

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-

2019年1月

埼玉大学 大学院  
人文社会科学研究所  
博士後期課程 経済経営専攻  
15GD502 神尾真次

## 論文要旨

### 1. 問題意識と研究目的

2014年欧州旅行産業界に衝撃が走った。パッケージ・ツアーの造成や販売など、総合的に旅行事業を運営する主要旅行企業による選択と集中に基づく大胆な戦略の発表であった。具体的にはドイツに本社を置くTUI社(TUI Aktiengesellschaft)によるアウトバウンド事業への集中と、スイスに本社を置くクオニ社(Kuoni Travel Holding Ltd)によるインバウンド事業特化に伴うアウトバウンド事業の売却である。TUI社においてはパッケージ・ツアー造成・販売事業をコア事業と位置づけ、その差別化こそが価値の源泉であり今後独自のホテルやクルーズ船の購入により垂直統合をさらに強化する。一方クオニ社は、世界の旅行企業に旅行目的地(デスティネーション)における手配サービスを提供するインバウンド事業をコア事業と位置づけ、会社の起源であり100年を超える歴史を有するスイスでのパッケージ・ツアー造成事業を含め、全てのアウトバウンド事業を売却する決断を下したのである。

両者の意思決定は突発的なものであろうか。1650年にはビューロー・ダドレス・エ・ド・ランコントロールなる旅行企業のはしりがパリに存在した。その後1841年、トーマス・クック氏(1808～92年)が鉄道旅行を実施、イギリス留学中にトーマス・クック社に影響を受けたアルフレッド・クオニ氏が、1906年に旅行企業クオニ社をスイスで設立した。また近年ではTUI社が、1997年に経済発展に伴う旅行産業の成長を見越して従来の石炭・鉄鋼業から旅行業に転換したことや、旅行先進国であるドイツ・イギリスに留まらず欧州域内での事業拡大など、旅行産業史においても幾度となく大きな変化があった。

ついで、今回の大きな変化を好機と捉え、今一度欧州における旅行産業史を振り返ることで、環境変化に伴い旅行企業が講じた対策とその背景にある経営戦略を分析し、実態を把握することとしたい。その上で当論文では旅行産業の発展過程でM&Aが活用されていた背景を踏まえ、M&Aとその背景にある経営戦略の全容を明らかにし、欧州旅行産業におけるM&Aの特徴を導出することを目的とした。

### 2. 研究の重要性と手法

日本において観光立国が叫ばれて久しいが、観光マーケティング等の観光論について多く研究されているにもかかわらず、ツーリズム産業の中核を担う旅行企業による経営戦略についての研究は限定的である。更に欧州旅行企業についての研究となると極めて希少である。著書パッケージ観光論の中でパッケージ・ツアーの研究を通じて日本と英国の比較を行った玉村(2003)。旅行企業の国際化と経営戦略を民族特性との関係について論じた今西(2011)。更には観光・旅行・航空の日英比較を通じて旅行ビジネスの本質を研究した小林(2007)などである。いずれも欧州における旅行業の経営や商品について様々な角度から論じており、欧州の旅行業界において盛んにM&Aが活用さ

れた経緯から、M&Aの概要についても触れられている。しかしながらその記述は現象面に留まっておらずM&Aの詳細な分析には及んでいない。同様に欧州での研究においても、パッケージ・ツアーやツアー・オペレーターの研究は多く実施されているが、M&Aに関するものは、ディットマン他(2008)による研究が、本論文のテーマである戦略とM&Aに近いが、実際はTU I社の戦略とM&A実施の是非について分析したもので視点が異なる。その他検索されたものはバイウオーター(2001)によるパッケージ・ツアーの流通支配の観点からツアー・オペレーターの所有関係について分析したものなど限定的であり、欧州旅行企業の発展にM&Aが大いに活用されているにも関わらず、旅行企業の戦略とM&Aの関係性については殆ど研究されていないのが現状である。

またM&A研究についても、経営学的視点からM&Aの動機や戦略的特徴、そしてどのようなタイプのM&Aが価値創出する傾向にあるかなどの戦略的視点に基づく研究や、期待した効果を実現する為のマネジメント上の課題など組織的視点に基づく研究が主である。残念ながらその対象の多くは製造業をベースに研究されており、旅行業についての研究は限定的である。

については、欧州では旅行産業の発展にM&Aが積極的に活用されていた事実を鑑み、観光立国の主役となるべく旅行企業の経営戦略及び経営戦略を実行する上でのM&Aの特徴を、先進地域である欧州での史実に基づき明らかにすることは、先進的かつ極めて意義のあるものだと考える。

### 3. 論文の構成

本研究では資料・文献研究に基づき分析を進め、序章、終章を含め6つの章に整理した。序章は問題意識、研究の目的、問題意識など研究の背景だけでなく、旅行企業やM&Aの先行研究に基づく予備的考察について触れることとする。実際旅行企業の戦略とM&Aに関する研究が多くないことから、旅行産業におけるM&Aを分類する上で適切なフレームワークを先行研究に基づき構築した。

そして第1章では欧州におけるツーリズム産業の歴史を振り返り、トーマス・クック氏による近代旅行業の始まりから1998年迄の旅行業の変遷を追う事で、近代旅行業の成り立ちと旅行業大再編につながる歴史を紐解き、その上でこの時期のM&Aの特徴を論じた。旅行事業の確立後、迅速な事業拡大を目指して早くからM&Aを活用した。クオニ社による活用方は市場拡大型戦略と製品拡張型戦略に基づくものが主流であり、旅行事業のグローバル化及び旅行関連事業への事業領域の拡大を目的にM&Aを実施した。一方でTU I社は事業ポートフォリオの変革とツーリズム事業への進出という2つの目的を達成させる手段としてM&Aを活用したのである。

次に第2章・第3章では、本論文が注目する1999年から2008年までの外国資本による業界大再編が英国旅行市場で起こった事、英国市場では他市場に先駆け垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルが構築されていたことから、英国市場の史実について論じた。第2章では英国市場の小史とその中で行われたM&A、特にTU I社によって買収されることとなるトムソン社の活発なM&Aについて論じ、その上で第3章では英国旅行市場大再編の代表的なM&A事例における

意思決定の背景及び今後の戦略に与える影響を分析した。この時期をM&Aの観点から論じると、戦略アプローチでは垂直型戦略に伴い、ツアー・オペレーターが航空企業、トラベル・エージェンメントを買収し、経営・組織の統合を行った。その後水平型戦略に基づき垂直統合された企業が、同様に垂直統合した企業を買収し規模の経済性を追求したのである。

更に第4章では業界再編後の2008年～14年の期間にフォーカスし、TUI社及びクオニ社の経営戦略とM&Aについての分析を深めた。この時期の特徴は、大型買収後のPMIと戦略を完成させる為の補完的なM&Aの実施であった。しかしながら実際は、補完的なM&Aに留まらず両社は新たな戦略に基づき複数のM&Aを実施するのである。については第3章で実施されたM&AのPMI的側面と、新たなM&Aの特徴を中心に分析することとした。

この時期の欧州旅行産業におけるキーワードは環境の不確実性、消費者ニーズの変化に伴うM&Aの変化であった。これらの変化により画一的な商品を効率的に提供するビジネスモデルに依存することへの危機感が高まった。この結果、旅行産業におけるM&Aも規模の経済性を追求した大規模な水平型M&A戦略から、幅広い顧客ニーズに対応すべく、製品拡張型M&A戦略に変化したのである。

最後に第5章では欧州伝統的旅行企業の新たな戦いと生き残り策について纏めた。新たな環境変化への対応である。ITの進展による情報の非対称性の消失や、オンライントラベル・エージェンメント(OTA)とローコストキャリア(LCC)の台頭と競争の激化である。LCCは従来都市間移動を主に担っていたが、リゾートエリアへの就航を活発化させ、OTAは個人による海外ホテル手配の心理的障壁を破壊した。より分かりやすいサイト構成、予約のみならずキャンセル等変更の容易化が、消費者を個人旅行に駆り立てた。これらの現象が相俟って、ツアー・オペレーターが存亡の危機に直面した。その結果、TUI社は垂直統合型ビジネスモデルに特化した戦略を、クオニ社はインバウンド事業に特化した戦略を実施したのである。その後TUI社がダイベストメントしたインバウンド事業が、プライベート・エクイティ・ファンドによるクオニ社の非上場化につながったのは皮肉であった。英国市場における大再編期にその主導権を巡って火花を散らしたTUI社とクオニ社であるが、大きく異なる末路を辿る事となった。

#### 4. 導出された欧州旅行企業のM&Aと経営戦略の特徴

終章ではTUI社とクオニ社共通の行動が大胆な戦略策定と戦略実現の手段としてのM&A実行であったことから、旅行産業の誕生から現在に至迄の時期ごとのM&Aの特徴を分析し、欧州旅行産業におけるM&Aを論じた。欧州旅行企業のM&Aの特徴は、戦略アプローチの観点では垂直から水平に連続的に展開したこと、規模が範囲の経済追求に勝ったこと、単発から連続に進化したことであろう。特に結果的に複数の企業を買収したのではなく、戦略目標を達成するための手段として連続でM&Aを実行したことは特筆すべき点であった。そして統合アプローチの観点からは、短期的には非統合が優先されるが、長期的には統合を目指すことも新たな発見である。つまり統合には時間をかけて慎重に進めることこそが旅行企業ならではの特徴ではないかと考え

る。

また経営戦略とM&Aの関係については、M&Aは経営目標を達成する為の手段として捉えられていたが、ファースト・チョイス社のM&Aを通して、M&Aの成否が経営戦略に大きく影響を与えたのは新たな事実であった。M&Aは単なる経営目標を達成する手段ではなく、経営戦略を根本から変化させる影響力を持つ事象であり、その巧拙が将来の会社の存亡を分ける可能性も秘めているのである。

日本では旅行産業におけるM&Aは極めて限定的であり旅行産業とM&Aの関係性が連想しづらいのが現状であるが、欧州においてはM&Aが積極的に活用されていた。その数もさることながら、英国市場の大再編期においてはそのスケールも非常に大規模であった。背景には旅行産業の特徴がある。旅行産業においては形の見えないサービスを商品として扱っていることからグリーンフィールドからの事業展開は難しく、海外進出にあたってはまずは足がかりとなる企業を買収しその後様々な施策を講じる事でグローバル展開を推進したのである。スクラッチからの展開同様M&Aの難易度も高いのは事実であるが、果敢に挑戦したのが欧州旅行産業の特徴であった。

以 上

## 目次

序章 問題の所在と予備的考察	1
第1節 論文の主題と構成	1
1. 問題意識	
2. 研究の意図するところ	
3. 論文の構成	
第2節 旅行企業の予備的考察	4
1. 旅行ビジネスの基本的構造	
2. 日本と欧州の主要市場である英国の旅行ビジネスの相違点	
3. 当研究で特に注目する領域と言葉の定義	
第3節 経営戦略の実行手段としてのM&A	8
1. M&Aとは	
2. M&Aに関する先行研究	
3. 旅行産業に合致したM&Aの類型化	
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～	18
第1節 トーマス・クック氏による近代旅行業の始まり	18
1. 団体旅行の誕生	
2. パッケージ・ツアーの誕生	
3. 事業ドメインの拡大	
4. グローバル戦略による市場の拡大	
5. 垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルによる差別化	
6. 第1節のまとめ	
第2節 アルフレッド・クオニ氏によるスイスから発展した旅行事業	23
1. クオニ社の創業と2度の世界大戦による混乱	
2. 戦後復興に伴う事業基盤の再構築と成長	
3. コア事業の持続的成長と事業ドメインの拡大	
4. 株主構成の変更と戦略の足固め	
5. 第2節のまとめ	
第3節 インフラ産業から輝くビーチへ【TUI社小史】	35
1. 資本集約型産業としての地位の確立	
2. 事業改革の序章（1994年～1995年）	
3. 事業の転換期（1997年～）	
4. 第3節のまとめ	
小括	40

1.	旅行事業のビジネスモデルの進化と確立	
2.	1990年代までのTUI社、クオニ社によるM&Aの活用方	
<b>第2章</b>	<b>英国旅行産業小史</b>	
	～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～	42
第1節	英国旅行市場と旅行業界の概要	42
1.	英国人とホリデー	
2.	英国の旅行業界概要	
第2節	英国パッケージ・ツアー市場の変遷とM&A	45
1.	揺籃期（1940年代後半～50年代）	
2.	中間期（1960年代～70年代後半）	
3.	成長期（1970年代後半～90年代前半）	
4.	成熟期（1990年代後半以降）	
小括		50
<b>第3章</b>	<b>英国市場を舞台とした欧州旅行業界の大再編【1999年～2008年】</b>	51
第1節	クオニ社によるファースト・チョイス社M&A計画と エア・ツアーズ社による敵対的買収	53
1.	クオニ社によるファースト・チョイス社のM&A計画概要	
2.	欧州経済共同体（EEC）による評価と結論	
3.	競合者の出現 エア・ツアーズ社による敵対的買収	
4.	欧州経済共同体によるエア・ツアーズ社と ファースト・チョイス社統合の差し止め	
第2節	TUI社のトムソン・トラベル・グループ社買収	62
1.	TUI社のトムソン・トラベル・グループ社買収の概要	
2.	TUI社の戦略	
3.	欧州経済共同体（EEC）による許可	
第3節	エア・ツアーズ社とトーマス・クック社の統合	66
1.	エア・ツアーズ社とトーマス・クック社の統合概要	
2.	欧州経済共同体による市場環境認識とM&A実施可否の判断	
第4節	クオニ社のファースト・チョイス社買収交渉からの撤退と TUI社による実行	69
1.	ファースト・チョイス社を取巻く環境	
2.	クオニ社の撤退	
3.	TUI社によるファースト・チョイス社の買収	
4.	TUI社によるファースト・チョイス社の買収手法と経済的効果	





第2節	クオニ社によるインバウンド事業への特化とアウトバウンド事業売却	132
	1. 売却対象となったアウトバウンド事業	
	2. コア事業としてのインバウンド事業	
	3. 経営体制	
第3節	クオニ社の非上場化とTUI社ノンコア事業の統合計画	135
	1. クオニ社によるEQT社からの出資受入	
	2. EQT社によるホテルベッツグループ買収計画	
第4節	プライベート・エクイティ・ファンドによる業界再編	139
	1. B2B オンライン事業者の事業環境	
	2. ホテルベッツグループの状況	
	小括	143
<b>終章</b>		144
第1節	旅行産業を取巻く環境変化とその対応	144
	1. 交通機関の発展による交通環境変化への対応	
	2. 社会環境の変化への対応	
	3. IT等情報技術の発展による変化への対応	
第2節	欧州旅行企業が実施したM&Aの特徴 -戦略アプローチからの考察-	148
	1. 戦略アプローチから見た欧州旅行企業によるM&Aの変遷	
	2. 戦略アプローチ上の特徴	
	3. 戦略アプローチからのインプリケーション	
第3節	欧州旅行企業が実施したM&Aの特徴 -統合アプローチからの考察-	153
	1. 統合アプローチから見た欧州旅行企業によるM&A	
	2. 統合アプローチ上の個別統合の特徴	
	3. 統合アプローチからのインプリケーション	
第4節	TUI社とクオニ社の比較	157
	1. TUI社とクオニ社の旅行事業に関わる業績推移	
	2. M&Aと戦略	
	3. TUI社とクオニ社の比較からのインプリケーション	
<b>おわりに</b>		161

## 図表リスト

- 図 1 旅行目的地別の旅行会社保有機能
- 図 2 海外旅行ビジネスの概要
- 図 3 戦略・統合アプローチに基づく旅行企業向けM&A類型
- 図 4 クオニ社 1998 年末の組織図
- 図 5 TUI 社の事業変遷
- 図 6 1996 年のプロイサク社の事業及び関係会社 概要
- 図 7 TUI 社 1998 年末の組織図
- 図 8 英国市場の海外パッケージ商品分類との第 2 章で分析する対象
- 図 9 垂直統合型ツアー・オペレーター・モデル
- 図 10 外国企業による英国ツアー・オペレーターの大再編 (1999 年～2007 年)
- 図 11 1999 年 12 月当時のトーマス・クック・ホールディング社の株主相関図
- 図 12 ファースト・チョイス社のM&A概要
- 図 13 外国企業による英国ツアー・オペレーターの大再編 (1999 年～2007 年)
- 図 14 TUI 社の事業ポートフォリオ変革 1997 年から 2006 年
- 図 15 ファースト・チョイス社統合直後のTUI 社の組織概要と事業ドメイン
- 図 16 TUI 社 ホテル部門 所有ホテル概要
- 図 17 ホテル&リゾート部門のブランド一覧
- 図 18 TUI トラベル社ビジョンと戦略
- 図 19 TUI トラベル社の事業領域
- 図 20 TUI トラベル社の事業別売上構成比
- 図 21 欧州の多くの国でNO1 ポジションを確保
- 図 22 メイン・ストリーム・セクターのブランド一覧
- 図 23 スペシャリスト・セクターのブランド一覧
- 図 24 アクティビティ・セクターのブランド一覧
- 図 25 オンライン・デスティネーションセクターのブランド一覧
- 図 26 TUI トラベル社の経営幹部一覧とその出身母体
- 図 27 海運事業の分離と旅行事業への特化
- 図 28 コンテナ事業 世界上位と CP 社統合後の順位
- 図 29 2009 年 旅行事業部門の再編
- 図 30 クオニ社の事業別売上割合 (2008 年)
- 図 31 クオニ社のブランド戦略イメージ
- 図 32 2008 年のクオニ社組織図
- 図 33 アウトバウンド事業のブランド一覧
- 図 34 インバウンド事業のブランド一覧

- 図 35 投資家向けプレゼンテーション資料 2007 年と 2008 年の比較
- 図 36 E T-CH I N A社ストラクチャー図
- 図 37 ガリバー・トラベル社の業績推移
- 図 38 クオニ社インバウンド事業とガリバー・トラベル社統合イメージ
- 図 39 2012 年 3 月の事業別ブランド一覧
- 図 40 2011 年時点の売上・EBIT の事業別ポートフォリオ
- 図 41 2008 年以降積極的にM&Aを実施した事業分野
- 図 42 2009 年～13 年までの事業ポートフォリオの変化
- 図 43 顧客の旅行に伴う行動とT U I 社とT U I トラベル社統合による貢献
- 図 44 End to End Customer Experience によるコンペティターとの比較
- 図 45 T U I 社のコア事業とノンコア事業概要
- 図 46 合併前後の組織変化
- 図 47 統合によってもたらされるシナジー概要
- 図 48 統合に伴う経営陣の配置
- 図 49 T U I 社の新ブランド
- 図 50 T U I 社のブランド統合計画
- 図 51 オランダでのブランド認知度
- 図 52 2009 年から 2014 年迄の事業ポートフォリオの変化と売却事業
- 図 53 クオニ社のアウトバウンド事業売却と新組織
- 図 54 経営組織体制
- 図 55 ホテルベッツグループとクオニ社の事業ポートフォリオ
- 図 56 ホテル客室販売額の推移
- 図 57 ホテル客室販売の直販比率
- 図 58 ホテル客室販売の流通構造変化
- 図 59 B2B オンライン事業者の競争環境図
- 図 60 戦略アプローチ別M&A
- 図 61 アジアの競合分布図
  
- 表 1 クオニ社 1998 年度 財務諸表
- 表 2 1999 年までのクオニ社のM&A
- 表 3 T U I 社 1998 年度 財務諸表
- 表 4 T U I 社とクオニ社によるM&Aの分類
- 表 5 ツアー・オペレーター上位のシェアとその動向
- 表 6 ファースト・チョイス社の業績推移
- 表 7 クオニ社とファースト・チョイス社の主な事業領域と強み
- 表 8 エア・ツアーズ社とファースト・チョイス社の主な事業領域と強み

- 表9 英国のショート・ホール、パッケージ・ホリデー市場のシェア (1998年)
- 表10 ショート・ホール、パッケージ・ホリデーを販売するトラベル・エージェンツのシェア
- 表11 ファースト・チョイス社 財務諸表 1999年/2006年比較
- 表12 ファースト・チョイス社 M&A一覧
- 表13 ファースト・チョイス社とクオニ社の1999年・2006年の業績比較
- 表14 TUI社・ファースト・チョイス社の財務・事業数値概要
- 表15 TUI社の旅行事業及びクオニ社全体の売上・営業利益比較 (1998年VS 2007年)
- 表16 TUIトラベル社(TUI社 旅行事業部門) 2008年主要財務数値
- 表17 ホテル&リゾート部門 2008年の主要財務数値
- 表18 海運事業部門 2008年の主要財務数値
- 表19 TUI社及びTUIトラベル社による買収案件とその戦略分類
- 表20 クオニ社2004年～2008年の業績推移
- 表21 スイス・ビジネスユニット2004年～2008年の業績推移
- 表22 スカンジナビア・ビジネスユニット2004年～2008年の業績推移
- 表23 ヨーロッパ・ビジネスユニット 2004年～2008年の業績推移
- 表24 英国・ビジネスユニット2004年～2008年の業績推移
- 表25 アジア&デスティネーション・ビジネスユニット2004年～2008年の業績推移
- 表26 2008～14年のクオニ社による買収案件と戦略的分類
- 表27 2008～14年のクオニ社による売却案件と戦略的分類
- 表28 クオニ社とガリバー・トラベル社統合によるシナジー効果
- 表29 クオニ社とガリバー・トラベル統合によるシナジー効果
- 表30 TUI社の旅行事業及びクオニ社全体の売上・EBITA比較 (2007年VS 2015年)
- 表31 1998年と2015年のTUI社、クオニ社の業績比較

## 序 章 問題の所在と予備的考察

### 第1節 論文の主題と構成

#### 1. 問題意識

2014年欧州旅行産業界に衝撃が走った。パッケージ・ツアーの造成や販売など、総合的に旅行事業を運営する主要旅行企業<sup>1</sup>による選択と集中に基づく大胆な戦略の発表であった。具体的にはドイツに本社を置くTUI社(TUI Aktiengesellschaft)によるアウトバウンド事業への集中と、スイスに本社を置くクオニ社(Kuoni Travel Holding Ltd)によるインバウンド事業特化に伴うアウトバウンド事業の売却である。TUI社においてはパッケージ・ツアー造成・販売事業をコア事業と位置づけ、その差別化こそが価値の源泉であり今後独自のホテルやクルーズ船の購入により垂直統合をさらに強化する。一方クオニ社は、世界の旅行企業に旅行目的地(デスティネーション)における手配サービスを提供するインバウンド事業をコア事業と位置づけ、会社の起源であり100年を超える歴史を有するスイスでのパッケージ・ツアー造成事業を含め、全てのアウトバウンド事業を売却する決断を下したのである。

両者の意思決定は突発的なものであろうか。1650年にはビューロー・ダドレス・エ・ド・ランコントロールなる旅行企業のはしりがパリに存在した<sup>2</sup>。その後1841年、トーマス・クック氏(1808~92年)が鉄道旅行を実施、このエクスカージョンツアーが現代マスツーリズムの発展に大きく貢献することになる<sup>3</sup>。イギリス留学中にトーマス・クック社に影響を受けたアルフレッド・クオニ氏が、1906年に旅行企業クオニ社をスイスで設立したことなどは顕著な例であろう。また近年ではTUI社が、1997年に経済発展に伴う旅行産業の成長を見越して従来の石炭・鉄鋼業から旅行業に転換したことや、旅行先進国であるドイツ・イギリスに留まらず欧州域内での事業拡大など、旅行産業史においても幾度となく大きな変化があった。交通インフラ整備と共に旅行企業が誕生し、交通インフラ及び経済発展過程において旅行企業の果たす役割が大きく変化するなどの環境変化が、重大な意思決定を決断させたのである。

同様にアジアでも変化の兆しが垣間見える。欧州に遅れること約70年、日本においてパッケージ・ツアーが開始された。玉村(2003)が指摘するように、パッケージ・ツアーの中身が英国で主流である「異種観光・同類ツアー」、つまり旅行目的は異なるが経済合理性の観点から一部団体行動するツアーと、日本で一般的な、同じ旅行目的を持つ者が、複数の異なるツアーに参加する「同

<sup>1</sup> 玉村和彦(1999)「英国パッケージ・ツアー業界の熾烈な競争 - トムソンによるホライズン買収の状況」『同志社商学』第50巻第3・4号 160ページを参照。パッケージ・ツアーは英国ではパッケージ・ホリデーと一般的に呼ばれ、旅行企業が航空座席とホテルの客室を事前に確保の上商品化し、一般大衆ないしは旅行企業を通じて旅行サービス全てを包括した価格で販売するもの。なおここでのパッケージ・ツアー造成旅行企業がツアー・オペレーター。旅行商品の販売会社がリテーラーと一般的に言われる。

<sup>2</sup> W.Loschburg(1979)*A History of Travel*, Patrick Murray, pp.143,144.

<sup>3</sup> ピアーズ・ブレンド(石井昭夫訳)(1995)『トマス・クック物語 近代ツーリズムの創始者』中央公論社 23-24ページ

類観光・異種ツアー」でツアーの形態は異なるが、急速に発展し市場に定着したことは共通する<sup>4</sup>。更に経済発展や旅行者の成熟化に伴い同質化が進んでおり、まさに旅行企業の役割が変化しつつあり、欧州が経験した変化を迎える時期に差し掛かっているかもしれない。

ついては、今回の大きな変化を好機と捉え、今一度欧州における旅行産業史を振り返ることで、環境変化に伴い欧州旅行企業が講じた対策とその背景にある経営戦略を分析し、実態を把握することとしたい。その上で当論文では旅行産業の発展過程でM&Aが活用されていた背景を踏まえ、旅行企業によるM&Aの特徴を論ずることとしたい。

## 2. 研究の意図するところ

### (1) 研究の目的と対象

欧州における旅行産業史及び実行されたM&Aの分析を通じて、M&Aとその背景にある経営戦略の全容を明らかにし、欧州旅行産業におけるM&Aの特徴を導出することが目的である。M&Aの観点から欧州での旅行産業の発展を鑑みると、旅行業が誕生してから英国市場での業界大再編が起こる1998年までの時期。そして1999年から2008年までの外国資本による英国旅行市場の業界大再編期と、2009年から2014年に至る業界再編により出現した欧州における旅行企業の経営統合期。更には2015年以降のファンドの登場による機能別再編期に大きく分類し整理することとする。

中でも当研究では、1999年から2008年までの外国資本による英国旅行市場の業界大再編と、2009年から2014年に至る業界再編により出現した欧州における旅行企業の経営統合期をクローズアップしたい。その主たるプレイヤーはTUI社とクオニ社であった。ついては2社の行動、特にM&Aに注目し、当時の経営戦略と実態を分析することで、欧州旅行産業における経営戦略とM&Aの関係を導出する。

### (2) 先行研究と論点整理

日本において観光立国が叫ばれて久しいが、観光マーケティング等の観光論について多く研究されているが、旅行産業の中核を担う旅行企業による経営戦略についての研究は限定的である。更に欧州旅行企業についての研究となると極めて希少である。著書パッケージ観光論の中でパッケージ・ツアーの研究を通じて日本と英国の比較を行った玉村(2003)。旅行企業の国際化と経営戦略を民族特性との関係から欧州における旅行業界の構造を論じた今西(2011)<sup>5</sup>。更には観光・旅行・航空の日英比較を通じて旅行ビジネスの本質を研究した小林(2007)などである<sup>6</sup>。いずれも欧州における旅行業の経営や商品について様々な角度から論じており、欧州の旅行業界において盛

<sup>4</sup> 玉村和彦(2003)『パッケージ観光論 ―その英国と日本の研究―』同文館出版、36ページ

<sup>5</sup> 今西珠美(2011)「欧州旅行業界の構造と発展」『流通科学大学論集-流通・経営編』第24巻第1号、131-152ページ

<sup>6</sup> 小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』晃洋書房

んにM&Aが活用された経緯から、M&Aの概要についても触れられている。しかしながらその記述は現象面に留まっておりM&Aの詳細な分析には及んでいない。

同様に欧州での研究においても、パッケージ・ツアーやツアー・オペレーターの研究は多く実施されているが、M&Aに関するものは、ディットマン他(2008)による研究が本論文のテーマである戦略とM&Aに近いが、実際はTUI社の戦略とM&A実施の是非について分析したもので視点が異なる<sup>7</sup>。その他検索されたものはバイウォーター(2001)によるパッケージ・ツアーの流通支配の観点からツアー・オペレーターの所有関係について分析したものや<sup>8</sup>、ホーガン他(2006)によるM&A後のブランド戦略に特化したものなど限定的であり<sup>9</sup>、欧州旅行企業の発展にM&Aが大いに活用されているにも関わらず、旅行企業の戦略とM&Aの関係性については殆ど研究されていないのが現状である。

またM&A研究についても、経営学的視点からM&Aの動機や戦略的特徴、そしてどのようなタイプのM&Aが価値創出する傾向にあるかなどの戦略的視点に基づく研究や、期待した効果を実現する為のマネジメント上の課題など組織的視点に基づく研究が主である。残念ながらその対象の多くは製造業をベースに研究されており、非製造業についての研究は限定的である。ましてや旅行産業に特定した研究は、筆者が知る範囲では行われていない。

については、欧州では旅行産業の発展にM&Aが積極的に活用されていた事実を鑑み、観光立国の主役となるべく旅行企業の経営戦略及び経営戦略を実行する上でのM&Aの特徴を、先進地域である欧州での史実に基づき明らかにすることは、先進的かつ極めて意義のあるものだと考える。なお本研究では資料・文献研究に基づき分析を進めることとする。

### 3. 論文の構成

本論文は序章、終章を含め6つの章から構成されている。序章は問題意識、研究の目的、問題意識など研究の背景だけでなく、旅行企業やM&Aの先行研究に基づく予備的考察について触れることとする。実際旅行企業の戦略とM&Aに関する研究が希少であることから、旅行産業におけるM&Aを分類する上で適切なフレームワークを先行研究に基づき構築する。

そして第1章では欧州における旅行産業の歴史を振り返り、トーマス・クック氏による近代旅行業の始まりから1998年迄の旅行業の変遷を追う事で、近代旅行業の成り立ちと旅行業大再編に

---

<sup>7</sup> Ingolf Dittmann, Ernst Maug, and Christoph Schneider(2008) "How Preussag Became TUI: A Clinical Study of Institutional Block holders and Restructuring in Europe", *Financial Management Autumn*, pp. 571-598.

<sup>8</sup> Bywater, M. (2001) "Who owns whom in the European travel distribution industry", *Tourism distribution channels: practices, issues and transformations*, pp.151-171.

<sup>9</sup> Hogan, S., Glynn, S., & Bell, J. (2006) "Bringing Brand into M&A Discussions", *Mercer Management Journal*, Online. Available at [http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/archive/2004/MMJ20\\_Brand\\_MandA\\_Discussions.pdf](http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/archive/2004/MMJ20_Brand_MandA_Discussions.pdf). Accessed on 08-04-2016.

つながる歴史を紐解く。その上でこの時期のM&Aの特徴を論ずる。

次に第2章・第3章では、本論文が注目する1999年から2008年までの外国資本による業界大再編が英国旅行市場で起こった事、英国市場では他市場に先駆け垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルが構築されていたことから、英国市場の史実について論ずることとする。第2章では英国市場の小史とその中で行われたM&A、特にTUI社によって買収されることとなるトムソン社の活発なM&Aについて論じ、その上で第3章では英国旅行市場大再編の代表的なM&A事例における意思決定の背景及び今後の戦略に与える影響を分析する。ここではクオニ社とTUI社の戦略を通して、実際英国市場で実施されたM&Aについて深堀し、その特徴を分析することとする。

更に第4章では業界再編後の2008年～14年の期間にフォーカスし、TUI社及びクオニ社の経営戦略とM&Aについての分析を深める。この時期の特徴は、大型買収後のPMIと戦略を完成させる為の補完的なM&Aを実施であった。しかしながら実際補完的なM&Aに留まらず両社は新たな戦略に基づき数多くのM&Aを実施するのである。ついては第3章で実施されたM&AのPMI的側面と、新たなM&Aの特徴を中心に分析することとした。

最後に第5章では欧州伝統的旅行企業の新たな戦いと生き残り策について纏める。英国市場における大再編期にその主導権を巡って火花を散らしたTUI社とクオニ社であるが、大きく異なる末路を辿る事となる。ついては両社の事実の整理と大型買収後の統合期の特徴について分析することとする。

これに加え終章では、旅行産業の誕生から現在に至迄の時期ごとのM&Aの特徴を分析し、旅行産業におけるM&Aを論じることとする。TUI社とクオニ社共通の行動が大胆な戦略策定と戦略実現の手段としてのM&A実行であった。そしてそのM&Aの成否が次の戦略のみならず会社の存亡を分けたのである。ついては終章では旅行産業におけるM&Aの特徴だけでなく、TUI社とクオニ社の成否を分けたポイントも加えてまとめることとする。

## 第2節 旅行企業の予備的考察

### 1. 旅行ビジネスの基本的構造<sup>10</sup>

#### (1) 旅行ビジネス

旅行ビジネスとは、小林(2007)によると、需要サイドである旅行者と、供給サイドである企業との間で行われる旅行という形のないサービスに関しての商取引である。旅行ビジネスにおける主要構成企業は、宿泊業・輸送業、そして仲介的な役割を果たす旅行業である。

日本では旅行ビジネスの中核的な役割を旅行業と位置づけ、旅行業法第2条で、「この法律で旅行業とは、報酬を得て、次に掲げる行為を行う事業をいう」と定義している。そして具体的な

<sup>10</sup> 特に記載の無い限りは小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』晃洋書房の第1章 旅行業関係法規から見た日・英海外旅行ビジネスの構造比較, 11-33 ページを参考にした。



行為とは「旅行者のため、運送又は宿泊のサービスの提供を受ける事について、代理して契約を締結し、媒介をし、又は取り次ぎをする行為」「運送又は宿泊のサービスを提供するものため、旅行者に対するこれらのサービスの提供について、代理して契約を締結し、又は媒介をする行為」、  
「他人の経営する運送機関又は宿泊施設を利用して、旅行者に対して運送又は宿泊のサービスを提供する行為」であり、これらが基本的旅行業務と呼ばれている。

次に具体的な旅行業の仲介的役割であるが、大別すると代理機能と商品造成・販売機能に分類できる。代理機能とは、旅行者の代理人として、旅行者の依頼に基づき、宿泊、運送機関が提供する旅行素材を手配する機能と、代理販売契約に基づき一定の手数料を得て旅行サービス提供機関の販売代理人としての機能を果たす事である。

一方で商品造成・販売機能とは、代理媒介する旅行に関わるサービスを予め統合し商品化した上で販売することを言う。旅行が商品化されることによって、旅行業が更に機能分化する。具体的には流通チャネルの位置づけから、ホールセラーとリテーラーに大別される。旅行業におけるホールセラー機能とはパッケージ・ツアー商品を造成し、リテーラーに卸売りする機能を言う。リテーラーはホールセラーが造成した商品を顧客の要望に合わせて販売することを生業とする<sup>11</sup>。

## (2) 旅行の目的地による分類

旅行ビジネスは顧客である旅行者の目的地が国内か海外かによって大きく分類される。目的地が国内の場合、旅行業者が仲介的役割となる代理機能と、商品造成・販売機能の両方を担うのである。具体的には旅行サービス提供機関の販売代理人として川上・川下双方の代理人業務を行い、商品造成機能においても自らが販売代理人として提供する個別の旅行サービスを組み立て商品化し販売することとなる。

一方その目的地が海外である場合、旅行業者の役割が国内である場合と異なる。最大の相違点は代理機能における旅行サービス提供機関の販売代理人機能の有無である。海外旅行商品の造成は、基本的には商品造成機能を有する旅行業者が、旅行サービス提供機関の一つである航空会社から航空座席を仕入れるが、目的地である海外での旅行サービスは、自らが販売代理人となるのではなく、海外の販売代理人の仲介により造成されたランドパッケージを仕入れるのが一般的であり、この海外の販売代理人となるのがインバウンド事業者である。インバウンド事業者は顧客である発地の旅行企業のニーズだけでなく、着地の旅行サービス提供機関の代理機能を果たすのである<sup>12</sup>。

<sup>11</sup> 長谷政弘 (1998) 『観光学辞典』 同文館, 135 ページ

<sup>12</sup> インバウンド事業専門会社として発足したものが一般的であるが、日本の大手旅行企業内の海外手配部門として発足し、発展の過程で別会社化しインバウンド事業に特化した事業会社となったケースも存在する。

図1 旅行目的地別の旅行会社保有機能

	旅行目的地	
	国内	海外
商品造成・販売機能	○	○
代理機能	○	インバウンド事業者が提供

出典：筆者の旅行業経験に基づき分類の上作成した。

## 2. 日本と欧州の主要市場である英国の旅行ビジネスの相違点

日本の旅行会社は、ホールセラーの役割とリテラーの役割を併せ持つ事が多く、総合旅行会社と呼ばれる。一般的に日本では旅行者はホールセラー、リテラーの役割の認識はなく、その業態・機能がなんでも旅行会社、旅行代理店などと呼んでいる。英国では旅行業としての業態の機能分化が明確になされており、旅行者もそれぞれの役割を認識していると言われる<sup>13</sup>。Vellas, Becherel (1995)によるとツアー・オペレーターとは、観光パッケージを造成する事を専門とする民間会社である。彼らは観光商品を販売する事を主要な業務とするトラベル・エージェンメントとは全く異なるものである。ツアー・オペレーターはホールセラーであり、トラベル・エージェンメントはリテラーであると定義している<sup>14</sup>。

## 3. 当研究で特に注目する領域と言葉の定義

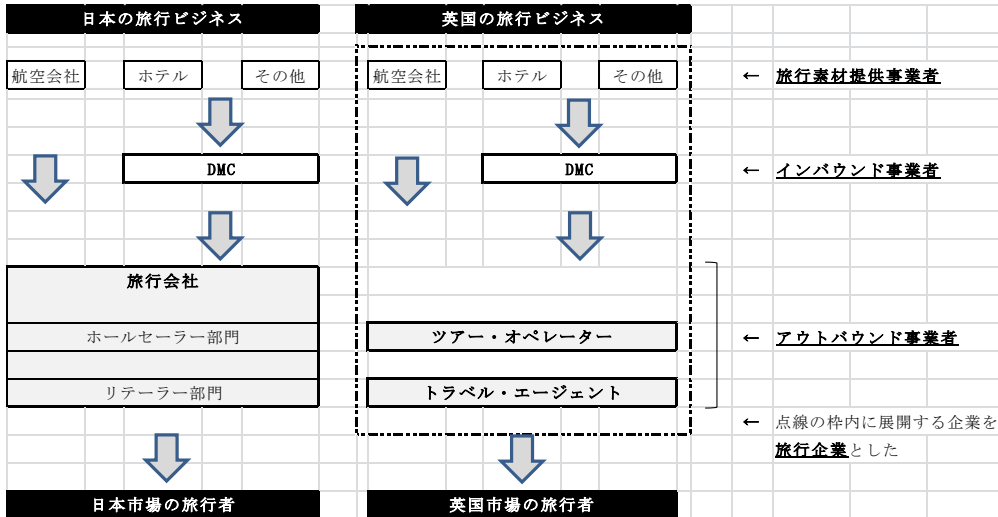
当論文では研究対象として取り上げたTUI社やクオニ社のように、旅行ビジネスにおいて業態の垣根を超えて事業展開する企業を旅行企業とした。また両者顧客の主たる目的地は国内ではなく海外であったことから、海外旅行商品のバリューチェーン全体を捉え、アウトバウンド事業のみならずインバウンド事業にも注目することとした。

アウトバウンド事業においては、パッケージ・ツアー造成及び卸売りを行うものをツアー・オペレーター、その販売を主たる業務とするものをトラベル・エージェンメントとした。一方インバウンド事業者においては、デスティネーションにおける専門性を活用し、顧客である発地の旅行企業のニーズだけでなく、着地の旅行サービス提供機関の代理機能を果たすことから、デスティネーション・マネージメント・カンパニー（以下DMC）とした。

<sup>13</sup> 国際観光振興会『JNTO国際観光白書2002年版』国際観光サービスセンター、299-307ページ

<sup>14</sup> Vellas, Becherel (1995) *International Tourism*, Macmillan Business, pp163. (山上徹 (2004) 『国際観光論』白桃書房、33ページ)

図2 海外旅行ビジネスの概要



出典：小林弘二（2007）『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』見洋書房 13 ページの

図1-1 日・英海外旅行商品 流通システムの比較をベースに筆者の旅行業経験に基づき加筆を加えた。

### 第3節 経営戦略の実行手段としてのM&A

グローバル規模での業界再編や情報技術が急速に進展している環境の中で、M&Aは経営戦略を実行する上での重要な手段の一つと考えられている。その中でM&Aが企業経営に与える影響や、M&Aをいかに効果的に実行していくかについて活発に議論がなされており、従来から多くの研究分野において分析されているテーマである<sup>15</sup>。ここではM&Aの予備的考察及びM&Aに関する先行研究を整理した上で、旅行産業に合致したM&Aの類型化を試みる事としたい。

#### 1. M&Aとは

##### (1) M&Aの定義

M&Aとは合併を意味する Merger と、企業買収を意味する Acquisition が統合された言葉であり、法律上の概念としては合併と買収との二つの事象があることになるが、欧米では通常M&Aとして一つの経営戦略上の概念として捉えている。しかしながらM&Aという用語は、その捉え方や対象とする内容が異なる幅広い概念であり、ラジュー(1998)は次のように定義している。まず狭義のM&Aは取引の性質に基づくテクニカルな意味を表し、合併 (Merger) は一方の実体が解散して他方に法的に吸収される吸収合併と、両方の実体が解散して第三の実体を設立する新設合併のような所有権の移転に分類される。そして買収 (Acquisition) とはある会社が他の会社の支配権を獲得する行為であり、所有権が企業間で移転することを言う。

広義には、合併 (Merger) とは重要な経営資源・管理・技術の統合に対する計画を成し遂げた買収に対して使われる<sup>16</sup>。つまり、買収企業が被買収企業を統合した状態のことを合併企業とするものである。合併とは、「ほぼ同規模の2つの企業が結婚するようなものである」と、英国の法律家ワインバーグ (M. Weinberg) が述べたことは印象的である<sup>17</sup>。

M&Aに関する経営学関連の文献では、「合併」「買収」「M&A」を上記のような定義にそって正確に区別せずに使用しているのが殆どであり、文献を読む限りどれを使っても内容には大きな違いが見られないのが現状である<sup>18</sup>。一方で大野(2013)は「M&A」という用語が一般に定着・普及しているように、実務界においては「合併」「買収」は、ほぼ同一のものとして認識されていることを認めた上で、その理由を買収企業が被買収企業を組織的にも戦略的にも統合するケースが一般的だと認識されているからだと言及している。

##### (2) M&Aの目的

M&Aの究極的な目的は通常2つ以上の組織が結合し、経営権の異動を伴いより大きな一つ

<sup>15</sup> 中村公一(2003)『M&Aマネージメントと競争優位』白桃書房、9ページ

<sup>16</sup> Lajoux,A.R(1998) *The Art of M&A Integration*, McGraw-Hill

<sup>17</sup> G.Newbound(1970) *Management and merger Activity*, Guthstead,p.24.

<sup>18</sup> 前掲、中村公一(2003)、11ページ

の組織になることである。ローゼンスティールら（1955）によれば、M&Aの目的は、組織の有効性を高め、当該事業分野での自組織の立場を強化するだけでなく、新事業分野への参入によるリスクの分散や収益性の向上を実現し、将来の発展可能性を高めることとしている<sup>19</sup>。換言するならば、M&Aの目的は基本的に自組織の業績を改善することである。この為、市場支配力の向上、多角化の実現、生産能力の向上、生産コストの縮小といった下位目的がM&Aによって追求される<sup>20</sup>。

## 2. M&Aに関する先行研究

ラーソン&フィンケルスティン(1999)は、M&Aの研究分野として経営戦略論、経済学、財務論、組織論、人的資源管理論に分類し、それぞれの研究が対象とするテーマに関して整理している。経営戦略論では多角化戦略に関する研究を中心として事業関連性と業績の関係を分析。経済学ではM&Aの動機としての規模の経済や市場支配力の問題、会計的基準の尺度で財務業績を説明している。また財務論では株式市場基準で株価変動を、組織論では特にポストM&Aの組織統合に焦点を当て企業文化の衝突や組織間調整の方法などを分析する。さらには人的資源管理論ではM&Aの従業員に与える心理的問題、コミュニケーション問題、キャリアに対する影響を対象にしている。此の様にM&Aは関連分野が多岐に渡っている事から、その研究分野も自ずと多くなり複雑化する。

一方スダーサム（1995）はM&A研究をそのプロセスに基づき整理した。実際M&Aプロセスは準備段階・交渉段階・統合段階に分類される。準備段階とは全社的な戦略目標を達成する手段としてM&A戦略を立案し、その中で候補企業の探索を行って戦略的評価によって絞り込む段階である。交渉段階とは、選択した企業に対する財務的評価から買収価格を算定し、実際に交渉を進めて契約を締結するまでの段階である。統合段階は、組織統合を行う為に統合アプローチを展開していき、企業間で戦略・組織・文化の融合が図られる<sup>21</sup>。そしてハスペスラ&ジェミソン(1991)は準備・交渉段階を意思決定プロセス、統合段階を統合プロセスと整理した<sup>22</sup>。これに筆者自らのM&Aの経験を照らし合わせ、本研究ではM&Aの先行研究を買収を実行するまでのプロセスと買収後の統合に関するプロセスに基づき整理することとしたい。

### (1) 買収実行前プロセスからのアプローチ

買収実行前プロセスにおいては戦略的側面に注目した戦略適合性研究が主流である。中村(2003)は、戦略適合性研究は自社とどのような関係を持つ企業を買収すれば優れた成果を創出

<sup>19</sup> Rosensteel,D.H& B.DBaer(1955)*Merger:Their Effect on Executive Compensation*,The Management Review, pp.450-495.

<sup>20</sup> 林伸二（1993）『日本企業のM&A戦略』同文館出版、5ページ

<sup>21</sup> Sudarsanam,P/S/(1995)*The Essence of Mergers and Acquisitions*, Prentice-Hall

<sup>22</sup> Haspeslagh,P.C.&D.B.Jemison(1991)*Managing Acquisitions*,Free Press.

し易いかに焦点を当てており、多角化戦略実行における事業関連性を対象としたものと、買収前の分析と計画がM&Aの成功を導くとする研究の2つに大きく分類できるとしている。

多角化戦略における事業関連性と企業の間接関係を分析する研究とは、多角化戦略を実行する時に、どのような市場を対象にし、どの企業を買収するのかという戦略的側面に注目している。この研究の先駆的業績であるルメルト(1974)では、企業の業績と採用した経営戦略及び組織形態の関係を多角化戦略の視点から分析し、業績は製品-市場範囲の大きさよりも企業のタイプに、また事業数よりも事業相互間の関連性に密接に関わっていると結論づけた。またアンゾフ(1965)は新規事業分野に進出する際は、創業と操業という2つの段階を伴い、それぞれの段階で発生する費用に対して事業間で関連性があればシナジーが働くとした<sup>23</sup>。

買収前の分析と計画がM&Aの成功を導くとする研究については、外部の環境分析による機会と脅威の分析と、内部環境分析による強み・弱みの分析の結果により経営戦略が策定されることから、より現実的で適切な標的企業が選定できるとするものであった。アンゾフ(1971)は事前を買収計画を策定し、それに基づいて行われたものは優れた成果を上げていると指摘している<sup>24</sup>。

しかしながらこれらの研究については課題も多い。実際分析に重点を置く研究ではM&Aに関連する人々を合理的意思決定者として考えているが、現実の人間は情報収集能力と予想能力に限界がある「限定された合理性」に基づき意思決定を行うものである(サイモン、1976)<sup>25</sup>。また買収前の分析だけでは買収対象企業に対する情報の全ては分からず、買収後に失望する結果に終わる場合が多くある(プリチット、1997)<sup>26</sup>。これは単に買収前の調査が不適切で不正確だったということだけでなく、被買収企業は重要な情報を隠匿している可能性もある。さらに買収対象企業の評価においても意思決定者は相手企業を過大評価する傾向にあると指摘される(チュエム&シュエンク、1986)<sup>27</sup>。こうした批判を受けて戦略的適合性研究は、ブラックボックスとして考えられていた組織的側面における適合性に注目した研究へと展開する(中村、2003)<sup>28</sup>。

## (2) 買収実行後プロセスからのアプローチ

買収実行前の戦略的適合性研究の批判を受け、M&Aのパフォーマンスに直接的な影響を与えるのは買収実行後両企業の経営資源を効果的に利用し成果を上げる組織統合段階であることから、組織的な適合性を焦点とした研究が展開される<sup>29</sup>。

<sup>23</sup> Ansoff, H.I. (1965) *Corporate Strategy*, McGraw-Hill. (広田寿亮訳『企業戦略論』産能大学出版部, 1969年)

<sup>24</sup> Ansoff, H.I., R.G. Brandenburg, F.E. Portner & R. Radosevich (1971) *Acquisition Behavior of U.S. Manufacturing Firms 1946-1965*, Vanderbilt University Press. (佐藤禎男監訳『企業の多角化戦略』産業能率短期大学出版部, 1972年)

<sup>25</sup> Simon, H.A. (1976) *Administrative Behavior*, 3rd edition, Free Press. (松田武彦・高柳暁・二村敏子訳『経営行動』ダイヤモンド社, 1989年)

<sup>26</sup> Pritchett, P., D. Robinson & R. Clarkson (1997) *After the Merger*, revised edition, McGraw Hill.

<sup>27</sup> Duhaime, I.M. & C.R. Schwenk (1985) "Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestment Decision Making", *Academy of Management Review*, Vol. 10, No. 2, pp. 287-295.

<sup>28</sup> 前掲、中村公一(2003)、31ページ

<sup>29</sup> 前掲、中村公一(2003)、32ページ

## ① 組織統合とそのレベル

組織統合とは共通の目標を達成する為に企業間で組織的活動と組織的資源を調整することであり、潜在シナジーを創出する為の価値創出活動である<sup>30</sup>。統合のレベルは、組織の構造的側面、管理的側面、文化的側面におけるポストM&Aの変革の程度と定義できる<sup>31</sup>。理論的には高いレベルの統合は潜在シナジーの実現を促進する。一方で高レベルの統合は調整コストや組織間コンフリクトの可能性を増大させ負のシナジーを招いてしまう。したがって、統合レベルは、買収のタイプ、企業経営の特徴、対象となる機能によって変化させる必要がある。

統合レベルの特徴については、シュウエイガー&ウォルシュ (1990) が分析している。低いレベルでは技術的・管理的変化が小さいために、経営資源の共有やコミュニケーションを促進する経営システムの標準化は不十分である。中間レベルでは、物理的・知識ベースの資源が共有され価値連鎖内に変化がみられることである。この段階の管理的変化は、報告関係や権限委譲などの修正が行われる。高レベルでは、すべての経営資源の広範囲な共有が実現される。そして、被買収企業の完全な組織的・文化的吸収や、買収企業の経営手法・管理体制・計画システム・各種手続きが移転され、それが日常業務の中で採用されることとなる。

次に統合レベルを決める要因である。パブロ(1994)はタスク特性、文化特性、政治特性があると指摘する。タスク特性とは戦略的意図、買収企業の持つ重要な資源やスキルの移転と共有である。これを実現するには組織間の価値活動間連結が必要となる。一方で被買収企業の独特な能力の構築の基盤となっている組織的特性がある。したがって過度な相互依存は被買収企業の独自性を消滅させる可能性が出てくる。つまり統合計画決定において、戦略的タスクを重視する場合には相互依存的な関係を、組織的タスクを重視する場合には自立的な関係を構築することが要求される。文化特性とは組織間の文化的差異や多様性の問題である。ディール&ケネディー (1982) は、M&Aにおいて組織文化は重要な内部変数であり、統合の調整と管理機能に対して役立ち、変化の激しい状況下で組織的安定性を促進し、組織メンバーにアイデンティティの意識を構築するものとしている<sup>32</sup>。政治特性とは組織間コンフリクトを抑制する手段としてビジョンの共有とパワーを、統合促進・管理機能として活用するかである。

## ② 組織のハード的側面

組織統合のハード的側面は、まず被買収企業を買収企業に取り込むことを実現するた

<sup>30</sup> Pablo,A.L.(1994) "Determinants of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective", *Academy of Management Journal*, Vol.37, No.4, pp.803-836.

<sup>31</sup> 前掲, Pablo(1994)

<sup>32</sup> Deal,T.E.&A.A.Kenedy(1982) *Corporate Culture*, Addison-Wesley Longman.(城山三郎訳『シンボリック・マネージャー』新潮社, 1983年)

めに、組織構造を同一化することである。具体的には職能性・事業部制などの組織形態、分権・集権に基づく権限責任体制、更には管理者の地位変化も考慮すべき点である。バーデンフラー&ボショッチ（1996）では重複した機能の統廃合や人材の融合によってより効率的な組織を構築する上で、販売・生産・財務機能に注目して、統合の困難性を分析した。またダッタ（1991）は従業員の行動に影響を与える重要な要因として報酬・評価システムを指摘した。最終結果志向なのかプロセス志向なのか、報酬・評価システムは統合の困難性を予測するのに役立つとした<sup>33</sup>。また近年の経営において情報システムの重要性は益々高まっており、その統合がM&Aを成功に導くかどうかの重要な役割を果たしているとも指摘されている<sup>34</sup>。

### ③ 組織のソフト的側面

中村(2003)では、組織のソフト的側面における適合性を焦点とする研究は、M&Aの大部分が失敗に終わっている原因の一つは、人に関する側面の洞察が欠如していたからであるという問題意識から出発しているとは指摘している<sup>35</sup>。カートライト&クーパー（1996）では、人の統合を human synergy という用語で示し、M&Aとは本質的には組織文化の融合をも含む人的活動であると指摘する<sup>36</sup>。そして統合活動によって組織の経営スタイル、アイデンティティー、シンボルを変更する場合も、このようなソフト的問題が大きい影響を持っている。この研究では、組織統合によって新たに発生する組織内部の問題点に注目している。ジェミソン&シットキン(1986)では、M&Aは不連続的であり、将来に対する不確実性や曖昧さを伴うために、従業員の心理面に対してネガティブな影響を与えるとしている。またカートライト&クーパー（1996）では、M&Aは被買収企業の従業員や管理者に対してトラウマを作るとも指摘されている。さらにウェーバー（1996）はトップマネジメントチームの行動的・態度的問題に原因を探索した。

仕事をする上で新しい方法と古い方法の間に不一致が生じる場合に、文化的ショックが生じる。其の様な場合には、人々は初めに混乱し、不満や不安を感じ、変化に抵抗を示す<sup>37</sup>。これによって本来は企業の目標を追求される為に使われるべき時間とエネルギーが、各自が自己の利益を保護する為に使うという状況に陥るのである<sup>38</sup>。シャツェリー（1992）が実施した実証実験によると、被買収企業は買収企業の組織文化に適合することが高い業績につながる事が証明された。

<sup>33</sup> Datta,D.K.(1991)“Organizational Fit and Acquisition Performance”,*Strategic Management Journal*, Vol.12,pp.281-297.

<sup>34</sup> McKierman,P.&Y.Merali(1997)“Integrating Information System after a Merger,Creating Value through”,*Acquisitions, Demergers, Buyouts and Alliances*,Pergamon,pp.59-76.)

<sup>35</sup> 前掲, 中村公一(2003), 36 ページ

<sup>36</sup> Cartwright,S.&C.L.Cooper(1996)*Managing Merger, Acquisitions and Strategic Alliances*,2<sup>nd</sup> edition,Butterworth-Heinemann.

<sup>37</sup> Pritchett,P.,D.Robinson & R.Clarkson(1997)*After the Merger; revised edition*,McGraw Hill.

