

日本企業の M&A 戦略とその陥穽

酒 井 康 之

1. はじめに

本稿の目的は、日本企業的な M&A と、そうした M&A がもたらす産業内の競争への影響を明らかにすることである。産業組織論やポーター(1980)をはじめとするポジショニングビューでは、産業内の M&A は競合企業を減少させることによって、産業内の競争を緩和させることが議論されてきた。特に、成熟産業という需要の伸びが鈍化した産業、もしくは需要が低下していくような産業においては、値下げを行うことによって価格弾力性を利用して販売数量を増加させ、それによって収益性を向上させることは困難である。それゆえ、成熟産業においては M&A を通じて産業内の競争を緩和させることは極めて重要である。

しかしながら、このように M&A が重要であるにもかかわらず、日本企業が M&A を成功させてきたわけではない。例えば、トーマツ・コンサルティングの調査によれば、M&A を経験したことのある日本企業 162 社のうち、M&A の目標を十分に達成することのできたと回答した企業は全体の 3 割しかないのである。このように、なぜ M&A は企業の戦略上、重要であるにもかかわらず、それが成功していないのか、これが本稿の問いである。

この問いを考察するために、本稿では 1990 年代の日本のセメント業界における 2 つの合併と、その合併が産業内の競争にもたらした影響について考察を行う。1990 年代の日本のセメント業界では小野田セメントと秩父セメントの合併と、住友セメントと大阪セメントの合併という 2 つの合併が行われた。この 2 つの合併のいずれにおいても、その主要な目的は当時低下し続けていたセメント価格の上昇が挙げられていた。しかしながら、実際には住友セメントと大阪セメントの合併は確かに産業内の競争を緩和させる効果を持っていたと思

われるのに対して、小野田セメントと秩父セメントの合併ではむしろより激しい競争が生じていたのである。こうした2つの合併とその効果の違いについて検討を行うことで、M&Aが産業内への競争に与える影響について考察を行う。

2. 既存研究の検討

産業内の協調体制を促すための企業行動の1つは同一産業内での合併であろう。Stigler (1964)によれば、同一産業内の合併は、産業内のアウトプットを独占的な水準に制限させるような暗黙の共謀を容易にできる可能性がある。こうした合併による寡占度の高まりと価格との関係性について考察する上で有益なモデルを提供してくれているのが、クールノーによる数量競争のモデルである。クールノーモデルは産業内の各社が競合他社の生産数量を所与のものとして、自社の生産数量を決定し、その生産数量を満たす需要を得ることのできる価格を設定するという状況を想定したモデルである。

産業内にコストが同水準のN社の企業が存在している場合に、企業1が自社以外の企業の総生産量が Q_1 と予測している際に企業1が利潤最大化するための生産数量 q_1 を求める。総生産数量 Q は $Q=q_1+Q_1$ である。話を具体化するために、製品価格 $P(Q)$ は線形($P=a-bQ$)であり、企業 i の生産費用 $C_i(q_i)=c_i q_i$ と仮定する。企業1が予想される Q_1 に対して自社の利潤を最大化するよう、 q_1 を決定する。数式では、企業1の利潤を Π_1 として

$$\Pi_1 = P(Q)q_1 - c_1(q_1) = \{a - b(q_1 + Q_1)\} q_1 - c_1 q_1$$

を最大化する q_1 を求める。この条件を満たす q_1 は、

$$q_1 = (a - bQ_1 - c_1) / (2b) \quad (\ast 1)$$

である。企業1とその他の競合企業とのコストは同じであるため、産業内のどの企業においても、同様の結果を得ることが出来る。つまり、均衡状態において各企業の生産数量は等しくなるため、 $q_1 = Q_1 / (n-1)$ が成立する。この数式を(※1)に代入すると、 Q_1 は $Q_1 = (n-1)(a-c) / b(n+1)$ となる。また、 $Q = q_1 + Q_1 = Q_1 / (n-1) + Q_1 = n / (n-1) Q_1$ であることから、産業内の総生産数量 $Q = n(a-c) / b(n+1)$ である。このとき、産業内の製品価格 $P = a - \{n / (n+1)\}(a-c)$ である。このことは企業数が減れば減るほど、価格が上昇することを示している。以下の表は、産業内の企業数が1社から6社である場合の価格を示したものである。

表 1 企業数と製品価格

企業数	製品価格	
	計算式	a=100、c=10の場合
1	$(a+c)/2$	55
2	$(1/3)a+(2/3)c$	40
3	$(1/4)a+(3/4)c$	32.5
4	$(1/5)a+(4/5)c$	28
5	$(1/6)a+(5/6)c$	25
6	$(1/7)a+(6/7)c$	22.9

出所) クールノーモデルに基づき筆者作成

以上のように、クールノーモデルからは、合併によって産業内の競争業者の数を減らすことによって、製品価格を高めることができることが示唆されるのである。

1.1 2つの合併の形式と価格の維持

クールノーモデルでは、産業内の競争業者の数が製品価格を決定する上で重要であることが示唆されている。このクールノーモデルでは、産業内の企業の規模や、各企業が単一の製品しか生産していないという仮定が置かれているが、企業が M&A を行った場合、一般的には企業間での規模に相違が生じたり、また異なる製品を生産している企業と合併を行った場合では、複数の市場での競争を意思決定者は考慮する必要があるが生じる、このように、ある産業内における自社の規模を拡大させることを主目的としているのか、また多角化を主目的としているのかによって、クールノーモデルとは異なる議論が生じることになる。(Harrison et al., 1991; Capron, Mitchell and Swaminathan, 2001)。

2-1 補完的合併と価格の維持

補完的合併とは、自社とは異なる経営資源をより多くもつような企業と合併を行うやり方である。例えば、高価格帯セグメントを主として事業活動を行ってきた企業と低価格帯セグメントを主として事業活動を行ってきた企業が合併を行う場合や、西日本を主として事業活動を行ってきた企業と東日本を主として事業活動を行ってきた企業と合併を行う場合を指す。

このことは、産業内で補完的合併を行った場合には、複数市場での競争を行う傾向を強めることを意味している。こうした複数市場での競争を行う場合に生じる価格維持について考察した研究は、Karnani&Wernerfelt（1985）を始めとする複数地点での競争(MultimarketContact; 以下 MMC)における企業の選択肢とその均衡について考察した研究群である。

