

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックは、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

### 1. セミナーレポート「対話の時代を迎えた経営者と株主の関係」

先日、アナリスト団体主催で M & A に際しての少数株主利益保護をテーマにしたセミナーが開催されました。少数株主軽視と言われる M & A やファイナンスに対して株主としてどう立ち向かうか、最近の国内の M & A 案件を題材に、M & A やコーポレート・ガバナンスに関わる立場のゲストと会場に参加した会員（機関投資家、アナリスト、投資銀行マンなど）が話し合うというイベントでした。今回、このセミナーの内容を簡単に報告させていただきます。セミナーは 2 部構成で、第 1 部はアクティビスト系の投資家の講演がありました。第 2 部はパネルディスカッションで、その投資家に加えて、M&A アドバイザー、コーポレート・ガバナンスの研究者、ガバナンスを重視した手法の投資を行う機関投資家がパネリストとして参加しました。今回のレポートでは、このイベント用に用意した資料（別途添付のファイル）をご提供するとともに、主要なコメントなどをご紹介します。

講演においてアクティビスト系投資家は、投資家 / 株主 (特にプロの投資家として) が果たすべき役割について触れました。投資先企業、その企業のほかの株主、そしてプロの投資家としては受託資産の出し手、それぞれに対するコミットメントをする社会的責任があるとのことでした。投資先企業に対しては長期的な保有と資本政策などでの提言などを行うこと。他の株主に対しては自分だけの利益確保に走らないことや株主を代表して企業に対する監督責任を果たすこと。資金の出し手に対しては当然ながら投資リターン。それに対しては会場の機関投資家から、運用委託者に対するリターンを出すという責任と企業や他の株主へのコミットメントが両立できるのかという疑問が提示されました。これに対しては、大変難しいチャレンジであるができる、と回答していました。最近の事例では、東京鋼鐵のケースで、会社提案の総会議案が否決されたことに関しては、個人投資家が非常に真剣に考えて行動したことが印象深い。委任状が集まった要因として、いちごアセットがリリースをホームページに掲載し、委任状の提出もインターネットでできる環境を整備したことなど、インターネットの存在が大きかったのではないと述べました。

既存株主の利益を損なうファイナンスや、買われる会社の取締役と買い手が同じである MBO においての利益相反、価格が低すぎて排除される少数株主の利益が損なわれるようなケースにおいて、少数株主を代表して行動する義務がプロの投資家にはあるのではないかと考えます。アクティビスト系投資家に加えて、一般的な機関投資家がどれだけ行動するか、さらに個人投資家がインターネットなどを利用してどれだけ一体的な行動を取れるかということが、株主側から見た利益確保には重要なポイントでしょう。一方、企業側から見ると行動力を高めてきている株主にいかに対応していくのか、非常に難しい環境になってきています。日頃から株主 / 投資家の動向を十分把握し、個別案件時には株主 / 投資家の立場に立ってその対応を予想し、各ステークホルダーが妥協できる着地点を見出していく難しい舵取りが求められることとなります。そうした点で独立性の高い M & A アドバイザーや IR 支援のサービスの需要も高まるものと考えます。

第 2 部のパネルディスカッションでも東京鋼鐵のケースについてパネリストからコメントがありました。当時、いちごアセットマネジメントからは添付資料の 2 ページにあるような疑問が提示されました。統合比率が適正でないという点とそもそも統合比率の算定のプロセスにおいて、相手方のメインバンクグループの証券会社が算定を行った点など。これについては、M & A においては被買収企業の株主にとっての妥当な条件とは別に、買収企業側にとっての妥当な価格というものが存在する。この条件なら買う、それより高けれ

ば買わないという判断は当然ある。どうしても買いたければ売り手を見て調整していただく話。価格算定者の問題については、かねてから日本のM & Aにおいては利益相反問題がきちんと考えられていないことは重大な問題であり、この点いちごアセットの主張には同意であるといった意見が述べられました。