<sup>38</sup> Buono,A.F.&J.L.Bowditch(1989)*The Human Side of Mergers and Acquisitions*,Jossey-Bass(上田武・高梨智弘訳『合併・買収の人材戦略』日経 BP 社, 1991 年)



### (3) M&Aプロセス全体を通じたアプローチ

戦略的適合性研究の特徴は買収実行前プロセスにフォーカスしたことである。その後組織的適合性研究においては、戦略的適合性研究の弱点であった統合プロセスにフォーカスした。本来M&Aは一連のプロセスとして考えるものであるが、どちらのアプローチもプロセス全体を俯瞰した視点が欠如しており、M&A全般に関わる研究としては不十分と言わざるを得ない。これらの適合性研究の欠点を補足したのがM&Aプロセスを分析対象としたプロセス研究である。

プロセス・パースペクティブとは、意思決定プロセスと統合プロセスの両方に焦点を当てたものであり、M&Aを一連の流れの中で考えている。意思決定段階からポストM&Aで行う統合計画を策定することは、その後に企業の進むべき方向を明確にするので、マネージャーは戦略的要因だけでなく組織的要因も考慮して対象企業を選択すべきである<sup>39</sup>。

中村（2003）は、このパースペクティブでは、M&Aにおける価値創造、つまり成功と失敗に対する影響要因を、戦略や組織間の適合ではなく、プレM&Aの意思決定プロセスからポストM&Aの統合プロセスという一連のM&Aプロセスに求め、各プロセスで派生するさまざまな障害とそれに対する積極的なマネジメントの側面を考えているのが特徴であると指摘している。

### (4) 新たな視座とアプローチ

これまでのM&Aは個別物件について統合ありきで研究が進められていた。しかしながら実際のM&Aは戦略目標を達成する為に複数回のM&Aが実行されている。またシナジー創出の為に統合は当然のアクションと見なされていたが、非統合の優位性についても議論されるようになってきた。

#### ① マルチプルM&Aの経営戦略

経営学的にM&Aを分析した先行研究においては、1対1の合併や買収というダイアド関係を暗黙の前提として議論が展開されてきた。さらにM&Aは、通常は一度しか経験しない特殊な一回限りの出来事として考えられているのが特徴であった<sup>40</sup>。仮に複数企業を買収している場合でも、その中から1つの事例を抜き出して単独的に分析する傾向にあり、マルチプルという視点は欠如していた<sup>41</sup>。

マルチプルM&Aとは成長を目的とする戦略目標を達成する為に、1つの企業が複数の企業を買収していく積極的な手法であり、一回限りのM&Aでは達成できない効果を期待して

<sup>39</sup> Pablo,A.L.(1994) “Determinants of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective”, *Academy of Management Journal*, Vol.37, No.4, pp.803-836.

<sup>40</sup> 前掲, 中村公一(2003), 61 ページ

<sup>41</sup> Kaplan,S.N.,M.L.Mitchell&K.H.Wruck(2000) “A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions”, *S.N.Kaplan ed, Merger and Productivity*, The University of Chicago Press, pp.179-237.

いる。ここで注目すべきはマルチプルM&Aの目的とマネージメントである。マルチプルM&Aの目的は、技術開発や市場拡大における時間短縮効果を狙った成長志向による買収戦略である。非関連事業を増やし企業敵国を構築していくようなコングロマリット型のM&Aはそれに該当せず、すべてのM&A活動は戦略目標のもとで一貫して行われている。従って、結果的に複数の企業を買収したというものではなく、戦略目標を達成するための手段としてM&Aを実行することが決定されているのである<sup>42</sup>。

またマルチプルM&Aは新たな課題をもたらした。個別のM&Aプロセスの最適化を考えるのではなく、全体の最適化を考える必要性が生じたのである。関係会社の自主性を活かしながらグループ全体としての統合をいかに図っていくかであり、企業グループ全体としての成長と最大化が目的とされる。つまりグループ構造はヒエラルキー構造からネットワーク構造へ変化し、親会社からの所有の論理を基盤とした一方的強制力ではなく、相互理解の精神に基づいた関係の構築という統合に変化するるのである。

## ② 非統合型買収

M&A戦略の成功要因としてM&A後の統合マネージメントが中心的課題として議論がなされてきたが、近年M&A後に統合を実施しない非統合型買収の優位性が議論されるようになった。ハスペラ&ジェミソン(1991)は、買収を合併とは異なる企業活動と認識し、買収後の統合問題に注目し、被買収企業の組織的自立性と戦略的依存度の2次元から統合アプローチを「保存アプローチ」「吸収アプローチ」「強制アプローチ」「変革アプローチ」の4つに類型化した。そして買収企業が非買収企業を統合しないアプローチとして、被買収企業の自立性が高い保存型と共生型の2つの統合アプローチを提示した<sup>43</sup>。

さらに大野(2006)が投資会社運用する企業買収ファンドによる買収事例の中に、被買収企業の経営の自立性を尊重する非統合型買収があることを指摘した。また戦略的提携の研究を進めているケール&シン(2009)は、提携能力がより広範な組織間関係のマネージメント能力に拡張可能であることを主張し、ある特定の形態の企業買収には提携能力が適用可能だと述べている。それは買収後に被買収企業の独立性を維持するパートナーリング・アプローチ型買収であり、これまで研究者や実務家により殆ど議論されてこなかったと指摘している<sup>44</sup>。

次にシナジー創出の観点から、統合の程度について分類したのがアーウィン(2007)であった。買収統合において①2社がどの程度統合すればシナジーによる利益を実現できるか②被買収企業の組織形態を維持する事がどの程度重要か③どの程度時間をかけて統合を行うべきかの3点を考慮する必要があるとし、「隔離型買収」「維持型買収」「征服型買収」「共同型買収」の4つの買収統合アプローチを提示している。

<sup>42</sup> 前掲、中村公一(2003), 67 ページ

<sup>43</sup> Haspeslagh, P.C. and D.B.Jemison(1991)*Managing Acquisition: Creating value through corporate renewal*, New York: The Free Press

<sup>44</sup> Kale, P. and H. Singh(2009) "Managing Strategic Alliances: What do we know now, and Where do we go from where?" , *Academy of Management Perspectives*, August, pp.45-61.

### 3. 旅行産業に合致したM&Aの類型化

旅行産業は無形のサービスを取扱う産業であり、サービスの提供者であるヒトの扱いが極めて重要であることから、M&A後の統合には十分配慮する必要がある。折しも前述のとおり先行研究においてもM&A戦略の成功要因としてM&A後の統合マネジメントが中心的課題として議論がなされてきたが、近年M&A後に統合を実施しない非統合型買収の優位性が議論されるようになったことが論じられている。については旅行企業のM&Aを整理する上ではM&A後の組織統合の実施可否についてはまず注目したい。そしてその類型化については、大野(2010)は、企業合併が法的独立性の喪失を伴う企業連携が基本であるが、買収は企業統合を伴うものと伴わないものに分類、その上で企業統合を伴うものは経営・組織・製品ブランドの3次元から類型化出来るとしている。実際旅行企業のM&Aにおいてブランドの扱いが一つの重要課題となっていることから、この考え方を活用したい。

他方M&Aを実行するにあたって買収企業と被買収企業による主要戦略間関係が最も重要であることは言わずもがなである。戦略に基づくM&A類型化については、アメリカ連邦取引委員会によるとM&Aのタイプは、同一地域内で類似するサービスを提供する会社を対象とする水平型M&A戦略。合併前に売り手、買い手の関係にあった会社を対象とする垂直型M&A戦略。現有市場の商品と競合していないサービスを提供している会社を対象とする製品拡張型M&A戦略。類似商品を異なった地域で販売する会社を対象とする市場拡大型M&A戦略。異質の商品と市場を有する会社を対象としたコングロマリット型M&A戦略の5つに分類されている。これに加え近年事業の選択と集中を目的にリストラクチャリングの一環としてダイベストメントが実施されることから、ここにも触れることとしたい。については旅行産業の特徴を鑑み、戦略・統合アプローチによる旅行産業に適したM&Aの類型を纏め、この類型に基づき旅行企業が実施したM&Aを分類し分析する。

#### (1) 戦略に基づくM&Aの類型

##### ① 水平型M&A戦略

同一地域内で1つ以上の同一又もしくは類似した製品を生産する会社とのM&A。これは同種の製品やサービスを生産・配給している企業間で行われるM&Aである。統合した場合、当該業界に属する企業数は減り、統合した企業のマーケットシェアは増大する為、市場における競争は影響を受け変化が生ずる。具体的には、同地域でのトラベル・エージェンツ間やツアー・オペレーター間でM&Aが実施される事で、市場シェア拡大と経営効率向上を目的とすることなどが、旅行産業では考えられる。

##### ② 垂直型M&A戦略

合併前に売り手-買手の関係にあった会社とのM&Aであり、生産・配給過程上異なった段

階に位置する企業同士のM&Aである。これは前進的垂直統合と後進的垂直統合とに分けられる。前者は統合が最終消費者に向かって行われる場合であり、メーカーが卸商を合併するケースなどがそれにあたる。後者は、統合がそれとは逆の方向に行われる場合であり、メーカーが原材料生産者を統合するケースなどがこれに当たる。具体的にはツアー・オペレーターが後進的垂直統合としてチャーター航空企業を統合。そして前進的垂直統合としてトラベル・エージェントを統合することで、経営効率向上を目指す取組みなどである。

### ③ 製品拡張型M&A戦略

製品は機能関連しているが、その市場が買収企業の現有商品の市場と競合していない会社とのM&A。これは買収企業の製品ラインを拡張するもので、製品の生産技術上の関連によって技術的シナジーの効果を発揮させる性格の戦略である。具体的には専門性を有する旅行企業や旅行目的を満たす企業、例えば語学研修やスポーツ大会運営会社などのM&Aである。既存の販売チャンネルを最大限活用し、新たな商品や価値を提供する事で、事業拡大を目指すものである。

### ④ 市場拡大型M&A戦略

買収企業が同一もしくは類似の製品を異なった地域で販売しようとする場合のM&Aである。水平型M&A戦略は同一地域内での取組みであるのに対して。市場拡大型M&A戦略は海外も含む他地域への市場拡大を目的とする。具体的には、英国市場の大再編期においてTUI社やクオニ社が実行を試みた戦略であり、特定市場において圧倒的な市場シェアを獲得した企業が、隣接または類似する市場に対して参入する際に活用された。まさに市場のグローバル化の手段であった。

### ⑤ コングロマリット型M&A戦略

異質の製品と市場を持っている会社間のM&A。コングロマリット統合では、合併当事者企業で生産される製品やサービスの間、殆どかあるいは全く関連性が無いのが特徴である。具体的にはTUI社がインフラ産業から旅行産業に進出した際のM&Aなどが該当すると考えられる。一方でトーマス・クック社やクオニ社が旅行事業を広義の金融事業と定義し、金融関連企業とのM&Aを積極的に行ったケースは、一見コングロマリット型M&A戦略に見えるが、実際は顧客の旅行に関するニーズから発生した分野への進出であり、前述の定義である製品やサービス間に全く関連性がない分野への進出には当てはまらない。

## (2) 企業統合に基づくM&Aの類型

大野(2010)は、企業買収後の統合アプローチによる分類では、企業合併が法的独立性の喪失を伴う企業連携が基本であるが、買収は企業統合を伴うものと、伴わないものに分類される。その上で企業統合を伴うものは経営・組織・製品の3次元から類型化出来るとしている。

① 経営統合

経営統合は、企業間におけるトップマネジメントの戦略的意思決定の統合と捉えられる。買収企業が被買収企業の経営権を所有すると同時に経営権の執行も行う企業間関係である。ここでは被買収企業に対して買収企業が執行者を派遣し、その主導権を握っていたかをポイントとする。

② 組織統合

当事者企業間におけるミドルマネジメントの管理的意思決定の統合と捉えられる。例えば企業買収後に当事者企業間の部門組織の業務が一つに統合された場合、統合された部門組織のマネージャーが業務を進める上で下す管理的意思決定は1つに統合されることになる。

③ 製品ブランド統合

企業間で製品ブランドを統一することである。第一の形態は新たな製品ブランドを立ち上げ共同で利用する形態、第二の形態は一方の企業のブランドに統一する形態である。

4. 今回用いるM&Aの類型

上記の分類に基づき、図1のとおり一旦戦略・統合アプローチによるM&Aの類型を纏め、この類型に基づき、旅行企業が実施したM&Aを分類し分析することとしたい。

図3 戦略・統合アプローチに基づく旅行企業向けM&A類型

			統合アプローチ			
			1	2		
			非統合	統合		
				2-1	2-2	2-3
			経営	組織	ブランド	
戦略 ア プ ロ ー チ	A	水平型戦略	A1	A2-1	A2-2	A2-3
	B	垂直型戦略	B1	B2-1	B2-2	B2-3
	C	製品拡張型戦略	C1	C2-1	C2-2	C2-3
	D	市場拡大型戦略	D1	D2-1	D2-2	D2-3
	E	コングロマリット型戦略	E1	E2-1	E2-2	E2-3

出典：Galbrath,C.S. & C.H.Stiles(1984) “Merger Strategy as a Response to Bilateral Market Power” *Academy of Management Journal* 273,pp.511-524.と大野和己 (2010) 『企業買収戦略としての買収統合アプローチの選択－非統合型企業買収及び連携型企業買収の可能性－』青森中央学院大学研究紀要第14号、に基づき、筆者が分類した。

## 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～

1841年トーマス・クック氏が鉄道を使ったエクスカーション<sup>45</sup>を実施した。これ以前にも団体旅行の歴史はあるが、このエクスカーションツアーが現代マスツーリズムの発展に大きく貢献することになる<sup>46</sup>。その後交通インフラの発展に伴い旅行産業は着実に発展してきたが、2度の世界大戦によりその発展が妨げられたことも事実である。まさに旅行産業が平和産業と言われる所以である。

第1章では旅行業の誕生から欧州旅行業大再編前までのクオニ社及びTU I社の史実を分析した上でM&Aの特徴を論ずることとしたい。旅行企業は交通インフラの進展に伴い誕生し、経済発展により進化を遂げてきた。この進化と変化を好機と捉え、スイスにおいて旅行業界に参入したのがクオニ社であり、トーマス・クック氏の影響を大きく受けた会社である。その後旅行業が更なる発展を遂げることで、規模の経済が働く業界であることを見越し参入したのがTU I社であり、TU I社の分析を通じて旅行企業の発展形を模索する。

まずは、近代旅行業に大きな影響を与えたトーマス・クック氏による取り組みを、トーマス・クック社の史実に基づき近代旅行業の発展過程を俯瞰するところから始めたい。その上でクオニ社及びTU I社の発展とその背景にあるM&Aの特徴を分析することとしたい。

### 第1節 トーマス・クック氏による近代旅行業の始まり<sup>47</sup>

#### 1. 団体旅行の誕生

1841年7月5日、歴史的なエクスカーションの始まりであった。トーマス・クック氏のアイデアにより、禁酒運動を盛り上げる為に企画されたイベントであり、500人前後の運動員がレスター駅に集結したのである。トーマス・クックはこのイベントの為に列車のチャーターと軽食や紅茶の準備、娯楽やスピーチの手配から切符の宣伝・販売までをすべて一人でこなした<sup>48</sup>。

しかしながらこのイベントが世界で最初の団体旅行でなかったことははっきりしている。初めての団体旅行は、本城(1996)によると、1831年6月にマンチェスターの日曜学校の先生がリバプールまで日帰りしたものが最初の事例である。また旅行企業が存在すれば、1650年に誕生したビューロー・ダドレス・エ・ド・ランコントル<sup>49</sup>であったようだ。ここでトーマス・クックが近代旅行業の創始者と称されるのは、広告で募集し団体旅行を実施したことであり、これが最初の募集型主催旅行につながったからである。

<sup>45</sup> エクスカーションとは日帰り小旅行である。

<sup>46</sup> ピアーズ・ブレンド(石井昭夫訳)(1995)『トマス・クック物語 近代ツーリズムの創始者』中央公論社、23-24ページ

<sup>47</sup> 第1節の記述は、特に指定しない限りピアーズ・ブレンド(石井昭夫訳)(1995)『トマス・クック物語 近代ツーリズムの創始者』中央公論社を参考にした。

<sup>48</sup> 本城靖久(1996)『トーマス・クックの旅 近代ツーリズムの誕生』講談社現代新書、10ページ

<sup>49</sup> Loschburg, W, A(1979) *History of Travel*, London, pp.143-144.

## 2. パッケージ・ツアーの誕生

### (1) 国内パッケージ・ツアーとガイドブックの発行

1845年になるとエクスカーションの経験を生かし、宿泊を伴う団体旅行を企画した。その行き先はリバプールであった。トーマス・クックはツアー企画にあたり必ず自らで下見をし、現地を入念に調べた上で、現地を案内する為のガイドブックの作成も行った。印刷業と出版業で徒弟奉公していたトーマス・クックにとって、ガイドブックの発行は容易であった。当時ムレーやバガデなどのガイドブックは既に発売されていたが、自分が組織する団体旅行の為にガイドブックを編集・出版することは新しい試みであったのである。

次の試みはデスティネーションの拡大であり、人気を博したデスティネーションはスコットランドであった。スコットランドは1707年に連合法によってイングランドに統合されたが、国民感情は複雑であり、1822年まではイギリスの国王はスコットランドに足を踏み入れる事ができなかった。ところが歴史作家のウォルター・スコットがスコットランドを舞台とする小説を発表後、スコットランド旅行がブームとなったのである。団体旅行を造成する上での問題点は、まだ鉄道がスコットランドまで開通していない事であり、トーマス・クックはスコットランドへの団体旅行を実現する為に鉄道と蒸気船を活用する旅程を考案し、1846年に販売したところ大好評を得たのである。

その後スコットランドまでの鉄道が開通すると、更に多くの旅行者がトーマス・クック社のツアーに参加することになった。これはエジンバラまでの所要時間が短縮されたが、複数の鉄道会社を乗り継ぐ必要があり、添乗員による旅先案内が極めて重要であったことが最大の理由であった。しかしながらトーマス・クック社が扱う旅行者が増えるごとに、鉄道会社の不満が募っていた。それはトーマス・クック社が扱うと割引切符を利用することとなり、割引分だけ儲け損なったと解釈する者が増えたからである。結果的に1862年になるとスコットランドの鉄道会社がトーマス・クック社に対して団体割引切符の発行を拒否するようになる。これをきっかけにトーマス・クック社が本格的に海外に目を向けることになるのである。

### (2) 海外パッケージ・ツアーへの進出

初めての海外旅行は1855年に実施した。コースはベルギー・ドイツ・フランスの周遊型ツアーであり、最後にはパリの国際博覧会を見学するものであった。しかしながらこのツアーは赤字に終わった。理由はイギリスでの経験をもとに団体割引切符の交渉を行ったが受け入れられなかったからである。これ以降、労多くして益少なしの海外旅行は敬遠され、1861年まで海外旅行を実施していなかった。しかしながら前述のスコットランドツアーから閉め出されたトーマス・クック社は、海外に活路を見出さざるをえず、1863年再びパリを訪れ団体割引切符の交渉を行い成功したのである。

パリへのパッケージ・ツアーは大好評であった。島国育ちのイギリス人が国外に旅行するにあたり、言葉や習慣の違いは不安をかき立てる要素であり、これをトーマス・クック社のベテ

ラン添乗員が解消したことが勝因であった。更に労働者階級の生活が改善されるなどの社会環境の変化に伴い、海外パッケージ・ツアーが一般大衆にも急激に拡大したのである。まさにマスツーリズムの先駆であった。低価格による大量仕入れと薄利多売の原則を旅行の分野に適用することにより、それまで上流階級に限定されていた旅行を一般大衆でも楽しむことを可能にしたのである。

その後デスティネーションも拡大した。パリツアー成功後、1863年スイス、1869年エジプト、そして1872年には世界初の世界一周旅行を企画し自ら添乗した。一連の動きが国内旅行から海外旅行への発展であり、まさにパッケージ・ツアー進化の変遷と言えるだろう。

### 3. 事業ドメインの拡大

#### (1) ホテルクーポン事業への進出

ホテルクーポンは1868年から開始したサービスであったが、これは競合相手であったヘンリー・ゲイズ社が1865年に開始したサービスをトーマス・クック社が世界中に拡大させたものである。ホテルクーポンは、朝食・昼食・夕食・宿泊の4つの部分で構成されている。このクーポンを引き換える事で、加盟ホテルでのサービス提供が保証される仕組みである。

このクーポン制度はホテル・客双方にとって有益なものであった。ホテルにとっては客の増加が見込まれるし、客にとっては宿泊費がいくらか分らないなどの頭痛の種から解消されるのである。結果的にホテルクーポンの制度は急速に広まり、1890年代の初頭には、世界で1200ものホテルが、トーマス・クック社のクーポンを使うようになったのである<sup>50</sup>。

#### (2) 時刻表等の出版事業への進出

1873年、欧州大陸の時刻表と旅行手引書を出版し旅行周辺事業へ進出した。更に1874年には旅行者向けの観光ガイドブックを出版し旅行周辺事業の礎を固めるのである。当時は観光地情報が圧倒的に不足しておりデスティネーションを熟知する旅行企業が観光ガイドブックを製作することは理にかなっていた。またその主たる移動手段である鉄道情報の重要情報は旅の行程策定には必要不可欠なものであり、これを消費者に共有することを事業としたのである。当該戦略は顧客の旅行に纏わる総需要を吸収する戦略であり、旅行者の旅行に対する動機付けと購買準備行動を促す面で大いに役立った。実際当該ビジネスモデルは日本の旅行企業も取り入れ、サービス提供していたことから明らかである。

#### (3) 外貨両替事業及びトラベラーズ・チェック

トラベラーズ・チェックの元祖とも言えるサーキュラーノートを発行したのは、トーマス・クック社と提携関係にあったアメリカ人ジェンキンズであった。サーキュラーノート自体は

<sup>50</sup> 荒井政治 (1989) 『レジャーの社会経済史』 東洋経済新報社, 105 ページ



1772年ロンドン・クレジット・エクスチェンジ社（London Credit Exchange Company）が発行した旅行者向けの為替手形であるが、トーマス・クック社と契約を結んでいるホテル・旅行代理店のネットワークで現金化できるようになり、大幅に利便性が向上し実用化した事が、トーマス・クック社による進化であった。その後旅行に不可欠である現金を、より安全で利便性が高い旅行者向け小切手として発行する。これら事業を本格的に成長させる為に1878年外貨両替事業部門を設置した。この一連の動きは旅行業を中核に、その周辺に事業ドメインを拡大させたことを意味する。顧客である旅行者のニーズを的確に汲み取ることにより、旅行企業の事業ドメインは拡大したのであった。

#### 4. グローバル戦略による市場の拡大

##### (1) 業務提携によるアメリカ進出

1872年にトーマス・クック社はアメリカ人ジェンキンズ氏とパートナーシップを締結。ニューヨークに事務所を構え、エクスカーション誌の発行を始めた。そして僅か1年で年間1400人ものアメリカ人を欧州に送客し、アメリカ国内にもボストン・フィラデルフィア・ワシントンに支店を開設するなど急成長させた。しかしながら1873年にウィーンで始まった金融恐慌が年末にはアメリカにも影響し世界恐慌の様相になり、アメリカでのトーマス・クック社の業績は低迷した。更にジェンキンズの拡大政策が裏目にでた。取り扱いは拡大したが、先行投資も大きく一向に利益に繋らなかつたのである。

この状況にトーマス・クックの息子であるジョン・メイソン・クック氏は痺れを切らし、提携の解消を申し出たのである。残念ながら提携解消は円満解決できず司法の場に委ねられたが、結果的にはジョン・メイソン・クック氏に有利な判決となり提携は解消された。その後ジョン・メイソン・クック氏は自らでアメリカ市場の開拓を行い事業規模の拡大を図ったのである。

##### (2) インバウンド及びアウトバウンド事業拠点としての自前展開

トーマス・クック社は1870年代から次々に海外支店を開設していった。コンセプトはロンドンからの海外旅行者にサービスを提供するインバウンド部門と現地の旅行者に旅行商品を販売するアウトバウンド事業であった。1872年ジュネーブ、1873年カイロ、そして1874年にはダブリンとローマに支店を開設した。更に1881年にはインドの可能性にいち早く目をつけ、ボンベイに支店を開設した。これ以降トーマス・クック社はインドと積極的に関わり、大英帝国の旅行代理店と呼ばれるようになるのである。

#### 5. 垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルによる差別化

1886年ジョン・メイソン・クック氏は、豪華クルーズ船をナイル川で就航させた。1869年にエジプトへのツアーを催行してから17年、他社との差別化を図るべく自社運行に踏み切ったのであ

る。過去のナイル川クルーズは悲惨なものであった。ナイル川クルーズを楽しむ為にはクルーズ船をチャーターする必要があったが、その大半の船の衛生状態が劣悪であったのだ。これを改善したのがトーマス・クック社による所有と自社催行であり、エジプトの旅行産業に大いに貢献したのである。またエジプトのベストシーズンは冬であり、陰鬱な北部欧州地域から脱出し、太陽が輝くデスティネーションとしてエジプトが注目され、それに伴い1876年にはウィンターパレスホテルをオープンしホテル事業にも進出した。

この動きは将来の旅行企業のあるべき姿を左右する極めて重要な史実である。それは旅行企業の役割は単なる代理機能に留まるのか、それとも垂直統合によりバリューチェーン全体を所有・管理し、旅行にまつわるサービスを総合的に自らが提供することで、商品造成・販売機能をも担うのかの大きな岐路であった。今日の旅行企業の定義に大きな示唆を与えるものであったと筆者は考えるのである。

## 6. 第1節のまとめ

19世紀の欧州においてトーマス・クック社により近代旅行業がスタートし発展した。旅行商品及びサービスの質的発展の観点からは、鉄道などの単一サプライヤーを活用した日帰り旅行から宿泊付きパッケージ・ツアーへ、そして鉄道のみならず船舶など複数の交通事業者を活用したパッケージ・ツアーへ発展した。その後パッケージ・ツアーのデスティネーションを国内から海外に拡大することで、国内外問わず旅行商品が提供できる体制が整ったのである。

またトーマス・クック社は旅行商品の提供に留まらず、旅行をより快適に便利に楽しめる工夫をビジネスにした。デスティネーションの魅力を詳細に伝えるガイドブック、鉄道のスケジュールを正確に伝える時刻表、海外旅行での通貨にまつわる課題を解決するトラベラーズ・チェックなどである。さらに旅行者が価格とサービス内容に不安を感じる事実を直視し、その課題解決策となり、ホテル側にとっても販売促進につながるホテルクーポンなど、旅行周辺事業にもそのドメインを拡大し、更には成長戦略の一環としてその市場を英国から世界へ、そして単なる代売業から総合旅行サービス創出企業へ踏み出したのである。

一方、旅行業経営の観点からは異なった世界観が広がる。鉄道事業社等サプライヤーの代理機能だった旅行会社を、トーマス・クック社自らがリスクを持って仕入れを行い主催する商品造成・販売機能を有する会社に進化させたのである。その後ナイル川クルーズの船舶購入を通じてコンテンツを所有したことも注目すべき点である。近代旅行業の礎を築いたトーマス・クック社の発展は、まさに旅行にまつわる課題解決の歴史であり、今後の旅行企業経営を考える上で重要な時期であった。

## 第2節 アルフレッド・クオニ氏によるスイスから発展した旅行事業【クオニ社小史】<sup>51</sup>

### 1. クオニ社の創業と2度の世界大戦による混乱（1906年～1944年）

#### （1）創業期（1906年～1913年）

クオニ社は1906年にチューリッヒで設立された。アルフレッド・クオニが英国滞在中にトーマス・クック社に影響され、帰国後に設立したのが始まりである。アルフレッド・クオニは家業のテキスタイル業の傍らロンドンに駐在していた。当時は専門性を身につける為、大学卒業後海外でインターンシップを行うことが、富裕層の間では一般的であったようだ。

アルフレッド・クオニがロンドン滞在中最も刺激を受けたのがトーマス・クックであった。トーマス・クックは元々庭師や大工を生業にしていたが、鉄道を利用した団体旅行の実施を機会に1841年旅行企業を設立し、その後鉄道の近代化を最大限活用しビジネスを拡大させていたからである。アルフレッド・クオニは7年のロンドン生活を終え帰国すると同時に、トーマス・クック社のアイデアをスイスで実現すべく事業を開始した。当時チューリッヒにはミース・コト社（Meiss&Coto）とトーマス・クック社のスイス支店が、旅行事業を取扱う会社であった。

クオニ社はスイス市場を対象としたアウトバウンド事業からスタートした。最初の商品はひとり1フランのドルダー公園を訪問する近隣エクスカーションであったが、その後僅か1年で最初のエジプト行き海外旅行（添乗員付）を主催するに至った。トーマス・クック社が最初のエクスカーションを主催した後、エジプト旅行を実施するまで28年の年月を必要としたことと比較すると、クオニ社の事業進化のスピードは極めて早かったと言える。1912年にはアルフレッド・クオニが兄弟と設立した運搬業から撤退し旅行事業に専念した。

#### （2）混乱期 ～2度の世界大戦による混乱～（1914年～1944年）

##### ① 第一次世界大戦勃発

時代は戦争真っ盛りであった。1914年に第一次世界大戦が勃発以降クロスボーダー取引は激減した。旅行業における取引の低下は更に厳しかったは言うまでもない。人流が制限されただけでなく、顧客自身が徴兵された訳であり無理もないことであった。

一方で旅行会社にとっての特需もあった。戦争勃発に伴い母国に帰国する者へのチケット販売である。しかしながらその需要も限定的であり最後に残されたビジネスは、国内旅行とホテル予約となった。このような環境下、クオニ社は、英国の傘販売など新規事業に挑戦し

<sup>51</sup> 第二節の記述は、特に指定しない限り K.Luond(2006) *Globally yours Kuoni: The Future of Travel Since 1906*, KUONI Travel Holding Ltd. On the occasion of the 100<sup>th</sup> anniversary of the Kuoni Travel Organization, AT Verlag から引用した。

たが失敗し、人員削減を実施せざるを得なくなったのである。

## ② 第一次世界大戦終了に伴うビジネスの再開

1918年、第一次世界大戦終了し改善の兆しが見えビジネスが復調してきた。しかしながら新たな問題が発生した。クオニ社には十分な経験やノウハウを有した社員が残っていなかったためである。1920年～21年に懸命に採用活動を行うが採用は難しく完全営業開始には時間を要した。特に5月～9月のハイシーズンは人手が不足し、お客様を捌ききれなかったが、その分オフシーズンには劇場のチケットを販売することで乗り切ったのである。

## ③ インバウンド事業強化を目指した支店設置

1923年にクオニ社はチューリッヒ以外で初めての支店をサンモリッツに設立した。この理由は意図的な事業拡大計画に基づくのではなく、社員のオフシーズン対策が狙いであった。アウトバウンド事業の繁忙期は一般的に夏及び冬の長期休暇前となる。一方でそれ以外の時期は閑散期となり、季節変動への対応が旅行業経営の大きな課題である。この解決策がサンモリッツ支店の開設であった。

サンモリッツでのビジネスは訪問者に対するチケットの販売であった。当時鉄道券は片道でしか販売されておらず、復路のチケットをリゾート地であるサンモリッツで入手する必要があり、これこそがクオニ社のビジネスであった。クオニ社は鉄道旅行のエキスパートとして認識されていたことから、顧客はクオニ社を訪問した。その際にデスクティネーションにおいて様々なサポートを提供した。これがインバウンド事業である。

またサンモリッツでは経営効率の観点から、旅行カウンターを現地の銀行に設置した。銀行は旅行業に両替ビジネスを期待しており、両替需要の獲得を目的にカウンターを廉価で貸し出したのである。更にサンモリッツの成功を機に1925年にはクオニ社にとって初めてとなる、スイス国外の支店をコートダジュールに設置した。これはクレディ・ド・シュデエスト社(Credit du Sud-Est)との協業によるものであり、その後カンヌ、モンテカルロ、サンレモ等リビエラにも設置することとなった。

スイス国内においても支店開設を急いだ。1927年にはエンゲルバーク、フリムス、ヴァルペラ、インターラーケンやルガーノに、1928年にはモントレイにも開設した。その後アローサ、ロカルノなどスイス国内の支店開設が相次いだ。スイスにおいても、スイス銀行(Union Bank of Switzerland)の旅行業撤退を機に支店を譲り受けるなど、支店開設方法には工夫が見られたのである。

その後インバウンド事業ネットワークの拡大に伴い、新たな事業モデルであるバウチャー事業に進出することとなる。クオニ社はスイスでの観光時に利用できるバウチャーを発行し世界の旅行会社に供給することで、旅行者の利便性向上だけでなく、スイスの観光業界に大きく貢献したのである。

#### ④ アウトバウンド事業拡大を目指した海外支店の設置

クオニ社の歴史上極めて重要な出来事がパリ支店の開設であった。ニューヨークのポール・ダウシグ&サン社 (Paul Taussig&Son) との協業により、オペール通り近くの高級事務所を賃借したのである。パリでのビジネスについてはアメリカのパートナーの助言を受け入れ、伝統的な接客スタイルから、アメリカ風のカジュアルな接客スタイルに変更した。しかしながら欧州には適合せず顧客の獲得には至らなかつただけでなく、不幸にも時を同じくして世界大恐慌が起こった。これによりアメリカのパートナーであるポール・ダウシグ&サン社の経営は行き詰まったのである。最終的にはクオニ社がポール・ダウシグ&サン社の有する株式を譲り受けることで事業を継続したのである。

#### ⑤ 世界動向に左右される旅行業

1920年代のクオニ社の経営は極めて順調であった。対照的にパリでの事業は厳しい状況が続いていた為、1935年に約25百万スイスフランを再投資し延命を図った。しかしながらビジネスが好転する兆しが見えなかつた為、当時の経営参謀であるハリー・ヒューгентブラー氏 (Harry Hugentobler) は、クオニ氏にパリからの撤退を申し出るのであった。これに対してクオニ氏はもう一年挑戦したいと懇願したという。ハリー・ヒューгентブラー氏は、クオニ氏が一度決断したことを徹底的に貫徹する強い信念を感じたと回顧している。そしてインバウンド事業がパリ支店を救った。パリにおける英国人観光客向けエクスカーション・ビジネスが拡大し、数年で負債を完済するに至ったのである。その後1925年アルフレッド・クオニ氏は個人会社から株式会社に変更し、60%を自らが出資、残りの40%をハリー・ヒューгентブラー氏が出資することとし、彼が名実共にパートナーとなったのである。

### (3) 第二次世界大戦と復興

第二次世界大戦突入と同時にクオニ社のカウンターに多くのユダヤ人が訪れアメリカ行きのチケットを購入したのは印象的である。そして皮肉にも当時の最大の顧客はドイツ軍であった。ドイツ軍が移動目的で鉄道チケットを購入したのである。しかしながらこれだけでは不十分であり、第一次世界大戦当時同様、新たなビジネスに挑戦した。複数の支店の2階部分の又貸しや、本店所在地の利を活用し駐車券や宝くじの販売、珍しいものではイチゴの販売等を行った。残念ながらこれらの苦労は結実せず、1940年非常事態宣言下のオーナーによるサポートを発表し、オーナーであるアルフレッド・クオニが私財を提供することで急場を凌いだのである。その後1943年11月19日アルフレッド・クオニ氏は死去、残念ながらこの時息子のアルフレッドジュニア クオニ氏は30歳であったが、旅行ビジネスには全く興味を持っていなかった。

## 2. 戦後復興に伴う事業基盤の再構築と成長（1945年～1979年）

### （1）基盤再構築期（1945年～72年）

#### ① 時代背景

当時、スイス人の大半は海を見た事が無かった。スイス人の休暇と言えば、近親者が所有する農場に行くか、アルプスの山でキャンプするのが一般的であったからだ。また当時のスイス人ファミリーは自家用車を持っていなかった。主たる移動手段は自転車であり、旅行の手段としては制限がある時代であった。その後1960年代に入り経済は活発化したが、労働市場の需給バランスにより給与の増加は見られなかった。1950年当初フランスのリビエラ海岸7日間の旅行が350スイスフランで販売されていたのに対し、エジプト16日間の旅行が2600フランであり、近隣諸国と北アフリカではその価格に大きな差が生じていた。食料や飲料など生活必需品が満たされてくると、次に必要となるのが余暇である。当時15のライフスタイルに不可欠なもののリストに旅行が含まれ、次第にクオニ社のビジネスが活発化してくるのである。

#### ② アウトバウンド事業基盤の再構築 ～海外旅行の提供と新規事業～

1950年代以前の国外旅行は主にイタリア、スペインであった。しかしながら50年代に入りその旅行先がエジプトなど海外に拡大し、1953年には欧州のツアー・オペレーターとして初めてのケニアサファリツアーを催行した。そして国外旅行の増加が新たなビジネスチャンスを生み出し、その代表格が両替事業であった。旅行者は国外旅行により通貨の両替を余儀なくされ、まさに旅行企業が両替の最も適切な場所となり、クオニ社の収益に貢献する事となったのである。

その後1950年代に注目されたのは航空券である。それまで航空運賃はIATAで厳格に管理されており、価格は高く庶民には高嶺の花であった。それを身近にしたのがチャーターフライトである。チャーターフライト活用のより国外旅行の低下価格化を実現し、一般市民が国外旅行を出来る事を上手くPRすることで成功を収めた。更にクオニ社の成功を不動のものにしたのが1970年の大阪万博であった。クオニ社はスイスにおける単独公式旅行代理店の地位を獲得し、当初想定していた2500名の集客が結果的には4000名にまで拡大し大成功を収めたのである。

#### ③ インバウンド事業基盤の再構築

クオニ社の事業ドメインは歴史からも明らかなおりアウトバウンド事業とインバウンド事業である。過去にはスイス国内でのインバウンド事業を中心に行っていたが、この時期国外での事業展開を開始することになった。その最初のデスティネーションはニースであり、ドイツに駐留するアメリカ軍人の休暇を斡旋するのが主な仕事であった。駐留アメリカ軍人は、休暇中に本国から家族を呼び寄せ欧州で休暇を過ごすのが一般的であり、彼

らはアメリカドル高を背景に、プライベートツアーを積極的にアレンジし休暇を楽しんだのである。

その後インバウンド事業を拡大する為、顧客獲得の為の営業拠点を設置する。1970年にはニューヨーク、ブエノスアイレス、ヨハネスブルグ、東京に事務所を設置していた。東京については欧州行きインバウンドツアーのみならず、欧州からのツアーを東京でアレンジする事も行い業容を拡大していったのである。

## (2) 成長期 ～国内外での拡大～ (1972年～1979年)

### ① スイス航空との関係

1971年更なる業容拡大に向けクオニ社は、221千スイスフランを10,000千スイス・フランに増資する事を決定した。しかしながら優先議決権をクオニ・ヒューгентブラー財団が有することで、過半数の議決権を保持するスキームとしたのである。このスキームにより、投資家の目的はクオニ社をコントロールすることではなく、単にキャピタルゲインを目的としたものに限定された。増資当初の株主はスイス航空、クオニ・ヒューгентブラー財団とモトロ・コロンプス社であった。しかしながらモトロ・コロンプス社がイランへの出資に失敗したことから、その株式をスイス航空に譲渡したことにより、スイス航空が一躍50.6%を保有する筆頭株主となったのである。

スイス航空の最大の目的は取引上重要なクオニ社との関係強化であった。しかしながらクオニ社とスイス航空の関係が強化されるとその他旅行社によるスイス航空離れが起きるリスクへの対応や両者社員の文化的差異から、残念ながら目立った協業の成果は生まれなかったのである。

### ② 国外支店ネットワークの更なる拡大

国外の支店ネットワーク拡大は1923年に開始し、パリとニースを除いては1936年までに閉鎖された。その後インハウスによる仕入・造成・販売体制を構築すべく、改めてネットワーク拡大戦略がとられ、1971年にスイス国外に18の支店を開設した。基本戦略はシンプルである。スイス及び欧州都市の支店が商品造成しお客様に販売する。それ以外の支店は欧州からの旅行者を受け、サービスを提供する体制であった。

### ③ 旅行先進国である英国への進出と成功

英国進出のきっかけは、チャーリーズ&ベンソン社(Challis&Benson)を買収したことであった。しかしながら買収当初の業績は芳しくなかった。その主たる理由はスイスから派遣したマネージメントの問題であった。その後元スイス航空のピーター・ディテルム氏を派遣し状況が一変した。特筆すべき取り組みは自らチャーターフライトを運行したことである。特にニッチ市場であったロング・ホール市場に風穴をあけたのである。

当時の競合他社はトーマス・クック社、ホルダース社であった。ホルダース社はクオニ社

より少し規模が大きいツアー・オペレーターであり、カリブや南アフリカ等へのロング・ホールツアーに強みを持っていた。1973年にコスト削減を目的に本社所在地をロンドン中心部から郊外に移転した結果、社員が長い通勤時間を苦に退職するケースが相次ぎ、急速に勢力を縮小させた。これをクオニ社が買収し、ロング・ホール市場での圧倒的優位な地位を強固なものとした。まさにホルダース社の買収がクオニ社の英国進出の成功要因となったのである。その後英国の子会社は30年以上コンスタントに利益を生み出すことになり、年によっては英国子会社1社の利益がその他クオニ社利益の合計を超えるまでに到達するのである。

#### ④ アメリカ市場への進出

アメリカ市場への進出は、1968年にスイスの競合会社であるホテルプラン社からその子会社であるワールド・トラベル・プラン社 (World Travel Plan) を買収することから始まった。ワールド・トラベル・プラン社は、個人旅行、インセンティブツアーや教育旅行を専門とする旅行企業であり、これにクオニ社が欧州のスキーリゾート行きツアーなどのレジャー事業を加えシナジーを追求したのである。

1969年から70年にかけて支店の新設も進めた。ロサンゼルス、シカゴ、トロントに開設、1971年にはツアー・オペレーター事業にも進出し、『More』ブランドを展開したのである。この商品の強みは定期便とチャーター便の活用であった。アメリカ大陸からスイス又は英国までは定期便を活用し、その後は自社が有するチャーター便を接続し商品造成する計画であった。しかしながら全区間定期便を活用する方が安く、結果的に定期便を活用し商品造成し続けることになった。この状況を打破するために、クオニ社はカリフォルニア州でのチャーターフライトの再販権利を確保し、ツアー・オペレーター事業を強化したのである。しかしながら経営陣がチャーターフライトの事故による不慮の死を迎え、それと共に事業が衰退したのである。

その後イングルウッド・トラベル社 (Englewood Travel Inc) を買収する事でビジネストラベル事業に進出した。イングルウッド・トラベル社はスイス人が創業した会社でニュージャージーにある欧州系企業を顧客にビジネスを行う企業である。これによりクオニ社のアメリカ市場でのビジネスはレジャーからビジネストラベル事業に大きく舵を切ることになった。

#### ⑤ 南米市場への進出

1970年代クオニ社は南米が欧州からの旅行者のゲートウェイになるとともに、将来の成長市場であると考えていた。まずは欧州からのツアーをアレンジする駐在員事務所をブエノスアイレスとリオデジャネイロに開設した。南米市場のビジネスは活発であったが、残念ながら利益にはつながらなかった。最低限のビジネスインフラが整っておらずまともなビジネスが出来なかったのが要因である。その顕著な例としてホテルに宿泊代金を前払いしても、担当者が雲隠れするなどのトラブルがあったことが100年史には記されている。



その後 80 年代に入って、ラテンアメリカをスペイン語圏とポルトガル語圏に分類し、スペインとポルトガルから管理するプロジェクトをスタートさせた。そのプロジェクトによりメキシコシティ、ブエノスアイレスやボゴタに支店を設置したが、いずれも利益にはつながらなかった。更には 1974 年にはリオデジャネイロのアブレツール社 (Abreitur S. A 社) の買収も試みたが、これも成功に至らず南米での事業は成就しなかったのである。

### 3. コア事業の持続的成長と事業ドメインの拡大 (1980 年～1992 年)

1980 年代を通じての課題は事業拡大への挑戦であった。普及型の格安パッケージ旅行商品の開発による新たな顧客層の開拓。事業ドメインの拡大を目指したダイナースクラブやクオニ・ホテル・マネージメントの買収であった。

#### (1) 大衆向け商品の開発と販売

最初の挑戦はヘルヴェティア・ツアー (Helvetic Tours) ブランドの開発であった。そのターゲットは若年層であり、価格訴求力の高い商品造成を目指したが、結果として購入者となったのは比較的高年齢層であった。この状況を打破する為に、クオニ社は若者が好む映画での商品告知や、自らがダンスパーティーを開催したのである。特に若者が夏休みの旅行を計画するタイミングに実施することで、より効果を上げたのである。

ダンスパーティーはクオニ社が設立したツェンクラブ (Twen Club) が主催した。ツェンクラブのパーティーは年々大規模かつ豪華となり、1987 年には有名な DJ がゲスト参加、1989 年にはスポーツスタジアムを貸切り、9000 名もの若者が参加したのである。しかしながら大型イベントの運営には莫大な経費が必要となり費用対効果の観点から、1991 年にツェンクラブは清算されたのである。

#### (2) ダイナースクラブの買収と失敗

1987 年、クオニ社はスイスのダイナースクラブを買収した。その理由は、クレジットカードビジネスは旅行業と密接に関係しており、旅行関連事業を拡大する為には有効であったからだ。実際旅行企業とクレジットカード会社の関係は非常に微妙であった。当時両替事業は旅行企業の主たる収益源に成長していたが、その収益源をクレジットカードの普及が脅かした。また顧客が旅行代金の支払いにクレジットカードを利用するケースが増加し、その手数料が本業の収益にも影響したのである。

一方でクレジットカードは旅行商品の販売促進には有効であった。特にビジネストラベル部門においては、出張業務の包括契約を推進する上で極めて重要であった。包括契約とは出張旅費清算等にクレジットカードを活用することで現金支出を極力減らし、出張旅費の精算業務の効率化とセットで提案するものであり、顧客の利便性を向上させるものであった。これはアメリカンエクスプレス社 (American Express) が考案した、ビジネストラベルマネージメントで

あり、クオニ社もスイスでの事業開始を目指したのである。

しかしながら、銀行との合意が取り付けられずビジネス開始に至らなかった。また旅行業とクレジットカード事業のシナジーも、当初描いていた通りには成らず、僅か2年後にリヒテンシュタインのフリッツカイザーグループ (Fritz Kaiser Group) 売却することとなった。ダイナースクラブへの出資に伴う損失は10百万スイスフランに上ったのである。

### (3) クオニ・ホテル・マネージメントの買収と失敗

クオニ・ホテル・マネージメント (Kuoni Hotel Management AG) もダイナースクラブと同様の運命を辿った。クオニ・ホテル・マネージメントは、ハンスウェディ・ボリ氏 (Hansruedi Bolli) とジャック・ボリ氏 (Jack Bolli) の息子が、クオニ英国のマネージャーであったディテム氏 (Peter Diethlem) によるカリブ海でのホテル事業の成功に感化され1985年に設立した。主たる業務はホテルの所有とマネージメントであった。当時クオニ社は夏の繁忙期のホテル仕入れに課題があり、自らホテルを所有・運営することにより、部屋の確保を促進しようと試みたのである。

クオニ・ホテル・マネージメントのコンセプトは旅行業での経験により形成されていた。具体的にはオフシーズン対応である。旅行産業は季節変動が極めて高いことから、オフシーズンの固定費圧縮が命題であった。まさに季節労働者の活用による経営であった。クオニ・ホテル・マネージメントは1986年に営業を開始したが、スイスを始めとしてマネージメント契約は順調に拡大した。

しかしながら経営は直に行き詰まった。スイスの小規模ホテル事業主とのコンフリクトが主たる原因であった。彼らがクオニ・ホテル・マネージメントに期待していた事は、クオニ社が優先的に送客することに加え、ルームレートを上げる事であったが、いずれも叶わなかったからである。また、好調であったカリブ海の直営ホテルについても、リノベーション等の必要が迫ったが、スイス本社ではその是非が判断できなかった。結果として1989年にクオニ・ホテル・マネージメントを清算することを決定した。クオニ社の経営力の限界を知る事となり本業回帰を誓うのである。

### (4) マネージメントの混乱

1980年代後半は事業面だけでなく経営面でも苦難に直面していた。社内組織の官僚化と経営陣の不協和音である。ジャック・ボリ氏 (Jack Bolli) は1988年に後継者としてマイケル・クリッパ氏 (Michel Crippa) をCEOに任命した。任命当初は両者の関係は極めて良好であったが、程なくその関係が損なわれるのである。

マイケル・クリッパ氏は、クオニ社は長年の成功により組織の柔軟性が薄れ、官僚化が進んでいると考え、その改革に乗り出した。具体的には戦略コンサルタントのマッキンゼーを活用し、社内にプロジェクトチームを組成し、科学的に市場分析を行う経営スタイル導入を目指したのである。しかしながらその手法は受け入れられなかった。彼はクオニ社の自由闊達な風土

を受け入れようとせず、一方的に改革を押し進めようとした為、不必要の敵を作り改革の妨げとなったのである。ついに1989年9月彼は解任された。

#### (5) スイス航空の影響力拡大

1989年9月マイケル・クリッパ氏の解任だけでなく、もう一つの驚きが社内を駆け巡った。その後任がスイス航空出身者のピーター・オエ氏 (Peter Oes) だったのである。誰もがクオニ社生え抜きのクルト・ハイニガー氏 (Kurt Heiniger) であると考えていたさなかの出来事であり衝撃が走った。前述のとおりスイス航空は過半の株式を所有していたが、過半の議決権はクオニ財団が有していた。しかしながらスイス航空からはCEO人事にあたり事前の相談、報告は全く無かった。これにはクオニ財団のトップであるアルフレッド・クオニ二世が苦言を呈し、今後は両者の壊れた関係を修復すべく努力を期待する旨が添えられていた。

### 4. 株主構成の変更と戦略の足固め (1992年～1998年)

1980年代を通じてクオニ社の行動は、旅行事業をコアとした範囲の経済の追求、そしてグローバル化の第一歩としての欧州域内への事業拡大であった。しかしながら80年代の新規事業の大半が失敗であった。一方90年代のクオニ社は業績好調であったが、主要4事業 (スイス事業・英国事業・その他欧州事業・インバウンド事業) のうち英国事業に大きく依存する体制であり、適切なポートフォリオを構築することが急務であった。折しも90年代は旅行市場の成熟化が進み、顧客ニーズの多様化への対応という新たな課題が浮き彫りになったのである。

#### (1) 外資によるクオニ社買収と売却

ドイツの大手流通業者であるカウホフ社 (Kauhofhof Holding AG) の旅行子会社であるITS社がクオニ株を保有していた。しかしながらその適切な活用方法が見出せていなかったことから、その売却を検討していた。実際ドイツのライバル会社であるTUI社にクオニ社の株式売却を持ちかけていたようだ。

1995年2月17日、運命の日が訪れた。ミグロ社のCEOであるエルウィン・コンラッド氏 (Erwin Conrad) から、ITS社はクオニ社株式を180百万スイスフランで売却することをTUI社と合意した。しかしながらクオニ財団が有する先買権に基づき、ITS社から先買権行使の有無について連絡があったのである。その後クオニ財団とクオニ社幹部は、銀行団との速やかな交渉を行い資金調達の可能性を確認した。その結果クオニ財団及びクオニ社が株式を先買するに至ったのである。なおその際の銀行団の要求はクオニ財団の優先株に基づく過半の投票権の放棄であり、クオニ財団はその要求を受け入れた。

## (2) スイス事業の強化 ～スペシャリストマーケットへの参入～

クオニ社のスイスでのシェアは53%であり圧倒的N01のポジションを確保していたが、1990年代に入り市場シェアが低下するようになった。その最大の原因がニッチ市場を専門にしたスペシャリスト旅行社の台頭である。消費者ニーズが多様化する中、彼らはハイキングやサイクリングなどのスポーツ市場や、アートツアーなどの芸術分野にフォーカスし、より専門的なツアーを造成することでその存在感を示したのである。その結果クオニ社の得意とするプレミアム市場において影響が生じたのである。

そのような環境下、東アフリカ行きのツアー造成を得意とするプライベートサファリ社 (Private Safari) が、創業者であるビート・フレイ氏 (Beat Frey) の考えにより売却される事となった。当初はクオニ社の競合相手であるホテルプラン社が交渉していたが、ホテルプラン社が22百万スイスフランで提示していたところ、クオニ社は32百万スイスフランを提示する事で競り勝ったのである。

このM&A事例は、商品に関連しているがその市場が買収企業の現有商品の市場とは現在競合していない分野に対しての取組みであり製品拡張型戦略に則った取組みだと考えられる。特にアフリカ行きツアーの造成にはデスティネーションにおける特殊能力が必要であることから商品造成力向上を目指したのであろう。また将来競合する可能性が極めて高い市場への取組みでもあり、将来の競合の芽を摘む観点からも意義深いと言える。

## (3) 欧州域内事業におけるクオニ社のポジショニングと課題

クオニ社はスイス国外においても一部の市場におけるロング・ホール市場での確固たる地位を確立していた。クオニ社のイメージは高品質、少し高いが品質は保証されており、顧客に選ばれていたのである。一方でショート・ミドルホール市場における、価格訴求力の高い商品が存在していなかった為、マス市場における知名度は決して高くなかった。成長市場であるマス市場における取組みが今後の課題であった。

## 5. 第2節のまとめ

### (1) 旅行企業としての発展

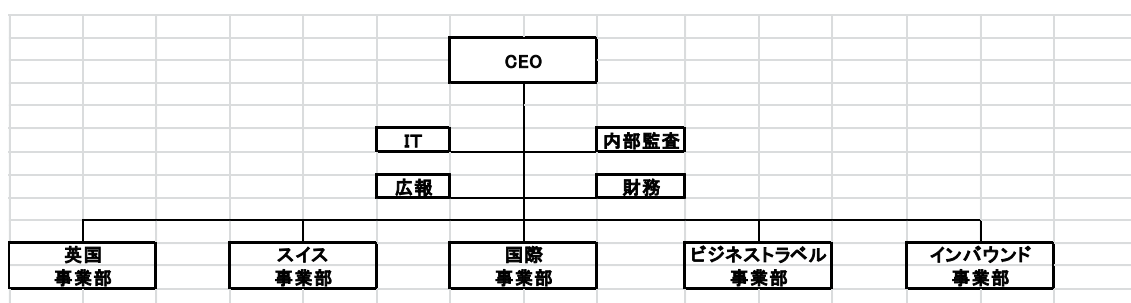
クオニ社は鉄道旅行のエキスパートとして認識されており、アウトバウンド事業者としてその歴史をスタートさせた。その後スイスというデスティネーションとしての地の利を活かし、取組んだのがインバウンド事業であった。顧客は出発前にチケット等を購入するだけでなく、旅行中デスティネーションにおいて様々なサポートを必要とする。まさにその受け皿がクオニ社のインバウンドセクションである。これらの仕組みにより、クオニ社は事業基盤を確立したのである。

その後のクオニ社の行動は、旅行事業をコアとした範囲の経済の追求、そしてグローバル化の第一歩としての欧州域内への事業拡大であった。具体的には旅行業におけるアウトバウンド

事業では旅行先進国である英国での買収にはじまり、米国、南米市場にも進出を試みた。そして旅行周辺事業においては、19世紀にトーマス・クック社が取組んだ両替事業等だけでなく、クレジットカード事業やホテル事業などにも積極的に取組んだが、その多くは成果が得られず失敗に終わるのである。

そのような状況から90年代の最大の課題は適切なポートフォリオを構築することであった。クオニ社の業績好調の主たる牽引役は英国事業であり、主要4事業（スイス事業・英国事業・その他欧州事業・インバウンド事業）のうち英国事業に大きく依存する体制であった。しかしながらその英国事業も90年代には旅行市場の成熟化が進み、顧客ニーズの多様化への対応という新たな課題が浮き彫りになったのである。

図4 クオニ社 1998年末の組織図



出典：KUONI(1999) *Annual Report 1998, Zurich* の記載情報を基に筆者が編集した。

表1 クオニ社 1998年度 財務諸表

1998年	売上高	EBITA	純利益	純資産	総資産	社員数
百万スイスフラン	5,285	118	103	1,365	521	6,008
百万日本円	586,635	13,142	11,455	151,515	57,787	
				為替	1スイスフラン=111円	

出典：KUONI(1999) *Annual Report 1998, Zurich* の記載情報を基に筆者が編集した。<sup>52</sup>

## (2) M&Aの活用

1965年の英国でのチャーリーズ&ベンソン社の買収を皮切りにグローバル戦略の一環としてM&Aを活用した。グローバル戦略においては当初自前での進出が中心であったが、必ずし

<sup>52</sup> 為替レートについては特に断りのない限り(株)三菱UFJ銀行の2016年11月29日の為替レート(TTS)を利用した。またドイツマルクについては上記に基づいたユーロレートとユーロ・マルク固定為替レートを活用して算出した。

も自前での海外展開が成就しなかったのは前述のとおりである。したがって海外展開の確度を高める手法として、市場拡大型M&Aを実施したのである。英国では自前進出したリソースを補う形でM&Aが実施され、更に水平型戦略によって規模を拡大した結果、英国市場で一定の利益を上げるに至った。そしてアメリカ市場への進出においても、市場拡大型戦略に基づきアメリカ市場での足がかりを確保した上で、製品拡張型戦略に基づき顧客に提供するサービスの充実を図ったのである。

他方で失敗したのがホテルやダイナースクラブのM&Aであった。顧客の海外旅行に纏わるニーズに基づき提供サービスを拡大する発想の元、製品拡張型戦略に基づきダイナースクラブを買収したがその文化的背景及び当局の認可取得に難航したことから、わずか1年で撤退を決定した。また垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの構築を目的に進めたホテル事業の買収も、旅行企業とホテル事業は経営スタイルが根本的に異なることから撤退を余儀なくされたのである。

