

**企業結合の  
効率性と市場への影響  
に関する経済分析**

2003年9月

競争政策研究センター共同研究

## この共同研究における役割分担と本報告書の位置付けについて

1 この共同研究は、林 秀弥 神戸市外国語大学講師（競争政策研究センター客員研究員）が第1章第1の法律的な整理の部分を執筆し、それ以外の経済学的な分析に係る部分は、深町 正徳 経済調査課長補佐（当時）が全体を統括しつつ、深町 正徳、高橋 佳久 経済調査課係長、牧野 舞 経済調査課係員の3人が分析・執筆を行った。経済学的な分析に係るデータの収集・整理（アンケート・ヒアリングを含む）は、この3人に加え、丸山 一浩 経済調査課係長が担当した。

また、泉水 文雄 神戸大学大学院法学研究科教授（同センター主任客員研究員）が法律的な整理の部分を中心に監修を行い、泉田 成美 東北大学大学院経済学研究科助教授（同センター客員研究員）が経済学的な分析についての監修を行った。

なお、経済学的な分析手法等について、株式会社日本総合研究所調査部研究員 小川 昭氏から有益なコメントを得た。

2 本稿の内容は、筆者たちが所属する組織の見解を表すものではなく、記述中のあり得べき誤りは、筆者たちのみの責任に帰する。

## 目 次

はじめに .....	1
1 調査・分析の目的 .....	1
2 報告書の構成 .....	1
第1章 企業結合による効率性と企業結合規制 .....	3
第1 主要諸国による競争法上の考え方 .....	3
1 合併の競争制限効果の整理 .....	4
2 効率性の考え方の整理 .....	1 0
第2 競争制限効果に関する法律上の概念と経済指標との関係の理論的考察 ..	2 0
第2章 分析結果 .....	2 3
第1 全体分析（主要結合事例における効率性達成状況に関する分析） .....	2 3
0 はじめに .....	2 3
1 分析対象事例の選定 .....	2 3
2 具体的な分析方法 .....	2 6
(1) 統計的手法を用いた分析 .....	2 6
(2) アンケート調査 .....	3 0
3 分析結果 .....	3 1
(1) 統計的手法を用いた分析（t検定） .....	3 1
(2) アンケート調査結果 .....	4 1
4 分析結果のまとめ .....	4 4
第2 事例分析 .....	4 8
1 分析対象事例・市場及び分析方法 .....	4 8
2 財務分析 .....	5 2
(0) はじめに .....	5 2
(1) 分析方法 .....	5 2
(2) 分析結果 .....	5 4
(3) 分析結果のまとめ .....	7 5

3	価格分析.....	7 6
	(0)はじめに.....	7 6
	(1) 価格分析の理論的背景.....	7 6
	(2) 説明変数の係数の推定方法.....	7 7
	(3) 分析結果.....	7 9
	(4) アンケート調査結果.....	1 1 4
	(5) 分析結果のまとめ.....	1 2 1
4	株価イベント分析.....	1 2 6
	(0) はじめに.....	1 2 6
	(1) 株価イベント分析の概要.....	1 2 6
	(2) 株価イベント分析の方法.....	1 2 7
	(3) 分析結果.....	1 3 3
	(4) まとめ.....	1 5 8
5	製品分野ごとの評価.....	1 5 9
第3章	分析結果の評価と今後の課題.....	1 6 4
1	分析結果の評価.....	1 6 4
2	今後の課題.....	1 6 5
参考文献	.....	1 6 7

## はじめに

### 1 調査・分析の目的

近年，独占禁止法の運用や競争政策の企画・立案に当たり，経済学的な分析を積極的に導入することが重要となってきた。公正取引委員会が本年4月に作成した「競争政策のグランド・デザイン」では，企業結合の分野において今後取り組むべき課題として「市場に及ぼす影響についての経済分析等の更なる活用」が挙げられるなど，経済学的な分析の活用が求められているところである。

我が国では，効率性の達成を理由に企業結合を認めた事例はないが，本報告書では，主として企業結合による効率性という側面にスポットを当てて，従来から経済学者により実施されてきた手法や米国の競争当局で使用されている手法等を参考に，企業結合による効率性の達成状況や企業結合後の市場パフォーマンスの変化について，実際に経済学的な手法を適用しつつ分析を試みることを第1の目的とするものである。

また，分析の結果をもとに，今回分析の対象とした合併について，実際に，企業結合により効率性は達成されているのか，また，それが市場パフォーマンスの成果として表れているのかという点についても整理を行う。

ただし，企業結合の効率性や企業結合後の市場パフォーマンスを測る手法は今回用いた方法以外にも存在し，また，使用するデータについても，今回分析で用いたデータ以外のソースもあるところ，それらについてすべて検討して分析を行ったわけではなく，その意味で今回の分析結果は限定的なものといえる。

### 2 報告書の構成

本報告書の構成は以下のとおりである。

まず，第1章で，諸外国及び日本の企業結合規制における効率性の考え方について整理を行い，また，その法律上の概念と経済指標との関係について整理を行う。

次に，第2章で，実際にデータを用いて実施した分析結果について整理する。第2章第1では，主要な合併事例を対象に，合併による効率性の達成状況について，財務データを用いて統計学的に分析（ $t$ 検定）を行うとともに，アンケート調査のうち，合併の背景・目的，効率性の達成状況等について合併当事者を対象に実施した部分の結果について整理を行う。

第2章第2では，第2章第1において分析の対象とした合併事例の中から，分析の容易性等を加味しつつ選定した4製品分野をサンプルとして，個々の合併による効率性の達成状況について，財務データを用いて分析・検討を行う，合併により市場価格がどのような影響を受けているのかについて，価格変動を需要やコスト要因で説明する計量経済モデルを用いて価格分析を行うとともに，アンケート調査

のうち、合併後の合併当事者等の価格及び数量設定の考え方や競争状況・市況の変化について、合併当事者、ライバル企業及び取引先企業を対象に実施した部分について整理する、株式市場が、当該合併による効率性や価格の動向について、合併前時点でどのように予測していたかについて、株価イベント分析を実施する。

最後に、第3章において、各分析手法自体の有効性・特徴・問題点等について整理を行う。

## 第1章 企業結合による効率性と企業結合規制

### 第1 主要諸国による競争法上の考え方

ここでは、企業結合(以下、単に「合併」と称する場合がある)のうち、専ら水平的合併を念頭に置き、競争制限効果と効率性考慮の考え方について、欧米における議論を概観し、整理することを目的とする。

欧米において、経済分析が重視され始めたのは、経済分析が最も盛んだと考えられる企業結合規制においてさえ、意外に最近のことである。さらに、米国の企業結合規制をめぐる判例を例に取っても、その競争効果分析には時代の振幅が激しい。これは、ハーバード学派に基づく厳格な企業結合規制を指向し、市場構造基準(市場シェア・集中度)の偏重がみられたウォーレンコート期の最高裁と、シカゴ学派の影響の下、参入の可能性を過大視する傾向にあったレーガン政権期のいくつかの下級審(企業結合規制の最高裁判例は、1974年のGeneral Dynamics 事件以降絶えている。)とを比較しても明らかであろう。また、効率性についても、その評価には時代の振幅が大きい。例えば、ウォーレンコート期には、大規模企業への危険視と小規模企業に対する存続の重要性の認識から、合併による効率性の達成を危険視する傾向さえみられた(EC合併規制の初期の判例においてもこのような傾向がみられる)。ここでは、あくまで近時主流となっている考え方の概要を整理するにとどめている。

まず、「1 合併の競争制限効果の整理」において、欧米の合併ガイドライン<sup>1</sup>を検討し、併せて近時の著名ないくつかの事件を紹介しつつ、合併による市場支配力の形成・強化についての考え方を整理する。米国の連邦ガイドラインの目的として、「合併が実質的に競争を減殺させるおそれがあるかどうかを判断するに当たって、政府機関が適用する分析の枠組みを明らかにすること」とあるように、これらのガイドラインは、競争当局の合併エンフォースメントの指針であり、また、欧米の競争当局による競争効果分析に関する考え方を手際よく知ることができる。

次に、「2 効率性の考え方の整理」においては、やはり欧米のガイドラインを検討し、効率性の効果や競争制限効果との関係について整理する。

---

<sup>1</sup> ここにいう欧米の合併ガイドラインとは、U.S. Dept. of Justice and Federal Trade Commission, 1992(as amended 1997) Horizontal Merger Guidelines (以下、「連邦ガイドライン」という。)、EC合併規則及びEC Commission, Commission Notice on the appraisal of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings (11.12.2002). (以下、「告示〔案〕」という。)をそれぞれ指すものとする。また、米国のガイドラインについては、上記連邦レベルのもののほか、州の統一合併ガイドライン(米司法長官協会水平合併ガイドライン[Horizontal Merger Guidelines of the National Association of Attorneys General] Adopted and Published on March 30, 1993)についても、必要に応じて検討対象に入れる(以下、頭文字を取って、「NAAGガイドライン」という。)

## 1 合併の競争制限効果の整理

### (1) 米国（連邦ガイドライン）

連邦ガイドライン第0章では、ガイドラインを貫く基本理念として、「市場支配力を形成し若しくは強化する合併又は市場支配力の行使を容易にする合併は許容されてはならない」との考え方が示されている。ここでいう市場支配力とは、「市場が競争的であれば実現したであろう水準を超える価格を一定期間維持できる能力」とされ、市場支配力が発揮される類型として、単独の市場支配力獲得型（いわゆる独占的地位獲得型）、寡占的協調型、単独行為による価格引上げ（以下「unilateral effects」という。）が挙げられている。

#### ア 単独の市場支配力獲得型と unilateral effects との関係について

市場支配力が発揮される上記の3つの類型のうち、単独の市場支配力獲得型は、合併後の企業が市場で圧倒的なシェアを占める首位企業となることにより、競争水準以上に価格を引き上げることが可能となり、これに対して競争者は、自己の生産量を拡大することによっては、当該合併企業に競争的に対抗できない状況が念頭に置かれている。一方、unilateral effects は、例えば、製品差別化された市場において、密接した代替関係にある製品を生産している企業同士が合併する場合に、当該合併により圧倒的なシェアを獲得するに至らなくても、合併後の企業が他の競争者の出方にかかわらず、競争水準を超えて価格を設定できる状況が念頭に置かれている。

単独の市場支配力獲得型と unilateral effects との関係について、unilateral effects が生じる状況下では、市場画定に当たって、密接した代替製品(代替役務)ごとに別個の市場を画定することができるのであれば、そのように画定された市場では、当事企業のシェアは圧倒的なものとなることから、単独の市場支配力獲得型と大差はないのではないかと考えられる。確かに、米国の Staples/Office Depot 事件(1997年)<sup>2</sup>のように、そうした形で市場を画定することができれば、従来採られてきた単独の市場支配力獲得型の規制との差はみえにくくなる。ただし、得られる証拠の制約から、常にそのように市場を画定することができるとは限らない。また、機能・効用面での同種性を中心に考慮して市場を画定する場合、たとえ現実には需要面の代替性が相当程度に低い場合でも、機能・効用自体は同種であるとして、市場が広く画定される余地は大きいとも考えられる。

---

<sup>2</sup> Ftc v. Staples, Inc., 970 F. Supp. 1066(D.D.C. 1997)



(参考)

Kraft 事件<sup>3</sup> :

米国において、差別化された市場における unilateral effects が問題になった比較的最近の事件である。この事件は、朝食用即席シリアルを製造・販売しているクラフト社(売上第3位)が、ナビスコ社(売上第6位)の即席シリアルに関する営業を譲り受けることについて、両社の主力製品の競合関係が問題となった事件である(当該譲受けにより、HHIは66上昇する。)<sup>4</sup>。ここでは、商品特性及び顧客層が異なることや、多様な競争者が存在していることなどから、両社の主力製品は、お互いに最も緊密な競争相手ではないこと、また、両社の主力製品が、消費者によって第1と第2に選択されているわけではないことなどにより、単独の価格引上げ(unilateral effects)の行使の蓋然性は乏しいと判断された<sup>4</sup>。

## イ 寡占的協調型について

寡占的協調型は、寡占的な市場構造を前提として、他社と相互に協調(調整)行動を取ることが、互いにとって利益となるような複数企業間の関係のことであり、これには明示の共謀又は暗黙の協調が含まれ、また合法か否かを問わない。ガイドラインでは、協調条件の合意及び協調からの逸脱行為の発見・処罰を行いやすいことが、寡占的協調が実現されやすい市場の条件とされている。

また、生産能力の制約が重要な市場において、余剰又は転換可能な生産能力を持つ企業は一匹狼的企業(maverick:市場において競争的な影響をもたらす企業)になりやすく、このような企業は、寡占的協調の実現を妨げるとされている。

### (2) 米国(NAAGガイドライン)

NAAGガイドラインは、アトミスティックな市場構造に対する信奉と萌芽理論(incipiency doctrine)<sup>5</sup>とに代表されるクレイトン法第7条(競争を実質的に減殺し又は独占を形成するおそれのある企業結合(合併、株式取得、資産取得を含む。)は禁止される。)の立法者意図に忠実な立場を採っている。NAAGガイドラインにおいては、消費者から生産者への富の移転が、クレイトン法第7条によって規制されるべき主要な競争制限効果であるととらえる。

### (3) EU(合併規則)

EU合併規則では、第2条第3項に「結果として有効な競争の維持促進が、共同体市場又はその実質的部分において相当程度阻害されることとなる支配的地位を形成又は強化する結合は、共同体市場と両立しない」と定められている。

<sup>3</sup> New York v. Kraft Gen. Foods, Inc., 926 F.Supp.321(S.D.N.Y. 1995)

<sup>4</sup> さらに、価格を基礎に、販促活動、広告宣伝、新商品投入及び品質で激しく競争していることや、PB商品がシェアを伸ばしており競争圧力と期待できること等から、寡占的協調の助長のおそれも乏しいと判断された。

<sup>5</sup> 「萌芽理論」とは、合併当事企業の市場占拠率がそれほど高くなく、当該合併による市場占拠率の増加率が低い合併に対しても、市場の集中傾向がみられる初期の段階で、予防的に規制しようとする考え方を指す。

## ア 支配的な地位を形成又は強化する結合について

EU合併規則第2条第3項の「支配的な地位」についての明確な定義はないが、EC条約第82条には、「共同市場又はその主要な部分における支配的地位を濫用する一以上の事業者の行為は、それにより加盟国間の取引が影響を受ける限りにおいて、共同市場と両立しないものとして、禁止される。」とあり、基本的に、当該条文における「支配的地位」と同様の意味で運用されている。

## イ 寡占的協調について

EU合併規則が、EC条約第82条による市場支配的地位の濫用規制の場合とは異なり、複数事業者による寡占的市場支配的地位を規制できるかどうかは、文言上必ずしも明らかではなかった。欧州委員会は、Nestle/Perrier 事件(1992年)<sup>6</sup>において、合併規則が寡占的市場支配的地位(collective dominant position, collective dominance)を規制できることを明らかにしたが、同事件が条件付承認事例だったこともあって、この点が正面から争われたわけではなかった。

裁判所レベルで初めてこの点が本格的に争点となったのは、Kali Salz 事件(1998年)<sup>7</sup>である。欧州司法裁判所は、合併規則の文言及び立法史の解釈からは、この問題に関する明確な答えは導き得ないとして、合併規則の目的論的解釈から答えを導いた。つまり、合併規則の適用対象を単独の市場支配的地位にのみ限定すると、共同市場における効果的な競争の確保という規制目的が部分的にしか達成できず、合併規則の実効性が損なわれてしまう。このため、寡占的市場支配的地位を形成・強化する合併も合併規則の規制対象と(すべきであると)判示した。

しかし、この事件では、かかる寡占的市場支配的地位の認定において、株式保有等の「構造的結び付き」の存在が前提条件なのか、あるいは、契約等の「経済的な結び付き」で足りるのか、そしてその中には、いわゆる「暗黙の協調」のような場合も含まれるのか、という問題については必ずしも明らかではなかった。しかし、Gencor 事件(1999年)<sup>8</sup>によって、寡占的市場支配的地位の認定においては、「構造的結び付き」は必須ではなく、「経済的な結び付き」で足り、その中には、「暗黙の協調」も含まれるとした。その半年後に出された Airtours/First Choice 事件の欧州委員会決定(1999年)<sup>9</sup>及び第一審判決

<sup>6</sup> Case No. /M. 190 Nestle/Perrier, O.J.L 365/1(5 Dec.1992),[1993]1 DEC 2,018

<sup>7</sup> Joined Cases C-68/94 French Republic v. Commission and C-30/95 Societe Commerciale des Potasses et de l'Azote(SCPA) and Enterprise Miniere et Chimique(EMC) v. Commission, [1998] E.C.R.I 1375.

