



最近のTOB案件に見る 日本のM&A動向

松田千恵子

マトリックス株式会社 代表取締役
日本CFO協会 主任研究委員

「いや、びつくりした」——駐米経験も長い才気煥発な重役が言う。なぜ? 「だって、出入りの証券マンが(北越製紙やフタタのTOB案件に)『びつくりした』なんて言うから」。: : 自明のことになぜ驚くのか、と「びつくりした」わけである。数年前、「敵対的TOBは日本には馴染まない」と言われたことを考えると、こうした反応には隔世の感もある。だが、このように「当然となってきた」手段ではあるが、本当に株主のために効果的に活用し得ているのか、と言うとまだ疑問も残る。ここでは、最近のTOB事例を参考にしながら、広くM&Aの起こる背景、課題、そして今後の展望について考えてみたい。

事業経済性を考える

世の中には多くの事業が存在するが、これらはすべからず四つの「型」に分けられる。規模が効くのか効かないのか、差別化の要素が多いのか少ないのか、この組み合わせで「四つ」である(図1)。それぞれを、①規模型、②分散型、③特化型、④手詰型、などと称したりもする。

わざわざ「型」に分けるのは、それによって取るべき戦略が異なるからだ。規模型の場合には、コストの共

有化効果が大きいので、規模を大きくするほど収益性は高くなる。従って重要な戦略課題は、規模を大きくし、マーケットシェアを確保するための投資の意志決定であり、その後の徹底的コストダウン、である。投資、といえば設備投資はもちろんだが、M&Aなどで「規模を買ってくる」のも投資の一つである。つまり、規模型の業界では、他社を併合して規模を拡大する形のM&Aは、至極当然の経営戦略の選択肢の一つ、ということになる。

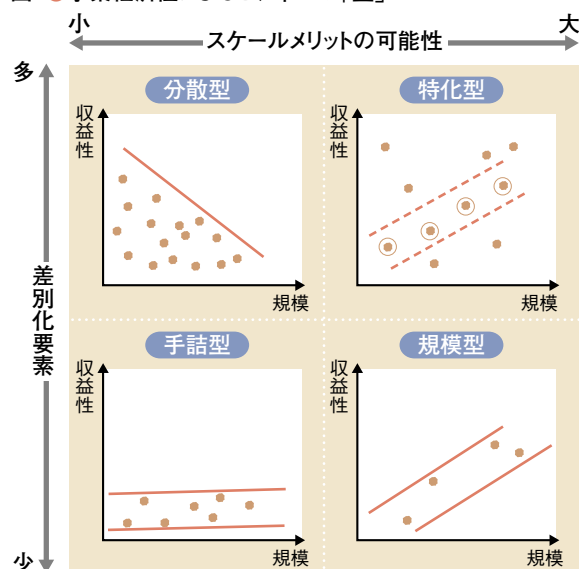
「紳士服業界」「製紙業界」からの示唆

紳士服業界や製紙業界を見てみよう。典型的な規模型の業界である(図2、図3)。既にM&Aという選択肢は過去にも使われている。アオキは、二〇〇三年には中部地方の「トリイ」を子会社化、二〇〇四年には静岡の「ゴト」から、二〇〇五年には東北の「ゼ

ビオ」から店舗を譲り受けている。また、製紙業界の歴史は合従連衡の歴史である。王子製紙と日本製紙はもとひとつの会社であり、一九四九年の財閥解体による分割以来、さまざまな分割・統合を繰り返している。つまり、ずっと前から同じようなことをやっていたのである。市場が伸びなくなり、シェアを食い合うようになれば尚更のことだ。

世間では、今回の相次ぐTOB提案を受けて、どこもかしこもM&Aの波が起こる、と指摘する声で一杯だ。だが、ここで幾つか考えておくべき点がある。一つには、自らの事業の「型」に逆らってM&Aを行わない、

図1 ● 事業経済性によるビジネスの「型」



ということである。差別化要素が見当たらずに、他に成長すべき市場余地が少なく、それなのに市場参加者が無闇に多い、という業界では、M&Aはその状況を変え得る重要なツールになる。

こうした規模型の業界では、鉄鋼業界に見られるようにグローバルな再編も進む。自動車業界や航空業界に見られるように、世界規模でのグループ集約も起こるだろう。製紙業界の場合、世界第一位のInternational Paperの売上高は王子製紙の約二・五倍である(注1)。これを見ると、今回のTOBの経緯などはコップの中の嵐にも見えてくる。目線を一段上げて業界の今後を考えていく必要がある。

一方、M&Aがいくらブームだからといって、分散型の企業が徒にこれを行うのは命に関わる。規模が大きくなれば収益性は下がってしまうのである。M&A後の統合も、そもそも共有化可能性が少ないのだから難航せざるを得ない。自らの型をよく見極めた上で選択肢を選ぶ必要がある。