統合の観点から当時のM&Aを振り返ると、自前で進出し構築した組織と被M&A企業との統合が実施された。特に経営上の統合は重要であり、経営統合するにあたり経営者の派遣を行う訳だが、その資質により当然ながらM&Aの成否が左右されることになり、M&Aの成否は経営者の資質次第とも言える状況であった。1999年までのM&Aはこのように極めて限定的であり、その大半が市場拡大型及び製品拡張型戦略に基づくものであった。

表2 1999年までのクオニ社のM&A

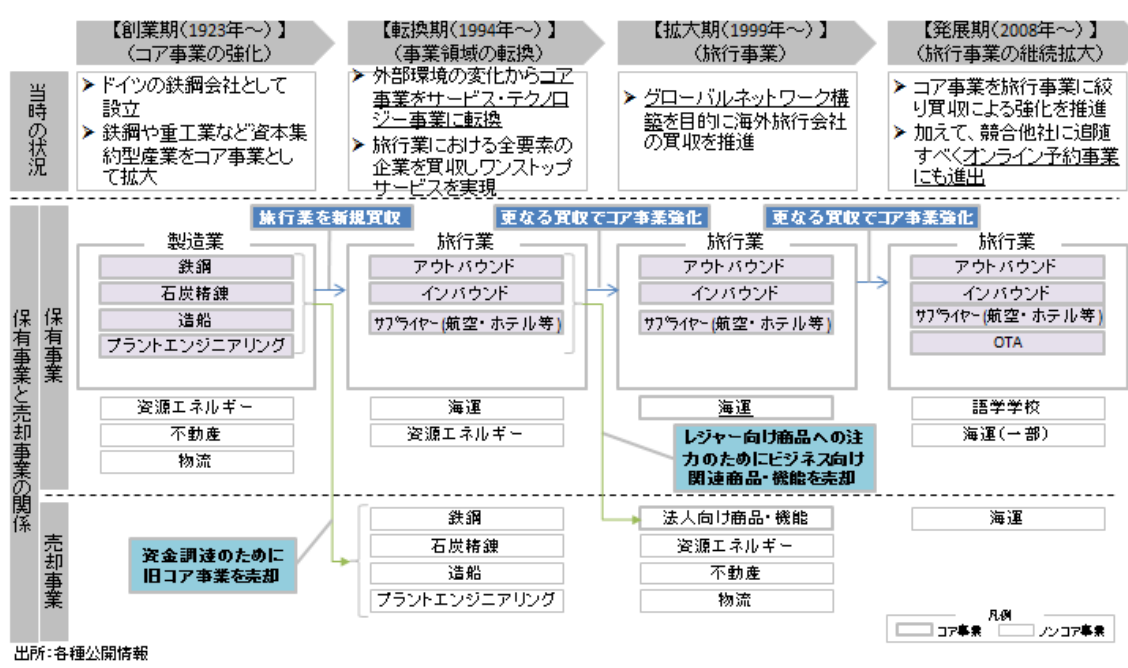
	発表年	買収企業	事業分野	M&A類型	
				戦略	統合
1	1965	Challis&Benson	ツアー・オペレーター	市場拡大型	非統合(経営者派遣)
2	1974	Houlders World Holidays	ツアー・オペレーター	水平型/製品拡張型	統合
3	1981	Hawksbill Beach Hotel (Antigua)	ホテル	垂直型	非統合
4	1984	Discovery Bay Beach Hotel in Barbados	ホテル	垂直型	非統合
5	1987	Reisburo NUR Neckermann	ツアー・オペレーター	市場拡大型	非統合
6	1987	Diners Club	カード	製品拡張型	非統合
7	1990	Private Safari	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
8	1994	Railtour Suisse SA	スペシャリスト	製品拡張型	統合
9	1995	Danzas Reisen AG	ビジネス・トラベル	製品拡張型	統合
10	1995	Kewi Reisen	トラベル・エージェント	水平型	統合
11	1996	Voice SA (France)	ツアー・オペレーター	市場拡大型	非統合
12	1996	Scanditours	ツアー・オペレーター	市場拡大型	非統合
13	1996	Special Traffic (Netherlands)	ツアー・オペレーター	市場拡大型	非統合
14	1996	SOTC Holiday Tours (India)	ツアー・オペレーター	市場拡大型	非統合
15	1996	Rotunda Tours (South Africa)	ツアー・オペレーター	製品拡張型	非統合
16	1996	CIS Club Intersport	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
17	1997	Manta Reisen (Switzerland)	トラベル・エージェント	水平型	統合
18	1997	Euro Lloyd Reiseburo (Germany)	トラベル・エージェント	市場拡大型	非統合
19	1998	Voyages Jules Verne (U.K.)	スペシャリスト	製品拡張型	非統合

出典：クオニ社100年史とCompanies-histories.comのデータを基に筆者のM&A経験に基づき整理した<sup>53</sup>。

<sup>53</sup> クオニ社100年史であるK.Luond(2006)*Globally yours Kuoni: The Future of Travel Since 1906*, KUONI Travel Holding Ltd. On the occasion of the 100th anniversary of the Kuoni Travel Organization, AT Verlag の情報を纏めた。

### 第3節 インフラ産業から輝くビーチへ【TUI社小史】

図5 TUI社の事業変遷



出典: TUI社ホームページ資料を筆者が編集した。

#### 1. 資本集約型産業としての地位の確立

##### (1) 創業期 (1923年～)

TUI社の起源は石炭・鉄鋼会社であった。1923年にベルリンにて鉱山の発掘と鉄鋼を主に取扱うプロイセン州立のプロイセン鉱山小屋株式会社(後のプロイサク社)として発足した。ドイツの不況期に関わらずプロイサク(Pressag AG)の業績は好調であった。1929年には石油関連事業にも参入し、その後プロイサク社は基幹事業である石炭・石油、炭酸カリウム・塩・鉄及び非鉄金属分野を強化することで、主要な軍需産業会社に発展していくのである。

##### (2) 戦後の復興と多角化 (1945年～1971年)

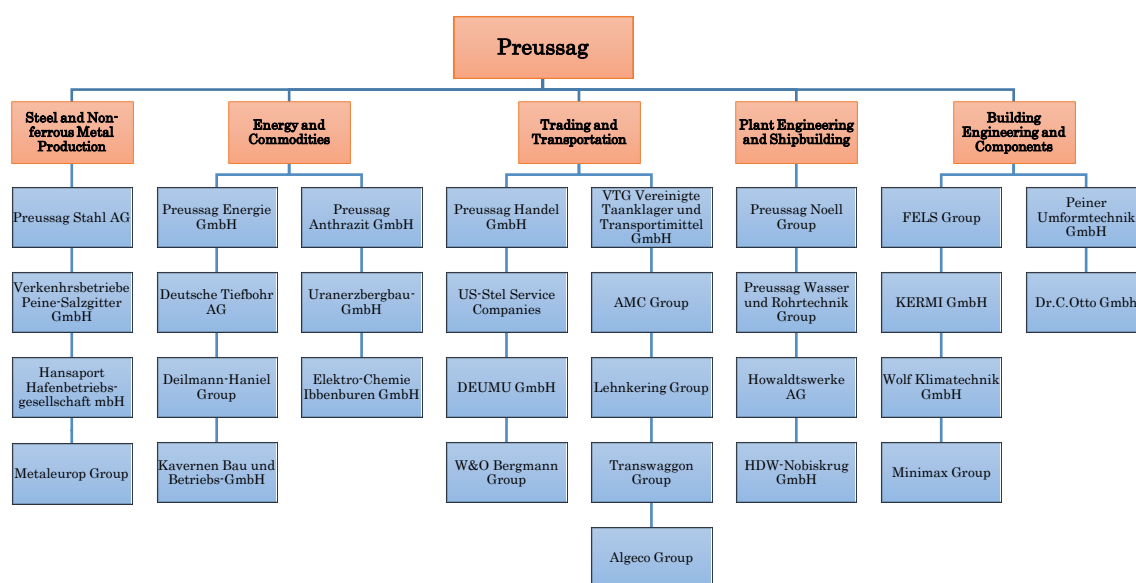
敗戦によりプロイサク社はおよそ半分の資産と社員を失った。ベルリンの本社は戦争で完全に破壊されたため1950年にハノーバーに移転し1953年には正式に本社とし、1959年に民営化を目指し株式を公開した。実際ヴェバ社が筆頭株主として22%を有していたが、残りの株式を公開することにより、216,000もの少数株主を有するドイツ最大の株式公開会社となった。その後1964年にはそれまで通称として広く認知されていたプロイサクを正式社名とし、事業もこれまでの鉄鋼関連から交通・運搬事業のみならず新たな分野での進出も図ったのである。CEO

のフリードリヒ・クレイマ氏 (Dr. Friedrich Kramer) は未だ鉄鋼業に依存する体制を打破する為、事業の多角化を進めた。その一つが消費材メーカーの買収であった。しかしながらその戦略が軌道に乗る前に、プロイサク社は赤字に転落する事になり事業再編を余儀なくされたのである。

### (3) 事業ドメインの再編 (1972年～1993年)

1972年にCEOに就任したギュンター・サブマンシュセイン氏 (Dr. Gunther Sabmannshausen) の最初の仕事は、皮肉にも消費材事業の売却であった。さらに赤字事業だった鉄鋼建材事業を売却することにより、4年ぶりに黒字決算を行い、再配当を実施したのである。そして強みを形成する為に行ったのがザルツギッター社 (Salzgitter) との統合である。これによりプロイサク社は伝統的コア事業に加え、環境技術・電気・情報システム・建築技術分野にも事業領域を拡大し、ドイツ12位の規模のグループを形成するに至った。

図6 1996年のプロイサク社の事業及び関係会社 概要



出典: PREUSSAG Aktiengesellschaft(1995)Annual Report 1994/95, Preussag, Hanoverに基づき筆者が作成した。

## 2. 事業改革の序章 (1994年～1996年) -マイケル・フィレンツェル氏のCEO就任と事業改革-

1994年1月マイケル・フィレンツェル氏 (Dr Michael Frenzel) が、プロイサク社に入社後6年間の役員経験を経てCEOに就任した。当時の事業別売上げ比率は運送業が7%に対して、石炭・鉄鋼業等のインフラ事業の売上げは93%であった。これがフィレンツェル氏の事業再編により2004年には旅行業73%、運送業19%、そして残りの8%がインフラ事業に大きく変化するのである。



まずはフィレンツェ氏の改革の史実を紐解きたい。最初の3年間の政策は、プロイサク社のコア事業をプラント建設や技術支援の分野に拡大し価値を生み出す事であった。就任直後から大胆な改革を断行した訳ではなく、まずは現状の事業を分析し、採算事業と不採算事業を見極め、不採算事業の売却と採算事業を強化することで事業の拡大を図ったのである。そしてその戦略の骨子は、3つの成長分野を見極めた上でコア事業とし、経営効率を高め利益の最大化を図ること。同時に成長余地が無く利益を生み出さない事業はノンコア事業と位置づけ適時に売却することであった。地域軸の戦略については、成長著しいアジアエリアへの進出することにも言及した。

この戦略に基づき、プロイサク社は携帯電話関連事業者のハジヤナック・グループ (Hagenuk Group) や、鉄道車両製造事業などから撤退を決めた。1994年から97年までの間、11社の買収と14社の売却を進めたが、コア事業については大きな改革は実行しなかった<sup>54</sup>。その結果プロイサク社の株式はドイツ株式市場の平均推移に対して23%も下回ったのである。

### 3. 事業の転換期 (1997年～)

#### (1) サービス・テクノロジー産業への変革

1997年6月11日プロイサク社はハパロイド社 (Hapag Lloyd AG) の99.2%取得を発表し、10月1日から連結子会社化した。この行動こそがプロイサク社は自らの事業ドメインを再定義し、伝統的インフラ産業からサービス・テクノロジー産業への変革を意味するものであった。

ハパロイド社はハンブルグに本拠地を置くツーリズム・海運事業分野での大手コングロマリットであり、同年創業150年を迎える老舗企業である。ハパロイド社の買収により、ツーリズム事業とロジスティック事業への足掛かりとなった。これに留まらずロジスティック事業については、グループ内リソースの集中化を進め、ロジスティック分野での総合サービス提供を可能にしたのである。具体的にはグループ内のVTG社 (VTG-Lehnkering AG) が持つリソースとはハパロイド社が持つリソースを統合した。

その後、1998年2月にプロイサク社は鉄鋼関連事業をノンコア事業と認定した上で売却を決定し、ハノーバー・ベティエリガンズ社 (Hannover-Beteiligungs-GmbH) に譲渡したのである。まさに事業売却による資金調達と、新事業領域への出資による事業変革を速やかに成し遂げたのである。

#### (2) コア事業としてのツーリズム事業強化

ハパロイド社は、ツーリズム分野では航空機、クルーズ船やドイツ国内大手の旅行企業を有するだけでなく、欧州最大の旅行企業の一つであるトゥーリスティックインターナショナル社 (Touristik International GmbH&CO) の30%の株式を所有していた。その後トゥーリスティックインターナショナル社株を50.1%まで持分比率を増加させることで更に強化するのであ

---

<sup>54</sup> Ingolf Dittmann, Ernst Maug, and Christoph Schneider (2006) *How Preussag Became TUI: Kissing too many toads can make you toad*, Financial Management Autumn, p.5.

る。これにTUI社とハパロイドの旅行部門を統合させ、10,000百万ドイツマルクを超える売上と15,000人もの社員を有する、世界最大の旅行企業TUIが誕生した。

当時ハパロイド社は、ツアー・オペレーター事業で15,600百万ユーロもの売上げを計上しており、1990年以降平均伸率9%程度を記録していたのである。当時のツーリズム市場は大手3社（トゥーリスティックインターナショナル社（26%）、C&N社（22%）、LTU（12%））の寡占状態であった。またリテール事業も1990年から98年までの間、7.3%平均成長しており、1997年当時の売上高は22,500百万ユーロに達していた。この一連の買収プロセスにより、プロイサク社はツアー・オペレーター事業、リテール事業そしてチャーター航空事業に参入することとなった。

更に1998年12月には欧州のツーリズム及びロジスティック事業分野におけるリーディングカンパニーになるべく重要な一歩を踏み出した。トーマス・クック社の過半数の株式の取得である。トーマス・クック社は英国第三位の地位にある旅行企業であり、これによりトゥーリスティックインターナショナル社グループは欧州第二位の地位を確保することとなる。市場拡大戦略及び水平型戦略に基づくM&Aであったと考えるのである。

時を同じくして、ドイツ国内ではファーストトラベルエージェンシーチェーンを買収し、ハパロイド社の旅行部門及びトゥーリスティックインターナショナルの店頭と合同で営業することにより、ドイツ最大の旅行企業となった。典型的な水平型戦略に基づくM&Aであり、組織統合も進め完全に一体化したのである。

その後、1999年6月、西ドイツ銀行とドイツ国鉄が有するトゥーリスティックインターナショナル社株式を取得することで完全統合を果たし、2000年にTUI社としての事業をスタートさせるのである。旅行事業の強化と同時にプラント事業や造船事業からの撤退を着実に進めた。

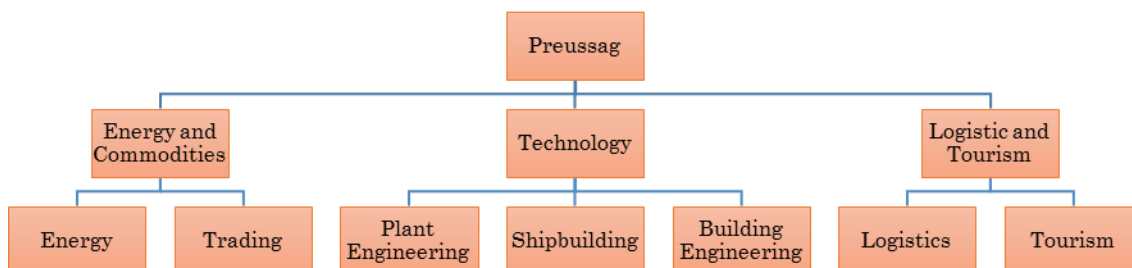
#### 4. 第3節のまとめ

TUI社は現在では世界最大の伝統的旅行企業であるが、その生い立ちはクオニ社やトーマス・クック社とは異なり、インフラ産業であった。注目すべきはその変革のダイナミズムとスピードである。1994年に鉄・非鉄金属事業、エネルギー事業、商事・運輸事業、プラント・造船技術事業、建設技術事業の5事業部門で構成されていた組織を、1998年にはエネルギー事業、技術関連事業、運輸・ツーリズム事業に変革し、更には1999年にはノンコア事業の売却を進め、運輸・ツーリズム事業への特化を進めたのである。この変化を僅か5年で成し遂げたことになる。

この大改革を支えたのが、明確なビジョンと戦略に基づくマルチプルM&Aとダイベストメントの実施であった。TUI社は事業ポートフォリオの変革とツーリズム事業の進化という2つの目的を達成させる手段としてM&Aを活用した。これまでツーリズム事業なかでも旅行事業におけるM&Aはグローバル化の手段である事が多かった。TUI社はグローバル化に加え、参入障壁を構築すべく規模の経済性を追求することを目的に水平型戦略に基づくM&Aを実施したのである。まさにオーガニックグロス中心の旅行産業に新風を巻き起こす、斬新なプレイヤーが参入したことになる。この後

TUI社が旅行産業内で活発にM&Aを繰り返していくことになり、その影響で同業他社によるM&Aも活発化していくのである。

図7 TUI社 1998年末の組織図



出典：PREUSSAG Aktiengesellschaft(1998) *Annual Report 1997/98*, Preussag, Hanover からデータを抜粋し、筆者が纏めた。

表3 TUI社 1998年度 財務諸表

1998年	売上高	EBITA	純利益	純資産	総資産	社員数
百万ドイツマルク	37,427	246	540	2,898	16,512	66,563
百万日本円	2,245,620	14,760	32,400	173,880	990,720	

為替 1ドイツマルク=60円

出典：PREUSSAG Aktiengesellschaft(1998) *Annual Report 1997/98*, Preussag, Hanover からデータを抜粋し、筆者が纏めた。

## 小 括

### 1. 旅行事業のビジネスモデルの進化と確立

#### (1) アウトバウンド事業 ～手配代行から商品造成販売、仕入主催から所有主催へ～

19世紀の欧州においてトーマス・クック社により近代旅行業がスタートし発展した。近代旅行業の中心的存在であるパッケージ。ツアーは鉄道などの単一サプライヤーを活用した日帰り旅行から宿泊付き商品へ、そして鉄道のみならず船舶など複数の交通事業者を活用したパッケージ・ツアーへ発展したのである。その後旅行先が国内から海外に拡大することで、国内外問わず旅行商品が提供できる体制が整った。

旅行会社経営の観点からは異なった世界観が広がる。鉄道事業社等サプライヤーの代理機能だった旅行会社を、トーマス・クック社自らがリスクを持って仕入れを行い主催する商品造成・販売機能を有する会社に進化させた。その後ナイル川クルーズの船舶購入を通じてコンテンツを所有したことも注目すべき点である。仕入主催から所有主催という発想を旅行業界に持ち込んだのである。近代旅行業の礎を築いたトーマス・クック社の発展は、まさに旅行にまつわる課題解決の歴史であり、今後の旅行企業経営を考える上で重要な時期であった。

#### (2) インバウンド事業

クオニ社は鉄道旅行のエキスパートとして認識されており、アウトバウンド事業者としてその歴史をスタートさせた。その後スイスというデスティネーションとしての地の利を活かし、取組んだのがインバウンド事業であった。顧客は出発前にチケット等を購入するだけでなく、旅行中デスティネーションにおいて様々なサポートを必要とする。まさにその受け皿がクオニ社のインバウンドセクションである。これらの仕組みにより、クオニ社はアウトバウンド事業だけでなくインバウンド事業分野においても、事業基盤を確立したのである。

### 2. 1998年までのTU I社及びクオニ社によるM&Aの活用方

旅行事業の確立後、迅速な事業拡大を目指して早くからM&Aを活用した。クオニ社による活用方は市場拡大型戦略と製品拡張型戦略に基づくものが主流であり、旅行事業のグローバル化及び旅行関連事業への事業領域の拡大を目的にM&Aを実施した。具体的にはアウトバウンド事業では旅行先進国である英国での買収にはじまり、米国、南米市場にも進出を試みた。そして旅行周辺事業においては、19世紀にトーマス・クック社が取組んだ両替事業等だけでなく、クレジットカード事業やホテル事業などにも積極的に取組んだのである。

一方でTU I社は事業ポートフォリオの変革とツーリズム事業への進出という2つの目的を達成させる手段としてM&Aを活用した。1994年に鉄・非鉄金属事業、エネルギー事業、商事・運輸事業、プラント・造船技術事業、建設技術事業の5事業部門で構成されていた組織を、1998

年にはエネルギー事業、技術関連事業、運輸・ツーリズム事業に変革し、更には1999年にはノンコア事業の売却を進め、運輸・ツーリズム事業への特化を進めたのである。これまでツーリズム事業なかでも旅行事業におけるM&Aはグローバル化の手段である事が多かった。TUI社は事業を転換するためにコングロマリット型M&Aを実施し、その後旅行産業内でグローバル化に加え、参入障壁を構築すべく規模の経済性を追求することを目的に複数の水平型M&Aを実施することで、僅か5年で事業転換と旅行事業の確率という大改革を成し遂げたことになる。

ここで着目すべき点は複数のM&Aにより目的を果たしたことであり、マルチプルM&Aを実施した事実である。前述のとおり、マルチプルM&Aとは成長を目的とする戦略目標を達成する為に、1つの企業が複数の企業を買収していく積極的な手法であり、一回限りのM&Aでは達成できない効果を期待している。TUI社はオーガニックグロス中心の旅行産業に新風を巻き起こす斬新なプレイヤーとなり、この後旅行産業内で活発にマルチプルM&Aを実施していく。その影響で同業他社によるM&Aも更に活発化していくのである。

表4 TUI社とクオニ社によるM&Aの分類

			1980年迄		1998年迄	
			クオニ社	TUI社	クオニ社	TUI社
戦略 ア プ ロ ー チ	A	水平型戦略			ホルダース社買収による英国市場強化	
	B	垂直型戦略			ホテル事業進出	
	C	製品拡張型戦略			カード・ビジネス ラベル進出	
	D	市場拡大型戦略	米国・英国市場進出			英国市場進出
	E	コングロマリット型戦略				ツーリズム・ロジ スティック事業進出
	F	ダイベストメント			ホテル・カード事業 売却	鉄鋼・鉱山事業 売却

出典：筆者が個別案件の分析を行い、筆者の解釈に基づき分類した。

## 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～

### はじめに

欧州における業界発祥の地が英国であっただけでなく再編の舞台も英国であった。1990年代後半から連続して発生するクロスボーダーの大型M&Aの特徴を理解する上で、英国市場におけるパッケージ市場誕生からの史実を整理することは重要である。ここでは英国旅行産業の史実を押さえた上で1990年代前半までに発生したM&Aの特徴を分析することとしたい。また今回注目したTU I社のM&Aは、後にTU I社が買収したトムソン社やファースト・チョイス社を中心に進めることが多かったことから、トムソン社の特筆すべき動きについても触れておきたい。

### 第1節 英国旅行市場と旅行業界の概要

#### 1. 英国人とホリデー

玉村(1999)<sup>55</sup>は論文の中で英国ではホリデーが生活の一部となったと論じている。18～19世紀にはブライトン、ボースマンといった南部の海岸リゾートが生まれた。この背景には支配者階級だけでなく、有給休暇が与えられていた労働者階級がホリデーをとることが可能になっていた事実がある。この様な経緯により、ホリデーの習慣が作られるだけでなく、労働者階級向けのリゾート地が開発されていったのである。

これらの動向は第二次世界大戦により一旦中断されたが、混乱が落ち着くと再び活発化した。ホリデー取得を加速化させたのは、1939年に施工された有給休暇法(Holiday with Pay Act)である。これにより1949年までに人口の凡そ半分、1962年までに人口の60%が休暇をとっていた。まさに英国においてホリデーが生活の一部になっている所以であり、この事実が英国で一大市場が早期に形成された理由だと考えられる。

#### 2. 英国の旅行業界概要

英国の旅行業界は超成熟市場であり、顧客ニーズの多様化により旅行企業の役割も細分化されている。英国旅行業界での主たるプレイヤーはツアー・オペレーターとトラベル・エージェントである。

##### (1) ツアー・オペレーター

ツアー・オペレーターとは、サプライヤーから旅行目的地の各種サービスや航空座席を仕入、

<sup>55</sup> 玉村和彦(1999)「英国パッケージ・ツアー業界の熾烈な競争 - トムソンによるホライズン買収の状況」『同志社商学』第50巻第3・4号 158-178ページ

パッケージ・ツアーを組み立てる事業者のことを言う。1987年に国外へのパッケージ・ホリデーを提供していたツアー・オペレーターは約800社であった。そのうち、700社が英国旅行業界の会員で、その中でおおよそ100社が通年販売しているパッケージ・ホリデー商品を専門に造成している会社だと考えられる<sup>56</sup>。

そのツアー・オペレーターは旅行商品の内容により細分化されており、大きく分類するとパッケージ・ツアーの目的地までの時間により、目的地までの移動時間が4時間程度のショート・ホール商品と、それ以上移動に時間を要するロング・ホール商品を扱うツアー・オペレーターに大別される。更にはその商品内容によって分類される。具体的には都市滞在を目的としたシティーブレイク商品、観光名所を周遊する周遊型商品、リゾートでの休暇を目的とするパッケージ・ホリデー商品である。当該章ではツアー・オペレーターが造成するパッケージ・ツアーの中でもショート・ホールでリゾートでの休暇を目的とするパッケージ・ホリデー商品にフォーカスして分析することとしたい。

図8 英国市場の海外パッケージ商品分類との第2章で分析する対象

		目的地までの距離	
		ロング・ホール	ショート・ホール
パッケージツアー	シティーブレイク		
	パッケージ・ホリデー		当該章の対象
	周遊型ツアー		
シティーブレイク	:	大都市に滞在するフリータイムを重視したツアー	
パッケージ・ホリデー	:	リゾート地に滞在するフリータイムを重視したツアー	
周遊型ツアー	:	点在する観光地を周遊する添乗員付きツアー	

出典：筆者の経験を基に整理・分類した。

## (2) トラベル・エージェント

トラベル・エージェントとは旅行に纏わる商品やサービスを取扱うリテラーである。基本的には店舗を構えお客様の要望に応え、サービスを提供するのである。そのトラベル・エージェントが主に取扱うのが、ツアー・オペレーターが造成するパッケージ商品である。通常大手ツアー・オペレーターは傘下に系列トラベル・エージェントを有し商品を販売する。一方で、単独のトラベル・エージェントも存在し、彼らは複数の商品を取扱うことで顧客の様々なニーズに対応するのである。

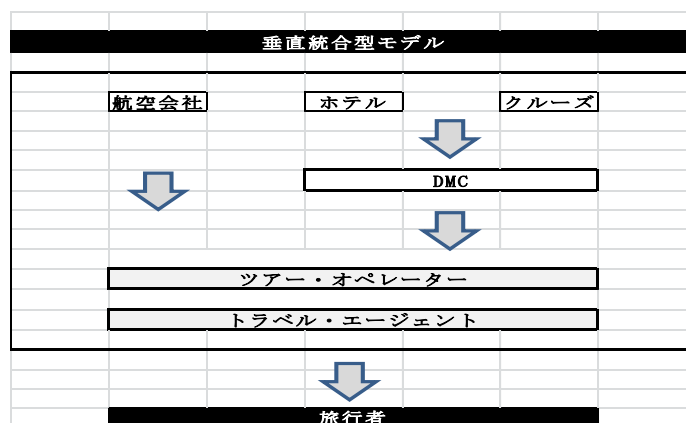
昨今このトラベル・エージェントの数が減少傾向であり、リテール機能がオンライン系旅行会社に侵食されている。インターネットの進展により、顧客による情報収集と手配の難易度が格段に下がったことにより、オンライン・トラベル・エージェントを経由した取り扱いが急増したのである。

<sup>56</sup> MMC 1989 レポートから引用した。

(3) 英国旅行業界の特徴

英国市場の最大の特徴は、ショート・ホールのパッケージ・ホリデー商品を扱うツアー・オペレーターが垂直統合化していることである。垂直統合化とはツアー・オペレーターが、サプライヤーであるチャーター航空企業や、リテーラーであるトラベル・エージェントなどを傘下に置き一体経営する形態である。

図9 垂直統合型ツアー・オペレーター・モデル



出典：筆者がビジネスの実態に基づき作成した。



## 第2節 英国パッケージ・ツアー市場の変遷とM&A<sup>57</sup>

英国のパッケージ・ツアーは、前述のトーマス・クックによる進化に留まらず、1950年代以降、旅行者が自社の責任の下、事前に旅行素材を仕入れ商品化した上で販売するスタイルに変化し、中でもチャーター航空機の利用の一般化が最大の変化であった<sup>58</sup>。この変化とその後の進化を、小林(2007)<sup>59</sup>は著書の中で、英国旅行市場を揺籃期(1940年代後半～50年代)、中間期(1960年代～70年代後半)、成長期(1970年代後半～90年代前半)、成熟期(1990年代以降)の4ステージに分類した。ホライゾン社によるチャーター航空機利用によるパッケージ・ホリデー商品の進化や、ジェット機導入に伴うパッケージ・ホリデー商品への影響など当時の環境変化に基づき整理がなされていることや、ここでいう成熟期に発生した外国企業によるM&Aの背景を理解する為にも、今一度先行研究を引用することと整理したい。

### 1. 揺籃期(1940年代後半～50年代)

揺籃期では英国におけるパッケージ・ツアーの誕生過程を説明したい。ホライゾン社(Horizon Holiday plc)が1950年にパッケージ・ホリデー商品を最初に考案した。この動きがまさに旅行者が自社の責任の下、事前に旅行素材を仕入れ、手配し商品化して販売する変化の源泉であった。ホライゾン社はウラディミール・レイツ氏(Vladimir Raintz)が設立した会社であり、自身の休暇体験をもとに事業を開始した。1949年、ウラディミール・レイツ氏はコルシカ島で休暇を過ごしたが、鉄道と船を乗り継いで訪問すると約48時間も掛かった。一方定期便を利用すると英国欧州航空の便が就航する近隣の空港までの往復運賃が70ポンドと高額であったことが、起業のきっかけとなった。

当時はチャーター航空機を使った休暇のための海外パッケージ・ツアーは認められていなかった。このような状況下ウラディミール・レイツ氏は運輸省と交渉し、英国欧州航空が直接運航していない路線であること、そして旅行者が学生と教師という条件のもと、免許が与えられたのである。その後1952年には学生と教師という制限が撤廃されチャーター便利用による南欧ビーチリゾート向け、パッケージ・ホリデー商品が一般的に販売されるようになった<sup>60</sup>。

<sup>57</sup> 英国旅行市場の変遷については、先行研究である玉村和彦(2003)『パッケージ観光論 ―その英国と日本の研究―』同文館出版を活用し、年代別に整理していたことから、小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』、晃洋書房、65～94ページ。を参考にした。

<sup>58</sup> 小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』晃洋書房 64ページ

<sup>59</sup> 英国旅行市場の変遷については、小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』晃洋書房 P65～94を参考にした。

<sup>60</sup> 小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』晃洋書房 65-66ページ

## 2. 中間期 (1960年代～1970年代前半)

中間期の特徴はジェット機材の導入に伴う旅行企業の垂直統合であった。Lews (1997) は著書の中で、ジェット機導入を契機にツアー・オペレーターによるチャーター航空企業への垂直統合化が図られたと述べた<sup>61</sup>。

ジェット機の導入により供給座席数が飛躍的に拡大し、大量輸送、大量販売の発想に基づく販売戦略が不可欠となり、これまでの販売戦略を根本的に見直す必要に迫られ、英国旅行業界には変化が見られるようになった。小林 (2007) は著書の中で、これまでの素材提供機関の代理業務、手配業務を生業とする旅行業者トラベル・エージェントと、航空法上の間接運送人として積極的にチャーターを実施しようとする旅行業者ツアー・オペレーターへの分化に加え、それぞれの合従連衡が進んだと述べている。大量輸送、大量販売の手法が導入されてくると、小規模のオペレーターでは間接運送人の立場を取りがたく、合併や連携などによって大規模化したのである。

その顕著な例として実行されたM&Aがカナダにあるインターナショナル・トムソン社による垂直統合である。1965年にユニバーサル・スカイ・ツアーズとその航空会社であるブリタニア航空、更には1972年にトラベル・エージェントであるランポリ社を買収した。これによりツアー・オペレーターを中心に航空企業及びトラベル・エージェントをグループ化したトムソン・グループが誕生したのである<sup>62</sup>。規格標準化されたツアーの大量生産を実現させるために、ツアー・オペレーターがチャーター航空企業を統合化し、出来上がったツアー商品を大量販売するための流通手段として、トラベル・エージェントを系列化する。この一連の前方、後方に向かう垂直統合化はバック・トゥーバック・チャーターの仕組みをより効果的に機能させるためには必要不可欠な取組みであった<sup>63</sup>。

一方で垂直統合化された旅行企業は常時大きなリスクを負う事となる。スペインのチャーター専門会社、スパンタックス航空社のレオ・サラザール氏は、「ヨーロッパのツアー・オペレーターはチャーター航空企業とトラベル・エージェント、消費者の3者間に存在するリスク・バンクである」と指摘している<sup>64</sup>。

## 3. 成長期 (1970年代後半～90年代前半)

### (1) 市場成長と規制緩和

成長期の特徴は急激な市場成長と規制緩和による競争激化である。チャーター航空を利用したパッケージ・ホリデー商品の利用者は、1994年に1500万人を突破するなど急激に拡大した。

<sup>61</sup> Laws, E. (1997) *Managing Package Tourism: Relationships, Responsibilities and Service Quality in the Inclusive Holiday industry*, London International Thomson Press, p.6.

<sup>62</sup> The Monopolies and Mergers Commission (MMC), (1989) "Thomason Travel Group and Horizon Travel Ltd", *A Report on the Merger Situation*, London: HSMO

<sup>63</sup> 小林弘二 (2007) 『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』 晃洋書房 73-74 ページ

<sup>64</sup> 「ITC を考える⑧」 『TRAVEL JOURNAL』 1978年, 9月4日号, 42 ページ

この背景にはパッケージ・ホリデーの大量生産・大量販売による低価格化の実現と、ITC の基本理念「団体旅行の好ましからざる影響を避けるため、目的地において、自由と選択性を確保する」が、英国大衆に広く受け入れられたからだと考えられる。

更に旅行業界に対して大きな影響を与えたのが、価格統制の廃止と規制システムの変化である。これまで航空輸送認可委員会がパッケージ・ツアーの最低販売価格統制を行っていたが、1972年以降は民間航空庁が統括し価格統制を廃止することになった<sup>65</sup>。

結果として英国市場では市場の拡大と不安定性による国内旅行企業同士の合従連衡、つまり水平型戦略に基づくM&Aが活発化したのである。規格標準化されたパッケージ・ホリデー商品を大衆市場に供給するツアー・オペレーター企業にとっての経営戦略は、低価格商品を市場に投入することで市場を拡大し、さらに自社マーケットシェアを高め、スケールメリットを引き出すことである。その為市場ではツアー・オペレーター企業間で激しいシェア争いが繰広げられ、結果として英国市場では水平型戦略に基づくM&Aの実施と統合により、上位数社の寡占化が進行したのであった。

エヴァンス&スタブラー(1995)<sup>66</sup>はツアー・オペレーターには企業規模、資本総額、マーケットシェア、提供する製品の幅によって区分された3つのグループがあると仮定している。第一のグループは資本総額が大きく統合が進んでおり、またいくつもの市場セグメントに対してツアーを供給しているツアー・オペレーター企業である。このグループは規模や範囲の経済を享受しており、かなり強い支配力を行使している。

第二のグループはおよそ20社から30社によって構成されており、より専門化された商品を供給しているが、かなり大きなマーケットシェアも維持している。第三のグループは大多数の小規模企業である。そして英国では、それぞれのグループに属している市場ごとの熾烈な競争があり、参入、退出も起こる市場特性を有するとしている。

表5 ツアー・オペレーター上位のシェアとその動向

順位	会社名	1999年迄の動き	単位%			
			1983	1987	1993	1999
1	Thomson Holiday		17.0	25.0	23.2	22.5
2	Airtour plc				12.2	15.5
3	First ChoiceHolidays				10.5	10.0
4	Sunworld Ltd				5.1	8.0
5	International Leisure Group	1991年に倒産した	11.0	13.0	-	-
6	Horizon Holidays	1988年Thomson Holidayに買収される	6.0	7.0	-	-
7	Redwing Holidays	1983年First Choice Holidaysに買収される	5.5	4.0	-	-

出典：玉村和彦(2003)『パッケージ観光論 —その英国と日本の研究—』同文館出版 118ページの図表4・6のツアー・オペレーター上位4社の市場シェアに基づき筆者が加筆した。

<sup>65</sup> Bray,R. and Radburn,M.(2001)*Flight to the Sun: the Story of the Holiday Revolution*, London Continuum.

<sup>66</sup> Evans.N.G. and Stabler,M.J.(1995) "A Future for the Package Tour Operator in 21<sup>st</sup> Century?", *Tourism Economics* 1,3,pp.243-263.

## (2) 合従連衡

合従連衡の顕著な例がトムソン社によるホライズン社のM&Aであった。1988年にバス社より75百万ポンドでホライズン・トラベル社を買収したのである。前述のとおりトムソン社はカナダに本社を置くインターナショナル・トムソン・オーガニゼーショングループの旅行部門を担う中核会社であり、航空事業、トラベル・エージェンツ事業を手掛ける総合旅行企業であり、売上の90%を英国市場に依存している。ホライズン社も同様にツアー・オペレーター事業、航空事業、トラベル・エージェンツ事業を手掛ける総合旅行企業である。ホライズン社は1980年に設立したチャーター航空会社であるオリオン航空と、1978年に設立されたリテール部門を担うトラベル・エージェンツであるホライズン・トラベル・センターの3部門によって構成されている<sup>67</sup>。醸造業で有名なバス社が、1985年にホライズン社との合弁会社バス・ホライズン・ホテルを設立した際ホライズン社にも25%資本参加し、2年後には全株式を取得し完全子会社化した。更にツアー・オペレーター2社を買収し事業を拡大していたのである。これらほぼ同じ形態の事業を有する企業体が水平型戦略に基づくM&Aを実施する事で規模の経済性を追求した顕著な事例である。

## 4. 成熟期 (1990年代後半以降)

第3章でフォーカスする時期が成熟期に分類される1990年代後半から2000年代後半である。この時期の特徴は、EU単一市場の出現とIT技術の進展などの外部環境の激変による、国境を越えての旅行企業の統合化である。特にEU単一市場の出現は、域内企業の統合を加速させた。Euro Barometer Survey<sup>68</sup>によると、EUにおける海外パッケージ商品の主な市場はドイツと英国であった。ドイツでは年間2000万、英国では年間1500万のパッケージ商品が販売されている。この数字は欧州で年間購入されるパッケージ商品の70%に相当するものであった。

そのEUの二大市場である英国とドイツの旅行企業であるが、Gratton&Richards(1997)<sup>69</sup>によると、彼らの経営戦略には相違点が見られる。ドイツ企業ツアー・オペレーターは、自国以外に進出する傾向が強い一方で、英国企業のツアー・オペレーターは自国以外には消極的であった。その背景であるが、まずドイツ企業は英国企業に比して常に利益率が高く、外国企業を統合する余裕を有していたこと。そしてドイツ企業は所有権を通じて支配するよりも株式持ち合いなどの提携による結合が一般的であり、特にツアー・オペレーターによるグループ内トラベル・エージェンツの支配力が強く排他的であり参入障壁が高かったこと。そして前述の通りTUI社等による活発な統合活動により許容される市場支配力の限界に達していた事が、ドイツ企業の海外進出

<sup>67</sup> 玉村和彦(1999)「英国パッケージ・ツアー業界の熾烈な競争 - トムソンによるホライズン買収の状況」『同志社商学』第50巻第3・4号 161ページ

<sup>68</sup> 1998年欧州委員会がEUの15歳以上の市民1万6千人以上を対象に休暇旅行習慣に関する大規模調査を初めて行った。

<sup>69</sup> Gratton, C. and Richards, G. (1997) "Structural change in the European package tour industry: UK/ German comparisons", *Tourism Economics*, 3(3), pp.213-226.

を促進された理由である。

次にドイツ企業が英国企業を狙った理由は、英国企業が持つチャーター航空企業を傘下に持つ垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルが確立していることが魅力であった。ドイツでは垂直統合化は厳格な独占禁止法によって限定的であったが、1997年にEU航空市場が自由化され、ドイツ企業が全欧州での事業展開を考えた際に、英国企業の買収が最も有効な手段であった。

## 小 括

英国市場においては、ウラディミール・レイツ氏 (Vladimir Raintz) が設立したホライゾン社が、1950年にチャーター航空機を使った休暇のための海外パッケージ・ツアーを開発したのが進化の始まりであった。それまでのトーマス・クック社が行った定期便を活用した旅行商品の造成ではなくツアー・オペレーターがリスクを持ってチャーター便を活用する新たなモデルがスタートした。その後ジェット機導入による運搬キャパシティの拡大によりツアー・オペレーターによる航空企業やトラベル・エージェンツの垂直統合を目的に垂直型戦略の実行にM&Aが活用されたのである。まさに大量生産、大量消費を支える為の垂直統合型ツアー・オペレーター・モデル構築であった。

そして航空運賃の自由化が競争激化を招き結果として、垂直統合された企業群の水平統合が実施された。ここにもM&Aが積極的に活用されている。主に英国内企業同士の再編であったが規模の拡大による経営効率の向上及びチャーター航空機の運行リスクを最小限化することを目的に水平統合が実施されたのである。M&Aの観点から見ると、戦略アプローチでは垂直型戦略に伴い、ツアー・オペレーターが航空企業、トラベル・エージェンツを買収し、経営・組織の統合を行った。その後水平型戦略に基づき垂直統合された企業が、同様に垂直統合した企業を買収し規模の経済性を追求したのである。

### 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】

#### はじめに

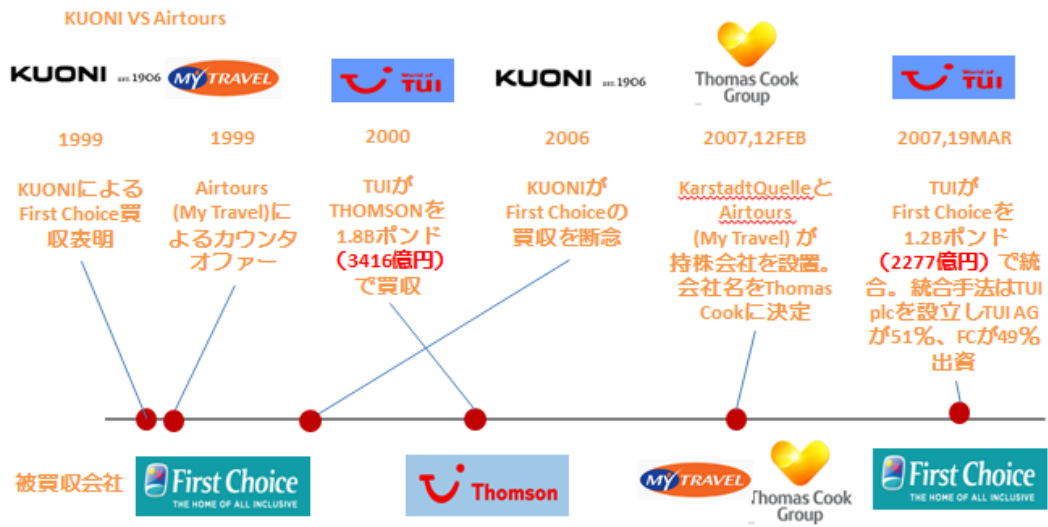
欧州における業界再編の舞台は英国であった。1999年クオニ社がファースト・チョイス社（FIRST CHOICE Plc）に買収を仕掛けたところから整理したい。クオニ社はアウトバウンド事業・インバウンド事業の両方を手がける総合旅行業であったが、事業基盤がスイスであり小国であったことから、そのグローバル戦略が急がれたことが背景にある。英国市場にはチャーリーズ&ベンソン社の買収を契機に参入し、ロング・ホール市場での地位を確保していた。今後英国市場を磐石なものとするためには、ボリューム市場であるショート・ホール市場の強化が不可欠であり、ファースト・チョイス社の買収を模索した。

しかしながらその直後エア・ツアーズ社（AIRTOURS Plc）によるファースト・チョイス社への買収申出により事態は混沌とする。そのM&Aは規模の大きさから独占禁止法に抵触する可能性があり、EU当局に是非が委ねられたのである。この隙を縫って速やかに行動したのがTUI社である。1999年当時英国旅行業界トップの地位にあったトムソン・トラベル・グループ社（THOMSON Plc）を買収した。このM&Aにより英国旅行業界のトップの座を射止めたのである。

その後LCCやOTAの台頭により旅行業界を取巻く環境が変化したこと、業界2位のエアーツアー社、3位のファースト・チョイス社は業界再編の波に遅れまいと積極的に行動した。ファースト・チョイス社の買収に失敗したエア・ツアーズ社は、社名をマイ・トラベル社（MY TRAVEL Plc）に変更し更なる業容を拡大するだけでなく、ドイツのカスタドクナル社（KARSTADTQUELLE）主導の再編に足並みを合わせ、トーマス・クック社と経営統合を実施、会社名をトーマス・クック・ホールディングスとすることで新たな出発を決意するのである。

一方クオニ社は、EU当局のエア・ツアーズ社・ファースト・チョイス社合併が却下された後もファースト・チョイス社と水面下で交渉を続けていたようだが、残念ながら成就せず2006年に交渉が決裂した。時を同じくして、クオニ社のファースト・チョイス社との統合が破談となったことを好機と捉え更なるアクションを起したのがまたしてもTUI社であった。ファースト・チョイス社のM&Aを決定したのである。業界1位のTUI社が業界3位のファースト・チョイス社を包含することで、マイ・トラベル社とトーマス・クック社の合併により誕生した新トーマス・クック社を圧倒した。これらの一連の動きが英国市場を舞台にした欧州旅行企業の大再編であり、第3章ではこれらの史実とその意思決定の背景及び今後の戦略に与える影響を分析することとする。

図10 外国企業による英国ツアー・オペレーターの大再編 (1999年～2007年)



出典：筆者が参考文献に基づき整理した。



## 第1節 クオニ社によるファースト・チョイス社M&A計画とエア・ツアーズ社による敵対的買収 ～外資企業による英国業界再編の始まり～

### 1. クオニ社によるファースト・チョイス社のM&A計画概要

#### (1) 背景

1999年3月15日両社のM&Aが発表された。クオニ社とファースト・チョイス社の連結売上規模は5,000百万ユーロ（約6,500億日本円）にのぼるM&A計画であった。クオニ社とファースト・チョイス社が統合した場合、欧州全域 20カ国以上で年間700万人を取扱う旅行企業となり、プロイサク社に次ぐ地位となる規模感であった<sup>70</sup>。

クオニ社の屋台骨を支える英国事業は主にロング・ホール市場に強みを有していた。しかしながら今後英国市場を強化する為には、ボリュームゾーンであるショート・ホールのパッケージ・ホリデー市場への参入が不可欠であると経営陣は考えていた。英国市場においては、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルが定着しており、競合他社は既に規模の経済性を追求すべくアクションを実施していたことから、自前での事業展開は困難であり、M&Aによる戦略実行を検討したのであった。

折しもファースト・チョイス社は既に垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを構築し、ショート・ホールのパッケージ・ホリデー市場で確固たる地位を確立していた。しかしながら商品のコモディティ化による価格競争に晒され、上位2社及び新規参入者との差異化が急務となり、ショートホール・パッケージホリデー事業の強化だけでなく、ロング・ホール市場への足がかりも模索していたのである。

#### (2) 被買収者であるファースト・チョイス社の概要

ファースト・チョイス社はロンドン証券市場に上場する英国籍の旅行企業であり、ツアーオペレーティング事業を英国のみならず、アイルランド・カナダで運営していた。ファースト・チョイス社の拡大のきっかけは1986年であった。チャーター航空会社のAir 2000社を買収する事で、ツアー・オペレーターが航空企業を有する垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを構築し、1998年にリテール部門との関係強化策を導入した。直販による販売コスト削減よりも、リテールとの連携強化による市場ニーズの獲得の方が有利であると判断し、リテール部門の統合による垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを進化させたのである。結果としてショートホール・パッケージホリデーに強みを企業となり、市場シェアは15%程度を有するが、寡占化が進む大手の4社の中で唯一成長余力のある会社と見なされていた<sup>71</sup>。

<sup>70</sup> BBC ONLINE NETWORK(1999)*Holiday firm in mega merger*; March 16 1999 から抜粋

<sup>71</sup> Commission of the European Communities (1999) *Case No IV/M.1524-Airtours/FIRSTCHICE*, Luxembourg: REGULATION (EEC) No 4064/89 MERGER PROCEDURE, p.47 に残された最後の中規模会社で、唯一成長余力がある旨記述されていた。

ファースト・チョイス社の1999年当時の戦略は、欧州全域で事業展開する垂直統合化した旅行企業を目指し、M&Aを有効活用することで戦略を加速させることであった。最大の強みを有する英国市場においては、製品拡張型戦略に基づきニッチ分野に強みを持つ旅行企業をM&Aすることにより、競合他社との違いを明確にすることこそが、株主への還元につながるの考えに基づいていた<sup>72</sup>。

表6 ファースト・チョイス社の業績推移

	百万UKポンド					百万日本円				
	1995	1996	1997	1998	1999	1995	1996	1997	1998	1999
売上高	933.6	1013.1	1021.0	1244.3	1465.8	121368	131703	132730	161759	190554
EBITA	(7.2)	4.7	17.4	41.0	50.1	(936)	611	2262	5330	6513
純利益	1.3	10.0	15.4	50.0	46.9	169	1300	2002	6500	6097
純資産	120.7	91.2	88.5	113.3	183.3	15691	11856	11505	14729	23829
総資産	58.6	60.4	60.4	68.1	125.8	7618	7852	7852	8853	16354

出典：ファースト・チョイス社 Annual Report から数字を抜粋し筆者が作成した。

### (3) 戦略概要

クオニ社とファースト・チョイス社は互いに補完する関係にあったことは前述のとおりである。クオニ社は顧客セグメントにおいては富裕層、商品セグメントにおいてはロング・ホール destinations における周遊型ツアー及びパッケージ・ホリデー商品に強みを持っていた。一方ファースト・チョイス社はマス・マーケット向けショートホール destinations 商品の中でもパッケージ・ホリデー商品に強みを持っていたからである。これにより両社の強みを活かし弱みを補完することでシナジーを創出し、企業価値を最大化する計画であった。

つまり両社にとって当該M&Aは製品拡張型戦略に基づく取組みであった。単独での商品・サービス提供だけでは不十分であり、両社の商品・サービスを両社のチャネルを活用することで、新たな価値を創出することを目指したのである。

表7 クオニ社とファースト・チョイス社の主な事業領域と強み

		目的地までの距離	
		ロング・ホール	ショート・ホール
パッケージツアー	シティブレイク		
	パッケージ・ホリデー	クオニ	ファースト・チョイス
	周遊型ツアー		

出典：前掲の英国市場の海外パッケージ商品分類に基づき筆者が両社の強みを加筆した。

### (4) 統合計画概要

事業統合計画は2段階で実施する考えであった。最初にロンドン及びチューリッヒに上場する新会社をロンドンに設立する。その上で新会社がクオニ社をスイス法に基づき、ファースト・

<sup>72</sup> FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (1999) YEAR END 31 OCTOBER 1999 DIRECTORS' REPORT AND ACCOUNTS, p6

チョイス社を英国法に基づき統合する考えである。結果としてクオニ社株主の出資比率が53%、ファースト・チョイス社株主の出資比率が47%となる。合併後の新会社名はクオニ・ホールディングとなり、ブランドについては、現在のファーストチョイスブランドなどを継続使用し、複数ブランドによる営業活動を行う予定であった。

## 2. 欧州経済共同体（E E C）による評価と結論

### (1) クオニ社とファースト・チョイス社が関わる市場の特定

クオニ社は、企業向けの出張需要や会議・イベント需要を吸収するビジネストラベル部門を有するが、ファースト・チョイス社は持たないため、今回の統合で両社が重複する分野は、個人向けにパッケージ・ツアー商品を提供するレジャートラベル部門に絞られた。レジャートラベル部門の主要事業は、前述のとおりツアー・オペレーターと、その商品を販売するトラベル・エージェントに大別される。旅行先による商品区分では、両社共英国国内の国内旅行商品を取扱わないことから、原則海外旅行商品が対象となる。更にファースト・チョイス社傘下にはチャーター航空会社があることから、チャーター航空市場が対象となった。

### (2) ツアー・オペレーター市場における影響

ツアー・オペレーター市場における評価は水平展開と垂直展開の2つの視点から行われた。まず水平展開上の競争環境であるが、1998年当時のファースト・チョイス社の市場シェアは、ニールセン（AC.Nielsen）やCAA（UK Civil Aviation Authority）によると8%~15%程度と想定されていた。一方クオニ社はロング・ホール市場中心の事業展開であり、ボリュームゾーンであるショートホール・パッケージホリデー市場での取組みは少なく、ツアー・オペレーター市場でのシェアは1%に満たないと推定されていた。このような現状から両社統合後の市場シェアは9~16%程度であり、業界首位のトムソン社の20%~25%に及ばないのが現状であった。

一方で垂直展開による仕入・販売の観点であるが、統合によりリテールを担うトラベル・エージェントが、販売の自由を確保できるかとの視点と、傘下にあるチャーター航空会社に関わる競争阻害の観点から調査された。まず旅行商品販売においてファースト・チョイス社のシェアは他社に比して決して大きくない。基本的には自社グループのトラベル・エージェントは自社商品を中心に販売している。言い換えると他社も同様の商習慣であり、今回の統合によりトラベル・エージェントの競争が阻害されるとは考えにくい。同様にチャーター航空会社も、傘下のAir 2000社については、座席の2/3強をファースト・チョイスグループで販売し、残りをサードパーティーに提供しているのが現状である。今回の統合によりクオニ社が残りを販売する可能性が高まるが、サードパーティーにとって代替案となる航空会社が多く存在しており、競争環境を著しく変化させるものではない。此の様な状況を鑑み、欧州経済共同体は統合を許可したのである。

### 3. 競合者の出現 エア・ツアーズ社による敵対的買収

#### (1) エア・ツアーズ社による敵対的買収計画概要

この統合計画に異を唱えたのが、プロイサク社とエア・ツアーズ社 (Airtours Plc) であった。特にエア・ツアーズ社においては、英国旅行業界のリーディングカンパニーであるトムソンズ社を凌駕する規模の獲得を目指していたため、虎視眈々と2位以下の企業買収による機会を窺っていたのである。エア・ツアーズ社は1999年4月29日速やかに敵対的買収案を提示。クオニ社提示条件を上回る好条件をアピールし、ファースト・チョイス社株主に対してクオニ社との統合を反対するよう呼びかけた。

エア・ツアーズ社の提案は市場での公開ビットによる株式買取である。エア・ツアーズ社が発行株式の過半を買取することで、経営権を取得する計画である。これにより1200余りのトラベル・エージェント、67の航空機、26のホテル、11のクルーズ船を有する社員数25000人の企業となり、年間1400万人以上の取扱いを目指すものであった<sup>73</sup>。

#### (2) 買収者であるエア・ツアーズ社概要と戦略

エア・ツアーズ社は1980年代後半にロンドン株式市場に上場した英国に本社を置く旅行企業であり、上場後垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを目指し積極的に展開した。1990年代初頭にチャーター航空会社を設立し、その後1992年から96年にかけて200百万英国ポンドを投じて、ピックフォード社 (Pickfords) を含むトラベル・エージェントを買収する事で成長し、1990年代広範囲は欧州内17カ国のみならず米国でも事業を行うグローバル企業となった。

エア・ツアーズ社の主要市場は英国であり、基本的には海外旅行事業を中心に展開し、ロング及びショート・ホール商品を提供していた。実際市場シェア13.3%を確保していたがロング・ホール商品は全体の15%~20%程度に過ぎず、最大の強みは垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルによる、ショート・ホールのパッケージ・ホリデー市場のポジションであった。実際1998年にはトムソン社、トーマス・クック社に次ぐ3位のポジションにあった。

このような現状から、エア・ツアーズ社がファースト・チョイス社へのM&Aを仕掛けた戦略的理由は水平型戦略に基づくものであったことが明白である。英国市場でのトラベル・エージェントやツアー・オペレーター間でM&Aが実施される事で、市場シェア拡大と経営効率向上を目的としたのである。

