

ガバナンス回顧 -2007年上半期①-

「いちごの乱」とは何だったのか

～キャスティングボードを握る個人株主～

経営戦略研究所
藤島裕三

- 2007年上半期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。第一回目は東京鋼鐵の臨時株主総会における、大阪製鐵との統合破談を取り上げる。
- 投資ファンドが委任状合戦を仕掛けたが、成否の鍵は個人株主が握っていた。会社側の経営判断に個人が「NO」を叩きつけた、エポックメイキングな事件といえる。
- もはや個人株主は、サイレントマジョリティーなどではない。正当な根拠に基づいて真摯に説明責任を果たさないと、企業経営はままならない時代が到来している。

2月22日開催の東京鋼鐵の臨時株主総会において、大阪製鐵の完全子会社になるとした会社側の提案が否決された。経営陣同士が合意したM&Aが株主総会において否決されたのは、国内では初のケース。これにより両社の統合計画は、白紙に追い込まれることになった。

両社の統合計画はそもそも、過当競争に陥っている電炉業界の再編を、子会社の大阪製鐵を通じて新日鐵が主導しようと動いたものである。両社の経営陣にとっても相思相愛の縁談で、臨時株主総会で特別決議を得る必要はあったものの、全く波乱もなく進むと思われていた。

そこに「待った」をかけたのが、東京鋼鐵に投資していた、いちごアセットマネジメントである。スコット・キャロン社長が率いる日本株専門の独立系投資ファンドで、社名の由来は「一期一会」とのこと。投資先企業との対話を重視する、「モノ聞く株主」を標榜している。

キャロン社長が問題視したのは、1:0.228という株式交換比率。統合を発表する直前1ヶ月間の平均株価に対して、上乗せ幅はほぼゼロの計算になる。これは同社の企業価値を過小評価しており、少なくとも3割のプレミアムを付与して、株主に報いるべきだと主張した。

統合を阻止するには1/3超の反対が必要で、いちごAMが保有する約10%では足りない。そこでキャロン社長は他の株主に、委任状を託すか反対票を投じるよう広く呼びかけた。これが奏功して総株式数のうち33%の反対勢力を確保、総会当日は出席議決権の42%に達した。

最大のポイントは「個人」である。いちごAMに同調した個人株主は500人以上、総株式数の15%を超えており、キャスティングボード(事実上の決定権)の役割を果たした。会社側の経営判断に個人が「NO」を叩きつける形となった、エポックメイキングな事件といえる。

そもそもキャロン社長が行動を起こしたのは、個人株主が不満の声を上げているのを知ったため。「機関投資家には少数株主を代弁する社会的責任がある」との信念に従ったという。統合破談にまで至った背景には、このような経緯を過小評価したこともあるのではないかと。

東京鋼鐵は「適正な比率」の一点張りではなく、プレミアムゼロの理由を誠実に説明すべきだった。例えば、シナジーの源泉が大阪製鐵サイドに偏っている、あるいは、電炉業界の再編期待が高じて、同社株価には既に相応のプレミアムが乗っている、などが考えられよう。

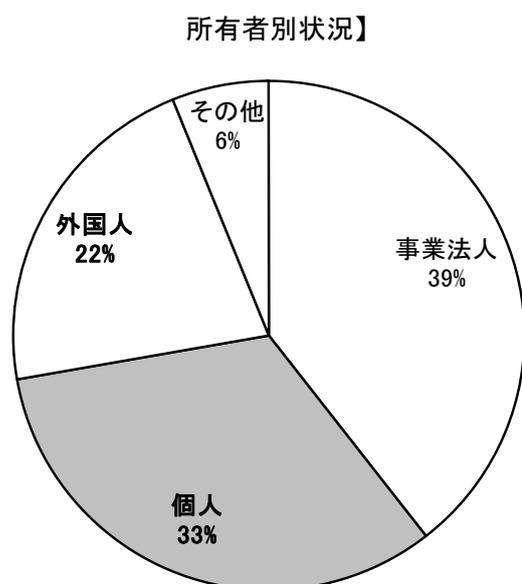
いちごAMが要求した約3割のプレミアム自体、妥当な水準とは限らない。コミュニケーションを重ねることで、納得できる比率に収斂することを期待したのだろう。たとえ交渉の余地がなくても、真摯な姿勢を個人に示すことで、破談までは避けられたかもしれない。

わが国企業の一部は、戦略や業績に口うるさい機関投資家、とりわけ外国人投資家の影響力を削ぐため、個人株主の育成に注力している節がある。穿った見方をすれば、個人は経営など分からないと高を括っている、「モノ言わぬ株主」と甘く見ているとも受け取れる。

今回の事件は、そのような個人株主からの「しっぺ返し」といえよう。正当な根拠に基づいて真摯に説明責任を果たさないと、企業経営はままたらぬ時代が到来した。もはやサイレントマジョリティー（モノ言わぬ多数派）など存在しないと、経営者は肝に銘じるべきである。

—以上

図表：東京鋼鐵の株主状況（2007年3月期）



【大株主の状況】

氏名または名称	所有株式数の割合
三井物産株式会社	29.2%
イチゴジャパンファンドエー	9.9%
朝日工業株式会社	5.0%
モルガンスタンレーアンドカンパニーインターナショナルインク	4.6%
ユービーエスエージーロンドンアカウントアイピービーセグリゲイテッドスライアントアカウント	4.1%
日鐵商事株式会社	3.2%
清水正紀	2.9%
清水真一郎	2.9%
モルガンスタンレーアンドカンパニーインク	2.8%
小林幹生	1.7%
小林達生	1.7%

有価証券報告書より作成