

# 神戸市外国語大学 学術情報リポジトリ

## A note on the incentive for mergers & acquisition activities

メタデータ	言語: jpn 出版者: 公開日: 2004-12-25 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 田中, 悟, Tanaka, Satoru メールアドレス: 所属:
URL	<a href="https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/796">https://kobe-cufs.repo.nii.ac.jp/records/796</a>

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 International License.



# M&A活動に対するインセンティブ： 一ノート

田 中 悟

## 1 問題の所在

近年、企業活動の中心的課題の一つとして、いわゆる「選択と集中」が叫ばれ、それに伴って合併や買収といったM&A活動が活発に展開されている。実際、レフコ（2003）のデータによると、日本企業が関与する（グループ内M&Aを除いた）M&A件数は、2002年で1,237件となっており、極めて多くのM&A活動が現実に行われていることがわかる。加えて、M&A件数は1990年代後半以降急速に増勢を強めており、M&A件数は1990～1996年に年率3%の減少傾向を示していたが、1996～2002年の期間においては年率18%の増加を示しているのである。

このようなM&A活動が生じるためには、企業がM&Aを行うことによって利益を享受できることが必要であり、M&A活動自体に対するインセンティブが存在しなければならない。Williamson（1975）やKogut（1988）が示したように、組織間での統合やコーディネーションを通じて、企業間で保有する資源間に「シナジー効果」が発生したり、市場での取引費用が節約されるときには、M&Aのインセンティブが形成される可能性がある。これらの議論は、もっぱら企業組織の内部で生じる経済的メカニズムに焦点を当て、組織の経済学の観点からM&A活動に対するインセンティブを説明しよう

1 ここでは、M&Aとして合併・買収・資本参加の各形態が対象とされている。

とするものであると考えることができる。

一方で、企業は組織内部の問題を処理しながら、市場におけるライバル企業の行動と相互依存関係に立って、様々な意思決定を行って来ている。そこで、寡占市場におけるこうした相互依存関係の態様に、M&Aのインセンティブの源泉を探ろうとする研究も活発に行われてきた。しかしながら、その種の研究の多くは、(後述するように)市場における相互依存関係の態様からはM&Aに対するインセンティブは発生しにくいことを明らかにしてきたのである。<sup>2</sup>

そこで本稿では、水平的なM&A活動に焦点を当て、寡占市場においてM&A活動に対するインセンティブがどのような環境の下で生じうるかを、簡単なモデルを用いて検討してみることにしよう。第2節では、Salant, Switzer & Reynolds (1983)のモデルを紹介しながら、同質財を生産するクールノー的な寡占市場においてはM&Aに対するインセンティブが発生しないことをみる。第3節では、生産費用の構造と企業の非対称性という要因が、同質財を生産するクールノー的な寡占市場においてもM&Aに対するインセンティブを形成する一因となることを示す。ここでは、ほとんどのM&A活動が合併という形態でなく買収や資本参加を通じて行われる点を考慮して<sup>3</sup>、上記要因が買収というM&A形態に対するインセンティブを作り出すか否かを検討する。第4節では、3節までの検討を踏まえながら今後検討されるべき問題点について述べることにする。

## 2 M&A活動に対するインセンティブ：クールノーモデル

そこでも、問題を考察するために、Salant, Switzer & Reynolds

<sup>2</sup> これらの議論に関するサーベイとしては、Martin (2002)、小田切 (2001) が有益である。

<sup>3</sup> 先のレフココデータによると、1990～2002年の期間で行われたM&A件数9,036件のうち、合併は87件(9.0%)であるのに対して、買収は4,015件(44.4%)、資本参加は4,208件(46.6%)であった。なお、こうした日本企業の買収形態の分析については、小田切 (1992)、拙稿 (2005) を参照。

(1983) にしたがって、 $n$ 社の企業から成る単純な同質財クールノー・モデルを考察しよう。今、寡占的な $n$ 社の企業は、

$$P = a - \sum_{i=1}^n q_i \quad (1)$$

で表現される需要曲線に直面しているとする（但し、 $P$ は価格、 $q_i$ は企業 $i$ の生産量を示している）。加えて、各企業は同一の費用構造を持っており、その限界（平均）費用は一定の値 $c$ で表現できると考えよう。

