

2009年1月26日 全3頁

経営統合議案とアクティビスト・ファンド

経営戦略研究部
鈴木裕

エフィッシモがテクモの経営統合計画に反対するも可決

[要約]

- 大株主のエフィッシモ・キャピタルが反対を表明していた、ソフトウェアメーカー、テクモとコーエーの経営統合議案が可決した。
- 経営統合は、株主にとっては重要な関心である。
- 過去には、東京鋼鐵で経営統合が否決された例がある。

経営統合議案とアクティビスト・ファンド

経営統合議案は、言うまでも無く株主の利害に大きく関わる。統合比率（合併であれば合併比率であり、株式交換であれば交換比率）によっては、株主の利益が損なわれることもあり得る。

M&Aの成否は株主の利益状況を大きく変える

いわゆるアクティビスト・ファンド¹は、経営統合における統合比率を自己に有利にするように様々な交渉を行なう場合がある。経営統合の前段階として行なわれることがある TOB においてもそのような交渉はしばしば見られるところだ。より高い価格でなければ TOB に応じられないことを示して、価格の引き上げを働きかけるのである。

経営統合が株主総会の議案となると、統合比率次第では、強力な反対運動を行なうなどの株主行動が見られる。

テクモとコーエーの経営統合を可決

大株主が経営統合に反対を表明

ソフトウェア製造のテクモは、26日に臨時株主総会を開催し、同業のコーエーとの経営統合を可決した。この経営統合に対しては、テクモの株式を18%を保有しているエフィッシモ・キャピタル・マネージメント（シンガポール）が反対を表明していたことから、その行方が注目されていた。

エフィッシモが反対していたのは、

¹ 本稿で言及しているファンドが自らをアクティビストと称しているわけではない。本稿においては、単に株主権を積極的に行使するファンドをアクティビスト・ファンドと総称する。

統合による株主価値の実現可能性

現在コーエーが行っている新興国株式への投資など資産運用の継続の有無

統合による経営陣の保身目的の有無

について、テクモが十分に説明していないからという意見を表明している²。

経営統合否決事例

2007年の東京鋼鐵

経営統合計画否決事例は少ない

今回のように会社側の経営統合計画が株主総会で付議され、アクティビスト・ファンドをはじめとする株主によって否決された前例としては、2007年2月の東京鋼鐵が思い起こされる。東京鋼鐵は株式交換によって、大阪製鐵の子会社となる計画であったが、交換比率に不満を抱いた「いちごアセットマネジメント」などの反対によって否決された。いちごアセットは、この時、およそ10%の保有にとどまっていたが、他の株主にも反対投票を呼びかけ、委任状を集めた。

いちごアセットは、その後東京鋼鐵の株式を買い進め、現在23.58%を保有している。

2008年CFSコーポレーション

アクティビスト・ファンドに関係ないものの、大株主が反対したために経営統合が実現しなかった事例は他にもある。

2008年1月、CFSコーポレーションの臨時株主総会にて、アインファーマシーズとの株式移転による経営統合が否決された。当時約15%を保有し筆頭株主だったイオンが統合案に反対し委任状争奪戦を展開した。

その後イオンとCFSコーポレーションは資本・業務提携を発表した。イオンはCFSコーポレーションへの出資比率を33.3%まで引き上げた上、代表権を持つ副社長として常務執行役を派遣し、アインファーマシーズとの統合については、白紙撤回が確認された。

経営統合可決事例

経営統合議案は、通常可決されるが、大株主が明確に反対を表明したにも関わらず可決された例で、いわゆるアクティビスト・ファンドが関係したものとして次の二つの例がある。

2007年のドトールコーヒー

ドトールコーヒーは2007年6月の定時株主総会に、日本レストランシステムとの経

² 12月24日付け「株式会社コーエーとの経営統合に対する反対意見の表明」

営統合案を議案として提出し、株主に承認をはかった。このとき、米国系のハービンジャー・キャピタル・パートナーズは同年6月時点で17.32%を保有し、創業者の前社長に次ぐ第2位の株主だった。

ハービンジャーは、

ドトールが単独でも事業価値を大幅に高めることができる

経営統合はがリスクを上回る十分なシナジー効果等を創出するか不透明

などとし、経営統合に疑念を示していた。

株主総会は、このような中で開催されたが、結果的には経営統合議案が否決されることはなかった。その後ハービンジャーは、保有株式を売却していった。

2005年の三共製薬

村上ファンドとして知られた「M&A コンサルティング」は、2005年5月時点で三共株を約2%保有する株主だったが、同年10月に予定されている第一製薬の経営統合を決定するための6月定時株主総会で反対する方針をとった。村上ファンドによれば、経営実態以上に第一製薬に有利な条件になっていることなどを理由としていた。

村上ファンドは他の株主に反対投票を呼びかけたものの、経営統合議案は圧倒的な多数で可決された。

充実した情報提供を

一般株主の賛同をいかに得るかが課題に

経営統合は、株主の大きな関心事であるが、通常は経営者の判断を信頼して賛成票を投じることが多いだろう。しかし、アクティビスト・ファンドなどの大株主がその当否を争っている場合には、他の一般株主にも経営者と対立する意見が表明されることになり、一般株主は自らの利益を最も高めるのはどちらを支持したらいいか、慎重に判断するようになる。

経営統合が一般株主にとって利益になることが説得的に表明されていない場合には、経営者の判断にNOが突きつけられることもある。株主への情報提供がますます重要になる所以である。

また、経営統合に反対した株主には株式買取請求が生じ、公正な価格で会社側が買い取らなければならないこともある。公正価格については、必ずしも時価と一致するわけではなく、価格決定自体が難しい経営判断になるう。