他にレックス・ホールディングスのMBOが話題となりました。これについてはMBOという行為自体は経営判断として問題ないが、価格については大いに疑問を感じるという意見がありました。またこれに限らず、M & A時の価格決定のプロセスについて、会社側からも最近活発なファンド側からもよりきちんとした説明が望まれるという意見がありました。

ダヴィンチ・アドバイザーズによるテーオーシーのTOBについて。テーオーシーの取締役会は一旦オーナーの個人会社によるMBOに賛成しました。会社を売却することを決めた以上は、より高い価格で売ること努めることが株主に対する責任です。しかしながらダヴィンチのTOB提案には反対しています。この点については、原則はその通りで、ほとんどのケースでそのように行動するべきである。ただし買い手が買収後に、従業員など会社に対する株主以外のステークホルダーの利益を著しく損なうと懸念される場合には株主だけの利益を考える場合と異なる判断もあってもおかしくはないというコメントがありました。

エージェンシー問題について。やはり親子上場などの場合において問題が起きやすいとのこと。海外においてはエージェンシー問題の存在がきちんと認識されており、これを踏まえたガバナンス体制整備が進んでいる。日本においては、この問題の存在がようやく本格的に認識され始めた段階で、今後より議論を深めていく必要があるとのコメントがありました。

TOBと合併におけるプレミアムの差については、日本においてはおそらくTOBのほうが高く、合併や経営統合においては低いと思われる。これは取締役の意識の問題もあるが、アメリカで合併のほうのプレミアムが高いのは制度的な要因が強いのではないかというコメントがありました。

最後のQ & Aにおいては、日本では機関投資家は会社が抱える余剰なキャッシュをきちんと評価していないため、割安な銘柄が放置される事態となり、そこを買収ファンドが買っている。機関投資家はなぜキャッシュを評価しないのか？という疑問がパネリストから会場の機関投資家に呈されました。会場からは、いや、そんなことはない。評価している。しかしそうした銘柄は割安と思って投資しても、株価がずっと上がらないという体験をしており、アクティビストのような圧力を掛けることもできず、投資しづらい面があるといった反論がありました。またM & Aに関して議論する中では、会社法に現実にそぐわない面がいくつかあるのではないかと、という意見が出ました。

色々な観点からの議論があり、いずれも難しいテーマで明確な結論、正解は出ませんでした。しかし色々な立場の人が議論を重ね、互いの立場や考え方を理解して、解決すべき課題の認識を共有していくことが重要であると感じました。

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail [info@finantec-net.com](mailto:info@finantec-net.com) 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/jp/> に掲載しております。

セミナー  
「対話の時代」を迎えた経営者と株主の関係

2007年5月31日

# プログラム

1. 講演「株主から見た日本のM&A」
2. パネルディスカッション「株主利益を考えたM&Aへ」

## 2. パネルディスカッション「株主利益を考えたM&Aへ」



### 株式交換比率が適当でないとした理由

(いちごアセットマネジメント株式会社による2007年2月2日発表のリリースより)

1. 東京鋼鉄の業績改善が株式交換比率に反映されていないこと
  2. 完全子会社化で大阪製鐵が経営権を確保すること
  3. 東京鋼鉄の株式益回りが大阪製鐵のそれを上回ること
  4. 両社の事業を組み合わせることで大きな収益シナジーが創出されること
- 東京鋼鉄が交換比率算定にあたり選定した第三者機関が、大阪製鐵の主力取引銀行と同じ金融グループに属すること。

