



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# アルセロール

## － 買収防衛戦略 －

### はじめに

2006年1月27日、ミタル・スチールはアルセロールに対する買収を提案した。買収金額は総額2兆6千億円の巨額に達し、この買収が実現すれば粗鋼生産量が1億トンを超える巨大鉄鋼メーカーが誕生することになる。21世紀始めまで世界の鉄鋼業をリードしてきた日本の鉄鋼業の粗鋼生産量の合計が1億トンであるから、その規模の大きさはこれまでの常識をはるかに凌ぐものである。自動車業界においてグローバルな競争に対応するためには、年間400万台の生産量規模が必要と言われているが、鉄鋼業界ではこれまで、粗鋼生産量2500万～3000万トンがそれに相当する規模と考えられてきた。実際にその規模を確保している企業数は2004年には世界で5社<sup>[1]</sup>しかなく、大きな成長市場を持つ中国企業、各地域の中堅企業がその後を追随する構図になっていた。

しかし、全世界の粗鋼生産量は中国、インドを始めとする新興市場の急成長により拡大基調にあり、2004年には10億トンに達した。ミタル・スチール誕生前（2004年）にトップ企業であったアルセロールでも市場シェアは5%に満たず、自動車産業などと比較して、今後更なる寡占化が進むと予想する声も多かった。21世紀に入り、激しい統合再編を繰り返してきた鉄鋼業であったが、今後は粗鋼生産量1億トンを目指す、更なる統合再編への動きが加速していくことが予想できる。それは従来の市場やコストへの戦略だけでは無く、鉱物資源や燃料資源の効率的な確保

<sup>[1]</sup> アルセロール（4690万トン）、ミタルグループ（LNMグループ+ ISG:5895万トン）、新日本製鐵（3141万トン）、JFEスチール（3113万トン）、ポスコ（3105万トン）

本ケースは慶應義塾大学ビジネススクールの海外ケース作成プランと経営研究所の支援とアルセロール社の協力により、同大学経営管理研究科の許斐義信教授の指導の下、同研究科の竹嶋泰弘が作成した。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8523 神奈川県横浜市港北区日吉本町2丁目1番1号、電話045-564-2444、e-mail:case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は<http://www.kbs.keio.ac.jp/> 慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 許斐義信（2006年6月作成，2008年3月改訂）

やBRICsを中心とした製鉄所立地戦略なども視野に入れた大規模な戦略への転換が必要な時代へと移行していくことを意味する。また、自前での規模の拡大を目指すか、M&Aを中心とした規模の拡大を目指すか、なども重要な経営戦略となり、自らが買収対象になった場合の買収防衛戦略も世界的な規模で必要となってくる。

5

## ミタル・スチールの歩み

ミタル・スチールの最高経営責任者であるラクシュ・ミタル氏は、1950年にインドでも最貧困地域とされる、インド北西部のラジャスタン州サドウルプルで生まれた。ミタル氏は家業であった行商から仕事を始め、鉄スクラップ業者などを経て、26歳（1976年）時にインドネシアで鉄鋼会社イスパット・インターナショナルを設立し、鉄鋼業へと進出した。その後、中米、北米、欧州、アフリカなど世界各国で経営破綻した企業や戦争、内戦等で被害を受けた企業を積極的に買収して規模を拡大していった。ミタル氏の買収手法は、イスパットの株式を上場<sup>[2]</sup>して資金を調達し、自社株交換と現金を組み合わせたものであった。またミタル氏は、経営破綻寸前の国営企業などの再建に非常に長けており、雇用や社会資本の整備を確保したい各国の政府の協力を取り付け、比較的安く手に入れた企業を再建して、その収益力を高めた。1994年にはLNMグループをオランダの企業として分離独立させ、イスパットと併行して経営を行っていたが、2004年に両社の合併を行い、ミタル・スチールを誕生させた。また、合併に際してアメリカのISG<sup>[3]</sup>を買収して、一気に世界1位の生産量を誇る企業となった。2004年10月25日に行なわれたミタル氏の会見では、「世界の鉄鋼大手には年間粗鋼生産量で1億トンの規模が必要なのでは無いか？」とコメントし、1億トンを視野に入れた戦略の重要性を強調した。