この想定の下では、企業 $i$ の利潤 $\pi_i$ は、

$$\pi_i = \left[ a - \sum_{i=1}^n q_i - c \right] q_i \quad (2)$$

となるから、各企業は次の利潤最大化の1階の条件を満たすように生産量を決定することになる。

$$\frac{d\pi_i}{dq_i} = a - c - 2q_i - \sum_{j \neq i} q_j = 0 \quad (3)$$

企業の対称性を考慮すれば、この市場の均衡状態は次のようになることがわかる（上付き添え字\*は均衡状態を示す記号である）。

$$q^* = \frac{a-c}{n+1} \quad (4a)$$

$$Q^* = nq^* = \frac{n(a-c)}{n+1} \quad (4b)$$

$$P^* = c + \frac{a-c}{n+1} \quad (4c)$$

$$\pi^* = \left( \frac{a-c}{n+1} \right)^2 \quad (4d)$$

さて、合併は複数の企業が統合して、1つの企業を作り出す経済行動である。そこで今、この寡占市場において企業1と企業2が合併を行ったと考えよう。企業1と2は合併によって1つの組織となるから、その結合利潤 $\pi^m (= \pi_1 + \pi_2)$ を最大にするように意思決定を行うであろう。合併企業の利潤は、

$$\pi^m = \left[ a - \sum_{i=1}^n q_i - c \right] q_1 + \left[ a - \sum_{i=1}^n q_i - c \right] q_2 \quad (5)$$

と表現することができるから、合併企業は(5)式を最大にするような  $q_1, q_2$  を選択することになる。<sup>4</sup> 企業（プラント）間での対称性より  $q_1 = q_2$  が成り立つことを考慮すれば、合併企業の生産水準は  $q^m = 2q_1$  となる。すると、上式を  $q_1$  で微分して整理することによって、合併企業の利潤最大化の条件は、

$$a - c - 2q^m - \sum_{j \neq 1,2} q_j = 0 \quad (6)$$

と表現できることになる。他方、合併を行わなかった企業は、合併が生じる前と同じ意思決定を行うと考えられるから、その利潤最大化の条件は(3)式と同様に、

$$a - c - 2q_i - q^m - \sum_{j \neq i,m} q_j = 0 \quad (7)$$

と書くことができる。すなわち、合併企業も合併を行わなかった企業も、企業1, 2の合併後は  $n-2$  社のライバルに直面すると考えて意思決定を行うことになるのである。それ故、合併後の市場均衡は、単に(3)式を  $n-1$  に置き換えた形でそのまま成立することがわかる。<sup>5</sup>

合併を行おうとする企業は、現在（合併前）の市場から享受できる利潤と合併後の市場から享受することができるであろう利潤を比較して、合併を行うか否かの意思決定を行うと考えることができる。そこで、(4)式を基にして、合併企業の合併後の利潤から合併前の企業1・2の結合利潤を差し引けば、

$$\pi^m - 2\pi^* = \frac{(a-c)^2}{n^2} - \frac{2(a-c)^2}{(n+1)^2} = \frac{(a-c)^2[(n+1)^2 - 2n^2]}{n^2(n+1)^2} \quad (8)$$

<sup>4</sup> 生産水準  $q_i$  は個々のプラントにおける生産水準と解釈することができる。すなわち、合併前には各企業はそれぞれ1つのプラントで生産活動を行い競争していたが、合併後には合併企業は2つのプラントを用いて生産活動を行い、合併を行わない企業は1つのプラントを用いて生産活動を行っているとして理解できる。

<sup>5</sup> 合併企業の利潤最大化条件においては、ライバル企業の行動を示す左辺第4項は  $n-2$  社の生産量の合計である。一方、合併を行わない企業の利潤最大化条件では、ライバル企業の行動は  $q^m + \sum_{j \neq i,m} q_j$  で表現されているが、 $q^m$  が合併企業の生産量であることに注意すれば、やはり  $n-2$  社のライバル企業に直面していることになる。

を得る。合併が合併当事者にとって利益をもたらすためには、 $(n+1)^2 - 2n^2$  がプラスである必要があるが、これがプラスとなるのは  $n=2$  の場合のみである。それ故、2 企業による水平的な合併は、市場での企業数が 3 社以上である場合には、同質財を生産する対称的なクールノー寡占市場においては生じ得ないことがわかるのである。<sup>6</sup>