Karnani&Wernerfelt（1985）によれば、MMC が成立している状況と、単一の市場でしか競合他社に直面していない状況とでは報復の効果と素早さの点で競争が異なる（Karnani&Wernerfelt, 1985; Young et al., 2000）。ある競合企業と単一の市場でしか競争を行っていない場合と比較して、複数の市場で競争を行っている場合、その競合企業が価格競争などの攻撃を仕掛けてきた際に、報復を行う市場の選択肢が多い（Gimeno& Woo, 1996）。単一の市場でしか競争を行っていない場合には、その市場で報復を仕返すという選択肢しかないのに対して、複数の市場で競争をしている場合には、そうした多くの選択肢の中からより効果的な報復を選ぶことができるのである。

また、複数の市場で競争を行っている場合にはそうした効果的なセグメントへの報復を素早く行うことができる（Young et al. 2000）。単一の市場で競争を行っている場合に、より効果的なセグメントへ報復を行うのであれば、新規参入を行う必要がある。しかしながら、この新規参入は通常時間を要するものである。なぜなら、参入するセグメントへの新製品開発や、工場の建設、物流網の構築などが必要となるためだからである。それに対して、複数市場で競争を行っている場合にはすでに競争を行っているセグメントの中からより効果的なセグメントを選択する事が出来るため、より効果的なセグメントの製品価格を下げることによって新規参入を行うよりも素早く報復を行うことができる。

また、こうした報復を行う可能性を高める要因が、MMC が行われている市場へのコミットメントである。Feinberg（1985）によれば、リスクにさらされている売上（sales -at-risk）が大きいほど、MMC による価格の維持が生じやすい。複数の市場において競争を行っていたとしても、そうした各市場での売上高が極めて小さいものであれば、価格維持に参加することによって得られる利潤は小さいがゆえに、MMC による相互自制を行うインセンティブが弱い。それに対して、MMC が生じている各市場での売上が大きいものであれば、MMC によって価格維持を行うことによって得られる利潤は大きくなる。それゆえ、

複数の市場で同一の企業によってリスクにさらされている売上が大きいほど、各市場の価格維持に対してより強いコミットメントを示すようになるのである。

このように、複数市場で競争を行っている場合には報復の有効性が高まる。これによって、複数の市場で競争を行っている企業間で相互に攻撃を自制するようになる。それゆえ、複数市場での競争は競争を緩和させ、収益性や参入と撤退を減少させる効果や競争的な攻撃に対しても価格ではなく新製品導入などによって対応することで直接的な価格競争に陥ることを回避する傾向が見られる (Feinberg, 1985; Kang et al., 2009)。また、この報復の可能性は各市場へのコミットメントが強いほど高くなる傾向が見られるのである。

2-2 重複的合併と価格の維持

重複的合併とは、自社と同質的な経営資源をもつ企業と合併を行うやり方である。例えば、高価格帯セグメントを主として事業活動を行ってきた企業が同じく高価格帯セグメントを主として事業活動を行っている競合他社と合併を行う場合や、西日本を主として事業活動を行ってきた企業が同じく西日本を主として事業活動を行ってきた他の企業と合併を行う場合である。それゆえ、重複合併を行うことは、一部の事業に経営資源を集中させることを示唆している。こうしたある市場において強い競争力をもつことによって生じる価格維持について考察した研究群は Porter (1980) をはじめとする市場支配力に関する研究群である。

Porter (1980) によれば、産業内の価格を維持させるためには、産業内の競争や、新規参入の脅威、買い手及び売り手の交渉力、代替品の脅威を緩和させる必要がある。この5つの要因のうち、重複的合併によって産業内の企業に対して影響をもたらす要因は、産業内の競争と新規参入の脅威の緩和であろう。重複的合併は、自社の強い事業をより強化するような合併を行うことであるために、産業内において競合他社と比較して大きな規模や高い競争力をもちやすい。このことは、産業内の企業規模や競争力が同程度である場合と比較して2つの点から、産業内の価格維持が生じやすい。第1の理由は、規模が大きい場合には価格を維持するインセンティブが高いことをシグナルするためである。企業の規模が大きい場合、産業内の価格下落による利益の減少がより大きい。それゆえ、規模の大きな企業は、産業内の製品価格を低下させるインセンティ

ブが低い。したがって、重複的合併を行った企業は、自ら価格を下げるインセンティブが弱いと同時に、産業内の価格を低下させるような競合他社の行動に対して報復を行うことによって競合他社の値下げをやめさせようとするインセンティブが強い。このように、重複的合併を行うことによって、ある事業における規模を大きく拡大させた企業は競合他社による値下げに対する報復の可能性を高めるため、競合他社による値下げを抑止することができる。

第2の理由は、合併企業の競争力である。重複的合併を行った場合、合併企業は競争力を高めた事業において競合他社と比較して非常に高い競争力をもつようになる可能性が高い。このような場合、競合他社が値下げを行うことによって競争を行った場合、合併企業によってより強力な報復が行われる可能性が高まる。また、こうした合併企業による強力な報復の可能性の高まりは、産業内の競合他社による値下げだけでなく、新規参入業者の脅威も低下させることになるだろう。新規参入を行ったとしても、合併企業による強い報復が行われる可能性が高い場合、新規参入に伴う投下資本の回収に時間がかかるか、困難になってしまうためである。

このように、重複的合併は報復の可能性の高まりと、報復の有効性を高めるため、合併企業による産業内の価格維持を促す効果を持っている。特に、産業内の企業の多くが重複的合併を行う場合には、重複的合併による価格維持の効果は高まるであろう。なぜなら、産業内の各企業がそれぞれ強い事業を強化するような合併を行い、弱い事業からの撤退を行っていくことによって、結果として産業内ですみ分けが行われるためである。

以上の議論からは、補完的合併を行った場合には、複数市場での競争による相互自制を通じた価格の維持が行われるのに対して、重複的合併を行った場合には市場支配力を通じた価格の維持が行われる傾向が見られると言えるだろう。

2-3 合併の形式の選択と企業が重視するステークホルダー

企業が補完的合併と重複的合併のいずれを選択しやすいかを左右しているのは、企業が重視するステークホルダーである。

株主重視の経営を行っている場合に、企業が重視する経営指標は資本効率性である (Dore, 2000)。株主が企業に投資を行う際に、重視することは自らが企業に投下した資本をその企業がどれだけ増やして還元してくれるかである。そ