<sup>8</sup> Gencor v. Commission, Judgment of the Court of First Instance, Case T-102/96,25 Mar.1999

<sup>9</sup> Airtours/First Choice, Case No /M.1524. [1999] 5 C.M.L.R. 25.

では、暗黙の協調が成立・維持されるためのメカニズムについて、更に議論が進展した。

欧州委員会決定では、当該合併によって市場参加者が黙示のカルテルを行っているかのように行動することの証明や、厳格な制裁のメカニズム（協調からの逸脱に対する報復の脅威により、協調を持続可能にするメカニズム）の存在を証明する必要はないとした。また、統合企業が新たな供給能力を追加することによりシェア獲得を目指して競争する場合には、制裁を実行する可能性が相当程度あるのは明白であるとした。

しかし、第一審裁判所判決では、寡占的市場支配的地位の認定には、十分な市場の透明性、共通の方針からの逸脱に対する報復の仕組みが備わっていること、共通の方針によって期待される結果が損なわれないことの3つの要件が必要であるとし、本件ではそれらの要件の主張・立証が十分でないことから、欧州委員会敗訴の判決を下した。

#### （参考）

##### Gencor 事件：

本件は、プラチナ事業を営むインブラツ社を傘下に持つ親会社ジェンコー社と、イーストブラツ社とウェストブラツ社（以下、併せて「LPD」という。）を傘下に持つ親会社ロンロー社について、株式の譲渡により、ロンロー社のプラチナ事業部門であるLPDをインブラツ社の傘下とし、インブラツ社はジェンコー社とロンロー社の共同出資子会社とする計画であった。欧州委員会は、当該統合により、主要なプラチナ供給者が3社から2社になり、その2社の間で市場支配的な複占が形成される結果、競争が著しく阻害されると認定した。

裁判所は、株式保有等の「構造的結び付き」は、寡占的市場支配的地位の認定において必須のものではなく、「経済的結び付き」で足り、その中には、いわゆる寡占的相互依存関係に基づいて、競争水準を超えて価格を引き上げるために産出量を削減し、それによって自己の利潤の最大化だけでなく共同利潤の最大化も達成されているような状況（暗黙の協調）も含まれるとした。そして、高い市場占拠率、本統合後の費用構造の同質性及び価格の透明性や市場の成熟性といった市場の特質から、本統合に対して寡占的市場支配的地位を認定した。

##### Airtours/First Choice 事件：

エアーツアーズ社は、ファーストチョイス社を買収しようとしたが、欧州委員会は、当該買収により、近距離外国バック旅行の市場において、主要事業者数が4社から3社になり、主要3社による寡占的市場支配的地位が形成されると認定した（当該買収により、HHIは450上昇する。）。欧州委員会は、当該買収により、市場構造が変化し、寡占企業間でシーズン中に販売可能なバック旅行の供給量を制限するインセンティブを生み出し、かつそのような行動が合理的なものとなること、市場の透明性の向上と寡占的相互依存関係の上昇が、暗黙の協調からの裏切りに対する即座の報復の可能性を高めることなどを理由に、寡占的市場支配がもたらされると認定し、本件買収を禁止する決定を下した。

これに対してエアーツアーズ社は、暗黙の協調の成立には、有効な競争相手の数が乏しいこと、需要が予測可能で製品が同質的であること、効果的な制裁が即座に実行可能であること、制裁の実行に過大な費用が掛からないことが要件であるとし、について、シーズン中の供給能力はほぼ固定されているため、制裁を即座には行えず、また、価格競争を通じて行われる制裁について、追加的な顧客に商品を提供できないこと、シーズン後に制裁として供給能力を拡大すると、商品の低価格を招くこと、さらに、暗黙の合意

からの逸脱と制裁との関係があいまいであることから、制裁手段は実効性を持たないと主張した。

これに対して欧州委員会は、当該買収の結果として、市場参加者が黙示のカルテルを行っているかのように行動することを証明する必要はなく、とりわけ、厳格な制裁メカニズムの存在を証明する必要はないとし、本件のように、統合企業が新たな供給能力を追加することによりシェア獲得を目指して競争する場合には、制裁を実行する相当の可能性が存在することは明白であるとした。また、シーズン中とシーズン後の報復の区別は明瞭ではなく、シーズン中であっても供給能力を拡大する余地はあるとし、寡占的相互依存関係は、寡占者が供給量を制限することを合理的なものにする点が重要であるとし、エアーツアーズ社の主張を否定した。

本件の取消訴訟において、第一審裁判所は、委員会敗訴の判決を下した。判決は、寡占的市場支配的地位の認定には3つの要件を満たす必要があるとして、次のように定式化した。すなわち、支配的寡占の各メンバーが、「共通の方針(common policy)」を採用しているか否かを監視するために、他のメンバーがどのように行動しているかについて、十分、正確かつ迅速に知ることができなければならない、そのためには十分な市場の透明性がなければならない。暗黙の協調が長期にわたって安定的でなければならない。すなわち、共通の方針から逸脱しないインセンティブが存在しなければならない。そのためには、共通の方針からの逸脱に対する報復の仕組みが備わっていなければならない。消費者のみならず、現在及び将来の競争者の予見可能な反応によって、共通の方針によって期待される結果が損なわれない。

その上で、本件では、パック旅行の供給量の制限について暗黙の協調(共通の方針)を探ろうとしても、他の寡占メンバーによる協調からの逸脱(パック旅行の供給量の拡大)を発見するのは容易ではなく、またかかる協調が成立するための十分な市場の透明性に乏しいとし、また当期において協調からの逸脱が発見できたとしても、シーズン中に供給能力を拡大して報復することは困難であり、また次のシーズンに供給能力を拡大して報復することは、逸脱に対する抑止として十分ではなく実効性に欠ける。判決はこのように考えて、寡占的市場支配的地位の認定に関する委員会の立証は不十分であると結論付けた。

#### (4) EU (EC 合併規則改正提案及び告示〔案〕)

(3)イで述べたように、寡占的市場支配的地位の規制については具体的な規定に明示されておらず、委員会決定及び欧州裁判所判例によってその考え方が展開されてきたが、2002年11月7日及び8日に欧州委員会とIBA (International Bar Association)の共催によるEC合併規制に関するカンファレンスが開かれ、そこでEC合併規制の総合的な見直しが予定されていることが紹介された<sup>10</sup>。グリーンペーパーでは、SLC (substantial lessening of competition) テストと従来からの dominance テストとの間の相互の優劣及びSLCテストの採否について議論された。カンファレンスの約1か月後、委員会は、包括的な合併規則改正案を公表した<sup>11</sup>。この点について、今回の改正案では、dominance テストを維持しつつ、寡占的市場支配的地位に対する規制の明確化等を目的として、前文新第21項及び新第2条第2項として、以下のとおり新たに規定が追加されている。

<sup>10</sup> EC 合併規則の見直し作業は2001年11月のグリーンペーパーにおいて既に検討に着手されていた。Green Paper on the Review of Council Regulation (EEC) No 4064/89. COM(2001) 745/6 final (11.12.2001).

<sup>11</sup> <<http://europa.eu.int/comm/competition/mergers/review/>>に、グリーンペーパーや「水平的合併の評価に関する告示(案)」等とともに掲載されている。

〔改正案における前文新第21項〕

「寡占的市場構造における企業結合のもたらし得る結果にかんがみれば、かかる市場において効果的競争を維持することは、それだけに一層必要なことである。多くの寡占的市場では、健全な競争の程度が示されている。しかし、一定の状況下では、合併当事者以外の競争者に対する競争圧力が減少するのみならず、合併当事者が互いに及ぼし合っていた重要な競争的制約要因(competitive constraints)がなくなってしまうことは、かかる効果が、競争者、顧客又は消費者の反応によって抑制されない限り、これらの市場においては特に、競争に悪影響をもたらし得る。そのため、関連市場の寡占的市場構造と、その結果生じる当該市場で活動している様々な事業者の相互依存関係の存在ゆえに、たとえ寡占メンバーによる協調がなかったとしても、一ないし複数の事業者が、競争の変数、特に、価格、生産、品質、流通又は技術革新について、認識可能な程度にかつ持続して影響を及ぼすような経済力を有する場合を、本規則の意味での支配の概念は射程に入れなければならない。この評価を行うに当たっては、例えば、生産能力の制約の水準、製品差別化の程度又は入札手続の機能形成といった、審査対象の市場の特徴が考慮されなければならない。また、特に、顧客のみならず、現実及び潜在的な競争者のあり得る反応と合併によってもたらされる効率性も考慮されなければならない。」

〔改正案における新第2条第2項〕

「本規則において、一ないし複数の事業者が、協調するか否かを問わず、競争の変数、特に、価格、生産、品質、流通又は技術革新について、認識可能な程度にかつ持続して影響を及ぼすような経済力を有する場合又は認識可能な程度に競争を妨げるような経済力を有する場合には、当該事業者は、市場支配的地位にあるとみなされるものとする。」

さらに、前述の告示(案)が公表され、そこでは、合併後のHHIが1000以下の場合には、委員会がかかる事案を調査する見込みは乏しいとした上で(第16段落)、水平的合併の競争制限効果を、市場における圧倒的地位の形成・強化(市場独占型)、寡占的協調型及び非共謀寡占型の3つに分けて分析を行っている(第11段落)。

このうち、寡占的協調型については、協調条件の確立と協調からの逸脱発見の容易性、逸脱が発見された場合の十分な抑止メカニズムの存在という観点から整理を行っており(第40-68段落)、Airtours事件第一審裁判所判決までを踏まえた寡占的協調の分析枠組みが明示されている<sup>12</sup>(参考資料1参照)。

また、非共謀寡占型は、HHIの値を規制基準の基底に置き、従来法実務で規制されてこなかったものを新たに規制しようとするものである。つまり、製品差別化された市場においても、産出量と生産能力の選択が価格を決定する場合があるとし、差別化されたベルトランモデルのみならず、差別化されたクールノーモデルをも規制の対象とすることを明確にしている。

---

<sup>12</sup> 告示(案)では、協調が維持されるための条件として、第1に、協調企業が、協調条件が遵守されるかどうかを十分な程度まで監視できなければならないこと、すなわち、仲間の企業が協調から逸脱していることを発見できなければならないこと、第2に、逸脱発見の場合に機能し得る、信頼できる抑止メカニズムが存在していなければならないこと、第3に、顧客のみならず、現在及び将来の競争者のようなアウトサイダーの行動によっては、協調によって予想される帰結を危殆化することができないものでなければならないこと

## 2 効率性の考え方の整理

合併により、何らかの効率性がもたらされ得る場合に、かかる効率性を合併規制においてどう位置付けるべきかについては、問題は大きく分けて2つある。1つは、合併によってもたらされる効率性が、競争にどのようなプラスの効果を与えるのかという問題である。もう1つは、合併によってもたらされる競争制限効果(市場支配力の形成・維持、強化)と当該効率性との関係をどう考えるのか(競争制限効果と効率性との比較衡量を認めるのか)という問題である。これらの問題を検討した上で、審査対象となる効率性(cognizable efficiency)の判断・認定基準が更に問題となる。

### (1) 効率性の競争に及ぼすプラスの効果

#### ア 米国(連邦ガイドライン)

合併によってもたらされる効率性が競争にどのようなプラスの効果を与えるのかという問題について、連邦ガイドラインでは、効率性は、合併当事企業のライバルに対する競争力を高め、競争するインセンティブを高めることにより、競争促進的に作用すると説明する。具体的には、寡占的協調との関係では、効率性による限界費用の低減が、一匹狼的企業(maverick)の価格引下げ意欲を高め、あるいは、新たな一匹狼的企業を生み出すことによって、寡占的協調の維持を困難にさせる。一方、unilateral effects との関係では、効率性による限界費用の低減は、合併当事企業の価格引上げのインセンティブを弱める。また、効率性は、新製品の開発、製品の改良という利益をもたらす。ここでの要点は、合併によってもたらされる効率性が、コストの低減等により、ライバル企業に対する競争力を高めること(競争力強化としての効率性)、効率性が、積極的に競争を仕掛けるインセンティブを高めることで、協調による競争の停滞を破り、あるいはunilateral effects を抑止すること(寡占市場における効率性、差別化された市場における効率性)であると考えられる。ただし、maverick が問題になるのは、寡占的協調の場合だけであり、単独の市場支配力獲得型が問題となっている場合に、maverick を持ち出して、合併を容認する論理となっていないことに注意する必要がある。

#### イ 米国(NAAGガイドライン)

NAAGガイドラインにおいては、消費者から生産者への富の移転が、クレイトン法第7条によって規制されるべき主要な競争制限効果であるにとらえる。このことから、NAAGガイドラインにおいては、効率性の競争に与えるプラス

---

3つを挙げている(第44段落)

の効果は、専ら消費者に対する影響を基に判断される(ただし、効率性がどのように競争にプラスに作用するかについては明確に示されていない)。要するに、N A A Gガイドラインの関心は、合併による効率性が消費者に均てんされるかどうか、具体的には、合併により価格の低下がもたらされるかどうかという点に、結局のところ収斂する(参考資料2参照)。

## ウ EU

EUでは、合併による効率性が、当該合併の競争効果分析において考慮されるのかということ自体、最近まであまり明確ではなかった。合併規則第2条第2項(b)号には、「技術開発及び経済的進歩」という文言があり、これを手掛かりに、合併規制においても、効率性を考慮し得るという立場が一般的であったが、その判断基準はもとより、効率性の位置付け自体明確ではなかった。このため、国際競争力の強化、EU域内での雇用の創出、生活水準の向上といった産業社会政策的考慮の文脈で、合併の効率性が語られることもあった。これは、規則の制定目的が、上のような産業社会政策目的を包含していたことにも関係している。

最近発表された告示(案)の第87段落の後段では、欧州委員会は、「技術的開発及び経済的進歩が、消費者の利益となり、競争の障害とならない場合には、それらを水平的合併の評価において考慮する」とされている。また、第87段落の前段で、「ダイナミックな競争条件と合致し、ヨーロッパの産業の競争力の強化を可能にし、共同体における生活水準の向上を改善するものとして」、結合による企業の再編成を欧州委員会は歓迎するとしている。これらの文面をみる限り、EUにおいては、依然として、産業社会政策的な考慮としての側面が、効率性の位置付けに影響し、少なくとも文言上は、その影響が払拭されていないとも読める。しかし、前段の文言は、前記の規則第2条第2項(b)号と同一の文言であり、告示(案)は、単にそのことを踏まえたものに過ぎない。また、後段も、規則前文第4項を確認したものに過ぎない。他の段落(第88段落)をみると、効率性の達成により、合併当事企業が消費者のために競争的に行動するインセンティブが高まるかどうか、そしてその前提として、他の企業による競争圧力が十分に存在しているかどうかは効率性の考慮において重要とされている。また実際のケースでも、例えば、Airtours/First Choice 事件委員会決定において、米国の連邦ガイドラインと同様、競争を仕掛けるインセンティブの視点から効率性の評価が行われている。こうして考えると、現在のEUでは、純粋に競争政策的な観点、具体的には、当事企業のライバルに対する競争力及び競争を仕掛けるインセンティブの向上という見地から、効率性の考慮がとらえられているものと考えられる。また、合併による効率性の消費者への均てんが強調されており、これは、(3)アにあるような近時の米国の潮流とも符合する。現在では、ガイドラインの文言上

