

I BHP—Billiton合併の影響

キャンベラ海外調査員 神谷夏実報告

メジャー資源企業であるBHP(豪)とBilliton(英)は、このほど両社の合併を発表し、株主総会、豪政府、EU等の承認を得て、2001年6月29日、正式に新生BHP-Billitonとしてのスタートを切った。豪を代表する資源企業であるBHPの国際化は、豪国内にさまざまな波紋を残しながらも、現下の経済情勢ではこれが最善の企業戦略として認知されようとしている。今回の合併を巡り豪国内に巻き起こったさまざまな議論を中心に、この合併計画の概要を報告する。

1. 合併計画の概要と背景

(1) 合併の概要

合併計画では、両社はDual Listed Companies(DLC)として統合的な経営を行う本社をメルボルンに置き、その下に、BHP-Billiton Ltd.(豪)とBHP-Billiton plc(英)の2社体制の企業組織とするもので、それぞれ、これまでどおりオーストラリアとロンドン市場を主要市場として上場して経営を行う。合併の規模は200億ポンド(570億豪ドル)となり、これはAlcoaに次ぎ、Rio Tinto、Anglo Americanを上回る規模で、合併後の資本構成は、BHP、Billitonで58:42となる。また、従業員数約65,000人、事業対象国は30か国にまたがる、大資源開発企業となる。生産規模でいうと、石炭(原料炭、一般炭)生産は世界最大、鉄鉱石生産第3位、マンガン、フェロアロイ生産は第1位、アルミニウム生産第4位、銅生産第3位となる。さらに、石油天然ガス生産がこれに加わる。

合併の目的は、国際資本市場へのアクセスの確保、経営のグローバル化による経営合理化にある。資源価格の低迷とグローバルな業界再編成の中で、経営規模の拡大によるスケールメリットにより、経営コストを押さえ、投資家への利益の拡大を狙うものである。

両社長の合併に対するコメントは次の通りである(Australian Mining Monthlyによる)。

BHP—Paul Anderson:両社の業務範囲は相互補完的で今後の利益拡大が見込める。現在の経済情勢では、積極的にグローバル化するか、黙って回りの買収劇を眺め、買収の餌食になるかの決断をせまられていた。

Billiton—Gilbertson:両社の事業は殆ど完全に相互補完の関係にあり、オーバーラップがない。この合併で、金属及びエネルギーに関する、ダイナミックでかつ有能な経営陣による強力な資源開発企業が誕生した。

また、BHP Anderson社長によると、投資家の関心をつなぎとどめ、世界的な資源開発業界のリーダーであるためには、資産200億米ドル(約2兆4,000億円)規模の大型化が必要であると語っている。また、合併後も鉄鉱石部門等の整理統合による経営効率化が必要との経営方針を語っている。

(2) 合併の背景

合併計画は、98年12月のGilbertsonからAndersonへの電話で始まったという。合併計画を持ちかけたGilbertsonの誘いに、Andersonの頭の中で合併へのシミュレーションが始まった。その後、会話をかさねタイミングをみはからい合併計画が進められた。

2001年初めには、これら世界のビッグ4が3社に統合されるとのうわさが流れた。AA、Rio Tinto両社も、Billitonの買収について関心を寄せていたという。BHPのPaul Anderson社長は米国での石油業界を中心とするM&Aの成功事例に多く関与してきており、プロジェクトを地道に育成するより迅速かつリスクの低い買収によって企業の成長、合理化を行う経営方針を好んでいるといわれている。一方、Billitonにとっては、AA、Rio Tintoの資産がコストの高い米国に偏っている点に注目し、事業範囲の重複がない点にBHPとの合併に関心が高かったといわれている。

