

「製紙攻防」が意味するもの

～わが国に敵対的買収は馴染まないのか？～

経営戦略研究所
藤島裕三

新春を迎えるに際して、2006年に話題となった経済ニュースを、ガバナンスの視点から回顧する。第二回目は、王子製紙と北越製紙による「製紙攻防」について。

王子による経営統合計画は、業界環境を踏まえた妥当性の高いものだった。資本市場の評価を追い風に、敵対的なアプローチを徹底するべきだったのではないが。

今後、第2・第3の王子が出現した場合、成功する確率は決して少なくはないと思われる。いかに資本市場の支持を得られるかが、必要不可欠なポイントになるろう。

「製紙攻防」とは、業界最大手の王子製紙が中堅の北越製紙に対して、相手側の合意を得ていない株式の公開買い付け、いわゆる敵対的TOBを仕掛けたものである。

2006年7月23日、王子はTOBによる北越との経営統合計画を発表した。これに先立って北越は買収防衛策の導入と、三菱商事に対する第三者割当増資を発表していたが、王子は7月3日の時点で北越に経営統合を申し入れたと指摘、共に「株主全体の利益」を損なうものだと非難した。しかし北越が自主独立の経営にこだわったため、王子は8月2日に敵対的な形でのTOBに踏み切った。

両社の攻防は他社をも巻き込んで1ヶ月余りに及び、日本初の大企業同士による買収合戦として、大いに注目された。結果として、王子によるTOBは不成立に終わり、北越は三菱商事の支援を得て、現体制を維持することに成功した。その後の製紙業界においては、レンゴー・日本製紙グループ本社・住友商事の提携など再編機運が高まっており、「製紙攻防」はその呼び水になったと評価できよう。

しかし一方で、「製紙攻防」において王子が採った行動に関しては、少なからず疑問を呈せざるを得ない。「敵対的」という割には攻め手が中途半端で、みすみす勝機を逃したようにも思われるのである。以下、主な疑問点を列挙してみる。

経営統合を打診してからTOB実施に踏み切るまで、20日間も猶予を与えた。

その間に北越は買収防衛策を導入し、三菱商事からの出資受け入れを決定した。

三菱商事に対する増資を、買収妨害が目的の「不公正発行」だと訴えなかった。

株式総数の24%を三菱商事に握られ、TOBによる支配権奪取が難しくなった。

TOB実施計画を発表してから実際に開始するまで、さらに10日間も待った。

純粋な投資家は売り抜けてしまい、北越支持派が大部分の株を固めてしまった。

何が何でも北越を買収したかったならば、王子はもっと迅速に行動を起こすべきだったし、また、あらゆる対抗手段を講じるべきだったのではないか。直接のマイナスだけでなく、～で資本市場が王子の「本気度」を疑ったとすれば、それもTOBが不成立に終わった一因なのかもしれない。

なぜ王子の攻め手が中途半端に終わったのかについて、真の理由を窺い知ることはできない。知り得たところで、極めて個別的な事情によることも予想されるため、コーポレートガバナンスに関わるような本質的な議論には発展しないかもしれない。むしろ肝心なのは、王子によるTOB計画に対して、証券アナリストや機関投資家は押し並べて、高い評価を与えていたことである（図表参照）。

製紙業界は国内企業による過当競争に加えて、原料価格の高騰および廉価な輸入品の流入という、まさに三重苦の真っ只中にある。資本市場は状況を打開するような業界再編を待望しており、王子の経営統合計画はその期待に適ったものだった。王子の立場としてはこのような追い風を利用して、資本市場に正当性を訴えつつ敵対的に事を進めれば、買収の成功確率は高まっていたのではないか。

一方で北越としても、かねてより中期経営計画は発表していた。しかし同社のPBR（株価純資産倍率）は1倍を割って推移してきており、高く評価されていたとはいえない。ごく単純に考えれば中計に説得力がなかったか、IRの努力が足りなかったかのいずれかだろう。その意味では、株主重視の姿勢が不足していたため、敵対的買収のターゲットになったともいえるかもしれない。

「製紙攻防」において、王子は敵対的なアプローチを徹底しなかった。しかし今後、第2・第3の王子が出現した場合、成功する確率は決して少なくないと思われる。買収する側/される側の双方にとって、資本市場の支持を取り付けることが、必要不可欠なポイントだと認識すべきであろう。

- 以上

図表：王子の経営統合計画に対するDIRアナリストの評価

日付	レポートの要旨
7/25 付 7/23 に 計画発表	<p>「経営統合案をポジティブに評価」</p> <ul style="list-style-type: none"> ・中堅が大手の傘下入りすると、成熟した市場の安定化および改善につながる ・リストラは伴わないため、地域経済や従業員の雇用など大義名分も発生しない ・過当競争を続けた場合は、アジアの新興勢力に駆逐されてしまう恐れがある ・第三勢力の誕生は、市況の一段の混乱と悪化を招いて、収益悪化につながる ・上場企業である以上、既存株主の利益最大化が最優先課題だと認識すべき
9/1 付 8/29 に 敗北宣言	<p>「極めてネガティブな影響を受ける」</p> <ul style="list-style-type: none"> ・製紙業界は今後3～5年、消耗戦を続ける可能性が高く、投資魅力は薄れる ・洋紙販売価格が10%下落した場合、北越製紙は赤字転落する可能性がある

安藤祐介「アストロンレポート」より作成