の違いはあるものの、効率性の評価の視点において、米国とEUとにそれほど差はないと考えられる（参考資料1 para. 87-95参照）。

## (2) 競争制限効果と効率性との関係

競争制限効果と効率性との関係については、典型的には、合併が、何らかの効率性向上効果を持つと同時に、競争制限効果を持つ場合に、両者を比較衡量すべきかという形で問題となる。この点につき、欧米ともに、合併による消費者から生産者への富の移転効果を捨象して、総余剰の増減のみで合併の違法性判断を行うというものではないと考えられる。したがって、この意味での効率性と競争制限効果との比較衡量を判断基準とする考えは、欧米ともに採用されていないものと解される。むしろ、最近では、効率性の消費者への均てん効果を重視する傾向がみられるところである。

### ア 米国（連邦ガイドライン）

現在の合併規制実務では、合併により市場支配力が発生しない場合はもちろんのこと、仮に発生し得るとしても、合併がない場合と比べて合併後に価格が下がれば良い（すなわち、消費者に均てんされれば良い）とする価格基準を採用しているといわれる。すなわち、合併が総余剰を増大しても、合併に伴う価格の低下の可能性がなければ（消費者に均てんされなければ）、効率性を考慮しないという立場であり、ここでは、合併により価格が低下する可能性があること、あるいは、合併がない場合と比べて価格上昇の可能性のないことがメルクマーラとなっている。

### イ 米国（NAAAGガイドライン）

NAAAGガイドラインでは、合併による消費者から生産者への富の移転を防止することを合併規制の上で最重要視する立場から、効率性と競争制限効果との比較衡量を明確に否定する。すなわち、効率性を生み出す合併（総余剰を増大させる合併）であっても、市場支配力の形成・強化により、消費者価格が上がれば、州司法長官は、効率性は考慮しないことを明言している。

このように、NAAAGガイドラインも、合併による市場支配力の増大にもかかわらず、効率性により消費者価格が上昇しないことを合併当事企業が証明しなければ、州司法長官は効率性を考慮しないとしており、価格基準を採用しているものと解される。



## ウ EU

EUでは、告示（案）において、競争制限効果の判断に当たって、合併後の価格の増減を基準にすると、明示的には述べられていないものの、効率性は直接消費者に利益をもたらすものでなければならないことを強調していることから、おそらく、価格基準を採用しているものと解される。これは、平均費用ないし限界費用の減少をもたらすコスト面での効率性の方が、固定費用の削減よりも、消費者価格の低下をもたらす見込みが高いため、より効率性の評価に関連すると説明されていることからもうかがわれる。

## エ カナダ<sup>13</sup>

カナダにおける現行の合併規制は、1986年競争法(the Competition Act of 1986)に基づく。1986年競争法以前の、カナダにおける合併規制法として、1910年企業結合調査法(the Combines Investigation Act of 1910)があった。しかし同法は、刑事法と同様の立証水準である、合併が公益に反して競争を実質的に減殺し又はそのおそれがあることの「合理的な疑いを超える」立証を要求していた。このため、1910年に同法が制定されて以来、1986年まで75年もの間、反競争的として起訴された合併の数は、わずか9件、そのうち最終的に違法（有罪）との判決が下されたものは1件もなかったとのことである。

1986年競争法においては、合併が競争の実質的減殺を生じさせるおそれがあるとされた場合であっても、合併が同法第96条の「効率性の例外(efficiency exception)」の要件を満たせば、当該合併は容認されるとしており、合併による競争制限効果と効率性とのトレードオフが認められている。

（参考）

1986年競争法第96条

「(1)申請がなされている当該合併又は合併計画が、当該合併又は合併計画によりもたらされた又はもたらされる蓋然性のある競争の制限又は減殺効果より大きくかつこれを相殺する効率性の向上をもたらしている又はもたらす蓋然性があり、かつ効率性の向上が当該命令がなされた場

---

<sup>13</sup> 本項の内容は、主として、Townley/Acadia 大学教授(教授は現在、カナダ経済省競争局経済部門のアドバイザースタッフとして勤務)を中心とするカナダ経済省競争局経済部門所属のエコノミストとのヒアリング(2時間程度)の結果、及び Marc Duhamel and Peter G.C. Townley, An Effective and Enforceable Alternative to the Consumer Surplus Standard, World Comp. 26(1):3-24 に負うものである。なお、後で紹介するプロパン事件の経済分析において、Townley 教授は、競争局側の経済専門家として中心的な役割を担っておられる。ただし、事件が依然継続中であるため、守秘義務の関係上、事件の個別具体的な問題にはお答えいただけなかった。

合には達成できない蓋然性があると競争審判所が認める場合には、競争審判所は第 92 条に基づく命令をしてはならない」

「(2)合併又は合併計画が(1)で規定した効率性の向上をもたらす蓋然性があるか否かを検討するに当たっては、競争審判所は、そのような向上が次に掲げる事項をもたらすかを考慮しなければならない。

- (a) 輸出の実質的価値の著しい増加
- (b) 輸入製品に対する国内製品の十分な代替性」

ただし、同法の制定以来、「効率性の例外」の抗弁が認められたことを理由に合併が容認された事件は Superior Propane 事件 1 件だけである。このように競争制限効果と効率性とのトレードオフが法律上認められているといっても、実際には、その運用は極めてまれであり、この点からすれば、結果において、他の欧米諸国とそれ程差があるわけではないとも考えられる。

(参考)

Superior Propane 事件：

本件は、カナダにおける主要なプロパンガス販売業者間の合併が問題となったものである。そこでは、本件合併による当事企業の合計国内市場シェアは 70%以上となること、市場への参入障壁が高いこと、当事企業以外に市場において有力な競争相手が存在しないこと、あらゆる顧客層に、平均して 8~9%のプロパン価格の引上げが生じる見込みが高いことを理由に、本件合併による競争の実質的減殺があるとして、競争局(長官)により競争審判所(the Competition Tribunal)に提訴された。競争審判所は、上記 ~ の存在を認め、本件合併による競争の実質的減殺効果を認めたにもかかわらず、他方で、当事企業が主張した、本件合併に伴う効率性の存在も認め、両者のトレードオフを行った上で、結果として、本件合併を容認した。

競争審判所は、総余剰基準<sup>14</sup>を基に合併の効率性を評価したが、上訴審である連邦控訴裁判所は、この立場を否定し、次のように判示している。

「…競争審判所が、あらゆる事案において、合併によって生み出される効率性と比較衡量され得る反競争的合併の効果を、総余剰基準によって識別する旨規定するものとして、第 96 条を解釈したのは、法律上誤りであると当裁判所が結論付けたからといって、当裁判所が合併の反競争効果の程度を決定する『正しい』手法を明示しなければならないわけではない。そのような仕事は裁判所の能力を超えるものである<sup>15</sup>。」

「選択される基準が何であれ、総余剰基準よりも、競争法の多様な目的をより反映するものでなければならない。それはまた、競争審判所が事案の特殊性を完全に評価するのを可能にするほど、その適用において、十分に柔軟なものでなければならない<sup>16</sup>。」

<sup>14</sup> 総余剰基準は、 $E+F>B+C$  が成立するとき、基準を満たす。

B=合併に伴う死重損失

C=合併当事企業が合併以前に得ていた利潤のうち、当該合併に伴う産出量の減少により失われた利潤

E=合併による変動費用の節約分

F=合併による固定費用の節約分

<sup>15</sup> Commissioner of Competition v. Superior Propane Inc. ICG Propane Inc., 2001 FCA 104. para.139

<sup>16</sup> 同 para.140

表 1: Superior Propane 事件での効率性基準

	競争局の立場	合併当事企業(Superior Propane 社)の立場	結果(採用又は支持された基準)
競争審判所	Balancing Weights 基準	総余剰基準	合併当事企業勝訴 (総余剰基準を採用)
	競争審判所は、本件合併によって、プロパン価格が平均して 7%から 11%上がると認定しつつも、他方で、年平均の費用節約効果が 2900 万カナダドル想定されることを認定して、結果として、本件合併を認容した(多数意見)。他方で反対意見は、本件合併による費用節約効果(2900 万カナダドル)は、実際には更に少ないと考えられること、そもそも、かかる費用節約効果が実際に生じるかどうか定かでないこと(すなわち、主張される効率性が likely ではないこと。)、主張される効率性のいくつかは合併がなくても達成可能であること、本件合併による消費者への悪影響を十分に考慮していないこと等を理由に、多数意見に反対した。		
上訴審(連邦控訴裁判所)	Balancing Weights 基準	総余剰基準基準	競争局勝訴(競争局の Balancing Weights 基準を一般論として支持(控訴裁は、事実審ではなく法律審であるため、基準が具体的に適用されたわけではない)。
	連邦控訴裁は、総余剰基準は、第 96 条の解釈基準として妥当でないと結論付けて、原決定を破棄・差し戻した。		
差戻審(競争審判所)	消費者余剰基準	Balancing Weights 基準	競争局敗訴(競争局の主張した消費者余剰基準を否定し、Balancing Weights 基準を適用した <sup>17</sup> )差戻審は、消費者余剰基準を否定した理由の一つとして、カナダの合併規制において、株主よりも消費者を優遇する政策上の理由はないという点を挙げた。
	競争審判所は、差戻審で、Balancing Weights 基準を採用したが、そもそも競争局の立場が当初のものから変わってしまったため、結果的に敗訴した(競争局は当初主張していた Balancing Weights 基準から消費者余剰基準に変わり、被告も、総余剰基準から Balancing Weights 基準に変わるなど、立場に「ねじれ」がみられる。)		
上訴審	消費者余剰基準	Balancing Weights 基準	

出典: Townley 教授とのヒアリング結果等に基づき筆者が作成

注 1 Balancing Weights基準は、Townley教授によって提唱されたもので、次のように定式化される。

$$1(A+B)-w(B+C)=0$$

A=cost savings [ in efficiency gains ]

B=portion of lost consumer surplus transferred to shareholders

C=deadweight loss

(A+B)=生産者余剰の変動分、(B+C)=消費者余剰の変動分

注 2 Townley 教授の説明によると、Balancing Weights 基準の判断は次のようになされるとのことであった。計量経済学的分析の結果、wの計算値が仮に 1.x だとした場合、合併による消費者から合併企業(究極的には、株主)への富の移転効果が大きい場合、合併企業のもたらされるであろう利益に比して、消費者がそれに加えて x パーセント余分に損失を被ると考えられる根拠があり、それが証拠として裁判所(審判所)により認められれば、この合併は認められないとする。逆にいうと、

<sup>17</sup> ただし実際には、得られた証拠に制約があり、この基準の適用に当たって必要なデータは一部しか集まらなかった。

そのような証拠がないかぎり、合併を認めるべきだとする理論であるという。教授の説明によると、この基準は、総余剰基準と価格基準の折衷的基準のようである。すなわち、総余剰基準が、消費者から企業への富の移転効果を捨象する一方で、価格基準が消費者に対する悪影響をなにより重視することに対して、Balancing Weights 基準は、事案によって、富の移転効果が重大である場合は、それを重大なものとして扱い、それがネグリジブルな場合はネグリジブルなものとして扱うという、ケースバイケースのニュートラルな判断を指向する点に特徴があるという説明であった。効率性と反競争効果との比較衡量は、従来、定性的にしか行い得なかった(効率性が定量的に測定可能であるのに対して、消費者への悪影響(富の移転)は、定性的にしか判断されなかった)。両者の比較衡量を極力定量的に行おうとするところにこの基準の眼目があると考えられる。

注3 消費者余剰基準は、 $E + F - C > A + B$  が成立するとき、基準を満たす。

A=合併に伴う市場支配力の行使により消費者から生産者(究極的には株主)に移転する富

B=合併に伴う死重損失

C=合併当事企業が合併以前に得ていた利潤のうち、当該合併に伴う産出量の減少により失われた利潤

E=合併による変動費用の節約分

F=合併による固定費用の節約分

このように 1991 年に、合併ガイドラインである Merger Enforcement Guidelines of Competition Bureau(M E G s)Part5. により採用されていた総余剰基準は、この事件において競争審判所では支持されたが、消費者から生産者への富の移転効果を重視した連邦控訴裁によって否定された<sup>18</sup>。以後、M E G s Part5. の運用は停止されている<sup>19</sup>。当事件の係属中における当事者の効率性の立場の変遷については、表 1 のとおりであり、非常に複雑である。

なお、現在、1986年競争法は、議会で改正に向けた審議が行われており、従来の規定が大きく変わる可能性がある(ただし、ヒアリングによると、改正法案の実質的審議は進展していないとのことであった)。改正法案は、C-248法案と呼ばれるもので、議員立法である。同法案は、第96条について次の2つの重要な改正を提案している。第1は、第96条第1項における「相殺(offset)」の意味の明確化を図るものである。すなわち、合併による効率性は、その利益が低価格という形で顧客にもたらされない限り、競争の実質的減殺効果を「相殺」(第96条第1項)するとはされない旨を明確化すること、すなわち、消費者への均てん要件を明確化することを目的としている。第2は、市場支配的地位を形成・強化するいかなる合併に対しても、効率性の抗弁を否定するというものである。

以上のように、カナダの合併規制、特に効率性の扱いは、現在過渡期にあり、今後の展開が注目される。

---

<sup>18</sup> (the Federal Court of Appeal in the Commissioner of Competition v. Superior Propane Inc. and ICG Propane Inc. 2001 FCA 104.)

<sup>19</sup> なお、M E G s. の原文は、カナダ産業省競争局のHPに掲載されている。

### (3) 審査対象となる効率性(cognizable efficiencies)

#### ア 米国（連邦ガイドライン）

審査の対象となる効率性について、連邦ガイドラインでは、周知のように、合併特有のものであること(merger-specific)、検証可能であること(verifiable)、反競争的な産出・役務の減少により生じたものでないこと(... must not result from an anticompetitive decrease in output or service)が必要とされている。

合併特有とされるためには、当該合併により達成される蓋然性の高い効率性であって、当該合併がなければ達成されるであろう蓋然性に乏しいものであること、当該合併以外の現実的な代替手段によっては達成される見込みの乏しい効率性であることが必要とされる。

次に、検証可能な効率性とは、憶測的(speculative)なもの、あいまいなもの、合理的な方法で検証できないような抽象的な効率性の主張をそれぞれ排除するためのものであり、逆にいえば、合理的な方法で検証できるほどに実質的(substantial)なものでなければならないということである。

また、想定される競争制限効果が大きければ大きいほど、それに応じてより大きな効率性が必要であるとするいわゆるスライディング・スケールアプローチを採用し、市場において独占的地位をもたらす合併が効率性を根拠に容認される見込みに乏しいとする。

効率性を測るタイムスパンについて、連邦ガイドラインでは、審査対象となる効率性が、合併により消費者を害する可能性を打ち消すのに十分なものであるかどうか、例えば、市場における価格の上昇を妨げるものであるかどうか(この「例えば」以下の部分が価格基準の根拠の1つとなっている。)という分析は、短期(over the short term)の分析であることが明示されており(ガイドライン注37参照)、短期的な価格の上昇・下落効果の分析が想定されていると考えられる。

米国において近年、効率性が問題となった事件としては、Heinz 事件が挙げられる。この事件は、合併による複占が問題となったものである(当該合併によってHHIは510上昇する)。被告は、当該合併により、工場の統合が行われ人件費及び工場操業費でかなりのコストが節約されること、バリュー価格戦略とブランド価値の統合により品質、価格の点でより魅力的な商品提供が可能となること、90%のACV(All Commodity Value)<sup>20</sup>を獲得することにより研究開発及び新製品投入競争の基盤となることを挙げ、合併による効率性を

<sup>20</sup> ACVとは、ある特定の商品を取り扱っている店舗の割合を示す指標のことである。

主張した。地裁は、被告の主張を認め、F T Cの主張（競争の活性化が現実には生じる見込みは乏しく、むしろ、複占化による協調行動の懸念があるとの主張）を否定した<sup>21</sup>。これに対し、控訴審では、逆に、F T Cの主張を認め、被告の主張を認めなかった。