### 3 企業の費用構造と M&A のインセンティブ

上の議論は、寡占市場において現実に多くの合併や買収が観察されるのはなぜかという問題を提起することになる。実際、Salant, et. al. (1983) 以降、多くの論者が、どのような環境が企業に M&A に対するインセンティブを付与するかという問題を検討してきたのである。寡占市場における寡占的相互依存関係を通じた合併インセンティブの議論に絞っても、Deneckere & Davidson (1985) が製品差別化とベルトラン的な相互依存関係のあり方が企業に合併に対するインセンティブを与えることを明らかにしてきたし、Perry & Porter (1985), Farrell & Shapiro (1990), McAfee & Williams (1992) らが、費用構造と企業の非対称性が合併を利益のある活動とする可能性があることを論証してきたのである。

そこで、とりわけ企業の費用構造と企業間での生産能力の格差が M&A に対するインセンティブに与える効果をみるために、McAfee & Williams (1992) のフレームワークを用いながら、どのような経済的メカニズムによって M&A が利益のある活動になるのかを検討することにしよう。第 1 節で触れたように近年の企業の M&A 活動が主として買収や資本参加という形態で観察されることを考慮して、以下では M&A 活動として合併ではなく、

<sup>6</sup> Salant, et. al. (1983) は、3 社以上の企業が合併を行う可能性についても、同様のフレームワークを用いて検討している。一般に、 $m$  社の企業が合併するとき、その合併が利益をもたらすためには、 $(n+1)^2 > m(n-m+2)^2$  の条件が必要となる。それ故、寡占市場においては、ほとんどの企業が合併に参加しない限り、合併は当事者に利益をもたらさない。

買収・資本参加を念頭に置いて議論を進めることにする。そこでまず、ベンチマークとして買収前の市場均衡について考察することにする。

### 3.1 ベンチマーク:買収前の市場均衡

McAfee & Williams (1992) は、生産能力が異なり、従って限界費用が異なる  $n$  社から成る寡占市場において、企業が合併を行うインセンティブを有することを示し、この種の合併がもたらす経済的効果について理論的な検討を行った<sup>7</sup>。そこで、彼らのモデルを参照しながら、買収前の市場の態様について検討しよう。但し、ここでは単純化のために、3社から成る寡占市場に焦点を集中することにする<sup>8</sup>。

前節と同様に、同質財を生産する寡占市場を考えよう。企業が直面する需要曲線は上と同様に(1)式で表現されるが、生産に要する総費用  $C$  は企業が保有する生産能力  $k_i$  に依存して  $C(q_i; k_i) = q_i^2/2k_i$  で示されると想定しよう。すると、企業間で生産能力が異なるとき企業間に費用面での非対称性が生じることになる。このフレームワークの下では、企業  $i$  の利潤  $\pi_i$  は、

$$\pi_i = (a - q_1 - q_2 - q_3)q_i - \frac{q_i^2}{2k_i}, \quad i = 1, 2, 3 \quad (9)$$

で示されることになる。それ故、企業の利潤最大化の条件は、

$$\frac{d\pi_i}{dq_i} = \left(2 + \frac{1}{k_i}\right)q_i + \sum_{j \neq i} q_j = a, \quad i, j = 1, 2, 3 \quad (10)$$

となることがわかる。今、 $\beta_i = k_i/(1+k_i)$  と定義すれば、 $2 + \frac{1}{k_i} = 1 + \frac{1}{\beta_i}$  であるから、上式を行列表示すれば、

<sup>7</sup> 彼らのもっぱら合併の経済厚生上の効果に焦点を絞り、買収や資本参加の効果については触れていない。なお、寡占市場における買収や資本参加の効果については、Bresnahan & Salop (1986)、Reynolds & Snapp (1986) を参照。

<sup>8</sup> 上で見たように、一般に3社から成る寡占市場では全企業が共同で合併（ないしは1企業が2社を同時に完全に買収）しない限り、合併が利益をもたらすことはない。

$$\begin{bmatrix} 1 + \frac{1}{\beta_1} & 1 & 1 \\ 1 & 1 + \frac{1}{\beta_2} & 1 \\ 1 & 1 & 1 + \frac{1}{\beta_3} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} q_1 \\ q_2 \\ q_3 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a \\ a \\ a \end{bmatrix}$$

$$\Delta = \frac{1+B}{\beta_1\beta_2\beta_3}, \quad B = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3 \quad (11)$$

