384.90	379.51
成長率 ($t-1 \sim t+1$ 年, %)	407	14.27	62.18	-254.56	377.76
固定資産 (百万元)	1649	950.49	3256.38	0.35	60711.13
成長率 ($t-1 \sim t$ 年, %)	1649	14.03	42.57	-378.40	457.13
成長率 ($t-1 \sim t+1$ 年, %)	1214	23.87	62.73	-404.41	455.51
無形資産 (百万元)	1649	154.56	448.37	0.00	8032.96
成長率 ($t-1 \sim t$ 年, %)	1590	19.95	67.29	-591.26	519.12
成長率 ($t-1 \sim t+1$ 年, %)	1160	37.47	99.02	-605.20	799.33

注記：ここで、成長率はすべて対数値の差分として定義している。したがって、成長率が-100%を下回ることもありうる。

表 5 : 対外 M&A の効果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
変化率 (%)	売上高		従業員数		従業員 1 人あたり売上高	
	$t-1 \sim$ t 年	$t-1 \sim$ $t+1$ 年	$t-1 \sim$ t 年	$t-1 \sim$ $t+1$ 年	$t-1 \sim$ t 年	$t-1 \sim$ $t+1$ 年
DID	7.750*	22.74***	3.511	6.987	4.239	15.76*
	(4.306)	(8.224)	(4.515)	(8.440)	(4.769)	(8.124)
標本数	1,649	1,214	1,649	1,214	1,649	1,214
決定係数	0.074	0.082	0.051	0.063	0.066	0.068
PSM	8.632**	23.60***	4.208	7.917	4.424	15.68***
	(4.154)	(7.658)	(2.760)	(6.618)	(3.604)	(4.809)
M&A 件数	43	26	43	26	43	26

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
変化率 (%)	研究開発支出 (対売上高)		固定資産		無形資産	
	$t-1 \sim$ t 年	$t-1 \sim$ $t+1$ 年	$t-1 \sim$ t 年	$t-1 \sim$ $t+1$ 年	$t-1 \sim$ t 年	$t-1 \sim$ $t+1$ 年
DID	-3.976	-25.40	15.10**	21.47*	27.50***	26.40
	(10.64)	(19.53)	(6.540)	(12.47)	(10.59)	(20.11)
標本数	751	407	1,649	1,214	1,590	1,160
決定係数	0.022	0.045	0.043	0.029	0.018	0.024
PSM	-1.516	-17.78	13.52*	21.09**	29.82***	26.87*
	(9.255)	(13.26)	(7.004)	(10.399)	(9.256)	(13.96)
M&A 件数	27	11	43	26	43	26

注記：DID の行は DID 推計による結果を、PSM の行は DID-PSM 推計による結果を表す。DID 推計においては、M&A 以前の企業の特徴をコントロールしているが、スペースの関係上その結果は示していない。カッコの中は標準誤差を表す。*、**、***は、それぞれ 10、5、1%水準で統計的に有意であることを表す。

付表 1：プロビット推計

操業年数	-0.0261** (0.0115)
キャッシュフロー／流動負債	0.497*** (0.192)
従業員数（対数値）	2.867*** (1.001)
従業員数（対数値）平方	0.154* (0.0893)
従業員1人あたり売上高（対数値）	-0.156** (0.0606)
産業ダミー	Yes
年ダミー	Yes
標本数	1,649
疑似決定係数	0.1308

注記：被説明変数は、対外 M&A を行ったかどうかを表すダミー変数である。カッコの中は標準誤差を表す。*、**、***は、それぞれ 10、5、1%水準で統計的に有意であることを表す。産業ダミー、年ダミー以外の全ての説明変数は、1期ラグを取っている。

付表2：バランス検定

変数		平均値		<i>t</i> 統計量 (<i>p</i> 値)
		処置群	対象群	
操業年数	マッチ前	13.1	15.2	0.370
	マッチ後	13.1	13.7	0.684
キャッシュフロー／流動負債	マッチ前	0.198	0.150	0.598
	マッチ後	0.198	0.314	0.296
従業員数（対数値）	マッチ前	8.25	7.44	0.000
	マッチ後	8.25	8.23	0.953
従業員数（対数値）平方	マッチ前	68.9	56.7	0.000
	マッチ後	68.9	69.8	0.989
従業員1人あたり売上高（対数値）	マッチ前	13.47	13.34	0.425
	マッチ後	13.47	13.42	0.828

