

論 文 概 評

氏 名	神尾 真次
学位の種類	博士（経営学）
学位記番号	博人社甲第 11 号
学位授与年月日	平成 31 年 3 月 20 日
学位授与の要件	学位規則第 3 条第 3 項該当
学位論文題目	欧州主要旅行企業の経営戦略と M&A —欧州旅行産業史からの考察—
論文審査委員	委員長 教授 井原 基 委員 教授 伊藤 孝 委員 教授 薄井 和夫 委員 准教授 大石 直樹

論文の内容の要旨

欧州の旅行産業は、1990 年代末以降に大きな変貌を遂げた。イギリスを主要な舞台とする業界再編成を経て、長く旅行業とは無縁に近かったドイツの企業トゥーイ社（以下、TUI と記載）が、短期間で一躍、欧州最大の旅行企業となったのである。それまで欧州の主要な旅行企業の 1 社であったスイスのクオニ社（KUONI）は、主要企業としての地位を失うのみならず、今日、事業の大半を事実上喪失する事態に陥ったのであった。

本論文は、欧州を対象に、19 世紀中葉の近代旅行産業の誕生以降今日までを対象として、旅行産業における大企業の経営戦略と M&A（企業の合併・買収）の関連を論じた。主たる考察対象の時期である世紀転換期以降の欧州旅行業界の再編成、最大企業 TUI 社の誕生とその後の事業展開から浮かび上がった事実は、業界内での優位の形成において、M&A が重要な手段として用いられたことである。

本論文が対象とした分野は、これまで、我が国はもとより当の欧州においても蓄積が乏しく、極めて手薄な研究領域に属した。本論文は、欧州の旅行産業を対象として、経営戦略と M&A の関連を今日までを射程に入れて論じた、国際的にもほとんど唯一の研究と言えよう。

本論文は、序章、終章を含め以下の 7 つの章から構成される。

序 章 問題の所在と予備的考察

第 1 章 欧州旅行産業小史～旅行業の誕生から欧州旅行業大再編前まで～

第 2 章 英国旅行産業小史～垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの誕生から水平統合まで～

第3章 英国市場を舞台とした欧州旅行業界の大再編【1999年～2007年】

第4章 業界大再編後のPMIと環境変化に伴う新たなM&A【2008年～2014年】

第5章 欧州伝統的旅行企業の新たな戦いと生き残り策【2015年～】

～欧州大再編後の総括～

終章

序章では、まず、本論文の目的が、欧州旅行産業において実行されたM&Aとその背景にある経営戦略の全容を明らかにし、M&Aの特徴を導出することであるとされた。次に、主題に関する先行研究について論評が加えられた。第3に、予備的考察であるが、ここでは、経営戦略の実行手段としてのM&Aについての国内外の研究を整理した後、筆者は、戦略と統合の2つの観点（アプローチ）から旅行産業に合致したM&Aの類型を提示した。

第1章では、トーマス・クックによる近代旅行業の始まりから、1998年までの欧州旅行業の変遷を追い、主要な企業群が、旅行事業の確立後、M&Aを活用して事業拡大を図ったことが述べられた。その際、クオニ社は、市場拡大型戦略（グローバル化目的）、製品拡張型戦略（旅行関連事業への進出目的）が主流であり、長く鉄・非鉄金属、エネルギー、海運などに従事したTUI社（旧プロイサク社〔Pressag〕）は、事業ポートフォリオの変革と旅行事業（ツーリズム）への進出にM&Aを活用したのであった。

第2章は、英国を舞台とした欧州旅行業界の大再編期を対象とする第3章に先立ち、第2次大戦後の英国市場で活動した主要旅行企業（ツアー・オペレーター）が用いたM&Aを考察した。要点は、第1に、垂直型戦略によって航空会社、トラベル・エージェントを買収し組織・経営の統合を行ったこと、第2に、その後、垂直統合化された企業が同様に垂直統合化した企業を買収すること（水平型戦略）で規模の経済性を追求したこと、である。

