

## 日本王子造纸敌意收购失败的启示

文/李淑平

### 一、日本王子造纸敌意收购过程

王子制纸(OJI Paper)是日本销售额最大的造纸企业,2006年7月3日,王子制纸向日本排名第六的北越制纸(Hokuetsu Paper Mills)正式发出要约,准备出资14亿美元进行公开要约收购(TOB),从而将北越制纸并于自己的名下。若此项交易成功,王子造纸将跻身世界前列的第五大造纸企业,也将重新划分日本造纸行业格局。

在这之前,王子制纸的管理层曾与北越制纸的管理层接洽了几个月的时间,早在2006年3月,王子制纸总裁就与北越制纸进行了接触,讨论结盟事宜。但北越制纸董事会公开拒绝了王子制纸的“美意”。在“好意”遭到北越制纸的拒绝之后,王子制纸表示,收购“已经脱离友好的性质”,并宣布以34%的溢价公开收购王子制纸的股份,收购要约从2006年8月3日起生效,王子制纸决定用敌意收购(hostile takeover)的方式吞并北越制纸。而就在收购要约生效的当天,日本第二大造纸商日本制纸集团(Nippon Paper)抢先收购了北越制纸8.49%的股份,收购金额达113亿日元,充当了拯救北越制纸的“白衣骑士”。日本制纸社长中村雅知表示,收购股份的目的之一是阻止王子制纸的收购。

9月5日,王子制纸宣布,原计划通过公开收购北越制纸至少50.0004%(10,082万股)的股份,但目前只有占股票5.25%(1,125万股)的投资者接受了它的收购要约,由于距离目标差距太大,决定放弃收购。

### 二、日本敌意收购产生的背景

敌意收购是指收购公司在目标公司管理层对收购意图尚不知晓或持反对态度的情况下,对目标公司进行强制收购的行为。因此,这种收购也叫强制性收购。敌意收购旨在通过收购目标公司股东手中所持有的股份,取代其目标公司的投资者地位而成为其控股股东,因此,在法律上的效果即引起了股权关系的变更。

在日本公开收购是极为少见的。王子制纸收购案例是在蓝筹股资本市场并购的第一例。这主要是因为日本宏观环境发生了很大的变化,这为敌意收购的产生创造了有利的条件。

#### 1、公开市场结构的变化是日本企业敌意收购产生的前提

上世纪90年代以前,日本企业大都是相互持股,或者同时还伴随着“主银行”对企业的控制,企业间的并购很少,特别是在日本资本市场上公开市场收购就更少了。但是,由于从上世纪90年代以来企业间相互持股比例的降低,日本稳定股东的比例在10年间减少了一半,降到占全体股东的四分之一。另外,也由于“主银行”或贷款方对企业资本控制力的下降,导致个人持股比例的大幅上升,特别是外国投资者的持股比率由1990年的4%,上升到现在的20%以上。个人和外国投资者持股比率的大幅上升使得企业间通过公开市场收购变得更容易了。

#### 2、日本企业资产结构变化为敌意收购创造了良机

另外,在经历了上世纪90年代的“金融风波”以后,为了增强抗风险的能力,越来越多的日本企业尽可能地保有手头的流动资产。但是,持有太多的流动资产,股价收益比率(PBR)就会相对降低,这样,也使公开市场收购更易完成。

#### 3、日本造纸行业日益激烈的竞争是敌意收购形成的内在动因

近年来,日本纸张市场的需求更是停滞不前,市场呈现出供大于求的局面,另外从中国大量进口纸品也给日本的纸张市场形成了很大的压力。在这样一个大环境下,相对于市场而言,日本造纸企业数量过多,必须进行行业整合。王子制纸是日本最大的造纸企业,而北越制纸则排在第六位,但北越制纸的生产工艺比王子制纸要先进。王子制纸意识到仅靠内部挖潜而带来的增长非常有限,必须注重规模的扩张。北越制纸花巨资购置了新设备,王子制纸和日本制纸经过了好几年的支出紧缩,也急需购置新设备。但是王子制纸意识到与其自己购置新设备而引起生产能力过剩和产品价格下跌,不如选择直接并购北越制纸,这远比增添新设备要明智的多。王子制纸试图通过与北越制纸的合并,进行生产经营重组,淘汰陈旧的生产设备,集中资金兴建新的生产设施,达到对日本纸业市场的控制以及降低其生产经营成本的目的,使整合后的新公司更具竞争力。

### 三、王子造纸敌意收购失败的原因

王子制纸对北越制纸发出的敌意收购要约开辟了日本蓝筹股企业并购史上的先河,此项交易对于王子制纸企业的生存与发展具有十分重要的。因此,王子制纸做了非常充分的准备,但最终还是以失败而告终。王子制纸失败的原因有很多,主要有如下几个方面:

1、收购对象的选择问题。敌意收购所选择的目标公司一定是股东与公司控制权相分离，且股权集中度分散的企业。敌意收购多采用公开市场收购方式，相对而言，股权越分散，公开市场收购就越容易。从股本结构上看，北越制纸股权的分散度还不够，有超过1/3的法人股东掌握着北越制纸的股份，在王子制纸展开收购时，这些股东应董事会的要求，公开表示不会向王子制纸出售股份，这是王子制纸本次收购失败的主要原因。

2、收购行动迟缓。想要在激烈的市场竞争中生存，就必须不断地壮大和发展自己。王子制纸正是基于这样的考虑，对北越制纸展开了收购。收购采用的是“先礼后兵”的策略，为的是要打破敌意收购是“大鱼吃小鱼”的陈旧观念，以树立了一个敌意收购的良好“典范”。的确，日本企业界对王子制纸的举动普遍表示了赞许，认为王子制纸的收购是“透明的”和“公平的”。但正是因为这种按部就班的“透明”和“公平”，使北越制纸有充足的时间做好各种准备，特别是反收购准备。从战术上讲，王子制纸的做法是极不明智的。王子制纸的管理层在事后总结失败的原因时也认为“自己的行动太过于迟缓了”。