を得る（但し、 $\Delta$ は係数行列の行列式である）。クラメルの公式を用いて  $q_i$  について解くと、

$$q_i = \frac{a\beta_i}{1+B}, \quad i = 1, 2, 3 \quad (12)$$

が成立する。

すると、買収前の市場均衡の態様は、次のように表現できることになる。

$$Q = \frac{aB}{1+B} \quad (13a)$$

$$P = \frac{a}{1+B} \quad (13b)$$

$$\pi_i = \frac{a^2\beta_i(2k_i - \beta_i)}{2k_i(1+B)^2} \quad (13c)$$

市場均衡では、各企業の生産水準は、その企業が保有する生産能力に依存し、生産能力の大きい企業は相対的に大きな生産量を生産し、高い市場シェアを有することになる<sup>9</sup>。生産能力の水準が大きい企業は、同じ生産水準の下で限界費用  $q_i/k_i$  が相対的に低くなるからである。

### 3.2 買収後の市場均衡

次に、上のモデルで企業買収が生じたときに市場均衡はどのようになるかを検討してみよう。今、一般性を失うことなしに、企業1が企業2の株式を

<sup>9</sup>  $\beta_i$ の定義より、企業が保有する生産能力が大きいとき、 $\beta_i$ の値は大きくなり生産量が拡大することを、容易にチェックすることができる。この結果として、企業が市場で達成する市場シェアは  $\beta_i/B$  で表現できることになる。



$v$  %取得する M&A 活動を行うと考える。一般に、買収企業は、株式取得を通じて被買収企業の経営をある程度コントロールすることが可能となる。ここでは、 $v$  %の株式取得に伴って、企業 1 が企業 2 の経営を完全にコントロールすることができる<sup>10</sup>と想定して議論を進めることにしよう。

株式取得を行う企業 1 は、自らの生産によって利潤を享受できると同時に、株式取得先企業から配当を受け取ることを通じて利潤を得ることができるであろう。株式取得先企業（企業 2）の利潤が株主に完全に分配されるときには、企業 1 に対する配当は企業 2 の利潤の  $v$  %であると考えることができる。それ故、買収後の企業 1 の利潤  $\pi_1^A$  は、

$$\pi_1^A = (a - q_1 - q_2 - q_3)q_1 - \frac{q_1^2}{2k_1} + v \left[ (a - q_1 - q_2 - q_3)q_2 - \frac{q_2^2}{2k_2} \right] \quad (14)$$

と表現できることになる。一方、企業 2 は親会社である企業 1 に経営を完全にコントロールされているから、企業 1・2 の結合利潤  $\pi_{12}^A$ 、

$$\pi_{12}^A = (a - q_1 - q_2 - q_3)q_1 - \frac{q_1^2}{2k_1} + (a - q_1 - q_2 - q_3)q_2 - \frac{q_2^2}{2k_2} \quad (15)$$

を最大にしようとすることになる。買収活動に参加しない企業 3 は、買収以前と同様に自己の利潤  $\pi_3^A$ 、

$$\pi_3^A = (a - q_1 - q_2 - q_3)q_3 - \frac{q_3^2}{2k_3} \quad (16)$$

を最大にするように自己の生産量を選択することは言うまでもない。

さて、(14)~(16)式より、買収後の各企業の利潤最大化の 1 階の条件は次のように表現できることになる。

$$\frac{d\pi_1^A}{dq_1} = \left( 2 + \frac{1}{k_1} \right) q_1 + (1 + v)q_2 + q_3 - a = 0 \quad (17a)$$