ミタル・スチールの経営戦略の一つとして、企業買収により市場や消費地、鉱物資源採掘地に近い地域に製鉄所を所有し、各地域の産業にあわせた供給体制を確保することが挙げられる。それは新日本製鐵が日本国内で粗鋼を生産し、海外生産は各地にメッキ鋼板、鋼管等の最終製品の生産設備を現地法人などとの合併で設立し、その材料となる鉄鋼中間製品を日本から輸出する戦略とは異なる点が多い。また、これまでのミタル・スチールの戦略では1製鉄所単位の規模は比較的小さく、技術的にも日本企業やポスコ（韓国）との差は大きいと、高級製品の生産技術やコスト競争力の面では世界のトップレベルであるとは言い難い。ミタル・スチールの1億トン戦略はその点を考慮し、絶対的な規模を確保することによる鉱物資源の調達コストの削減や合併に

30

<sup>[2]</sup> 1997年にオランダのアムステルダムとニューヨークにて上場を果たした。この年に7億7600万ドルを市場から調達した。

<sup>[3]</sup> ISG：International Steel Groupのこと。旧ベスレーム・スチール、リパブリック・スチール、LTVスチールが合併したもの。買収当時の規模では世界12位のレベル。ISGの元会長のウィルバー・ロス（Wilbar Ross）は現在ミタル・スチールの取締役である。

よる技術力の向上を狙っていると考えることが出来る。更に最終的には、インドなどの鉱物資源を有する地域に日本や韓国並みの大規模な製鉄所を建設し、規模、コスト、技術のあらゆる面で世界を目指していると考えられる。そして2006年1月、ミタル・スチールはアルセロールの買収を提案し、生産量1億トン戦略を具体化していく。

5

## ミタル・スチールのアルセロール買収提案とアルセロールの対応

### (ミタル・スチールの買収提案)

2006年1月27日、鉄鋼世界最大手のミタル・スチールは同2位のアルセロールに対し総額186億ユーロ（約2兆6千億円）で買収すると発表した。ミタル・スチールの提案は現金と株式交換を組み合わせた内容であり、ミタル・スチール株4株と現金35.25ユーロをアルセロール株5株と交換するものである。26日のアルセロールの株価に対して27%のプレミアムを付与していた。ミタル氏は会見で「友好的に協議していきたい。」と述べると共に、「両社の統合が実現すれば世界の鉄鋼産業が大きく前進する。業界の収益力を安定させる再編の動きを後押しするからだ。」と重ねて強調した。

10

15

実はミタル・スチールは14日の段階でアルセロールの首脳に対して買収提案を行なったという情報もあり、それに対してアルセロール側からは賛同を得られなかったという。その上で今回の正式な買収提案の表明に至り、今後アルセロールの株主に対して買収のメリットを訴えていくことになった。

20

### (当初のアルセロールの対応)

ミタル・スチールの買収提案に対してアルセロールの首脳陣は早速29日に緊急取締役会を開催すると発表すると共に、今回の買収に対して「敵対的であり、事前の話し合いや相談も無かった。」と対抗する声明を出した。そして緊急取締役会では、全会一致で買収提案を拒否する決議を行なった。買収案に応じれば、アルセロールの株主、社員、顧客に対して困難な結果を招くと結論付け、従来通りアルセロール単独での戦略を進めていくことが、企業価値を最大化する最適な方法<sup>[4]</sup>だとした。アルセロールは同社の株主に対して、ミタル・スチールの株の買取りに応じないよう呼びかけ、早急に対抗策を検討するとした。

25

30

<sup>[4]</sup> 同月、買収対抗とは別にカナダのドファスコ社の買収に成功し、北米への足掛かりとした。

しかし、対抗策はなかなか具体化しなかった。例えば、ミタル・スチールに対して逆に買収を仕掛ける<sup>[5]</sup> という見方もあったが、ミタル・スチールの株自体の87%（議決権ベースで98%）をミタル氏の一族で所有しているため実現は不可能であり、また、業務提携先である新日本製鐵等がホワイトナイト<sup>[6]</sup> となるのではないか、等の憶測が飛び交ったが、具体策には至らなかった。

5 アルセロールのギー・ドレ最高経営責任者（CEO）は記者会見で「決着までには4～6ヶ月位かかるかもしれないが、戦う準備は出来ている。ファミリー企業のミタル・スチールと当社は全く異なるタイプの企業であり、我々には彼らは必要ない。」と徹底して対抗する姿勢を示した。