#### (3) 英国の独占・合併委員会と欧州経済共同体 (E E C) の反応

ファースト・チョイス社とエア・ツアーズ社の買収により、英国市場における取扱規模で最

<sup>73</sup> BBC ONLINE NETWORK(1999) *First Choice rejects Airtours bid*, April 29 1999 を参考にした。

大の旅行企業が誕生することになる。この統合による消費者への影響は大きくないと速やかに発表したのが、英国の独占・合併委員会（MMC：Monopolies and Mergers Commission）であった。しかしながら欧州連合の独占禁止法関連当局である欧州経済共同体（E E C）は、合併の影響を見極めるためには更なる調査が必要であり、最低でも4ヶ月必要である旨を発表したのである。これにより、エア・ツアーズ社による買収可能性が時間的な問題から危ぶまれる事態となった。

#### （4）ファースト・チョイス株主の反応と決断

前述のような目紛しい環境変化により、ファースト・チョイス株主の判断は揺れた。その中で最初に意思表示した大株主はトーマス・クック社であった。トーマス・クック社はファースト・チョイス社の株式10%を保有する大株主であったが、クオニ社との統合に賛成の意を表明したのである<sup>74</sup>。

これによってクオニ社との統合に体勢が流れるかと思われたが、残念ながら結果はクオニ社との統合に賛成するファースト・チョイス社の株主が30.7%に留まり、クオニ社との合併案を否決することになるのである。彼らは、エア・ツアーズ社との統合による英国市場最大の旅行企業へのチャレンジを是として捉えており、相当のコストメリットも享受出来ると考えた。結果的に欧州連合当局の調査結果を待ってから判断する案を選択したのである<sup>75</sup>。

## 4. 欧州経済共同体によるエア・ツアーズ社とファースト・チョイス社統合の差止め

### （1）欧州経済共同体（E E C）による対象市場の環境分析

#### ① 調査対象市場の選定

英国におけるショートホール・パッケージホリデー市場におけるツアー・オペレーターのうち2位・4位の合併ゆえ、論点はおのずとレジャートラベル市場、とりわけパッケージ・ホリデー商品市場への影響に絞られた。海外パッケージ・ホリデー市場はロング・ホール市場とショート・ホール市場に分類されるが、特に大手事業者による寡占が進むショート・ホール市場が重要視されていたので尚更である。前述のとおり、レジャートラベル部門の主要事業は、航空座席、ホテル、観光地でのサービスを組立て旅行商品として造成するツアー・オペレーターと、その商品を販売するトラベル・エージェンツに大別される。旅行先による商品区分では、両社共英国国内の国内旅行商品を取扱わないことから、原則海外旅行商品が対象

<sup>74</sup> The INDEPENDENT (1999) *Kuoni bid for First Choice backed by Thomas Cook*, 8 July 1999, の記事から、当時トーマス・クック社がクオニ社とファースト・チョイス社の統合に賛成したとの記述を参考にした。

<sup>75</sup> Wall Street Journal Online (1999) *Kuoni Abandons Its Offer To Merge With First Choice*, July 9 1999, により、30.7%のファースト・チョイス社株主の理解が得られず、50%超の賛成が得られないことを確認した。また FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (1999) *YEAR END 31 OCTOBER 1999 DIRECTORS' REPORT AND ACCOUNTS*, p3 において、1999年7月8日にファースト・チョイス社株主によりクオニ社との統合にストップが掛かり、1999年9月22日欧州当局は、エア・ツアーズ社の申し出に対してもストップが掛かったことが記載されている。

となる。更にファースト・チョイス社傘下にはチャーター航空会社があることから、チャーター航空市場が対象となった。これらがツアー・オペレーターを中心に前後方に垂直統合されていることから、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルに関わる市場全体が調査対象となったのである。

表8 エア・ツアーズ社とファースト・チョイス社の主な事業領域と強み

		目的地までの距離	
		ロング・ホール	ショート・ホール
パッケージツアー	シティブレイク		
	パッケージ・ホリデー		エア・ツアーズ& ファースト・チョイス
	周遊型ツアー		

出典：前掲の英国市場の海外パッケージ商品分類に基づき筆者が両社の強みを加筆した。

② ツアー・オペレーター事業を核とした垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの構造と対象市場

垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルとは、ツアー・オペレーターを核に前後方に垂直統合されたチャーター航空会社とトラベル・エージェン트가、パッケージ・ホリデー特にショート・ホール商品を造成するビジネスモデルである。このモデルの特徴はツアー・オペレーター自体の収益率は決して高くないが、パッケージ・ホリデーから生み出される収益を、チャーター航空会社とトラベル・エージェン트에分配することで、グループを維持していることである。

収益率の鍵となるのが運行効率である。具体的には需要を予測し自前のチャーター航空機を準備し、その座席の販売効率をいかに高めるかがポイントとなる。つまり需要予測が最も重要であり、この需要予測を誤ると過剰供給が価格破壊を引き起こし、ひいては収益率が著しく悪化する状態を招くのである。

このような状況から一般的に垂直統合ツアー・オペレーターは、グループ内のチャーター航空会社を優先的に活用することとなる。実際エア・ツアーズ社とトムソンズ社は、利用航空座席の大半はグループ内チャーター航空会社による供給であり、サードパーティーからの供給は極めて限定的である。グループ内チャーター航空会社の座席においても、ほぼ全てをグループ会社に共有している。例外はファースト・チョイス社であり、約30%程度の航空座席をグループ外に売却し、実際ファースト・チョイス社のツアー・オペレーター部門も、約25%の航空座席を、サードパーティーから仕入れているのが現状であった。しかしながらMMCが指摘しているとおり、ツアー・オペレーターによるブランドが前面に出ているため、グループ内チャーター航空会社との関係が不透明で、消費者からはその関係が見えにくいのが特徴である。

③ 垂直統合型ツアー・オペレーター・モデル構築の経緯

前章でも触れたが英国市場においては、これまで水平的戦略及び垂直的戦略に基づきM&

Aが頻繁に実施されていた。エア・ツアーズ社においては過去5年間に行われた、垂直統合化された旅行企業のM&Aが市場シェア拡大に大きく寄与したのである。特に1990年代前半に200百万英国ポンドを投資して実施したM&A、中でも1992年に実施したピックフォード社 (Pickfords Ltd) は重要な役割を果たしている。これは同業他社においても同じである。トムソンズ社も1960年代にインハウスチャーター部門を有するツアー・オペレーターとして事業を開始。その後1970年代にランポリー社 (Lunn Poly Ltd) を買収することで前方垂直統合を果たし、その後数年間トムソンズ社は英国市場で唯一の垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの旅行企業として君臨したのである。

トーマス・クック社は元々トラベル・エージェントであり、旅行関連金融サービスを経て、1996年にサンワールド社 (Sunworld Ltd) をM&Aした。またファースト・チョイス社も1986年にチャーター航空会社であるエア2000社をM&Aし、これにより垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを完成させたのである。

これらの大手4社の歴史からも明白であるが、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの完成の鍵はM&Aであり、大手4社はM&Aを有効活用することにより現在の地位を確保したのである。エア・ツアーズ社幹部は、MMCによる調査の中で、旅行企業の競争は中小プレイヤーのままなのかM&Aを重ねることで規模を追求するかの究極の選択を迫られていると述べた。実際、1999年時点ではトラベル・ホリデー市場においては、規模の経済が生かせないプレイヤーの存続は難しく、M&Aを重ねた大手4社だけが、生存権を確保できたというのが適切な表現かもしれない。

#### ④ 競合環境

MMCはが、英国におけるショート・ホール パッケージ・ホリデー市場のシェアをACニールセン社などのデータを活用してまとめたものが以下の表である。プレイヤーは7社強存在しているが、実際大手4社によって85%を超えるシェアがあり、残りの中小プレイヤーは垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルも構築できていないことから、大手4社とは戦う土俵が異なるのが現状である。

表9 英国のショート・ホール、パッケージ・ホリデー市場のシェア (1998年)

ツアーオペレーター	1998年シェア	合併後シェア
Thomson	30.7	
Thomas Cook	20.4	
Airtours	19.4	34.4
First Choice	15	
Cosmos	2.9	
Manos	1.7	
Kosmar	1.7	
Others	8.2	

出典：Commission of the European Communities (1999) *Case NoIVIV/M.1524-Airtours/FIRSTCHICE*, Luxembourg : REGULATION (EEC) No4064/89 MERGER PROCEDURE の P20 Table1 Market Share in short-haul foreign package holidays from the UK, summer 1998 を元に筆者が作成した。

次にトラベル・エージェン特間の競合であるが、ツアー・オペレーター同様に大手4社のグループトラベル・エージェン特が最大70%程度の市場シェアを有している。

表10 ショート・ホール、パッケージ・ホリデーを販売するトラベル・エージェン特的のシェア (1998年)

トラベル・エージェン特	グループ	1998年シェア	合併後シェア
Going Places	Airtours	10%-20%	10%-30%
Travel Choice	First Choice	1%-10%	
Thomas Cook	Thomas Cook	10%-20%	
Lunn Poly	Thomson	10%-20%	
Co-op Travel		1%-10%	
Others		30%-40%	

出典：Commission of the European Communities (1999) *Case NoIVIV/M.1524-Airtours/FIRSTCHICE*, Luxembourg : REGULATION (EEC) No4064/89 MERGER PROCEDURE の p.46 Table3 Share of Inclusive Tour Sales by Travel Agent (1998) を元に筆者が作成した。

そして企業間の競争の度合いであるが、実際商品面で差別化が難しいビジネスモデルであり、価格弾力性が高いのが特徴である。商品の中身は航空座席、ホテルの客室、これをつなげる送迎が主な提供サービスとなることから、商品面での差別化が難しいことが容易に想像できる。その結果、各社は価格競争に手を染める必要があり、規模の経済性を活用した運行効率向上による価格訴求力の向上に取り組むこととなるのである。

## (2) 欧州経済共同体 (E E C) の結論

最大の論点は垂直統合化したツアー・オペレーター事業の両者のシェア、参入障壁の存在、そしてパッケージ・ホリデーと個人が旅行パーツを組み立てる F I T (Free Independent



Tourist) 市場との関係性であった。両者が最も重複している海外ショート・フォール市場は、既に寡占状態にあり成熟市場である。その上で既に大手4社で市場の82%を占有し中小業者の追随を許さない状況にあること。また大手4社の中でファースト・チョイス社は唯一成長余力を持つ会社であり、市場競争の促進が期待できるが、残りの3社がファースト・チョイス社との競合を避け、その取り込みを図り競争環境を緩和させる意図が見え隠れすること。更にはエア・ツアーズ社が19.4%、ファースト・チョイス社が15.0%の市場シェアを有しており、両社の統合により、合計で34.4%に到達する。これによりショートホール・パッケージホリデー商品の市場はトラベル・エージェントなど、重複機能の合理化が進み、消費者の利便性が失われるリスクがあることなどが理由であった。

今回のM&Aは単一グループによる寡占状態を創出するには至らないが、上位数社による集团的優位性を助長する恐れがあるとの見解であった。更に代替手段の存在に関する調査委員会の見解は、情報の非対称性を鑑みると、個人が自ら観光地情報を獲得し、ホテル等の現地サービスを選別の上手配を行うことは極めて難しい。また問題発生時に適切な補償をサプライヤーから受けるべく交渉を行うことは、旅行目的地と旅行者の国が異なることによる法制度の違いから非常に難しいと言わざるを得ない。当時LCC(Low Cost Carrier)の台頭が目覚しく、LCCがショート・ホールのパッケージ・ホリデー商品市場に参入を試み、競争が激化しているとのエア・ツアーズ社の主張は受け入れられなかったのである。これによりエア・ツアーズ社による、リーディングカンパニーを目指した企ては頓挫したのであった。

## 第2節 TUI社のトムソン・トラベル・グループ社買収 ～汎欧州大企業の誕生～

### 1. TUI社のトムソン・トラベル・グループ社買収の概要

#### (1) 背景

1999年のトムソン・トラベル・グループ社の業績は悪化の一途であった。理由はコソボ紛争と業界内の競争激化であった。コソボ紛争のみならずトルコでのテロも重なり地中海への旅行者が減少した。これに伴い業界内での競争が激化、特に業界2位のエア・ツアーズ社との競争が熾烈となり業績が悪化したのである。さらに業績悪化に拍車をかけたのがミレニアム問題であった。IT機器が誤作動を起こすリスクを懸念したミレニアム問題により消費者が旅行を手控えたことから売上が激減し、CEOが辞任に追い込まれたのである。

このような環境下、買収を仕掛けたのがC&Nトゥーリスティック社(C&N Touristik AG)であった。C&Nトゥーリスティック社はルフトハンザ航空とドイツの流通業であるカールスタッド・クヴェレ社(KarstadtQuelle AG)が有するドイツ第二位の旅行企業であり、グローバル化の一環として英国市場への進出を試みた事がトムソン社争奪戦の始まりであった。

C&Nトゥーリスティック社が仕掛けたTOBが不調に終わるのを見て、新たにTOBを仕掛けたのが当時ドイツ最大の旅行企業となっていたプロイサク社であった。C&Nトゥーリスティック社は1株130ペンスで提案していたが、トムソン・トラベル・グループ社株主に受け入れられず、145ペンス、160ペンスと譲歩したが交渉は難航していたのであった<sup>76</sup>。

このような状況を鑑み、プロイサク社が180ペンスという大胆なTOB価格を提案し一気に主導権を握ったのである。プロイサク社がトムソン社マネージメントの同意を取り付け、株主に提案した。その結果2000年5月15日に正式にプロイサク社がトムソン社を買収することが決定し、最終価格は1,800百万ポンドとなった<sup>77</sup>。

しかしながら買収にはもう一つの課題があった。それはトーマス・クック株であった。プロイサク社はハパロイド社を通じて過半数のトーマス・クック株を保有しており、トムソン社買収が実現すると英国旅行業界1位と3位の支配権を有することとなり、エア・ツアーズ社の事例を鑑みると、EECの承認取得が困難だと考えられていた。

---

<sup>76</sup> BBC ONLINE NETWORK(2000) *Thomson in takeover battle*, May 12 2000によるとC&N社は当初1株辺り130Pで提案しその後145Pに改定したとの記述があった。その後BBC ONLINE NETWORK(2000) *Thomson fall to European giant*, May 15 2000 の中で160Pまで譲歩した旨の記述があった。

<sup>77</sup> BBC ONLINE NETWORK(2000) *Thomson fall to European giant*, May 15 2000 の記述から抜粋した。

## (2) トムソン・トラベル・グループ社の概要<sup>78</sup>

トムソン・トラベル・グループ社はカナダのオンタリオ州に本社を置くインターナショナル・トムソン・オーガニゼーション(International Thomson Organization Ltd)の傘下にある観光分野を専門にする企業である。トムソン・トラベル・グループ社はツアー・オペレーターであるトムソン・ホリデー社(Thomson Holiday Ltd)、パッケージ・ツアーの顧客への直販会社であるポートランド・ホリデー社(Portland Holidays Ltd)、チャーター航空会社であるブリタニア航空社(Britania Airways Ltd)、トラベル・エージェントであるランポリー社(Lunn Poly Ltd)及びアメリカにあるインターナショナル・トムソン社により構成されている。

トムソン・トラベル・グループが本格的にツアー・オペレーターとして事業を開始したのは1965年であった。当時創業されて間もないブリタニア航空社と小規模ツアー・オペレーターを4社買収し、その後1972年にランポリー社を、1988年にホライズン・トラベル社を買収することで、英国市場最大のツアー・オペレーターとなったのである。

## 2. TUI社の戦略

### (1) これまでの布石

前述のとおり、1997年6月11日プロイサク社はハパロイド社(Hapag Lloyd AG)の99.2%取得を発表し、ドイツ最大の旅行企業TUIが誕生した。当時ハパロイド社は、ツアー・オペレーター事業、リテール事業そしてチャーター航空事業を有していた。つまり当該アクションは垂直統合されたバリューチェーンを手中に収め、インフラ産業からサービス・テクノロジー産業への変革を意味するものであった。次の重要なM&Aがドイツ単一市場ではなく欧州全体でのリーディングカンパニーになるべく重要なアクションであった。1998年12月にトーマス・クック社の過半数の株式を取得したのである。トーマス・クック社は英国第三位の地位にある旅行企業であり、これによりハパロイド社は欧州第二位の地位を確保することとなった。

### (2) TUI社の狙いと両者の強み

TUI社とトムソン社はドイツ・英国それぞれの主要市場において適切なブランドポートフォリオと、垂直統合された適切なバリューチェーンを有するマーケットリーダーだと認識されていた。そして両者のビジネスに対する考え方、戦略が類似していることもメリットであった。両者の統合によって欧州の主要市場である英国・ドイツ、更に2000年11月に買収し

<sup>78</sup> 特に言及しない限り玉村和彦(1999)「英国パッケージ・ツアー業界の熾烈な競争-トムソンによるホライズン買収状況」『同志社商学』第50巻 第3・4号 158-178ページを参考に、筆者が纏めた。

たヌーベル・フロンティア社を加えることで、欧州市場全体の 70%にアプローチできる基盤が揃うことになる。この市場に対して、顧客の要望に合わせて航空座席やホテルの客室など、両者が有するグループのリソースを効率的に提供することがM&Aの最大の狙いであった。

### (3) M&A後の統合

この戦略とM&Aにより経営体制も変更することとなった。プロイサク社の旅行部門とトムソン社はプロイサク社のマネージメントの直下に置かれ、副 CEO としてトムソン社の CEO であったチャールズ氏 (Charles Gurassa) が任命されたのである<sup>79</sup>。これによりプロイサク社のマネージメントの一員としてチャールズ氏がグループ内リソースの最適化による効率経営を任されることになったのである。

そしてブランドであるが、トムソン社は複数のブランドを活用して英国市場で営業展開を行っていたが、これについても大きく変更を加えず現行のブランドをそのまま活用した。つまり顧客との接点については何も変更を加えず、商品を構成するサービス、航空座席やホテルの客室などのデスティネーションサービスにおいて最適化を目指すことを優先させたのである。

## 3. 欧州経済共同体 (E E C) による許可

### (1) 欧州経済共同体 (E E C) への申請と裁定

2000年6月8日に6月12日のパブリックアナウンスメント前に買収許可取得目的の申請を行った。欧州経済共同体 (E E C) の結論は、プロイサク社だけでなくその株主である西ドイツ銀行が、トーマス・クック株を売却することを条件にトムソン株の買収を認めるものであった。1999年9月22日のエア・ツアーズ社とファースト・チョイス社の合併が与える市場への影響調査を鑑み、業界1位と3位の支配権を一社で握ることによる市場への影響は看過できないという判断であった。

### (2) トーマス・クック株の譲渡

そもそもトーマス・クック社はどのような変遷でプロイサク社に譲渡されたのであろうか。トーマス・クック社は前述のとおり、英国における最古の伝統的旅行企業であるが、業績不振により1992年以降西ドイツ銀行傘下にあった。1999年2月に西ドイツ銀行と米国ミネアポリスに本社を置くレジャー産業グループであるカールソン社は、カールソン社傘下にある英国の伝統的旅行部門カールソン・レジャーグループとトーマス・クック社を合併させ、トーマス・クック・ホールディング社とすることを発表したのである。

<sup>79</sup> Telegraph(2000) *Thomson-Travel-chief-lands-board-post-at-Preussag*, OCT 06 2000

ここにプロイサク社が最大株主として参画し、プロイサク社、西ドイツ銀行そしてカールソン社が保有するトーマス・クック・ホールディング社が誕生したのである。トーマス・クック・ホールディング社は英国市場におけるツアー・オペレーター業界 4 位と 5 位の旅行企業を傘下に置き合併させることで、市場占有率 10%となり業界 3 位に躍進した。一方でトムソン社の市場占有率は 20%であり、圧倒的 No1 のポジションを確保していた。このような状況を鑑み、プロイサク社はトーマス・クック社の株式を売却し、トムソン・トラベル・グループ社の株式取得の決断をしたのである。

図 11 1999 年 12 月当時のトーマス・クック・ホールディング社の株主相関図

			<b>西ドイツ銀行</b>	
		<b>27.9%</b>		<b>33%</b>
				<b>プロイサク社</b>
				<b>99.2%</b>
<b>カールソン社</b>				<b>ハパロイド社</b>
		<b>22%</b>	<b>50.1%</b>	<b>100%</b>
			<b>トーマス・クック社</b>	<b>TUI</b>

出典：Ingolf Dittmann, Ernst Maug, and Christoph Schneider(2008) *How Preussag Became TUI: Kissing too many toads can make you a toad*, p.46. Figure 1B に基づき筆者が加筆

### 第3節 エア・ツアーズ社とトーマス・クック社の統合 ～新たな敵との戦い～

#### 1. エア・ツアーズ社とトーマス・クック社の統合概要

##### (1) 背景

1999年にはファースト・チョイス社を巡ってクオニ社と競ったエア・ツアーズ社であったが、その後ドイツにおけるF I T社買収の失敗やニューヨーク同時多発テロの影響を受け業績は低迷した。2002年にはファースト・チョイス社への買収を華々しく仕掛けたエア・ツアーズ社が今や買収のターゲットになっていると報道された<sup>80</sup>。

ニューヨーク同時多発テロの影響による業績悪化に苦しむ旅行業界では、生き残りをかけた協業案が浮上しては消える状況にあった。2006年にはファースト・チョイス社が、特定セグメントや特定目的に特化したパッケージ・ツアーを造成するスペシャリスト事業や、観光地でのサービスやアクティビティーを主に手がけるインバウンド事業に特化することを目的に、ツアー・オペレーター事業売却を目指し、エア・ツアーズ社と交渉を開始したと、BBCが報じた。また同時にトーマス・クック社とファースト・チョイス社も交渉しているなどの報道もあった<sup>81</sup>。このような混沌とした状況で2007年2月12日にエア・ツアーズ社とトーマス・クック社の統合が発表されたのである。

##### (2) 交渉当事者概要

###### ① カスタドトクナル社

カスタドトクナル社はドイツに本社を置く大規模小売店であり、小売事業だけでなく不動産業や旅行事業を手がけている。旅行事業については、T U I社から引継いだトーマス・クック社の筆頭株主であり、トーマス・クック社を通じて欧州のみならず世界規模で旅行事業を展開している。

###### ② マイ・トラベル社

マイ・トラベル社の前身はエア・ツアーズ社であり、欧州全域でツアー・オペレーター事業を展開している。そのビジネスモデルは、基本的には垂直統合型モデルであり、販売を担当するリテールショップ、商品造成を担当するツアー・オペレーター、そしてホテルや航空機を自前で抱えるスタイルである。

##### (3) 統合スキーム

カスタドトクナル社とマイ・トラベル社は新会社を設立し、その上でマイ・トラベル社とトーマス・クック社を統合する。その後、両社を包含した新会社はトーマス・クック・グループ社と改名し、ロンドン市場で上場することとした。持分比率はカスタドトクナル社が52%、マ

<sup>80</sup> BBC ONLINE NETWORK(2002)*Founder tries to save MyTravel*, October 17 2002

<sup>81</sup> BBC ONLINE NETWORK(2006)*MyTravel 'in First Choice talks'*, November 26 2006

イ・トラベル社株主が48%としたが、取締役の選任権のみ40%を上限とした。

## 2. 欧州経済共同体による市場環境認識とM&A実施可否の判断

### (1) ツアー・オペレーター事業の環境認識

前述のエア・ツアーズ社とファースト・チョイス社の合併がE E Cに申請された当時は、電子商取引黎明期であり、欧州経済共同体は顧客が個人で旅行先のホテルや現地サービスなどの情報を個別で獲得し、手配することは困難であると結論づけた。その結果、顧客はパッケージ・ツアー間の比較に依存し旅行商品を購入する必要があった。このような背景から、両者の統合により市場占有率が高まり競争が阻害される事を重要視した。

しかしながらツアー・オペレーター事業を取巻く環境は大きく変化した。2006年のThe Mintel report Independent Travelによると、英国のホリデー市場は過去5年間毎年6%成長したが、海外と国内の内訳をみると、海外が14%成長している半面国内は3%に留まっている。これは海外旅行商品の低廉化により旅行目的地が国内から海外に変化していることを意味する。海外旅行でも旅行形態別に見ると興味深い。F I Tと呼ばれる個人旅行が過去5年間毎年10%を超える成長を示している一方で、パッケージ・ホリデーは1996年と比較して25%増加しているが、2003年以降は減少しているのが現状であった。

この最大の要因はL C C (Low Cost Carrier) の台頭である。1996年、英国では4社のL C Cが英国の10の空港から12の欧州域内の空港を結んでいた。これが2005年には22社のL C Cが英国の35空港から150以上の世界中の空港と結ばれることになり路線網が大きく拡大した。この目的地には、ツアー・オペレーターが得意とする地中海沿岸のホリデー・デスティネーションが含まれていたのである。

個人旅行を加速させたのはL C Cだけでなく、ITの進展による電子商取引の活発化でもあった。インターネットへの接続に関わるインフラ整備が整い電子商取引が一般化するに伴い、顧客はこれまでのトラベル・エージェン特経由のチャネルだけでなく、新たなオンラインというチャネルを獲得することになる。これにより顧客はパッケージ・ツアー商品間の比較だけでなく、旅行商品を構成するホテルや航空座席の価格も容易に調査することが可能となった。Mintel Report はインターネットによる旅行手配がホリデー・トラベルの45%を占めることになると結論付けたのである。

### (2) 欧州経済共同体の結論

E E Cは上記のような環境変化を鑑み、もはや海外旅行の手段はパッケージ・ツアーだけでなく、その手段は広がっていると論じた。旅行の組み立て自体の難易度は下がり、旅行中の変更やキャンセルに纏わるリスクも低減化した。また個別の旅行素材を取巻く環境についても大きな変化があった。旅行の主要素材である航空座席におけるL C Cの影響である。L C Cが路線を拡大する中で、従来大都市間の輸送を担っていたL C Cが、リゾート路線を拡充したこ

とにより、LCCがホリデーの選択肢となったのである。

さらに新たな旅行手配手段としてインターネットが出現したことにより、もはやパッケージ・ホリデー業者間の競争だけに囚われる必要はなく、業態間の競争の出現により消費者の選択肢は格段に広がった。このような環境下、1999年には業界2・3位の合併を却下したMMCが、大手による寡占が進んでいるにも関わらず、2007年にはその合併を許可したのである。



#### 第4節 クオニ社のファースト・チョイス社買収交渉からの撤退とTUI社による実行

##### 1. ファースト・チョイス社を取巻く環境

前述のとおりファースト・チョイス社を取巻く環境は目紛しく変化した。マイ・トラベル社とトーマス・クック社の合併が決定し、英国市場のツアー・オペレーターは、トムソン・トラベル・グループ社を買収したTUI社を上回る規模になったのである。ここで俄然注目されることになったのが、1999年にクオニ社とエア・ツアーズ社による争奪戦が繰り広げられたファースト・チョイス社であった。

##### (1) ファースト・チョイス社の2006年当時の現状

ファースト・チョイス社は80のブランドと15000人を超える社員を有し主に17の市場で事業を運営するグローバル企業に成長していた。その結果ショートホール・パッケージホリデー市場における差別化とニッチ市場における専門サービス提供機能の確保を急ぎ高い経営効率を実現した。

表11 ファースト・チョイス社 財務諸表 1999年/2006年比較

	百万UKポンド		百万日本円		98VS06
	1998	2006	1998	2006	
売上高	1,244	2,715	161,759	352,950	218%
EBITA	41	135	5,330	17,602	329%
純利益	50	117	6,500	15,236	234%
純資産	113	282	14,729	36,660	249%
総資産	68	1,663	8,853	216,164	2442%
			為替	1UKポンド=130円	

出典：FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC DIRECORS' REPORT の1999年と2006年から筆者が抜粋の上作成した。

##### (2) 1999年から2006年までの拡大の原動力としてのM&A

クオニ社とエア・ツアーズ社がファースト・チョイス社の争奪戦を繰り広げた1999年以降、ファースト・チョイス社は英国依存でかつショートホール・パッケージホリデー市場に極度に依存する現状を打破しグローバル企業への変革を目指し、70件を越えるM&Aを実行したのである。具体的にはスペシャリスト・アクティビティー分野及びDMC分野の強化を目指したM&Aであった。比較的小規模のM&Aを数多く実施することで、戦略目標の達成と進化のダイナミズムを組織内に取り込むことを目指した。

表12 ファースト・チョイス社 M&A一覧

	発表日	買収企業	国	事業分野
1	1999年2月	Flexigroup Travel Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
2	1999年3月	Rainbow Holidays 1997 Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
3	1999年7月	Meon Holding Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
4	1999年9月	Sunsail International Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
6	2000年5月	Holiday Hypermarkets	英国	メインストリーム（エージェント）
7	2000年6月	Ten Tour Group	英国	スペシャリスト・アクティビティ
8	2000年6月	Barcelo Travel Division	スペイン	メインストリーム・DMC
10	2000年8月	Taurus Tours AG	スイス	スペシャリスト・アクティビティ
11	2000年8月	Crown Holiday Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
12	2000年9月	Stardust Yacht Charters	フランス	スペシャリスト・アクティビティ
14	2000年10月	Sunsail(Australia)Pty Ltd	豪州	スペシャリスト・アクティビティ
15	2000年12月	Sun Holidays	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
16	2001年3月	American Express Travel (canada)	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
17	2001年3月	CIT Holiday	英国	スペシャリスト・アクティビティ
19	2001年3月	I Viaggi del Turchese	イタリア	スペシャリスト・アクティビティ
20	2001年4月	Holiday Express	英国	スペシャリスト・アクティビティ
21	2001年4月	Paris Flight Support SARL	フランス	-
23	2001年4月	Escalatur Viagens e Turismo LDA	ポルトガル	-
24	2001年5月	Camelena	トルコ	DMC
25	2001年6月	Tourinter	フランス	スペシャリスト・アクティビティ
27	2001年6月	Sunrise	オランダ	スペシャリスト・アクティビティ
28	2002年2月	Sunsail International BV	オランダ	スペシャリスト・アクティビティ
29	2002年5月	Exodus Travels Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
30	2002年8月	Porter&Haylett Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
32	2002年12月	Waymark Holidays Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
33	2003年7月	Trek America	米国	スペシャリスト・アクティビティ
34	2003年9月	Excusive Destinations Limited		スペシャリスト・アクティビティ
36	2003年11月	Adventure Center	米国	スペシャリスト・アクティビティ
37	2003年12月	Trips Worldwide Limited	英国	スペシャリスト・アクティビティ
38	2004年2月	Value Added Vacations		DMC

	発表日	買収企業	国	事業分野
40	2004年3月	Adventure company	英国	スペシャリスト・アクティビティ
41	2004年3月	Caradonna Caribbean Tours	米国	スペシャリスト・アクティビティ
42	2004年5月	Trina Tours / Travel Scot World	ギリシャ	DMC
43	2004年7月	Medetours KK	日本	DMC
45	2004年7月	Studentcity.com	米国	スペシャリスト・アクティビティ
46	2004年7月	Gratur	ポルトガル	スペシャリスト・アクティビティ
47	2005年2月	Spring Break Travel	米国	スペシャリスト・アクティビティ
49	2005年3月	Magic of the orient LTD	英国	スペシャリスト・アクティビティ
50	2005年4月	Delphin Touristik	オーストリア	スペシャリスト・アクティビティ
51	2005年5月	SAS Group Aventuria	フランス	スペシャリスト・アクティビティ
53	2005年6月	MyPlanet Holiday	デンマーク	スペシャリスト・アクティビティ
54	2005年7月	Peregrine Adventures	オーストラリア	スペシャリスト・アクティビティ
55	2005年7月	Europe Express	米国	スペシャリスト・アクティビティ
56	2005年8月	Boss Tours	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
58	2005年9月	Imaginative Traveller	英国	スペシャリスト・アクティビティ
59	2005年10月	Leisure Tours International	米国	スペシャリスト・アクティビティ
60	2005年10月	SEM Corp		DMC
62	2006年4月	Les Tours Jumpstreet	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
63	2006年4月	School Voyageurs	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
64	2006年4月	Les Services Educatours Mercier	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
66	2006年4月	Education Tours	米国	スペシャリスト・アクティビティ
67	2005年12月	Grand Expedition Group	米国	スペシャリスト・アクティビティ
68	2006年1月	Intarav	米国	スペシャリスト・アクティビティ
69	2006年1月	Trek Holiday	カナダ	スペシャリスト・アクティビティ
71	2006年5月	Travelclass	英国	スペシャリスト・アクティビティ
72	2006年6月	Your Man Tours	米国	スペシャリスト・アクティビティ
73	2006年6月	Sawadee	オランダ	スペシャリスト・アクティビティ
75	2006年8月	Trip n Tours	米国	スペシャリスト・アクティビティ
76	2005年12月	Meridian	ギリシャ	DMC
77	2006年8月	Pacific World	シンガポール	DMC

出典：FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC DIRECTORS' REPORT の1999年から2006年の資料から筆者がM&A事例を抽出し作成した。

## 2. クオニ社の撤退

クオニ社は、エア・ツアーズ社の介入により一旦ファースト・チョイス社への取り組みを断念したが、水面下では断片的に交渉を継続していたようだ。その沈黙を破ったのが、クオニ社がファースト・チョイス社と初期的な買収交渉を行っているとの2006年7月5日のファイナンシャル・タイムスの記事であった。1999年当時はクオニ社がファースト・チョイス社を上回る規模を有しており、クオニ社主導による交渉であったが、今回はファースト・チョイス社が売上こそクオニ社に劣るものの利益ではクオニ社を上回っており、立場が逆転していた。

この報道をきっかけにクオニ社経営陣が混乱に陥るのである。当該交渉を主導していたのがシュミッド氏 (Andreas Schmid) であったが、CEOであったメイヤー氏 (Armin Meier) を含め、クオニ社の経営陣と交渉の事実を共有していなかったのである。これにより経営陣間の対立が表面化し、8月21日ついにシュミッド氏が解任されるのである。ファイナンシャル・タイムスの記事<sup>82</sup>によると、シュミッド氏が推進するファースト・チョイス社との統合計画に対して、取締役会が反対し最終的に会長の解任にまで至ったのである。

その後、シュミッド氏の後任に任命されたボイセン氏 (Henning Boysen) は、ファイナンシャル・タイムスの記事の中で、今後のクオニ社の戦略として、中小型買収案件を中心に進め安定的に成長戦略を実行することを発表したのである。これは規模を追求する戦略から一線を画し、旅行業の基本に立ち返り旅行の企画・提案に強みを持つ企業群への挑戦であった。クオニ社にとって戦略上大きな転機となった。

表13 ファースト・チョイス社とクオニ社の1999年・2006年の業績比較

単位:百万円	ファースト・チョイス社			クオニ社			クオニ社/ファースト・チョイス社	
	1998	2006	98vs06	1998	2006	98vs06	1998	2006
売上高	161,759	352,950	218%	586,635	453,102	77%	363%	128%
EBITA	5,330	17,602	330%	13,142	13,508	103%	247%	77%
純利益	6,500	15,236	234%	11,455	12,953	113%	176%	85%
純資産	14,729	36,660	249%	57,786	66,600	115%	392%	182%
総資産	8,853	216,164	2442%	151,515	199,134	131%	1711%	92%

出典: FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC DIRECTORS' REPORT 1999と2006 及び KUONI ANNUAL REPORT 1999と2006の財務数値を抜粋し筆者が整理した。

## 3. TUI社によるファースト・チョイス社の買収

2007年3月19日、TUI社によるファースト・チョイス社の買収計画が発表された。社員数約48,129名、保有航空機数156機、2059ものリテール店舗ネットワークを有し、20市場で2680万人もの旅行者を200以上のデスティネーションに送客する規模を有する。また財務数値面では

<sup>82</sup> FINANCIAL TIMES(2006) *Kuoni rejects talk of First Choice merger*; August 23 2006

売上高 12,083 百万ユーロ、営業利益に相当する EBITA (Earning Before Interest and Taxes) が 340 百万ユーロとなる、世界最大の旅行企業の誕生である。

この買収を意思決定した論理的根拠は、激変する環境変化、具体的には顧客ニーズの多様化に対する対応や、ウェブ化による顧客接点拡大への対応が求められていること。TUI 社とファースト・チョイス社の戦略適合性が極めて高いこと。垂直統合型モデルが顧客のニーズに十分応えることが出来ること。そしてこの買収の機会が前述の世界最大の旅行企業を形成し、持続的に成長するきっかけとなるだけでなく、十分なシナジー効果が見込まれることであった。

表 14 TUI 社・ファースト・チョイス社の財務・事業数値概要

百万ポンド	ファースト・ チョイス	T U I	T U I トラベル
Revenue	2,715	9,368	12,083
EBITA	150	190	340
店舗数	409	1650	2,059
航空機数	34	122	156
社員数	15,318	32,811	48,129

出典：TUI Travel PLC(2007) *Merger of First Choice Holidays PLC & TUI Travel*, London からデータを抜粋し、筆者が作成した。

#### (1) 環境認識

顧客のトレンドは、画一化されたライフスタイルから決別しそれぞれのアイデンティティーに基づく行動が顕在化したことにより、多くの選択肢から自らのニーズに合致したサービスを選択する傾向にあった。更にはインターネットの出現及び定着が販売の現状を変えた。いつでもどこでも旅行商品が買える状況が、顧客にとって日常となったのである。

##### ① 顧客のフレキシビリティに対する要望

従来土曜日に出発し土曜日に到着する7泊8日の1週間パターンと更に1週間滞在する14泊15日パターンが主流であったが、この傾向が崩れ始めていた。一方で成長していたのがFIT個人旅行であった。顧客のフレキシビリティに対する要望と、格安航空会社の台頭による、個人旅行に対する実現可能性が高まったことで、FIT化が一気に加速したのである。これらの環境変化により主流であった7泊・14泊ツアーの経済合理性追求による価格訴求力向上と、顧客の多様化するニーズに応える専門旅行分野が脚光を浴びることとなる。そして航空機保有の価値を最大化し、航空座席のばら売りを行うことなどの事業機会が出現した。

## ② 顧客の世代交代

最大の変化は主たる顧客の世代交代であった。太陽を求めて半ば必要に駆られて旅行していた世代から、健康、環境そして文化に関心が高くより新たな体験を求めて旅行する世代が出現した。これにより顧客に対して唯一無二の体験を提供する必要性が生じただけでなく、長距離市場へのニーズが高まったのである。

## ③ インターネットの台頭による販売革命

前述のとおりインターネットの台頭は情報収集・販売の面で大きな影響を及ぼした。ウェブ販売の割合が高まるにつれ、顧客によるアレンジがより容易になるだけでなく、価格の透明性もより高まり、顧客による価格比較がよりシビアになったのである。これにより顧客がウェブを選択、信用する上でのブランドの価値と、リアル店舗との連携による顧客サポートが重要となった。更にはウェブ上で提供するコンテンツの重要性も増したのである。

## (2) 両社の戦略適合性

激変する環境に対応する為には、商品としてのコンテンツ拡大と、販売革命による競争力強化が必要であった。まずコンテンツ拡大であるが、大きくFIT化と顧客ニーズの多様化に対する対応に分類された。FIT化については、旅行の主たる要素は航空座席とホテルであり、航空座席については両者で156機の航空機を欧州8市場で有することから、自前の航空機で格安航空会社対抗を打ち出した。ホテルについてはそれぞれ開発してしたホテル販売サイトを統合することで、ホテル供給をコントロールすることが可能となったのである。

顧客ニーズの多様化に対する両社の強みは短距離パッケージ・ホリデー市場における効率性が追求できること、ファースト・チョイス社が有するニッチ市場における専門会社による、新たな体験の提供である。ファースト・チョイス社は競合他社であるTUI社やマイ・トラベル社が巨大化することを脅威に感じておりその差別化戦略を進めていたのである。

販売革命についてはブランドが鍵となった。両社で200を超えるリテールブランドを有しており、それぞれのブランドが顧客に対しての価値を提供し維持していることから、複数ブランドによる顧客維持・拡大を目指したのである。

## (3) 規模の経済性追求と参入障壁としてのバリューチェーン構築

買収の主たる目的は短距離パッケージ・ホリデー市場における規模の経済性であった。先に買収したトムソン社とファースト・チョイス社は共にチャーター航空企業を傘下に持つ垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを有する企業であったことから、同一事業を統合することにより規模の経済性を生かし事業効率を追求した。これらのアクションにより結果的に参入障壁を構築することを目論んだのである。

具体的にはホテル・航空機・インバウンドサービス部門、旅行商品を造成するツアー・オペレーター部門、そして旅行商品を販売するトラベル・エージェンツ部門である。ホテル部門は2

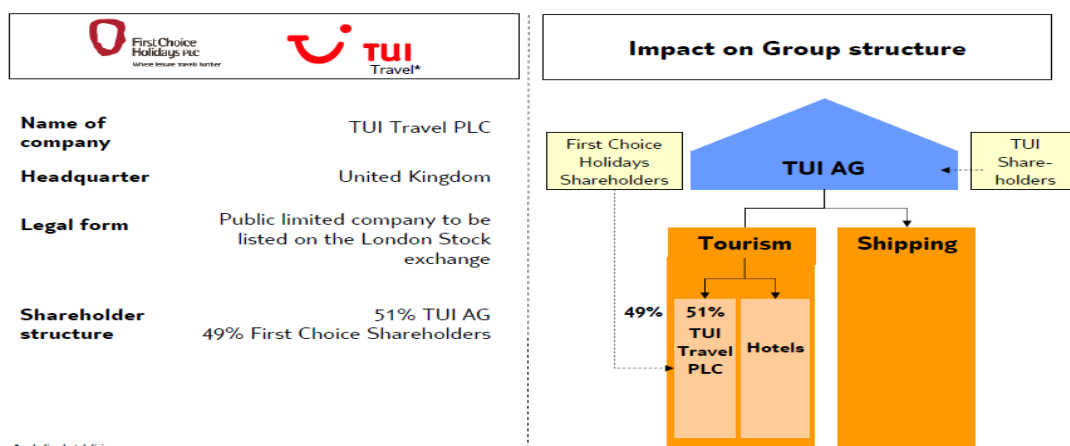
79 ホテルを擁し欧州最大のレジャーホテルチェーンとなり、世界でも 11 位の規模のホテルチェーンとなった。航空機については 120 機以上を有し、2006 年現在 86% のロードファクターを誇る効率的な航空機事業部門となっていた。そして 6 つのブランドを活用した旅行商品は 2.19 億人もの取扱いを実現したのである<sup>83</sup>。

#### 4. TUI 社によるファースト・チョイス社の買収手法と経済的効果

##### (1) 買収スキーム

買収スキームは新会社を設立し、新会社株式とファースト・チョイス社株式を交換する手法を実施した。具体的には新会社である TUI トラベル社 (TUI Travel PLC) をロンドンに設立し、TUI トラベルには TUI 社のホテル及びクルーズ部門を除く旅行部門及びファースト・チョイス社の全事業を移管する。その上で TUI トラベル社への出資比率は、TUI 社が 51%、それ以外の 49% は現在のファースト・チョイス社の株主に分散させるスキームとした。

図 12 ファースト・チョイス社の M&A 概要



出典：TUI Travel PLC(2007) *Merger of First Choice Holidays PLC & TUI Travel*, London の 7 ページから抜粋し、筆者が加工した。

##### (2) 想定される統合効果

統合により目指すべき方向性は、商品競争力の強化・短距離ホリデー・パッケージ商品の流通の最適化・スペシャリスト商品の販路拡大・コスト優位性の確率・M&A 推進による価値創出であり、数値目標として売上高 EBITA 率の 1% 向上、コストシナジー追求による年間 146 百万ユーロが統合効果を見込んだ。具体的には、コンテンツでは航空機の稼働率向上と運行効率の向上、TUI 社が運営するホテル事業への送客、スペシャリスト事業におけるマージン向上

<sup>83</sup> TUIAG(2007) *Deutsche Bank 10<sup>th</sup> German Conference* を参考にした。

などであった。またコストシナジーについては重複事業の統合、エアライン事業における運行効率向上、販売チャネルの効率化（コールセンター及び管理部門の統合）。マーケティングコストの削減、デスティネーションにおけるスケールメリットなどを考慮した。

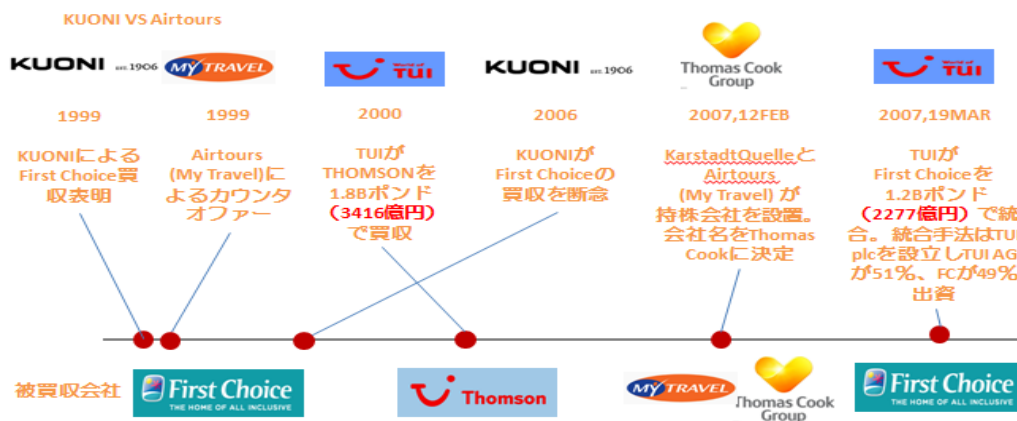


## 小 括

1999年から2008年までの10年間、欧州旅行産業におけるキーワードは、2つの環境変化とそれに伴うM&Aの進化であった。一つ目の環境変化は欧州旅行業界大再編のきっかけとなった、EU単一市場の出現である。英国市場の規模と、英国企業が有するチャーター航空企業からトラベル・エージェントまでを傘下に持つ垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの獲得を目的に、欧州大陸の旅行企業が英国市場に触手を伸ばした。折しも欧州最大旅行市場のドイツでは、大手旅行企業による合従連衡が進み、安定的な利益を確保しており、ドイツ旅行企業に買収余力があったことから、ドイツに次ぐ市場規模を有する英国市場を目指したのである。

二つ目の環境変化が旅行企業を取巻く競争環境の変化である。前述のとおり業界再編は、クオニ社がファースト・チョイス社に買収を1999年に仕掛けたことが始まりであった。その後エア・ツアーズ社によるファースト・チョイス社への買収申出により事態は混沌とする。そのM&A規模の大きさからEECに是非が委ねられたが、当時のEECの環境認識は、ツアー・オペレーターの寡占化は、消費者に悪影響を与えるというものであった。しかしながらその後EECの環境認識が大きく変化するのである。2007年のマイ・トラベル社とトーマス・クック社及びTUI社とファースト・チョイス社のケースでは、M&Aが消費者に与える影響は軽微であるとし許可したのである。当時、格安航空会社とインターネットが台頭しており、消費者のホリデーに対する選択肢は広がっていた。もはやツアー・オペレーターの寡占化が消費者に与える影響は、軽微なものとなっていたのである。

図 13 外国企業による英国ツアー・オペレーターの大再編 (1999年～2007年)

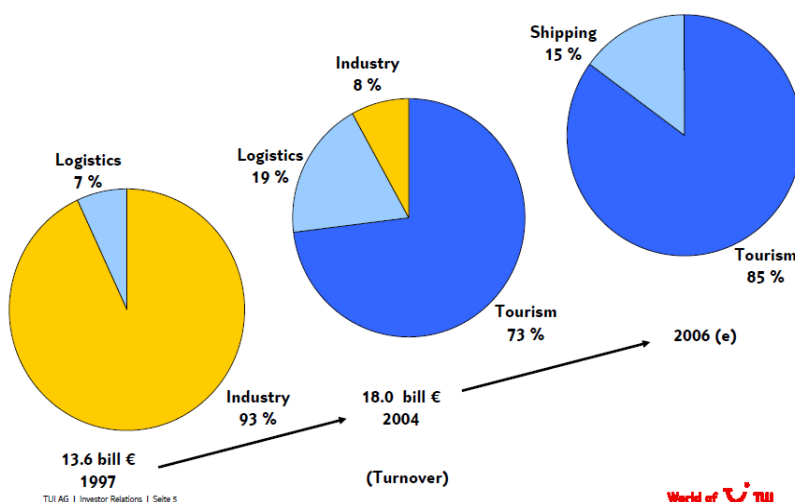


出典：筆者が参考文献に基づき整理した。

M&Aの進化については英国市場での業界再編の主役であったTUI社を参考とすべきであろう。ドイツでの圧倒的な競争優位を背景に、英国での大型M&Aを2件実施し、一気に英国市場のリーディングカンパニーとなったのである。1997年から2006年までの10年間のTUI社の変革は目を見張るものがある。1997年当時事業の90%以上が鉄鋼・石炭等の産業に依存しており、僅かにロジスティ

ック事業が存在しただけで、ツーリズム事業については皆無であった。これが2006年にはツーリズム事業が85%を占有するに至ったのである。この背景には大胆な成長戦略の策定と迅速なM&Aとダイベストメント (Divestment) の実行があった。TUI社はツーリズムをコア事業と位置づけ、ツーリズム事業におけるM&Aと、ノンコア事業と位置づけた分野でのダイベストメントを同時に進めたのである。

図14 TUI社の事業ポートフォリオ変革1997年から2006年



出典：TUI AG(2005) *Investor Presentation*, Hanover. p. 5 から抜粋した。

一方で同時期に大型M&Aに挑戦したが、成就しなかったのがクオニ社であった。その背景には大型案件を進めるにあたってのマネージメント及び株主間の合意形成が困難で時間を要したのがその要因であろう。ファイナンシャル・タイムスの記事<sup>84</sup>にも、シュミッド氏が推進するファースト・チョイス社との統合計画に対して、取締役会が反対し最終的に会長の解任にまで至ったとの記述があり、経営陣間でのコンセンサス形成の難しさが伺える。その結果戦略を大きく変更し、規模の経済性を追求した大型M&Aとは一線を画し、特定分野での強みを獲得すべくデスティネーション事業やスペシャリスト・アクティビティー事業等に注目し、M&Aを実施することを発表した。大規模投資とそのスピードはクオニ経営陣の能力を遥かに上回っており、大規模投資のリスクとリターンを短期間で意思決定することは難しい判断であったと推察する。まさにここでの経営力の差と意思決定が今後の事業戦略及び存亡を分けたと筆者は考えるのである。

実際1998年当時、売上はTUI社8,596億円に対してクオニ社5,863億円と拮抗しており、M&Aの活用によってはどちらも欧州最大の規模を有する旅行企業となる可能性秘めていた。しかしながら2007年にはM&Aを確実に成就させたTUI社が1兆8,765億円と売上を218%拡大させたのに対し

<sup>84</sup> FINANCIAL TIMES(2006) *Kuoni rejects talk of First Choice merger*; August 23 2006

て、クオニ社は5,215億円と10%程度減少したのである。

表 15 TUI社の旅行事業及びクオニ社全体の売上・営業利益比較（1998年VS2007年）

単位:百万円	TUI社			クオニ社			クオニ社/TUI社	
	1998	2007	98vs07	1998	2007	98vs06	1998	2007
売上高	859,680	1,876,560	218%	586,635	521,589	89%	68%	28%
EBITA	36,840	65,760	179%	13,142	15,562	118%	36%	24%

出典：TUI社及びクオニ社の1998年及び2007年のAnnual Reportから筆者が抜粋の上整理した。

ツーリズム分野のM&Aは、当初はクオニ社に代表される様に製品拡張型戦略と市場拡大型戦略に基づくものであった。そして1970年代には、主に英国市場を中心に垂直型戦略に基づき垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの構築を目指すものに変化した。その後1980年から90年代にかけては水平型戦略に基づきM&Aが実行され英国内の業界再編を促した。M&A実行の背景にある戦略は製品拡張型・市場拡大型戦略から垂直型戦略に、その後水平型戦略に変化した。

そして今回取り上げたM&Aの特徴は、水平型戦略アプローチに基づくものであったが、英国市場内の合従連衡に留まらずクロスボーダーであったことと、統合の手法において特徴が見られた。統合については、経営・組織・ブランドいずれのアプローチにおいても一気に統合を進めず、ステークホルダーの感情を十分考慮し、慎重に進めたのである。その一方で重複分野の解消による経費削減や、運行効率の向上などのシナジー効果の創出には一切妥協が無かった為、最低限の統合でM&A効果を最大化した。

当該章では英国市場の一時期の事象を捉え旅行企業のM&Aの特徴を論じた。しかしながらその後も旅行業界においてM&Aが活発に活用されている。次章以降では2008年以降のM&Aの実態を調査すると共に、2008年までに実施されたM&Aの結果を考察することで、旅行企業の経営戦略とM&Aの実態を明らかにすることとしたい。

## 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】

### はじめに

英国市場を舞台とした旅行業界の大再編後、TUI社、クオニ社の戦略が固まった。TUI社は垂直統合型ツアー・オペレーター事業のみならず、スペシャリスト事業、オンライン・デスティネーション事業等にも事業領域を拡大し、顧客ニーズの多様化に応えるべく総合レジャー企業を目指すのである。これらの戦略を実行することと同時に重視したのが、大型買収後のPMI（Post-Merger Integration<sup>85</sup>）の実施である。買収後の会社統合はそれぞれの社の文化的背景が異なり、非常に難易度の高い取組みであり、PMIの取扱いこそがM&Aの成否を分けると言っても過言ではない。大型M&A後のPMIを成功させることにより規模の経済性を享受し、同時にスペシャリスト事業や、一般的にインバウンド事業と言われるDMC事業を中心にマルチプルM&Aを実施することで、範囲の経済性も追求したのである。

一方クオニ社は戦略を大きく変更し、欧州市場の二強であるTUI社・トーマス・クック社との差異化を図るべく差別化戦略としてのライトアセット戦略を実行するのである。具体的にはアウトバウンド事業における富裕層向けサービスとスペシャルインタレストツアーの強化、そしてインバウンド事業を強化すべく戦略策定とM&Aの実行であり、言うならば規模ではなく範囲の経済性を追求した。

ついでには2008年～2014年の期間は、大再編期の大型買収後のPMIと、戦略を完成させるために補完的にM&Aを実施した期間と位置づけ、第3章ではそれぞれの企業が取ったPMI戦略と確定した成長戦略の実行にフォーカスし史実とその背景にある意思決定プロセスについて分析することとしたい。

---

<sup>85</sup> Post Merger Integration とは、企業買収に伴い買収会社が被買収会社を統合する際に、統合戦略を策定・実行する事で円滑に企業買収を完了させることをいう。

## 第1節 2008年当時のTUI社の現状

### 1. TUI社の概要

TUI社はファースト・チョイス社のM&Aを契機に、事業ドメインをツーリズム事業と海運事業に絞込んだ。ツーリズム事業は旅行事業部門・ホテル事業部門で構成され、海運事業部門については、ハパロイド社内に旅客部門と貨物部門があり異なるビジネスモデルではあったが、当時は同じ海運事業部門に分類された。

TUI社の売上については、全体の24,900百万ユーロに対してツーリズム事業部門が18,600百万ユーロ、海運事業部門が6,200百万ユーロと、ツーリズム事業部門が全体の約75%を占めるに至った。

ツーリズム事業については、旅行事業部門は前述のとおりTUI社の北欧・中欧・西欧及び英国にある旅行部門とファースト・チョイス社を統合しTUIトラベル社を設立し、事業の集中化を図った。これにより英国のみならずTUI社の本拠地であるドイツも含め旅行事業部門については、ロンドンのTUIトラベル社傘下に整理され180カ国で3000万人の顧客を取扱う体制が整った。一方でホテル事業部門については、TUI社直下に置きガバナンス上は独立経営されていた。しかしながら欧州レジャー市場を主要ターゲットにし顧客基盤が重複することから、事業管理上はツーリズム事業部門の中で、マーケティング戦略などで平仄を合わせていたのである。

図15 ファースト・チョイス社統合直後のTUI社の組織概要と事業ドメイン



出典：TUIAG(2007)Annual Report 2007 *New Dimensions New Opportunity* Hanover のp.29を参考に筆者が作成した。

### 2. ツーリズム事業部門

#### (1) 旅行事業部門

旅行事業部門については前述のとおりTUI社の北欧・中欧・西欧及び英国にある旅行部門とファースト・チョイス社を統合しTUIトラベル社を設立した。これにより英国のみならずTUI社の本拠地であるドイツも含め旅行事業部門については、ロンドンのTUIトラベル社

傘下に整理された。旅行事業部門の売上は約 18,000 百万ユーロであり、ファースト・チョイス統合効果もあり前年度から 2,800 百万ユーロ拡大した。また利益 (EBITA) においてもコストシナジーと運行効率向上による利益貢献により 453 百万ユーロに達していた。当該部門は TUI 社グループの中核事業であり、TUI トラベル社の事業そのものであることから、次節で TUI トラベル社の事業として説明を加えることとする。

