

## M&A と国民経済

高崎 仁 良

### M&A の隆盛

世界の M&A 総額が 2006 年 1～6 月に 1 兆 9 千 5 百億ドルと過去最高を記録し（国内企業による M&A も同年 1～7 月に 7 兆 8 千 8 百億円となった）、続いてさまざまな話題を呼んだ。世間を騒がせたライブドアや村上ファンドの一連の事件も M&A がらみであったし、製紙業界や紳士服業界での TOB（株式公開買い付け）問題も論議を呼んだ。最近では M&A 件数、総額ともにピーク時より減少し、話題を呼んだキリン HD とサントリー HD、新生銀行とあおぞら銀行の合併も破談になったが、キリン、サントリーをはじめビール業界等の M&A への意欲は依然と強い。

インサイダー取引などの不法行為は別としても、こうした問題に関する一般的論評は主に道義的観点や、株主か消費者の利益、または企業経営の効率性といった個別的視点からなされている。しかし経済学の立場から成し得る評価はどうあるべきだろうか。それは国民経済全体の利益を守るかどうかという視座からなされなければならない<sup>1</sup>。

社会全体の利益を表す社会的余剰という概念は、企業利潤のように数字として見えるもの以外に、消費者余剰という目に見えないものを含むことが、一般の理解を妨げる要因となっている。しかし社会的余剰の増加は生産量の増加と消費者価格の低下という見える現象を伴うので、分析と判定は困難ではない。特殊な場合を除けば、生産量の増加と消費者価格の低下が期待されるとき、経済厚生は改善される（社会の経済的利益は増大する）といってよい<sup>2</sup>。

M&A が経済厚生におよぼす効果について、経済理論の世界、特に産業組織論の分野で理論的に知られていることを筆者なりにまとめれば次の 4 点である。具体例は後に挙げる。

1. 互いに代替財を生産する業種間の M&A や提携は経済厚生を損ねる（社会的余剰を減らす）傾向にある。特に同業種内の M&A は経済厚生を害する（市場集中度の増加を伴う）。
2. 複数の業種間に「範囲の経済性」（economies of scope）—たとえば共通設備・共通ノウハウに

基づく費用節約要因一などがあれば、M&A や提携が経済厚生を改善する（社会的余剰を増やす）ことがある。

3. 垂直的統合（たとえば原材料・部品を供給する企業とそれを需要する企業同士の M & A）や同様の提携は経済厚生を改善する（多重限界性の解消）。
4. 互いに補完財（たとえばパンとバター）を生産する業種間の M & A や提携は経済厚生を改善する傾向にある。

## 懸念すべき同業間の M&A

以下に上で挙げた 1~4 について、例を挙げて説明する。

規制改革、規制緩和の政策方針と歩調を合わせるように容認されてきた M&A は大部分が 1 に挙げたタイプのものであった。大手銀行の統合によるメガバンク化や大手製薬会社同士の合併はその例であり、以前話題となった北越製紙やフタタ（紳士服）が何らかの同業他社と合併もしくは提携を行えばやはりその例となる。しかしながら同質な商品（完全代替財）を販売する企業同士が合併する場合はともかく、「不完全な」代替財（端的には米とパン、一般には差別化された商品）を販売する企業同士の合併が経済厚生を害するかどうかについて、ごく簡単な線形のモデルの例示はあったものの、あるていど一般的な分析がなされたのは比較的最近のことである。その結果、代替財を販売する企業同士の合併が必ず経済厚生を損ねるとは言い切れない（その限界の存在）一方、そういう傾向がかなり強いことが理論的に裏付けられた<sup>3</sup>。

同質な商品を販売する企業同士の M&A に関しては、たとえば A 社の市場占有率が 20% で B 社のそれが 15% なら、この二社が合併してできる企業のそれはおよそ 35% に近くなると推測することは、理論的に正確ではないが<sup>4</sup>、概算として意義がある。しかしこの二社の製品がたとえば清酒とビールなら、市場占有率をそのまま合計することにあまり意味はなく、かといってこれらの数値をまったく参考にしないというのも芸がない。各企業の市場占有率に、各商品の代替性の程度に応じたウェイトをつけて合計するなどの工夫をし、独占禁止政策の一助として供することが望ましい。北越製紙の件も王子製紙の TOB が成功していたとしても、合計シェアが 35% を超えるのは塗工印刷用紙と白板紙ぐらいとみられていたが、経済厚生への影響はこれだけにとどまらない。両社には多くの代替財がある。

一方、同業種内の現在の企業数が「効率的企業数（cost-minimizing number of firms）」を越えていれば、これらの企業が非常に競争的に行動したとしても資源配分上改善の余地はある。効率的企業数とは、需要の規模に対してすべての企業の費用合計を最小化する企業数である<sup>5</sup>。そのとき当該産業からの自由退出が完全でなければ、合併を容認した上で他の競争促進政策をとることが得策となり得る。上記の事例も、国内需要の成熟・縮小を見据えた局面を考慮すべきかもしれない。効率的企業数の計測には計量的手法が不可欠となる。独占禁止政策の運営にはこの方面の専門家の協力が望まれる。

郵便局が貯金業務も行ってきたことや、銀行が証券販売を低コストで行い得ること、コンビニ店が宅配業務の一部を請け負いやすいことなどは、上で挙げた内の 2 の理由に基づく多角化や提携の例である。