BHP、Billiton両社の概要は以下のとおりである。

<BHP>

BHPの経営規模は、1999から2000会計年度で、資産約310億豪ドル、売上約215億豪ドルであった。売上構成は、非鉄・鉱物42%、鉄鋼37%、石油14%となっている。株式所有者数の93%、発行株式数の97%が在豪投資家によって占められているが、純粋な豪国籍の投資家は3分の2程度とみられる。歴史的には、BHPは、Broken Hill Proprietaryでの鉛亜鉛銀の生産から事業をスタートさせ、その後、政府の保護の下に、当時不足していた鉄鉱石開発に成功し成長してきた。最近では、垂直的な経営構造から、非鉄、石油を含む水平的に広がりを持つ総合的な資源産業へと事業を拡大してきた。しかし、世界的な寡占化、コスト競争の激化が進む中で、98年度から非鉄部門を中心とした赤字体制が続いていた。

現在のグローバルな鉱業経営においては、より少数のプレイヤーが、大規模、低コストの操業により、価格決定権を持ち、経営統合化、スケールメリットを発揮することが求められている。しかし、BHPが経営のグローバル化を始めたのは比較的最近で、すでにグローバル化の「てこ」となるような世界的な大規模鉱床の発見の時期が終わっており、早急な経営刷新が求められていた。

<Billiton>

Royal Dutch Shellの子会社であったが、94年に南アのGencoreに買収された後、97年にGencoreが解体されたとき、Gencoreの白金、金以外の事業資産を受け継いで分離され、英国ロンドンに本

社を移した。非鉄金属中心の鉱山会社で、豪、南米、南アを中心に鉱山開発を行っている。経営規模は、1999～2000会計年度で、資本金10.7億米ドル、売上47.7億米ドルであった。収益の約半分はアルミニウム事業によっており、その他はニッケル、鉄・鉄合金(クロム、マンガン等)、チタンが主要な事業となっている。

2. 合併後の事業体制

新生BHP-Billitonの決算を見ると、合併後の経営規模は世界最大クラスとなり、経営統合の続く鉱業界においては、一応買収の標的となる可能性は低くなった。株式市場価値でみると、合併前のBHP、Billitonは、それぞれ、128億ポンド、73億ポンドで、Anglo American(約192億ポンド)、Rio Tinto(約140億ポンド)について、世界第3位、第4位であったが、この合併によりAnglo Americanと並ぶ規模となる。

合併後は、ロンドンとメルボルンの双方に本社を置くDLC経営となる。また、統合的な経営本社は、豪政府の条件でもあるメルボルンに置く予定となっている。

その他の経営指標の予測は以下の通りである(Australian Mining Monthlyによる)。

・事業資産

BHP-Billitonのコモディティー毎の事業資産は、アルミニウム16%(Rio Tinto14%、以下同)、銅・非鉄金属21%(32%)、石炭14%(9%)、鉄鉱石7%(19%)、その他工業原料17%(26%)となるが、BHP-Billitonはこの他に、石油天然ガス部門を持つことになる。事業資産の地域的な分散は、豪37%、南米27%、南ア21%、欧州4%、北米5%、その他6%となる。また、石油天然ガス部門は、豪のWoodsideとの合併の可能性があり、鉄鉱石部門はいずれ売却する方針と伝えられている。

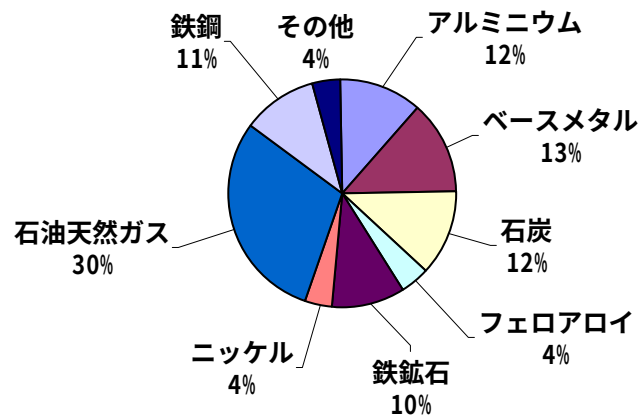
・売上

2000－2001年の売上は約209億米ドル(約2兆5,000億円)とみられ、Rio Tintoの約113億米ドルを上回る見込みであるが、税引き後の利益でみると、Rio Tintoとほぼ同額の約23億ドル(Rio Tintoは約20億米ドル)で、Rio Tintoの収益性の良さが目立つ。営業利益ベースでは、石油天然ガス30%、石炭12%、銅・非鉄金属13%、アルミニウム12%、鉄鋼11%、鉄鉱石10%、フェロアロイ4%、ニッケル4%、その他4%となる。