3、“白衣骑士”的干预。在此次收购过程中，日本第二大造纸企业日本制纸反应迅速，在收购要约生效的当天，就用高价收购了北越制纸8.5%的股份，扮演了拯救北越制纸的“白衣骑士”。由于日本制纸的中途杀出，使王子制纸能够收购的股权大幅减少。

4、成功完成与三菱公司的结盟，成功实施股权摊薄反收购措施。王子制纸的怀柔政策为北越制纸和三菱公司的结盟制造了时机，北越制纸迅速向三菱公司折价发行了5000万新股，使三菱公司拥有的股权由原来的0.97%增加到24.44%。新股的发行，大大稀释了其他股东的股权，而且包括三菱公司在内的主要股东都保证不会向王子制纸出售股份，这又大大增加了王子制纸的收购难度。

#### 四、王子制纸敌意收购失败的教训和启示

敌意收购对原大股东来说可能是“非友好”的，但对于全体股东来讲未必是坏事。敌意收购的成功就意味着目标公司经营地位的丧失，因此防御被收购就成为努力经营的一大动力。敌意收购迫使公司管理层努力提高经营效率，最大效率地提升公司价值，加快了经济要素的流转，优化了资源配置，提高了经济效率。

敌意收购的结果必然是目标公司控制者的变更，这与目标公司原控股股东的利益是针锋相对的。因此，敌意收购必然常常遭到目标公司控制者（一般为公司董事）的抵制。他们采取各种措施，努力挫败收购者的企图，但这些措施往往会损害公司股东的利益。但是，敌意收购的作用是主要的，对敌意收购的态度应该是积极支持和鼓励，在法律的框架内制定相关规制对敌意收购进行引导。在这个大前提下，为了促进敌意收购的实现和完成，企业、社会、政府等的多方努力是十分必要的。

#### 1、在社会和政府方面，应该制定相应的引导和鼓励机制，改善公开市场收购的环境

在西方发达国家，公开市场收购相对而言，是较为普遍的资本市场行为。在我国，证券市场的全流通为公开市场收购提供了机会。但是，我国上市公司中适合“敌意收购”的公司仍然是少数。虽然股改使上市公司的股权呈分散的趋势，但“一股独大”的现象仍然在相当长时间内存在，这对公开市场收购设置了重大的障碍，因此，改变“一股独大”的问题是我国目前资本市场上的重要任务。

#### 2、通过修改相关规制，鼓励和引导企业公开市场收购

在资本市场上，敌意收购在许多投资者看来都是一种“弱肉强食”的不耻行径，在许多国家的相关规制中都对此进行了较为严格的规范和限制。为了树立良好的形象，避免因收购行为与企业的利益相关者关系交恶，许多收购企业都采取了较为温和的手段和行为。王子制纸即是如此，王子制纸的一位执行董事表示：“我们告诉他们，我们没有征服他们的意思，但形势紧迫，双方必须进行资本方面的整合。”正是王子制纸的温和态度和迟疑行为使收购失去了最好的机会。因此，为了能够鼓励和引导企业进行积极有效地公开果断地收购，制定相关合理的规制是十分重要的。

在我国，企业的敌意收购还处在初级阶段，与其相关的产权制度、产权交易市场、信息披露制度、中介机构等都尚未完全发育成熟，敌意收购和反收购的案例还十分少见。但是，随着我国产权制度的改革，以及产权交易市场和股票市场的发展，我国企业兼并在规模和形式上都将会有新的突破。因此，分析并借鉴西方，特别是日本企业并购经验与失败的教训，在制度上早做安排，尽量避免敌意收购对企业资源的浪费和对企业竞争力的损害，引导企业在考虑兼并收购时能追求一种“协同增效效应”的目标。同时，政府应放松管制，允许各种产业对新的竞争企业保持开放，建立良好的敌意收购机制和秩序，无疑是十分重要的。

#### 3、修改相关规制，对反收购加以规范和限制

敌意收购会对目标公司大股东以及经营者的利益产生重大影响，为了维护其既得利益，原大股东和管理层都可能会采取行动来阻止收购，实施一系列反收购措施，这些措施大大降低了公开市场收购的比例，也增加了并购双方的经济成本，有时会“两败俱伤”。政府应制定的修改相关规制，对反收购措施进行规范，如对反收购措施的主体进行确认、判断反收购措施合法性的标准等，都是迫切解决的问题。在我国，应当以此为重点来完善关于敌意收购及其防御立法。

在制定规制时，需要明确的是应对“敌意收购”的主体及其代表的利益取向。当公司面临“敌意收购”的压力时，公司董事会实际上应该站在全体股东尤其是中小股东的利益上来决定是否采取和采取怎样的反收购措施，而不是仅仅站在大股东的利益或者自身利益的角度一味抵制“敌意收购”，甚至不惜采取有损于公司价值的行为来抵制和反抗。这一点，对于进行股权争夺的各方都是非常重要的。从这个意义上来讲，在目前中国的资本市场，应该更多的是鼓励而不是限制敌意收购(作者系中原工学院经济管理学院副院长，副教授，硕士生导师)

#### 相关链接

法国社会保障体系对完善我国社会保障制度的启示  
美国证券市场自律组织对上市公司的信息披露监管  
俄罗斯吸引外资新动向及制约因素  
日本企业环境信息披露研究  
通路整合 一网打尽  
欧美合同能源管理实践与启示  
日本王子造纸敌意收购失败的启示  
领先市场形成机制分析：以韩国CDMA产业为例

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心