<sup>10</sup> 株式取得を行う企業は、必ずしも取得先企業の経営を完全にコントロールする（できる）とは限らない。もっぱら財務目的のためだけで株式取得を行う場合や、（資本参加を通じて）他企業と共に株式取得を行う場合があるからである。とりわけ、財務目的の“silent financial interest”のみを有する親会社による企業結合は、以下で述べる効果を有しない。なお、“silent financial interest”のみを有する親企業による株式取得と取得先企業の経営をコントロールするような株式取得の効果の違いについては、Bresnahan & Salop (1986) を参照。

$$\frac{d\pi_{12}^A}{dq_2} = 2q_1 + \left(2 + \frac{1}{k_2}\right)q_2 + q_3 - a = 0 \quad (17b)$$

$$\frac{d\pi_3^A}{dq_3} = q_1 + q_2 + \left(2 + \frac{1}{k_3}\right)q_3 - a = 0 \quad (17c)$$

$2 + \frac{1}{k_i} = 1 + \frac{1}{\beta_i}$  であることに注意して、上式を行列表示すれば、

$$\begin{bmatrix} 1 + \frac{1}{\beta_1} & 1 + v & 1 \\ 2 & 1 + \frac{1}{\beta_2} & 1 \\ 1 & 1 & 1 + \frac{1}{\beta_3} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} q_1 \\ q_2 \\ q_3 \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} a \\ a \\ a \end{bmatrix} \quad (18)$$

$$\Gamma = \frac{1 + B - \beta_1\beta_2 - 2v\beta_1\beta_2 - v\beta_1\beta_2\beta_3}{\beta_1\beta_2\beta_3}, \quad B = \beta_1 + \beta_2 + \beta_3$$

となる（但し、 $\Gamma$  は係数行列の行列式を示している）。前項と同様に、クラメルの公式を用いて各企業の生産水準を求めると、

$$q_1^A = \frac{a\beta_1(1 - v\beta_2)}{\Gamma'} \quad (19a)$$

$$q_2^A = \frac{a\beta_2(1 - v\beta_1)}{\Gamma'} \quad (19b)$$

$$q_3^A = \frac{a\beta_3(1 - v\beta_1\beta_2)}{\Gamma'} \quad (19c)$$

$$\Gamma' = 1 + B - \beta_1\beta_2 - 2v\beta_1\beta_2 - v\beta_1\beta_2\beta_3$$

となることがわかる（但し、上付き添え字は買収後の市場における均衡値を示している）。このことから、買収後の市場における総生産量・価格はそれぞれ、

$$Q^A = \frac{a(B - 2v\beta_1\beta_2 - v\beta_1\beta_2\beta_3)}{\Gamma'} \quad (20a)$$

$$P^A = \frac{a(1 - \beta_1\beta_2)}{\Gamma'} \quad (20b)$$

と表現できることになる。

### 3.3 企業買収のインセンティブ

買収後の市場均衡と買収前の市場均衡を比較することによって、買収活動のインセンティブを考察することができる。買収企業（企業1）が、被買収企業（企業2）の経営を完全にコントロールすることができるここでのモデルでは、買収後の企業1と企業2の結合利潤が買収前のそれを上回るときに、各企業は買収行動から利益を得ることができるであろう<sup>11</sup>。企業1（の株主）は自らの生産活動からの利潤と企業2からの配当収入の合計が買収前の利潤を上回る限り（したがって  $\pi_1 < \pi_1^A + v\pi_2^A$  が成り立つとき）、買収に対するインセンティブを有することになる。一方、企業2の（企業1以外の）株主は買収後に享受できる利潤の分配分が買収前の利潤を上回るとき（ $\pi_2 < (1-v)\pi_2^A$  のとき）に、買収に合意すると考えられるからである。それ故、買収行動に対するインセンティブは合併に対するインセンティブと同じ形で表現できることになる。

さて、買収後の企業1・企業2の結合利潤  $\pi_{12}^A$  は、(15)(19)(20)式より、

$$\begin{aligned} \pi_{12}^A = & \frac{a(1-\beta_1\beta_2)}{\Gamma'} \left( \frac{a\beta_1(1-v\beta_2)}{\Gamma'} + \frac{a\beta_2(1-v\beta_1)}{\Gamma'} \right) \\ & - \frac{1}{2k_1} \left( \frac{a\beta_1(1-v\beta_2)}{\Gamma'} \right)^2 - \frac{1}{2k_2} \left( \frac{a\beta_2(1-v\beta_1)}{\Gamma'} \right)^2 \end{aligned} \quad (21)$$