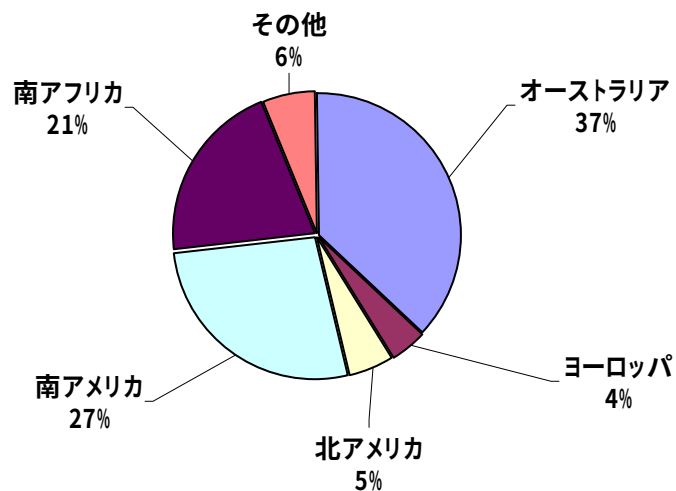
合併後の組織については、これまでのコモディティーベースから、より顧客対応型の組織になるとされており、石炭については、電力向け原料炭と鉄鉱向けコークス炭の担当部を分ける予定といわれている。また、事業管理は6事業部体制で行う予定であるが、このうち豪国内には2事業部のみが配置される予定である。各部の所在は、非鉄金属(ヒューストン)、石油(ロンドン)、アルミニウ

ム(ロンドン)、ステンレススチール(ロンドン)、鉄鉱石(メルボルン)、一般炭(メルボルン)となる予定である。

BHP-Billiton鉱種別事業割合(営業利益ベース)
(Australian Mining Monthlyによる試算)



BHP-Billiton地域別資産割合
(Australian Mining Monthlyによる試算)



3. 合併に関する豪の懸念

今回の合併に対して、豪サイドでは懸念を表明する意見も見られており、豪政府も前述のように、条件付での承認となった。豪を代表するBHPがグローバル化することに対する、豪側の懸念は以下のようなものがある。

- ・BHPの過小評価

合併後の最終的なシェアは、BHP58%、Billiton42%となったが、豪投資家から見ると経営規模からすると、最終シェアはBHPの価値を過少評価しているに見える。豪投資家の目で見ると、合併に対して豪側がプレミアムを支払うことを意味している。しかし、これに対して、国際的な寡占化の流れの中で、この種のプレミアムは、早く払いグローバル化する方が、結果として得であるとの論調がみられる。

- ・両社の企業風土の違い

両社の企業風土は、BHP=豪・米、Billiton=南ア・ダッチ・(ブリティッシュ)と異なるが、これが合併してうまく融合できるかとの懸念がある。多くのBillitonシェアホルダーはアフリカベースの事業展開を望むが、豪ベースのシェアホルダーはその逆であり、今後の国際的な事業展開にしこりが残る可能性がある。

- ・経営拠点とイニシアチブ

合併後はメルボルンに本社を置くとしており、豪政府もこれを条件に合併を承認しているが、いずれ、メルボルン本社=名目化、ロンドン=意思決定機能、という構図が想定され、豪からみるとイニシアチブをロンドンにとられる。

96年に合併したRio Tinto社の誕生時にも同様な議論が豪サイドで展開されていたが、同社の場合、最終的には本社機能はロンドンに偏っていった。

- ・リスクファクターの増加

- (i) 地理的リスク

南アを含むアフリカをベースとしたBilliton関連事業の増加と、リスクの増加に対する懸念がある。豪からみると、優良といわれる、Mozalアルミニウム(Mozambique)、Ingwe石炭(南ア)といえども、リスク増加要因とみえる。