れゆえ、企業が株主を重視した経営を行っているのであれば、資本効率性が重要となるのである。

このように企業が資本効率性を重視した経営を行っている場合、企業がとるべき行動は基本的には低収益事業からの撤退と高収益事業への資源の集中である（Harrigan, 1988）。企業全体の資本効率性を高めるための方法は、各事業の収益性を高めるか、収益性の低い事業から撤退することによって、平均的な収益性を高めることが有効である。特に、低収益事業から撤退することによって、余剰となった経営資源を高収益事業に振り分けることはそうした高収益事業の収益性をより向上させることにつながりやすい。なぜなら、そうした高収益事業に各社が集中することによって、産業内でのすみ分けが生じやすくなり、その結果として各社が市場支配力を行使することが容易になるためである。このように、低収益事業からの撤退と高収益事業への資源の集中は、低収益事業からの撤退による企業の平均的な収益性を高めることにつながるだけでなく、経営資源を集中させた高収益事業の収益性をより高める効果を持っている。それゆえ、低収益事業は他の事業の収益性を支えるような役割を担っていない限り、企業全体の収益性を高めるために撤退を行うことになる。

こうした資本効率性の追求と、撤退へのインセンティブの高さは、重複的な合併を行う傾向を強めると言えるだろう。自社が強い事業において強みを持っている企業と合併を行うことが有効だからである。

2-4 従業員重視の経営と合併

株主重視の経営を行っている場合とは異なり、従業員重視の経営を行っている場合には、補完的合併を行う傾向が強いと言えるだろう。従業員重視の経営を行っている場合、企業が重視する経営指標は従業員の雇用の維持であり、そうした雇を支えるために企業規模を重視する（Aveglen, 1958; Dore, 2000）。企業が従業員重視の経営を行っている場合、企業が取るべき行動は弱い事業の補強か、規模の拡大であろう。従業員重視の経営を行っている場合、株主の経営を行っている場合とは異なり、各事業からの撤退を行うことは困難である。なぜなら、株主重視の経営を行っている場合には、従業員は必要となきに必要なだけ市場から調達し、必要がなくなれば市場に返せば良いため（田中, 2006）。撤退に伴う従業員の解雇などは問題とならないのに対して、従業員重視の経営

の場合には撤退事業における従業員の処遇が問題となるためである。Dore (2000)によれば、株主を重視する傾向の強い欧米企業は不況期には、余剰人員の解雇を含んだコストの削減を行うのに対して、従業員を重視する傾向の強い日本企業は売上を増やすために以前にも増した努力を傾ける。このことは、従業員重視の経営を行っている企業は、撤退への脅威が存在している事業に対して、経営資源をより多く投下する傾向が見られることを示唆している。また、そのような行動をとったとしても、撤退に追い込まれる場合には、徐々に撤退しつつ、そうした撤退事業の従業員を他事業部門に配置転換することによって、撤退に伴う解雇を回避する傾向が見られる (Dore, 2000)。それゆえ、そうした撤退事業の従業員を配置転換するためには、成長事業へ投資を行う必要がある。

このように、撤退事業を抱えることを避けようとするインセンティブが強い場合、企業は補完的合併を行う傾向が強いと言えるだろう。補完的合併によって、弱いセグメントの競争力を高めることができれば、撤退に追い込まれる危険性が低下し、それによって従業員の雇用を維持することのできる可能性が高くなるためである。

以上の議論からは、2つの事が示唆される。第1の示唆は、株主重視の経営を行っている場合には、重複的合併を行う傾向が見られるのに対して、従業員重視の経営を行っている場合には補完的合併を行う傾向が強いことである。

第2の示唆は、株主重視の経営を行っている場合と従業員重視の経営を行っている場合には、市場の独立性についての考えが異なる可能性があることである。以下では、重視するステークホルダーと経営者による市場の独立性の認識との関係性について考察を行う。

2-5 従業員重視の経営と補完的合併による協調体制の構築

前節の議論からは、株主重視の経営を行っている場合と従業員重視の経営を行っている場合とでは、市場の独立性に関する認識が異なる可能性を示唆している。株主重視の経営を行っている企業は、投資家は企業全体の資本効率性を重視するがゆえに各事業の経営行動について企業全体の資本効率性にどのような影響をもたらすのかという観点から判断を行う傾向が強い。

それに対して、従業員重視の経営を行っている場合には、各事業からの撤退

には従業員の解雇という問題が伴うことになるため、各事業の経営行動については、企業全体への影響というよりもその個々の事業における従業員の雇用維持と言う観点から評価されることになる。このように、株主重視の経営を行っている場合には、企業がかかる各事業を企業全体への影響を考慮しながら評価するのに対して、従業員重視の経営を行っている場合には企業が抱える各事業を個別に捉える傾向が強いと言えるであろう。各事業を個別に捉える傾向は、企業が抱える各事業の成長性によって影響を受けるであろう。なぜなら、成長事業を抱えているのであれば、その成長事業の収益性を犠牲にしてもそうした成長事業へ従業員を配置転換させることによって雇用を維持することができるためである(Dore, 2000)。しかしながら、成長事業が存在していない場合、そのような配置転換によって雇用を維持することは困難である。ある事業から撤退を行う際に、他の低成長事業へ配置転換した場合、その事業のコスト競争力が低下してしまい、配置転換先事業の撤退可能性を高めてしまうことになるためである。

このように、従業員重視の経営を行うことによって各事業の個別性が高いことは MMC による価格維持が困難になることを示唆している。なぜなら、MMC が成立するためには、ある事業において攻撃を受けた場合には他の事業で攻撃を行うことによって最終的には協調体制を構築することができるという認識が存在していなければならないためである (Chen, 1996; Golden & Ma, 2003)。

このように、従業員の経営を行っている場合には、補完的合併を行う傾向が強く、それゆえ MMC と通じて価格維持を行っていく必要がある。しかしながら、それと同時に、従業員重視の経営を行っている場合には、市場を個別に捉える傾向が強いがゆえに MMC が成立しない傾向がある。それゆえ、合併による価格維持のメカニズムが有効に機能しないのである。

以上の議論をまとめるならば、以下のようにまとめることができる。株主重視の経営を行っている場合には重複的合併が生じやすく、またその重複的合併からは市場支配力を用いた価格維持が生じる傾向が見られる。それに対して、従業員重視の経営を行っている場合には補完的合併が生じやすく、またその補完的合併からは MMC による相互自制を通じた価格維持が生じやすくなる。しかしながら、従業員重視の経営を行っており、かつある事業からの撤退によってその事業の従業員を他の事業へ配置転換することによって雇用を維持する事