参考文献

- 佐野淳也 (2013) 「拡大を続ける中国の対外直接投資～統計データが示す特徴と政府の取り組み～」
環太平洋ビジネス情報 RIM, Vol.13, No.48, 日本総研,
<http://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/6586.pdf>.
- 柴生田敦夫 (2009) 「日本企業の対中投資」, RIETI Policy Discussion Paper Series, No. 09-P-004.
- 莫邦富 (2012), ハイアールはかくしてタイの旧三洋電気・冷蔵庫工場を甦らせた, Diamond Online,
<http://diamond.jp/articles/-/27169>.
- 中国商務省 (2011), 『2011 年度中国海外直接投資統計公報』, 中国統計出版社.
- Amit R., Schoemaker P.J., 1993. Strategic assets and organizational rent. *Strategic Management Journal*. 14, 33-46.
- Arnold J.M., Javorcik B.S., 2005. Gifted kids or pushy parents? Foreign acquisitions and plant performance in Indonesia. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. 3139.
- Barkema H.G., Vermeulen F., 1998. International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective. *Academy of Management journal*. 41, 7-26.
- Bertrand O., Zuniga P., 2006. R&d and M&A: Are cross-border M&A different? An investigation on OECD countries. *International Journal of Industrial Organization*. 24, 401-23.
- Boateng A., Qian W., Tianle Y., 2008. Cross-border M&As by chinese firms: An analysis of strategic motives and performance. *Thunderbird International Business Review*. 50, 259-70.
- Buckley P.J., Clegg L.J., Cross A.R., Liu X., Voss H., Zheng P., 2007. The determinants of Chinese outward foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*. 38, 499-518.
- Caliendo, Marco, and Sabine Kopeinig, 2005. Some Practical Guidance for the Implementation of Propensity Score Matching, DIW Berlin Discussion Paper, No. 485, German Institute for Economic Research.
- Cassiman B., Colombo M.G., Garrone P., Veugelers R., 2005. The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological-and market-relatedness. *Research Policy*. 34, 195-220.
- Chung W., Alcácer J., 2002. Knowledge seeking and location choice of foreign direct investment in the United States. *Management Science*. 48, 1534-54.
- De Beule, F., Duanmu J.-L., 2012. Locational determinants of internationalization: A firm-level analysis of Chinese and Indian acquisitions. *European Management Journal*. 30, 264-77.
- Deng P., 2009. Why do Chinese firms tend to acquire strategic assets in international expansion? *Journal of World Business*. 44, 74-84.
- Deng P., 2010. What determines performance of cross-border M&As by Chinese companies? An absorptive capacity perspective. *Thunderbird International Business Review*. 52, 509-24.
- Fukao K., Ito K., Kwon H.U., Takizawa M., 2008. Cross-border acquisitions and target firms' performance: Evidence from Japanese firm-level data, in: Ito T., Rose A.K. (Eds), *International financial issues in the pacific Rim: Global imbalances, financial liberalization, and exchange rate*

- policy (NBER-EASE volume 17). University of Chicago Press. p. 347-89.
- Heckman J.J., Ichimura H., Todd P., 1997. Matching as an econometric evaluation estimator: Evidence from evaluating a job training programme. *Review of Economic Studies*. 64, 605-54.
- Heckman J.J., Ichimura H., Todd P., 1998. Matching as an econometric evaluation estimator. *Review of Economic Studies*. 65, 261-94.
- Huang Y., 2003. *Selling China: Foreign direct investment during the reform era*. Cambridge University Press, Cambridge.
- King D.R., Dalton D.R., Daily C.M., Covin J.G., 2003. Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*. 25, 187-200.
- Kolstad I., Wiig A., 2010. What determines chinese outward FDI? *Journal of World Business*.
- Martin X., Swaminathan A., Mitchell W., 1998. Organizational evolution in the interorganizational environment: Incentives and constraints on international expansion strategy. *Administrative Science Quarterly*. 566-601.
- Ministry of Commerce of People's Republic of China, 2011. 2011 statistical bulletin of China's outward foreign direct investment. China Statistical Press, Beijing.
- Olley, Steven G., and Ariel Pakes, 1996. The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry. *Econometrica* 64, 1263-97.
- Ramasamy B., Yeung M., Laforet S., 2010. China's outward foreign direct investment: Location choice and firm ownership. *Journal of World Business*.
- Rosenbaum P.R., Rubin D.B., 1983. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*. 70, 41-55.
- Seth A., Song K.P., Pettit R., 2002. Value creation and destruction in cross-border acquisitions: An empirical analysis of foreign acquisitions of US firms. *Strategic Management Journal*. 23, 921-40.
- Shimizu K., Hitt M.A., Vaidyanath D., Pisano V., 2004. Theoretical foundations of cross-border mergers and acquisitions: A review of current research and recommendations for the future. *Journal of International Management*. 10, 307-53.
- Sun S.L., Peng M.W., Ren B., Yan D., 2012. A comparative ownership advantage framework for cross-border M&As: The rise of Chinese and Indian MNEs. *Journal of World Business*. 47, 4-16.
- Tan H., Ai Q., 2010. China's outward mergers and acquisitions in the 21st century: Motivations, progress and the role of the Chinese government. *Advances in Mergers & Acquisitions*. 9, 25-50.
- Todo, Y. and Sato H., 2011. Effects of CEO's characteristics on internationalization of small and medium enterprises in Japan, RIETI Discussion Paper, No. 11-E-026.
- Tuch C., O'Sullivan N., 2007. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence. *International Journal of Management Reviews*. 9, 141-70.
- UNCTAD, 2000. *World investment report*. United Nations Press, New York and Geneva.
- UNCTAD, 2012. *World investment report*. United Nations Press, New York and Geneva.
- World Bank, 2012. *World development indicators*. World Bank, Washington, D.C.