第3章では、英国市場での業界再編成を主導したのがTUI社であり、同社は、いずれも航空会社などを内部に抱えた垂直統合企業であるトムソン・トラベル・グループ社（買収年2000年）、ファースト・チョイス社（同2007年）の両社を手に入れたことで、欧州最大の旅行企業として台頭したこと、他方、クオニ社はファースト・チョイス社の買収に失敗し、その後は規模の経済の拡大とは一線を画した戦略に移行せざるをえなかったこと、が述べられた。その際、筆者は、こうした違いを規定づけた1つの要因として、両社の経営陣に見られた意思決定力、経営力の差違を指摘した。

この再編期を特徴づけるM&Aは、戦略アプローチでは、水平型戦略であり、すでに垂直統合企業の実質を有したTUI社が、トムソン・トラベル・グループ社、ファースト・チョイス社を買収したことに示される。また、統合アプローチ（経営・組織・ブランド）では、TUI社は一挙には統合を進めず、慎重にこれを行ったことが指摘された。

第4章は、2008年から14年を対象として、TUI社とクオニ社のM&Aおよび事業の展開を考察した。この時期は、消費者が従来の画一的なパッケージ・ツアーだけでは満足せず、業界ではスペシャリスト事業などと呼ばれる、スポーツ、アドベンチャー、極地ツアーなど多様な旅行商品・企画などを求める時期であった。両社は、こうしたニーズにこたえて、ともに製品拡張型と特徴づけられる多数のM&Aを断行した。これは、筆者によれば、すでに以前にも用いられたマルチプルM&Aであり、企業買収等を連続して行い、1回限り

の M&A では達成できない効果を狙ってなされたとのことである。他の業界には例の少ない、旅行業界ならではの M&A とされている。なお、TUI 社は、この間、それまで保持したコンテナ事業（海運部門）の処分・売却に踏み切り、旅行業にさらに集中する体制を築いた。

第 5 章は、2015 年以降 2017 年頃までを対象として、TUI 社とクオニ社に見られた事業の転換を考察した。それは選択と集中によって特徴づけられ、TUI 社の場合はコアであるアウトバウンド事業への集中であり、クオニ社はアウトバウンド事業の売却とインバウンド事業への特化である。

TUI 社が、こうした意思決定を行う上で最も重要な背景要因は、エクスペディア社、ブックイングドットコム社に代表されるオンライン・トラベル・エイジェント（OTA）、および格安航空運賃を設定したロー・コスト・キャリア（LCC）の急伸長であった。TUI 社は、同社の強みであり、これら競合企業には太刀打ちできない垂直統合モデルを強化し、明瞭な差別化を図った。航空機、クルーズ船、ホテルなどを生かしたアウトバウンド事業に集中することとしたのである。さらに、この時期に、TUI 社は、経営統合、ブランドの統合を進展させたとのことである。

これに対して、クオニ社は、こうした新たな競合企業の台頭も大きな脅威ではあったが、すでに業界最大企業である TUI 社とニッチプレーヤーである専門業者に挟撃され、同社の特徴あるビジネスが展開できない事態に陥っていた。クオニ社は、アウトバウンド事業を売却し、各国の旅行業者を相手にデスティネーション（旅行目的地）におけるサービスの提供、つまりインバウンド事業に集中することとなったのである。もっとも、そのクオニ社は、2016 年にプライベート・エクイティ・ファンドである EQT 社に買収された。その後、EQT 社がクオニの 3 つの主力事業のうち 2 つを外部企業に売却したことで、旅行業界においてそれまでともかくも保持したクオニ社の主導権は、完全に失われたのであった。

終章では、これまでの考察をまとめた。第 1 に、旅行業が、交通機関の発展、社会環境の変化、IT 等情報技術の発展、の外部環境の影響を受け、これらに対応することで持続的に成長し、ビジネスモデルを進化させたことが概略的に述べられた。