と表現できるから、 $\pi_{12}^A - (\pi_1 + \pi_2) > 0$  のとき、買収行動は利益をもたらすことになる。 $\pi_{12}^A - (\pi_1 + \pi_2)$  の値は  $k_i$  の高次関数となるから、解析的に解くことは困難である。そこで以下では、この買収前後の結合利潤の差の値に関してシミュレーション分析を用いて検討を加えることにしよう。

表1は、 $a = 10, k_2 = k_3 = 1$  としたときに、いくつかの  $v, k_1$  の値に対して  $\pi_{12}^A - (\pi_1 + \pi_2)$  の計算結果を示したものである。表1から観察できるように、いくつかのパラメーターの値に対して  $\pi_{12}^A - (\pi_1 + \pi_2)$  はプラスとなって

<sup>11</sup>これに対して、企業1が企業2の経営をコントロールしないときには、このことは必ずしも成立しない。たとえば、企業1が“silent financial interest”のみを持つ親会社であるときには、企業2からの配当と自らの生産活動から享受する利潤の合計が、買収前に享受していた利潤を上回るとき買収活動を通して利益が生じることになる。

おり、前節で述べたモデルでの帰結と対照的に、ここでは買収が利益のある活動となる可能性があることがわかる。とりわけ、 $k_1, v$ が相対的に大きいときに、買収行動のインセンティブが大きくなる傾向を見い出すことができる。<sup>12</sup>

表1 買収前後の結合利潤・社会的余剰の変化

	結合利潤の変化			社会的余剰の変化		
	$v = 0.8$	$v = 0.9$	$v = 1$	$v = 0.8$	$v = 0.9$	$v = 1$
$k_1 = 3$	-0.29	-0.08	-0.03	-0.59	-1.29	-2.17
$k_1 = 5$	-0.23	0.05	0.14	-0.35	-1.12	-2.14
$k_1 = 7$	-0.18	0.14	0.25	-0.18	-0.98	-2.08
$k_1 = 9$	-0.14	0.20	0.33	-0.06	-0.89	-2.03
$k_1 = 11$	-0.14	0.25	0.38	0.03	-0.81	-1.98

(注)  $a = 10, k_2 = 1, k_3 = 1$  で計算されている。

このような帰結が生じる理由は比較的単純である。上のモデルでは、総費用が  $q_i^2/2k_i$  となる結果、買収前の市場均衡では各企業の限界費用が生産水準の増加関数となる。このとき、均衡で各企業は（他の事情一定の下で）生産量——したがって市場シェア——を低下させることによって、限界費用を低下させることができる。このことは、企業間に生産能力の格差があり、均衡での限界費用に大きな差が生じるときには、規模の大きな企業が規模の小さな企業を買収することを通じて、限界費用を相対的に低い水準に「平均化」することが可能となることを意味する。このようなときには、生産能力の効率的利用を通じて買収に対するインセンティブが発生する。これが2節で触れた買収のディスインセンティブを上回るほど大きなものとなる場合、買収は利益をもたらす経済活動となる。すなわち、ここでは買収行動によって生産の非効率性が意思決定に内部化され、買収のインセンティブが生じることになるのである。

<sup>12</sup>表1では、 $k_1$ が増加するにつれて買収のインセンティブは単調に増加している。但し、こうした単調性は  $k_2, k_3$ の値に相違があるときには成立しない。

企業1による株式取得比率 $v$ は、企業1の生産の非効率性の内部化の程度を左右するであろう。 $v$ が大きい(小さい)ときには、上で触れた買収による生産能力の非効率的利用を内部化する程度は大きく(小さく)なる。それ故、企業1の株式取得比率の増大(減少)は、買収のインセンティブを大きな(小さな)ものにするのである。

一般に、生産能力の効率的利用は社会的厚生にプラスの効果をもたらすことになる。上記のように、買収が生産能力の非効率的な利用を内部化する役割を果たすときには、この種の効果を通じた社会的便益の上昇が、買収に伴って発生する価格支配力の上昇による社会的損失を凌駕するかもしれない。こうした買収行動は社会的にも望ましい行動となる可能性がある。表1には、買収前後の結合利潤の変化分だけでなく、消費者余剰と生産者余剰の合計と定義された社会的余剰の変化分も併せて計算されている。そこでは、 $k_1$ が十分に大きく $v$ が十分に小さいときに、買収によって実際に社会的余剰が増加していることが理解できるのである。<sup>13</sup>