こうした意見に対しての会社側の説明は・・・

5448 東京鋼鉄

- 07/05/22 15:00 [当社株式の大規模買付行為に関する付戻策\(買戻防衛策\)の導入について](#)
- 07/05/16 21:08 [会計監査人選任に関するお知らせ](#)
- 07/05/10 18:44 [〈追加〉「平成19年3月期決算短信」の一部追加について](#)
- 07/05/10 15:00 [平成19年3月期 決算短信\(非連結\)](#)
- 07/04/25 15:00 [平成19年3月期業績予想の修正に関するお知らせ](#)
- 07/04/20 14:20 [人事異動に関するお知らせ](#)
- 07/02/22 13:30 [大阪製鐵株式会社との株式交換契約の失効について](#)
- 07/02/05 11:02 [当社臨時株主総会招集ご通知発送のお知らせ](#)
- 07/01/26 15:00 [平成19年3月期 第3四半期財務・業績の概況\(非連結\)](#)
- 07/01/16 14:00 [主要株主の異動に関するお知らせ](#)
- 06/11/10 15:00 [平成19年3月期 中間決算短信\(非連結\)](#)
- 06/10/26 15:00 [大阪製鐵株式会社による東京鋼鉄株式会社の完全子会社化について](#)
- 06/10/26 15:00 [平成19年3月期中間\(非連結\)業績予想との差異及び通期\(非連結\)業績予想の修正に関するお知らせ](#)
- 06/09/01 15:00 [株式会社監査人の選任\(追加\)に関するお知らせ](#)

(東京鋼鉄株式会社の2007年2月5日の適時開示情報  
'当社臨時株主総会招集ご通知発送のお知らせ。')

06/00  
06/00  
06/00  
06/00  
06/00  
05/1  
05/1  
05/00

平成19年2月2日

株主各位

東京鋼鉄株式会社  
代表取締役社長 平嶋 俊 祐

拝啓 時下ますますご清祥の程、お慶び申し上げます。

株主の皆様には平素からご愛顧いただきありがとうございます。

さて、当社は平成18年10月26日に「大阪製鐵株式会社による東京鋼鉄株式会社の完全子会社化について」を発表、平成19年2月22日開催の臨時株主総会において株主の皆様には株式交換契約締結案等のご議程を届けることになっております。

株主の皆様には、この度「臨時株主総会招集ご通知」をご送付いたしましたところではあります。加えましてこの株式交換による完全子会社化を判断した背景、理由等を改めてご説明させて頂きますので早中ご理解を賜りますようお願い申し上げます。

当社の主要分野である国内一般鋼材市場は建設需要の落ち込みから、年々縮小しこの傾向は今後も継続すると予想されます。一方、韓国中国の粗鋼生産は急増を続け、内用材を主として世界最大の鉄鋼製鉄輸出国となりました。近い将来、国内一般鋼材市場に於いても中国を主とした海外からの輸入が顕著化し、国内外メーカー間の競争が激化すると考えます。

当社の経営基盤は全社員の努力と好成績にも助けられ、徐々に改善されつつありますが、いまだ脆弱であります。進行する国内市場の縮小と今後懸念される東アジアにおける激化するグローバル競争に自力で対処、中・長期的に存続と安定収益を確保していくには、当社の現在の規模と経営基盤に臨み大きな困難が伴うことが予想されます。

電炉製鋼は過去、好景況の中で幾多の淘汰を繰り返してきました。業績好調な今こそ、かかる重大な構造変化に適切かつ迅速に対応しなければ将来、企業価値の大規模低下を招きかねません。企業の生命線である持続的成長を実現させ、いかなる環境にも対応できる経営基盤の確立を目指すため、大阪製鐵株との株式交換による完全子会社化を判断いたしました。これは当社が事業継続していく上での最善の選択であると確信しております。

当社と大阪製鐵株はそれぞれ第三者機関を指定し、それぞれの株式交換比率の算定結果及びその他の事項を各自別に勘査して両社で換算協議の結果、交換比率を決定したものであり、合算された交換比率は適正かつ妥当と考えております。

