

日本型敵対的買収考



経営戦略研究科教授(経営戦略専攻) 平木 多賀人

わが国において上場企業を対象としたこれまでの戦略的買収は少なくとも敵対的ではなかった。また(村上ファンドや楽天が行った)敵対的買収にはホワイトナイトが現れ、第1ラウンドでの買収は阻止されてきた。そうしたなかで、2006年8月王子製紙(売上業界首位)の北越製紙(同業界5位)に対する敵対的公開買い付け(TOB)は世間の耳目を集め実行された。製紙業界再編を謳った王子の提案は、経営者にとって敵対的であっても株主には支持されるであろうとの憶測が当初支配していた。予想に反し、この敵対的TOBの結末は王子にとって非常に惨めなものとなった。あるものは日本企業の企業統治に対し失望し、あるものは安堵した。以下でこのわが国初の戦略型、敵対的TOBからのレッスンとコーポレート・ガバナンス上の意味合いを述べる。

第1に、王子製紙の買収提案に対して北越製紙が共通の価値基盤に立って応戦せず、完璧な勝利を取めた点が非常に興味深い。おそらく米国であったなら北越のこの対応は株主にとって許されない行為であったであろう。何故わが国の伝統的企業では許されるのであろうか。それは北越の主要株主が純粋ポートフォリオ投資を目的としてないからである。ここで問題にしたいのは、北越の経営陣がTOBを阻止するために払った黙示的コストの大きさである。特に第三者割当を通して三菱商事を取り込む直接的・間接的意義は非常に大きかったのであるが、そのコストも甚大である(突如4分の1相当の議決権が5~6%の割引で売られただけでなく、TOB阻止協力費をタイ・イン・セールで更に要求される)。また、商事への第三者割当からの株主権希薄の弊害を被る残りの株主のうち協力的な者にも何らかの便宜を図る義務が生じてくる。経営陣の究極の自己防衛手段は価値創造であり、かれらの対案(戦略モデル)が市場で受け入れられない場合にはMBOを敵対的買収の対抗手段として行う位の覚悟が経営者には必要である。皮肉にも、北越経営陣は価値に関する対案の提出と議論をほとんどしないで経営権を維持することに大勝利してしまった。

第2に、問題としたいのは買収する側の王子製紙の戦略遂行能力あるいは目的達成への情熱である。王子は北越が三菱商事へ救済のアプローチ行うに十分な猶予を与えてしてしまった。王子は既に(従業員退職金)信託口座を通して4%~5%を保有する北越の大株主であったのであるから、北越の三菱商事への第三者割当増資には引き受け差し止め請求を裁判所に提出することができた。王子製紙が三菱商事との取引にそれ程大きく依存していたとは思えないのに躊躇してしまう。王子経営陣は北越の大株主や地元に対する説得においても北越に大きく水をあけられてしまう。更に、その後TOBの条件変更オプションを一切行使せず9月5日にTOB期限を迎えてしまう。TOB総応募は67件、総発行済株数に対する割合では5.3%で、王子はTOBにおいて完全敗北した。王子は買収でなく独自での新規設備投資

行うことになるが、TOBは失敗してもととのゲームに過ぎなかったのかという疑問がどうしても残る。敵対的買収は経営権を巡る戦争であるはずである。

次に、それぞれの当事者の株価の変化を問題にしてみよう。北越はTOB阻止に協力してくれた政策的株主にホールドアップされている。そのため北越の株価はTOB前より低い水準に事後的に収斂してよいのに、10%程高い値で全ての調整を終えている。TOB情報が初めて市場に流入する7月23日には北越株はストップ高（15.83%对市场修正リターン）を記録するなど大きく値を上げ、7月終わりから8月半ばまでTOB価格を上回る価格で推移していた経緯も見逃せない。9月末時点での北越の収斂株価は同社が引き続き買収ターゲットであることを示唆している。北越株が何故TOB価格を上回る価格で期間中一時的にせよ取引されたのかはパズルである。北越株を最も欲しがったのは疑いなく業界2番手の日本製紙であった。日本製紙はこのTOB期間中、数パーセントレベルから9%近くまで市場で北越株を（意図的に王子の買い取り価格より高い値で）買っていたのである。もちろんこの非効率的投资を反映して、日本製紙の株式は大きく値を下げた。実質的にホワイトナイトとなる三菱商事にとっては北越への投資は同社の大規模戦略ポートフォリオにおいて欠如していた一構成要素の充足であって、株価に影響を与えるほどの重要性をもたない。王子の株価はほとんど変動していない。株価で見ると価値創造はどこでも何も行われていない。

王子製紙のFA（ファイナンシャル・アドバイザー）としての野村證券が資本原理の最たる具現であるTOBを推進する役割を担い、外資系であるクレディー・スイスが北越のFAとしてTOBの阻止に積極役割を果たしたことは非常に興味深い。メガバンクも他の競合投資銀行も躊躇した欧米流の本格的アプローチをもって、敵対TOBディールにわが国で初めてFAとして乗り出した野村の戦略転換が読み取れる。2007年5月解禁の三角合併仲介への地固めなので、失敗も許されるのであろうか。一方、クレディー・スイスの提案した関係者密着戦略は一見合理主義とは逸脱したものと写るが、実際にはタイ・イン・セールとして価値交換経済原理に沿ったものであったはずである。北越のTOB阻止には、安定株主あるいは地元からの支持取り付けが最も重要であることを看破した見事な現実的戦略であった。クレディー・スイスはTOB阻止の最大功労者として高い報酬を得てこのディールから去っていったのである。また将来の商機も得た。

価値創造に伴う買収提案は推進されるべきであるが、わが国買収ではその機会が敵対的である場合つぶされてしまう可能性が大である。北越製紙に対するTOBでは、それぞれの当事者レベルでは正当化される行動であっても価値創造にはつながっていないことが分かった。買収ターゲットへの政策的投資が常に非生産的とはいわないが、その投資に伴う価値創造過程を示した上での投資でないとレントの収奪行為と受け止められても仕方がない。この種の買収防衛投資はコーポレート・ガバナンスの根幹に関わる意味合いを有しているので十分な再考が必要である。