第 2 に、欧州旅行企業による M&A の特徴が、戦略アプローチの観点からまとめられた。まず、垂直と水平である。TUI 社は、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを、水平型 M&A によってクロスボーダーで強化し、規模を拡大することで経営効率の向上と参入障壁を構築した。次に、規模と範囲である。2008 年以降に、TUI 社、クオニ社は、範囲の経済を追求し、製品拡張型 M&A 戦略を実行したが、これらはいずれも売却されるに至った。これを踏まえ、筆者は、欧州旅行業においては、規模の経済は極めて重要であるが、範囲の経済を追求した M&A は成就しなかった、と結論づけた。そして、単発と連続である。欧州旅行業においては、1 回限りの単発の M&A ではなく、明確な戦略目標に基づく連続した M&A（マルチプル M&A）の実行が特徴であり、この方式が主流となったと述べた。

第 3 に、統合アプローチから見た M&A のまとめである。まず、経営統合であるが、水平型戦略に基づく M&A では、統合後に経営陣の再編成がなされ統合は完全に実施された。しかし、製品拡張型、市場拡張型の M&A ではそうではなかった。経営統合がなされなかったケースでは、その大半が売却対象となった。次に、組織統合である。ここでも水平型戦

略に基づく M&A では統合はなされたが、製品拡張型、市場拡張型ではシナジー創出の余地が見いだせなかった。そして、ブランドの統合については、TUI 社は、水平型戦略、市場拡張型戦略に基づく M&A では、当初、買収前のブランドをそのまま使っていたが、やがて段階的にこれを統合した。これによって統合会社としての一体感醸成を図ったのである。クオニ社についても、市場拡張型戦略にもとづく M&A で一部これを実施した。

最後に、筆者は、今後予想される日本を含むアジア地域の旅行産業の大再編を展望し、現時点で日本企業が行っている M&A についてごく簡単に紹介して、本論文を閉じた。

論文審査の結果の要旨

本論文は、世紀転換期以降の欧州の旅行産業の大再編期を主たる対象期間に設定し、主要旅行企業の経営戦略とこれに基づいて用いられた他企業との合併・買収 (M&A) を解明した。その体系性、議論の独自性の点で国際的にも第 1 級の研究と言う事が出来る。

本研究の成果は、第 1 に、欧州の 2 大旅行企業であるトゥーイ社 (TUI) とクオニ社を対象として、前者が垂直型 M&A と水平型 M&A をともに成功させることで、欧州最大の旅行企業に転成し、後者はこれに失敗して、最終的には主導的旅行企業の地位を喪失するに至った過程を、体系的かつ詳細に論じたことである。本研究の大きな功績をなす。

第 2 は、欧州の旅行産業における大再編期に用いられた M&A の特徴を、戦略アプローチと統合アプローチの 2 つの観点で整理し、これを説得的に論じたことである。本論文は、これまでの国内外の研究が到達しえない地点に立ちえたと言えよう。

他方、本論文は、2017 年頃までの変動激しい同時代を対象とした研究であることにもよるが、実態解明の面でお掘り下げを欠く部分があることは否めない。典拠とした資料、企業の年次報告書 (Annual Report) などの紹介にとどまる部分も見られる。

さらに、最終試験において、各審査委員から以下の諸点が指摘された。第 1 に、2006 年にクオニ社が、ファースト・チョイス社の買収に失敗する重要な要因として、同社の経営陣の内部対立について述べられているが、分析はなお不十分であろう。第 2 に、欧州旅行企業の場合、M&A 後になされる組織統合などが慎重に行われた理由として、旅行業務の遂行がヒトに多く依存することを挙げているが、こうしたことはサービス業全体に見られるのではないか。第 3 に、TUI 社とクオニ社による大型 M&A の成否を分けた要因の 1 つとして、両社の経営陣の経験値、資質の相違を挙げているが、その根拠が客観的に示されたとは言えないであろう。第 4 に、欧州旅行業においては、連続した M&A (マルチプル M&A) が重要な特徴であるとしているが、TUI 社の場合、同社が最大企業に転ずる際の基本骨格を形成したのは 2000 年と 2007 年の 2 つの企業買収である。主要旅行企業の形成にとって、マルチプル M&A を強調することは果たしてどこまで妥当であろうか。

以上の指摘や疑問は、いずれも重要であり、筆者にとって今後の課題として残される。ともあれ、本審査委員会は、本論文が博士の学位を授与するに足る要件を備えていると判断した。