

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 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。