#### イ 米国（N A A Gガイドライン）

N A A Gガイドラインには、米国の連邦ガイドラインのように、審査対象となる効率性の要件は定められていない。なお、効率性を測るタイムスパンについて、N A A Gガイドラインは、合併特有の効率性（コスト節約）が、長期にわたって持続され得ることを当事企業が証明しない限り、州司法長官は効率性の主張を拒絶することになると述べていることが注目される。

#### ウ E U

告示（案）では、米国と同様の要件が採用されている。すなわち、合併特有のものであること(merger-specific)、実質的なものであること(substantial)、時宜にかなっていること(timely)、検証可能であること(verifiable)である。また、反競争的な産出の減少に伴うコスト削減を考慮することはないとも述べており、この点も米国と同様である。

以上のほかに、連邦ガイドラインと同様、想定される競争制限効果が大きければ大きいほど、それに応じてより大きな効率性が必要であるとするいわゆるスライディング・スケールアプローチを採用し、市場において独占的地位をもたらす合併が効率性を根拠に容認される見込みに乏しいとする点でも一致している。

効率性を測るタイムスパンについて、告示（案）では、審査対象となる効率性は時宜にかなったものであることが必要とされており、長期の効率性は、時宜にかなったものではないとされる可能性のあること、また、長期の効率性は、そもそも検証可能ではないとされる可能性が短期に比べて大きいと考えられることから、基本的には、短期でみた効率性が想定されていると考えられる。その一方で、当事企業は、合併によって直接生じる効率性実現の十分なインセンティブを持つのみならず、効率性を高める継続的努力を行う十分なインセンティブを持っていることが、効率性の考慮に当たって確認されなければならないとしており、一時的な効率性達成の見込みがあるだけでは、審査対象となる効率性の評価に当たって十分ではないと考えられる。

---

<sup>21</sup> 控訴審では、主張した効率性は全体の一部分に過ぎないこと、効率性が合併特有であるという説明がないこと等により、効率性の主張は認められず、地裁判決は破棄・差し戻された。

## エ カナダ

カナダでも、欧米と同様に、合併特有の効率性であることが法律上必要とされている。また、反競争的な産出量削減によって生じた効率性は考慮しないとする点でも同様である。

## 第2 競争制限効果に関する法律上の概念と経済指標との関係の理論的考察

企業結合が市場に与える影響について経済学的に分析を行う場合、通常は、何らかの経済的指標を用いて、その指標が企業結合によりどのような影響を受けるのかについて分析する手法が採られる。一般に、この指標として最もよく使われるのは、市場価格であろう<sup>22</sup>。今回の分析においても、第2章第2 - 3で企業結合によって市場価格がどのような影響を受けるのかという点に着目して経済学的分析を行う。価格が経済学的分析に頻繁に使用される理由としては、品質のように数値化が困難な指標と異なり、価格データそのものが分析に利用できること、また、以下で考察するとおり、価格動向が市場における競争状況を表すと考えられていることによるものといえる。以下では、第1で整理した法律上の概念と「価格」がどのような関係にあると整理されているのかについて法律上の概念が経済学的な視点により整理されているといわれる米国水平合併ガイドライン上の考え方を中心に簡単に考察する。

### (1) 米国水平合併ガイドライン上の競争制限効果の概念と価格の関係

第1「主要諸国による競争法上の考え方」でみたとおり、米国水平合併ガイドライン第0章では、ガイドラインを貫く基本理念として、「市場支配力を形成し若しくは強化する合併又は市場支配力の行使を容易にする合併は許容されてはならない」との考え方が示されている。ここでいう市場支配力とは、「市場が競争的であれば実現したであろう水準を超える水準の価格を一定期間維持できる能力」とされ、市場支配力が発揮される具体的ケースとして、独占のケース、寡占的協調のケース、単独行為によるケースが挙げられている。

米国水平合併ガイドラインでいう「市場支配力」、つまり「市場が競争的であれば実現したであろう水準を超える水準の価格を一定期間維持できる能力」が合併により高まり、実際にその「能力」が行使されれば、合併後、価格が「競争的水準」を超える程度が高まることとなる。この場合、合併後の価格は、「合併がなければ実現したであろう水準」以上となる。

このように、米国水平合併ガイドライン上、合併がなければ実現したであろう水準を基準に考えて、少なくとも合併後に実際の価格がそれよりも上昇していれば、市場支配力が高まっており、そのような合併は「許容されてはならない」とされると考えられる。ただし、合併後の価格が、合併がなければ実現したである

---

<sup>22</sup> 価格以外に、企業結合が市場に与える影響を表す指標として考えられるものとしては、例えば総余剰、消費者余剰等の経済的余剰が挙げられる。総余剰の増減を価値尺度として用いることは、消費者から生産者への富の移転が生じることを許容する立場であるが、第1でみたとおり、各国の競争法において、そのような考え方は採られていない。なお、消費者余剰の増減を価値尺度とする考え方は、合併前の価格水準そのものを基準とした価格の騰落状況を価値尺度とする立場と一致する。



う水準以上とならなくても、市場支配力が高まっているケースがあり得る。具体的には、市場支配力が高まって、それが行使されないケースである。

なお、この「合併がなければ実現したであろう水準」とは、「合併前と同じ競争状態が合併後も維持されたと仮定して、合併後のコストや需要の変動により決定される水準」という意味であり、「単純な合併前の価格そのもの」ではない点に注意が必要である。

## (2) 米国水平合併ガイドライン上の効率性と競争制限効果・価格の関係

効率性と競争制限効果の関係について、米国水平合併ガイドライン第4章「効率性」の部分では、「合併により生じる効率性は、非能率的な2競争者を能率的な1競争者にすることによって、競争を促進することができる」とされ、具体的には、「相互的協調行為との関連において、限界費用の低減は、一匹狼的企業の価格引下げインセンティブの向上又は新たな一匹狼的企業を創出させることによって、調整行為を行いにくくしたり、弱めたりする」、「単独行為による影響との関係では、限界費用の低減は、合併企業の価格引上げインセンティブを弱める」とされている。

このように、合併による効率性との関係で競争制限効果をとらえる場合においても、価格引上げ（引下げ）インセンティブの変化という形で合併の影響が考慮されており、そのようなインセンティブの変化の結果、価格が「合併がなければ実現したであろう水準」よりも上昇するか、下落するかという点に関心が置かれているものと考えられる<sup>23</sup>。

## (3) 日本のケース

以上の考察から、米国ガイドライン上の競争制限効果の概念と、「合併がなければ実現したであろう価格」をメルクマールとする考え方との間には、一定の整合性があると考えられる。一方、日本の独占禁止法上、「競争を実質的に制限することとなる」合併が禁止されているところ、日本の企業結合ガイドライン第3 - 1 (1) イでは、東京高等裁判所の判決を引用して、「競争を実質的に制限する」と

---

<sup>23</sup> 現実妥当性は別として、理論的には、合併による効率性の程度が相当大きく、また、効率性がライバル企業にも均てんするような場合には、合併により協調的行為が容易となるなど、競争が減退したとしても、合併後において、実際の価格が「合併がなく、効率性の達成も競争減退もなければ実現したであろう水準」を下回ることがあり得る。このようなケースでは、価格下落の利益を消費者も享受していることから、たとえ競争が制限されたとしても構わないのではないかという議論も考えられるが、この点については、協調的行為等により競争が減退するということは、各企業の競争意識の低落により、コスト改善や品質改善などのインセンティブを失わせることとなり、いわゆる×非効率の問題を生じさせることから、価格下落による一時的な消費者余剰や総余剰の改善があっても、中長期的観点に立てば、そのような合併は認められないと考えられる。

は「競争自体が減少して、特定の事業者又は事業者集団がその意思で、ある程度自由に、価格、品質、数量、その他各般の条件を左右することによって、市場を支配することができる状態をもたらすことをいう」とされている。また、日本の企業結合ガイドライン第3 - 2(3)ウでは、「効率性の改善が競争を促進する方向に作用すると認められる場合（例えば、下位企業が合併によりコスト競争力、資金調達力、原材料調達力などを高め、それが製品価格の引下げや品質の向上などにつながり、上位企業との競争が促進されると認められる場合）に、これを考慮する」とされている。

このように、日本のガイドライン上でも、価格が1つの判断要素となっていることから、本分析ではデータの取扱い上の容易性等も勘案して、価格動向に着目した分析を行うこととする。

なお、合併により、例えば、大企業が自社にない優れた技術を持った企業を買収するなどにより、商品の品質が向上したり、新しい商品・機能が開発され、それにより市場における競争が促進されることも考えられる。品質の向上や商品の多様化という側面も合併の効率性という観点から重要と考えられるが、今回の分析では、品質や商品バラエティーではなく、主として価格を手段として競争が行われている商品を対象として分析を実施する。

## 第2章 分析結果

### 第1 全体分析（主要結合事例における効率性達成状況に関する分析）

#### 0 はじめに

企業結合による効率性を図る手法としては、米国では合併後の株価の推移をみる方法もみられるが、ここでは、上場企業同士の主要な合併事例を対象に、企業の財務データ<sup>24</sup>を用いて統計学的な分析を行う。今回の分析は1980年から1999年までの上場企業同士の合併を対象を絞ったものであり、分析結果はそれらの事例についてのものであって、すべての合併事例に当てはまるものではない。

合併前の数値として何を採るべきか、また、合併何年後までをみるべきかについては議論の余地があるが、今回の分析では、合併前のデータとして合併前3年間の中央値を、また合併後のデータとして合併1年後から5年後までの数値を用いて、合併後の数値が合併前と比較して有意に改善しているかどうかを分析する<sup>25</sup>。

#### 1 分析対象事例の選定

企業結合により、実際に企業結合を行った企業の効率性が向上しているかどうかを計量的に把握するため、企業結合のうち合併を対象として、合併後に合併企業の財務指標が、ライバル企業との相対的な比較において改善しているかどうかについて検定を行う。

分析の対象とする合併については、企業の財務データを用いて分析を行うことから合併当事者が上場している事例である必要があり、また、市場に一定の影響を与える規模の合併とするとの観点から、1980年1月から1999年12月までの20年間に、公正取引委員会に届出のあった金融機関以外の合併のうち、「合併当事者すべての合併前の総資産が100億円以上かつ合併後の総資産が300億円以上」、「上場企業同士の合併」という条件に該当する事例を選定した。この条件に合致する合併は47事例あるが、分析指標を計算する際の問題等から、垂直合併11事例<sup>26</sup>と合併後に合併した事業を分社化した1事例<sup>27</sup>を除外し、水平合併及

<sup>24</sup> 財務データは様々な要因から影響を受け、特に企業が多角化している場合には、個々の品目における競争状況が企業の財務状況に与える影響について特定することが困難となるといった制約がある。

<sup>25</sup> 合併前の数値として何を採るか（合併前何年間をみるべきか、合併前の特定年を取るべきか、合併前の一定期間の中央値/平均値を取るべきか等）については、様々なバリエーションが考えられる。また、今回の分析では、合併5年後までの数値を用いて分析を行うが、合併後に合併の効果が表れるまでにどの程度の期間をみるべきかについても、議論のあるところである。ただし、合併後相当の期間が経過している場合、企業の効率性の変化と合併との因果関係を特定することが困難となってくると考えられる。

<sup>26</sup> 垂直合併を除外する理由については、P27を参照。

<sup>27</sup> 1999年に三菱化学と東京田辺製薬が合併し、医療事業を分社化して、三菱東京製薬が設立されているが、合併前と合併後で企業の連続性がないことから、財務分析を行うことが不適当であるため、当該合併は分析

び混合合併に限定した35事例を対象に分析を行った。

また、分析対象35事例には水平合併と混合合併が含まれるが、水平合併の方が効率性の改善・悪化に与える影響が大きいと考えられることから、水平合併のみ(ただし、関係会社間の水平合併を除く。)を抽出した分析も行い、さらに、規模の近い企業同士の合併の方が効率性に与える影響が大きいとも考えられることから、水平合併事例の中から、合併当事者の合併前の売上高比が4倍以内の合併事例を抽出した分析も行った。

(分析対象事例の類型分け及び各類型に分類される具体的事例については、表2・3参照。)

表2：分析対象事例の分類

	類 型	事例数
	全事例(水平合併及び混合合併)	35
	水平合併のみ(関係会社間の合併を除く)	20
	の水平合併のうち、合併当事者の売上高比が4倍以内の合併	17

---

対象から除外した。

表3：分析対象合併事例

	合併年	存続会社 (譲受会社)	解散会社 (譲渡会社)	類型	類型	類型		合併年	存続会社 (譲受会社)	解散会社 (譲渡会社)	類型	類型	類型
1	1982.7	トヨタ自動車	トヨタ自動車販売				25	1994.10	住友セメント	大阪セメント			
2	1982.10	住友重機械工業	日特金属工業				26	1994.10	三菱化成	三菱油化			
3	1983.4	本州製紙	福岡製紙				27	1995.3	日立製作所	日立家電			
4	1983.4	横河電機製作所	北辰電機製作所				28	1996.10	新王子製紙	本州製紙			
5	1983.10	京セラ	ヤシカ				29	1997.10	三井石油化学工業	三井東圧化学			
6	1986.4	大協石油	丸善石油				30	1998.4	吉富製薬	ミドリ十字			
7	1986.4	ミネベア	かねもり				31	1998.10	南海電気鉄道	大阪スタジアム興業			
8	1986.12	三洋電機	東京三洋電機				32	1998.10	秩父小野田	日本セメント			
9	1988.4	松下電器産業	松下電器貿易				33	1998.10	住友金属工業	住友シチックス			
10	1989.4	王子製紙	東洋パルプ				34	1998.10	トヨタ自動車	東京トヨタ自動車			
11	1989.6	山下新日本汽船	ジャパンライン				35	1998.10	日本郵船	昭和海運			
12	1990.12	三菱金属	三菱鉱業セメント				36	1998.10	富士通	富士通東和エレクトロニクス			
13	1992.1	旭化成工業	東洋醸造				37	1998.10	三菱レイヨン	日東化学工業			
14	1992.1	東海カーボン	東洋カーボン				38	1999.4	レンゴー	セッツ			
15	1992.12	オーエスジ-	オーエスジ-販売				39	1999.4	大阪商船三井船舶	ナビックスライン			
16	1992.10	住友金属工業	日本ステンレス				40	1999.4	日本石油	三菱石油			
17	1992.10	阪神電気鉄道	阪神不動産				41	1999.10	厚木ナイロン工業	厚木ナイロン商事			
18	1993.3	ダイエー	日本ドリーム観光				42	1999.10	高崎製紙	三興製紙			
19	1993.4	十條製紙	山陽国策パルプ				43	1999.10	日本軽金属	東洋アルミニウム			
20	1993.10	王子製紙	神崎製紙				44	1999.10	富士重工業	中央スバル自動車			
21	1994.3	ダイエー	忠実屋				45	1999.10	三菱化学	東京田辺製薬			
22			ユニードダイエー				46	2000.4	アマダソノイケ	アマダワシノ			
23	1994.10	小野田セメント	秩父セメント				47	2000.4	黒崎窯業	ハリマセラミック			
24	1994.10	東京電気	テック電子				事例数合計				35	20	17

## 2 具体的な分析方法

### (1) 統計的手法を用いた分析

#### ア 分析対象とする財務指標

以下の14個の指標<sup>28</sup>について分析を行う。

- コスト指標： 売上高製造原価比率<sup>29</sup>， 売上高原材料費比率， 売上高  
労務費比率， 売上高販売管理費比率， 売上高人件費比率  
利益率指標： 売上高営業利益率， 売上高経常利益率， 自己資本利益  
率， 自己資本経常利益率， 総資産利益率  
生産性指標： 労働生産性， 資本生産性  
その他： 売上高対前年度比成長率， 従業員1人当たり売上高