が困難である場合には、MMC による相互自制に必要な、各市場での競争を全体的な観点から判断することが困難になってしまう可能性がある。それゆえに、日本においては補完的合併が生じやすいけれども、その補完的合併が産業内の競争を緩和させる効果は弱いのである。

3. 研究方法

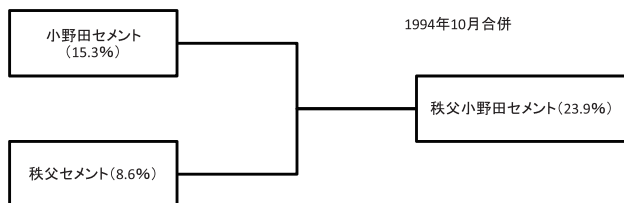
事例研究では、セメント業界において 1993 年と 1994 年に発表された 2 つの合併と、その合併がもたらしたセメント価格への影響を取扱い、質的研究を行う。2 つの合併がどのようなステークホルダーを重視して行われたのかというメカニズムを検討するためには少数の事例を綿密に検討するスタイルが適切だと思われるからである。

4. 事例の検討

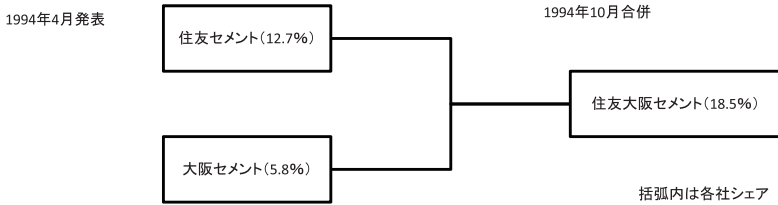
1990 年代前半のセメント業界では、2 つの大きな合併がほとんど同時期に発表されている。1 つ目の合併発表は 1993 年 11 月に国内販売シェア 2 位の小野田セメントと国内販売シェア 6 位の秩父セメントが合併し、約 24% の国内シェアをもつ秩父小野田セメントが誕生する。というものである。2 つ目の合併発表は 1994 年 4 月に当時国内販売シェア 4 位の住友セメントと 8 位の大阪セメントが合併することにより、約 20% のシェアをもつ業界 2 位の住友大阪セメントが誕生するというものである。

図 4—1 セメント業界における合併

1993年11月発表



1994年10月合併



出所) セメント新聞社, 『セメント年鑑』, 1995 年, pp. 88-89 に基づき筆者作成.

これら 2 つの合併の目的の 1 つはセメント価格の安定であり, またそうした意図を競合他社も理解し, また歓迎していたように思われる。なぜなら, 秩父小野田セメントの社長となった今村一輔社長(発足当時)は, 発足の際の記者会見で以下のように述べているからである。

合併の狙いの一つはメーカー数を減らすことだが, 2 つの合併会社の発足によって, 業界の一応の大きな枠組みが出来た。当社としては新しい秩序づくりに向けて, それなりの役割をはたしていきたい¹⁾。

もう 1 つの合併企業である住友大阪セメントの立元正一社長も, 以下のよう

に述べている。
(2 つの合併によって) 良識ある秩序の方向へ向かう条件が出来たと思う。できるだけ早期に安定化させなければならない²⁾。(括弧内筆者)

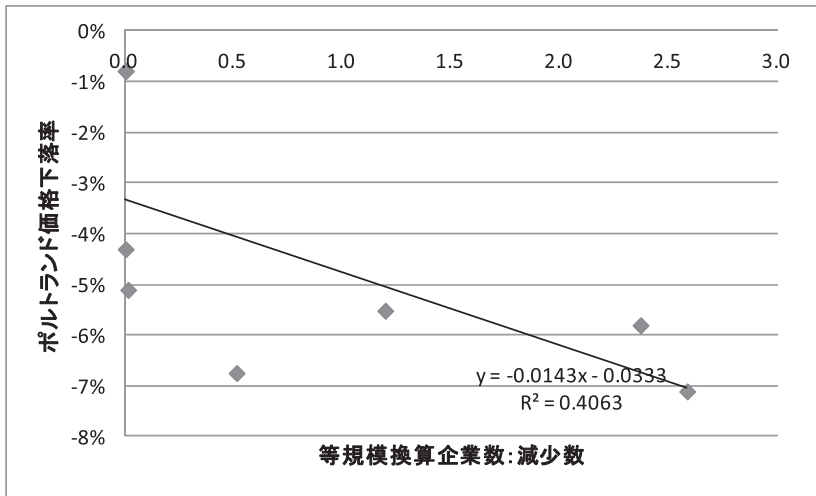
こうしたことから合併当事者による合併の目的の一つにセメント価格の安定があったと言えるだろう。また, 競合他社である三菱マテリアルの藤村正哉社長も, 「業界にとって, 安定した秩序を構築するうえで極めて有意義だ³⁾。」と述べている。このように, 競合他社も合併の目的がセメント価格の安定であることを理解していたはずである。

このようにセメント業界における 2 つの合併は業界構造を改善させることによって価格の安定につなげる意図があり, かつそうした意図と効果を競合他社も理解していた。しかしながら, 実際には小野田セメントと秩父セメントの合併の発表後には激しい価格競争が生じていたのに対して, 住友セメントと大阪