- (ii) 経営リスク

Billitonは、97年に南アのGencoreグループから分離後、ロンドンに上場し、大鉱床プロジェクトを次々と買収し成長してきたが、急激な経営環境の変化と同時に負債金額も大幅に膨らみ、合併後の新体制の重荷になると見られる。さらに、Billitonはアフリカで事業を進めている。

新規プロジェクトの実現のためには、さらに多くのキャッシュが必要となるとみられる。両社の負債金額は、BHP34億豪ドル(約17億米ドル)、Billiton42億米ドルと伝えられている。

4. 豪政府の対応

- (1) ブランチエコノミー化

現在の豪の経済を表現するキーワードとして「ブランチエコノミー」という言葉がある。これは、豪企業の多くが外国からの買収を受け、「ブランチ化(支店化)」するという状態を表している。海外

からの買収を野放しにしていると、ビジネスのイニシアチブを外国企業にとられてしまう危惧があり、政府が何らかの規制をすべきであるという声がきかれる。

昨年以降でも、資源関係だけで、North、Comalco、Ashton Mining、QCT Resources、Acacia Resources等の豪企業の名前が消えている。また、最近では、豪最大の石油天然ガス生産企業であるWoodside社に対するRoyal Dutch Shell(英・蘭)の買収計画(現在のシェア28%を56%以上にあげる)に対して、豪政府が「国益に反する」として承認しない方針を打ち出した。シェルがメジャーシェアホルダーとなり、豪の優良な石油天然ガスプロジェクトがシェルの国際戦略に組み込まれ、豪プロジェクトの優先性が相対的に落ちることに対する懸念であるとみられる。また、資源産業以外でも、大型企業買収により豪経済がブランチ化する現象が見られている。最近の統計では、2000年の豪企業に対するM&Aは前年比37%増の822億豪ドルとなっており、世界全体のM&Aの増加率5.5%を大幅に上回った。

このような豪政府による規制は、国益を守るために経営のイニシアチブを豪に残そうと試みているわけだが、同時に、外国投資家からみると豪市場に対する投資意欲を減退させ、将来的に対豪投資の低下、より深刻な豪ドル安を加速する可能性があるとされている。

(2) 条件付の合併承認

こうした状況の中で、豪政府は、今回の合併について条件付で承認することとなった。豪Peter Castello財務大臣は、6月4日、現行のBHP LimitedをBHP Billiton Limitedに、また Billiton PlcをBHP Billiton Plcとし、DLCとしての合併を承認した。ただし、この承認にあたっては、BHP-Billitonを豪企業として豪国内で上場し存続するとともに、新生BHP-Billitonのグローバル経営のための本社機能をメルボルンに残すことを条件とした。また、主要役員の主たる住居、役員会の主たる開催地を豪国内にするなど、8項目に亘る細かな条件がつけられることとなった。これに対して、6月6日、キャンベラで開催された豪鉱業協会(MCA)主催のセミナーで、BHPのAnderson社長は、「条件が細かすぎる感じはするが、とにかく合併が認められたことは喜ばしい」と語った。

新生BHP-Billitonの本社機能はロンドンに置く方が有利であると言われているが、豪政府としては、1995年のRio Tinto誕生時に本社機能が実質的にはロンドンに移された苦い経験を踏まえ、これをなんとか水際で阻止しようとし、このような条件をつけたとみられる。新生BHP-Billitonの社長は、当面Paul Anderson(BHP)が勤めるが、02年末にはBrian Gilbertson(Billiton)が就任する予定となっており、本社機能のロンドン移転は時間の問題とみられる。また、豪側がイニシアチブをとっているようにみせかけるこれらの条件については、2001年末に予定されている豪総選挙を意識したHoward政権の選挙対策との見方もされている。政府側は、条件の中で役員の国籍にも言及しようとしたものの、さすがにこれは拒否されたとも伝えられている。6月25日付Canberra Times紙は、BHPは「すでに豪の大手企業ではなくなった」との見出しで報道している。