#### 4 結語

本稿では、同質財を生産するクールノー的な寡占市場における、M&A活動に対するインセンティブについて検討を行ってきた。そこでは、企業が対称的である状況下ではM&A活動に対するインセンティブは生じ得ないのに対して、費用構造に関する企業の非対称性がM&A活動へのインセンティブを形成しうることを、簡単なモデルを用いて示してきたのである。

もっとも、検討すべき課題は山積している。第一に、上記のモデルでは生産能力の側面で大きな非対称性が存在するときに限って、M&A活動のインセンティブが生じる。しかし、現実には——とりわけ水平合併においては

<sup>13</sup>表1からうかがうことができるように、私的には買収が望ましくない領域でも、買収後の社会的余剰が増加するケースも存在する。逆に、私的には買収が望ましい領域で、社会的余剰が低下するケースも存在する。

——生産能力が類似の企業間での M&A がしばしば観察される。上記のモデルは、こうした M&A を説明できない故に、さらに一層の検討が必要とされる。

第二に、前節のモデルにおいては、買収企業の株式取得比率を外生的に扱いながら、M&A に対するインセンティブが検討されてきた。しかしながら、買収に際して株式取得比率の決定は買収企業にとってそれ自体重要な意思決定変数であると同時に、この種の比率が被買収企業の経営に対するコントロールの程度を決めることを通じて市場での相互依存関係に大きな影響を与える。それ故、買収企業による株式取得比率の決定の内生化が検討されるべき重要な論点となるのである。

第三に、前節のモデルでは、M&A に対するインセンティブとして極めて重要な要因であると考えられる（動学的な）規模の経済性を捨象して分析が行われてきた。M&A を行う企業は、その組織間で情報のコーディネーションを行い、これが「シナジー効果」や（動学的な）規模の経済性を生み、寡占的相互依存関係の中で M&A に対するインセンティブを作り出す可能性がある。こうした点を寡占モデルに組み込んで検証していくことは、我々に課された最重要課題であろう。この作業を通じて、ともすれば別種のアプローチと考えられがちな寡占市場分析と「組織の経済学」との補完関係を再確認することができるからである。

#### 参考文献

1. Bresnahan, T. F. & S. C. Salop. (1986), "Quantifying the Competitive Effects of Production Joint Ventures," *International Journal of Industrial Organization*, vol. 4: pp.155-175.
2. Deneckere, R. & C. Davidson. (1985), "Incentive to form Coalitions with Bertrand Competition," *Rand Journal of Economics*, vol.16: pp. 473-486.
3. Farrell, J. & C. Shapiro. (1990), "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis," *American Economic Review*, vol.80: pp.107-126.

4. Kogut, B. (1988), "Joint Ventures: Theoretical and Empirical Perspectives," *Strategic Management Journal*, vol.9: pp.319-332.
5. Martin, S. (2002), *Advanced Industrial Economics* (2nd. ed.), Blackwell.
6. McAfee, R. P. & M. A. Williams. (1992), "Horizontal Mergers and Antitrust Policy," *Journal of Industrial Economics*, vol.40: pp.181-187.
7. 小田切宏之 (1992)『日本の企業戦略と組織』東洋経済新報社。
8. 小田切宏之 (2001)『新しい産業組織論：理論・実証・政策』有斐閣。
9. Perry, K. P. & R. H. Porter. (1985), "Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger," *American Economic Review*, vol.75: pp.219-227.
10. Reynolds, R.J. & B. R. Snapp. (1986), "The Competitive Effects of Partial Equity Interests and Joint Ventures," *International Journal of Industrial Organization*, vol.4: pp.141-153.
11. レフコ編 (2003)『日本企業のM&A データブック：1988～2002』レフコ。
12. Salant, S. W., Switzer, S. & R. J. Reynolds. (1983), "Losses from Horizontal Merger: The Effects of an Exogenous Change in Industry Structure on Cournot-Nash Equilibrium," *Quarterly Journal of Economics*, vol.98: pp.185-199.
13. 田中悟 (2005)『イノベーションと産業組織』多賀出版 (近刊)。
14. Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press. (浅沼万里・岩崎晃訳『市場と企業組織』日本評論社。)