表 16 TUI トラベル社(TUI 社 旅行事業部門) 2008 年主要財務数値

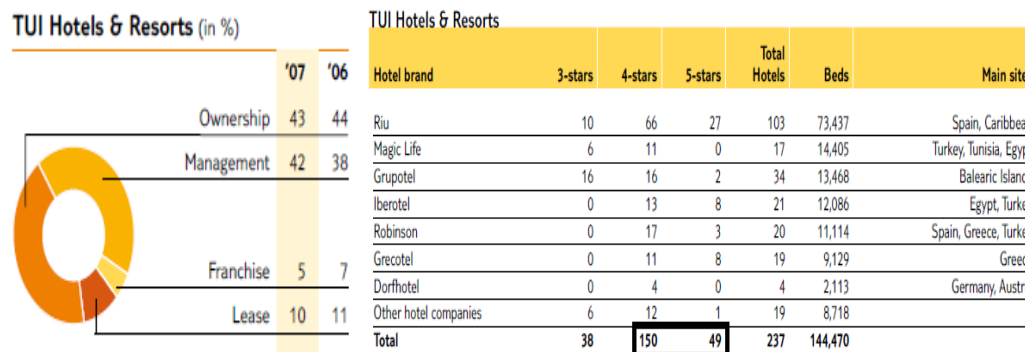
百万ユーロ		2008	2007	Var.%
売上		18,015.7	15,251.5	18.1
EBITA		-36.8	96.9	
一時費用	売却利益	-	6.8	
	リストラ経費	284.9	62.4	
	買収価格アロケーション	57.8	55.6	
	その他一時費用	146.8	83.1	
修正 EBITA		452.7	304.5	48.7

出典：TUI AG(2009)Annual Report 2008 Decisive Steps. Clear Focus.から数値を抜粋し、筆者が作成した。

(2) ホテル&リゾート事業部門

基本戦略は旅行事業部門のお客様をグループ内のホテル&リゾートに送客し、ホテル稼働率向上による経営効率改善を目指した。ホテルの管理形態は大きく 4 つの事業に分類される。自らホテルを所有しマネージメントも行うオーナーシップ型。所有は第三者であるがマネージメントのみ受託するマネージメント型。そしてリース型とフランチャイズ型である。これらの契約形態により TUI 社は 237 ホテルを運営、その客室数は 144,470 に達し、地域分布は地中海沿岸に留まらずカリブ海、アフリカに分布していた。ホテルのグレードについては約 83% が 4 ~5 つ星のデラックスリゾートであった。

図 16 TUI 社 ホテル部門 所有ホテル概要

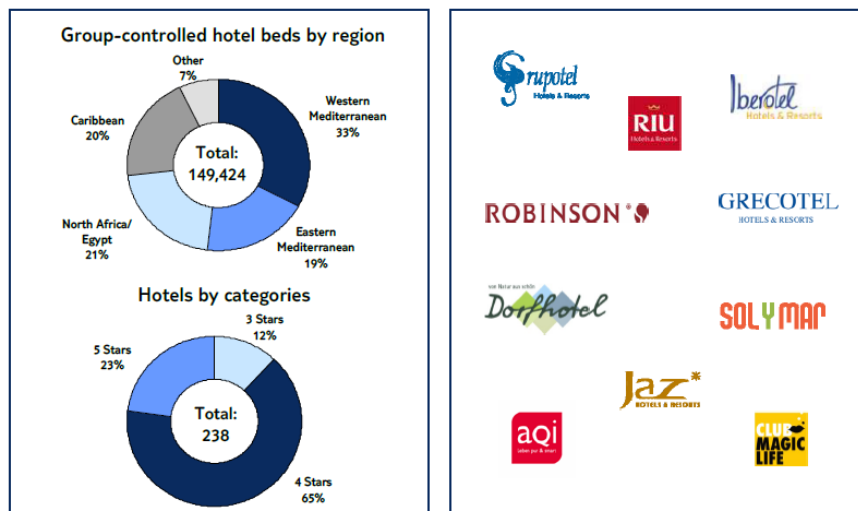


出典：TUIAG(2007)Annual Report 2007 New Dimentions New Oppotunity;Hanover,

p.31 から抜粋した。

ブランドについては、ホテルの特徴に基づき顧客への適切な訴求を目的に、9つのブランドを駆使しホテル事業を展開した。まずTUI社ホテル&リゾート部門最大ブランドである『Riu』だが、元々スペインのマヨルカ島をベースに展開していた家族経営のホテルブランドで、その大半の施設がデラックスクラスに位置し、現在ではスペインのみならずメキシコ等、カリブ海に展開している。同じくマヨルカ島をベースにアパートメントホテル等を展開するブランドが『Grupotel』であり、中間グレードであるスーパーリアグレードに位置される。『Robinson』はエンターテインメント施設を併設した大型デラックスリゾートホテルであり、大半のホテルがスペイン・ギリシャ・トルコ・スイス・オーストリアで展開している。『CLUB MAGIC LIFE』は、ホテル施設内の飲食及びアクティビティーが全て宿泊料金に含まれるオールインクルーシブタイプのリゾートブランドである。ターゲットは主にファミリーであり、トルコ・エジプト・チュニジアで展開している。『Iberotel』は、最もprestige性の高いホテルでありエジプト・トルコで展開しており、2008年にはドイツでも事業を開始した。『Dorffhotels』はドイツとオーストリアでアパートメントホテルを展開しているブランドであり、コンセプトは自然志向で環境に配慮した設計と、地域特性を全面に押し出したデザインにより顧客を獲得している。『aQi』は2008年から開始したブランドであり、主にコストコンシャスな顧客へのアプローチを主としている。『Toscana Resort Castelfalfi』はゴルフ場を併設したトスカナのリゾートホテルである。

図17 ホテル&リゾート部門のブランド一覧



出典：TUIAG(2008) *TUI Group-At a glance, Hanover*, p.19 より筆者が抜粋した。

ホテル事業は販売宿泊数及び平均宿泊単価も上昇しており、連結売上高は412百万ユーロであり前年比9%程度上昇するなど堅調な伸びを示していた。一方で営業利益については142百万ユーロと前年比約2.5%の減少となった。この背景には米国、メキシコ、ドミニカ共和国など米ドルを決算通貨として活用している地域の急激な為替変動による、客室稼働率

への影響があったが、一過性のものと解釈され経営上大きな問題とは認識していなかった。

表17 ホテル&リゾート部門 2008年の主要財務数値

百万ユーロ		2008	2007	Var.%
売上		412.7	379.8	8.7
EBITA		128.8	108.8	18.4
一時費用	－ 売却利益	3.8	-	
	－ リストラ経費	-	-	
	－ 買収価格アロケーション	-	-	
	－ その他一時費用	9.8	37.3	-2.5
修正EBITA		142.4	146.1	-44.3

出典:TUIAG(2009)Annual Report 2008 Decisive Steps. Clear Focus.から数値を抜粋し、筆者が表を作成した。

### 3. 海運事業部門

TUI社の海運部門は旅客部門とコンテナ部門に分類され、ツーリズム事業部門と深い関係にある旅客部門は、ハパロイド・クルーズ社 (Hapag-Lloyd Kr E Uzfahrten GmbH) とTUIクルーズ社 (TUI Cruises) の2社で構成された。ハパロイド・クルーズ社はプレミアム・ラグジュアリー市場向けに4隻のクルーズ船を擁し、ドイツ語市場を対象にその事業を運営していた。そしてTUIクルーズ社であるが、アメリカのカリビアンクルーズ社 (Royal Caribbean Cruises Ltd) との合併により2008年に設立された会社であり、2009年に最初のクルーズ船を就航させた。その主たるターゲットはカップル及びファミリー層であり、顧客ニーズに合わせた幅広いアイテムを船上で取り入れたのである。

一方コンテナ事業については世界320拠点で事業を展開する世界第五位のハパロイド社が主要事業者であった。ハパロイド社は所有するコンテナ船は128隻であり、60隻が自社所有、35隻が長期リース契約に基づく運用、そして33隻が短期リース契約に基づく運用であり、これらの事業による売上高が200百万ユーロ、EBITAが6.8百万ユーロに達していた。

表18 海運事業部門 2008年の主要財務数値

百万ユーロ		2008	2007	Var.%
売上		200.0	183.2	9.2
EBITA		6.8	14.2	-52.1
一時費用	－ 売却利益	-	-	
	－ リストラ経費	-	-	
	－ 買収価格アロケーション	-	-	
	－ その他一時費用	-	-	-
修正EBITA		6.8	14.2	-52.1

出典:TUI AG(2009)Annual Report 2008 Decisive Steps. Clear Focus.から数値を抜粋し、筆者が表を作成した。



## 第2節 ファースト・チョイス社買収後の旅行事業部門であるTUIトラベル社

### 1. 旅行事業部門を運営するTUIトラベル社の概要と戦略

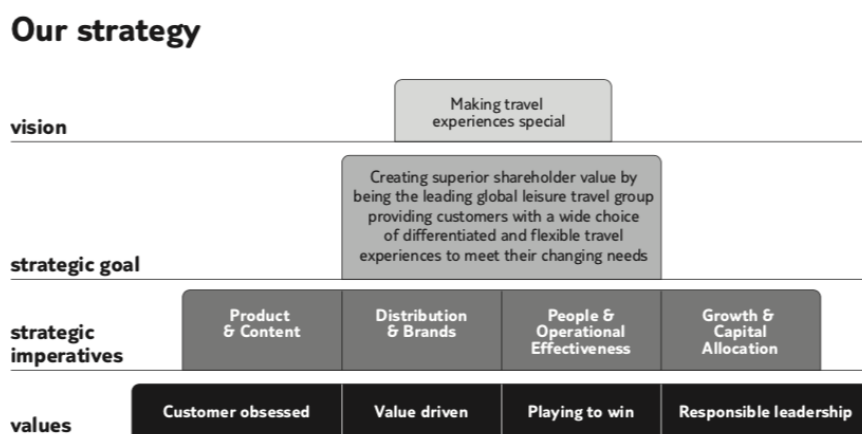
#### (1) 会社概要

TUIトラベル社はファースト・チョイス社の買収に伴い2007年9月3日に設立された、TUI社の旅行事業を担う世界最大の旅行企業であり、本社所在地はロンドンで、約50,000人の社員を要するロンドン市場に上場する旅行企業である。TUIトラベル社は商品特性や顧客特性により200以上のブランドを使い分け、全世界180か国、特に27の特定市場において30百万人の顧客に旅行サービスを提供している。

#### (2) TUIトラベル社の全体戦略と事業ドメイン

TUIトラベル社のビジョンは、『Making travel experiences special』であり、旅行商品のみならず旅行商品を構成するパーツとサービスを組み合わせる仕組みを提供することで、顧客の特別なニーズの実現に寄与するものである。戦略的なゴールは、多様化する顧客ニーズに迅速に対応できるフレキシビリティと幅広い選択肢を提供するだけでなく、TUIトラベル社ならではの商品とサービスを提供することで旅行業界をリードし、引いては株主価値向上に努めることである。そして戦略上の最重要ポイントとして、商品・コンテンツ、流通・ブランド、人材・オペレーション効率、成長・資本の適切配分を掲げて戦略を実行した。

図18 TUIトラベル社ビジョンと戦略

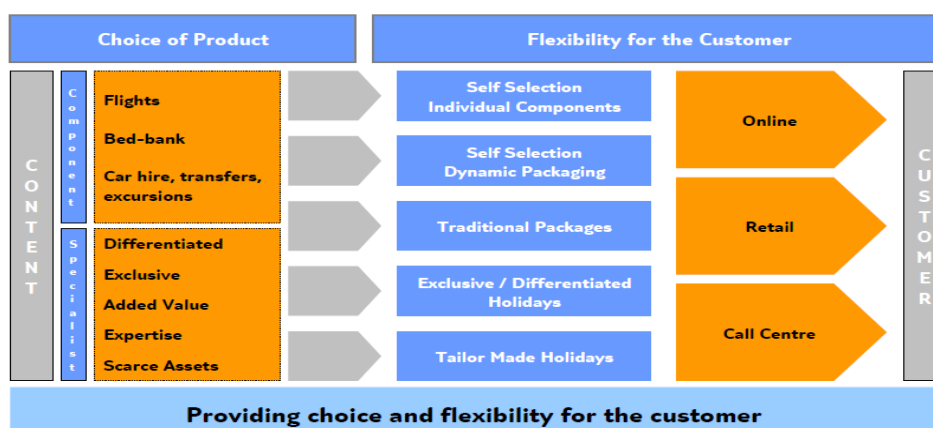


出典：TUI Travel PLC(2009) *Annual Report & Accounts 2009*, p.3 から抜粋した。

事業ドメインは、旅行商品のみならず旅行商品を構成するパーツとサービスを組み合わせる仕組みを提供することで、顧客の特別なニーズの実現に寄与する観点から、旅行商品のバリュー

チェーン全体が対象となった。具体的には旅行のプランニングは自らが行い、旅行素材を適時簡易に手配する仕組みの提供。旅行素材の選択には制限が加えられるが、一定のスケールメリットが働き、価格優位性があるダイナミック・パッケージの提供。旅行素材をプロである旅行企業が選別し、より簡易にデスクティネーションを訪問できる伝統的パッケージ・ツアー、更にはより旅行企業のノウハウと現地情報に依存し、顧客の旅行目的までも満たす商品であるスペシャリスト・アクティビティー商品の提供。そして完全オーダーメイド型商品で、顧客は要望を伝えるだけで、あとは旅行会社が全てをアレンジするものであった。これらの価値の集合体である商品を、伝統的な販売チャネルであるトラベルエージェント・コールセンターだけでなく、オンラインを融合させることでお客様に商品を提供する一連のフローを事業ドメインにした。ある意味全方位外交であり、多くの旅行に纏わるサービスを考えられる全てのお客様に提供することに主眼が置かれていた。

図19 TUIトラベル社の事業領域



出典：TUIAG(2007)TUIAG Investors Presentation, p.7 から筆者が抜粋した。

当該ドメインでビジネスを拡大するために、4つの戦略目標を設定した。コンテンツの差別化に重点を置いた商品戦略、ブランド価値を最大限活用した流通戦略、人的資源の有効活用によるオペレーション効率化戦略、そして成長分野への適切な資源配分を目指した投資戦略であった。これらを実行することにより、TUIトラベル社の成長と経営効率向上を目指したのである。

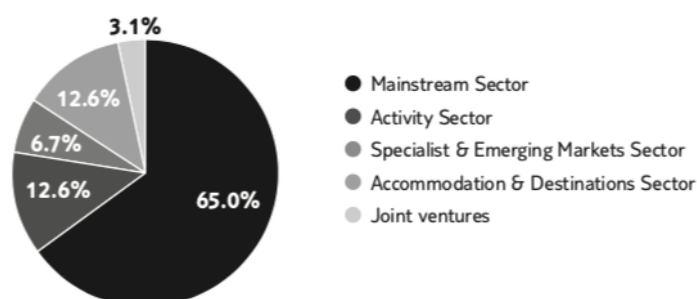
### (3) 4つの事業部門

前述の事業領域を効率的に管理・運営することを目的に、旅行事業は4部門で構成された。パッケージ・ホリデーを垂直統合型モデルで運営するメイン・ストリーム・セクター、専門特化した商品を造成の販売と新興国市場開拓を目指したスペシャリスト・エマージングマーケット・セクター、スポーツ関連商品を造成販売するアクティビティー・セクター、そしてデステ

イネーションに立脚し、サービス等をWEB上で販売するオンライン・デスティネーション・セクターである。オンライン・デスティネーションセクターは、これまで述べたインバウンド事業と類似したビジネス形態であるが、デスティネーションに立脚した商品を直接消費者に販売するB2Cモデルが包含されていることが、これまで述べたインバウンド事業との大きな相違点である。

そして4事業の売上構成比であるが、メイン・ストリーム・セクターが65%を占め、その他事業が35%となる。その他事業についてはアクティビティ・セクターが12.6%、スペシャリスト・エマージングマーケット・セクターが6.7%、オンライン・デスティネーションセクターが12.6%というのが現状であった。

図20 TUIトラベル社の事業別売上構成比



出典：TUI Travel PLC(2009) *Annual Report & Accounts 2009*, p.5 から抜粋した。

## 2. 各部門の事業戦略

### (1) メイン・ストリーム・セクター

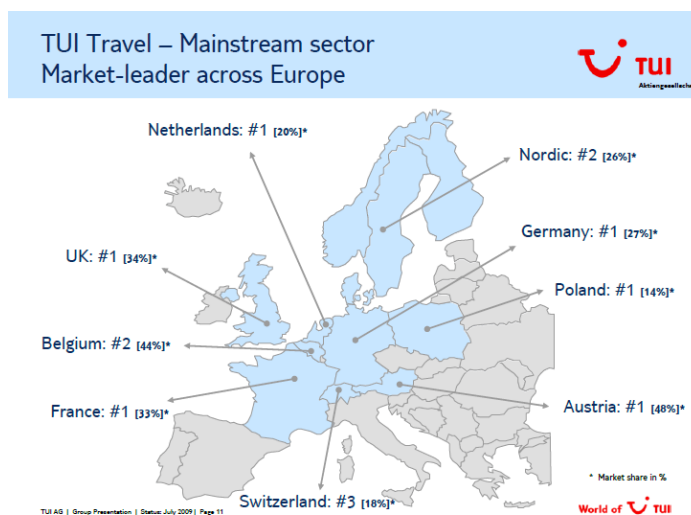
#### ① 現状と戦略の方向性

営業利益規模で約65%を占める最大事業部門であり、強力なブランドとユニーク商品を創出する世界最大のツアー・オペレーターである。売上規模は11,800百万英国ポンド、営業利益に当たるUnderlying operating profitは277百万英国ポンドに達する巨大部門である。当該セクターは前述のとおり、垂直統合化された組織を有効活用しパッケージ商品を造成する事業部門であり、155機の航空機を有しそれらを効率的にパッケージ・ツアーに組み込み、欧州全域で3500を超える所有旅行店舗を通じて販売することで、各国において高いシェアを保有していた。実際ドイツ、英国、フランス、オランダ、オーストリア、ポーランド市場において市場シェアNO1の地位を確保し、規模において圧倒的に優位なポジションを確保した。

この規模と3社の統合組織であることから重複機能を排除することでの経営効率向上が最大の狙いであった。加えて所有航空機もリースを有効活用することによる需給変動への対応や、新規機材の導入によるエネルギー効率向上による経費削減も視野にいれた。その結果

として統合効果を 175 百万英国ポンド見込み、売上高営業利益率を 2.9%にまで向上させる考えであった。

図 21 欧州の多くの国でNO1 ポジションを確保



出典：TUIAG(2008) *TUI Group: At a glance, Hanover*; p.11 より筆者が抜粋した。

圧倒的な規模の優位性を持って進めたのが他者との徹底的な差別化であった。具体的には自社グループが有するコンテンツ、つまり航空機、ホテル、クルーズ船などを有効活用した差別化である。これを商品差別化率として経営上の KPI として設定し、実際 2008 年には商品差別化率は 46%に到達した。つまり 46%の商品が他社では購入することの出来ない TUI トラベル社オリジナルの商品となったのである。これらの商品の存在は旅行業において新商品を創造しても直ぐに模倣され競争に晒されるのが一般的であるが、TUI 社コンテンツの活用による TUI 社にしか実現できないサービスを提供することで、他社との差別化だけでなく、競争回避による収益率の向上を目指したのである。

## ② 流通戦略とブランド

流通についても顧客接点として最たるものでありこの拡大にも努めた。実際パッケージ商品が販売される流通チャネルの拡大を戦略の柱に掲げ、53%のトラベル・エージェントを確保するに至った。これは流通コストの削減と顧客との接点をより密にすることで CRM (カスタマー・リレーションシップ・マネージメント) を強化することが目的であった。特に顧客との接点確保は重要であり、旅行プロセス全体において顧客の接点を確保することを目指し、顧客の旅行プロセスを総合管理し適切な提案が出来る体制を整えたのである。また顧客との接点についても店頭だけでなく、オンラインやコールセンターなど複数のチャネルを準備することで、変化する顧客接点への対応も怠らなかつた。

更に流通チャネルにおいて、商品特性を明確化する手法としてブランド戦略にも心血を注

いだ。ブランドについては、更に細分化され地域特性や歴史的な背景を十分考慮の上マルチブランド戦略を実践した。具体的には英国市場における『Thomson』ブランドと『First Choice』ブランドの併用である。同一市場で買収前は完全に競合関係にあった為、商品も類似しているがあえて、別ブランド展開している。唯一の統一化は『Thomson』ブランドにTUI社のロゴであるスマイルマークを冠した事程度ある。一方ファースト・チョイスにおいてはスマイルマークも付与していない。同様にフランスのヌーベルフォンティエヌ社(Nouvelles Frontier)やオランダのアルク社(Arke)なども、M&A前の商品ブランド継続活用し、顧客との接点を重視した。この結果同じ垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルによるパッケージ・ホリデー商品にも関わらず、市場により異なるブランドでの展開を行ったのである。つまりTUI社はM&A後の初期段階ではブランド統合は行わず、プラットフォームの共通化に留めたのである。

この背景には旅行商品はサービス商品の一部であり、購入時には試すことも、手にとって見ることも出来ないことから、過去の体験に購買の意思決定が左右されることが一般的である。今西(2011)<sup>86</sup>は、このマルチブランド戦略に旅行サービスを提供する企業の行動特性が見られると論じている。つまり旅行は寝食を伴い、人の生理的欲求に深く関わることから、本能的に譲ることが出来ないであろう部分は伝統を残すという配慮がある。また旅行サービスは無形であるために人々は購入前に現物を見たり、体験したりして核心部分に触れることが出来ない。さらには、満足度は各人の生まれ育った固有の文化的基準によって左右されるため、モノや標準化できるサービスに比べ、旅行サービスではより一層企業イメージや過去の体験といったサービスの周辺部分が消費者の意思決定に影響を及ぼすとした。

図22 メイン・ストリーム・セクターのブランド一覧



出典：TUIAG(2008)TUI Group-At a glance,Hanover,p.10 より筆者が抜粋した。

86 今西珠美(2011)「欧州旅行業界の構造と発展」『流通科学大学論集-流通・経営編』第24巻第1号 131-152ページ

## (2) スペシャリスト&エマージング・マーケットセクター

### ① 現状と戦略の方向性

アッパーミドル及びハイエンド層を対象にプレミアム商品を造成することを専門的に取扱う部門と新興国開拓を主たるミッションとする部門で構成される、スペシャリスト&エマージング・マーケットセクターを今後の有望分野と位置づけた。スペシャリスト・セクターにおいては、ユニークな特徴を有する約40社で構成されており、売上高は約30百万英国ポンドであり全世界で約949千人のお客様を取扱っている。これはTUIトラベル社における売上高構成比は6%程度に過ぎ無いが、今後の成長性を考えると重要な事業分野であった。TUI社CEOのマイケル・フィレンツェ氏はTUIトラベル社の2008年財務報告書内の会長あいさつ欄で、『Once in a lifetime experiences...』と題して、顧客の人生において特別の経験を提供することを提唱していることから裏付けられる。

今後は当該セクターで活躍する企業を選別し買収することで、質の充実だけでなく規模の拡大を目指し、意図的に個別の会社の集合体としてスペシャリスト・セクターを構成したのである。対象市場は市場が成熟化し顧客ニーズが多様化している欧州及び米国市場とした。

### ② スペシャリスト・セクターの戦略

スペシャリスト・セクターは欧州部門と北米部門で構成されており、そのビジネスモデルは、デスティネーションに特化した専門的サービスの提供と、特別な顧客ニーズに特化した専門的サービスの提供に大別される。欧州部門においては2007年の最重要課題はリストラであった。旧トムソン社とファースト・チョイス社が所有するリソースの統合と適正配置であり、主に販売システムの効率化に主眼をおいた。一方で北米部門においては純粋なビジネス拡大が見込まれた。探検旅行を専門に取扱うTCS社(TCS Expeditions)やスタークエスト社(Starquest Expedition)などが顕著な伸びを見せ、プライベートジェットを利用した旅行商品なども堅調に拡大していたのである。

スペシャリスト・セクターにおいては、その専門性を顧客に強力にアピールする目的から、既に認知されている現存のブランドを有効活用することは効果的である。そのブランド名を維持することで、特定分野での専門度合いを示すアイコンとしての役割を大いに果たしていることから、TUIトラベル社においてもマルチブランド戦略をとり、複数ブランドを活用した営業展開を行なったのである。

図 23 スペシャリスト・セクターのブランド一覧

Specialist brand portfolio*	3 divisions
	<p><b>North America</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Companies located across the United States as well as in major Canadian cities, focusing on student travel and guided expedition tours</li> <li>Brands include Starquest, TCS Expeditions, Studentcity.com and KSA events</li> </ul> <p><b>Europe</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Specialist niche providers offering flexible luxury products, modular holiday components and so on</li> <li>Brands include Hayes &amp; Jarvis, Thomson Worldwide, Ambassador Tours and Turchese</li> </ul> <p><b>Emerging Markets</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Companies operating in large, fast growing emerging markets such as Russia, China and India</li> <li>Joint venture between TUI Travel and S-Group aimed at developing the Ukrainian and Russian market</li> </ul>

出典：TUIAG(2008) *TUI Group At a glance, Hanover*, p.13 より筆者が抜粋した。

③ エマージング・マーケットセクターの戦略

そして当該セクターには、新興国市場を開拓する部門を設置した。ロシア・中国・インド等の将来成長余地のある市場への対応策を集中的に協議・実行する部隊として位置づけた。特にロシア市場は欧州内の新興市場であり、既存の西欧市場とパッケージ・ホリデー商品のデスティネーションが、地中海沿岸、トルコやエジプトなど重複し、既存のインフラが有効活用できることからロシアは重要であった。Sグループとの戦略的提携による合弁会社の設立は今後のロシア戦略を左右する最重要の取組であった。既存の地中海沿岸のデスティネーションでのコンテンツとサービスを有効活用し、ロシアで垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを構築できるかが今後のロシア戦略の成否のカギを握ると言えよう。これはプレミアム商品及び新興国がTUI社の将来を左右する事業であるとの決意の現れであり、成長ドライバーを集中させたのである。

(3) アクティビティ・セクター

① 現状と戦略の方向性

アクティビティ・セクターはマリン・アドベンチャー・スキー・学生・スポーツの5部門で構成されており、セクター内には40を超える事業会社が存在する。マリン部門については水上アクティビティなどの商品提供や、ヨットなどのチャーター商品を手掛けた。アドベンチャー部門においては、北極圏ツアーやトレッキングなどの商品提供。スキー部門においては欧州最大のスキー関連商品ツアー・オペレーターであるクリスタル社を中心に、ファースト・チョイス社及びトムソン社のスキー商品部門との融合により強化した。学生市場部門については、主に英国市場向けの修学旅行や夏のキャンプ、更には大学向けの語学研修などを取扱った。スポーツ部門については、スポーツ目的のツアー造成に留まらず、企業向

けのスポーツイベントのサポート等も行ったのである。

アクティビティ・セクターは堅調に成長していた。実際積極的にM&Aを実施したこともあり、オーガニックのみならずインオーガニックグロースが相俟って2007年に39.6百万英国ポンドであった営業利益が、49.5百万ポンドまで拡大したのである。部門毎の営業利益構成比は、マリン部門が約37%、アドベンチャー部門が29%、そしてスキー・スポーツ・学生部門の合計が34%となった。

## ② ブランド戦略

アクティビティ・セクターにおいてもマルチブランド戦略が採られた。旅行商品はサービス商品の一部であり、購入時には試すことも、手にとって見ることも出来ないことから、過去の体験に購買の意思決定が左右されることが一般的である。実際被買収各社はニッチ市場のディープな顧客に対してアクセスしている事実を鑑みると、ブランドを統合するよりも、既に市場に浸透しているブランドを活用するほうが有利だと判断されたと推測する。

図24 アクティビティ・セクターのブランド一覧



出典：TUI AG(2008)TUI Group:At a glance,Hanover, p.14 より筆者が抜粋した。

## (4) オンライン・デスティネーションセクター

### ① 現状と戦略の方向性

オンライン・デスティネーション・セクターは、顧客へのアプローチ手法を基に大きくB2BとB2Cに分類された。B2B部門はホテルや着地型商品を流通するB2Bオンライン事業と、デスティネーションでのサービス提供や商品造成を行うインバウンド事業を包含し、インバウンド事業においてはTUI社が100%保有するインバウンド事業者とローカルパートナーとの合弁により運営される事業者があり、それらを有効活用しながら事業展開を行っていた。当該セクターの実績は極めて良好であった。2007年に49.2百万英国ポンドであった営業利益が2008年には57.4百万英国ポンドと17%も拡大していた。その主たる要因はしおりにいずれも好調であり、主要市場のスペインや英国だけでなく、新規開拓を進めるブラジル・アメリカ・メキシコなどでも顕著な伸びを示した。



一方でB2C部門においては、ホテルや着地型商品を、B2Cオンラインシステムを通じて直接旅行者に販売するモデルであった。同じオンラインホテル販売であってもB2C部門は苦戦した。『Hotelopia』『LateRooms.com』『AsiaRooms.com』で展開していたが、いずれも売上げは堅調に拡大していたが、厳しい競争に晒されたことによるコミッション率の低下により収益面では前年を下回る結果となった。

当該部門においては自社のメインストリーム事業における垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルのデスティネーションサービス部門として発展したTUI社リソースと、新たな収益源としてデスティネーションサービスとオンライン販売に傾注してきたファースト・チョイス社のリソースを統合し、成長分野を模索したのがまさにオンライン・デスティネーションセクターであった。

## ② ブランド戦略

B2B部門におけるオンラインホテル販売は『Hotelbeds』と『Bedsonline』の2ブランドで展開。一方でクルーズ事業者にオフショアエクスカージョンを提供する会社は『Intercruise』を使うなど、事業内容、展開地域に併せてブランドを使用していたのが実態である。

同様にB2C部門でも『Hotelopia』『LateRooms.com』『AsiaRooms.com』などの複数ブランドで展開し、英国市場及びアジア市場に強みを持っていた。これは業態や地域などで論理的に分類しているというより、M&A等で獲得した資産を有効活用していることが実態であった。

図25 オンライン・デスティネーションセクターのブランド一覧



出典：TUIAG(2008) *TUI Group-At a glance, Hanover*, p.15 より筆者が抜粋した。

## 3. TUI トラベル社の経営体制

### (1) TUI トラベル社のガバナンス

株式会社の機関には、経営を行う機能（業務を執行する機能）と、それを監督する機能が求められる。日本では取締役会内で主に監督機能を担う社外取締役と、執行を担う社内取締役が参加するケースが一般的であり一層式と呼ばれている<sup>87</sup>。実際イギリスにおいては、取締役会が執行機能と監督機能の両方を担う一層式が一般的であるが、ドイツにおいては監督機能を執行機能から明確に分離する所謂二層式が主流である。今回のTUIトラベル社の経営体制はドイツで一般的な方法を取り入れ、経営監視を行うスーパーバイザリーボードと経営執行を行うエグゼクティブボードの二層式とした。

スーパーバイザリーボードには、執行役の給与やインセンティブなどの報酬を決定する報酬委員会、執行役のスキル、経験などを吟味した上でその任命・解任を行う指名委員会、経営執行に対して会計上・業務執行上のリスクに関して監査を行う監査委員会を設置することで、エグゼクティブボードの執行を監督する体制を構築した。

## (2) TUIトラベル社の人材配置

そして人事であるが、スーパーバイザリーボードの会長にTUI社CEOであるマイケル・フィレンツェル氏、副会長にファースト・チョイス社の会長であったマイク・ホーキンソン氏 (Sir Mike Hodgkinson) を充てた。次にエグゼクティブボードには、CEOにはファースト・チョイス社CEOだったピーター・ロン氏 (Peter Long)、副CEOにピーター・ロズウェル氏を、そしてコーポレートガバナンスの要であるCFOにもファースト・チョイス社出身のポール・ボートル氏 (Paul Bowtell) を充てた。つまり経営を監督するスーパーバイザリーボードには、ドイツのTUI社経営陣及び外部の知見を取り入れる体制とし、経営の執行主体であるエグゼクティブボードには、ファースト・チョイス社幹部を軸にTUI社の英国チームが参画する体制としたのである。

経営陣の人事は、PMIを実行する上で極めてセンシティブであり、重要な要件である。TUI社は被買収会社であるファースト・チョイス社の人材を有効活用することで、両組織の融合のみならず、将来に向けた成長戦略の実行を託したのである。

図26 TUIトラベル社の経営幹部一覧とその出身母体

Title	Name	From
Chairman	Michael Frenzel	TUI
Deputy Chairman	Sir Mike Hodgkinson	First Choice
CEO	Peter Long	First Choice
Deputy CEO	Peter Rothwell	TUI
CFO	Paul Bowtell	First Choice
Commercial Director	Will Waggott	TUI
Aviation Director	Christoph Mueller	TUI
MD, Central Europe	Volker Bottcher	TUI

出典：TUI AG (2007) *TUI Travel PLC Merger of First Choice Holidays PLC & TUI Travel Analyst Presentation*を参考に筆者が図を作成した。

<sup>87</sup> 深澤寛晴『欧州金融機関のコーポレートガバナンス 第一回監督機関について』EY Institute から抜粋した。

### 第3節 業界再編後のTUI社の新たなM&Aとダイバースメント

TUI社は大型買収直後で更にはPMIに忙殺されている時期にも関わらず、PMIに平行して積極的に新たなM&Aを実施した。その実施領域は、将来の成長分野と位置づけるスペシャリスト&アクティビティ、エマージェンシー、そしてアコモデーション&デスティネーション・セクター領域であった。ここでは2008年～14年までのM&Aの特徴とダイバースメントについて述べることにする。

#### 1. ツーリズム事業戦略を加速させるためのM&A実施

##### (1) 2008年～2014年までのM&A実施概要

2008年から2014年までの7年間実に57件のM&Aが実施された。メイン・ストリーム・セクターにおいては、2007年までに欧州域内の主要国でM&Aを実施したためPMIフェーズとなったことから、M&Aの主たる対象は、スペシャリスト・アクティビティ・セクター、エマージング・セクター、及びアコモデーション&デスティネーション・セクターであった。特にスペシャリスト分野では約7割に当たる38件のM&Aを実施した。つまり将来の環境変化を見据えて、現在の主力部門であるメイン・ストリーム・セクターが利益を出せるうちに積極的に将来に対して投資したと考えられる。

##### (2) 特徴

スペシャリスト・アクティビティ・セクターにおけるM&Aが主流であったことからその規模は比較的小規模であったが、戦略に基づき複数のM&Aを実施したことや、統合においては経営・組織・ブランドそのいずれにおいても実施されなかったのが特徴であった。規模については、そもそも対象会社がニッチ市場に対してその専門性を武器に成長した企業であったことから、自ずと小規模となったのであろう。また統合については、企業自体が小規模であり個人企業が多かったことから、経営面での統合においても中小企業と大企業の考え方の違いに配慮したのではと想定する。組織についても、専門家集団と効率を追求する大企業出身者との統合は難易度が高く検討しなかったのではないだろうか。

この様な現状から統合によるシナジー創出は難しいことは容易に想像できるのである。買収のメリットは、大企業の資金力と信用力をバックに、ニッチプレイヤーである被買収各社が、日ごろの資金繰りに心配することなく経営できるメリットと、販売チャネル、つまり短距離ホリデー参加者が、嗜好性の高い商品の潜在購買者となることから、将来の顧客ニーズへの対応準備を進めたのではないかと筆者は考えるのである。

表 19 TUI 社及び TUI トラベル社による買収案件とその戦略分類

	発表年	買収企業	事業分野	M&A 類型	
				戦略	統合
1	2014	Le Passage to India Tours & Travel Pvt Ltd	Destination	垂直型/製品拡張型	非統合
2	2014	TUI Travel Ltd	Mainstream	市場拡大型	統合(経営・ブランド・組織)
3	2013	TUI InfoTec GmbH	IT Service	-	-
4	2013	Isango	Destinations	製品拡張型	非統合
5	2013	JBS Group	Destinations	垂直型	非統合
6	2012	Mala Pronta.com	Destinations	垂直型	統合(経営・組織)
7	2012	Mala Pronta Viagens e Turismo Ltda	Destinations	垂直型	統合(経営・組織)
8	2011	English Language Centre Ltd	Specialist	製品拡張型	非統合
9	2011	Magic Life Hotel Business	Hotel	垂直型	非統合
10	2011	TMS Gateway	Destinations	垂直型	-
11	2011	VKO Group	Specialist	垂直型	非統合
12	2011	Svoy Travel OOO	Specialist	垂直型	非統合
13	2011	Magic Life Hotel Business	Hotel	垂直型	非統合
14	2011	Interepid	Specialist	製品拡張型	非統合
15	2011	Top Class European Cruise	Specialist	垂直型	非統合
16	2011	TMS Gateway	Destinations	垂直型	統合
17	2011	Lima Tour	Destinations	垂直型/製品拡張型	非統合
18	2010	Manchester Academy Holdings Ltd	Specialist	製品拡張型	非統合
19	2010	Hampstead School of English Ltd	Specialist	製品拡張型	非統合
20	2010	Wonder Holding	Mainstream	市場拡大型	統合
21	2010	Sports Executive	Specialist	製品拡張型	非統合
22	2010	Hampstead School of English Ltd	Specialist	製品拡張型	非統合
23	2010	Manchester Academy Holdings Ltd	Specialist	製品拡張型	非統合
24	2010	Tortola Yacht	Specialist	製品拡張型	非統合
25	2010	Select World	Specialist	製品拡張型	非統合
26	2010	Hilario	Specialist	製品拡張型	非統合
27	2009	Island Cruise	Cruise	垂直型/製品拡張型	非統合
28	2009	Sports Abroad	Specialist	製品拡張型	非統合
29	2009	Teamlink	Specialist	製品拡張型	非統合
30	2009	EdwinDoran	Specialist	製品拡張型	非統合
31	2009	Master Yachting	Specialist	製品拡張型	非統合
32	2009	Student Skiing	Specialist	製品拡張型	非統合
33	2009	Off the piste	Specialist	製品拡張型	非統合
34	2009	Adventure Tour	Specialist	製品拡張型	非統合
35	2009	EAC Language Centers	Specialist	製品拡張型	非統合
36	2009	Aragon Tours	Specialist	製品拡張型	非統合
37	2009	Travel Adventures	Specialist	製品拡張型	非統合
38	2009	Williment World Travel	Specialist	製品拡張型	非統合
39	2009	Zegrahm Expeditions	Specialist	製品拡張型	非統合
40	2008	Island Cruises	Destination	製品拡張型	非統合
41	2008	Jet4you	Specialist	製品拡張型	非統合
42	2008	TUI Mostravel Russia	Mainstream	市場拡大型	非統合
43	2008	National Event	Specialist	製品拡張型	非統合
44	2008	Destination Florida	Destination	垂直型/製品拡張型	非統合
45	2008	Gullivers Sports	Specialist	製品拡張型	非統合
46	2008	Your Sporting Challenge	Specialist	製品拡張型	非統合
47	2008	World Challenge	Specialist	製品拡張型	非統合
48	2008	Sports World	Specialist	製品拡張型	非統合
49	2008	Fan Firm	Specialist	製品拡張型	非統合
50	2008	Event International	Specialist	製品拡張型	非統合
51	2008	Hotels London	Hotel	垂直型/製品拡張型	非統合
52	2008	Societe Polynesienne	Hotel	垂直型/製品拡張型	非統合
53	2008	Travel Mood	Specialist	製品拡張型	非統合
54	2008	CHS Tours	Specialist	製品拡張型	非統合
55	2008	Pinnacle Tour	Specialist	製品拡張型	非統合
56	2008	Active Safari	Specialist	製品拡張型	非統合

出典：マージャーマーケットデータの検索結果に基づき筆者が整理した。

## 2. TUI社のダイベストメント

### (1) ツーリズム事業特化に伴うコンテナ部門の売却

2008年TUI社は新たな戦略変更を打ち出した。ツーリズム事業特化に伴う海運事業内のコンテナ事業の売却である。前述のとおり海運事業内には人を運搬するクルーズ事業とモノを運搬するコンテナ事業があったが、クルーズ事業を垂直統合型モデルに統合し、更に専門特化することを目的に、コンテナ部門を分離売却することを発表したのである。

図27 海運事業の分離と旅行事業への特化

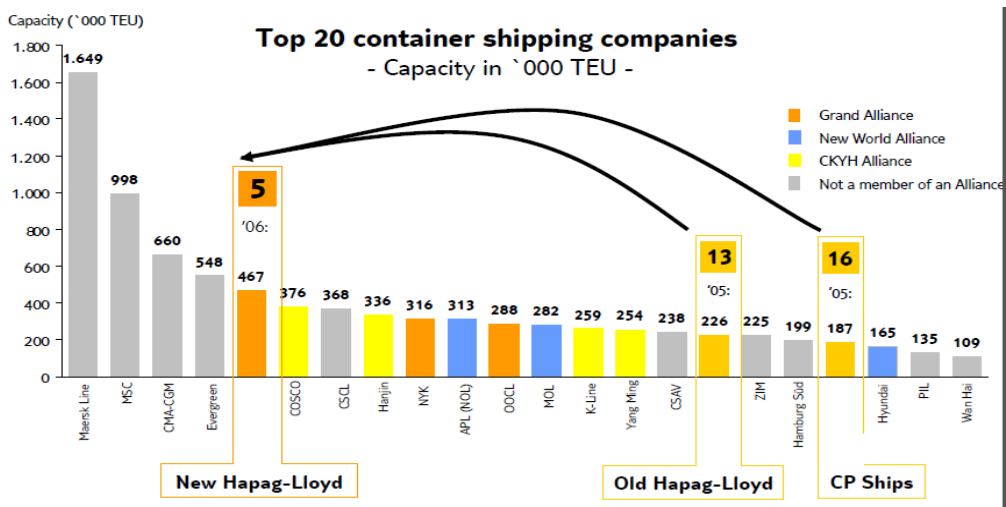


出典：TUI AG(2007), *TUI AG Investors Presentation*, p.7から図を抜粋し、筆者が加筆した。

TUI社のコンテナ事業部門はハパロイド社が運営していた。ハパロイド社は前述のとおり、1997年にTUI社が買収した企業であり、ハンブルクに本拠地を置くツーリズム・海運事業分野でのコングロマリットであった。その後ツーリズム事業部門を完全分離し、海運事業に特化して2006年に至る。2006年のアニュアル・レポートによると、その売上高は約6,300百万ユーロであり、142ものコンテナ船を有する業界13位の企業であった。

このハパロイド社を業界16位のCP Ships社と統合させることで、業界5位の新生ハパロイド社を作り上げ、国際競争力を保持することが今回の主たる目的であった。コンテナ事業は成熟分野であり業界内の合従連衡が活発化していた。また単にコンテナ船を運航させるだけでなく、ロジスティクス全体を俯瞰しそのバリューチェーンをITの活用で構築し、ロジスティクス全体で価値を生み出す必要があった。その為には規模の拡大が重要であり、両者を統合させることにより、事業拡大及び経営効率を目指したのである。

図 28 コンテナ事業 世界上位と CP 社統合後の順位



出典：TUIAG(2007) *Investor Presentation WestLB Deutschland Conference 2007*, p.9 から抜粋した。

(2) コンテナ部門の売却スキーム

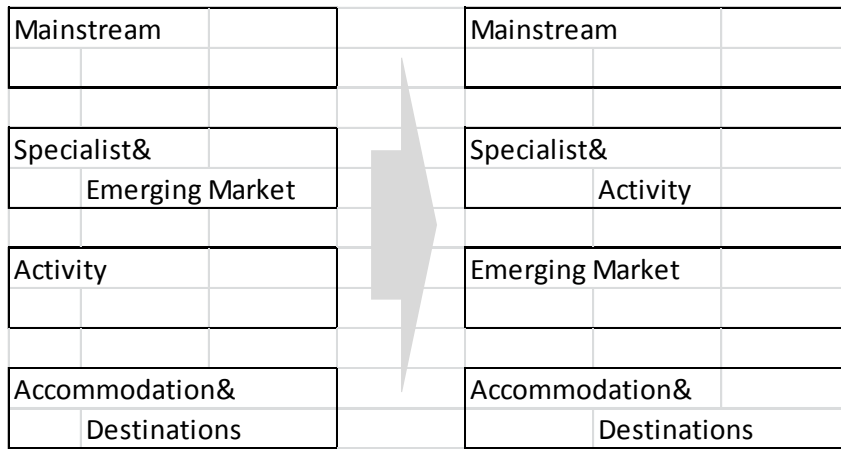
2008年にコンテナ部門の売却を進めたが、リーマンショックの影響により、そのプロセスは困難を極めた。ようやく決定した売却先はアルベルト・バリーン・コンソーシアム (Albert Ballin KG) であった。ハパロイドの買収には、複数の金融機関や事業会社が関心を示したが、その後の入札でハンブルクのグループとシンガポールのNOLに絞り込まれた。しかしながらNOL社がリーマンショックなどの影響を懸念して辞退した為、TUI社とハンブルク・グループが協議した結果ハパロイド社のコンテナ部門はアルベルト・バリーン・コンソーシアムが100%買収すること、ただしハパロイド・クルーズはTUIグループに残ることなどが決定された。その後の金融環境の悪化でアルベルト・バリーン・コンソーシアムは56.7%のみを買収し、TUI社が43.3%を持ち続けハパロイド社の財政を支援し続けることになった。

(3) コンテナ部門売却後の事業戦略

コンテナ部門売却後、船舶部門のクルーズ事業については、ホテル同様TUI社直接管轄とし、旅行事業のコンテンツとして、他社との差別化を図るべき取り組みを強化した。具体的にはドイツ語市場に特化したクルーズ船事業の強化である。

旅行部門については引き続きTUIトラベル社傘下で、セクターの一部を再編することで更なる強化を図った。具体的にはエマージング・マーケットの独立化によるロシア・中国・インド事業の強化とスペシャリスト・セクターとアクティビティ・セクターの統合であった。当時中国とロシアはBRICsと呼ばれた将来有望市場の最有力市場であり、成長市場の取り込みを強化した。これにより、ニッチ・専門市場群を包括した企業集団の構築を目指したのである。

図 29 2009 年 旅行事業部門の再編



出典：TUI AG(2010) *FINANCIAL YEAR 2009/10 ANALYSTS MEETING*, p. 8 の図表を参考に筆者が作成した。

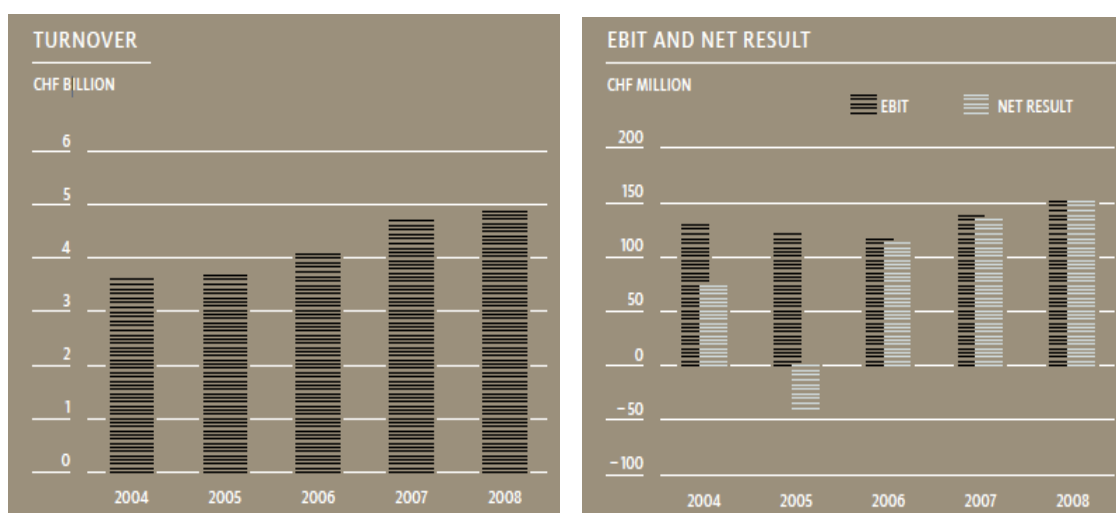
## 第4節 クオニ社のメガ旅行企業との差別化戦略 ～業界再編直後の経営戦略～

### 1. 2008年当時のクオニ社の現状

#### (1) グループ全体の業績

2008年クオニ社の業績は堅調であった。売上は前年比3.3%増加の4,855スイスフラン、グロスプロフィットベースでは1,056スイスフランと過去最高を記録した。更にはライトアセット戦略が奏功し、エーデルワイス航空の航空機売却により減価償却費が圧縮されたことで、EBITにおいても過去最高を記録したのである。また過去5年の業績推移についても以下のとおり、売上は右肩上がりであり、EBIT及び当期純利益においても上昇基調にあった。

表20 クオニ社2004年～2008年の業績推移



出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich*, p.33 から抜粋した。

#### (2) 各事業の業績

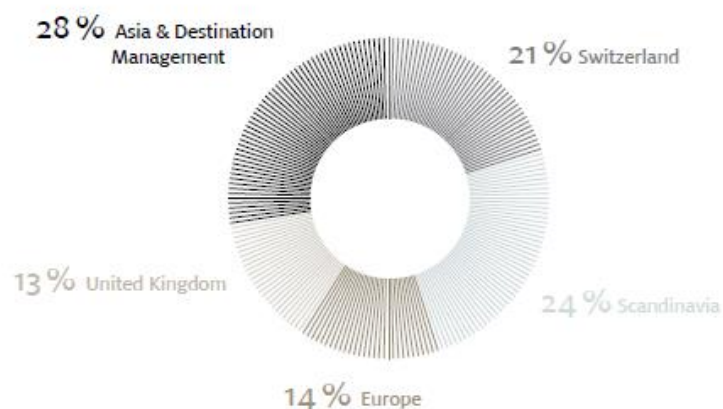
2008年当時のクオニ社の事業はスイス、スカンジナビア、英国、欧州のアウトバウンド4事業と、アジア&デスティネーション・マネージメント事業の大きく5事業で構成されていた。クオニ社グループの売上構成比は、大きくアウトバウンド事業が70%強、新興国発アウトバウンド事業とインバウンド事業の合計が30%に満たない状況であった。アウトバウンド事業においては構成比が最大であるスカンジナビア・ビジネスユニットが24%、次いでクオニ社発祥の地であるスイス・ビジネスユニットが21%を占めていた。

各事業分野における市場におけるポジショニングは、スイス市場・スカンジナビア市場・デスティネーション・マネージメント事業において高いポジションを維持していた。スイス市場においては短長距離ホリデー市場及びスペシャリスト市場でN01、スカンジナビア市場では同様にN03、デスティネーション・マネージメント事業におけるN01のポジションである。一方で英国及び西欧各国においては、スペシャリスト市場におけるプレミアム旅行企業とし



ての名声を獲得していたが、取扱高等では存在感を示しきれていなかった。

図30 クオニ社の事業別売上割合（2008年）

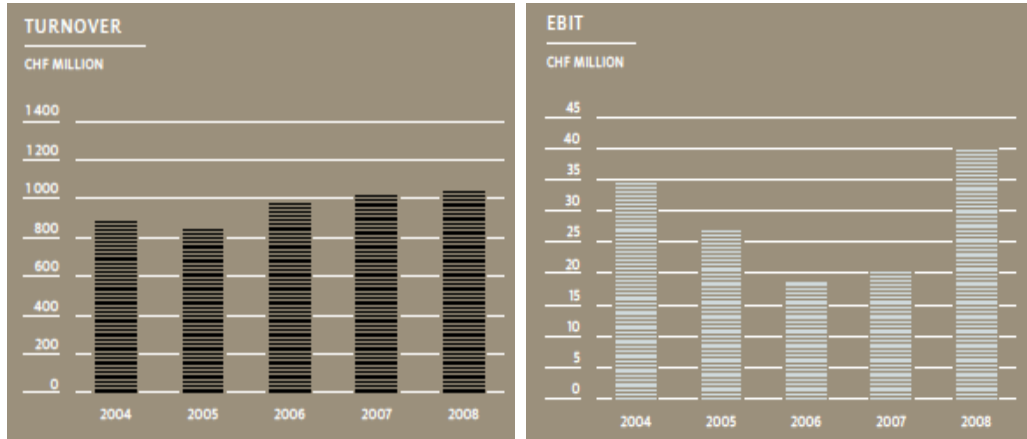


出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich.* p.28 から抜粋した。

① スイス・ビジネスユニット (SBU Switzerland)

スイス・ビジネスユニットにおいて売上高が横ばいで利益が減少する状態が2004年から2007年まで続いていたが、2008年には利益が大きく好転した。その最大の要因はエーデルワイス航空の機材売却による減価償却費の減少や、特定分野に特化するスペシャリスト事業でダイビングツアーなどを手掛けるマンタ社 (Manta Reisen) やロシアや北極圏行きのツアーを専門に手掛けるコンチキ社 (Kontiki-Saga) による利益貢献であり、同時に売上増加に貢献したのはオールインクループツアーを手掛ける『Helvetic Tour』であった。ブランドの再定義と商品改革が奏功したのである。具体的には主に4～5スターのホテル利用にも関わらず、仕入れコストの低減により15～20%程度の販売価格低減を実現し、高品質であるがリーズナブルな販売価格を実現した。その結果市場の反応は上々であり、繁忙期の夏の申し込みは20%程度増加したのである。

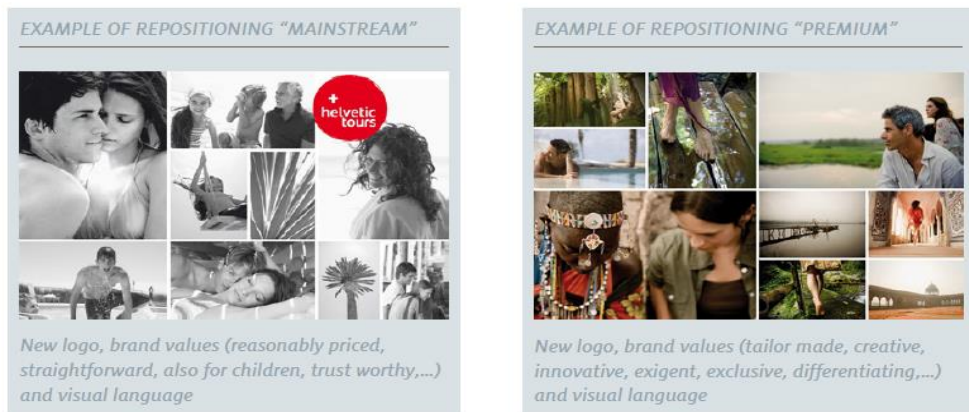
表 21 スイス・ビジネスユニット 2004 年～2008 年の業績推移



出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich*, p.37 から抜粋した。

スイス市場においては、前述のとおりオールインクルーシブ等のフルパッケージのブランドを『Helvetic Tour』、個人向けツアーのブランドを『Kuoni』と整理した。更にブランドアイデンティティを再構築しより洗練されたイメージを顧客に発信したのである。特に『Kuoni』ブランドについては高品質な商品であることを訴求し、中間層の取り込みのみならず富裕層の維持にも腐心した。

図 31 クオニ社のブランド戦略イメージ



出典：KUONI(2008) *Full Year Result 2008, Investors Presentation, Zurich*, p.19 から抜粋した。

② スカンジナビア・ビジネスユニット (SBU Scandinavia)

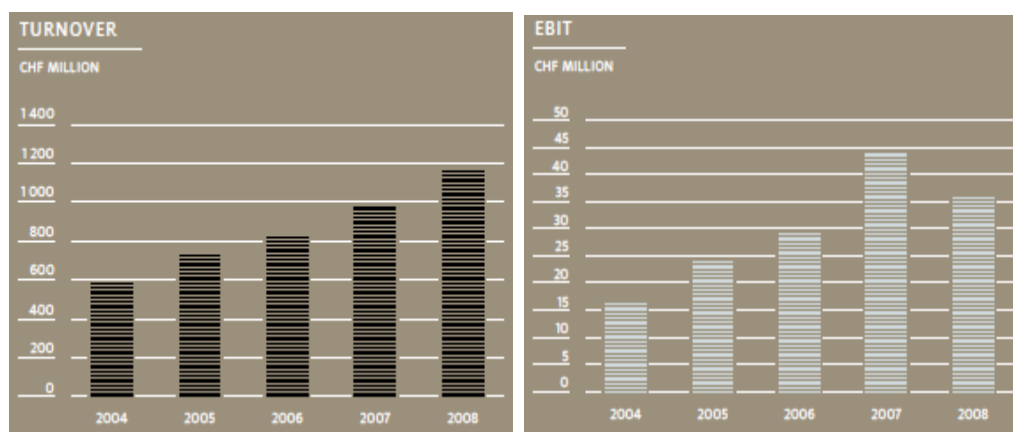
スカンジナビア・ビジネスユニットの売上は、デンマークやノルウェー市場の貢献により、過去 5 年間右肩上がりですべて毎年過去最高を更新した。デンマーク市場においては、2007 年に M