(参考) 各指標の計算式

- 売上高製造原価比率 = 製造原価 / 売上高  
(製造原価 = 原材料費 + 労務費 + 製造経費 + 仕掛品棚卸調整)  
売上高原材料費比率 = 原材料費 / 売上高  
売上高労務費比率 = 労務費 / 売上高  
売上高販売管理費比率 = 販売管理費 / 売上高  
売上高人件費比率 = 人件費 / 売上高 (人件費 = (製造原価の中の労務費) +  
(販売管理費の中の給料手当, 福利厚生費, 役員報酬など))  
売上高営業利益率 = 営業利益 / 売上高  
売上高経常利益率 = 経常利益 / 売上高  
自己資本利益率 = 当期純利益 / 自己資本 (自己資本は期首値と期末値の平均)  
自己資本経常利益率 = 経常利益 / 自己資本 (自己資本は期首値と期末値の平均)  
総資産利益率 = (経常利益 + 支払利息割引料 + 社債利息 + 社債発行差金償却) / 総資産  
(総資産は期首値と期末値の平均)  
労働生産性 = 付加価値額 / 従業員数 (従業員数は期首値と期末値の平均)  
(付加価値額 = 人件費 + 賃借料 + 金融費用 + 租税公課 + 法人税等 + 当期純利益 + 減価償却費)  
資本生産性 = 付加価値額 / 有形固定資産  
(有形固定資産は期首値と期末値の平均)  
売上高対前年度比成長率 = 当期売上高 / 前期売上高  
従業員一人当たり売上高 = 売上高 / 従業員数 (従業員数は期首値と期末値の平均)

#### イ 分析指標の算出方法

##### (ア) ライバル企業の選定方法

今回の分析では、合併企業の財務指標が、ライバル企業の財務指標との相対的な比較において、合併後に合併前よりも改善しているかどうかを検証す

<sup>28</sup> 各指標の計算に当たり、自己資本、総資産、従業員数、有形固定資産等のストック概念については、期首値と期末値の平均値を用いた。

<sup>29</sup> 製造原価及びその構成要素である原材料費及び労務費は、製造業のみ当該費目が存在するため、売上高製造原価比率、売上高原材料費比率及び売上高労務費比率については、製造業に限定した分析である。

る。ライバル企業は、基本的には、合併当事者を品目ごとの売上高構成比率等から日本標準産業分類上の業種区分に分類し、当該業種区分に属する合併当事者を除く主要企業（5～20社程度）をライバル企業群として選定した。ただし、当該合併企業が「その他の」に区分されるなど、複数のライバル社を特定することが不適当な場合には、合併当事者と売上高、総資産額、取扱品目等の点で類似している企業を1企業選定し、その企業をライバル企業とした。

#### (イ) 合併企業の指標の計算方法

合併企業の合併前の各指標の数値は、合併当事者が合併前から1つの事業体であったと仮定した場合の数値（複数の合併当事者の数値の加重平均値）を用いた<sup>30</sup>。例えばコスト指標については、以下の式で計算される。

$$\frac{C^a + C^b}{S^a + S^b}$$

（ $S^a$ ：合併当事者a社の売上高、 $S^b$ ：合併当事者b社の売上高、 $C^a$ ：合併当事者a社のコスト、 $C^b$ ：合併当事者b社のコスト）

なお、上式は個々の合併当事者の指標を売上高で加重した平均値となっているところ、垂直的合併の場合には、合併前に川下事業者は川上事業者から商品を仕入れて販売していたことから、上式で指標を算出した場合、川下事業者の加重が過大となり、川上事業者の加重が過小となる。また、今回の分析対象の条件に該当する垂直合併（表3で類型に該当しない合併事例）の多くは、メーカーと系列販社との合併であり、合併により市場に与える影響も小さいと考えられることから、今回の分析では、垂直合併は分析対象から一律に除外した。

#### (ウ) ライバル企業の指標の計算方法

ライバル企業（群）の指標は、例えばコスト指標では、以下の式で計算される。

$$\frac{\sum C_i^r}{\sum S_i^r} \quad (S_i^r : i \text{ 番目のライバル企業の売上高}, C_i^r : i \text{ 番目のライバル企業のコスト})$$

<sup>30</sup> 今回の分析では、合併当事者双方が上場しているケースに分析対象を限定することにより、合併当事者のうち存続企業のみならず消滅企業の経営指標も加味した形で分析を行う。従来の我が国における類似の研究は、把握している限りすべて、消滅企業を無視して存続企業にのみ着目した分析となっている。一般に、消滅企業は合併企業と比較して財務状況が悪いことが多いと考えられるため、存続企業にのみ着目した分析の場合、合併により消滅企業の財務状況に引きずられ、合併後の指標が合併前の指標よりも悪化する効果をとることができないという問題点がある。このため、今回、消滅企業にも着目して分析することとした。

水平合併の場合は、複数の合併当事者のライバル企業（群）は同一となるため、上式がそのまま使用できるが、混合合併の場合は、合併当事者ごとにライバル企業（群）が異なることから、複数のライバル企業（群）の数値について、それらライバル企業（群）が1つの事業体であったと仮定した場合の数値（合併企業の規模による加重平均値）を用いた。例えばコストについて、ライバル企業が複数の場合の指標は、以下の式で計算される。

$$\frac{\sum C_i^{ra} \cdot S^a}{\sum S_i^{ra} \cdot S^a + S^b} + \frac{\sum C_i^{rb} \cdot S^b}{\sum S_i^{rb} \cdot S^a + S^b}$$

（ $S^a$ ：合併当事者a社の売上高， $S^b$ ：合併当事者b社の売上高， $S_i^{ra}$ ：合併当事者a社のi番目のライバル企業の売上高， $C_i^{ra}$ ：合併当事者a社のi番目のライバル会社のコスト， $S_i^{rb}$ ：合併当事者b社のi番目のライバル企業の売上高， $C_i^{rb}$ ：合併当事者b社のi番目のライバル会社のコスト）

#### (エ) 相対的指標の計算方法

合併企業の財務データは、合併企業固有の要因のほかに、合併企業の属する産業や合併が行われた時代に固有の要因の影響も受けるものと考えられる。本分析では、これらの産業特性や時代特性等からの影響を除去するために、合併企業の財務データからライバル企業の財務データを減じた値<sup>31</sup>を「相対的指標」と定義し、この相対的指標が合併前と比較して合併後に改善しているかについて分析を行う<sup>32</sup>。相対的指標は、以下の式で表される。

$$\begin{aligned} \text{「t年の相対的指標」} &= \\ &\text{「t年の合併企業の指標」} - \text{「t年のライバル企業の指標」} \end{aligned}$$

なお、相対的指標を使って分析する場合、たとえ合併の時期を境に合併企業が財務指標を改善させていても、ライバル企業がそれ以上に指標を改善させていれば、相対的指標でみた合併企業の財務状況は悪化していることとなる。このため、個々の企業ごとの状況とここで分析を行う相対的指標の動きは、必ずしも一致するものではないという点に注意が必要である。

<sup>31</sup> 相対的指標を導出する場合、上のように合併企業の指標からライバル企業の指標を「減じる」方法と、合併企業の指標をライバル企業の指標で「除する」方法が考えられる。利益率指標はマイナスの値を取ることがあり、その場合には合併企業の指標をライバル企業の指標で除すことは適当ではない。このため、ここでは、合併企業の指標からライバル企業の指標を減じることにより相対的指標を計算した。

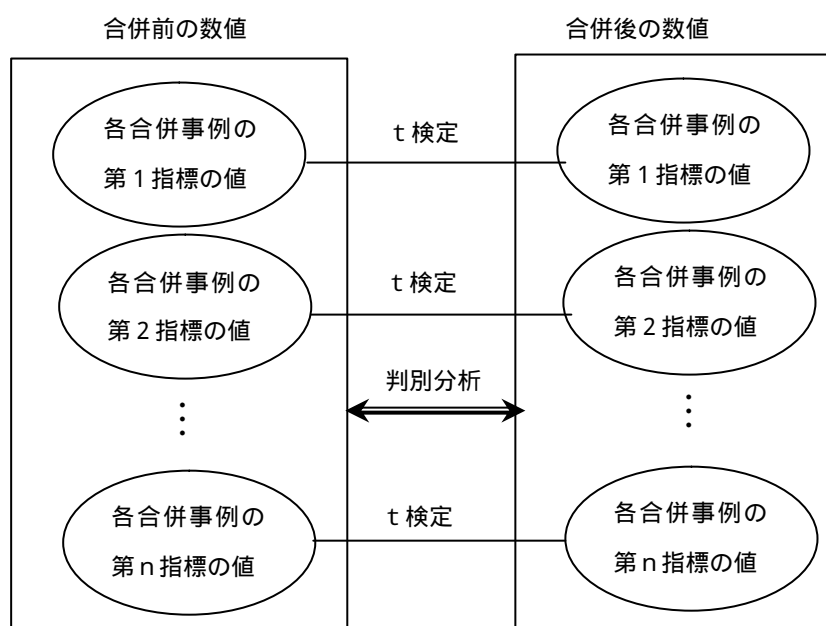
<sup>32</sup> 価格の変動は、合併企業及びライバル企業に等しく影響を及ぼすことから、「合併企業の属する産業」に固有の要因となり、相対的指標には、合併による価格変動の影響は表れない点に注意が必要である。



## ウ 検定方法

イ(エ)で算定した相対的指標が、合併前と比較して合併後に改善しているかどうかを統計的に検定するために、今回の分析では、単一変量分析（t検定）の方法を用いた。また、参考として、多変量解析（判別分析）の方法を用いて判別精度の分析も行った。

図1：単変量分析（t検定）と多変量解析（判別分析）の概要



各合併事例について、合併前3年間における相対的指標の中央値が、合併1年後から5年後までの各年との比較において有意に変化しているかどうかを検定した。また、合併前3年間の中央値と比較して合併後の相対的指標が改善している企業の割合についても計算した。

## エ 利益率指標の解釈についての留意点

企業の利益は「総収入 - 総費用」で表されるが、売上高ベースの利益率は、利益を売上高（総収入）で除したものであり、「 $1 - (\text{費用} / \text{売上高})$ 」で表される。この「費用 / 売上高」は、売上高コスト比率であるから、この値が大きくなれば（売上高コスト比率が悪化すれば）、売上高ベースの利益率は低下し、この値が小さくなれば（売上高コスト比率が改善すれば）、売上高ベースの利益率は上昇する。したがって、売上高ベースの利益率の相対的指標（合併企業の指標からライバル企業の指標を引いた指標）の推移をみることにより、売上高コスト比率の改善状況に関する評価の一助とする。

(2) アンケート調査

統計的手法を用いた財務データの分析結果から得られる合併企業の効率性の達成状況について、合併の背景・目的や効率性の達成状況等についての合併当事者の一般的な意識と照らし合わせて分析するために、分析対象事例のうち、1990年以降の水平合併16事例における合併当事者に対してアンケート調査を実施した。また、ライバル企業に対し、当該合併から受けるメリットについて、合併企業が達成した効率性の均てんの有無等も含めてアンケート調査を実施した。

アンケート調査対象

・ 合併当事者

財務分析の対象とした水平合併20事例のうち、1990年以降に水平合併を行った13社（16事例，7製品分野）に対して、合併の背景・目的、合理化の状況、利益動向等に関するアンケート調査を実施した（表4，回収率76.9%）。

表4：アンケート調査対象企業（合併当事者）

製品分野	合併当事者送付先	合併等
炭素製品	東海カーボン株式会社	東海カーボン = 東洋カーボン
普通紙	株式会社日本ユニパックホールディング (日本製紙株式会社)	十條製紙 = 山陽国策パルプ
	王子製紙株式会社	王子製紙 = 神崎製紙 新王子製紙 = 本州製紙
セメント	太平洋セメント株式会社	小野田セメント = 秩父セメント 秩父小野田 = 日本セメント
	住友大阪セメント株式会社	住友セメント = 大阪セメント
	宇部三菱セメント株式会社	宇部興産 = 三菱マテリアル
化学製品	三菱化学株式会社	三菱化成 = 三菱油化
	三井化学株式会社	三井石油化学 = 三井東圧化学
医薬品	三菱ウェルファーマ株式会社	吉富製薬 = ミドリ十字 三菱化学 = 東京田辺製薬
板紙	レンゴー株式会社	レンゴー = セッツ
	王子板紙株式会社	高崎製紙 = 三興製紙
	日本板紙株式会社	十條板紙 = 日本紙業
耐火物	黒崎播磨株式会社	黒崎窯業 = ハリマセラミック

- ・ ライバル企業  
P50 参照。

### 3 分析結果

#### (1) 統計的手法を用いた分析（t検定）

ア コスト指標（売上高製造原価比率，売上高原材料費比率，売上高労務費比率，売上高販売管理費比率，売上高人件費比率）

##### (ア) 類型（全事例）

###### <統計的有意性>

売上高労務費比率について，合併2年後及び合併5年後の数値が，合併前の数値と比較して10%有意水準で悪化した。また，売上高販売管理費比率について，合併3年後の数値が，合併前の数値と比較して10%有意水準で悪化した。

###### <指標が下落した企業の割合>

ほぼすべてのコスト指標で，合併後ほぼすべての時点において，合併前と比較して指標が下落した企業は半数以下であり，合併後期間が経過するにつれ，指標が下落した企業の割合はおおむね減少する傾向にある（図2～6）。

##### (イ) 類型（水平合併のみ）

###### <統計的有意性>

統計的に有意な結果が得られたものはなかった。

###### <指標が下落した企業の割合>

売上高製造原価比率及び売上高人件費比率については，合併5年後を除き，合併前と比較して指標が下落した企業が半数を上回った（図2・6）。

一方，売上高労務費比率及び売上高販売管理費比率については，合併後ほぼすべての時点において，合併前と比較して指標が下落した企業が半数以下であった（図4・5）。

##### (ウ) 類型（水平合併かつ売上高比4倍以内）

###### <統計的有意性>

売上高人件費比率について，合併3年後の数値が，合併前の数値と比較して10%有意水準で改善した。

###### <指標が下落した企業の割合>

売上高人件費比率については，合併後すべての時点において，合併前と比較して指標が下落した企業が半数を上回った（図6）。また，売上高製造原価比率及び売上高原材料費比率については，合併5年後を除き，合併前と比

較して指標が下落した企業が半数を上回った（図 2・3）。

一方、売上高労務費比率及び売上高販売管理費比率については、合併 1 年後を除き、合併前と比較して指標が下落した企業が半数を下回った（図 4・5）。

#### （工）コスト指標全体の評価

各指標・各類型ごとの t 検定結果をみると、相対的指標の悪化・改善について統計的な有意性が認められた分析は一部に限られており、今回の分析結果をもって、複数の事例を全体としてみて合併の時期を境にコスト指標が改善あるいは悪化しているとはいえない<sup>33</sup>。

統計的有意性とは別に、全体的なコスト指標の下落状況を見るために、合併後指標が下落した企業の割合に着目すると、類型 A では、いずれのコスト指標についても合併後下落している企業の割合が低く、合併後期間が経過するにつれてその割合が低下する傾向にある。類型 B では、売上高製造原価比率及び売上高人件費比率において、合併後下落する企業の割合が高くなり、更に類型 C では、売上高製造原価比率、売上高人件費比率に加えて売上高原材料費比率において、合併後下落する企業の割合が高くなった。他方、売上高販売管理費比率については、いずれの類型においても、合併後指標が上昇する企業の割合が高く、各類型間で特徴的な差異はみられない。

また、売上販売管理費比率を除くすべての指標について、合併後ほぼすべての時点において、合併前と比較して指標が下落した企業の割合は、類型 A より類型 B の方が高く、類型 B より類型 C の方が高くなる傾向がみられる。つまり、混合合併よりも水平合併の方が、また、水平合併の中でも規模の近い企業同士の合併の方が、合併後コストが下落した企業の割合が高くなる傾向がある。ただし、いずれにしる、これらのコスト指標の下落状況は統計的に有意ではない。

---

<sup>33</sup> P45 の「（参考）シェアの変動状況に関する分析」でみるとおり、ライバル企業との対比で、合併後合併企業の売上高は減少し合併企業はシェアを減少させる傾向にあり、合併によるコスト改善があっても、それ以上に売上高が減少している場合には、売上高ベースのコスト指標は悪化することとなる。