アルセロールは2002年にルクセンブルク（アーベット社）、フランス（ユジノール社）、スペイン（アセラリア社）の欧州大手3社が合併した背景もあり、欧州各国の政府もこの買収提案に対しては敏感に反応した。フランスのブルトン経済財務産業相は、アルセロールがフランス国内で約2万7千人を雇用していること等を重要視し、即座に不快感を表明した。また、ルクセンブルク政府も厳しい態度<sup>[7]</sup> をとったため、ミタル氏は同産業相やルクセンブルクのユンケル首相に事態を説明し、理解を求めるために奔走した。

10

#### 15 (ミタル・スチールの交渉)

アルセロール経営陣の断固たる決意と各国政府の後押しが得られるのであれば、ミタル・スチールの買収提案は成立しないと考えるのが通常であるが、アルセロールにも大きな問題があった。アルセロール誕生前のユジノールは国営企業を民営化した経緯があり、その時の減資後の市場での株式売却の影響もあって、一般株主（個人投資家）の比率が比較的高くなっていた<sup>[8]</sup>。個人投資家は短期のキャピタルゲインに影響されやすいと考えられ、買収提案による株価の高騰は歓迎されるものであり、ミタル・スチールにとっては株式を取得しやすい株主構成になっていた。この点もミタル・スチールは重要視し、機関投資家との交渉を積極的に進めた。また政府関係者との交渉も進め、「最初は驚かれたが、交渉により、従業員を維持することや欧州に“世界チャンピオン”を確立することの意味が理解されつつある。」と買収への自信を覗かせた。

20

25

しかし、ミタル・スチールの思惑通りには買収は進まなかった。ミタル・スチールの買収提案に好感した株式市場では、提示された価格（28ユーロ21セント）よりも高い30ユーロ程度の

[5] 俗に言うバックマンディフェンス。買収対抗策の一つ。

[6] 友好的な第三者（ホワイトナイト）に敵対的な買収者よりも有利な条件で株式を取得してもらうことにより買収防衛をする、買収対抗策の一つ。

30

[7] この時点でルクセンブルク政府はアルセロール株式の5.6%を保有する筆頭株主、ユンケル首相は「ミタル・スチールは買収後の企業統治や企業文化の融合に関する明確な計画を持っていない」と批判し、「法的措置も考慮に入れる」と述べた。

[8] アルセロール株式の8割強が市場で流通されていた。



値を付けて推移した。これは市場関係者や業界関係者等が、ミタル・スチールが買収価格の引上げをすると予測する動きが根強いためであった。ミタル・スチールは買収条件の引上げに対して「買収提案は十分に魅力的であり、条件の引き上げは考えていない。」と強調し、「既に多くの機関投資家等の重要な株主に評価されている。」と語ったが、その後の株価も買収条件よりも高い水準で推移し、両者の睨み合いは続いた。

そしてミタル・スチールは、4月に入り、買収条件の引き上げを行なわないまま、TOB（公開買付け）を行なう動きを見せたが、アルセロールが上場しているフランスやスペイン等の金融当局の審査に時間が掛かり、当初目標としていた4月中のTOB開始に失敗した。これはミタル・スチールにとって大きな誤算であり、結果的にアルセロールに防衛体制を整えさせる時間を与えてしまった。

### （アルセロールの対抗策）

他社との新連携や既存提携企業との関係強化等による買収防衛策を模索していたアルセロールであったが、具体的な対策を導き出すことが出来ずにいた。しかし、株主安定化と株価引上げのための施策は講じていった。それは段階的に配当を引き上げることであり、2月に0.65ユーロ/株であった配当を1.2ユーロ/株に引上げ、TOBを仕掛けられた4月には、更に1.85ユーロ/株へと引上げた。その結果、アルセロールの株価はミタル・スチールの買収提案価格を上回る水準で推移した。また、1月に買収し、2月から連結対象としたカナダのドファスコ社<sup>[9]</sup>に関して、ミタル・スチールが買収後に同社をティッセンクルップに売却して買収後の資金回収を計画していることに対抗して、ドファスコをオランダの基金の傘下に入れ売却しづらくする対応策をとると噂されていた。