当社は、「レバレッジ」を前提とした経営改善策の導入による株主価値を最大限確保すため、今回

平成19年2月2日

株主各位

東京都千代田区神田町二丁目2番地  
**東京鋼鉄株式会社**  
代表取締役社長 平嶋 俊 祐

**臨時株主総会招集ご通知**

拝啓 ますますご清祥のこととおよろこび申し上げます。

さて、当社臨時株主総会を下記のとおり開催いたしますので、ご出席くださいますようお願い申し上げます。

なお、当日ご出席願えない場合は、書面によって議決権を行使することができますので、後記の参考案をご検討くださいまして、同封の議決権行使書用紙に賛否をご表示いただき、ご返送くださいますようお願い申し上げます。

敬 具

- 記
1. 日 時 平成19年2月22日(木曜日)午前10時
  2. 場 所 栃木県小山市竈北町3丁目3番地1  
東京鋼鉄株式会社小山工場 テスコン(3階)／大ホール  
(本元の会場ご案内図をご参照ください。)
  3. 会議の目的事項  
決 議 事 項  
第1号議案 当社と大阪製鐵株式会社との株式交換契約案の件  
第2号議案 監査役1名選任の件

取 上

当行ご出席の際は、お手数ながら同封の議決権行使書用紙を会場受付にご提出ください

## 2. パネルディスカッション「株主利益を考えたM&Aへ」

### ◆ 急展開する日本のM&A

- 株主重視のM&Aを促進する出来事(2007.5.7 Barron'sより)
  - ◆ いちごアセットによる東京鋼鐵の株主総会委任状獲得  
(初の本格的プロキシファイト、会社同士の合意案の否決)
  - ◆ レックス・ホールディングスのMBOに対する個人株主の地裁申立  
(会社・ファンド実施のMBO条件に対する個人株主の反対行動)
  - ◆ テーオーシーに対するダヴィンチ・アドバイザーズのTOB  
(会社売却を決めた取締役として、より高い値段で売る責任があるはず・・・)  
(会社側の株主名簿の閲覧拒否に対する仮処分請求への司法判断は・・・)

## 2. パネルディスカッション「株主利益を考えたM&Aへ」

### ◆ 取締役および株主のエージェンシー問題

- 米国においては、コーポレート・ガバナンスの目的は、一般的に「会社において生じるエージェンシー問題の解決にある」と説明される。
- 二つのエージェンシー問題
  - ◆ 所有と経営の分離に起因するものであり、経営者(取締役、役員)(エージェント)は株主(プリンシパル)の利益を犠牲にして自らの利益や自己保身を図る可能性がある。
  - ◆ 支配株主(エージェント)と少数株主(プリンシパル)との間で問題となるものであり、会社を「支配」することによって初めて得られ、したがって少数株主は得ることができない「私的利益」を支配株主は得ることができるという株主間の不均衡の問題である。(親子上場やオーナー企業の場合)

(商事法務 No.1793 「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点I」 2007年3月5日  
弁護士・ニューヨーク州弁護士 西本 強)



## 2. パネルディスカッション「株主利益を考えたM&Aへ」

### M&Aにおけるプレミアム

	米国 (フリーズアウトのケース)	日本
TOB	25%	23%
合併	55%	N/A
	取締役が株主のために主体的に交渉に関与するため高い	株主利益より、社名や取締役の数が重視されて低い？

米国: 2001年6月から2005年4月までに公表された、デラウェア州会社をターゲットとしたフリーズアウト

(商事法務 No.1796 「フリーズアウトに関するデラウェア州法上の問題点III」 2007年4月5日 弁護士・ニューヨーク州弁護士 西本 強 )

日本: 2006年に公開買付期間が終了した50案件のうち、ディスカウントTOBを除いた36件の平均

(AMC Letter vol.2 「TOBプレミアムは右肩上がりの上昇基調なのか？」アビームM&Aコンサルティング  
マネージングディレクター 野島 篤、シニアアソシエイト 辻田 真実子)

## 2. パネルディスカッション「株主利益を考えたM&Aへ」

◆ 経営者により株主を意識した行動を促すには

◆ 機関投資家としての行動は

- 買収価格算定根拠のより詳細な開示
- その他