図2：合併後コストが下落した企業の割合の推移  
(売上高製造原価比率)

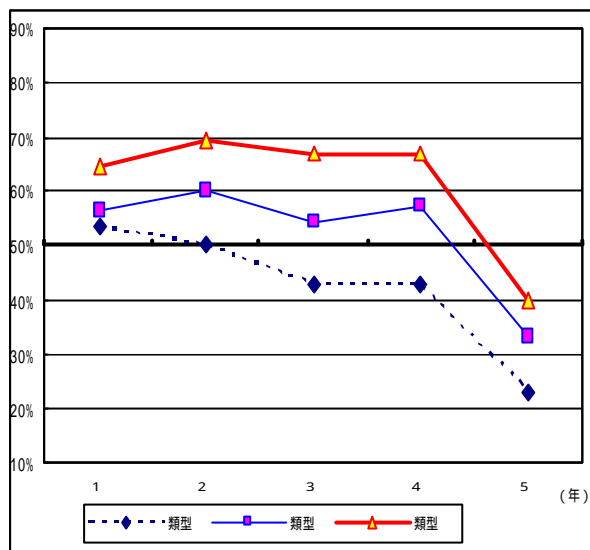
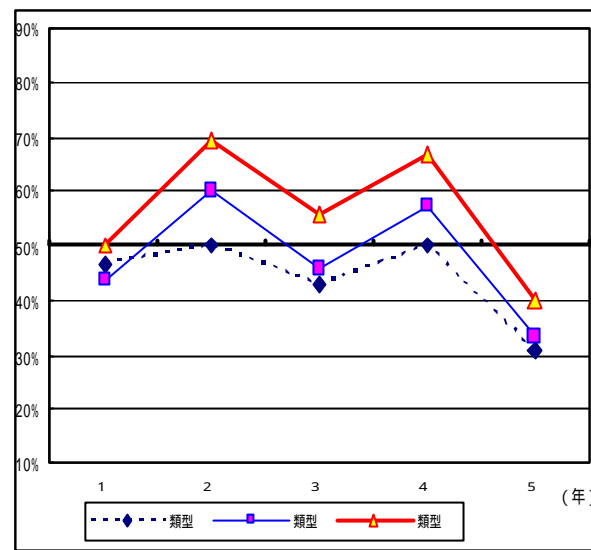


図3：合併後コストが下落した企業の割合の推移  
(売上高原材料費比率)



注 図中の横軸は,1:合併1年後,2:合併2年後,3:合併3年後,4:合併4年後,5:合併5年後を表している。以下の図においても同様である。

図4：合併後コストが下落した企業の割合の推移  
(売上高労務費比率)

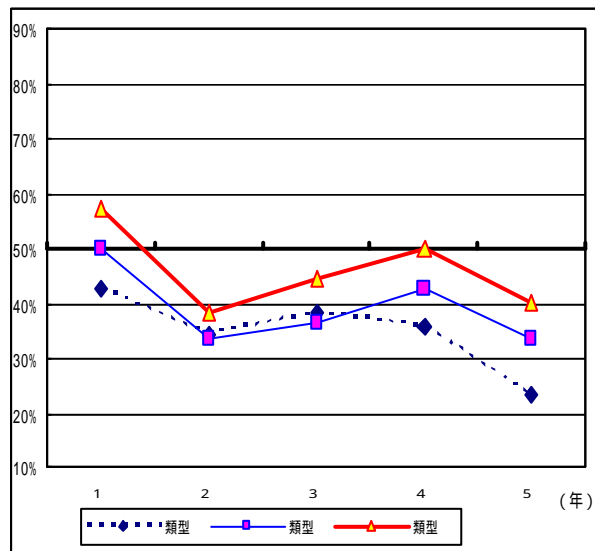


図5：合併後コストが下落した企業の割合の推移  
(売上高販売管理費比率)

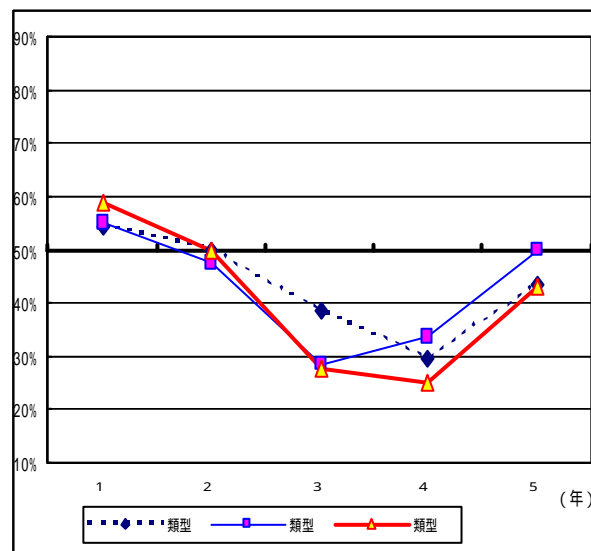
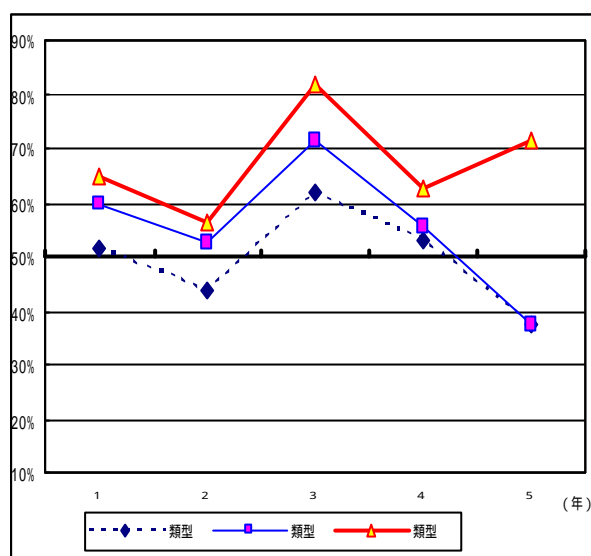


図6：合併後コストが下落した企業の割合の推移  
(売上高人件費比率)



イ 利益率指標（売上高営業利益率，売上高経常利益率，自己資本利益率，自己資本経常利益率，総資産利益率）

(ア) 類型（全事例）

<統計的有意性>

統計的に有意な結果が得られたものはなかった。

<指標が上昇した企業の割合>

自己資本利益率については，合併3年後を除き，合併前と比較して指標が上昇した企業は半数を上回った（図9）

一方，それ以外の利益率指標については，合併後ほぼすべての時点において，合併前と比較して指標が上昇した企業は半数を下回った（図7・8・10・11）。

(イ) 類型（水平合併のみ）

<統計的有意性>

統計的に有意な結果が得られたものはなかった。

<指標が上昇した企業の割合>

自己資本利益率については，合併後すべての時点において，合併前と比較して指標が上昇した企業が半数を上回った（図9）

一方，売上高営業利益率及び売上高経常利益率については，合併後ほぼすべての時点において，合併前と比較して指標が上昇した企業が半数を下回っ

た（図7・8）

(ウ) 類型（水平合併かつ売上高比4倍以内）

<統計的有意性>

統計的に有意な結果が得られたものはなかった。

<指標が上昇した企業の割合>

自己資本利益率については、合併後すべての時点において、合併前と比較して指標が上昇した企業が半数以上となった（図9）。また、総資産利益率については、合併3年後に落ち込みがみられるものの、それ以外の時点において、合併後上昇した企業の割合が半数以上となった（図11）。

一方、売上高営業利益率及び売上高経常利益率については、合併後ほぼすべての時点において、合併前と比較して指標が上昇した企業が半数を下回った（図7・8）。

(エ) 利益率指標全体の評価

各指標・各類型ごとのt検定結果をみると、相対的指標の悪化・改善について統計的な有意性が認められた分析はなく、今回の分析結果をもって、複数の事例を全体としてみて合併の時期を境に利益率指標が改善あるいは悪化しているとはいえない。

統計的有意性とは別に、全体的な利益率指標の上昇状況を見るために、合併後指標が上昇した企業の割合に着目すると、売上高営業利益率、売上高経常利益率及び自己資本経常利益率については、合併後指標が下落した企業の割合が高く、また、合併後時間が経過するにつれ、その企業の割合が増加する傾向がみられた。売上高ベースの利益率が合併後下落した企業が多いことから、売上高コスト比率を上昇させた企業が多いものと考えられる<sup>34</sup>。

一方、自己資本利益率については、合併後上昇した企業が多く、また、総資産利益率についても、類型 及び類型 において、合併後、どちらかというと上昇した企業が多くなっている。

なお、自己資本利益率及び総資産利益率については、混合合併よりも水平合併の方が、合併後、指標が上昇した企業の割合が高く、また、総資産利益率については、水平合併の中でも規模の近い企業同士の合併の方が、合併後、指標が上昇した企業の割合が高くなっている。それ以外の利益率指標については、この点について、特に顕著な傾向はみられなかった。

<sup>34</sup> 売上高コスト比率と売上高利益率との関係は、第1-2(1)エ(P29)を参照。

図 7：合併後利益率が上昇した企業の割合の推移  
(売上高営業利益率)

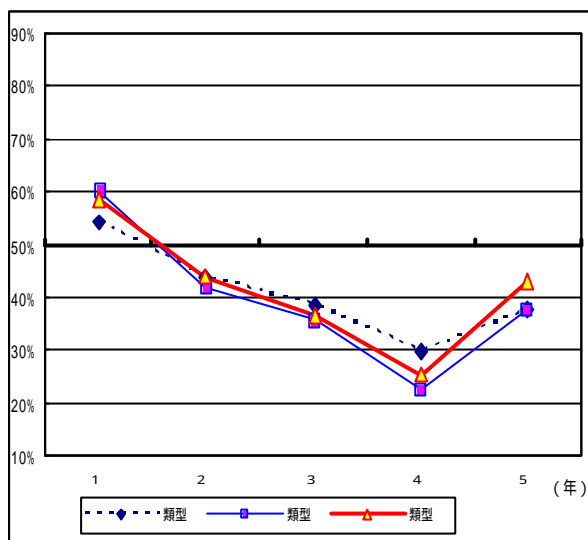


図 8：合併後利益率が上昇した企業の割合の推移  
(売上高経常利益率)

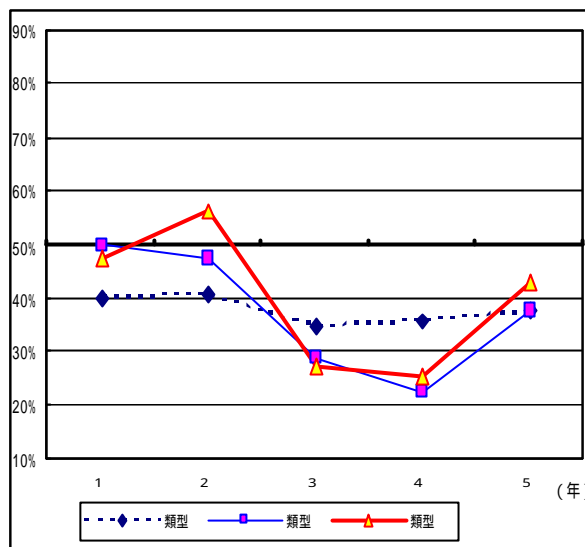


図 9：合併後利益率が上昇した企業の割合の推移  
(自己資本利益率)

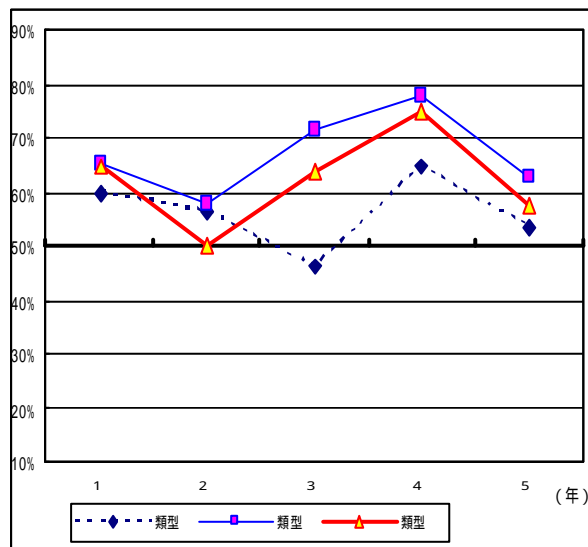


図 10：合併後利益率が上昇した企業の割合の推移  
(自己資本経常利益率)

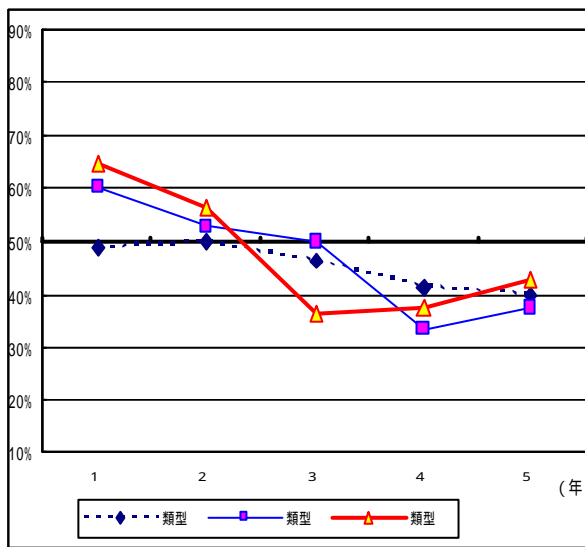
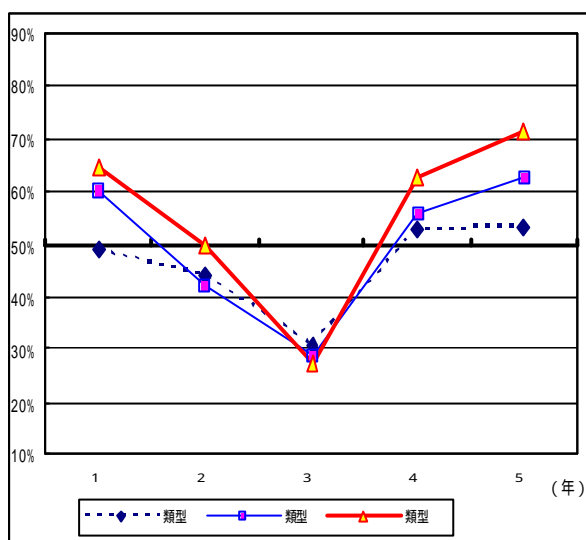




図 1 1 : 合併後利益率が上昇した企業の割合の推移  
(総資産利益率)



#### ウ 生産性指標 (労働生産性, 資本生産性)

##### <統計的有意性>

統計的に有意な結果が得られたものはなかった。

##### <指標が上昇した企業の割合>

労働生産性については、合併後すべての時点において、合併前と比較して指標が上昇した企業が半数を上回った(図12)。また、合併後指標が上昇した企業の割合は、類型1よりも類型2や類型3の方がおおむね高い。

資本生産性については、いずれの類型についても、合併1・2年後では、合併前と比較して指標が上昇した企業の割合が40%程度で推移しているが、その後その割合は上昇し、類型2や類型3では、合併5年後には上昇した企業の割合が半数を超えている(図13)。また、労働生産性の場合と同様、合併後指標が上昇した企業の割合は、類型1よりも類型2や類型3の方がおおむね高い。

図 1 2 : 合併後指標が上昇した企業の割合の推移  
(労働生産性)