セメントの合併の発表後にはそのような価格競争はみられていない。

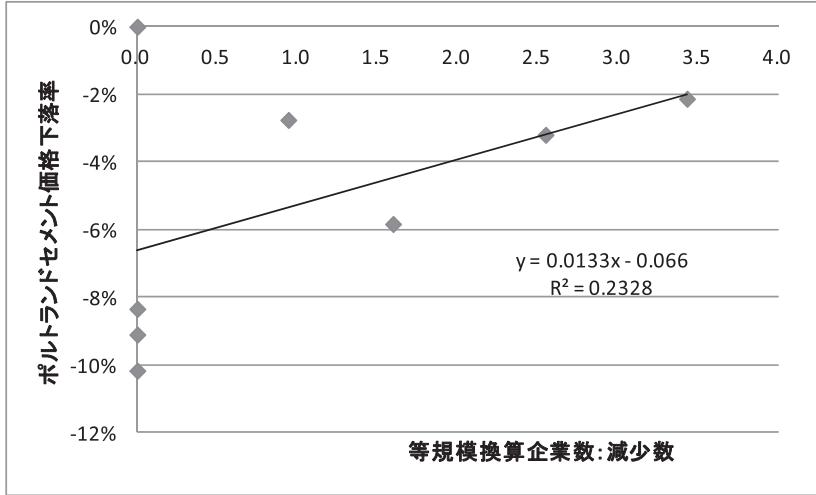
図4-2と図4-3はそれぞれ秩父小野田セメントの合併と、住友大阪セメントの合併について、横軸にシェアから算出した等規模換算企業数の減少数をとっており、縦軸にはポルトランドセメントの価格下落率をとったものである。また、各図にプロットされた点は、札幌、仙台、東京、名古屋、大阪、広島、高松、福岡を示している。既存研究の検討でも議論したように、一般的には等規模換算企業数が減少すればするほど、競争は緩和されるため、この縦軸と横軸は正の相関をもたずである。

図4-2 秩父小野田セメントの合併と価格競争



出所) 横軸については、セメント新聞社、『セメント年鑑』、1994年、pp.106-107に基づき筆者作成。
縦軸については、セメント新聞社、『セメント年鑑』、1994年、p.95、セメント新聞社、『セメント年鑑』、1995年、p.79に基づき筆者作成。

図 4-3 住友大阪セメントの合併と価格競争



出所) 横軸については、セメント新聞社、『セメント年鑑』, 1994 年, pp.106-107 に基づき筆者作成。縦軸については、セメント新聞社、『セメント年鑑』, 1994 年, p.95, セメント新聞社、『セメント年鑑』, 1995 年, p.79 に基づき筆者作成。

しかしながら、図 4-3 からは住友セメントと大阪セメントの合併は確かに一般的な産業組織論の議論と同様に市場の等規模換算企業数が低下するほど、競争が緩和されている傾向が見られるのに対して、図 4-2 からわかるように秩父セメントと小野田セメントの合併ではむしろより市場内の企業数が低下した市場ほど、激しい競争が生じていることがわかる。

こうしたことから、競合他社は、1994 年において生じた 2 つの合併に対して異なる行動をとっており、かつ小野田セメントと秩父セメントの合併に対しては競争緩和によってもたらされると考えられている一般的な議論とは異なる行動をとっていると言えるだろう。以下では、こうした違いが生じたのはなぜかを考察するために、2 つの合併の違いについて検討することにしよう。

4-1 合併の分類

合併相手としてどのような企業を選択するかによって、合併は重複的合併と補完的合併の二つに分類することができる (Capron, Mitchell and Swaminathan, 2001; Kim and Finkelstein, 2009)。重複的合併とは合併を行う 2 つの企業かも

つ経営資源の類似性が高いような合併である。それに対して、補完的合併とは合併を行う2つの企業もつ経営資源の類似性が低いような場合である。以下では、1994年のセメント業界において生じた合併がこの2つのいずれの合併に近かったのかについて考察を行うことにしよう。

このことを確認するために、合併を行った企業の工場の配置について考察を行う。より具体的には、もし合併によって統合された2つの企業の工場が互いに異なる地域に配置されている傾向が強い場合、その合併は補完的合併を行っていると言えるだろう。それに対して、合併を行う2つの企業の工場が同様の地域に配置されている傾向が強い場合、その合併は重複的合併を行っていると言えるだろう。なぜなら、第3章のセメント業界の概要において指摘したように、セメント業界の競争力を左右する上で重要な要因は、工場と市場との距離であるためである。それゆえ、合併によってどのような地域の工場を獲得したかによって、企業の類似性を考察することができるはずだからである。

表4-1 住友セメントと大阪セメントの合併企業の工場立地と工場間距離

企業名	工場名	住所	工場間距離(km)
住友セメント	田村工場	福島県田村郡大越町	
	栃木工場	栃木県佐野市	
	岐阜工場	岐阜県本巣市山口	
	彦根工場	滋賀県彦根市古沢町	
	赤穂工場	兵庫県赤穂市折方中水尾	
日鐵セメント	室蘭工場	北海道室蘭市仲町64	
八戸セメント	八戸工場	青森県八戸市大字新井田字下鷹待場7-1	
大阪セメント	伊吹工場	滋賀県米原市春照	15.7
	高知工場	高知県須崎市押岡123	179

出所) セメント新聞社、『セメント年鑑』, 1994年, pp.111-116 及び, google map : <http://maps.google.co.jp/>より筆者作成。

表4-2 小野田セメントと秩父セメントの合併企業の工場立地と工場間距離

企業名	工場名	住所	工場間距離(km)
小野田セメント	大船渡工場	岩手県大船渡市赤崎町字跡浜21-6	
	藤原工場	三重県いなべ市藤原町大字東禅寺1361-1	
	津久見工場	大分県津久見市合ノ元町2-1	
	東ソー 南陽事業所	山口県新南陽市開成町4560	
三井鉱山	田川事業所	福岡県田川市大字弓削田3826	
秩父セメント	第一プラント	埼玉県秩父市大字大宮794-6	352
	熊谷工場	埼玉県熊谷市大字三ヶ尻5310	352
敦賀セメント	敦賀工場	福井県敦賀市泉2号6番地-1	113

出所) セメント新聞社、『セメント年鑑』, 1994年, pp.111-116 及び, google map : <http://maps.google.co.jp/>より筆者作成。

上表 4-1 と表 4-2 は、1994 年にセメント業界で生じた 2 つの合併に関連する企業の工場立地とその企業間の工場間の道路距離を示したものである。表 4-1 は、住友セメントと大阪セメント及び、住友セメントの子会社である日鐵セメントと住友セメントに販売を委託している八戸セメントの工場立地を示したものである。また、表 4-2 は小野田セメントと秩父セメント、小野田セメントに販売を委託している東ソー、三井鉱山、秩父セメントに販売を委託している敦賀セメントの工場立地を示したものである。また、大阪セメント（図 4-1）と秩父セメント（図 4-2）の工場立地の右側のセルに記している数値は、大阪セメントの工場と、住友セメント及び関連会社の工場との最短の道路距離、もしくは秩父セメントと、小野田セメント及びその関連会社の工場との最短の道路距離を示したものである。道路距離は、google map において 2011 年 12 月 12 日に取得したデータを用いている⁽⁴⁾。この道路距離の値が小さいほど、合併 2 社の工場立地は類似しており、それゆえ重複的合併を行ったと言えるのに対して、この値が大きいほど工場間の立地は異なるものであり、それゆえ補完的合併を行っていると言えるであろう。