&Aしたフォーク・ローゼン社 (Falk Lauritsen) の貢献も大きかった。このM&Aによりデンマーク市場2位のツアー・オペレーターとなり、その存在感を示したのである。同様にノルウェー市場においても業界2位のポジションを維持し売上高前年比 10.6%と堅調に拡大していたのである。

スカンジナビア市場においては積極的にM&Aを実施した。2008年7月にM&Aしたゴルフ・プレイヤー社 (Golf Plaisir) は、ゴルフに特化した専門旅行社であり、地中海沿岸の18のデスティネーションでのゴルフツアーを提供した。これによりショート・ホールのパッケージ・ホリデーだけでなく、スペシャリスト分野への進出も進め、スカンジナビア市場における確固たるポジションを確保したのである。

一方で EBIT においては過去最高を記録した昨年比して減少した。その最大の理由はロシア市場の不振であった。2007年にM&AしたUTE社 (UTE Megapolis) が競争激化により収益が低下したのである。ロシア市場については市場が成長していることは事実であったが、2008年のリーマンショックによる影響による収入率低下が大きく影響した。インターネット事業の閉鎖により、EBITは減少したことが大きな要因であった。

表22 スカンジナビア・ビジネスユニット 2004年～2008年の業績推移



出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich*, p.39 から抜粋した。

③ ヨーロッパ・ビジネスユニット (SBU Europe)

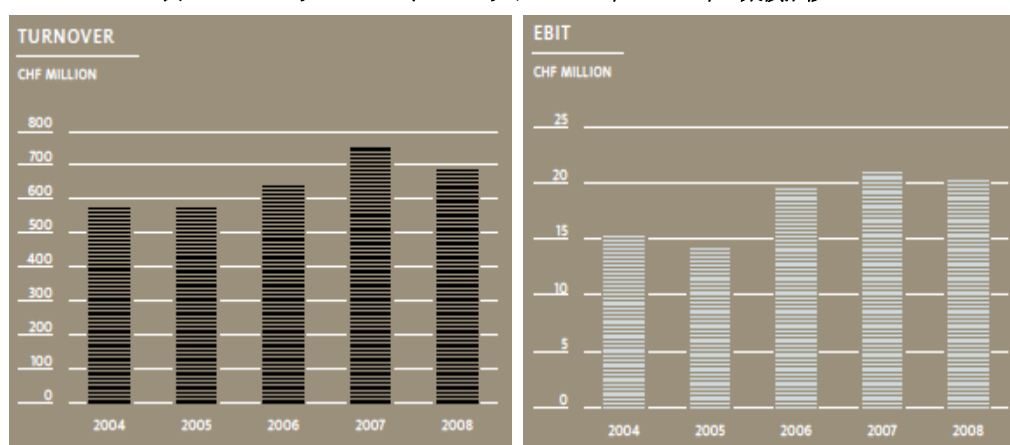
ヨーロッパ・ビジネスユニットは、フランス、イタリア、ベネルクス、スペイン、オーストリア市場を対象に事業展開しており、中でも売上高で約 50%を占めるフランス、約 20%を占めるイタリアが主要市場であった。ヨーロッパ・ビジネスユニット全体では、欧州景気の低迷や為替の影響、さらには主要デスティネーションの一つであるケニアの政情不安によって売上が減少した。しかしながら欧州市場の中でもフランス市場が堅調に伸びたことや、アメリカ行きツアーの好調やインターネット販売の伸張などがあり、最小限の売上低下に留めたのが現状であった。

好調であったフランス市場は 2008 年にフラッグシップ店舗をパリの中心部ビクトーユー

ゴーに新設した。新設の店舗はブランドの再構築に合わせてスタイリッシュなインテリアとし、富裕層の取り込みを図り、特にフランス市場においては引き続きロング・ホール市場に特化することで業界5位のポジションを確保したのである。

イタリア市場については、苦戦している状況を打破するために、自社サイトによる販売強化を掲げた。これにより B2C 市場だけでなく、B2B 市場の強化も図った。具体的にはトラベル・エージェントがオンライン上で直接予約できるシステムを構築し、需要の取り組みを狙ったのである。同様に既存店舗の強化も図った。ローマとミラノに新ブランドコンセプトに基づく店舗を設置し、オンライン・オフランでの顧客へのチャネルを確保したのである。

表 23 ヨーロッパ・ビジネスユニット 2004年～2008年の業績推移



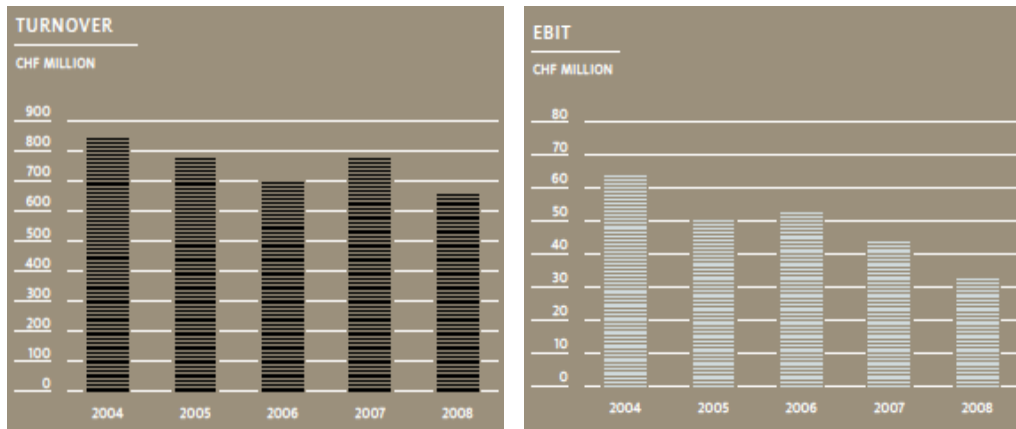
出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich*, p.43 から抜粋した。

#### ④ 英国・ビジネスユニット (SBU United Kingdom)

英国市場は最も苦戦している市場の一つであった。英国の景気悪化と為替の影響による売上低迷である。更に英国市場の主要デスティネーションであるケニアの政情不安が追い討ちをかけたのである。この深刻な環境変化にあわせて大胆なリスク戦略も実施した。経営体制を刷新し、コストコンシャスな体制を構築したのである。

一方で成長戦略を推進する上で、ブランド再構築による店舗の刷新も同時に進めた。ロンドンやマンチェスターなどの店舗を新コンセプトに基づきリノベーションを実施した。また2008年のロンドン・ファッションウィークで、新ブランドの大々的なキャンペーンを実施するなど、新ブランドとそのコンセプトに腐心した。これらの取組みによりショート・ホール市場で展開する大手とは完全に差別化した、プレミアム市場に特化した戦略を打ち出したのである。

表 24 英国・ビジネスユニット 2004 年～2008 年の業績推移



出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich*, p.45 から抜粋した。

⑤ アジア&デスティネーション・マネージメント・ビジネスユニット

(SBU Asia & Destination Management)

アジア&デスティネーション・マネージメント・ビジネスユニットは、中国・インドにおけるアウトバウンド事業と、全世界で展開するインバウンド事業で構成される。2008 年の売上高は 1,373 百万スイスフラン、EBIT は 60.6 百万スイスフランとなり、ネガティブな外部環境にも関わらず売上・EBIT 共に順調に拡大した。注目すべきは、インドの V F S 事業がその事業基盤を 40 カ国に拡大したことや、ヨーロッパ・フットボール・チャンピオンシップ 2008 では、のべ 180,000 室を取り扱うなど大成功を収めたことである。またグローバル DMC の基盤を拡大することを目的に、オーストラリアとドバイにおいて M&A を実施した。この結果、過去 5 年間で売上が倍増、EBIT で 4 倍と大きく躍進した成長分野であった。

インド市場においては売上高 256 百万スイスフランと前年比 11.3% 上昇し過去最高を記録した。その要因はインド人による旺盛な欧州行き需要であった。これらを取り込む為に自前の店舗展開だけでなくフランチャイズによる展開を推進した。また地場旅行社との差別化を明確にすることから、ブランド再構築による自前店舗展開も進めたのである。更にインド部門で事業を開始したビザ発給代行事業を専門に行う V F S グローバル社の事業が急伸した。インド人が海外に渡航する際には多くの国でビザ取得が求められており、ビザ取得が海外旅行における最大の課題であった。海外旅行者の増加に伴い、各国大使館におけるビザ発給業務が逼迫し、これら業務をサポートすることを目的に事業を開始したのが V F S グローバル社であり、英国はじめ各国の在インド大使館から業務を獲得したのである。

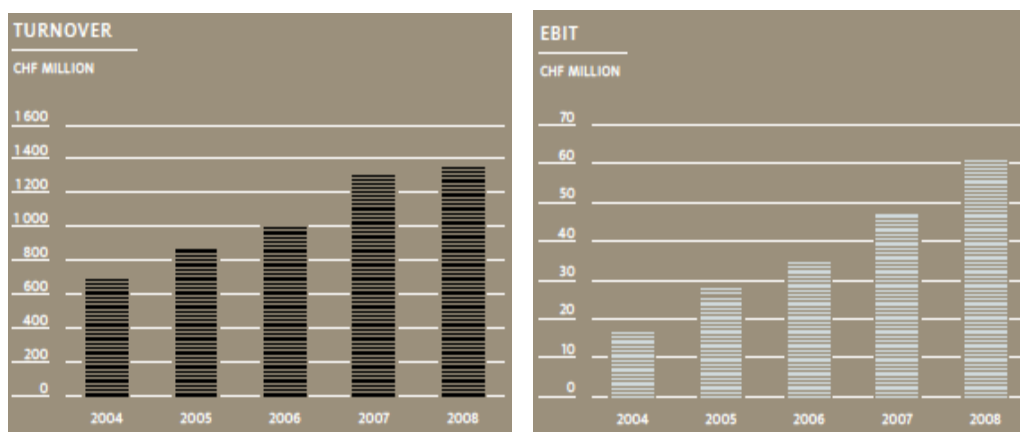
中国市場においては、売上高は 49 百万スイスフランと規模は小さいが、欧州行きツアーに強みを持つツアー・オペレーター兼トラベル・エージェントとして主に香港市場を中心に事業を展開していた。中国市場は BRICs の一角であり 12 億人を超える人口と北京・上海・広州などの沿岸都市では所得水準が著しく上がっていたことから、成長戦略の中核として期

待されていたのである。

インバウンド事業では、欧州デスティネーション行きの団体旅行者にサービス提供するランド・オペレーター事業と、アジア・アフリカ・中東などのデスティネーションにおいて、欧州からの個人旅行者にサービスを提供するDMS事業に加えて、法人顧客を中心に欧州・米国におけるデスティネーションにおいて高度なサービスを提供するMICE (Meetings Incentives Conferences and Events) 事業によって構成されていた。ランド・オペレーター事業についてはその歴史が古く概ねビジネスモデルが確立されており、これを環境の変化に合わせて進化させるべく取り組んだのが、F I Tオンラインシステムの開発であった。ランド・オペレーター事業で仕入れたホテル等の素材を、個人の旅行者に販売すべくシステムを開発し、来る個人旅行時代に先手を打つべく取り組みを強化したのである。

DMS事業とMICE事業においてはM&Aを積極的に活用した。DMS事業においてはドバイに本拠地を置き、中東地域でのランドサービスを提供するDAT社 (Desert Adventures Tourism) オーストラリアのメルボルンに本拠地を置きオーストラリア全域のランドサービスを提供するATM社 (Australian Tours Management) を2008年にM&Aすることで、サービスを提供するデスティネーションの範囲を拡大したのである。またMICE事業においては2007年にドイツのバルリンに本拠地をおき、インセンティブツアーやカンファレンスのオーガナイズに強みを持つ、カンファレンス&ツーリング社 (Conference & Touring) をM&Aし、事業を強化したのである。これと同時にイベント専門部署を2008年にスイスに設置することで、MICE事業を包括的に推進する体制を整えたのである。

表25 アジア&デスティネーション・マネージメント・ビジネスユニット 2004年~2008年の業績推移



出典：KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich*, p.45 から抜粋した。

## 2. クオニ社のビジョンと経営戦略

### (1) 新たに策定したビジョンと基本戦略<sup>88</sup>

取締役会長であるベイソン氏 (Henning Beyson) は2008年を最も広範囲に改革を実施した年だと、2008年のアニュアル・レポート内で株主に対してメッセージを残した<sup>89</sup>。英国旅行業界の大再編のインパクトはそれだけ大きなものであったのだろう。直近の業績は堅調ではあったが将来に大きな不安を残しており、生き残りを賭けその考え方を明確に示したのが新たに作成したビジョンであった。クオニ社のビジョンはレジャー・トラベルの分野で最も尊敬される会社になることとした。その上でプレミアム領域、インバウンド事業領域において、グローバルレベルでのリーディング・ポジションを獲得すること。ボリュームゾーンである短距離ホリデー・パッケージ商品市場においては選択したいくつかの市場で存在感を示すこと。顧客に価値あるダイレクトコンタクトを確保することなどを掲げた。

またクオニ社の基本戦略は有形固定資産の圧縮と無形固定資産の最適化による成長とした。具体的には航空機材やホテルを所有することで他社との差別化を目指すのではなく、ブランドや経験豊富なスタッフによるサービス向上を追求することで唯一無二の価値を創造することと定義したのである。

### (2) 業界再編直後の事業戦略

2008年に実施された投資家向けプレゼンテーションによると、クオニ社の基本戦略は4事業領域に基づき策定されていた。欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業、欧州発長距離及びスペシャリスト商品市場、インド・ロシア・中国等発の新興国市場、そしてインバウンド事業である。特に欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業分野での規模の追求が困難となった今、クオニ社は、欧州発市場においては市場ニーズの多様化に応えるべく希少サービスの提供、欧州外市場特に成長著しい新興市場への進出、そして歴史あるインバウンド事業の強化を明確に打ち出したのである。

#### ① 欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業

大規模旅行企業による統合が完了し、シナジー創出を模索するタイミングに差し掛かった。これは運行効率を高めることを目的に、今後商品供給量が減少する可能性を意味する。同様に当該分野の新規プレイヤーであるオンライン事業者や格安航空会社もその成長が鈍化している。その背景にはホテル等のサプライヤー直販の脅威や、格安航空会社の市場の事業収支改善を目的とした価格改定がある。此の様な環境を鑑みると当該市場においては今後更に競争が激化すると想定される。

については、巨大な資本投下が必要となり、スケールメリットの追求なくしてビジネスモデ

<sup>88</sup> 特に断りが無い限り KUONI(2008) *Full Year Result 2008, Investors Presentation, Zurich* を参考にした。

<sup>89</sup> KUONI(2008) *MARKET REPORT 2008, Zurich* .p8 内の記載に基づく。

ルの存続が難しい垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルは断念し、アセットライトなモデルを追求する。具体的にはスイス航空等の定期便を使った商品造成による展開である。

#### ② 欧州発長距離及びスペシャリスト商品市場

資産を持たないアセットライトモデルによる当該分野は今後成長すると考えられる。もちろん価格競争は激化するが、サプライヤーとの再交渉により、アセットライトモデルであれば収益を維持することができる。さらに中間業者の中抜きは進むことは事実であるが、ロング・ホール市場は格安航空会社の影響も軽微であり中間業者の必要性が引続き維持されることも重要な要素となる。

一方で当該市場の脅威は中小プレイヤーが犇く状況にあり、将来統合が進むと想定されることである。については当該市場をオーガニックグロースのみならず、M&Aを駆使してスピード感を持ってインオーガニックグロースを追求し、あわせて改革も断行する。特にブランドの整理、オンライン化への対応、経営効率の向上を目指すこととした。

#### ③ インド・ロシア・中国等発の新興国市場

新興市場においては有象無象の中小事業者が犇く状態にあり、今後統合が進むと思われる。また中小事業者の専門性も低く、今後の高度化が進むだけでなくオンライン事業についても中長期的に成長すると想定される。此の様な状況を鑑みると、大手旅行企業による進出が予想されるが、ロシア等の市場はリーマンショックの影響が大きく不安定な状況にあることから、その進出スピードが低減される。これら環境を鑑み、今後成長が予測される BRICS 市場の一角であるインド・ロシア・中国等の市場に、既存の事業成長だけでなく、M&Aを駆使したインオーガニックグロースも追求する計画であった。

#### ④ インバウンド事業

旅行産業の中長期的拡大に伴い、デスティネーションでのサービス提供も拡大すると予想され、未だに中小企業が犇めく市場であり、今後大規模企業が台頭すると考えられる。そして基本的なサービス提供に対する要求から、高付加価値サービス提供への要求に顧客ニーズが変化すると想定された。については当該分野を成長市場と位置づけ、FIT市場・MICE市場・プレミアム商品及びサービスに特化する為に、必要なリソースをM&Aで獲得する。これによりデスティネーション・サービス・プロバイダーとしての地位を確固たるものとする計画であった。

### 3. 戦略を実行する組織体制

組織体制はコーポレート部門、財務部門そして事業部門により構成されていた。中でも事業部門の組織編制がユニークであった。組織を「STYLE」「SMART」「SPIRIT」「DESTINATIONS」に分類



し、各々以下のとおり具体的な目標を掲げたのである。

➤ 「STYLE」

ハイセンスな消費者をターゲットに、高品質なサービスに特化した商品造成を目指す部門である。対象市場は主に旅行先進国である西欧、クオニ社が進出後安定期にあるインド・香港とした。

➤ 「SMART」

価格志向の消費者に対し、価格訴求力の高い商品を、店舗を介さない電話等の直接販売及びWEB販売を行う部門であり、スカンジナビア地域を主に対象とした。

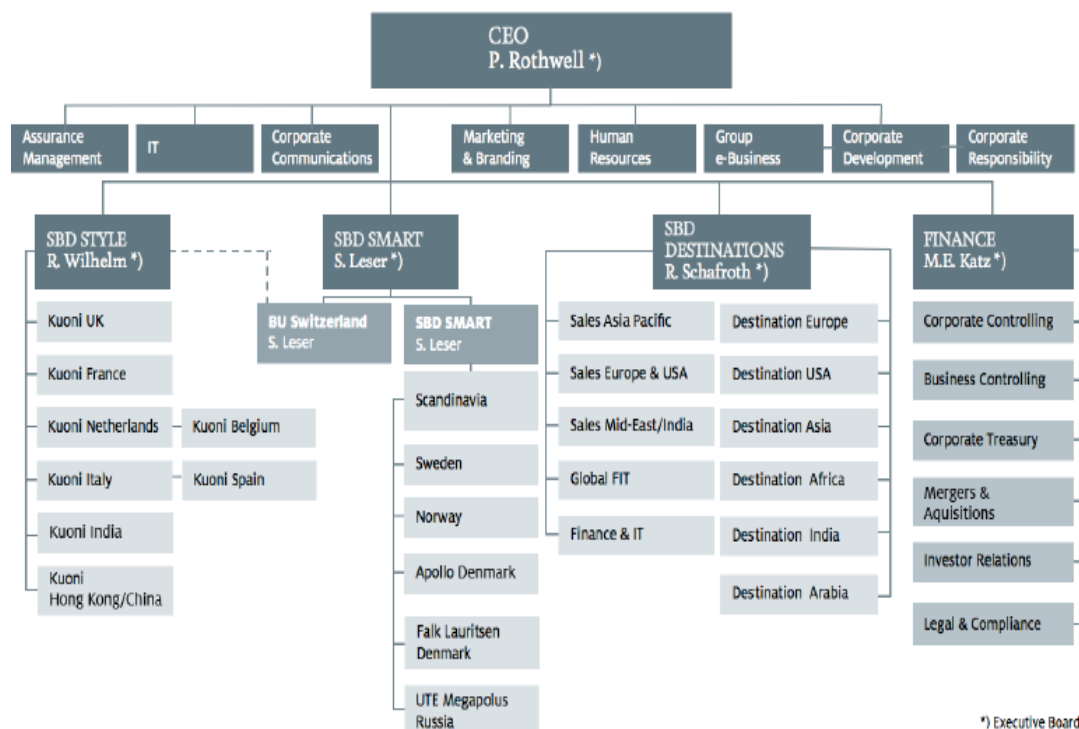
➤ 「SPIRIT」

新たなビジネスモデルの創出や成長する市場への参入にチャレンジする部門であり、ロシア市場や基盤が未成熟な市場を主に対象とした。

➤ 「DESTINATIONS」

デスティネーション部門はインバウンド事業内の営業部門とオペレーション部門を統括する組織であり、デスティネーションの専門性と卓越したサービスにより他社との差別化を図ることを目的とした。

図 32 2008年のクオニ社組織図



出典：KUONI(2008) *Full Year Result 2008, Investors Presentation, Zurich*, p.25 から抜粋した。




































#### 4. 事業別のブランドと強化策

クオニ社は『KUONI』ブランドだけでなく、複数のブランドを活用することで、マーケティングを強化した。その背景にはブランドを使い分けることにより消費者に対してクオニ社の考える意図を正確に伝えることと、M&Aによりグループ化した旅行企業の資産であるブランドを有効活用するとの考えの両面から、マルチブランド戦略を実行した。

##### (1) アウトバウンド事業のブランド展開

アウトバウンド事業においては、組織を構成した3つのコンセプトである「STYLE」「SMART」「SPIRIT」がベースにある。これに基づき顧客セグメントと市場によりブランドを使い分けた。具体的には「Luxury」「Upper」「Middle」などの顧客層によって使い分け、これに「Direct Sales」つまり価格訴求力の高い商品に付与するブランドを加えた。また特別な目的に応える商品については、目的毎にブランドを設置し、顧客に対してより強く訴求したのである。

図 33 アウトバウンド事業のブランド一覧

	Switzerland	Scandinavia	France	Spain	Italy	Benelux	Russia	UK	India	China
Luxury Segment	Inspirations				Emozioni	EMOTIONS		WORLD CLASS		
Upper Segment	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI	KUONI
Middle Segment		 								
Direct Sales	 							 		
Specialists	      		  		  		   			
Retail	 		 							
Airline										

出典：KUONI(2008) *Full Year Result 2008*, Investors Presentation, Zurich, p.26 から抜粋した。

##### (2) インバウンド事業のブランド展開

大きくグループツアーとFITでブランドを大別した。グループツアー対象ではその旅行

目的に関わらず『KUONI DESTINATION MANAGEMENT』とした。しかしながらアフリカの『PRIVATE SAFARI』など、M&A前に利用していたブランドを引続き活用した。インバウンド事業においては原則 B2B 事業であり、アウトバウンド事業のようにマルチブランドを活用する理由はない。にも関わらず敢えて活用する理由は特定デスティネーションの専門家としての地位をアピールすることであった。

図 34 インバウンド事業のブランド一覧



出典: KUONI(2008) *Full Year Result 2008, Investors Presentation, Zurich*, p.27 から抜粋した。

## 5. 事業を支えるプラットフォームの強化と企業イメージの向上

クオニ社は全事業に共通するプラットフォーム機能の強化を目的に4つの領域を定めた。インターネットを活用したオンライン・ディストリビューションチャネルの強化、予約システムの標準化、商品差別化を推進するためのマーケティング強化、そして社員のスキル向上に向けた取り組みである。

オンライン販売の強化については、ユーザビリティの向上を目的とした新機能の搭載及びコンテンツの強化。予約システムの標準化については、予約と仕入れシステムがシームレスなネットワークで結ばれることを目指した。さらにクオニの高品質商品を訴求する為のマーケティング強化と、ライトアセット戦略を支えるヒトは重要であり、ヒトのスキル向上によるクオニ社の価値向上を目的に、社員がチャレンジできるプログラムを準備したのである。

### (1) 全事業に共通するプラットフォームの強化

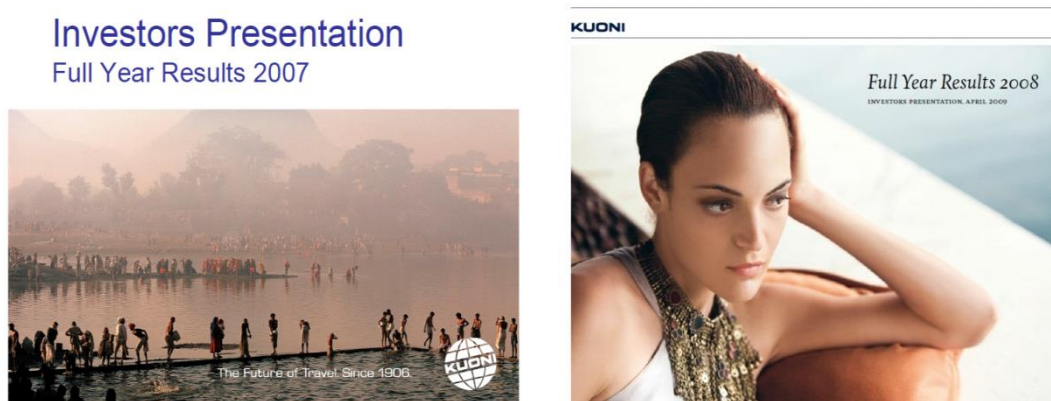
過去クオニ社では社員が注視する点は商品でありその販売手引きであり、そして組織であった。つまり組織内の秩序と組織が生み出した商品を中心に事業が展開されていた。一方で今回ライトアセット戦略を実行するにあたり注目したのが顧客である。顧客の旅行に関する良き相談相手となるべく社員に対して啓蒙を行ったのである。

### (2) 企業イメージの向上 デザインに対する拘り

戦略としての記述は存在しないが2008年移行の明らかな違いは各種資料等のデザインが洗

練されたことである。以下の 2007 年と 2008 年の投資家向けプレゼンテーションからも見て取れるように、2007 年迄は旅行会社らしくデスティネーションの写真などが表紙を飾っていた。一方 2008 年以降は被写体をハイセンスな女性に当て、よりスタイリッシュな印象の投資家向けプレゼンテーションに進化したのである。あくまでも筆者の印象であるが、ライトアセット戦略を推進する上で、無形固定資産の価値向上に向けた象徴的な取組みだと思われた。

図 35 投資家向けプレゼンテーション資料 2007 年と 2008 年の比較



出典：2007 年及び 2008 年の Investors Presentation, Kuoni の表紙を抜粋した。

## 第5節 2008～14年のクオニ社のM&A

### 1. 2008～14年までのM&A実施概要

#### (1) 買収案件

クオニ社による買収・売却はこの間実に16件実施された。いずれも経営戦略に即した取り組みであり、専門性向上に向けたスペシャリスト旅行企業の買収、新興国市場への参入を目的に中国関係企業への出資を通じた取組み、そしてインバウンド事業強化策として、空白デスティネーションに特化した企業と、FIT市場に強みを持つガリバー・トラベル社の買収を行った。

表26 2008～14年のクオニ社による買収案件と戦略的分類

	発表年	買収企業	事業分野	M&A類型	
				戦略	統合
1	2011/03/07	Gullivers Travel Associates Ltd	DMC	水平型/製品拡張型	統合(経営・組織)
2	2011/03/01	Lime Travel AB	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
3	2010/12/01	Best Tours Italia SpA	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
4	2010/11/04	Gulf Dunes LLC, Reem Tours and Travel LLC	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
5	2010/09/02	Krone Golf Tours ApS	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
6	2010/02/02	US destination management division	DMC	製品拡張型	非統合
7	2009/10/30	Travel business	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
8	2009/06/03	ET-China.com International Holdings Ltd	新興国	市場拡大型	非統合
9	2008/12/23	Cotravel AG	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
10	2008/10/01	Carrier Ltd	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
11	2008/09/30	Australian Tours Management Pty Ltd	DMC	製品拡張型	非統合
12	2008/06/25	Direkt Reisen AG	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
13	2008/06/11	Desert Adventures Tourism LLC	DMC	製品拡張型	非統合
14	2008/04/29	Golf Plaisir Resebyra AB	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
15	2008/04/24	Dorado Reisen AG	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
16	2008/01/14	Unique Travel GmbH	スペシャリスト	製品拡張型	非統合
		《事業分野》	《略語》		
		欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業	パッケージ・ホリデー		
		欧州発長距離及びスペシャリスト商品市場	スペシャリスト		
		インド・ロシア・中国等発の新興国市場	新興国		
		インバウンド事業	DMC		

出典：マージャーマーケットデータの検索結果に基づき筆者が整理した。

#### (2) 売却案件

クオニ社による売却はこの間実に5件実施された。特筆すべきはライトアセット戦略の実践を目的にエーデルワイス航空を売却したことである。2007年の戦略変更に伴い、自社で航空機やホテルなどを所有しないライトアセット戦略を推進することを発表した。これに伴いヘビーアセットの代表格である航空事業の売却を決定したのである。

表 27 2008～14年のクオニ社による売却案件と戦略的分類

	発表年	買収企業	事業分野	戦略
1	2013/04/05	Voyages Kuoni SA	パッケージ・ホリデー	
2	2013/03/21	Tour operating activities in France	スペシャリスト	
3	2012/12/31	Ski Verbier Ltd	スペシャリスト	
4	2008/06/27	Travel agency group	スペシャリスト	
5	2008/02/08	Edelweiss Air AG	パッケージ・ホリデー	ライトアセット戦略
《事業分野》				
欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業				
欧州発長距離及びスペシャリスト商品市場				
インド・ロシア・中国等発の新興国市場				
インバウンド事業				

出典：マージャーマーケットデータの検索結果に基づき筆者が整理した。

## 2. 新興国市場戦略に基づく中国市場への進出を狙ったET-CHINA社への出資

### (1) ET-CHINA社への出資の背景

クオニ社は新興国の中でも成長が著しいにも関わらず取組みが遅れていた中国市場への対応策を急いだ。しかしながら中国市場において中国公民に対して旅行商品・サービスを提供するためには、中国の観光当局による許認可が必要であり、当時外資系企業には旅行事業の許可が下りず、課題はいかにライセンスを取得し中国公民に対して営業活動を行うかであった。

この課題解決策として取組んだのがET-CHINA社への出資であった。ET-CHINA社は2000年に中国の広州で設立された持株会社であり、傘下には広東省で最大手旅行企業の一つである広ノ旅（GZL）、オンライン旅行素材販売を手がけるETC社、中国南方航空との合弁会社で、航空券購買顧客に対して独占的にアプローチできる旅行会社などを保有していた。ET-CHINA社はロンドンのプロフェッショナル向け市場であるAlternative Investment Market（通称：AIM）に上場していたことから、クオニ社がアプローチし49百万英国ポンドで発行済み株式の31.5%の取得を試みたのである。

図 36 ET-CHINA社ストラクチャー図



出典：Kuoni(2010) *Acquisition Et-China Transaction and strategic rationale, Zurich, p.2* から抜粋した。

(2) クオニ社の新興国戦略とET-CHINA社への出資

2008年に実施された投資家向けプレゼンテーションによると、クオニ社の基本戦略は4事業領域に基づき策定されていた。欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業、欧州発長距離及びスペシャリスト商品市場、インド・ロシア・中国等発の新興国市場、そしてインバウンド事業である。今回のET-CHINA社への出資は、今後成長が予測されるBRICS市場の一角であるインド・ロシア・中国等の市場に、既存の事業成長だけでなく、M&Aを駆使したインオーガニックグロースも追求するクオニ社が戦略の柱として打ち出した新興国市場戦略に合致するものであり、市場拡大戦略に基づくものであった。

ET-CHINA社への出資による戦略的利益は、クオニ社が成長市場と位置づける中国、特に南部中国地域においての主導的地位を確保出来ること。店頭などの資産を活用するモデルではなく、ネット販売などによるB2C市場へのアクセス権を獲得でき、ライトアセット戦略に寄与するものであること。課題である旅行業ライセンスの取得が可能となること。既に顧客基盤を有する広之旅を傘下におくことで、成長市場中国における顧客基盤を獲得できること。そして中国市場におけるマネージメントスキルを獲得できることの5点であった。

(3) ET-CHINA社社長の逮捕と破談

残念ながらクオニ社の中国進出は失敗に終わるとなった。ET-CHINA社の社長が逮捕されたのである。逮捕の容疑は広乃旅社に伴う取引に関わる疑惑であり、これによってET-CHINA社は非上場に追い込まれると共に、クオニ社とのディールは破談となった。クオニ社は新興国戦略の難しさを痛感すると共に、新たな戦略構築を迫られたのである。

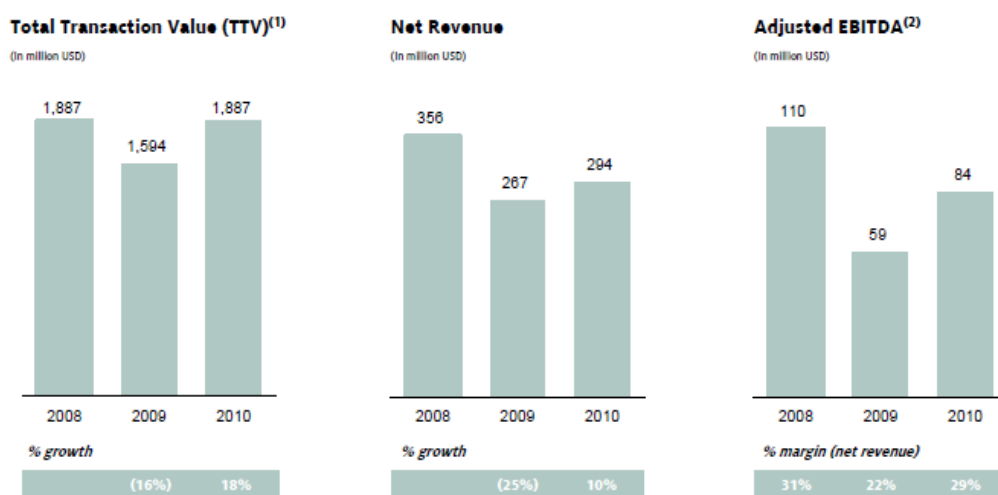
3. インバウンド事業の高度化を狙ったガリバー・トラベル社への出資

(1) ガリバー・トラベル社の概要

ガリバー・トラベル社は1975年にデイビッド・バンバイ氏によりロンドンで設立され、B2B

オンライン事業である『GTA』やB2C オンライン事業である『オクトパストラベル』などの複数ブランドで、ホテルや送迎などの地上手配を世界展開する事業者である。創業当初はパッケージ・ツアー向けにランドサービスを主に欧州デスティネーションで提供する所謂DMC事業者であった。しかしながらその後デビット・ババイ氏による業務のデジタルライゼーションと個人旅行への取組みをいち早く行ったことから、F I T市場向けの各種サービスの提供が強みのインバウンド事業者と業界では認識されていた。2010年当時のガリバー・トラベル社の売上は1887百万米ドル、EBITDAは84百万米ドルであり、27,000ものサプライヤーと契約しB2B及びB2Cオンラインを活用して供給するビジネスモデルで、その取り扱いはいเดียリーベースで7,000を超える予約があり、2010年はホテルの販売数は1200万室に達した。

図37 ガリバー・トラベル社の業績推移



出典：KUONI(2011) *Investors Presentation Full Year Result 2010, Zurich*, p.42 から抜粋した。

## (2) 出資概要

クオニ社がトラベルポート社からガリバー・トラベル社 (Gullivers Travel Associates) を、705百万米ドルで買収することを2011年3月7日に発表した。合意した企業価値はEBITDAマルチプルで8.4倍、想定されるシナジー25百万スイスフランを考慮すると6.4倍であった<sup>90</sup>。

英国に本社を置くトラベルポート社は、トラベルコマース・プラットフォーム・プロバイダーであり、世界の旅行・観光産業に対して流通、テクノロジー、モバイル、決済等のソリューションの提供をコア事業とし、中でも特に強みを有する分野は航空券の供給でありトラベルコマース・プラットフォームによるテクノロジーサービスの提供を得意としていた。此の様な背景から、製品拡張型戦略の一環として航空券のみならずホテル客室の提供を試みガリバー・トラベル社の買収を実施したが、ガリバー・トラベル社の持つF I T向けオンライ

<sup>90</sup> KUONI(2011) *Investors Presentation Full Year Result 2010, Zurich*, p36



ン事業がクオニ社の成長戦略に合致することと、トラベルポート社は本業に注力したいとの考えがあり、両社の思惑が一致したのである。

(3) ガリバー・トラベル社買収の背景にある事業戦略

ガリバー・トラベル買収の背景にある戦略は大きく 2 つあった。一つは市場の F I T 化への対応。他方成熟化するグループ向け DMC 事業の効率化であった。2011 年 F I T 化によるトレンドの変化が顕著となった。オンラインによる旅行販売の台頭であり、顧客である旅行企業に対してオンラインで F I T 向け素材を提供する必要に迫られていたのである。クオニ社は自前でのオンライン展開を強力に推進していたが、オフライン文化が色濃く残るクオニ社の変革は難しく、そこで注目したのがガリバー・トラベル社であった。ガリバー・トラベル社は特に F I T を得意とし、オンラインでの流通を強みとする点を評価したうえで、DMC 事業に強いクオニ社の事業と補完的な関係にあると分析したのである。自前で適切なサービスを提供できなかったことに起因していることからビジネスモデルを固める為の垂直型戦略にも見えるが、同様のビジネスモデルにおいて規模を拡大する水平型戦略に基づく一連の M&A の序章と解釈することもできる。

そして既存の事業分野であるグループ向け DMC 事業が成熟化したことにより、両社統合による市場シェアの拡大と重複部門排除による効率化によりシナジーを創出することも目的とした。グループ向け DMC 事業における両社の規模は拮抗しており、市場・提供商品・サービスも類似していたことから、水平型戦略に基づく M&A であったとも言える。つまりガリバー・トラベル社買収はインバウンド事業における複数の課題を解決すべく取組みであったと筆者は考えるのである。

図 38 クオニ社インバウンド事業とガリバー・トラベル社統合イメージ

	 <small>Destination Management</small>		 <small>Destination Management</small> + 
Turnover / TTV (CHF)	~1 billion <sup>(1)</sup>	~2 billion <sup>(2)</sup>	~3 billion <sup>(3)</sup>
Online FIT	✓	✓✓✓	✓✓✓
Specialist DMC <sup>(4)</sup>	✓✓✓	✓	✓✓✓
Groups	✓✓	✓✓	✓✓✓
MICE <sup>(5)</sup>	✓	(✓)	✓
Geographic coverage	✓✓	✓✓	✓✓✓

出典：KUONI(2011) *Investors Presentation Full Year Result 2010, Zurich*, p.43 から抜粋した。

(4) 両者統合によるシナジー創出

前述のとおりガリバー・トラベル社はF I T向けオンライン事業のみならずグループ向けDMC事業によるサービスも提供しており、F I T、グループ及びオンライン・オフラインなどの補完関係にあるだけでなく、重複している分野も存在したことから、一定数の重複機能の解消による経費削減等のシナジー効果が期待できるとした。特にオペレーションや営業分野における重複機能の効率化、規模の拡大による仕入力の向上などに注目した。更にガリバー・トラベル社は欧州のみならずアジア太平洋地域や中東、北米でも存在感を持つ点を評価し、地理的にも補完関係にあると考えたのである。この他、業務や営業、オペレーションの効率化、事務作業の統合、規模の拡大による仕入れ力の向上、イールドマネージメントの導入などを見込み、2014年までに25百万スイスフランの統合効果を予測した。一方で組織の再編やIT投資、マネージメントコストなどで2013年までに20百万スイスフランの投資を見込んだのである<sup>91</sup>。実際2012年のクオニ社のIRレポートを確認すると、EBITAベースで前年比123.7%と大きく改善している。その主たる要因はグループ向けDMC事業における192.2%の増加であるが、F I T向けオンライン事業においてIT投資を実施していることを鑑みると、M&A直後の進捗は良好であったと考えられる。

表28 クオニ社とガリバー・トラベル社統合によるシナジー効果

百万スイスフラン	Reported			Pro forma	
	FY12	FY11	FY12 vs 11	FY11	FY12 vs 11
Turnover	2,554	1,844	138.5%	2,316	110.3%
- Group Travel	964	789	122.2%	919	104.9%
- FIT	1,590	1,070	148.6%	1,413	112.5%
EBITA	78.4	62.1	126.2%	63.4	123.7%
- Group Travel	22.1	19.0	116.3%	11.5	192.2%
- FIT	61.6	63.3	97.3%	72.1	85.4%
- Integration cost	-5.3	-20.2	26.2%	-20.2	26.2%

出典：KUONI(2013) *FY2012 Result IR Presentation, Zurich*, p.14 を参考に筆者が作成した。

<sup>91</sup> トラベルビジョン 2011年3月8日 クオニ、ガリバーズ・トラベルを買収へオンラインなどの補完性強化から抜粋

## 第6節 ガリバー・トラベル社買収後のPMI

### 1. 組織統合

組織統合はF I T向けオンライン事業とグループ向けDMC事業を別々に実施した。F I T向けオンライン事業においては規模の格差が大きかったため、規模の大きいガリバー・トラベル社にクオニ社の事業を吸収させる方式を採用した。特に予約手配などを行うオペレーションシステムについては、ガリバー・トラベル社はF I T向けオンライン事業とグループ向けDMC事業共に共通のプラットフォームを活用していたことから、ガリバー・トラベル社のオペレーションシステムを両者の共通プラットフォームとした。

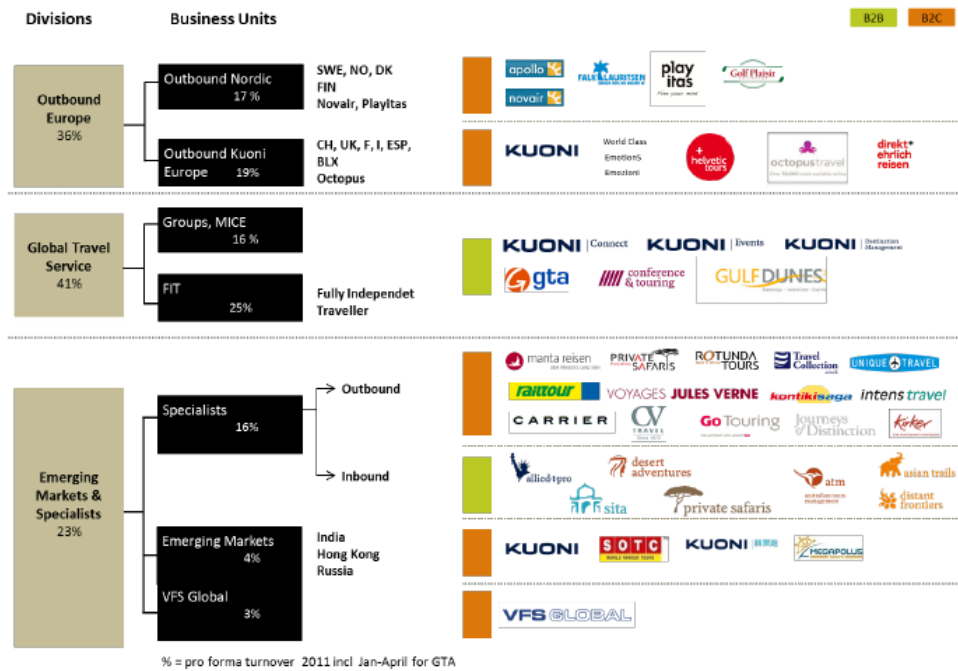
次に組織であるが、仕入れ・手配など主にバックヤードの業務を手掛ける欧州の組織を中心に統合を進めた。当該部分については両社の強み弱みを保管する形で進められた。具体的にはクオニ社の発祥の地において仕入れ等で圧倒的な強みを有するスイスはクオニ社を基盤としたことや、ガリバー・トラベル社の本社機能があったロンドンについてはガリバー・トラベル社を基盤とするなどの取組みである。

その後欧州側の組織再編が落ち着いた段階で営業側、具体的にはアジアの拠点の再編を行った。具体的には2013年1月1日から日本市場においてはクオニ・ジャパン社とガリバー・トラベル・ジャパン社の統合を行い、新社名としてクオニ・ジャパン社として新たなスタートを切ったのである。

### 2. ブランド戦略

2011年5月のクオニ社によるガリバー・トラベル社買収後、グローバル規模のB2B事業者としての立ち位置を明確にし、その上で事業に基づくブランドの整理を行った。具体的にはグループ向けDMC事業を『KUONI TRAVEL EXPERT』、F I T向けオンライン事業を『GTA』ブランドとして整理したのである。これによって旧クオニ社、ガリバー・トラベル社との垣根を排除し、事業部門により組織及びブランドを区分したのである。

図 39 2012 年 3 月の事業別ブランド一覧

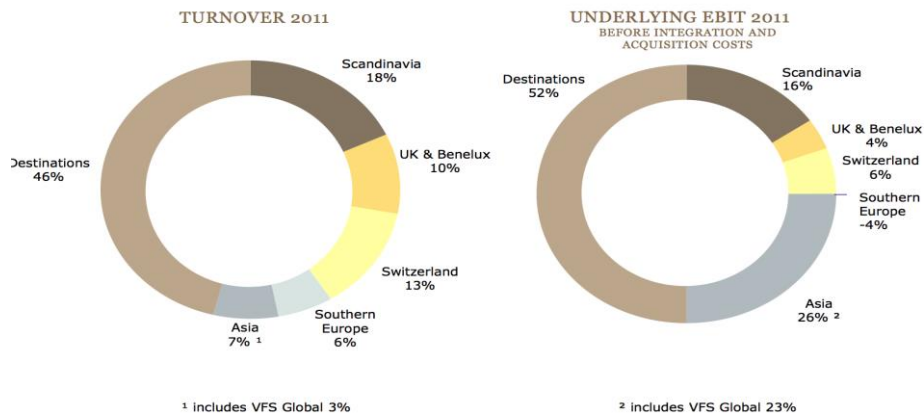


出典：KUONI(2012) *FY2011 Result Presentation, Zurich* p.33 から抜粋した。

### 3. ガリバー・トラベル社買収後の事業ポートフォリオ

ガリバー・トラベル社買収後、売上規模においてインバウンド事業がアウトバウンド事業に肉薄し、EBIT においてインバウンド事業の割合が 52%となり、アウトバウンドを上回ったのである。これを機にクオニ社はライトアセット戦略を旅行産業にサービスを提供するサービスプロバイダーと定義づけ、よりインバウンド事業に特化した成長戦略を描くのである。

図 40 2011 年時点の売上・EBIT の事業別ポートフォリオ



出典：KUONI(2012) *FY2011 Result Presentation, Zurich* p.15 から抜粋した。

## 小 括

2008年から2013年までの6年間、欧州旅行産業におけるキーワードは環境の不確実性、消費者ニーズの変化に伴うM&Aの変化であった。環境の不確実性とは2009年のリーマンショックによる経済環境の変化であり、堅調に拡大していた世界経済が突如水を差され、一点集中のビジネスモデルのリスクが認識されたのである。次に消費者ニーズの変化とは、画一化されたライフスタイルから決別し、個々のアイデンティティーに基づく行動が顕著化したことによる消費者行動の変化である。これらの変化により画一的な商品を効率的に提供するビジネスモデルに依存することへの危機感が高まった。この結果、旅行産業におけるM&Aも規模の経済性を追求した大規模な水平型M&A戦略から、幅広い顧客ニーズに対応すべく、製品拡張型M&A戦略に変化したのである。前章の小括では補助的なM&Aと表現したが、実際異なる戦略に基づきM&Aを実施したのが正当であった。

2008年以降も実際多くのM&Aが旅行産業では実施された。大型買収後のPMI期間であるにも関わらず、製品拡張型M&A戦略の一環としてスペシャリスト事業分野でのM&Aを矢継ぎ早に進めるTUI社。新興国の進出やインバウンド事業の強化など、ライトアセット戦略を進めるクオニ社。この特徴は、製品拡張型戦略、市場拡大型戦略に基づくものであり、迅速なマルチプルM&Aの実行により旅行産業における一大グループを形成したのである。戦略は異なるが、共に積極的にM&Aを実施したことや、単発のM&Aで目的を果たすのではなく、複数のM&Aを実行することで目的を果たすマルチプルM&Aを実施した点でも共通していた。

図 41 2008年以降積極的にM&Aを実施した事業分野



PMIに集中

積極的にM & Aを実施

出典：TUIAG(2007)TUIAG Investors Presentation, p.7 から筆者が抜粋のうえ加筆した。

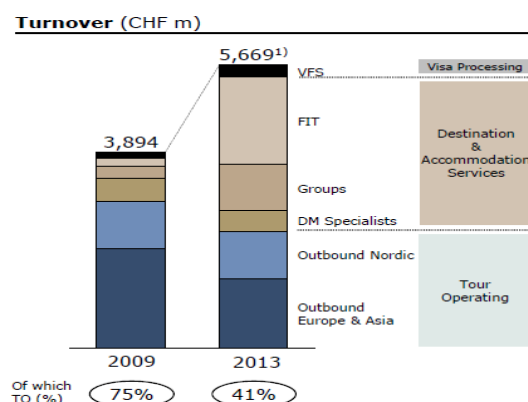
TUI社は同時に大型M&A後のPMIを実施した。TUI社の統合の特徴は、経営・ブランドの統合は実施せず、最低限の組織を統合する事で初期的なシナジー効果を確実に確保したことである。旅行産業が人に支えられていることや、旅行商品などのサービスは目に見えないものであり、ブラン

ドが顧客の購買決定に与える影響が極めて大きい事を熟知した上での、賢明な手法であった。

これに加えコア事業であるツーリズム事業に集中するために、ノンコア事業であるコンテナ部門の売却も躊躇なく行った。ハパロイド社のコンテナ部門については、世界5位の規模に達していた。しかしながら、ツーリズム事業をコア事業に据える以上コンテナ事業はノンコア事業であることや、コンテナ業界においても将来合従連衡が進むと考えられており、規模の拡大・維持を目指すためには、更なる投資が必要であった。についてはコンテナ事業についてもダイベストメントの意思決定を下したのである。

クオニ社も同様に積極的にM&Aを実施した。市場拡大型戦略としての中国市場への進出や、製品拡張型戦略に基づくスペシャリスト商品市場への進出などもあったが、特筆すべきはインバウンド事業におけるFIT向けソリューションの製品拡張型戦略と、グループ向けソリューションとしての水平型戦略としての意味を併せ持つガリバー・トラベル社の買収であった。これによりアウトバウンド事業に依存していた事業ポートフォリオが、デスティネーションに立脚したインバウンド事業の比率が高まった。

図 42 2009年～13年までの事業ポートフォリオの変化



出典：KUONI(2014) *Full-Year Result 2013, Zurich*, p.32 から抜粋した。

またインバウンド事業においては、クオニ社はその大半をアジア市場における団体旅行向けのサービスもしくは欧州市場向けの個人旅行向けサービスの提供をオフラインで行っていたが、ガリバー・トラベル社が有するFIT市場向けオンラインシステムの獲得により、オンライン・オフライン、そして団体旅行・個人旅行のバランスの適正化が実現したのである。更には当初目論んでいた統合によるシナジーもしっかりと実現した。特にオフライン事業における重複分野が大きかった為、統合により重複を解消することによりシナジーを実現したのである。下記のとおり買収直後の2011年から2013年の実績を比較すると売上伸率が117%にも関わらず、EBITAの伸率が400%であることも統合により重複分野が解消された事による経営効率化が図られた事が読み取れるのである。一連の積極的なM&Aにおいて事業構造が大きく変化し、また当初から戦略として掲げていたライト・アセットな旅行企業群が完成したのである。

表 29 クオニ社とガリバー・トラベル統合によるシナジー効果

単位:百万CHF	2013	2011	増減
Turnove	2745	2332	117.7%
Group	943	919	102.6%
FIT	1802	1413	127.5%
EBITA	96	24	400.0%
Group	23	12	191.7%
FIT	73	12	608.3%

出典：クオニ社 FT2011 と 2013 の Result Presentation から実績を筆者が抜粋し比較表を作成

## 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～

#### はじめに

1999年から2014年までの間両社は被買収会社による実行分も含めて200件程度のM&Aを実施した。TU I社は大型M&A後のPMIと経営戦略を補完する小型M&Aが実行され、垂直統合型ツアー・オペレーター事業モデルを完成させた。クオニ社もインバウンド事業において世界のデスティネーションを網羅し、デスティネーションのサービスをオン・オフラインで共有できる能力を確保した。

しかしながら市場環境も大きく変化した。ITの進展による情報の非対称性の消失や、OTA(Online Travel Agent)とLCC(Low Cost Carrier)の台頭と競争の激化である。LCCは従来都市間移動を主に担っていたが、リゾートエリアへの就航を活発化させ、OTAは個人による海外ホテル手配の心理的障壁を破壊した。より分かりやすいサイト構成、予約のみならずキャンセル等変更の容易化が、消費者を個人旅行に駆り立てた。これらの現象が相俟って、ツアー・オペレーターが存亡の危機に直面したのである。

このような環境下、TU I社は垂直統合型ツアー・オペレーター事業モデルの更なる進化を目指し、PMIの総仕上げとしてのTU I社とTU Iトラベル社の統合を2014年6月に発表した。ノンコア事業の売却によるメインストリーム事業への集中を決定したのである。同様にクオニ社のアウトバウンド事業も苦境に陥った。大型プレイヤーであるTU I社とニッチプレイヤーである専門業者との狭間でクオニ社の特色が十分市場に理解されなかった。その結果クオニ社は、自前でのアウトバウンド事業の改善は困難と判断しアウトバウンド事業売却を発表したのである。

その後もクオニ社は大胆な意思決定をすることとなる。プライベート・エクイティであるEQT社の提案を受入、非上場化を決断した。表向きには長期ビジョンに基づく経営の実現の為に短期的利益に対するプレッシャーが極めて強い上場会社で成長戦略を描くのは困難であり、非上場化が好ましいとの理由である。実際上場会社では株主の圧力により近視眼的な経営課題に注目しがちであり、非上場会社においては株主の理解が得られた場合長期戦略に基づく経営が可能となることは事実である。しかしながら、今回の判断は単に長期的視野に立って経営を行うだけでなく、業界再編を円滑に行うための布石であったことは、筆者が知る限り業界内での周知の事実であった。第5章ではTU I社とクオニ社の最新状況を分析し、今後の旅行産業の動向を予測したい。



## 第1節 TUI社によるPMIの総括 《TUI社とTUIトラベル社の統合》

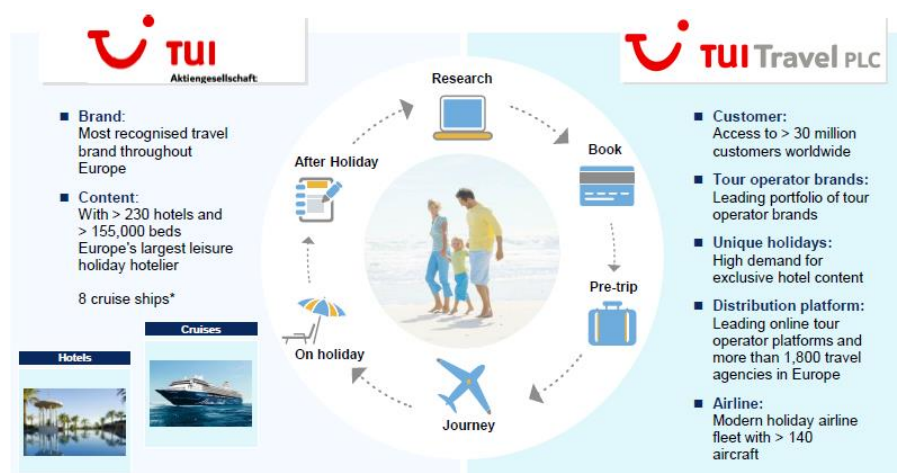
### 1. 新たなコンペティターとの戦い

#### (1) 環境変化と戦略

欧州旅行市場の成熟化、旅行ニーズの多様化、ITの進展による情報の非対称性の解消そしてLCC及びOTAによるFIT化の加速等、市場環境が緩やかに変化した。特に競争環境の激変が大きい。過去においての競合相手はマイ・トラベルや地域のツアー・オペレーターであったが、現在では業態間競争が激化し、その競合相手は完全にLCCとOTAに変化したのである。

この環境変化に基づきTUI社は新たに出現した競合相手との差別化策を、顧客の旅行商品に関する消費購買行動に基づき整理した。顧客の消費購買行動は旅行前、旅行中、旅行後に分類できる。旅行前の行動は、①旅行目的地選択に関わる調査、②目的地に出向き快適に過ごす為の手法の調査、そして③旅行商品の予約を実行する流れである。予約後も旅行者は旅行目的地の調査を進め、目的地での過ごし方を検討する。出発後つまり旅行中は旅行企業のサービスを享受するだけでなく、引き続き目的地での過ごし方を検討し、場合によっては旅行企業にアドバイスを求めるのである。ここでの体験が旅行自体の印象を左右する重要な要素となる。そして旅行後に、旅行者は旅行終了後に旅行自体の総括を行い、次の旅行商品選択の糧とするのが一般的なアプローチである。