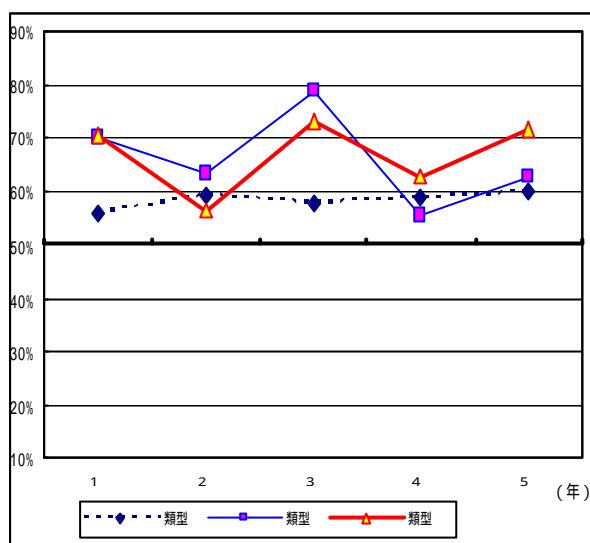
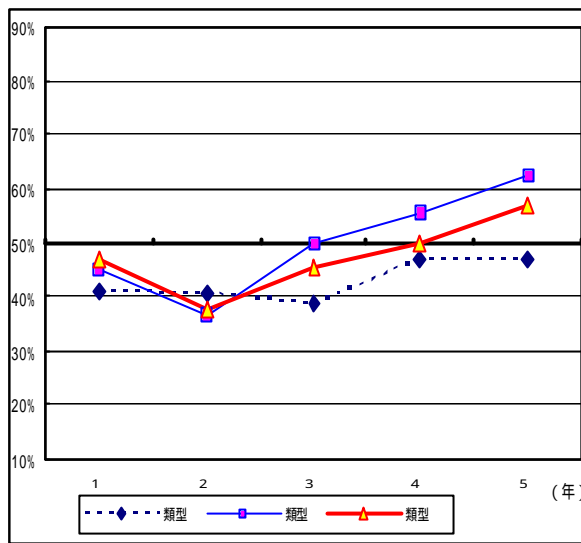


図 1 3 : 合併後指標が上昇した企業の割合の推移  
(資本生産性)



## エ その他の指標 (売上高対前年度比成長率, 従業員 1 人当たり売上高)

### < 統計的有意性 >

各類型ともに, 売上高対前年度比成長率について, 合併 1 年後の数値が合併前の数値と比較して有意に改善し (対前年度比成長率が高まり), 合併 2 年後の数値が合併前の数値と比較して有意に悪化した (対前年度比成長率が低下した。)

### < 指標が上昇した企業の割合 >

各類型ともに, 売上高対前年度比成長率について, 合併前と比較して指標が上昇した企業の割合は, 合併後の比較年によって大きく変動している (図 1 4)。特に, 合併 1 年後に指標が上昇した企業の割合が 80% 超と高い。この点については, 合併年における売上高が低位にとどまるためと考えられる。参考までに, 合併年における売上高対前年度比成長率を合併前の数値と比較すると, 数値が上昇した企業の割合は, 各類型ともに 20% 程度と低位にとどまっており, 合併年の売上高が落ち込む傾向にあることが分かる。

従業員 1 人当たり売上高については, 合併後各年において, 上昇した企業の割合はおおむね半数程度で推移している (図 1 5)。また, 合併前と比較して指標が上昇した企業の割合は, 類型 より類型の方が高く, 類型 より類型の方が高くなる傾向がみられる。

図 1 4：合併後指標が上昇した企業の割合の推移  
(売上高対前年度比成長率)

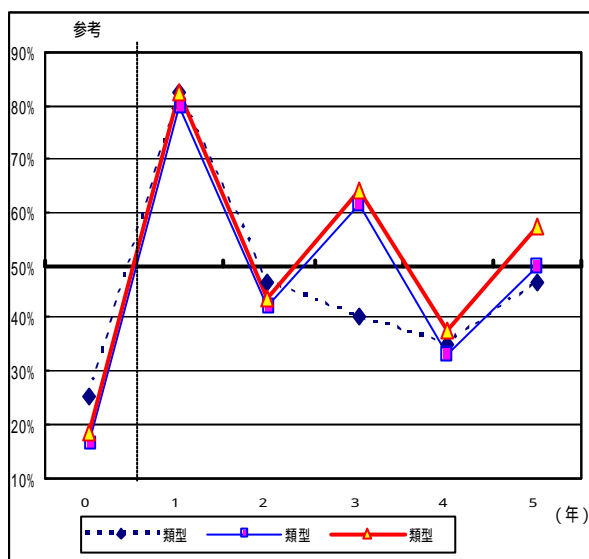
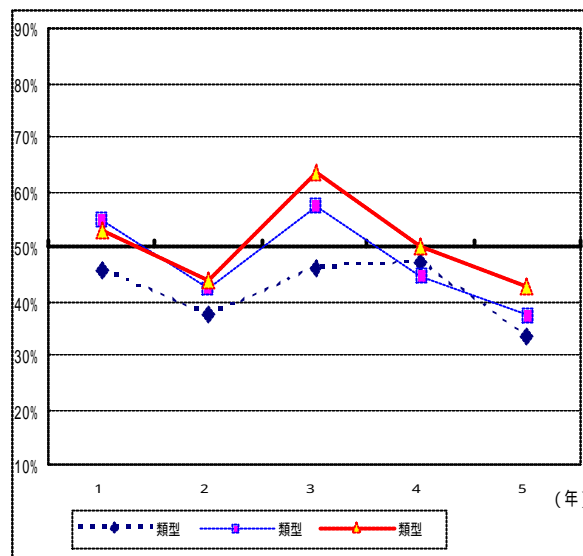


図 1 5：合併後指標が上昇した企業の割合の推移  
(従業員 1 人当たり売上高)



#### オ 消滅企業を無視した分析と今回の分析の比較

P 2 7 の脚注 3 0 のとおり、従来の我が国における類似の研究は、把握している限りすべて、消滅企業を無視して存続企業にのみ着目した分析となっていて、今回の分析では、消滅企業にも着目して分析を行った。

上記の各分析について、従来の研究事例にならい、消滅企業のデータを無視し、存続企業のデータにのみ着目した分析も行ってみたところ、合併後に相対的指標が統計的に有意に悪化しているものが多数みられた。一方、消滅企業のデータも考慮に入れた分析では、同じ指標において有意な結果が得られていないことから、消滅企業を無視した分析の場合、合併前から経営状況の悪かった消滅企業の数値に引きずられる形で合併後の指標が有意に悪化していると評価できる。

従来の研究において、合併企業の経営指標が有意に悪化しているとする分析事例もみられるが、消滅企業の数値に引きずられるというバイアスがあることを割り引いてその結果を評価する必要があると考えられる。<sup>35</sup>

<sup>35</sup> ただし、法律上考慮の対象とされる効率性は、合併前に効率性の良かった方の企業と比較して、合併後に合併企業の効率性が向上している場合である点に注意が必要である。

(参考) 判別分析

t 検定では、各財務指標ごとに、相対的指標（ライバル企業との対比でとらえた合併企業の指標）が合併前と比較して合併後に改善しているかどうかの検定を行った。判別分析では、t 検定で対象とした 14 個の財務指標を同時に使用して、合併前グループと合併後のグループを数量的に識別するための関数（判別関数）を特定する。判別関数は、

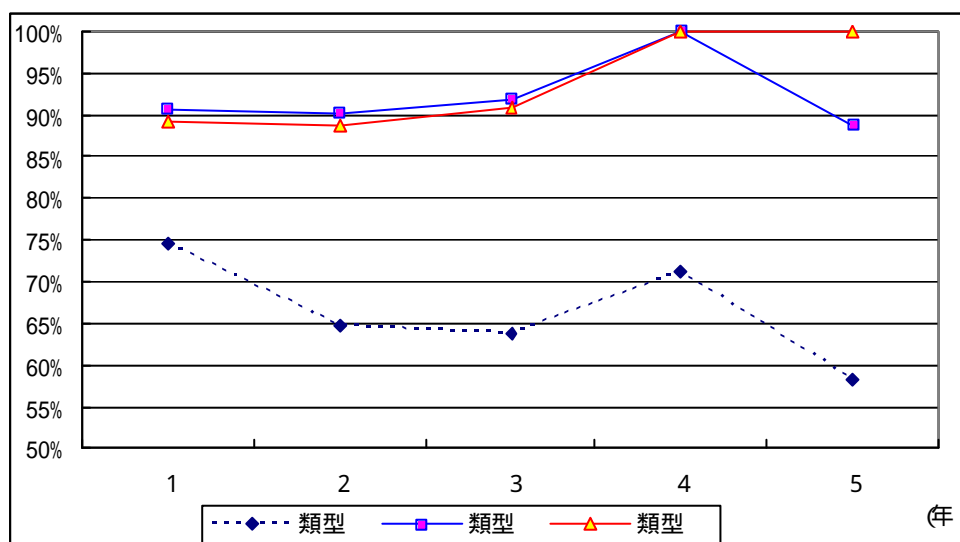
$$Z = \text{Constant} + a_1X_1 + a_2X_2 + \dots \quad (X_i : \text{各財務指標})$$

で表され、Z の値は判別値と呼ばれる。

判別値 Z を用いて、合併前のグループのデータが合併前のグループに正しく分類されるか、合併後のグループのデータが合併後のグループに正しく分類されるかについて、検証を行うことが可能である（正しく判別される割合を判別精度という）。3 つの類型の 5 年分の分析それぞれについて、実際のデータが合併前のグループと合併後のグループに何%程度正しく分類されるかについて、3 つの類型ごとにまとめてグラフにプロットすると、図 16 のとおりである。

類型 よりも類型 や類型 の方が判別精度が高い。また、類型 と類型 では、判別精度に大きな違いはみられない。このことから、類型 と比較して、類型 や類型 の方が、合併前のデータと合併後のデータの相違が大きいといえる。

図 16：類型ごとの判別精度



## (2) アンケート調査結果

今回実施した合併企業に対するアンケート調査のうち、合併の背景・目的、合理化の状況、利益動向等について尋ねた部分及びライバル企業に対するアンケート調査のうち、当該合併により受けたメリットについて尋ねた部分の結果は、以下のとおりである。なお、今回のアンケート調査は、7製品分野の13社16合併事例（P30、表4）についてのものであり、対象が限定されている。

### ア 合併の背景及び目的

合併当事者に、合併の背景及び目的を尋ねたところ、合併の背景として「グローバル競争の激化」が最も多く、次いで「国内需要の減退」、「ライバル企業の合併等」が多かった（図17）。また、合併の目的としては、「コスト負担の軽減」が最も多く、次いで「研究・技術開発部門の強化」が多く、また、「業界における主導的立場の確保」と答えたものも4割以上あった（図18）。

今回アンケートの対象とした合併については、近年の経済のグローバル化や景気後退による需要減退により、国内競争が激化し、コスト負担を軽減することを目的に合併が行われたことがうかがわれる。また、業界における主導的立場の確保を目指して、ある企業の合併が別の企業の合併を誘発するという、いわゆる「合併の連鎖」が生じたこともうかがわれる。

図17：合併を行った背景

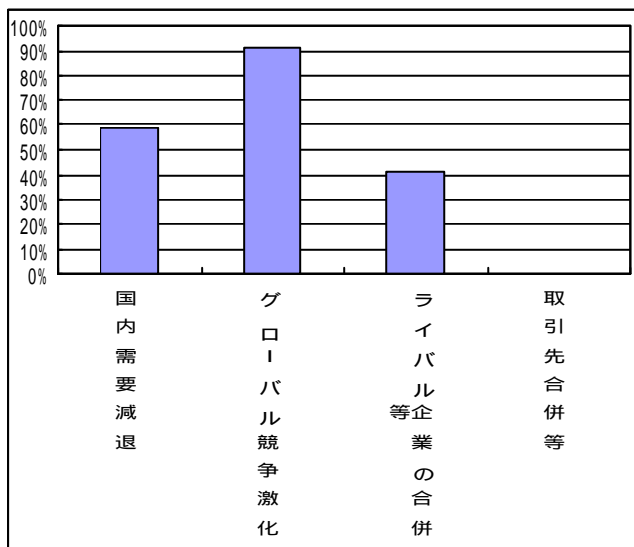
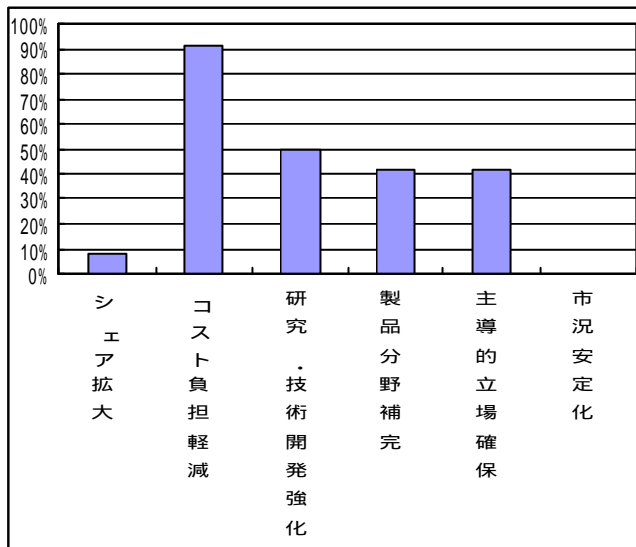


図18：合併を行った目的



注 「その他」と回答したものについては、回答の母数には含めているが、集計の図の中には表示していない。以下の図においても同様である。

## イ 合併による合理化の内容と達成状況

合併当事者に、合併による合理化を見込んでいた項目を尋ねたところ、「人員の削減」が最も多く、物流費や原材料費の削減や設備の統廃合を挙げる企業も多かった（図19）。また、合理化を見込んでいた項目はないとする企業もあった。見込んでいた合理化の達成の目標とする時期については、合併後3年以内に設定するものが7割を占め、また、合理化の達成時期を5年より長期とする回答はなかった。また、見込んでいた合理化の程度としては、特に「人員の削減」について「10%以上の合理化」とするものが多かった。

見込んでいた合理化の達成状況について、「人員の削減」と「原材料費の削減」については、「達成できた」とするものが多く、「あまり達成できなかった」と回答したものはなかった。一方、「物流費の削減」と「設備の統廃合」については、「達成できた」と回答するものの割合は「人員の削減」や「原材料費の削減」と比較して少なく、「あまり達成できなかった」と回答したのも少数であるがみられた（図20）。

「人員の削減」及び「原材料費の削減」について、多くの企業が見込んでいた合理化を達成できたとするアンケート調査結果は、売上高原材料費比率及び売上高人件費比率について改善傾向がみられるとの財務分析の結果（P31・32）と一致しているといえる。

図19：合併により合理化を見込んでいた事項

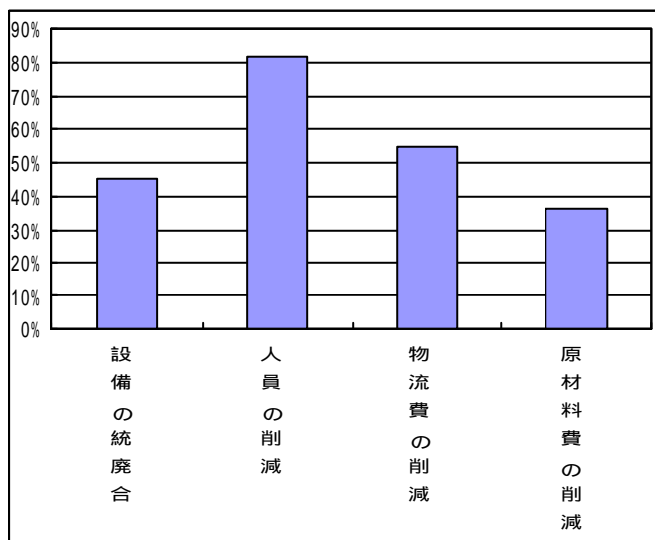
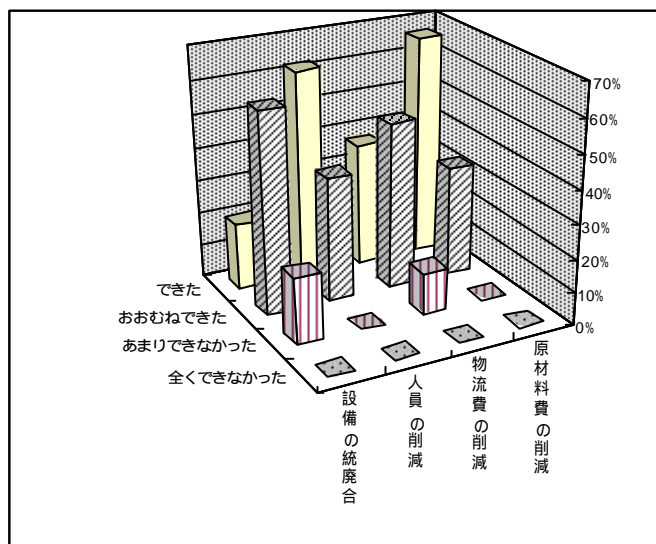