これらの表からは、住友セメントと大阪セメントの合併は重複的合併に近い合併であるのに対して、小野田セメントと秩父セメントの合併は補完的合併に近い合併であると言えるだろう。なぜなら、住友セメントと大阪セメントの合併では、住友セメントの彦根工場と大阪セメントの伊吹工場との距離が 15km しか離れていないのに対して、敦賀セメントと小野田セメントの藤原工場は 113km 離れており、また秩父セメントと小野田セメントの藤原工場とは 352km も離れているためである。

このことは、競合他社は補完的合併に対して激しい価格競争を行ったのに対して、重複的合併に対して価格競争を行わなかったことを意味している。次節では、こうした議論を踏まえて、それぞれの合併の形式が価格維持に対してどのような影響をもたらしていたのかについて検討することにしてしよう。

4-2 合併と業界構造の変化

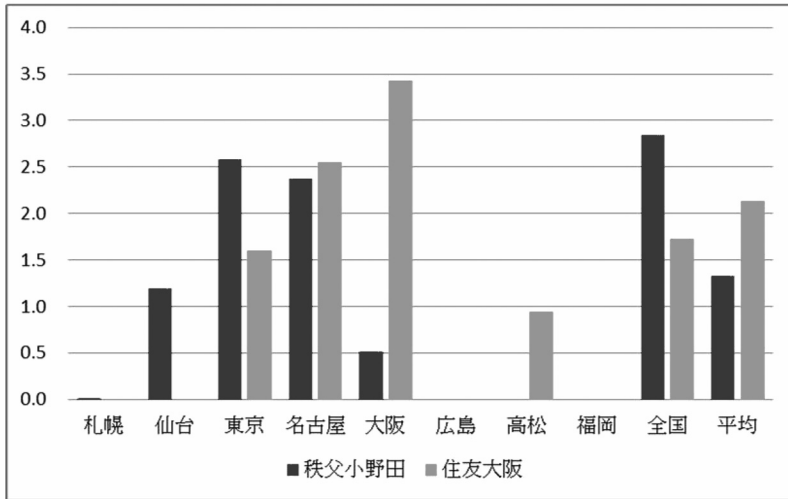
補完的合併は 2 つの理由から、重複的合併と比較して、産業内の競争を緩和させる効果は小さかった。第 1 の理由は、合併による市場毎の寡占度の高まりである。重複的合併によって類似の企業を統合することで、合併後には自社が

強みを持っている市場において強みを持っている競合他社を減らすことができる。その結果として、産業内の各企業がそれぞれ異なる市場において強みを持つようになる。こうしたすみ分けは、買い手にとって、物理的・心理的に企業間の距離が遠くなることを意味している。d'Aspremont et al. (1979) によれば、移動距離が非常に重要であるような産業においては、各企業の立地は線分上の各両端に立地することになり、それによって製品差別化が困難な産業においても価格競争を緩和させることができる。このように、株主重視の経営を行っている企業が多い場合、企業間でのすみ分けが生じやすく、それゆえ価格競争が緩和される傾向が見られるであろう。

それに対して、補完的合併は産業内の寡占度を高める効果は低いであろう。補完的合併とは、撤退を避けるために、合併企業の弱い市場をより強化するような合併である。それゆえ、自社が高い競争力をもつ市場における競争力の強化が限定的である。その結果、どの市場においても独占的な地位を築くことが出来なくなり、結果として各市場において業界の構造を大きく変えることは困難となる。

こうした議論が正しいのであれば、1994年のセメント業界において生じた2つの合併では市場毎、ここでは地域毎の寡占度の向上に違いが生じているはずである。より具体的には、小野田セメントと秩父セメントの合併は、住友セメントと大阪セメントの合併と比較して、各市場の寡占度の向上は小さいはずである。このことを検証したのが下図4-7である。この図は主要8都市（札幌、仙台、東京、名古屋、大阪、広島、高松、福岡）及び、全国について、市場1単位あたりの等規模換算企業数の減少数を示したものである。

図 4-7 合併と各地域の等規模換算企業数の減少数



出所) セメント新聞社,『セメント年鑑』,1994 年, pp.90-91 より筆者作成.

この図 4-7 からは、小野田セメントと秩父セメントの合併は、住友セメントと大阪セメントの合併と比較して、国内産業全体でみると寡占度を高める合併であったと言えるけれども、各市場の平均等規模換算企業数の減少数は小さいことが分かる。したがって、補完的合併は重複的合併と比較して、産業内の個々の市場における競争を緩和させる効果は小さかったと言えるだろう。

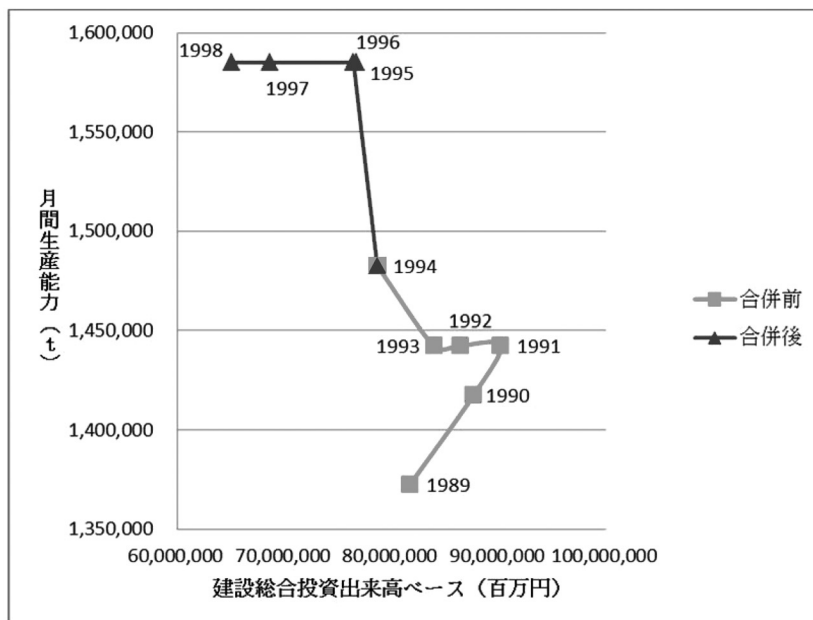
補完的合併が、重複的合併と比較して産業内の競争を緩和させる効果が小さいことの第 2 の理由は、合併後の撤退の困難さである。Capron, Mitchell and Swaminathan (2001) によれば、合併によって類似の経営資源を獲得した企業はその重複した経営資源を売却、もしくは廃棄する傾向にある。このことは重複的合併の場合、経営資源を廃棄したとしても企業の競争力が低下しないことを示唆している。これは規模の経済性の享受とすみ分けによる効果であろう。重複的合併を行った企業は、合併によって規模を拡大することによって、それまで有効に活用できていなかった経営資源を有効に活用できるようになる。こうした規模の経済性を享受できる場合、合併前よりも少ない経営資源で事業活動を行うことができる。また、すみ分けが行われている場合、ある地域から撤