図43 顧客の旅行に伴う行動とTUI社とTUIトラベル社統合による貢献

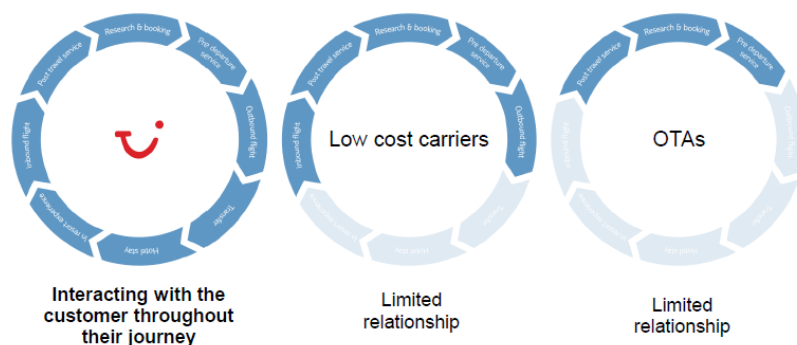


出典：TUI(2014) *The World number one integrated leisure tourism business*, Hanove, p.4 から筆者が抜粋した。

以上が旅行者の消費購買行動であり、TUI社はいかにこの旅行前、旅行中、旅行後の顧客行動に関与することが出来るかを検討したのである。幸いにもTUI社には認知度の高いブランド及び全世界で3000万人にアクセスしている販売チャネルがある。これこそが顧客が旅行前

調査段階でTUI社をその手段として選択する最大の機会であり有効活用すべきと考えた。また次の旅行を決定するにあたり、極めて重要な時期が旅中である。旅中は旅行商品の満足度を高めるだけでなく、次の購買につなげる最も大事なタイミングであり、旅中で次の旅行が成約するかが決まっているといっても過言ではない。まさにこの時期に顧客にコンタクトできるのが、TUI社が有する航空機・クルーズ船・ホテル、そしてインバウンド事業に従事するスタッフであった。このような状況からTUI社は旅前・旅中・旅後の顧客との接点がLCCやOTAとの差別化要因であると定義し、垂直統合型モデルの強化による価値創出策を打ち出したのである。

図44 End to End Customer Experience によるコンペティターとの比較



出典：TUI(2014) *The World number one integrated leisure tourism business*, Hanove, p.9 から筆者が抜粋した。

## (2) ノンコア事業の売却とコア事業への再投資

取り組みは非常にシンプルであった。ビジネスモデルのコアとなるツアー・オペレーター部門を中心に、より強固な垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの実現である。TUI社がグループ内に要する営業フロントにあたるトラベル・エージェントとツアー・オペレーター部門との一体となったマーケティング活動の強化。更には航空機及びホテル等をツアー・オペレーター部門目線でコンテンツと定義づけ、他社には真似の出来ないコンテンツをバリューチェーン内に組み込み、OTAやLCCでは実現できないモデルの完成を目指したのである。

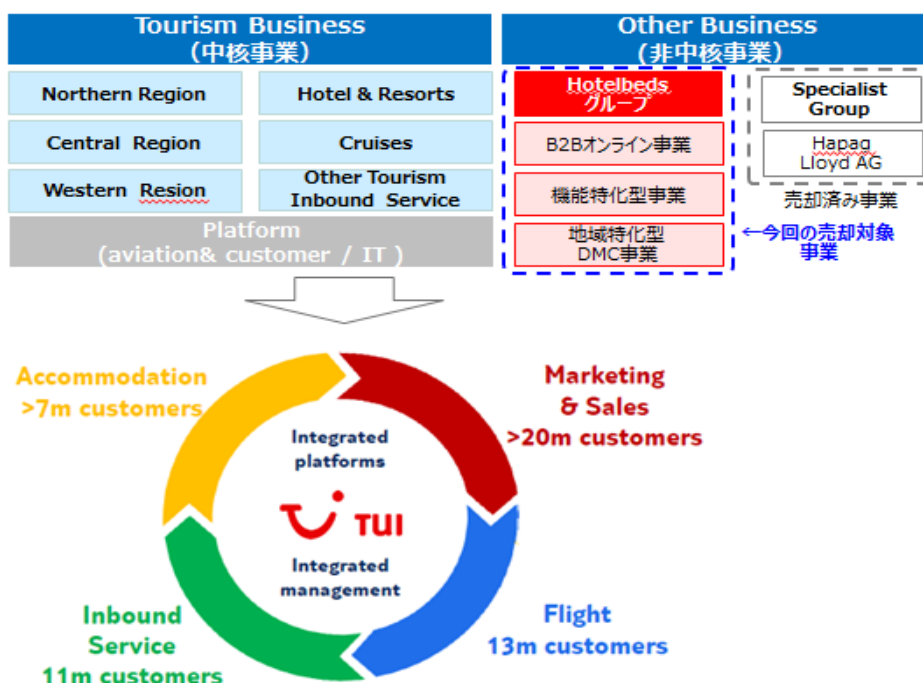
さらに戦略資金の効率的分配の観点から、戦略的取り組みとオペレーション的取り組みとに分類し、戦略的取り組みにはTUI社しか利用できないエクスクルーシブなコンテンツの確保、商品を販売するためのデジタルプラットフォームの充実を掲げ、トップラインつまり売上げの拡大を目指す。一方でオペレーション的取り組みについては、TUIブランドの最大限の活用、コストの削減、ノンコア事業の最大限の価値向上を掲げたのである。

具体的には、唯一無二のコンテンツ、ここではホテルやクルーズ船などを指し、これらを有する事でLCCやOTAとの決定的な差別化を検討した。特にコンテンツとなるホテル・クルーズ船の獲得には資金が必要となる事から、あえてこのタイミングでコア事業とノンコア事業に分類し、利益を安定的に計上するノンコア事業の売却を決断したのである。同社は過去から、

市場環境にあわせた事業の集中と選択により買収と売却を繰り返しており、今回の売却もこれまでの手法を踏襲したものである。まさにダイベスタメントを加えたM&A&D戦略の実行である。

ノンコア事業はB2B オンライン事業とインバウンド事業を営むホテルベッズグループと、専門特化した旅行企業の集合体であるスペシャリスト・グループであった。ホテルベッズグループにおいては、地中海エリアのインバウンド事業をコア事業に移管した上でそれ以外を売却対象とし、スペシャリスト・グループについても過去5年間で多くの買収を進めた企業群をまとめて売却を決断したのである。

図45 TUI社のコア事業とノンコア事業概要



出典：TUI(2014) *The World number one integrated leisure tourism business*, Hanove. から抜粋し筆者が加筆した。

## 2. 統合計画

### (1) 統合計画概要

前述のとおり両社の有する事業を中核事業と非中核事業に分類し、中核事業に経営資源を集中し非中核事業を切り離すことで、世界No. 1の垂直統合型レジャー事業及び企業価値の最大化を目指した。具体的にはドイツのTUI社及び英国のTUIトラベル社傘下にある事業を、図表のとおり整理すると共に、その経営をTUI社及びTUIトラベル社CEOが共同CEOとして執行する体制としたのである。

図 46 合併前後の組織変化



出典：TUI(2014)*The World number one integrated leisure tourism business*,Hanove.から抜粋し、筆者が加筆した。

(2) 統合効果

TUI社は統合による顧客への価値向上だけでなく、統合によってもたらされるシナジーを、統合によるコストシナジー、税金メリット、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの経営効率の向上、そしてデスティネーションでの受け事業であるインバウンド事業での恩恵によるシナジーが創出できると整理した。

統合による効果は本社部門の統一など重複機能を整理することや、現在ロンドン・フランクフルトの2市場で上場しているなどの無駄を排除することで、45百万ユーロのコスト削減を見込んだ。更に固定資産として自らが所有する航空機材、船舶、ホテル等の稼働率が向上し運営効率が高まることによる効果を重視した。ホテルを例にとると2013年現在80%程度である客室稼働率が1%向上すると6百万ユーロ程度EBITAに貢献できるのである。更にインバウンド事業部門を垂直統合化しグループ全社で有効活用することで、少なくとも20百万ユーロの効果を目論んだのである。また税金効果も見逃せない。税効果会計を活用することで35百万ユーロの効果を見込んだ。

図 47 統合によってもたらされるシナジー概要

百万ユーロ	Synergy potential
Corporate streamlining	At least 45M
Cash tax benefits	35M(based on FY13)
Increased occupancy from vertical integration	6M by 1% point equivalent
Inbound Services cost saving	At least 20M

出典：TUI(2014)*The World number one integrated leisure tourism business*,Hanove.

p.15を参考に筆者が作成した。

### (3) 統合に伴う経営統合と人事

TUI社とTUIトラベル社の組織統合に伴い、経営統合についても着手した。TUI社及びTUIトラベル社同様二層式のガバナンス体制を踏襲し、経営を監督するスーパーバイザリーボードと経営を執行するエグゼクティブボードによる経営体制とした。特筆すべき点はエグゼクティブボードにおけるCEOポストである。統合当初はTUI社とTUIトラベル社のCEOが共同CEOとなりTUI社の経営執行に責任を負う体制とし、統合後1年を経過した後にフレデリック・ヨハンセン氏が単独でCEOとなる計画としたのである。その後TUIトラベル社出身のロン氏はスーパーバイザリーボードの会長となり新生TUI社の経営執行を監督する立場に据えることで、TUIトラベル社が吸収され、ドイツのTUI社主導で物事が進み、英国が軽視されるのではとの不安を払拭したのである。いかにもTUI社らしい配慮の行き届いた経営統合であった。

図 48 統合に伴う経営陣の配置



出典：TUI(2014) *The World number one integrated leisure tourism business*, Hanove. の p. 31 を参考に筆者が作成した。

## 3. ブランド戦略

### (1) 新たなブランド戦略

TUI社及びTUIトラベル社の統合準備が整った2015年5月、TUI社はPMIフェーズ最後の取組みとして、『TUI』ブランドのグローバルスケールでの認知度向上と、ブランド価値向上による利益獲得を目指して将来のブランドの統合を発表した。TUI社は前述のとおり買収した会社のブランドを引続き利用していた。それは旅行業においてのブランドは顧客が商品を選ぶ際に極めて重要な要素であり、そのブランドは顧客の過去の体験に起因する部分が多く、有効活用することが得策と考えていた。その結果各国、各分野で様々なブランドを活用するマルチブランド戦略を推

進し、部分的な最適を追求しその結果全体の最適に繋がっているとの考えであった。

これに加えブランド統合を後押しした要因として市場の環境変化もあった。まさに急速なデジタル化である。店頭販売中心で各国で事業が完結していた時代には、地域のルーツを優先した取組みが奏功したが、デジタルプラットフォームを活用したマーケティングが重要視される局面において、ブランド統一の方針を打ち出したのである。さらにブランド統一はコスト削減に大きく寄与する。特にマーケティングコストの削減に直結する訳であるが、ローカルで各々が実施していたことを、グローバルレベルでワンブランドでマーケティング活動を実施することによるスケールメリットと効率性が実現できるとの考えであった。

図49 TUI社の新ブランド



出典：TUI Group(2015) *Presentation Financial Year 2014/15 Results*. p.36から抜粋した。

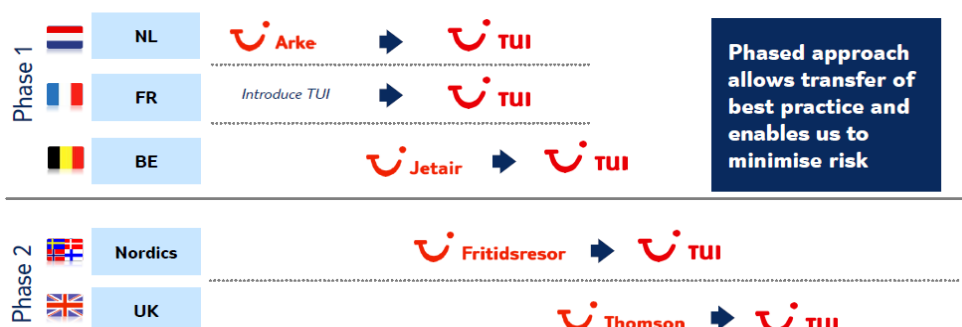
## (2) ブランド統合の手順

### ① 統合計画

TUI社はブランド統合プロセスを2段階で進めることとした。具体的にはまずはオランダ・フランス・ベルギーにて統合を進め、その後スカンジナビア各国及び英国で実施する手順である。オランダ・ベルギーにおいては既にローカルブランドにスマイルマークを冠したブランドロゴを露出させているが、フランス市場においてはローカルブランドを重視した取組みであり、スマイルロゴも初めての露出となることから、極めて慎重に統合を実施したのである。

この背景にはブランド統合による売上の影響を見極めたいとの思いがある。前述のとおり目に見えないサービスが商品である旅行商品において、商品販売上ブランドは極めて重要な要素であり、ブランド統合による影響を正確に見極めた上で、最大市場における英国でのブランド統合まで進める計画であった。いかにもTUI社らしい慎重な取組みであった。

図50 TUI社のブランド統合計画

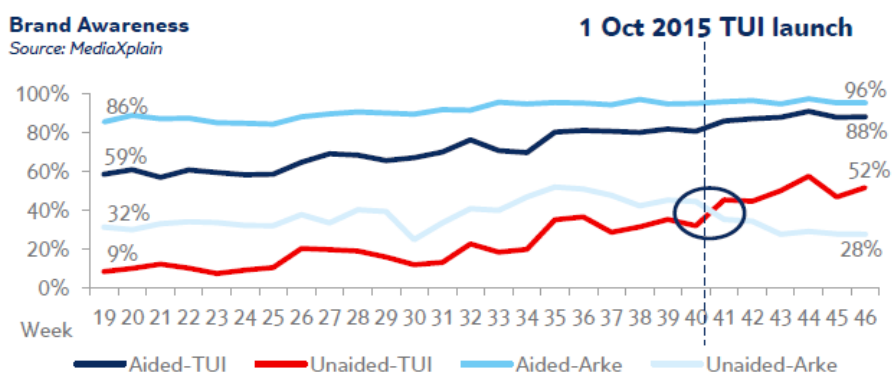


出典：TUI Group(2015) *TUI Group Capital Markets Update*, p.14から抜粋した。

② オランダでの取組み結果

オランダ市場では過去に買収した企業が冠していた『Arke』ブランドを活用していたが、ブランド統合計画に基づき2015年10月1日から『TUI』ブランドに変更した。以下のブランド認知度調査によるとブランド変更後15日で『TUI』ブランドが『Arke』ブランドの認知度を超え、グーグルの検索数においても同様の状態となった。そして最大の懸案事項である予約件数においても同時期比で7%プラスとなったことから、オランダでのブランド統合取り組みは成功であると判断し、フェーズ2に進めたのである。

図51 オランダでのブランド認知度



出典：TUI Group(2015) *Presentation Financial Year 2014/15 Results*, p.38から抜粋した。

(3) 旅行商品以外のブランドについて

TUI社は同様にエアライン事業においてもブランド統合を進めた。実際『TUI fly』『Thomsonfly』『Arkefly』『Jetairfly』『TUIfly Nordic』などのブランドを活用していたが、これらを『TUI』ブランドに統一することで、2018年までに約50Mユーロの利益貢献を目指したのである。

## 第2節 クオニ社によるインバウンド事業への特化とアウトバウンド事業売却

前述のとおり 2008 年当時のクオニ社の基本戦略は、4 事業領域に基づき策定されていた。欧州発短距離市場向けホリデー・パッケージ商品事業、欧州発長距離及びスペシャリスト商品市場、インド・ロシア・中国等発の新興国市場、及びインバウンド事業である。特にクオニ社は、欧州発市場においては市場ニーズの多様化に応えるべく希少サービスの提供、欧州外市場特に成長著しい新興市場への進出、更に歴史あるインバウンド事業の強化を明確に打ち出したのである。

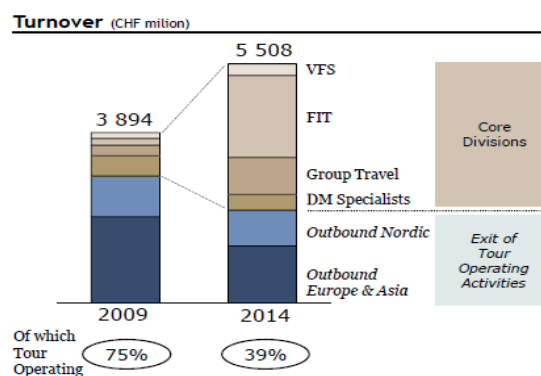
そして 2014 年、その戦略を大きく見直すこととなった。1 月 14 日にコア事業であるインバウンド事業に特化することを目的に、ノンコア事業であるアウトバウンド事業を売却することを発表したのである。これによりクオニ社は世界の旅行会社及び政府に対してサービスを提供するサービスプロバイダーを目指すことを宣言した。

### 1. 売却対象となったアウトバウンド事業

クオニ社は、アウトバウンド事業をノンコア事業と位置づけ、アウトバウンド事業は新しいオーナーシップによって運営されたほうがより成長すると判断し 2015 年中にも売却先を模索したいと発表した。売却対象会社は、スイス・英国・ベネルクス・香港・インド・スカンジナビア地域でアウトバウンド事業を営む会社である。

図 63 のとおり 2009 年と比較しクオニ社全体に占めるアウトバウンド事業の割合は 75%から 35%に低下すると共に売上自体も 3,126 百万スイスフランから 2,187 百万スイスフランへと約 30%減少していた。個別市場を見るとスカンジナビア地域では一部垂直統合型ツアー・オペレーターモデルを構築しボリュームゾーンである短距離ホリデー市場の取り組みを行っていたが、熾烈な競争により売上高が減少傾向にあり、実際前年比 9%減少していた。一方で英国、スイス、ベネルクス、香港においては、主に富裕層に絞込み事業は堅調であった。このような状況から早期の売却が適当であるとの判断に至ったと筆者は考えるのである。

図 52 2009 年から 2014 年迄の事業ポートフォリオの変化と売却事業



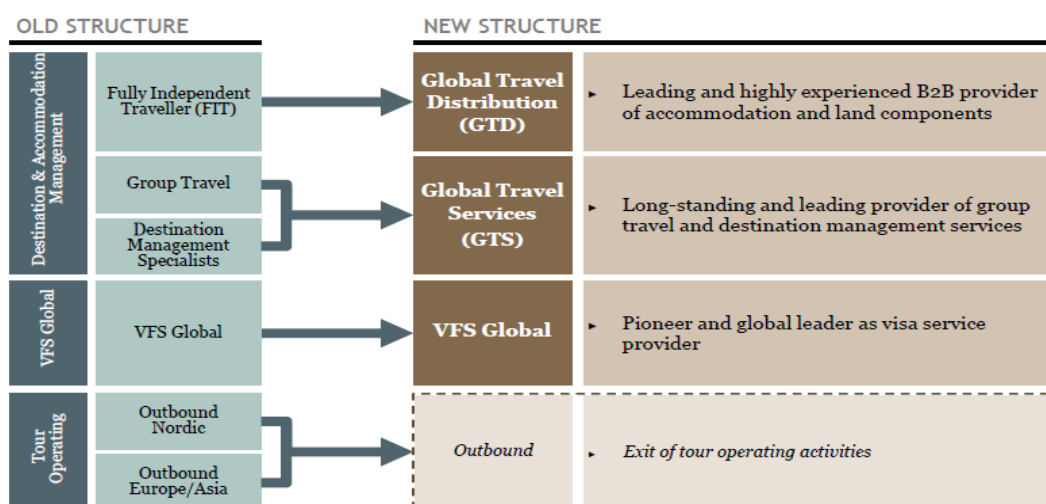
出典：KUONI(2015) *Full-Year Result 2014, Zurich*, p.4 から抜粋した。



## 2. コア事業としてのインバウンド事業

クオニ社全体の売上の約6割を占め約8,000人の従業員を有するインバウンド事業に専念することにより、成長市場における競争優位を構築する。インバウンド事業においては、グループ向けDMC事業部門とデスティネーション・マネージメント・スペシャリスト事業部門が、欧州とその他地域とデスティネーションこそ違えど、旅行事業者を相手にデスティネーションにおけるサービスを提供するビジネスモデル自体は酷似しているため統合し、以下の3分野に再分類したのである。

図 53 クオニ社のアウトバウンド事業売却と新組織



KUONI(2015) *Full-Year Result 2014, Zurich*, p.5 から抜粋した。

### (1) Global Travel Distribution (FIT向けオンライン事業)

FIT向けオンライン事業は、日本を除くアジアでは10%を越える成長を維持しており、中国、韓国、台湾、タイ、インドネシア等の高成長を維持する市場におけるオンラインおよびオフラインの旅行事業者に対して、サービスが提供できる新しいオンライン販売システムの開発と顧客の開拓を中心に実施する。

### (2) Global Travel Services (グループ向けDMC事業+MICE等特殊サービス提供)

従来のグループ向けDMC事業については、旅行形態としてはFIT化の中で漸減傾向であることは否めないが、実際アジア市場からの海外旅行者が急激に増加していること、最初の海外旅行は団体旅行であることが多いため引き続き拡大すると認識されていた。したがって拡大するビジネスを獲得するために、アジアを中心とした新興国での販売拠点の強化策を打ち出した。また業務効率化促進にむけたIT基盤の強化およびデジタル化も同時に推進することを発表した。

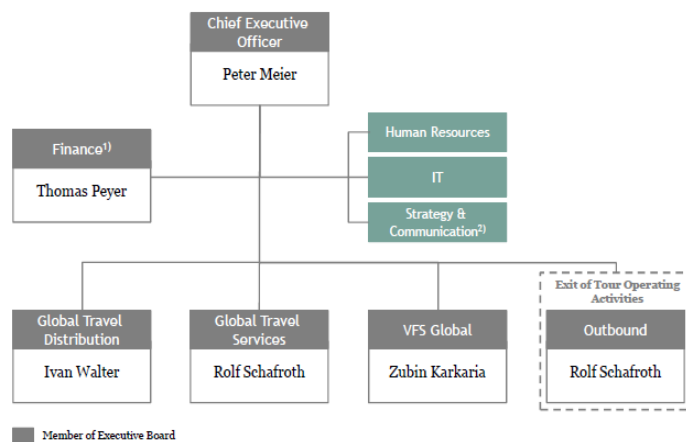
(3) VFS グローバル社（ビザ発給代行事業）

デジタル化された IT 技術および既存の 117 か国 1,400 センターを活用して、ビザ申請業務申請業務およびその周辺業務を拡大する。具体的にはビザ申請業務は大使館におけるビザ発給に伴う単純業務のアウトソーシング事業であるが、ビザ発給以外にも大使館における単純業務は多数あることから、アウトソーシングできる業務の洗い出しと、デジタル化による効率化を模索することで事業化を検討する。

3. 経営体制

経営体制については CEO の下 3 事業を経営する事業責任者を配置し、3 事業をそれぞれ独立した事業として管理した。また共通プラットフォームとして、CEO の下に財務をはじめとしたコーポレート機能をおき、ガバナンスを働かせたのである。

図 54 経営組織体制



KUONI(2015) *Full-Year Result 2014, Zurich*, p.36 から抜粋した。

### 第3節 クオニ社の非上場化とTUI社ノンコア事業との統合計画

2014年1月14日にコア事業であるインバウンド事業への特化を発表した後、アウトバウンド事業については、欧州域内の事業会社をドイツのレーヴェ社（REWE Group）に、インドと香港の事業会社をトーマス・クック・インディア社の株主である、カナダの投資会社フェアファックス社（Fairfax Financial Holding）に売却し<sup>92</sup>、クオニ社の構造改革は順調であるかに見えた。しかしながら2015年上半期の決算発表においては、燦々たる結果を発表する事になった。アウトバウンド事業会社売却に伴う期間損失と、インバウンド事業におけるIT投資の失敗に伴う営業外損失の計上であった。これによりクオニ社は本社等の売却を余儀なくされたのである。

折しもこのタイミングでTUI社によるノンコア事業の売却が実行されることとなった。インバウンド事業に強みを持つホテルベッツグループの売却である。ホテルベッツグループとクオニ社の事業領域が重複していることから、ホテルベッツグループに興味を持つプレイヤーによる、クオニ社へのアプローチが始まったのである。

#### 1. クオニ社によるEQT社からの出資受入

##### (1) 出資受入の背景

クオニ社はB2B事業への特化を発表したがターンアラウンドの道のりは険しく、早期黒字化の道を模索していた。折しもそのタイミングで非上場化による株主の短期黒字化の圧力を緩和すること、非上場化による間接部門の軽減、具体的には財務部門やIR部門が不必要となることから廃止する計画が魅力的に写った。そして将来はビザ発給代行業のVFS部門、FIT向けオンライン事業者のGTD部門、そしてグループ向けDMC事業を手がけるGTS部門をそれぞれ分離独立させることで新しく3つの会社として将来IPOするか売却する案をクオニ社の取締役会に対してTOB案を提案した。クオニ社の取締役会は提案内容を吟味した上で競争入札を実施し、最終的にEQT社の提案を受け入れる事を決定し株主総会に提案を行うに至った。

しかしながら市場関係者は、EQT社の思惑がホテルベッツ社と統合する事で市場における支配的ポジションを得て更なる成長を目指すことであることは見抜いており、暗黙の承知事項となっていた。ホテルベッツグループは、FIT向けオンライン事業を核とした、デステーションにおける商品・サービスを造成・販売する企業であり、10年以上二桁増の成長を示す優良企業であった。この優良企業に多くのプライベート・エクイティ・ファンドが興味を示した。理由は旅行産業が成長産業であること、確実にキャッシュを生み出しているビジネスでありレバレッジが効かせやすい投資であることが主因であった。ホテルベッツ社の売却はオークション形式となることが既に案内されており、そのオークションで有利なポジションを確保

<sup>92</sup> 2015年8月7日発表のKUONI GROUP(2015)KUONI GROUP INFORMATION, August 2015によると、クオニ香港とインドがカナダのフェアファックス社に売却されたことが発表されている。

すべく、EQT社がクオニ社買収することを先駆けて発表したのである<sup>93</sup>。

## (2) EQT社概要

EQT社は1994年に設立されたスウェーデンを本拠地とするプライベート・エクイティ・ファンドであり、ヨーロッパ、アジア、米国など14カ国に拠点を持ち、投資担当者数約150人を要する。彼らの投資スタンスは、250人を超える業界経験豊富なアドバイザーのネットワークを構築して、投資評価、投資後のバリューアップを積極的に行う事である<sup>94</sup>。投資エリアはヨーロッパ、東南アジア、中国などであり、基本的にはマジョリティ取得により、経営権を掌握し事業戦略を実行することで企業価値を高め社会に貢献する。

## (3) 買収ストラクチャー

前述のとおりクオニ社は、過去にもスイス航空やドイツ系の流通事業者により、過半の株式を保有された歴史を持つ。これらの教訓からクオニ社の現在の株主構成と決議スキームは歪なものとなっている。持ち分比率が3%を超えても議決権は最大3%に抑えられているのである。したがって、EQT社が株式を取得し実質的にクオニ社を支配する為には、クオニ財団の合意は必要不可欠であったことから、EQT社は財団を引き続き株主として残留することを認め、以下の権利を付与することで、財団からの合意を獲得したのである。

### ① 買収後の議決権構成

- EQT社；75%
- クオニ財団；25%

### ② 財団の保有する主要拒否権

- 100百万スイスフラン以上の事業買収及び売却
- 100百万スイスフラン以上の投資
- 50百万スイスフラン以上の資産譲渡
- 主要子会社の清算
- 第三者に対する『KUONI』トレードマークの売却、ライセンス

### ③ 出口戦略（イグジット）

- 買収後5年間はEQT社及びクオニ財団は株式を譲渡することを禁じる
- 買収後7年目からイグジットは可能
- イグジット手法としてはGTD部門及びVFS部門の個別再上場が望ましい
- 財団は5年目以降、EQT社は適切なプレミアムを財団に支払うことで前倒しイグジットをすることが可能

<sup>93</sup> Bloomberg(2016) *Kuoni Agrees to \$1.4 Billion Takeover Bid From EQT Partners*, February 2016

<sup>94</sup> EQT社ホームページから抜粋し筆者が纏めた。 (<http://www.eqtpartners.com/>)

- 両者とも” first refusal(先買権)” ” tag along(売却参加権)” ” drag alone(売却強制権)” の権利を保有

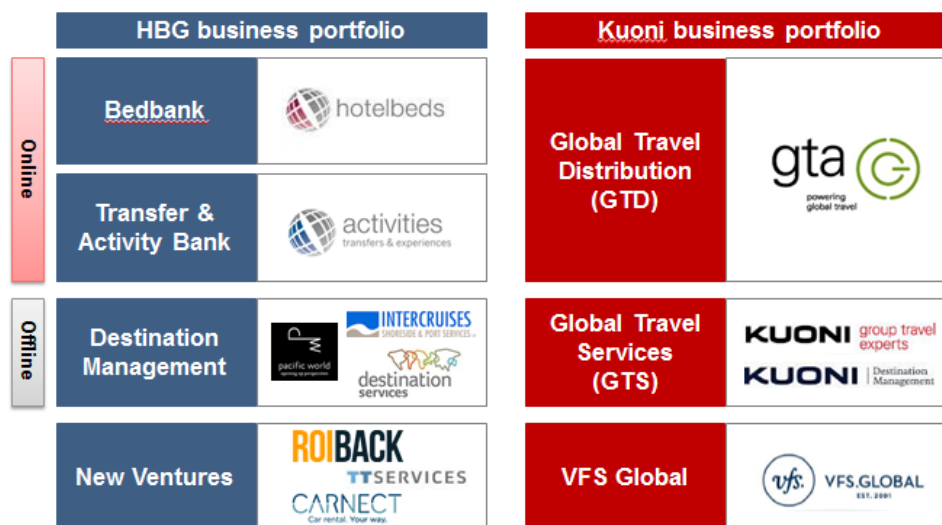
## 2. EQT社によるホテルベッツグループ買収計画

### (1) EQT社の企て

クオニ社を手中に納めたEQT社の思惑は、F I T向けオンライン事業において業界 1・2位の取扱を誇る両者を完全統合させることで、業界での支配的地位を確保するだけでなく、重複している部門を整理することによる経営効率の向上であることは業界内での共通認識であった。またビザ発給代行事業においても重複しており、完全統合する事でガバメント向けサービス提供の世界NO1企業を目指す考えを暖めていたのである<sup>95</sup>。

まさに水平型戦略に基づき規模の経済性を追求するだけでなく、重複部門の解消により大きなシナジーを実現させることができ、企業価値算定にあたってはそのシナジーを見込む事が出来る唯一のプレイヤーであるEQT社が圧倒的に有利であると、筆者も含めマーケットは想定していた。

図55 ホテルベッツグループとクオニ社の事業ポートフォリオ



出典：両社の会社情報を基に筆者が作成した。

### (2) ホテルベッツグループの売却オークション

前述のとおり成長分野における優良企業の売却であったことから、事業会社のみならず、ファイナンシャルプレイヤーであるプライベート・エクイティ・ファンドなど、多くの会社が参画した。その数が想定を上回った事から、当初は2段階で審査するオークションプロセスが、最初に書類審査が追加され、3段階に変更となったことから明らかである。

<sup>95</sup> FVW Medien GmbH(2016)M&A deals: EQT to create new European tourism group with Kuoni takeover;February2016によると、EQT社のクオニ社買収の究極の目的はホテルベッツグループの買収と統合であると予測している。また筆者の知る範囲では業界内の周知の事実となっていた。

此の様に過熱したオークションであったからこそ、番狂わせが起こった。EQT社が同じプライベート・エクイティ・ファンドのシンベン社（CINVEN）に敗れたのである<sup>96</sup>。シンベン社は過去に航空券販売ネットワーク会社であるアマデウス社の買収・売却で巨額の利益を手にしており、旅行産業における成長企業に強い興味を持っていた。シンベン社のホテルベッツグループ買収により、インバウンド事業における業界大再編の夢は潰えたこととなり、EQT社傘下のクオニ社とシンベン社傘下のホテルベッツグループが共に戦う構図となったのである。

---

<sup>96</sup> Inboundreport(2016) *Tui Agrees to Sell Hotelbeds to Cinven, Canada Pension Plan Investment Board*, April 2016  
によると、EQT社他複数者がホテルベッツグループ買収に名乗りを上げていたが、最終的にシンベン社が落札したとある。業界内ではEQT社がホテルベッツ社買収及びホテルベッツ社との統合を前提にクオニ社を買収していたことから、シンベン社によるホテルベッツグループ落札は驚きをもって捉えられていた。

## 第4節 プライベート・エクイティ・ファンドによる業界再編

2017年新たな衝撃が走った。クオニ社を買収したEQT社がF I T向けオンライン事業であるG T D事業の過半をホテルベッツ社に、グループ向けDMC事業のG T S事業の全てをJ T B社に売却することを発表したのである。2016年のEQT社によるクオニ社買収からわずか1年の出来事であり、プライベート・エクイティ・ファンドによる業界再編のスピード感とその大胆な実行力に圧倒されることとなった。

この背景には、J T B社の持つDMC事業に関わるリソース、ホテルベッツ社が既に有するツーリコ社とのリソースを統合させ規模の経済性を追求するだけでなく、それぞれのプレイヤーが有するリソースを適切に統合させシナジー効果を創出させることが望ましいとの判断があったようだ。まさに圧倒的規模により参入障壁を構築する水平型戦略に基づく取組みであった。

### 1. B2B オンライン事業者の事業環境

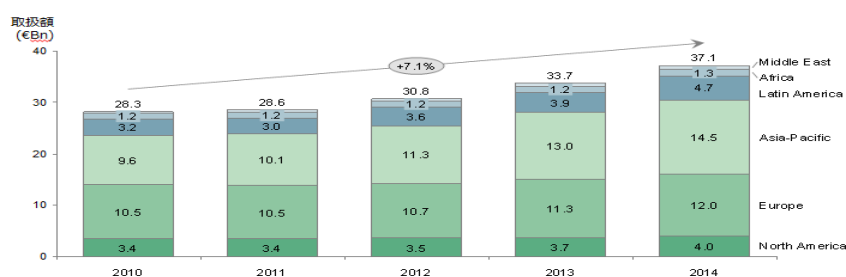
#### (1) 市場環境

ベッド・バンク事業とも呼ばれるF I T向けオンライン事業の市場環境は有望と考えられていた。その理由は大きく3点、ホテル客室販売が拡大していること、客室販売において直販比率が高まっていないこと。そして流通構造において大きな変化が生じていることであった。

#### ① ホテル客室販売額の拡大

ホテル客室販売額は以下の表のとおり、2010年に28,300百万ユーロ規模であったものが、2014年には37,100百万ユーロ規模に到達し、2010年～14年までの4年間でCAGR7.1%の伸びを示している。この最大の要因は新興国と呼ばれるアジア・パシフィックやラテンアメリカの伸率である。特にアジア・パシフィックにおいては2010年9,600百万ユーロ規模であったのが、2014年には14,500百万ユーロへの約1.5倍に市場規模が拡大しており、今後の更に成長することが予測されていたのである。

図56 ホテル客室販売額の推移

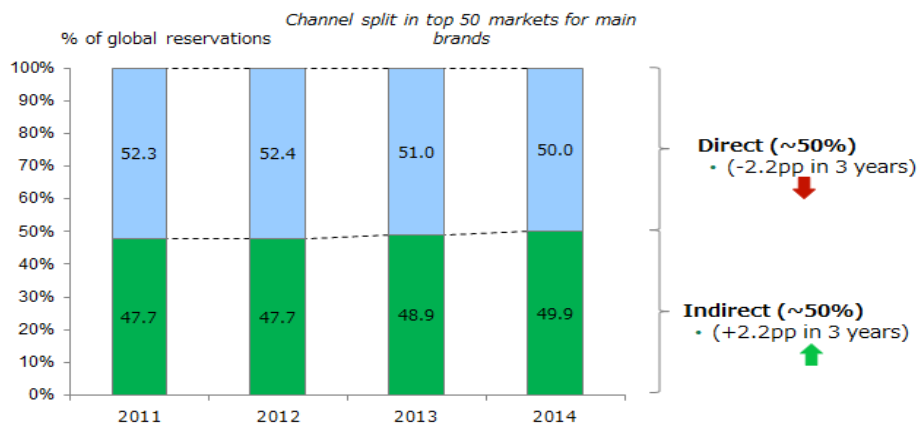


出典：BCG社の調査資料から抜粋した。

② 直販化が進んでいないホテル客室販売

通常ホテルの客室販売は、ホテルが直接宿泊者に販売する方法と、第三者を介して販売する方法に大別される。流通においてはサプライヤーによる直接販売が伸張し、中抜きが進んでいる印象がある。しかしながらホテル客室販売においては、その印象は正確ではない。以下の表の直販比率を見るとその比率は2011年から大きく変化しておらず、むしろ直販比率が52.3%から50%に低下しているのが現状である。この背景にはホテル事業者の規模がある。シェラトンやヒルトンなどの大規模ホテルチェーンであれば、自前の営業体制やオンライン販売システムの充実により直販化を推進することが可能である。しかしながら、中規模ホテルや零細ホテルにおいては、自前での直販営業強化は難しく、中間業者の販売力に依存する必要があるのが現状である。そしてヒルトン、シェラトンなどのチェーンホテルの台頭が著しいと思われるが、実際アメリカなどにおいてはその比率が高まっているが、欧州などでは未だ中小事業者によるホテル客室の提供が主流である。

図 57 ホテル客室販売の直販比率



出典：BCG社の調査資料から抜粋した。

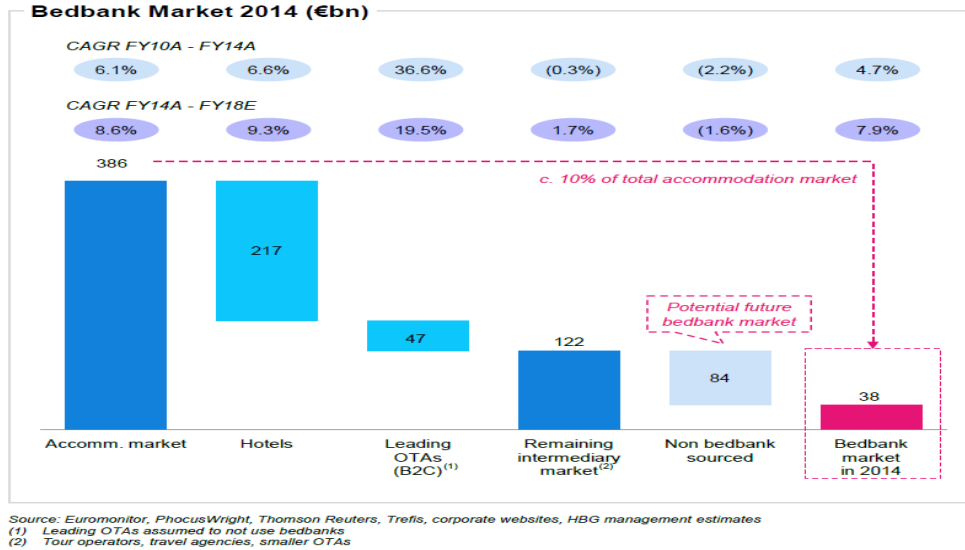
③ 流通構造の変化

次に中間業者による流通構造であるが、その大きな変化は2点である。エクスペディア社やブッキングドットコム社などのグローバルOTAと呼ばれる、世界規模で展開する旅行企業の台頭と、伝統的旅行会社による直接仕入れの限界であった。

OTAの台頭によりF I T向けオンライン事業者の顧客である伝統的旅行会社及び地域のOTAは減少する傾向にある。これはF I T向けオンライン事業者にとってはネガティブな環境変化である。しかしながら、残った伝統的旅行会社や地域のOTAは、サプライヤーであるホテルの販売チャネル絞込みにより、自前での客室仕入れが困難となり、F I T向けオンライン事業者への依存が高まっているのが背景である。この様な環境変化から、F I T向けオンライン事業は有望であると考えられていたのである。



図 58 ホテル客室販売の流通構造変化

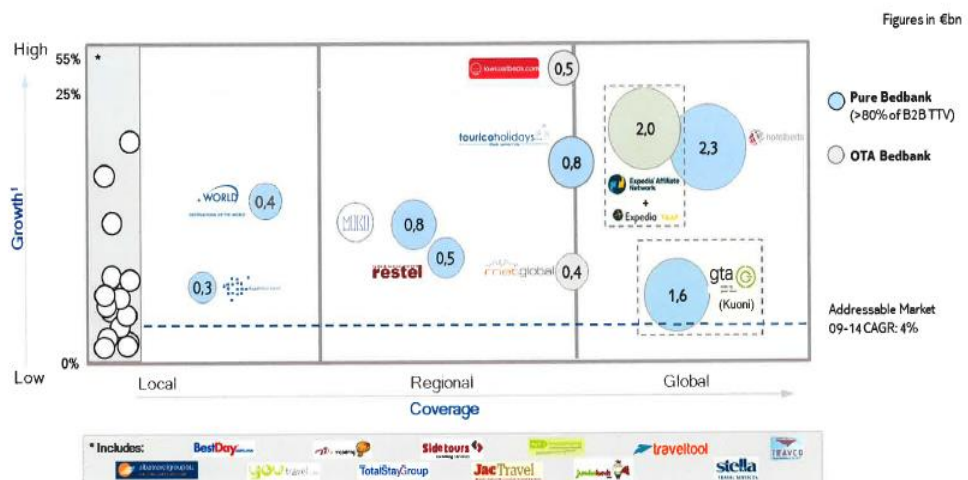


出典：ユーロモニター等のデータをBCG社が編集した。

(2) 競争環境

F I T向けオンライン事業者の競争環境については当時中規模業者が犇めく状況であった。以下の図は企業の成長率と展開規模（グローバル・リージョナル・ローカル）で整理したものである。F I T向けオンライン事業者の大半が、自社で仕入れたホテル客室の消化率向上を目的にスタートしていたことから、ローカルに根ざした中小規模業者が大半である。しかしながら単なる仕入れ在庫の消化率向上とは捉えず、ベッド・バンク事業として位置づけたホテルベッズ社やクオニ社のGTD部門などが、グローバル展開を急速に進めたのである。

図 59 B2B オンライン事業者の競争環境図



出典 KPMGによる調査資料から抜粋した。

## 2. ホテルベッツグループの状況

2016年9月にシンベン社及びCPPIB社（カナダ年金基金運用公社）がTUI社から買収したホテルベッツグループは、スペインに本社を構え世界に150ヶ所のオフィスを展開して6,150名を雇用。180ヶ国の12万軒の宿泊施設や2万件の交通手段、1.2万件のアクティビティを取り扱っており、主力である宿泊の流通規模は、2014年度では2,600万泊、流通額として38億ユーロ（約4,500億円）に達していた。そのホテルベッツグループが2017年2月7日に、ツーリコホリデイズ社の買収計画を発表した。ツーリコホリデイズ社は1994年に米国で創業されたFIT向けオンライン事業者であり、ホテルや航空券、クルーズ、アトラクション、レンタカーなどを取り扱っており、100ヶ国で4,900社以上の旅行会社と契約している。

ホテルベッツグループ取締役会長のジョアン・ヴィラ氏は発表文の中で、「買収によって、特にツーリコホリデイズがホームマーケットとする北米地域における我々のビジネス拡大が可能となり、逆にツーリコホリデイズは我々のグローバルネットワークに加わるメリットを享受することができる」と意義を強調。また、「それぞれの最高のテクノロジーと流通ノウハウを統合することで、宿泊施設のパートナーとクライアントに貢献する」と意欲を表明した。

また、ツーリコホリデイズCEOのウリ・アルゴフ氏も、「今回の取引がB2Bの旅行流通にもたらす意義を思うととても興奮する」と語り、両社の事業をまとめることでサプライヤーと顧客により良いサービスを提供できることを楽しみにしているとコメントした。

買収の期日や条件は発表していないが、ツーリコ・グループの持株会社である「トラベル・ホールディングス・ペアレント・コーポレーション」とホテルベッツの米国法人を合併させ、合併後の法人をホテルベッツグループの100%子会社とする<sup>97</sup>。

---

<sup>97</sup> 2017年2月8日（水）トラベルビジョン 『ホテルベッツがツーリコ買収へ、B2B流通の拡大ねらう』

## 小 括

TUI社が売却を決定したホテルベッツグループのオークションが、クオニ社のEQ T社による買収及び非上場化につながったのは何とも皮肉な話である。またEQ T社によるホテルベッツグループ買収とクオニ社との統合も気泡と化したことで、クオニ社は、豊富な顧客及びデスティネーションポートフォリオを活かし、B2B分野にフォーカスして新たな挑戦をスタートさせることとなった。

EQ T社はクオニ財団との契約に則り、長期ビジョンに基づきクオニ社の3事業を分離独立させ、それぞれが再上場を目指す取組みをスタートさせることを発表した。ビザ発給代行事業を手掛けるVFS部門は当該業界のリーディングカンパニーであり、今後は顧客である各国政府にビザ発給関連のサービスを提供するだけでなく、周辺のサービスも提供することで事業ドメインを拡大する。そしてインバウンド事業者であるGTD及びGTS部門は、顧客であるツアー・オペレーターに対してサービスだけでなく、商品の提供をすることを目指すのである。

しかしながらその計画は僅か1年で変更された。FIT向けオンライン事業をホテルベッツ社、グループ向けDMC事業をJTB社に売却することを発表したのである。EQ T社の思惑はビザ発給代行業にフォーカスし再上場を果たすこと。シンベン社はアマデウス社上場での成功体験を生かし、旅行業界におけるFIT向けオンライン事業への選択と集中による新規上場であったことから、自ずとオンライン事業の主導権はホテルベッツが握る事になり、一部の株式を除いてシンベン社に売却された。同時にグループ向けDMC事業においても100%JTBに売却された事から、クオニ社の旅行業界における主導権は完全に失われたのである。しかしながら視点を変えるとクオニの主導権は失われたが、プライベート・エクイティ・ファンド主導で行われたM&Aは水平型戦略に基づくものであり、短距離パッケージ・ツアー分野での垂直統合型ツアー・オペレーター・モデル拡大に向けての取組みと類似するものであった。

一方でTUI社は迅速かつ大胆な意思決定によりM&Aを断行するだけでなく、環境変化に合わせた事業戦略の修正のみならず、迅速なダイベストメントにより、組織の新陳代謝を図り、いち早く組織を環境変化に適合させたのである。垂直統合型ツアー・オペレーター・モデル完遂に向けた取組みも成功した。まさにM&A後の熟慮を重ねた上での慎重な統合は圧巻である。企業において頭脳の役割を担う経営はいち早く一本化する。しかしながらその人材配置には旧組織に配慮した布陣とし、時間をかけて一元化した。そして組織においては頭脳の一元化が完了した段階で統合した。さらにブランドにおいては『TUI』ブランドの市場で浸透度を見極めた上で断行し、大型M&Aを成功に導いたのである。

表 30 TUI社の旅行事業及びクオニ社全体の売上・EBITA比較 (2007年 VS 2015年)

単位: 百万円	TUI社			クオニ社			TUI/クオニ比率	
	2007	2015/16	07VS15	2007	2015	07VS15	2007	2015
売上高	1,876,560	2,064,000	110%	521,589	371,706	71%	3.6	5.6
EBITA	65,760	123,600	188%	15,562	9,013	58%	4.2	13.7
						為替	1ドイツマルク=60円 1スイスフラン=111円 1ユーロ=120円	

出典：TUI社及びクオニ社の2007年及び2015年のAnnual Report から筆者が抜粋の上整理した。

## 終章

当論文ではパッケージ・ツアーの誕生から現代の旅行産業までの歴史を紐解いた。旅行産業の発展は、マクロで捉えると交通機関の発展による移動革命、平和社会と経済発展による余暇革命、そしてIT等情報技術の発展による情報・売買革命であった。その環境変化に基づき産業が進化してきたのである。

この環境変化に適応すべく大きく行動したのが今回取り上げたTUI社とクオニ社であった。彼らの共通の行動が、大胆な戦略策定と戦略実現の手段としてのM&A実行であり、M&Aの成否が次の戦略のみならず会社の存亡を分けたのである。終章では欧州旅行産業におけるM&Aの特徴と成否を分けたポイントをまとめることとする。

### 第1節 旅行産業を取巻く環境変化とその対応

旅行産業の発展は外部環境の変化に大きく影響を受けた。交通機関の進化、社会環境の変化、そしてIT技術の進化である。これらの環境変化に的確に対応することで持続的に成長するに留まらず、着実にビジネスモデルを進化させたのである。ここでは改めて具体的な環境変化とその対応についてまとめておきたい。

#### 1. 交通機関の発展などによる交通環境変化への対応

##### (1) 鉄道の発展による環境変化と旅行企業

近代旅行業の始まりはトーマス・クック氏による鉄道や船舶を活用した団体旅行であった。その後鉄道などの単一サプライヤーを活用した日帰り旅行から宿泊付きパッケージ・ツアーへ、そして鉄道のみならず船舶など複数の交通事業者を活用したパッケージ・ツアーへ発展したのである。スコットランドへのツアーが良い事例かも知れない。1846年スコットランドへの鉄道が開通していない時代にトーマス・クックは、鉄道と蒸気船を活用する旅程を考案しスコットランドへの団体旅行を実現し大好評を得た。その後スコットランドまでの鉄道が開通すると、更に多くの旅行者がトーマス・クック社のツアーに参加することになった。これはエジンバラまでの所要時間が短縮されたが、複数の鉄道会社を乗り継ぐ必要があり、添乗員による旅先案内が極めて重要であったことが最大の理由であった。

このように交通機関の出現や発展が旅行産業にとってビジネス機会にも脅威にもなった。鉄道の発展により旅行者が訪問できるデスティネーションの選択肢は拡大し、旅行企業にとってのビジネスチャンスが広がる反面、より便利に簡単にデスティネーションを訪問できることから、旅行企業の存在意義が問われる脅威に直面するのである。このような環境変化を前向きに捉え発展してきたのが旅行企業であり、スコットランドツアー取扱における工夫は非常にユニークな事例であった。

## (2) 航空産業の進化に伴う環境変化と旅行企業

航空業界における規制や進化が旅行企業に大きな影響を与えたことは紛れもない事実であろう。特にパッケージ旅行や現在の垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの形成に大きく貢献した出来事が、航空会社が定期航路を有していない空白地域へのチャーターフライトの活用による垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの推進と、航空機の大型化に伴う団体旅行の活発化であった。一方航空業界における進化が旅行企業の発展の妨げとなり旅行企業の形態に大きく影響したことも事実であった。昨今のローコストキャリアの台頭である。

1950年にホライゾン社 (Horizon Holiday plc) がパッケージ・ホリデー商品を最初に考案したプロセスが良い事例だろう。前述のとおり経緯はウラディミール・レイツがコルシカ島で休暇を過ごしたが、鉄道と船を乗り継いで訪問すると約48時間も掛かった。一方定期便を利用すると英国欧州航空の便が就航する近隣の空港までの往復運賃が70ポンドと高額であったことがきっかけであり、交通事業者間の競争の隙間が旅行企業の参入機会となったのである。これは交通機関に依存したビジネスモデルから、交通機関を補完するモデルへの進化であったとも言える。

次の変化がジェット機材の導入に伴う旅行企業の工夫であった。Lews (1997) は著書の中で、ジェット機導入を契機にツアー・オペレーターによるチャーター航空企業への垂直統合化が図られたと述べた。ジェット機の導入により供給座席数が飛躍的に拡大し、大量輸送、大量販売の発想に基づく販売戦略が不可欠となり、これまでの販売戦略を根本的に見直す必要に迫られ、英国旅行業界には変化が見られるようになった。規格標準化されたツアーの大量生産を実現させるために、ツアー・オペレーターがチャーター航空企業を統合化し、出来上がったツアー商品を大量販売するための流通手段として、トラベル・エージェンツを系列化する。この一連の前方、後方に向かう垂直統合化はバック・トゥーバック・チャーターの仕組みをより効果的に機能させるためには必要不可欠な取組みであった。

その後ローコストキャリアの台頭が旅行企業に更なる変化をもたらした。その顕著な例はTUI社の統合であろう。垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルで全社の84%を売上げているTUI社にとって、昨今のLCCやOTAの台頭は、彼らのモデルを脅かす存在として課題となっていた。このような状況からTUI社は旅前・旅中・旅後の顧客との接点がLCCやOTAとの差別化要因であると定義し、垂直統合型モデルの強化による差別化を打ち出したのである。さらには唯一無二のコンテンツ、ここではホテルやクルーズ船などを指し、これらを有する事でLCCやOTAとの決定的な差別化を検討したのである。特にコンテンツとなるホテル・クルーズ船の獲得には資金が必要となる事から、あえてこのタイミングでコア事業とノンコア事業に分類し、利益を安定的に計上するノンコア事業の売却を決断するに至ったのである。

以上からも旅行企業の戦略を考える上で、いかに航空産業の進化による環境変化の影響が大きいかは明らかである。現在航空産業はフリークエントトラベラープログラムとして搭乗距離に応じてマイルを進呈することでの顧客の囲い込みに腐心している。旅行企業は今後こ

のような航空産業発の環境変化に翻弄されるのか、それとも史実が示したとおり変化を好機と捉えられるのか。今後の展開に興味尽きないところである。

## 2. 社会環境の変化への対応

### (1) 平和産業であるツーリズム

1914年に第一次世界大戦が勃発以降クロスボーダー取引は激減したが、旅行業における取引の低下は更に厳しかった。それは顧客が徴兵された訳であり無理もないことであった。一方で旅行会社にとっての特需もあったことも事実で、戦争勃発に伴い母国に帰国する者へのチケット販売需要が発生した。しかしながらその需要も限定的であり最後に残されたビジネスは国内旅行とホテル予約となり、人員削減を実施せざるを得なくなったのである。その後第一次世界大戦が終了し改善の兆しが見えビジネスが復調してきたが、皮肉なことに人員削減の結果、十分な経験やノウハウを有した社員が残っていないという現実が待ち受けていた。1920年～21年に懸命に採用活動を行うが採用は難しく完全営業開始には時間を要した。戦争による業容縮小、戦争終了後の急激な業容拡大に組織を適合させることが、経営上極めて難易度の高いことであった。

第二次世界大戦時にも同様の課題に直面した。第二次世界大戦突入と同時にクオニ社のカウンターに多くのユダヤ人が訪れアメリカ行きチケットを購入したことや、ドイツ軍の移動目的で鉄道チケットを購入してくれたことなどは戦争による特需であるが、残念ながらこれだけでは不十分であり、第一次世界大戦当時同様新たなビジネスに挑戦するのである。複数の支店の2階部分の又貸しや、本店所在地の地の利を活用した駐車券や宝くじの販売、珍しいものではイチゴの販売等を行ったが、苦勞は結実せず1940年非常事態宣言下のオーナーによるサポートを発表し、オーナーであるアルフレッド・クオニが私財を提供したのである。

これらのクオニ社の歴史からも明らかなおおり、旅行企業は過去の2度の大きな戦争に翻弄された。ツーリズムは平和産業であり戦時下において経営に極めて大きな影響があったことは言うまでもない。しかしながら組織を伸縮させるなどの経営上の工夫により克服したのである。今後戦争がおこらないとはいい切れない中で、一つの大きなリスクとして認識する必要があることを史実が物語っている。

### (2) EU統合による巨大市場の出現

EU単一市場の出現が国境を越えての旅行企業の統合化を加速させた。前述のとおりEUにおける海外パッケージ商品の主な市場はドイツと英国であった。ドイツでは年間2000万、英国では年間1500万のパッケージ商品が販売されている。この数字は欧州で年間購入されるパッケージ商品の70%に相当するものであった。旅行企業がドイツ、英国の両市場に進出する衝動に駆られることは極めて全うな動機に見える。

更に単一市場の出現が近隣国への投資障壁を排除し、他国が有する魅力的なリソースを獲

得する意欲を掻き立てたことは事実である。ドイツ企業にとって英国企業が持つチャーター航空企業を傘下に持つ垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルが魅力であった。ドイツでは垂直統合化は厳格な独占禁止法によって制限されていたが、1997年にEU航空市場が自由化され、ドイツ企業が全欧州での事業展開を考えた際に、英国企業の買収が最も有効な手段であった。

幸いにもドイツ企業は英国企業に比して常に利益率が高く、外国企業を統合する余裕を有していたこと。そしてドイツ企業は所有権を通じて支配するよりも株式持ち合いなどの提携による結合が一般的であり、特にツアー・オペレーターによるグループ内トラベル・エージェントの支配力が強く排他的であり参入障壁が高かったこと。そして前述の通りTUI社等による活発な統合活動により許容される市場支配力の限界に達していた事が、単一市場の出現タイミングでドイツ企業を海外進出に掻きたてたのである。