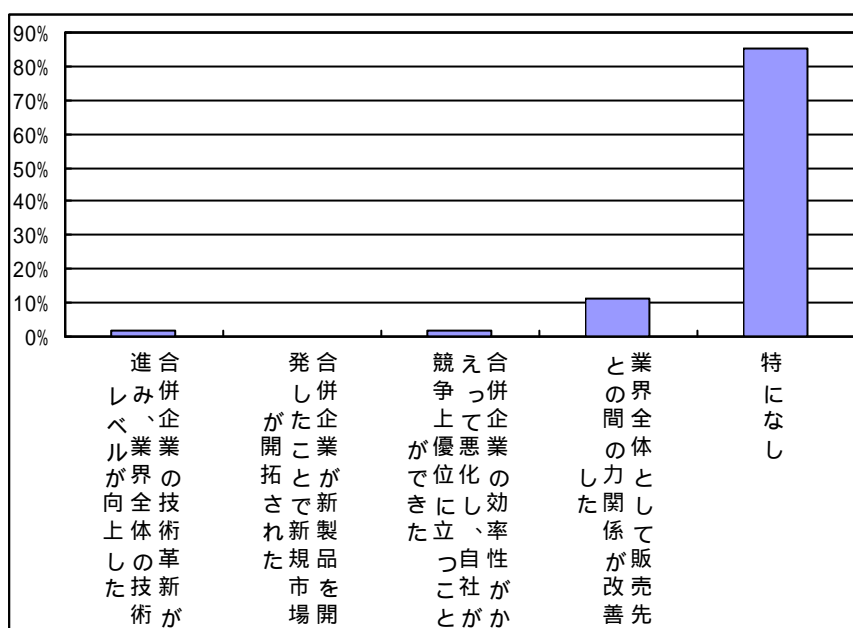
図20：見込んでいた合理化の達成状況



また、合併当事者に、研究・技術開発の成果の向上等による長期的な生産性の改善の具体例について尋ねたところ、具体例を挙げた企業はほとんどなかった。

さらに、合併当事者のライバル企業に、当該合併により自社が受けたメリットについて尋ねたところ、「合併企業の技術革新が進み、業界全体の技術レベルが向上した」を挙げた企業はほとんどなく（54社中1社）、今回対象とした合併事例については、合併当事者の技術力の向上がライバル企業に均てんしている実態はみられなかった（図21）。

図21 ライバル企業からみた合併のメリット



以上から、今回アンケートの対象とした合併について、合併による合理化の達成方法として最も代表的なものは人員の削減であり、実効性も高いことがうかがわれる。また、合併によるバイイングパワーの拡大を背景とした原材料費の削減も行われていることがうかがわれる。

また、達成される効率性が長期的なもので、また、他企業にも均てんする場合の方が、効率性が社会全体に与えるプラスの効果も大きいと考えられるが、今回のアンケートでは、技術革新等による長期的な効率性が達成されておらず、また、その効率性がライバル企業に均てんしていなかった。

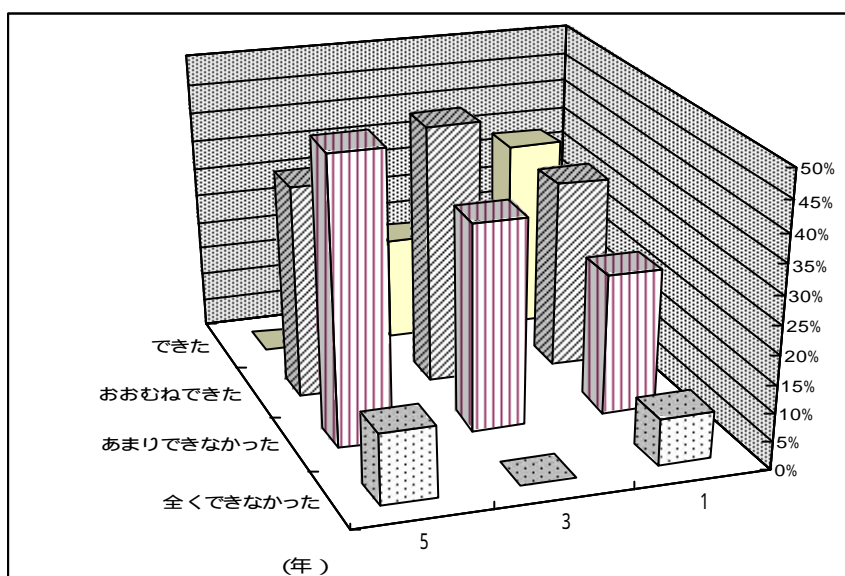
#### ウ 合併後の利益確保の状況

合併当事者に、合併前に想定していた利益を合併後実際に確保できたかどうかについて尋ねたところ、「達成できた」とする企業の割合は、合併後時間が経過するにつれ減少し、「あまり達成できなかった」とする企業の割合は、合併後時間が経過するにつれ増加する傾向にある（図22）。今回アンケート調査の対象とした合併事例については、合併後時間が経過するにつれ、利益確保

が困難となってきた実態がうかがわれる。

この結果は、売上高営業利益率等3指標について、合併後時間が経過するにつれ、合併前と比較して指標が悪化した企業の割合が増加する傾向にあるとの財務分析の結果（P34・35）と一致しているといえる。

図22：合併後の利益の達成状況



#### 4 分析結果のまとめ

今回の分析結果によれば、複数の事例を全体として分析した結果、相対的指標でみて合併後の数値が合併前の数値と比較して統計的に有意に改善している指標はほとんどみられず、ライバル企業との対比で合併企業の効率性が合併の時期を境に改善しているとはいえない。また、合併後コスト指標が下落した企業の割合の推移をみると、全事例を用いた分析よりも水平合併に限定した分析の方が、コスト指標が下落している企業の割合が高い傾向がみられたが、水平合併に対象を限定しても、人件費や原材料費などで合併後指標が下落している企業の割合が高くなっている反面、労務費や販売管理費については合併後指標が上昇している企業の割合が高くなっており、売上高ベースの利益率の動きも加味すると、全体としてコストが下落しているとはいえないと考えられる。このように、今回の分析結果からは、合併の時期を境に合理化が達成されたとしても、その合理化の度合は合併を経験していないライバル企業の合理化の程度と比較して大きいとはいえないと考えられる。

ただし、本節の冒頭で断ったとおり、今回の分析は1980年から1999年までの上場企業同士の合併を対象を絞ったものであり、また、種々の要因を受ける財務データを用いた分析であることから、上の統計的分析で得られた結果は限定的か



つすべての合併事例に当てはまるものではない。

なお、今回7事例を対象として実施したアンケート調査結果に限定してみれば、グローバル競争の激化や国内需要の減退を背景に、コスト負担の軽減を目指して合併が行われているが、当初見込んでいた合理化があまり達成できなかったとするケースもみられた。さらに、技術革新の進展等による長期的な効率性改善や、ライバル企業への技術向上の均てん効果も確認できなかった。

(参考) シェアの変動状況に関する分析

各合併事例について、これまでの分析で特定したライバル企業の売上高との対比で、合併企業の売上高のシェアが合併前後でどのように変化しているのかという点について分析したところ、結果は以下のとおりである。

合併企業のシェアは、

$$\frac{S^a + S^b}{S^a + S^b + \sum S_r}$$

( $S^a$ :合併当事企業a社の売上高, $S^b$ :合併当事企業b社の売上高, $S_r$ :ライバル企業の売上高)とした<sup>36</sup>。

ここでは、合併前4年間における合併企業のシェアの中央値が、合併1年後から5年後までの各年との比較において有意に変化しているかどうかについてt検定を行い、また、同様に、合併1年前の合併企業のシェアと比較して、合併1年後から5年後までの各年のシェアが有意に変化しているかどうかについてt検定を行った。また、これまでの分析と同様、類型(全事例)、類型(水平合併のみ)、類型(水平合併かつ売上高比4倍以内)の3つの類型に分けて分析を行った。

合併1年前~4年前のシェアの中央値と合併後のシェアの相違の検定

<統計的有意性>

3つの類型それぞれについて、合併1年後から合併5年後までの5年間すべてにおいて、合併後のシェアの方が合併前のシェアよりも統計的に有意に小さいとの結果となっている(表5)。

表5:各分析の統計的有意性について(合併1~4年前の中央値との比較)

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後
類型	1%有意	1%有意	1%有意	5%有意	5%有意
類型	5%有意	1%有意	5%有意	5%有意	5%有意
類型	5%有意	1%有意	5%有意	10%有意	5%有意

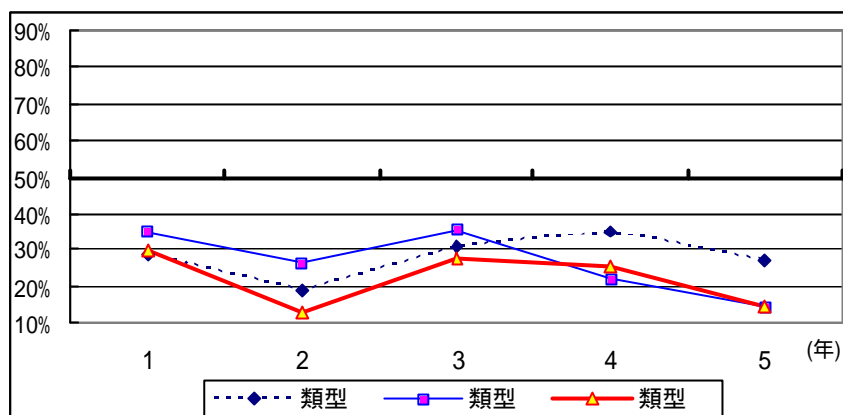
注 両側検定における有意水準

<シェアが増加した企業の割合>

3つの類型それぞれについて、合併1年後から合併5年後までの5年間すべてにおいて、合併後シェアが増加した企業の割合は極めて低いレベルで推移している(図23)。

<sup>36</sup> 一般にシェアは品目ごとに計算されるが、ここでは、合併当事者及びそのライバル企業の会社全体の売上高をベースに、品目レベルではなく会社レベルの「シェア」を計算している。合併当事者とライバル企業の取扱構成品目は異なることから、この値は厳密な意味でのシェアを表すものではない点に留意が必要である。

図 2 3：合併後シェアが増加した企業の割合の推移（合併 1～4 年前の中央値との比較）



< 評価 >

いずれの類型においても、すべての時点で、合併の時期を境に合併企業のシェアが統計的に有意に下落している。各類型について、特徴的な差異はみられない。

合併 1 年前のシェアと合併後のシェアの相違の検定

< 統計的有意性 >

3 つの類型それぞれについて、合併 1 年後及び 2 年後については、1 つを除きすべて、合併後のシェアの方が合併前のシェアよりも統計的に有意に小さいとの結果となっている。他方、合併 3 年後から 5 年後については、合併後のシェアの方が合併前のシェアよりも統計的に有意に小さいとはいえない（表 6）。

表 6：各分析の統計的有意性について（合併 1 年前との比較）

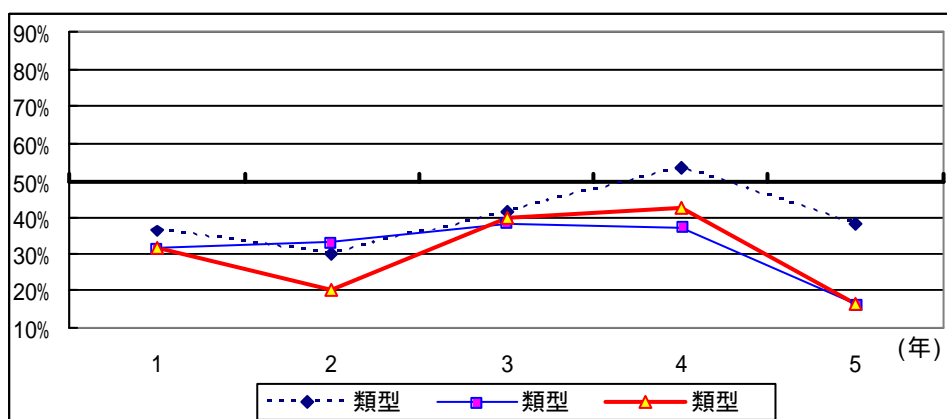
	1 年後	2 年後	3 年後	4 年後	5 年後
類型	(0.115)	5% 有意	(0.213)	(0.428)	(0.340)
類型	5% 有意	5% 有意	(0.189)	(0.132)	(0.147)
類型	5% 有意	5% 有意	(0.312)	(0.243)	(0.147)

注 両側検定における有意水準，括弧内は P 値。

< シェアが増加した企業の割合 >

3 つの類型それぞれについて、合併 1 年後から合併 5 年後までの 5 年間すべてにおいて、合併後シェアが増加した企業の割合は低いレベルで推移している（図 24）。

図 2 4：合併後シェアが増加した企業の割合の推移（合併 1 年前との比較）



< 評価 >

の分析と比較すると、合併後のシェアの下落状況は、それほどはっきりとはみてとれない。合併後のシェアの比較対象となる合併前のシェアとして、の合併前 4 年間の中央値を使用した場合の方が、の合併 1 年前の値を使用した場合と比較して、合併によるシェアの下落が鮮明に表れるということは、合併 1 年前の時点で、それ以前と比較して既にシェアが下落していることを示している。

また、合併後シェアが増加した企業の割合の推移をみると、類型の方が、類型や類型と比較して高いレベルで推移していることが分かる。このことから、水平合併の方が合併後にシェアが下落する傾向が高いことがみてとれる。

このように、ライバル企業の売上高との対比で、合併企業の売上高のシェアは、特に合併直後に下落傾向にあることが分かった。この傾向は、特に水平合併においてみられるものといえる。

合併当事者及びライバル企業に対するアンケート調査結果によれば、合併後の販売シェアについて「変わらない」と回答する企業が最も多いが、それ以外の回答をみると、合併企業は合併後シェアが「若干縮小」、「大幅縮小」と回答する企業が多く、「若干拡大」、「大幅拡大」と回答する企業はなかったのに対し、ライバル企業は「若干拡大」、「大幅拡大」と回答した企業があった。この点について、上記の分析結果と整合的であるといえる（図 25・26）。

図 2 5 : 合併後のシェアの変動状況(合併企業)

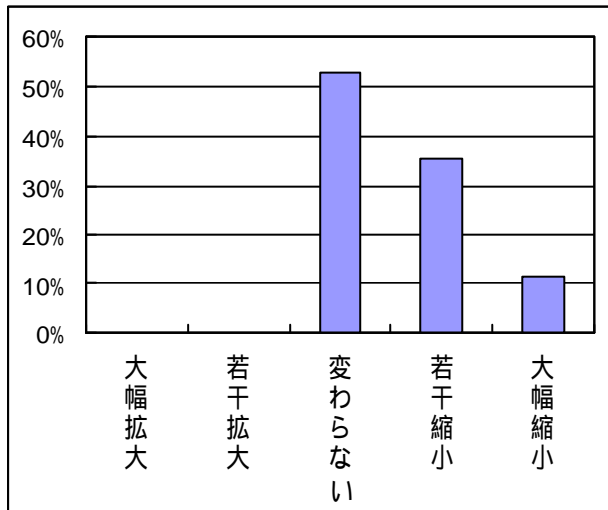


図 2 6 : 合併後のシェアの変動状況(ライバル企業)