退したとしても競合他社に奪われるのではなく自社の他の地域によって補うことができる可能性が高くなる。例えば、セメント産業のように市場との距離が競争力を左右する上で重要な要因である場合、重複的合併によって自社の工場間の距離が近く、かつ競合他社の工場との距離が離れているのであれば、自社の工場を廃棄したとしてもその工場周辺地域へのセメントの出荷は近隣の工場から出荷することができるため、コスト競争力の低下は少ない。それゆえ、工場を廃棄したとしても、その工場に近い工場から出荷を代替することができる。したがって、重複的合併を行った場合、需要が低下した際に生産設備を廃棄することが容易である。このように、重複的合併を行っている場合、産業内の供給能力の調整が容易であるがゆえに、合併後に需要が低下したとしても競争の激化をより抑えることができる傾向が見られるはずである。

それに対して、補完的合併を行った場合、競合他社の製品や販売地域における差別化が行われていない。それゆえ、ある市場向けの製品を廃棄した場合、自社の他の製品によってその市場の需要を吸収することはできず、競合他社の製品によってシェアを奪われてしまう可能性が高くなる。例えば、セメント産業のように市場と距離が競争力を左右する上で重要な要因である場合、補完的合併によって自社の工場間の距離が遠く、かつ競合他社の工場との距離が近いのであれば、自社の工場を廃棄した際に、その工場に近い工場から出荷を代替することは困難になる。なぜなら、廃棄した工場周辺地域に対して高いコスト競争力をもつのは競合他社の工場となるためである。それゆえ、補完的合併を行った場合には、重複的合併と比較して、需要が低下した際に工場の統廃合によって高められる設備稼働率は小さく、それゆえ工場の廃棄を行いにくい傾向が見られるはずである。

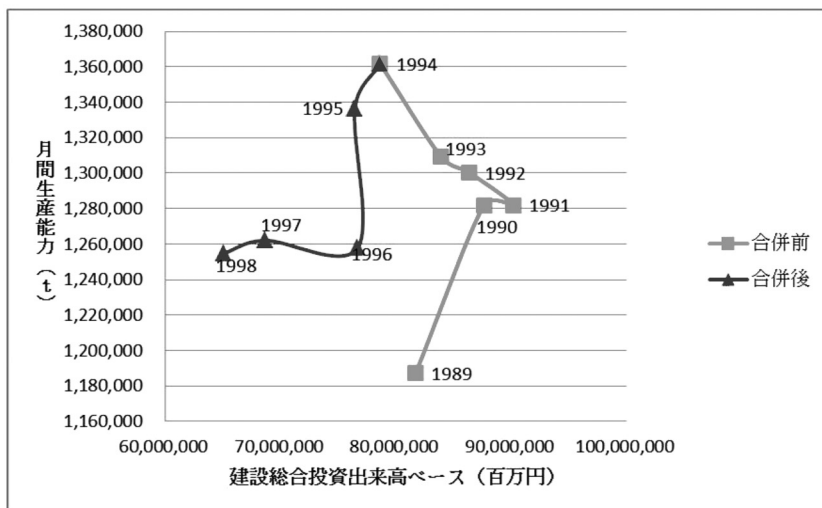
このように補完的合併を行った場合には需要が減少した際にも撤退が行われにくく、重複的合併を行った場合には撤退が生じやすいと言えるだろう。もし、こうした議論が正しいのであれば、住友大阪セメントは合併後において生産能力の調整を需要の低下に応じて素早く行っているのに対して、秩父小野田セメントはそうした調整が遅れる傾向が見られるであろう。このことを考察したのが図4-8及び図4-9である。

図 4—8 販売数量と供給能力の調整：秩父小野田セメント



出所) 日経 NEEDS FinancialQUEST, 『建設総統計出来高ベース』。小野田セメント, 『有価証券報告書』, 1990 年 3 月, p.17. 小野田セメント, 『有価証券報告書』, 1992 年 3 月, p.18. 小野田セメント, 『有価証券報告書』, 1994 年 3 月, p.20. 秩父小野田セメント, 『有価証券報告書』, 1996 年 3 月, p.27. 秩父小野田セメント, 『有価証券報告書』, 1998 年 3 月, p.24. 秩父セメント, 『有価証券報告書』, 1990 年 3 月, p.16. 秩父セメント, 『有価証券報告書』, 1992 年 3 月, p.17. 秩父セメント, 『有価証券報告書』, 1994 年 3 月, p.20.

図2 販売数量と供給能力の調整：住友大阪セメント



出所) 日経 NEEDS FinancialQUEST, 『建設総合統計出来高ベース』。小野田セメント, 『有価証券報告書』, 1990年3月, p.18。住友セメント, 『有価証券報告書』, 1992年3月, p.18。住友セメント, 『有価証券報告書』, 1994年3月, p.19。住友大阪セメント, 『有価証券報告書』, 1996年3月, p.19。住友大阪セメント, 『有価証券報告書』, 1998年3月, p.22。大阪セメント, 『有価証券報告書』, 1990年3月, p.13。大阪セメント, 『有価証券報告書』, 1992年3月, p.12。大阪セメント, 『有価証券報告書』, 1994年3月, p.14。

この2つの図は、それぞれ横軸に建設総合投資の出来高ベースでの金額をとり、縦軸に月間の生産能力をとったものである。建設総合投資額については消費者物価指数でデフレートすることによって、物価変動の影響を除いている。また、月間供給能力については、合併前と合併後のデータの一貫性を得るために、合併前の月間供給能力は合併によって統合された2社の生産能力を足し合わせたものを用いている。