様々な買収防衛策を講じたアルセロールではあったが、この年の株主総会は紛糾した。4月28日に開催した株主総会には、昨年を大きく上回る発行済み株式の約35%に当る、2億2700万株を保有する株主約300人が出席し、緊張感が漂った。論点となったのは“前年比2.8倍の増配とこれとは別の総額50億ユーロ（約7125億円）の利益還元”と“株主総会の議決を伴わないドファスコの取扱い”“ミタル・スチールが買収条件を変更した場合の対応内容”に絞られたが、詰め寄るアメリカの機関投資家やフランスの投資家に対して、経営陣は苦しい説明を余儀なくされた。結果として、経営陣の再任に反対票を投じる動きもあったものの、75%余りの支持を得て、

<sup>[9]</sup> ドファスコ社の買収金額は約40億ユーロ（約5700億円）。ドイツのティッセンクルップと激しい買収合戦を繰り広げた結果、アルセロールが買収した。

一連の議案は可決された。ミタル・スチールが買収条件を変更した場合の対応については、買収案を検討する条件として「ミタル・スチールの現行の買収提案では75%を株式交換としているものを全て現金に改める。」ことと、「ミタル・スチールがアルセロールの価値に見合ったより高い買収額を提示する。」ことの2点が絶対条件であると主張した。

5

## 新日本製鐵の対応

### (新日鐵の国際提携とミタル・スチールの買収提案)

10 2004年のミタル・スチール誕生とISG買収の報道を受け、新日鐵の三村明夫社長は「LNMのISGの買収は鉄鋼業界に極めて健全な刺激を与える。」とコメントした。

15 アルセロールの誕生やミタル・スチールの誕生が国境を越えた合併や買収に基づくものであるのに対して、新日鐵を始めとする日本の鉄鋼企業は「買収による規模拡大を目指すのではなく、日本国内の製鉄所の充実と海外需要地での最終製品の生産で規模拡大を狙う。」といった点で共通していた。

20 それでも、新日鐵は2000年にポスコと戦略的提携契約を結び、2001年には当時のユジノールとの「グローバル戦略提携契約」に調印した。また、アルセロール誕生以後も旧ユジノールとの関係から提携関係を継続し、急成長する中国市場においては、2003年に宝山鋼鉄とアルセロールとの合併で自動車用鋼板を製造する合弁会社の設立を行なう等、国際提携を進めていった。

25 ミタル・スチールによるアルセロールの買収提案に対して、新日鐵は当初戸惑いを見せた。まず、新日鐵がホワイトナイトとしてアルセロールの買収防衛に協力する等の観測がなされ、対応に迫られた。これについてはドレCEOと三村社長の会談で両社が株式を持ち合うことを否定し、提携関係<sup>[10]</sup>はこれまで通り継続することで合意した。新日鐵は1998年にミタル・スチールが買収したインランド・スチール(米)で自動車用鋼板を合弁生産する等、ミタル・スチールとも関係があったため、微妙な立場となった。三村社長は「ミタル・スチールの買収が成功し、粗鋼生産量1億トン規模の企業が誕生した場合には、新日鐵の3千万トン規模では不十分となるだろう。世界シェアも3%程度しかなく、規模の拡大が必要となるだろう。」と語ったが、「買収戦略はとらない。買収だけが規模の拡大の手段ではない。」と主張した。

30

<sup>[10]</sup> 新日鐵とアルセロールの包括提携契約には、どちらかの経営支配権が他社に移った場合、知的財産等のライセンス契約を無効に出来る条項(資本拘束条項)が盛り込まれていた。ミタル・スチールの買収が成功した場合に、これを活用するののかとの質問に、新日鐵は「ノーコメント」とかわした。

## (新日鐵の買収防衛策)

新日鐵の株価は3月1日2006年の年初来高値(479円/株)を更新したが、その株価での時価総額は約3兆1400億円<sup>[11]</sup>であった。ミタル・スチールがアルセロールに提案した買収総額が約2兆6千億円であるから、日本の鉄鋼企業が買収の標的になる可能性も出てきた。そこで新日鐵は買収攻勢への警戒を強め、買収防衛策の整備を急ぎ始めた。

2006年3月29日、新日鐵は株式を持ち合う住友金属工業、神戸製鋼所との3社間で、敵対的な買収提案を受けた際に共同の防衛策を協議する覚書を締結した。覚書によると、新日鐵等3社のいずれかに買収提案があった場合に、残る2社に知らせ、対応策を協議する。具体的な買収防衛策は今後の検討事項とされたが、買収者に事前の情報開示を求める“事前警告型”<sup>[12]</sup>防衛策やホワイトナイト等幅広く検討していくという。3社は2002年11月に包括提携に踏み切り株式を相互に取得するなどの事業連携を進めており、敵対的買収を受けると、3社間の関係に大きな影響を与えることを懸念し、一段の連携強化へと動いた。また、共同研究や技術供与の主要分野では「資本拘束条項」も盛り込んだ。