イノベーションの可能性を広げる

次に考えるべきは、「規模を拡大す

るしか途はないのか」ということである。事業の型は未来永劫固定的ではない。イノベーションが起こることにより変化し得る。例えば、典型的な分散型事業であった外食業界は、一九七〇年代にすかいらくが「セントラルキッチン」というイノベーションを実現したことにより、一気に規模型化した。さらに、規模の限界が見え始めた頃、中華専門や和食専門、といった特化型の形態が成長し始めた。単に規模拡大のためのM&Aに走るのも構わないが、こうしたイノベーションの芽が本当になのかどうか、よく考えてみる必要があるだろう。

紳士服業界の場合、必ず言われるのは「二〇〇七年問題」である。団塊の世代が退職すると急激にスーツ需要が縮む、とされる。それはそうだが、退職世代が服を着ないわけではあるまい。一着買えばもう一着ついてくる、などといった価格破壊が止められない紳士服に比べれば、プライベートの需要や、クルビズ需要などはよほど健全な価格形成が可能かもしれ

れないし、差別化の要素も多い。紳士服業界は、自らを「紳士服」の枠に閉じこめて自縄自縛に陥つてきた感がある。ここ一〇年ほど、うまく育てれば急成長市場であった女性ビジネススーツ需要にほとんど対応できていないことなどもその一例だろう。紳士服業界の例を他山の石として、本当に「規模」しか戦略変数がなくなる前に、自らを閉じこめる枠

図2●紳士服業界の事業経済性

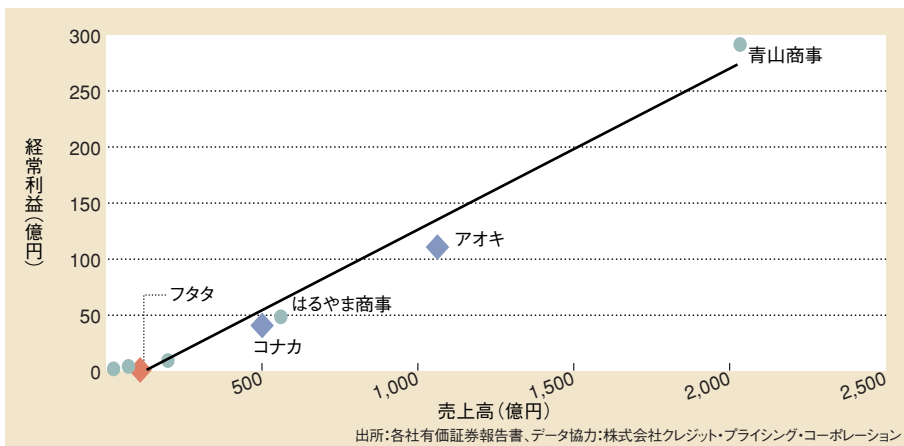
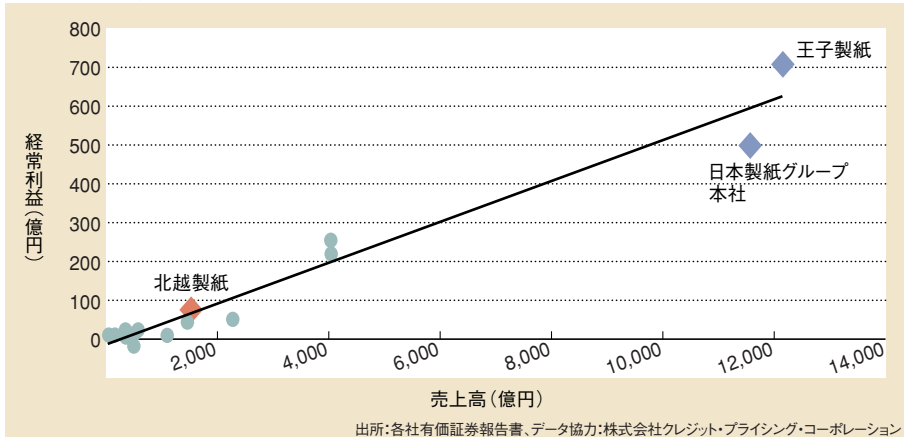


図3●製紙業界の事業経済性



を壊してイノベーションを起こす可能性を考えることも急務だろう。
あまりに「日本的」なTOBを巡る攻防

ここまでは事業の重要性に焦点を当ててきたが、ディール自体についても見てみよう。結果的には(本稿執筆時点で)成立見込みは少ない北越製紙やフタタに対するTOBもしく

はその提案であるが、TOBが「米国資本主義の象徴」のように取り上げられる割には、実際のデールは何とも「日本的」に進んだ。王子製紙のTOB提案は当初明快だった。なぜ買収するのか、という説明を論理立てて展開し、一株八〇〇円という買付条件を弾き出して見せた。この先、資本市場が期待する筋書きはただ一つ、「これに対して、北越製紙（の現経営者）に経営を任せたら、どういった論理立てで幾らの株主価値が期待できるのか」である。