この2つの図からは秩父小野田セメントは合併後において需要が低下しているにもかかわらず、1998年まで生産能力を削減していないのに対して、住友大阪セメントは合併後に需要の低下に合わせて生産能力の削減を行っている事が分かる。

以上の議論からは、補完的合併を行った場合には生産能力の調整が遅いのに対して、重複的合併を行った場合には生産能力の調整を容易に行うことができると言えるだろう。このように、補完的合併は個々の市場における寡占度を高める効果が低く、かつ合併後においても生産能力の調整が困難であるという2つの理由から、重複的合併と比較して、合併によって競争を緩和させる効果が低かったと言える。このことは、価格維持のもう1つのやり方であるMMCによる相互自制を通じた価格維持を成立させていく必要があることを示している。

4-3 補完的合併と暗黙の共謀

小野田セメントと秩父セメントとの合併は、補完的合併であったがゆえに産業内の集中度を高める効果は低いものであった。しかしながら、既存研究のレビューにおいて示唆されたように、補完的合併を行った場合にはMMCによる相互自制を通じた価格維持を行うことができる可能性が存在している。

実際に、小野田セメントと秩父セメントの合併は、MMCの程度を増やす効果を持っていたと思われる。前節で議論したように、小野田セメントと秩父セメントの合併は生産能力の削減を行いにくい合併であった。このように、工場を各地に分散させ、かつそうした工場への廃棄を行いにくいということは、秩父小野田セメントが各地域に対してコミットをする傾向を強めたことをシグナルしていると言えるだろう。つまり、ある地域の収益性が低下した際に、そうした地域から撤退を行うのではなく、その地域での販売を続ける可能性が高いことを意味している。それゆえ、秩父小野田セメントは、収益性が低下した場合に即座に撤退を行うことができる企業よりも、各地域における価格維持に対して強いコミットメントを示す傾向があると言えるだろう。こうした各地域に対してコミットすることは、既存研究のレビューにおいて考察したように、報復の可能性を高めることによって、MMCによる相互自制を通じた価格維持を促す効果を持っているのである。

5. 結論とインプリケーション

これまで議論してきたように、1994年のセメント業界において生じた2つ

の合併のうち、激しい価格競争を引き起こしていたのは補完的合併を行った小野田セメントと秩父セメントの合併であるのに対して、重複的合併を行った住友セメントと大阪セメントの合併では市場内の等規模換算企業数が低下すればするほど、競争が緩和される傾向が見られた。

こうした研究は M&A をはじめとする議論に理論的な貢献がある。より具体的には、既存の M&A 研究においては、同一産業内における M&A は競合企業を低下させ、それによって産業内の競争を緩和させる効果を持っていることが議論されてきた、しかしながら、本稿で議論したように、日本企業に代表されるように、従業員の雇用維持を重視するような経営を行っている企業は、補完的合併を行いやすく、またその補完的合併は産業内の競争を緩和させる効果が少ないのである。このように、既存の M&A の議論に、M&A の形式の違いによる産業内の競争の緩和にあたえる影響の違いと、企業が重視するステークホルダーによる合併形式の違いという観点を導入したという点で本稿の貢献がある。

このような貢献があるけれども、多くの論文がそうであるように本稿にもいくつかの限界がある。より具体的には、本稿は2つの合併を比較し、詳細に分析したものであるため、今回の議論が他の事例に適用できるかどうか不明瞭であるという外的妥当性の問題がある。それゆえ、今後は大量サンプルを用いた定量的な研究を行うことによって、外的妥当性を高めていくことが必要である。

【参考文献】

- Abegglen, J. C. & G. Stalk, Jr. (1985). *Kaisha: The Japanese Corporation*, Basic Books.
- Chen, M. J. (1996). Competitor Analysis and Interfirm Rivalry: Toward a Theoretical Integration, *Academy of Management Review*, 21 (1), 100-134.
- Dore, Ronald. (2000). *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism: Japan and Germany Versus The Anglo-Saxons*, Oxford University Press (藤井真人訳 (2001)『日本型資本主義と至上主義の衝突: 日・独対アングロサクソン』東洋経済新報社).
- Feinberg, Robert. (1985). "Sales-at-Risk": A Test of the Mutual Forbearance Theory of Conglomerate Behavior, *The Journal of Business*, 58 (2), 225-241.

- Gimeno, J. & Carolyn Y. Woo. (1996). Hypercompetition in a Multimarket Environment: The Role of Strategic Similarity and Multimarket Contact in Competitive De-escalation, *Organizational Science*, 7 (3), 332-341.
- Golden, B. R. & Hao Ma. (2003). Mutual Forbearance: The Role of Intrafirm Integration and Rewards, *Academy of Management Review*, 28 (3), 479-493.
- Harrigan, K. R. (1985). *Managing Maturing Businesses*, Troubled Operations, Lexington Books.
- Kang, W., Barry L. Bayus., & Sridhar Balasubramanian. (2010). The Strategic Effects of Multimarket Contact: Mutual Forbearance and Competitive Response in the Personal Computer Industry, *Journal of Marketing Research*, 47 (3), 415-427.
- Karnani, A. & B. Wernerfelt. (1985). Multiple Point Competition, *Strategic Management Journal*, 6 (1), 87-96.
- Stigler, J. George. (1964). A Theory of Oligopoly, *The Journal of Political Economy*, 72, 44-61.
- Porter, M. E. (1980) *Competitive Strategy*, New York: Free Press
- Young, Greg., Ken G. Smith., Curtis M. Grimm., & Daniel Simon. (2000). Multimarket Contact and Resource Dissimilarity: A Competitive Dynamics Perspective, *Journal of Management*, 26 (6), 1217-1236.
- 田中一弘 (2006) 「第 5 章 利益率格差の背後にあるもの」伊丹敬之編『日米企業の利益率格差』, 有斐閣, pp.166.

(1) セメント新聞社編, 『セメント年鑑』, 1994 年, p. 33.

(2) セメント新聞社編, 『セメント年鑑』, 1994 年, p. 33.

(3) 『日経産業新聞』, 1993 年 11 月 16 日, p. 21.

(4) Google map: <http://maps.google.co.jp/> (2011 年 12 月 12 日アクセス)