### 3. IT等情報技術の発展による情報・販売革命

ITの進展による情報の非対称性の解消による旅行ニーズの多様化、そしてITを活用した販売革命がLCCの普及を加速させただけでなく、新たな業態であるOTAの出現に繋がった。これに旅行市場の成熟化が相俟ってFIT化の加速等、市場環境が劇的に変化したのである。

OTAは個人による海外ホテル手配の心理的障壁を破壊した。より分かりやすいサイト構成、予約のみならずキャンセル等変更の容易化が、個人旅行を日常のものとした。更にLCCが手軽にインターネット上で格安の航空券が購入できるサービスを提供したことが相俟って消費者を個人旅行に駆り立てたのである。過去においての競合相手はマイ・トラベルや地域のツアー・オペレーターであったが、現在では業態間競争が激化し、その競合相手はLCCとOTAに変化したのである。

このような環境下、前述のとおりTUI社は垂直統合型ツアー・オペレーター事業の更なる進化を目指し、PMIの総仕上げとしてのTUI社とTUIトラベル社の統合を2014年6月に発表しノンコア事業の売却によるメインストリーム事業への集中を決定したのである。同様にクオニ社もアウトバウンド事業売却を発表した。大型プレイヤーであるTUI社とニッチプレイヤーである専門業者との狭間でクオニ社の特色が十分市場に理解されなかったのである。その結果、アウトバウンド事業の改善は困難と判断した。

IT等情報技術の進展による環境変化はまだ始まったばかりであり、その影響を議論するのは時期尚早かもしれない。しかしながら今言えることは過去に旅行企業が直面した戦争や欧州統合などの社会環境変化に匹敵する影響がある可能性があることだ。今後の更なる環境変化と旅行企業によるその対応を注視したい。

## 第2節 欧州旅行企業が実施したM&Aの特徴 -戦略アプローチからの考察-

### 1. 戦略アプローチから見た欧州旅行企業によるM&Aの変遷

欧州旅行企業におけるM&Aを戦略アプローチの観点から史実に基づき整理する。まずはクオニ社を通して見たM&Aを振り返ると、より旅行企業としての基本的な戦略とM&Aの活用方が見えてくるのではないだろうか。クオニ社は旅行事業の基盤が確立後、迅速な事業拡大を目指して早くからM&Aを活用した。1960年代にはチャーリーズ&ベンソン社買収し英国市場進出。その後ホテルプラン社から米国のワールド・トラベル・プラン社を買収し米国市場へ進出するなど、市場拡大戦略に基づくM&Aを実行した。更に1980年代に入り旅行周辺事業に事業ドメインを拡大すべく、カード事業やホテル事業においてM&Aを実施した。これは旅行事業外を取扱う企業の買収ゆえコングロマリット型戦略にも見えるが、実際は顧客の旅行に纏わるニーズに基づき提供サービスを拡大するものであり、製品拡張型戦略に基づくものと分類するのが適当であろう。ホテル事業においては垂直型戦略の一環ではあったが、実際は垂直型戦略と呼ぶには余りに小規模であり、提供サービスの拡大に留まった。

同時期にM&Aが進行していたのが英国市場であった。1965年にインターナショナル・トムソン社によるユニバーサル・スカイ・ツアーズとその航空会社であるブリタニア航空、更には1972年にトラベル・エージェントであるランポリー社の買収から整理すべきであろう。これによりツアー・オペレーターを中心に航空企業及びトラベル・エージェントをグループ化したトムソン・グループが誕生したのである<sup>98</sup>。規格標準化されたツアーの大量生産を実現させるために、ツアー・オペレーターがチャーター航空企業を統合化し、出来上がったツアー商品を大量販売するための流通手段として、トラベル・エージェントを系列化する。この一連の前方、後方に向かう垂直統合化はバック・トゥーバック・チャーターの仕組みをより効果的に機能させるためには必要不可欠な取組みであり<sup>99</sup>、この垂直型戦略に基づきM&Aを実施したのである。

1999年までの間、TUI社はその生い立ちがインフラ産業であったことから、事業ポートフォリオの変革とツーリズム事業への進出という2つの目的を達成させる手段としてコングロマリット型戦略に基づくM&Aを活用した。1994年に鉄・非鉄金属事業、エネルギー事業、商事・運輸事業、プラント・造船技術事業、建設技術事業の5事業部門で構成されていた組織を、1998年にはエネルギー事業、技術関連事業、運輸・ツーリズム事業に変革し、更には1999年にはノンコア事業の売却を進め、運輸・ツーリズム事業への特化を進めたのである。しかしながらこのコングロマリット型戦略は旅行業の特性との関係は見出し難く、あくまでもTUI社特有の事象と整理した。というのもTUI社の基幹事業の衰退による事業変革が求められており、その要請に従ったアクションであり、旅行業界参入前の取組みだからだ。

<sup>98</sup> The Monopolies and Mergers Commission(1989) "Thomason Travel Group and Horizon Travel Ltd.", *A Report on the Merger Situation*, London: HSMO

<sup>99</sup> 小林弘二 (2007) 『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』 晃洋書房 73-74 ページ



そして1999年から2007年までの間に、垂直統合化したビジネスモデルを効率的に活用する為には規模が重要であったことから、規模の拡大による経営効率の向上及びチャーター航空機の運行リスクを最小限化することを目的に、垂直統合された企業群同士の水平統合が実施された。さらにEU統合による統一市場出現を機会に、主に英国内企業同士の再編であったものが欧州全域の取り組みに拡大されたのである。ここにもM&Aが積極的に活用されている。M&Aの観点から見ると、戦略アプローチでは垂直型戦略に伴い、ツアー・オペレーターが航空企業、トラベル・エージェンメントを買収し、経営・組織の統合を行った。その後水平型戦略に基づき垂直統合された企業が、同様に垂直統合した企業を買収し規模の経済性を追求したのである。

2008年から2013年までの6年間、欧州旅行産業におけるキーワードは環境の不確実性、消費者ニーズの変化に伴うM&Aの変化であった。環境の不確実性とは2008年のリーマンショックによる経済環境の変化であり、堅調に拡大していた世界経済が突如水を差され、一点集中のビジネスモデルのリスクが認識されたのである。次に消費者ニーズの変化とは、画一化されたライフスタイルから決別し、個々のアイデンティティーに基づく行動が顕著化したことによる消費者行動の変化である。これらの変化により画一的な商品を効率的に提供するビジネスモデルに依存することへの危機感が高まった。この結果、旅行産業におけるM&Aも規模の経済性を追求した大規模な水平型M&A戦略から、幅広い顧客ニーズに対応すべく、製品拡張型M&A戦略に変化したのである。実際TUI社は、大型買収後のPMI期間であるにもかかわらず、近距離ホリデーの顧客だけでなくレジャー旅行全体の市場を獲得する為に、商品提供能力の拡大による顧客ニーズの充足を目指したスペシャリスト事業分野のM&Aを実施した。またクオニ社においても同様の取り組みを行った。この特徴は、製品拡張型戦略、市場拡大型戦略に基づくものであり、迅速なM&Aの実行により旅行産業における巨大旅行企業が誕生したのである。

図 60 戦略アプローチ別M&A

		1990年代		1990年代		2007年度		2014年度		2014年以降	
		クオニ社	TUI社 (トムソン社)	クオニ社	TUI社 (トムソン社)	クオニ社	TUI社	クオニ社	TUI社	クオニ社	TUI社
戦略 アプ ロー チ	A	水平型戦略			ホライゾン買収		トムソン・ファースト チョイス社買収	ガリバートラベル買収			
	B	垂直型戦略		航空会社・トラベル エージェンメント統合							
	C	製品拡張型戦略			カード・ホテル事業進 出			スペシャリスト事業	スペシャリスト事業		
	D	市場拡大型戦略	米国・英国市場進出				英国市場 撤退	仏・露 市場進出	新興国 進出	新興国 進出	
	E	コングロマリット型戦略				ツーリズム・ロジス ティクス事業進出					
	F	ダイバースメント				鉄鋼・鉱山事業売却		エネルギー・技術関連 事業売却		コンテナ 事業売却	スペシャリスト・アク ティブファンド事業売却

出典：過去の分析に基づき筆者が作成した。

## 2. 戦略アプローチ上の特徴

### (1) 垂直と水平

Lews (1997) は著書の中で、ジェット機導入を契機にツアー・オペレーターによるチャーター航空企業への垂直統合化が図られたと述べた<sup>100</sup>。1965年にトムソン社がチャーター企業であるブリタニア航空を買収することから始まり、それ以降主に英国市場における旅行企業においては、垂直型戦略に伴うM&Aを実施し、ツアー・オペレーターの傘下にチャーター航空企業及びトラベル・エージェントを統合する垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルが一般的となっていた。同様にドイツ市場においてもハパロイド社に代表される企業が、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを構築し、その後単位市場内での水平型戦略に基づくM&Aが規模の拡大と参入障壁の設定に大きく寄与するのである。この垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルを、クロスボーダーで強化するM&Aが、TUI社が実施した水平型M&Aであった。水平型M&Aを重ねより規模を拡大し、更にはクルーズ事業・ホテル事業でのM&Aを実施することにより垂直統合をも強化し、経営効率向上と同時に参入障壁を構築した。

同様にクオニ社もビジネスモデルの強化を目指した垂直型戦略と水平型戦略に基づくM&Aを実施した。インバウンド事業におけるガリバー・トラベル社の買収であった。 destinationsでのサービスをオンライン及びオフラインチャンネルで提供するビジネスモデルの不足機能の強化と規模を拡大するために、類似したビジネスモデルを有するガリバー・トラベル社へのM&Aを実施したのである。その後主体者はクオニ社からプライベート・エクイティ・ファンドには変わるが、水平型戦略に基づきホテルベッズ社との統合を実施したことで規模を拡大し、現在も好業績を誇っている。ついでには規模の経済が機能するビジネスモデルを確立した後、水平型戦略に基づくM&Aで一気に規模を拡大することが有効だと筆者は考えるのである。

### (2) 規模と範囲

1999年から2007年までの英国市場においては、TUI社によるトムソントラベル社とファースト・チョイス社のM&Aやトーマス・クック社とマイ・トラベル社とのM&Aなど、規模の経済性が有効となる分野を見極め水平型M&A戦略を実行することで、圧倒的な規模を確保することを目指したのは前述のとおりである。一方で2008年以降は範囲の経済を追求した取り組みが多くあった。製品拡張型M&A戦略に基づいたTUI社やクオニ社によるスペシャリスト事業群の会社買収である。しかしながらいずれも売却するに至ったのである。結論として失敗であったとは言えないまでも、大企業が有する分野ではなかったことは少なくとも言えるのではないかと。

---

<sup>100</sup> Laws, E. (1997) *Managing Package Tourism: Relationships, Responsibilities and Service Quality in the Inclusive Holiday industry*, London International Thomson Press, p.6.

また成熟化する欧州市場から成長する新興国市場への進出を目指し、両者は積極的にM&Aを進めてきた。しかしながら現時点では芳しい成果は現れていない。クオニ社においてはM&Aで獲得したリソースを売却するに至ったのが現状であり、ここでも範囲の経済を追求した市場拡大戦略に基づくM&Aは成就しなかったのである。

### (3) 単発と連続

経営学的にM&Aを分析した先行研究においては、1対1の合併や買収というダイアド関係を暗黙の前提として議論され、仮に複数企業を買収している場合でも、その中から1つの事例を抜き出して単独的に分析する傾向にあり、マルチプルという視点は欠如していたことは前述のとおりである<sup>101</sup>。

マルチプルM&Aとは成長を目的とする戦略目標を達成する為に、1つの企業が複数の企業を買収していく積極的な手法であり、一回限りのM&Aでは達成できない効果を期待している。ここで注目すべきはマルチプルM&Aの目的とマネジメントである。マルチプルM&Aの目的は、技術開発や市場拡大における時間短縮効果を狙った成長志向による買収戦略である。非関連事業を増やし企業敵国を構築していくようなコングロマリット型のM&Aはそれに該当せず、すべてのM&A活動は戦略目標のもとで一貫して行われている。従って、結果的に複数の企業を買収したというものではなく、戦略目標を達成するための手段としてM&Aを実行することが決定されているのである<sup>102</sup>。

旅行企業においては、特に1999年以降実施されたM&Aは、マルチプルM&Aだと言えるのではないかと。具体的にはTU I社がEU市場の統合を好機として捉え、欧州各地発の短距離パッケージ・ホリデー事業における効率化を目的に英国市場における取り組みを含めて欧州内で実施した複数のM&A。そして将来の顧客ニーズの多様化に呼応すべく提供商品の拡大を目的に専門性を有した企業を対象に連続で実施したM&Aである。いずれも明確な戦略目標のもと、複数のM&Aを実施したのである。旅行産業の特徴である参入障壁が低く相対的に中小企業が多く存在することが、経営目標を達成するために複数のM&A実施が有効であった理由であろう。

一方マルチプルM&Aは新たな課題をもたらした。個別のM&Aプロセスの最適化を考えるのではなく、全体の最適化を考える必要性が生じたのである。関係会社の自主性を活かしながらグループ全体としての統合をいかに図っていくかであり、企業グループ全体としての成長と最大化が目的とされる。つまりグループ構造はヒエラルキー構造からネットワーク構造へ変化し、親会社からの所有の論理を基盤とした一方的強制力ではなく、相互理解の精神に基づいた関係の構築という統合に変化するのである。この変化の中でいかにM&Aによるシナジー効果を創出できるかが重要であり、スペシャリスト企業群を売却した現実から鑑みると、この課題

<sup>101</sup> Kaplan, S.N., M.L. Mitchell & K.H. Wruck (2000) "A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions.", *S.N. Kaplan ed. Merger and Productivity*, The University of Chicago Press, pp.179-237.

<sup>102</sup> 前掲、中村公一(2003)、67ページ

を克服できたかは疑問である。

### 3. 戦略アプローチからのインプリケーション

欧州旅行産業のM&Aの特徴を戦略アプローチから纏めると、垂直から水平に連続的に展開したこと、規模が範囲の経済追求に勝ったこと、単発から連続に進化したことであろう。垂直から水平に連続的に展開した事は、正確に言うとは規模の経済を享受出来るビジネスモデルの確立を目的とした垂直型戦略に基づくM&Aを実施し、規模の経済を追求することを目的に水平型戦略に基づくM&Aを実施した一連の行動である。これらの一連の行動がTU I社の現在の利益基盤となっていることに対して、TU I社・クオニ社が欧州大再編後取り組んだ範囲の経済を追求した取り組みは総てダイベストメントされた事実から、規模が範囲に優ったと言えるのだろう。そして単発から連続に進化した事、特に結果的に複数の企業を買収したのではなく、戦略目標を達成するための手段として連続でM&Aを実行したことは特筆すべき点であった。戦略とM&Aの観点から、TU I社の旅行産業への変革や欧州内への市場拡大、そしてスペシャリスト・アクティビティー部門におけるM&AはマルチプルM&Aであったと言える。この背景には旅行産業には中小企業が多いこと、参入障壁が低い事が影響していると考えられる。これらの背景から短期間に多数のM&Aを実施するマルチプルM&Aが旅行産業内では主流になったと推察するのである。

### 第3節 欧州旅行企業が実施したM&Aの特徴 -統合アプローチからの考察-

#### 1. 統合アプローチから見た旅行企業によるM&A

パブロ（1994）が組織統合とは共通の目標を達成する為に企業間で組織的活動と組織的資源を調整することを説いたのは前述のとおりである。この統合は潜在シナジーを創出する為の価値創出活動である。統合のレベルは、組織の構造的側面、管理的側面、文化的側面におけるポストM&Aの変革の程度と定義できる。理論的には高いレベルの統合は潜在シナジーの実現を促進する。一方で高レベルの統合は調整コストや組織間コンフリクトの可能性を増大させ負のシナジーを招いてしまう。したがって、統合レベルは、買収のタイプ、企業経営の特徴、対象となる機能によって変化させる必要がある。

統合レベルの特徴については、シュウエイガー&ウォルシュ（1990）が分析した。低いレベルでは技術的・管理的変化が小さいために、経営資源の共有やコミュニケーションを促進する経営システムの標準化は不十分である。中間レベルでは、物理的・知識ベースの資源が共有され、価値連鎖内に変化がみられる。この段階の管理的変化は、報告関係や権限委譲などの修正が行われる。高レベルでは、すべての経営資源の広範囲な共有が実現される。そして、被買収企業の完全な組織的・文化的吸収や、買収企業の経営手法・管理体制・計画システム・各種手続きが移転され、それが日常業務の中で採用される。

旅行企業のM&Aにおいては、統合実施の有無及び程度については明確に分かれた。スペシャリスト企業群やインバウンド企業群においては統合しないケースが多かった。一方メインストリームとなる事業においては統合を実施した。統合実施においても、一気に経営・組織・ブランド全てを統合するケースは少なく、緩やかに統合していく手段をとったのが特徴的である。特にTUI社においてはそれぞれの統合においても極めて慎重に進めていることが特徴的であり、いずれも成功している。旅行企業の価値の源泉は人材である。人が支える産業であるからこそ、その統合については慎重に実施したのであろう。

#### 2. 統合アプローチ上の個別統合の特徴

##### (1) 経営統合

旅行企業のM&Aにおいては、水平型戦略に基づく案件ではTUI社によるファースト・チョイス社買収後の統合計画に代表されるように、買収会社と被買収会社の混成チームによる経営体制の構築など工夫は見られたが、経営統合は完全に実施された。他方で製品拡張型戦略や市場拡大型戦略におけるM&Aにおいては、買収前の経営者に引き続き経営執行を委ねるケースが多かった。製品拡張型や市場拡大型戦略におけるM&A対象の多くは中小企業であったことや、ニッチ市場や新市場におけるノウハウが必要であったことから、その強みを維持する為にも買収前の経営陣を活用したのではと想像する。特にスペシャリスト事業におけるM&A

の大半は、経営統合が行われず所有と経営が分離していたことから明らかであろう。

しかしながら経営統合しなかったケースについてはその大半が売却対象となった。その理由は低いレベルでは技術的・管理的変化が小さいために、経営資源の共有やコミュニケーションを促進する経営システムの標準化は不十分であることを示唆している。更には経営方針の違いによるコンフリクト発生リスクや、経営者の後継者問題など将来の発生リスクを見越してのダイベストメントだと筆者は考えるのである。

## (2) 組織統合

組織統合についてはハード的側面とソフト的側面の両面から熟慮する必要がある。ハード的側面は、まず被買収企業を買収企業に取り込むことを実現するために、組織構造を同一化することである。具体的には機能性・事業部制などの組織形態、分権・集権に基づく権限責任体制、更には管理者の地位変化も考慮すべき点である。バーデンフラー&ボショッチ（1996）では重複した機能の統廃合や人材の融合によってより効率的な組織を構築する上で、販売・生産・財務機能に注目して、統合の困難性を分析した。また組織のソフト的側面における適合性を焦点とする研究では、カートライト&クーパー（1996）では、人の統合を human synergy という用語で示し、M&Aとは本質的には組織文化の融合をも含む人的活動であると指摘した<sup>103</sup>。そして統合活動によって組織の経営スタイル、アイデンティティ、シンボルを変更する場合も、このようなソフト的問題が大きい影響を持っている。つまり組織統合は極めて難易度が高いことは前述のとおりである。

にも関わらず旅行企業における水平型M&A戦略において組織統合が実施された。しかしながらその組織統合については時間をかけて慎重に進めるという工夫が見られた。TUI社によるファースト・チョイス社の事例が有効であろう。2007年のM&A実行後は組織統合を実施しなかった。TUI社とファースト・チョイス社の組織を束ねるホールディング機能を持つTUIトラベル社を新設し、その後統合できる分野を見極めた上で段階的に統合を進め、M&Aから7年が経過した2014年に完全統合を発表するのである。

仕事をする上で新しい方法と古い方法の間に不一致が生じる場合に、文化的ショックが生じる。其の様な場合には、人々は初めに混乱し、不満や不安を感じ、変化に抵抗を示すのである<sup>104</sup>。これによって本来は企業の目標を追求される為に使われるべき時間とエネルギーが、各自が自己の利益を保護する為に使うという状況に陥るのである<sup>105</sup>。シャツェリー（1992）が実施した実証実験によると、被買収企業は買収企業の組織文化に適合することが高い業績につながる事が証明された。TUI社は時間をかけて被買収企業がTUI社の組織文化に適合させる行動をとったのであろう。

<sup>103</sup> Cartwright,S.&C.L.Cooper(1996)*Managing Merger, Acquisitions and Strawtegic Alliances*, 2<sup>nd</sup> edition,Butterworth-Heinemann.

<sup>104</sup> Pritchett,P.,D.Robinson & R.Clarkson(1997)*After the Merger*,revised edition,McGraw Hill.

<sup>105</sup> Buono,A.F.&J.L.Bowditch(1989)*The Human Side of Mergers and Acquisitions*,Jossey-Bass.(上田武・高梨智弘訳『合併・買収の人材戦略』日経BP社、1991年

この事実を裏付ける結果が製品拡張型戦略や市場拡大型戦略でのM&Aに現れている。今、過去のM&Aを振り返ると、製品拡張型戦略や市場拡大型戦略におけるM&Aにおいては、組織統合しないことにより直接的なシナジー創出余地が見出せず売却に至っている。売却の直接的理由がシナジー実現の可否なのか、単なる戦略的問題であるのかは今後の研究に委ねたいが、統合の有無が旅行産業におけるM&Aの成否の鍵を握っていることは言えるだろう。

### (3) ブランド統合

製品拡張型戦略、市場拡大型戦略だけでなく、水平型戦略に基づき実施されたM&Aにおいても、企業名の統一は行ったがブランドの統一は行わなかった。製品拡張型M&A戦略においては、未だブランドの統合を行った事例は見当たらない。これはニッチ分野で強みを発揮する企業のシンボルマーク的なブランドを変えることによるリスクからであり、専門性を誇示する上でもブランドの変更、統合は不適切だからだと考えられる。

一方で市場拡大型M&A戦略では、一部ブランド名を変更し統合するケースがあった。具体的にはクオニ社による香港・インド戦略におけるクオニブランドの使用であった。この効果については評価できないが、事実としてブランド統合があったことは書き留めておきたい。

そしてブランド統合に果敢に挑戦したのが、市場拡大型M&A戦略と水平型M&A戦略によって作り上げたTU I社の企業群のブランド変更・統合であった。被買収企業のブランドが継続的に利用されている事実に対して今西（2011）は、旅行サービスを提供する企業の行動特性を見出すことができると論じた。すなわち旅行は寝食を伴い、人の生理的欲求に深く関わることから、本能的に譲ることができないであろう部分は伝統を残すという配慮がある。旅行サービスが無形であるために、人々は購入前に現物を見せたり、手にしたり、体験したりして核心部分に触れることができない。また、満足度は各人の生まれ育った固有の文化的価値基準によって左右される。そのため、モノや標準化できるサービスに比べ、旅行サービスでは、より一層企業イメージや過去の体験といったサービスの周辺部分が消費者の意思決定に影響を及ぼす。既に旅行企業が活躍している地域に、現地では馴染みのないブランドを新たに投入するよりも、既に浸透している既存ブランドを継続して活用する方が市場シェアの獲得、企業の成長に有効と言えると論じた<sup>106</sup>。

にも関わらず、当初は買収前のブランドをそのまま有効活用していたTU I社が段階的に統合を目指したのである。統合に向けた最初の取組みはTU I社のスマイルマークを企業ブランドに冠することからであった。その後2016年にTU I社とTU Iトラベル社統合の総仕上げとしてブランドの完全統合、統一を進めるのであった。ブランドを統合するリスクについて、今西は、現地の人々に敵対的買収の印象を与えて企業イメージを悪化させ、その結果、現地市場に受け入れられにくくなる可能性に言及している。それに加え欧州地域には複数の国々が存在

<sup>106</sup> 今西珠美（2011）「欧州旅行業界の構造と発展」『流通科学大学論集-流通・経営編』第24巻第1号 131-152 ページ

するだけでなく、地域ごとに固有の言語、文化、歴史が発達してきた背景があり欧州地域を容易に一括りに出来ないとした。

このリスクを認識した上でブランド統合を決意した背景はいかに。買収後一定期間が経過し当事者間のPMIが完了したこと、消費者に敵対的買収との印象を与えるリスクが減少したこと。そして統一ブランドによる社内の求心力醸成が主たる要因であったと筆者は考えるのである。顧客離反のリスクを鑑みながら、統合会社としての一体感醸成を狙った企業行動である。このブランド統合挑戦の成否については、今後の研究に評価を委ねたい。

### 3. 統合アプローチからのインプリケーション

欧州旅行産業のM&Aの特徴を統合アプローチから纏めると、短期的には非統合が優先されるが、長期的には統合を目指すこと。非統合を継続したケースはダイベストメントの対象となったことが新たな発見である。M&Aの目的の一つが買収会社と非買収会社間のシナジー効果の創出ならば、統合が大きな意味を持つ事は前述の通りである。欧州旅行企業においても、競争環境が厳しくなるほど、株主からのシナジー創出要求は高まり、統合を進めることでシナジーを追求するのである。つまり統合は実施するが、時間をかけて慎重に進めることが、旅行企業ならではの特徴ではないかと考える。

グループ構造はヒエラルキー構造からネットワーク構造へ変化し、親会社からの所有の論理を基盤とした一方的強制力ではなく、相互理解の精神に基づいた関係の構築という理想を追い求めたが、スペシャリスト企業群をTU I社・クオニ社共に売却した現実から鑑みると、この課題を解決できたかは甚だ疑問である。



## 第4節 TUI社とクオニ社の比較

### 1. TUI社とクオニ社の旅行事業に関わる業績推移（1998年 vs 2015年）

英国市場における旅行業界の大再編後、今回の論文で取り組んだ 2015 年までの両者の業績を比較するとその優劣が明確となった。TUI社は1998年当時8,596億円程度であった売上げ規模が2兆640億円程度に到達し、実に2.4倍の規模に拡大した。一方クオニ社は5,866億円程度あった売上げ規模が3,717億円にまで減少しており対照的である。利益規模も同様であった。TUI社は売上げ規模の拡大だけでなく、垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの構築による経営効率の向上により利益を着実に拡大させ約3.4倍としたのである。

両者が英国市場への進出を検討し買収攻勢を仕掛けた1998年当時は売上げ規模ではTUI社はクオニ社の1.5倍規模であり、大型M&Aを成功させることが出来れば十分に逆転できるポジションにあり、ある意味拮抗していた。しかしながら業界内の大再編とその後の多数のM&A実施を経て、売上げ規模で5.6倍、利益規模では13.7倍と大きな差が出来たのである。

表31 1998年と2015年のTUI社、クオニ社の業績比較

単位:百万円	TUI社			クオニ社			TUI/クオニ比率	
	1998	2015/16	98vs15	1998	2015	98vs15	1998	2015
売上高	859,680	2,064,000	240%	586,635	371,706	63%	1.5	5.6
EBITA	36,840	123,600	336%	13,142	9,013	69%	2.8	13.7
						為替	1ドイツマルク=60円	
							1スイスフラン=111円	
							1ユーロ=120円	

出典：TUI社とクオニ社の決算報告書を基に筆者が整理した。

### 2. M&Aと戦略

#### (1) TUI社が主体的に取り組んだM&A

TUI社の旅行産業への進出後の戦略アプローチ上のM&Aの特徴は、水平型戦略に基づき大型M&Aを実施することで規模の経済を働かせることであった。その後製品拡張型戦略に基づくM&Aを頻繁に実施するのである。1990年代に入ってM&Aを活発化させたのがTUI社であった。TUI社は事業ポートフォリオの変革と旅行事業の進化という2つの目的を達成させる手段としてM&Aを活用した。1994年に鉄・非鉄金属事業、エネルギー事業、商事・運輸事業、プラント・造船技術事業、建設技術事業の5事業部門で構成されていた組織を、1998年にはエネルギー事業、技術関連事業、運輸・ツーリズム事業に変革し、更には1999年にはノンコア事業の売却を進め、運輸・ツーリズム事業への特化を進めたのである。ここではコングロマリット型戦略を実行することで、一気に事業ポートフォリオを変革する

ことに成功した。

この大改革を支えたのが、明確なビジョンと戦略に基づくマルチプルM&Aとダイベストメントの実施であった。これまでツーリズム産業なかでも旅行事業におけるM&Aはグローバル化の手段である事が多かった。TU I社はグローバル化に加え、参入障壁を構築すべく規模の経済性を追求することを目的に水平型戦略に基づくM&Aを実施した。更に一度のM&Aではなく複数のM&Aを駆使することで戦略目的を達成したのである。まさにオーガニックグロス中心の旅行産業に新風を巻き起こす、斬新なプレイヤーが参入したことになった。この後TU I社が旅行産業内で活発にM&Aを繰り返していくことになり、その影響で同業他社によるM&Aも活発化していくのである。

## (2) クオニ社が主体的に取り組んだM&A

クオニ社の戦略アプローチは旅行企業の発展の教科書的な事例だと言える。スイスが小国であったことからいち早く海外進出を検討、市場拡大戦略の一環としてM&Aを実施し、グローバル展開を果たした。

具体的には旅行事業の基盤が確立後、迅速な事業拡大を目指して早くからM&Aが活用された。クオニ社は1960年代にはチャールズ&ベンソン社買収し英国市場進出。その後ホテルプラン社から米国のワールド・トラベル・プラン社を買収し米国市場へ進出するなど、市場拡大戦略に基づくM&Aが実行された。更に1980年代に入り、クオニ社は旅行周辺事業に事業ドメインを拡大すべく、カード事業やホテル事業においてM&Aを実施した。これは旅行事業外を取扱う企業の買収ゆえコングロマリット型戦略にも見えるが、実際は顧客の旅行プロセスに基づき提供サービスを拡大するものであり、商品拡張型戦略に基づくものと分類するのが適当であろう。ホテル事業においては垂直型戦略の一環ではあったが、実際は垂直型戦略と呼ぶには余りに小規模であり、提供サービスの拡大に留まった。

その後垂直統合型ツアー・オペレーター・モデルの完成と規模の追求を同時に達成することを目的に、巨大化した企業を水平型戦略に基づき買収することに試みたが、残念ながらその試みは気泡と化した。英国市場における大再編以降は製品拡張型戦略に則った小規模M&AをTU I社同様積極的に実施した。TU I社と異なる点は同時期にインバウンド事業部門における水平型戦略に基づいた買収を実施したことである。

## (3) 両者の相違点としてのTU I社による被買収会社によるM&A

TU I社とクオニ社を比較する上で決定的な違いとなったのが、被買収会社による過去のM&Aとその知見であった。TU I社により買収されたトムソン社やファースト・チョイス社はM&A巧者であり、トムソン社においてはTU I社に買収される前に垂直型戦略に伴うM&Aだけでなく、水平型戦略に基づくM&Aも実施しており、主体的に進化したノウハウを買収により獲得した事実も見逃せない。

具体的にはインターナショナル・トムソン社による垂直統合である。1965年にユニバーサ

ル・スカイ・ツアーズとその航空会社であるブリタニア航空、更には1972年にトラベル・エージェンツであるランポリ社を買収した。これによりツアー・オペレーターを中心に航空企業及びトラベル・エージェンツをグループ化したトムソン・グループが誕生したのである<sup>107</sup>。規格標準化されたツアーの大量生産を実現させるために、ツアー・オペレーターがチャーター航空企業を統合化し、出来上がったツアー商品を大量販売するための流通手段として、トラベル・エージェンツを系列化する。この一連の前方、後方に向かう垂直統合化はバック・トゥーバック・チャーターの仕組みをより効果的に機能させるためには必要不可欠な取組みであった<sup>108</sup>。更にリスクを分散するための水平的戦略に基づくM&Aのノウハウをトムソン社は有していたのである。

ファースト・チョイス社も同様であった。1990年代後半から2000年前半にかけて、英国依存でかつショートホール・パッケージホリデー市場に極度に依存する現状を打破しグローバル企業への変革を目指し、70件を超えるM&Aを実行したのである。具体的にはスペシャリスト分野・アクティビティ分野及びDMC分野の強化を目指したM&Aであった。比較的小規模のM&Aを数多く実施することで、進化のダイナミズムを組織内に包含し事業拡大を続けたのである。

TUI社は自らM&Aを繰り返すだけでなく、その被買収会社もM&Aを実施していた事実から、M&Aを行うことに数々の企業が倍数的に一つの企業に包含されていき、拡大・成長するだけでなく、M&Aのノウハウも蓄積されたのである。

### 3. TUI社とクオニ社の比較からのインプリケーション

両者に共通して言える事は、経営戦略の実行にM&Aを積極的に活用した事実と水平的戦略に基づいた案件は維持し、製品拡張型戦略において実施した案件はすでにダイベストした事実であった。具体的には水平型戦略に基づき規模の追求と経営効率を目指したM&A案件は引き続き両社の事業ポートフォリオの中に組み込まれていること。一方製品拡張型戦略においてM&Aを実施した案件は、既にダイベストメントの対象となったことである。ここに共通点が見られるのである。

他方でTUI社とクオニ社を比較する上で決定的な違いとなったのが、被買収会社による過去のM&Aとその知見であった。TUI社により買収されたトムソン社やファースト・チョイス社はM&A巧者であり、トムソン社においてはTUI社に買収される前に垂直型戦略に伴うM&Aだけでなく、水平型戦略に基づくM&Aも実施しており、主体的に進化したノウハウを買収により獲得した事実も見逃せない。両社はM&Aを繰り返し、その非買収会社もM&Aを実施していた事実から、繰り返しM&Aを行うことに数々の企業が倍数的に一つの企業に包含されていき、

<sup>107</sup> The Monopolies and Mergers Commission(MMC)(1989) *Thomason Travel Group and Horizon Travel Ltd, A Report on the Merger Situation*, London: HSMO

<sup>108</sup> 小林弘二 (2007) 『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』 晃洋書房 73-74 ページ

拡大・成長するだけでなく、M&Aのノウハウも蓄積されたのである。一方クオニ社による被買収会社はオーガニックグロース主体で成長した企業が大半であり、M&Aのノウハウが蓄積されていたとは考えにくく、被買収会社によるM&A実施ノウハウの差異が、両者のM&Aの成否に影響したと筆者は考えるのである。

さらに大型M&A実施の経験値に大きな違いがあったのではと推測する。TUI社は事業構造を変革すべくダイナミックなコングロマリット型戦略に基づくM&Aを実施した経験を有していた一方、クオニ社は小規模なM&Aを実施経験しか有していなかった事が、大きな差となって表れたのではないかとも思われる。また経営者の経験と資質の点も見逃せない。TUI社は1994年にマイケル・フィレンツェル氏がCEOに就任し、事業ポートフォリオの組み換えと水平型戦略に基づく大胆なM&Aを実行した。彼は1947年3月2日ライプチヒに生まれ、ルール大学ボーフムで法律を学び博士号を取得。その後1981年に西ドイツランデス銀行に入行、1983年に産業ホールディングス部マネージャー、1985年に西ドイツランデス銀行のエクイティホールディングス部長等を歴任した。この西ドイツランデス銀行時代にM&Aを手がけた経験が、後の大胆な改革の原動力となったのだろう。意思決定当時には賛否があったことは事実であるが、結果として現在まで利益を拡大させている現状を目の当たりにすると、筆者は当時の意思決定は正しかったと考えるのである。

加えて被買収会社の経験と経営者の知見が1998年～2007年までの10年間の取組みに大きな影響を与えたのではないだろうか。TUI社はドイツでの圧倒的な競争優位を背景に英国での大型M&Aを2件実施し、一気に英国市場のリーディングカンパニーとなった。一方で同時期に大型M&Aに挑戦したが、成就しなかったのがクオニ社であった。中でも決定的な要因となったのが、両者がかつて獲得を競ったファースト・チョイス社のM&Aの成否であっただろう。クオニ社が当該案件を成就できなかった理由は、マネージメント及び株主間の合意形成が困難で時間を要したことであった。

この事実は、M&Aが戦略に大きな影響を与える事例となった。ファースト・チョイス社に纏わるM&Aが完了した後、クオニ社は大型M&Aとは一線を画しライトアセット領域での強みを獲得する戦略を変更し、インバウンド事業やスペシャリスト・アクティビティー事業等に絞込み、M&Aを実施することを発表した。M&Aが戦略に大きな影響を与えた事実であり、ここでの意思決定が今後の存亡を分けたと筆者は考えるのである。

おわりに

日本では旅行産業におけるM&Aは極めて限定的であり旅行産業とM&Aの関係性が連想しづらいのが現状であるが、欧州においてはM&Aが積極的に活用されている事実に驚かれたのではないだろうか。その数もさることながら、英国市場の大再編期においてはそのスケールも非常に大規模であった。その背景には旅行産業の特徴がある。旅行産業においては形の見えないサービスを商品として扱っていることからグリーンフィールドからの事業展開は難しく、海外進出にあたってはまずは足がかりとなる企業を買収しその後様々な施策を講じる事でグローバル展開を推進したのである。スクラッチからの展開同様M&Aの難易度も高いのは事実であるが、果敢に挑戦したのが欧州旅行産業の特徴であった。

欧州旅行企業のM&Aの特徴を纏めると、戦略アプローチの観点では垂直から水平に展開したこと、規模が範囲の経済追求に勝ったこと、単発から連続に進化したことであろう。特に結果的に複数の企業を買収したのではなく、戦略目標を達成するための手段として連続でM&Aを実行したことは特筆すべき点であった。そして統合アプローチの観点からは、短期的には非統合が優先されるが、長期的には統合を目指すことになることも新たな発見である。つまり統合には時間をかけて慎重に進めることも旅行企業ならではの特征ではないかと考える。また経営戦略とM&Aの関係については、M&Aは経営目標を達成する為の手段として捉えられていたが、ファースト・チョイス社のM&Aを通して、M&Aの成否が経営戦略に大きく影響を与えたのは新たな事実であった。M&Aは単なる経営目標を達成する手段ではなく、経営戦略を根本から変化させる影響力を持つ事象であり、その巧拙が将来の会社の存亡を分ける可能性も秘めているのである。

欧州における旅行事業の発展はアジアの旅行産業にも大きな影響を与えた。日本の旅行産業におけるリーディング企業であるJTB社は、トーマス・クックが創造した旅行企業を体現すべく、日本における旅行産業発展させる礎を築いたのである。しかしながら、欧州が直面した大再編はアジアではまだ起こっていない。それぞれの国において、地場の旅行企業が成長しているに過ぎない。強いて言えばエクスペディア社などのアメリカ発祥のOTAが各国に進出し、ローカル企業との競争がスタートした初期的なレベルであると推察する。実際エクスペディアのCEOであるオカストロム氏は日経新聞に対して、アジアで（現在の5倍となる）10%のシェア獲得を目指すとの方針を明らかにし、米国で成長の原動力としてきたM&Aにアジアでも乗り出すと表明した<sup>109</sup>。今後アジアの旅行産業内で大再編がおこる前触れであろう。

アジアにおいては海外旅行者数が劇的に増加すると想定されている。其の様な環境下、同業者による欧州等の先進地域からの参入だけでなく、他業種から成長する旅行産業に参入するケースも増加すると想定される。現にアジアの航空会社である海南航空やエミレーツ航空の旅行産業への進出は活発であり、彼らによる業界再編が起こる可能性も考えられる。アジアにおける業界の大再編が欧州と同様の形態であるとは言い切れないが、欧州で発生した事例がアジアにおいて参考となることは間違い

<sup>109</sup> 日本経済新聞 (2018) 『エクスペディア CEO アジア攻略へM&A狙う』 2018年5月9日

ないであろう。

図 61 アジアの競合分布図



出典：筆者の経験を元に纏めた。

また小規模ながら多くのM&Aがアジアでも実施されている事実も見逃せない。JTB社は2008年以降10件のM&Aを実行しグローバル戦略を推進している。また欧州プレイヤーがM&Aの中心にある中でクオニ社のインバウンド事業部門のM&AにJTBが関わった事は、今後のアジアプレイヤーの活躍を予感させるものではないであろうか。規模こそ決して大きな案件ではないが、旅行産業における成功比率が比較的高い水平型戦略に基づく取組である。また統合についても過去の成功事例を参考に取り組んでいる。経営統合については、経営陣配置に配慮の上速かに進め、経営の一本化を実現した。組織統合についてはシナジーを最優先に考え、シナジー創出の観点から速かに統合すべき分野と統合すべきでない分野を明確に分類し、慎重に統合作業を進めているのである。

そしてその仕掛人の一人が筆者本人であり、M&Aの買収前交渉から買収後のPMI、更には統合会社の経営にも深く関与していることから自らの挑戦でもある。今後の挑戦を客観的に研究者の目線で分析することも将来の楽しみである。当研究の開始当初は欧州の旅行企業は文献上の研究対象であったが、クオニ社の経営に携った今、当事者であることが不思議な感覚である。また偶然にもチューリッヒでの住まいがクオニ社発祥の地であるベルビューの至近であり、その傍にはTUI社の支店も存在することは単なる偶然を越えて運命を感じるのである。

当研究で解明された欧州旅行産業の史実と、実行されたM&Aの背景にある戦略とその巧拙が、今後起るであろうアジアの大再編の一助となればこの上ない幸せである。

邦文文献一覧

石崎祥之(2008)「ランド・オペレーター経営の変化」『立命館経営学』第47巻第4号, 87-96 ページ

今西珠美(2011)「欧州旅行業界の構造と発展」『流通科学大学論集-流通・経営編』第24巻第1号, 131-152 ページ

王炎(2005)「戦後日本の旅行市場と旅行業の展開過程 - JTBの事例から -」『現代社会文化研究』No32, 69-86 ページ

狩野美和子(2008)「旅行業者の競争戦略の分析:大手4社の経営行動に着目して」『静岡大学経済研究』13(3), 51-83 ページ

小林弘二(2007)『旅行ビジネスの本質 - 観光・旅行・航空の日英比較-』晃洋書房

竹中正道(2011)「日本の海外パッケージ・ツアー、その功罪と未来」『日本国際観光学会論文集』第18号, 123-130 ページ

玉村和彦(2003)『パッケージ観光論 - その英国と日本の研究-』同文館出版

玉村和彦(1999)「英国パッケージ・ツアー業界の熾烈な競争 - トムソンによるホライズン買収の状況」『同志社商学』第50巻第3・4号, 158-178 ページ

玉村和彦(1991)「旅行商品におけるホールセリングの確立」『同志社商学』第42巻第4・5号, 132-152 ページ

中村公一(2003)『M&Aマネジメントと競争優位』白桃書房

林伸二(1993)『日本企業のM&A戦略』同文館出版

ピアーズ・ブレンド(石井昭夫訳)(1995)『トマス・クック物語 近代ツーリズムの創始者』中央公論社

本城靖久(1996)『トマス・クックの旅 近代ツーリズムの誕生』講談社現代新書

英文文献一覧

Ansoff,H.I.(1965)*Corporate Strategy*, McGraw-Hill. (広田寿亮訳(1969)『企業戦略論』産能大学出版部)

Ansoff,H.I.,R.G.Brandenburg,F.EPortner&R.Radosevich(1971)  
*Acquisition Behavior of U.S.Manufacturing Firms 1946-1965*, Vanderbilt University Press.  
(佐藤禎男監訳(1972)『企業の多角化戦略』産業能率短期大学出版部)

Bywater, M. (2001) “Who owns whom in the European travel distribution industry”, *Tourism distribution channels: practices, issues and transformations*, pp.151-171

Bray,R. and Radburn,M.(2001)*Flight to the Sun: the Story of the Holiday Revolution*, London Continuum.

Buono,A.F.&J.L.Bowditch(1989)*The Human Side of Mergers and Acquisitions*,Jossey-Bass  
(上田武・高梨智弘訳(1991)『合併・買収の人材戦略』日経BP社)

Cartwright,S.&C.L.Cooper(1996)*Managing Merger, Acquisitions and Strawtegic Alliances*,2<sup>nd</sup> edition,Butterworth-Heinemann.

Charles River Associaters (1999) *The Air tours Case*, CRA Competition Memo.

Commission of the European Communities (1999) *Case NoIV/M.1502-Kuoni/FIRSTCHICE*, Luxembourg : REGULATION (EEC) No4064/89 MERGER PROCEDURE.

Commission of the European Communities (1999) *Case NoIVIV/M.1524-Airtours/FIRSTCHICE*, Luxembourg : REGULATION (EEC) No4064/89 MERGER PROCEDURE.

Commission of the European Communities (2000) *Case NoIV COMP/M.2002-PREUSSAG/THOMSON*, Luxembourg: REGULATION (EEC) No4064/89 MERGER PROCEDURE.

Commission of the European Communities (2007) *Case COMP/M.4601-KARSTADTQUELLE/MYTRAVEL*, Luxembourg : REGULATION (EC) No139/2004 MERGER PROCEDURE.



Commission of the European Communities (2007) *Case COMP/M.4600-TUI/FIRSTCHOICE*, Luxembourg : REGULATION (EC) No139/2004 MERGER PROCEDURE.

Datta,D.K.(1991)“Organizational FIT and Acquisition Performance”,*Strategic Management Journal*,Vol.12,pp.281-297.

David Harbord(1999)*The Airtours Case: Collective Dominance and Implicit Collusion In European Merger Analysis*, Market Analysis.

Deal,T.E.&A.A.Kenedy(1982)*Corporate Culture*,Addison-Wesley Longman. (城山三郎訳(1983)『シンボリック・マネージャー』新潮社)

Duhaime,I.M. & C.R.Schwenk(1985) “Conjectures on Cognitive Simplification in Acquisition and Divestment Decision Making”, *Academy of Management Review*,Vol .10,No2,pp.287-295.

Evans.N.G. and Stabler,M.J.(1995)“A Future for the Package Tour Operator in 21<sup>st</sup> Century?”, *Tourism Economics* 1,3pp.245-262.

Gratton,C. and Richards,G.(1997)“Structural change in the European package tour industry:UK/German comparisons”, *Tourism Economics*,3(3),pp.213-226.

G.Newbound(1970)*Management and merger Activity*, Guthstead.

Galbrath,C.S. & C.H.Stiles(1984)“Merger Strategy as a Response to Bilateral Market Power” *Academy of Management Journal*273,pp.511-524.

Haspeslagh,P.C.&D.B.Jemison(1991)*Managing Acquisitions*,Free Press.

Ingolf Dittmann,Ernst Maug, and Christoph Schneider(2008) “How Preussag Become TUI:A Clinical Study of Institutional Block holders and Restructuring in Europe”,*Financial Management Autumn* ,pp. 571-598.

Ingolf Dittmann,Ernst Maug, and Christoph Schneider(2008)*How Preussag Become TUI:Kissing too many toads can make you a toad*, An abridged version on Financial Management.

Kale,P.and H.Singh(2009) “Managing Strategic Alliances: What do we know now, and Where do we go from where? ”,*Academy of Management Perspectives*,August,45-61.

Kaplan,S.N.,M.L.Mitchell&K.H.Wruck(2000) “A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions”,*S.N.Kaplan ed, Merger and Productivity*, The university of Chicago Press,pp.179-237.

K.Luond(2006) *Globally yours Kuoni:The Future of Travel.Since 1906*,KUONI Travel Holding Ltd. On the occasion of the 100<sup>th</sup> anniversary of the Kuoni Travel Organization,AT Verlag.

Lajoux,A.R(1998)*The Art of M&A Integration*, McGraw-Hill.

Laws,E.(1997)*Managing Package Tourism: Relationships, Responsibilities and Service Quality in the Inclusive Holiday industry*, London International Thomson Press.

Larsson,R. & S.Finkelstein(1999) “Integrating Strategic,Organizational, and Human Resource Perspective on Merger and Acquisition: A Case Survey of Synergy Realization”, *Organization Science*, Vo10, No1,pp.1-26.

McKierman,P.&Y.Merali(1997) “Integrating Information System after a Merger”, *B.Lloyded, Creating Value through Acquisitions, Demergers, Buyouts and Alliances*, Pergamon,pp.59-76.

Overseas Development Institute(2003) “The UK Outbound Tour Operating Industry and Implications for Pro-Poor Tourism ”,*PPT Working Paper* No.17.

Pablo,A.L.(1994) “Determinnants of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective”,*Academy of Management Journal*,Vol.37,No.4,pp.803-836.

Pritchett,P.,D.Robinson & R.Clarkson(1997)*After the Merger*;revised edition,McGraw Hill.

Rosensteel,D.H& B.DBaer(1955) “Merger:Their Effect on Executive Compensation”,*The Management Review*.

Seth,A.(1990) “Value Creation in Acquisitions” ,*Strategic Management Journal*,Vol.11,pp.99-115.

Simon, H.A.(1976)*Administrative Behavior*, 3<sup>rd</sup> edition,Free Press.

(松田武彦・高柳暁・二村敏子訳(1989)『経営行動』ダイヤモンド社)

Sudarsanam,P/S(1995)*The Essence of Mergers and Acquisitions*, Prentice-Hall.

The Monopolies and Mergers Commission(MMC)(1989) “Thomason Travel Group and Horizon Travel Ltd”, *A Report on the Merger Situation*, London:HSMO.

W.Loschburg(1979)*A History of Travel*,Patrick Murray.

參考資料

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (1998)*REPORT AND ACCOUNTS* 1997, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (1999)*REPORT AND ACCOUNTS* 1998, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2000)*REPORT AND ACCOUNTS* 1999, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2001)*REPORT AND ACCOUNTS* 2000, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2002)*REPORT AND ACCOUNTS* 2001, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2003)*REPORT AND ACCOUNTS* 2002, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2004)*REPORT AND ACCOUNTS* 2003, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2005)*REPORT AND ACCOUNTS* 2004, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2006)*REPORT AND ACCOUNTS* 2005, London.

FIRST CHOICE HOLIDAYS PLC (2007)*REPORT AND ACCOUNTS* 2006, London.

Kuoni Travel Holding Ltd(2000)*Annual Report 1999*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2001)*Annual Report 2000*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2002)*Annual Report 2001*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2003)*Annual Report 2002*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2004)*Annual Report 2003*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2005)*Annual Report 2004*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2006)*Annual Report 2005*, Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2007)*Annual Report2006*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2008)*Annual Report2007*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2009)*Annual Report2008*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2010)*Annual Report2009*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2011)*Annual Report2010*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2012)*Annual Report2011*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2013)*Annual Report2012*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2014)*Annual Report2013*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2015)*Annual Report2014*,Zurich.

Kuoni Travel Holding Ltd(2016)*Annual Report2015*,Zurich.

PREUSSAG Aktiengesellschaft(1996)*Annual Report 1994/95*, Preussag, Berlin and Hanover.

PREUSSAG Aktiengesellschaft(1997)*Annual Report 1995/96*, Preussag, Berlin and Hanover.

PREUSSAG Aktiengesellschaft(1998)*Annual Report 1997/98*, Preussag, Hanover.

PREUSSAG Aktiengesellschaft(2000)*Annual Report 1999/2000*, Preussag, Hanover.

PREUSSAG Aktiengesellschaft(2000)*Annual Report 2000*, Preussag, Hanover.

TUI(2001)*Preussag changes to TUI Annual Report 2001*, TUI, Hanover.

TUI(2002)*The journey goes on Annual Report 2002*, TUI, Hanover.

TUI(2003)*Adding value Annual Report 2003*, TUI, Hanover.

TUI(2004)*Moving assets, Convincing details Annual Report 2004*, TUI, Hanover.

TUI(2005)*Moving people. Connecting markets Annual Report 2005*, TUI, Hanover,

TUI(2006)*Challenging tasks, Clear goals Annual Report 2006*, TUI, Hanover.

TUI(2007)*New Dimentions. New Opportunitites Annual Report 2007*, TUI, Hanover.

TUI(2008)*Decisive Steps. Clear Focus Annual Report 2008*, TUI, Hanover.

TUI(2010)*Annual Report 2009/10*, TUI, Hanover.

TUI(2011)*Annual Report 2010/11*, TUI, Hanover.

TUI(2012)*Annual Report 2011/12*, TUI, Hanover.

TUI(2013)*Change course Annual Report 2012/13*, TUI, Hanover.

TUI(2014)*Ready to grow Annual Report 2013/14*, TUI, Hanover.

TUI(2015)*Upgrade Annual Report 2014/15*, TUI, Hanover.

TUI(2016)*Delivering Annual Report 2015/16*, TUI, Hanover.

TUI(2017)*Annual Report 2017*, TUI, Hanover.

TUI Travel PLC(2009)*A world of experiences Annual Report&Account 2008*, London.

TUI Travel PLC(2010)*We are on a journey. It is been a year of progress Annual Report&Account 2009*, London.

TUI Travel PLC(2011)*We are on a journey. To an online driven future Annual Report & Account 2010*, London.

TUI Travel PLC(2012)*Positioned for growth Annual Report&Account 2011*, London.

TUI Travel PLC(2013)*Driving sustainable growth Annual Report&Account 2012*, London.

TUI Travel PLC(2014)*Annual Report&Account 2013*, London.

## 参考URL

BBC ONLINE NETWORK(1999) “First Choice rejects Airtours bid”, April 29 1999, available at <http://news.bbc.co.uk/2/hi/businwss/331065.stm> (accessed on 12Jun2015).

BBC ONLINE NETWORK(1999) “Airtours bid hit delays“,Jun 4 1999,available at <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/360657.stm> (accessed on 12Jun2015).

BBC ONLINE NETWORK(1999) “Airtours withdraws bid”, Jun 10 1999,available at <http://news.bbc.co.uk/2/hi/businwss/335578.stm> (accessed on 12Jun2015).

BBC ONLINE NETWORK(1999) “First Choice is Kuoni”, June 18 1999,available at <http://news.bbc.co.uk/2/hi/businwss/372282.stm> (accessed on 12Jun2015).

BBC ONLINE NETWORK(1999) “Holiday firm in mega-merger”, March 16 1999,available at <http://news.bbc.co.uk/2/hi/businwss/297009.stm> (accessed on 12Jun2015).

BBC NEWS(2007) “First Choice to tieup with TUI”, March 19 2007,available at <http://news.bbc.co.uk/go/pr/fr/-/2/hi/business/6465387.stm> (accessed on 23Jun2015).

Bloomberg(2016) “Kuoni Agrees to \$1.4 Billion Takeover Bid From EQT Partners”, February 2016,available at <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-02/kuoni-agrees-takeover-bid-from-swedish-buy-out-company-eqt> (accessed on 11Jun2018).

FINANCIAL TIMES(2006) “Kuoni rejects talk of First Choice merger”, August 23 2006,available at <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/891c75f6-3243-11db-ab06-0000779e2340.html> (accessed on 12Jun2015).

FINANCIAL TIMES(2007) “MyTravel agrees merger with Thomas Cook”, February 12 2007,available at <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a5c4380a-ba34-11db-89c8-0000779e2340.html> (accessed on 12Jun2015).

FINANCIAL TIMES(2006) “Kuoni rejects talk of First Choice merger”, August 23 2006,available at <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/891c75f6-3243-11db-ab06-0000779e2340.html#axzz45U9oc3Hb>



(accessed on 11Apr2015).

FVW Medien GmbH(2016) “M&A deals: EQT to create new European tourism group with Kuoni takeover”,February2016,available at <https://www.fvw.com/news/ma-deals-egt-to-create-new-European-tourism-group-with-kuoni-takeover/393/152700/11245> (accessed on 11Jun2018).

Hogan, S., Glynn, S., & Bell, J. (2006) “Bringing Brand into M&A Discussions”. *Merger Management Journal*, Online.,available at [http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/archive/2004/MMJ20\\_Brand\\_MandA\\_Discussions.pdf](http://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/global/en/files/archive/2004/MMJ20_Brand_MandA_Discussions.pdf). (accessed on 08Apr2016).

The Guardian(1999) “First Choice plea for Kuoni” , June 30 1999, available at <http://www.theguardian.com/business/1999/jun/30/8> (accessed on 15Jun2015).

The INDEPENDENT(1999) “Kuoni bid for First Choice backed by Thomas Cook”,8 July 1999 ,available at <http://www.independent.co.uk/news/business/kuoni-bid-for-first-choice-backed-by-cook-1105035.html> (accessed on 12Jun2015).

THE WALL STREET JOURNAL(2000) “Travel Firm Preussag Agrees to Acquire UK’s Thomson Travel for \$2.73 Billion” , May 16 2000,available at <http://www.wsj.com/articles/SB958373063452469167>( accessed on 23Jun2015).

THE WALL STREET JOURNAL(2000) “Preussag Considers Bid for Thomson Travel That Could Thwart C&N Touristic’s Offer” , May 15 2000,available at <http://www.wsj.com/articles/SB958125445891427510> ( accessed on 23Jun2015).

THE WALL STREET JOURNAL(2000) “Preussag Chairman Defends Move To Acquire Thomson Travel Group” , October 9 2000,available at <http://www.wsj.com/articles/SB971034947378884053> (accessed on 23Jun2015).

THE WALL STREET JOURNAL (1999) “Kuoni Abandons Its Offer To Merge With First Choice” .July 9 1999, available at <http://www.wsj.com/articles/SB931469179252935712> ( accessed on 15Jun2015).