だが、話はここからぐっと日本的になる。北越製紙は「二〇一〇年度に時価総額二、八四一億円」という経営目標を示した。一株あたり約一、三〇〇円の計算だが、その根拠の薄弱さには王子製紙のみならず、アナリストなどからも批判が相次いだ。しかし、北越製紙は「（反証となる）根拠の提示」よりも「支持者固め」を選び、地元巡りに奔走する。かくして「北越銀、TOBに应じず」（注2）、「北越製紙株売却、第四銀改めて拒否」（注3）など、「論理」ではなく「情」によって話は動くことになった。また、王子製紙側も「論理」で考えれば一刻も早く動くべきところ、「敵対的」と言われたくない「情」が

勝ったのか、北越製紙の回答を長々と待ち、その間に日本製紙の、これも論理では説明しにくい「介入」を招いた。

株主の不満要因、 商社という阻害要因

幾つもの「情の交錯」は、一般株主の利害を全く無視している。北越製紙の株主にしてみれば、王子製紙、北越製紙、日本製紙、それぞれが示す株主とその論理的な根拠を前に、三者択一をすればよいだけの話である。だが、北越製紙は批判に対する反証を示していない。日本製紙は株価も根拠も示さず、株主の選択の機会を無闇に潰してきた。（本来、自らも北越製紙にTOBをかけるべきだろう。話はシンプルかつロジカルになる。）

また、王子製紙の提示価格八〇〇円を上回る価格での北越製紙株取得について、日本製紙自身の株主に對してどのような論理的な説明ができるのか、さらには、情にほだされた北越銀行や第四銀行も、自らの株主に向けてそれが合理的な決断であったという説明ができるのか、など、株主の立場で見たときの疑問は数多い。

日本での「情の交錯」には、商社がよく顔を出す。昨今、投資会社化が進む商社は、その金融機能のみに着目すればM&Aの推進力になり得る。一方で、その商流・物流から見れば、業界再編・刷新の阻害要因にもなる。

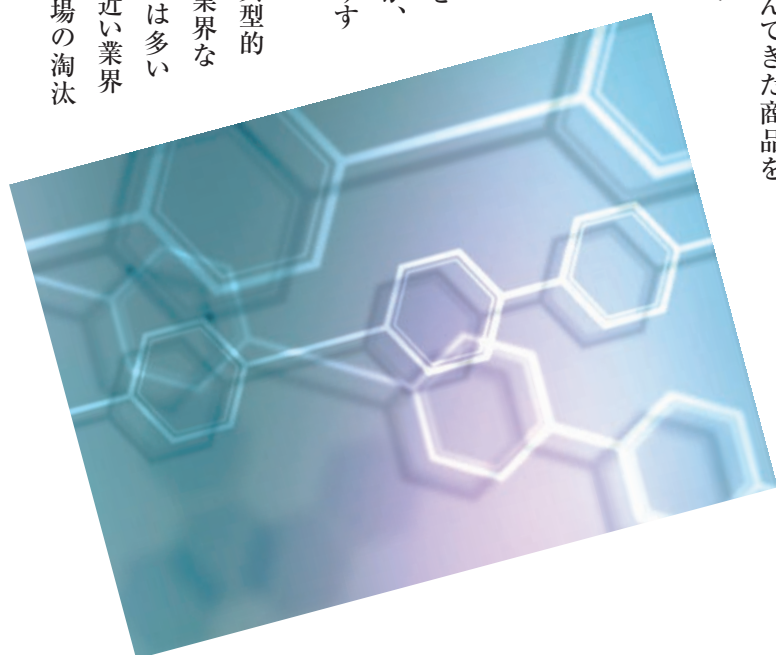
商社は、サプライチェーン全体を手中に収めて利益を得る、というビジネスモデルを持つ。原材料を買付け、運び、加工し、販売する、という流れを、一気通貫で傘下に置くことが彼らの儲けの秘訣である。加工を請け負う企業が勝手に他社系列の企業と合併したり、運んできた商品が販売する企業がいなくなるとチエーンが目詰まりしたりすると困るのである。したがって、自社のサプライチェーンを構成する企業群が、欠けたり変わったりすることを嫌う。

今回のTOBは典型的だが、他にも小売業界など思い当たる事例は多いだろう。消費者に近い業界であればいずれ市場の淘汰

は働くだろうが、産業材などではこの阻害要因の存在は意外に大きい。あまり指摘されないことではあるが、こうした商社の「機能」は、日本のM&Aを考える上では外せない要素といえよう。