5. DLCについて

今回取られた合併方式は、DLCというもので、いわゆる一方的な買収方式とは異なる。96年のRTZとCRAの合併の際にもとられた方式で、最近、他分野の豪企業と外国企業の合併に際し採用された例がある。DLCによる合併は一種の事業提携契約のようなもので、それぞれの企業は、それぞれの国の法人として存続し、それぞれの証券市場に上場する。経営は、両者を単一の経営陣による単一経営により経営するものである。これにより、2つの国の経済情勢、諸制度をうまく組み合わせ、経営の最適化を果そうとするものである。いいかえると、経営リスクの分散と、利益の最適化を行うためのシステムということもできる。BHP-Billitonの場合、本社機能はとりあえずメルボルンに置き、ここを拠点とする経営陣が、BHP Ltd.(豪)とBHP-Billiton plc(英)の両社の経営を統一的に行うことになる。

豪企業にとっては、現在の豪ドル安では、国外に向けた資金調達、投資に係る経営戦略をとりにくく、同時に外国企業の買収の標的になる危険も高い。このような状況で、外国企業とDLCによる経営グローバル化を図ることは、直接コストが発生せず、かつ、ロンドンの証券市場をベースとしたグローバルな資金調達が容易になることを意味する。しかし、経営のイニシアチブはどうしてもロンドン側にとられる懸念があり、今回豪政府が、異例の条件付の承認を行った背景には、こうした状況を国益と照らしあわせた豪政府の判断が働いたものと見られる。豪の政府及び投資家には、95年のRio Tinto誕生時に、実質的に経営イニシアチブをロンドンにとられたという苦い経験があるからであるとみられ、経済のグローバル化の中でのささやかな抵抗であるかもしれない。

DLCにはさまざまな特質があるが、その一例としては、今回の豪と英国間の非居住者の2国間の配当税の違いにもある。豪では配当税が15%であるが、英国では5%となっている。これは、例えば非居住投資家が豪では15%の配当税を支払う必要があるが、英国では5%ですむことになり、合併した新企業においては、配当税が安いロンドンでのグローバルな資本調達がより容易になることを意味している。また、ロンドンのような大規模株式市場で株価が決まるという側面があり、豪投資家にとってのメリットは大きいとされている。

今回のDLCによる合併は、豪企業がグローバル化し、経営規模を拡大するための方法として、豪投資家から見たメリットもあるとされている。DLCでは、豪投資家は、これまでどおり、豪で上場された、豪ドル建ての企業株式を持ち続けることになり、豪投資家にとっての投資環境への影響が少ない。しかも、その企業の経営は、グローバルな視点で戦略化される。株価の評価もグローバルな経営に対して受けることとなる。豪投資家にとって、逆に、将来的に豪投資家の存在は希薄化する可能性も秘めていることになるが、現在豪が置かれている情勢に対する打開策として、DLCは当面メリットのある方法だといわれている。

6. 合併の影響

現在の豪経済事態は比較的順調に推移しているが、大幅な豪ドル安の状況が続いている。資源産業に限れば、米ドル建ての国際資源価格の低迷と、豪ドル安によって、豪企業の収益は、表面的には安定してきている。しかし、激しい国際的なコスト競争と外国企業からの買収の危険にさらされている。低コストの優良プロジェクトの開発が不可欠であるが、豪国内では、90年代の中盤以降、探鉱投資の減少とあいまって、いわゆるグリーンフィールドの開発ではなく、ブラウンフィールドの開発あるいは業界再編成へと向かいつつある。

グローバルには、Rio Tinto、BHP-Billiton、Anglo Americanの3社体制が始まったが、今後豪国内では、豪ドル安を背景に、Anglo Americanの豪進出、金鉱業の業界再編成、新生BHP-Billitonのさらなる整理統合等、今後しばらく業界再編成の動きが活発化する様相を呈している。

以上