1と2の要素が混在しているケースもある。たとえばひとつの電話会社による固定電話と携帯電話の通信サービス一体化という最近話題の案件である。この場合、経済厚生に与える最終的な効果の判断は難しい。

3のタイプには垂直的統合以外にも「系列」や再販売価格維持制度などがある。系列はかつて日本の経済的成功が世界の羨望を集めたころには、日本経済の効率性の一因として説明された。また再販制度は資源配分の見地から経済理論的に正当化されるにもかかわらず、不思議なことにあまり経済学者の賛同を集めない。再販制度を垂直的統合と同じ原理で説明する以上に合理的な理論が存在するのだろうか、それとも経済理論に自信が持てないのだろうか。理論的にはこの原理は古くから知られている<sup>6</sup>。

4のタイプのM&Aに関しても、あるていど一般的な分析がなされたのはやはり比較的最近のことである。完全補完財（たとえばボルトとナット）のケースの分析は19世紀からあった<sup>7</sup>。しかし消費者にとって、現実の補完財はほとんどが不完全な補完財（たとえばコーヒーとミルク）である。右靴と左靴が別々の会社で生産されているような事例があるだろうか。不完全補完財のケースの分析についても、以前はごく簡単な線型のモデルの例示にすぎなかった。しかしより一般的な分析の結果、補完財を販売する企業同士の合併が必ず経済厚生を改善するとは言い切れない一方、経済厚生を改善する機会がかなり多いことが理論的に示された。この点に関しても日本はいくつかの民営化の過程で国民の利益に反する選択をしてきた。旧国鉄・電電公社・道路公団の民営化にともなう地域分割がそれである。これらは地域的には統合されたままにすべきであった。地域をまたぐ各サービスは利用者にとって補完的であるはずだからである。企業規模が大きければただちに独占の弊害に結びつくというものではない。直感にたよる危険性、経済理論の必要性のよい例である。

## 規制や介入も必要

規制改革は、何でも規制緩和するというものであるべきではない。規制にも不要なものと必要なものがある。代替財を生産販売する業種間のM&Aに関する規制は依然として必要である。また民営化だけで資源配分の問題が解決するわけではない。自然独占<sup>8</sup>（正確ではないが大まかに言えば平均費用の低下を想定すればよい）を背景にもつ産業は、民営化しても独占の弊害が解消するわけではないので、民営化後も規制は必要である。むしろそれが国有化のひとつの理論的根拠であった。また自然独占がない場合に分割民営化しても、寡占による非効率性が依然として残るのである。

効率化は民営化だけにとどめず、競争促進のためのいまひとつの工夫が望まれる。たとえば固定設備などのインフラ（通信分野でいえば回線網など）は国有のままとし、それを複数の民営各社にレンタル方式で使用させるのである。そうすれば現在の回線網使用に関する独占性の問題などはかなり回避でき、インフラの効率的使用を促進できる<sup>9</sup>。

現代の経済学は市場万能主義だという主張を一時よく耳にした。しかし筆者は市場が万能であると唱える経済学の教科書を見たことがない。経済学の標準的な教科書は、完全競争市場以外の大部分の市場形態が資源配分上うまく機能しないことをひとつの論旨とし、規制が必要な場合とそうでない場合を理

論的に教示しているのである。

注

- 1 公平や公正という概念の理論的完成を見ない現在のところ、資源配分の見地が唯一のしっかりしたよりどころであるといつてよい。それはいうまでもなくパレート改善になるか否かであるが、ここではやや不正確だがわかりやすい社会的余剰の概念に依拠する。
- 2 国民の利益は企業の利益と消費者の利益からなる。なぜなら国民の誰もが消費者であるか株主であるか、その両方であるからだ。大まかに言って消費者の利益が消費者余剰であり、企業の利益が生産者余剰であり、それらの合計である社会的余剰が国民の利益となる。
- 3 高崎仁良「異種産業間の合併：補完財のケース」経済論叢（京都大学経済学会）132号、1983年11月  
Takasaki, J., 2003, 'Inter-Industrial Integration with Related Goods in Demand', Working Paper  
高崎仁良「M&Aと経済厚生」経済研究（明治学院大学経済学会）136号、2006年7月
- 4 理論的にはその合計よりも小さくなる。
- 5 最小産業費用（the minimum industry cost）という概念を定義すると、 $n$ を企業数、 $C(x_i)$ を各企業に共通の費用関数とするとき

$$IC(X) = \min \left\{ \sum_{i=1}^n C(x_i) \mid \sum_{i=1}^n x_i = X, n \text{ は自然数} \right\}$$

である。効率的企業数とはこれを用いて

$$N(X) = \left\{ n \mid IC(X) = \sum_{i=1}^n C(x_i), \sum_{i=1}^n x_i = X \right\}$$

で定義される集合の元である。

- 6 Machlup, F., and Taber, M., 1960, "Bilateral Monopoly, Successive Monopoly, and Vertical Integration", *Economica*, 27  
高崎仁良「再販制度の再考察」横浜国立大学『エコノミア』67号1980年3月
- 7 Cournot, A., 1927, *Researches into the Mathematical Principles of the Theory of Wealth* (original published in French, 1838, translated by Nathaniel Bacon, New York: Macmillan)
- 8 正確には費用関数が subadditivity という性質を持つことをいう。
- 9 高崎仁良「民営化と産業再編成」日本評論社『経済セミナー』2004年4月号  
高崎仁良「民営か競争か」経済研究（明治学院大学経済学会）135号、2006年2月