「利害相反」に対する鈍感さ

フタタとコナカ、アオキの事例にしても「日本的」な要素は数多い。そもそも、なぜこれだけ規模化の波が顕著な業界で、コナカがフタタに対して「緩やかな資本提携」などを続けてい





たのか。二〇〇〇程度の株式を保有してもそれ自体は何の役にも立たないし、資本提携を行ってからの三年、フタタの事業に見るべき効果が現れたわけでもないことからすると、脇の甘い関係だと言わざるを得ない。これは、ことフタタとコナカに限らず、世間一般の親会社と子会社、関係会社との関係にも当てはまるだろう。日本にのみ見られる親子上場の問題点をも彷彿とさせる。

また、この事例で気になるのは、コナカとアオキの提案の是非を判断するのが、三井住友銀行だった点である。ここでもまた、一般株主の選択権は無視されている。それどころか、判断は中立的に行われてもいない。フタタとコナカのメインバンクは三井住友銀行である。アオキはそうではない。ここで言わんとしているのは、実際に三井住友銀行の判断が偏っていたかどうか、ということではない。内容に至る以前の問題として、形式基準において「中立性」が保たれているように見えない、という問題である。外見的に利害相反の可能性が残されているなら、その時点でアウト、なのである。だが、親子上場もそうだが、「日本的な情」は、利害相反といった言葉には極めて鈍感である。

過去にも、阪神と阪急の統合問題で、大和証券SMB Cが両社に関わるなど、「鈍感」な例は枚挙に暇がない。

あまり「日本的」という言葉を使うのは適切ではないかもしれない。「日本的」を批判するとすぐに「米国の言いなりは問題」「モノづくりの精神は大事」「結局は人であるはず」などと明後日の方向で論議が始まるからだ。ここで「日本的」と称しているのは、「非論理的」「非経済合理的」或いは「不透明」ということだ。資本市場は、不特定多数の投資家が集まり、あまたの情報を基に企業の価値を数字に換算して売買を行っている世界である。したがって、使われる共通言語は、見知らぬ人でも誰でもわかる「論理」であり、数字に還元して納得のいく「経済合理性」であり、あまねく情報が行き渡る「透明性」である。資本市場に参加している以上は、そこで使われる共通言語に則つて意思表示をしてほしいものである。

一九八〇年代米国に酷似した日本の状況

この先、日本におけるTOBや、M&Aはさらに増えるだろう。現在の日本の状況は、一九八〇年代の米国の状況とほとんど同じだ。当時の

米国は、それ以前の多角化ブームの反動で、本体内に不採算事業を抱えたり、それを売却した資金を再投資に回せずいたりする企業が珍しくなかった。また、投資ファンドなどの台頭と金融技術の進展によりLBOがブームになり、買収合戦が盛り上がりを見せた。現在の日本においても、本業の立ち位置を描けずに現預金を内に抱えている企業は未だ多く、銀行は資金を喜んで貸し出す。しかも、LBO等では不可欠なSPCを使ったノンリコースローンやメザニンローンなど大歓迎だ。新会社法導入により手法の選択肢は増え、だが資本市場に対する制約はさほど厳しくない。TOBにしても、全部買付義務が課せられることもなく、部分買付をしてその後少数株主排除を行うことが可能だ。当時の米国の状況を知っていれば既視感を覚えるほどよく似ている。

では、この先当時の米国では何が起こったか。「M&A自体の目的化」である。米国では、投資銀行やファンドなどが次々とデイルを仕立て、大規模なマネーゲームが展開された。金融業界にとつてM&Aほど刺激的なものはない。何より「儲かる」。ゆえに、ニーズのあるところに対応するの

ではなく、強引にでもニーズを作るようになる。ただ「流行っているから何となく」M&Aも考えてみる、といった企業はこうした「ニーズ作り」の悪い「カモ」である。資金余剰はM&Aに回すが詳細は未定、などと公言している企業は相当程度カモ扱いされていると思つた方がよい。結局、高い買い物をするとうと知らずに押しつけられて、手持ちの資金では足りずに多額の借金をして返すのに青息吐息、といった状況にもなりかねない。事実、米国LBOブームの後には、企業買収の末負債過多で倒産する企業が数多く残された。こうした実例が既にあるのだから学ばない手はない。本格的なM&A隆盛の前夜、自らの「事業の立ち位置」を改めてじっくり考え、経営目的遂行のための「手段としてのM&Aとその必要性」を的確に認識しておくべきだろう。それが、論理的、経済合理的、透明性を以て説明し得るかどうかも忘れずに。

(注1) 日本製紙グループ

本社ホームページ

(注2) 二〇〇六年八月二一日

日本経済新聞夕刊

(注3) 二〇〇六年八月一八日

日本経済新聞