新日鐵を中心とした一連の買収防衛策に対して、株式市場の反応は厳しかった。公表から株価は低迷し、東証平均、TOPIXが年初来高値を更新する中で、相場全体の上げに乗り遅れる格好となった。

事前警告型買収防衛策は買収者が現れた際に、あらかじめ会社側が株主利益にかなう買収者とそうでない買収者に定義し、買収提案に必要な情報の種類、手続き等を公表する。最大の特徴は手続きを守った買収提案を受け入れるか否かの判断を株主に委ねることであり、手続きを守り、かつグリーンメーラー<sup>[13]</sup>等にも該当しない提案者の場合、会社側の経営方針との違いを株主が比較できる期間を設けている。そのうえで提案を受け入れるべきか、買収者の持ち分を薄めることになる新株予約権を発行すべきかどうかを株主が決めることになり、株主の意思を確認するための書面投票か株主総会を開き、決を採ることになる。

実は新日鐵は公表の約1カ月前まで別の方式を検討していた。それは買収提案の良しあしの判断は取締役会が第3者委員会に諮問して決める方法であり、2005年に防衛策を導入した大半の上場企業が採用している方法であった。ただ弁護士や学者らで構成する第3者委員会への諮問という形を取るにせよ、委員会に法的な権限はなく、実効性に疑問を投げかける専門家もいた。新日鐵が急遽その枠組みを変更したのは、市場との攻防の結果であり、主要な海外の機関投資家に

<sup>[11]</sup> 同年6月16日の終値は405円となり、時価総額も約2兆7000億円に下がった。

<sup>[12]</sup> 発行済み株式の15%以上を取得しようとする株主が現れた場合に、買収総額と調達方法などの開示を求め、株主に買収防衛に向けた新株予約権の発行の是非を問う仕組み。

<sup>[13]</sup> 株価をつり上げて会社に買い取らせることにより利益を得る。

事前に打診したところ「第三者委員会方式は容認できない」との否定的な感触を得たためであった。防衛策の公表直後に、大株主の日本生命保険は新日鐵に「株主は十分に買収提案の内容を吟味する時間を確保できるのか」と質問し、「株主に決定を委ねることは評価できるが仕組みが有効に機能するのかチェックしたい」とコメントした。

5 また、新日鐵は買収防衛策以外にも安定株主対策を進め、三菱東京UFJ銀行がその持ち株比率を高める等、主力銀行への協力を求めていった。

## その後のアルセロールとミタル・スチール

10 5月に入り両社の攻防は一段と激しさを増した。まず5月9日にミタル・スチールが買収条件の引上げの可能性を正式に表明し、18日には各国金融当局への買収手続き完了を受け、TOBを開始した。翌19日には買収額を3割以上（総額258億ユーロ：約3兆7千億円）引上げ、現金部分の比率を上げた新買収提案を発表した。新たな買収条件では株主に3つの選択肢があった。それらは、(1)アルセロール1株に対してミタル1株と現金11.1ユーロの割当(2)アルセロール15 12株に対してミタル17株との株式交換(3)アルセロール1株に対して現金37.74ユーロ割当、という内容であった。アルセロール株の評価である37.74ユーロは当初案より34%も高い。ミタル・スチールが買収計画発表する前日（1月26日）の終値と比べればアルセロール株に70%のプレミアムを上乗せしていることになる。ミタル・スチールは買収に伴う現金での支払いを最大限で76億ユーロとしており、買収価格全体に占める比率は29.4%で、残りをミタル・スチール株との交換とするとしている。ミタル会長は当初、「現金での買収部分は最大で25%」としてきたが、アルセロール経営陣が買収提案を検討する条件としてきた現金部分の引き上げに踏み切った。これに対してアルセロールは自社株買いによる防衛策等を模索し、ミタル・スチールの新買収案についての協議に入った。

25 アルセロールの次の一手は衝撃的なものであった。ロシア鉄鋼大手のセベルスターリと26日、合併することで合意したと発表したのだ。これは、アルセロールによる事実上の買収で、買収額は約120億ユーロ（約1兆7200億円）となる。両社によれば、合併後の売上高は460億ユーロ、生産量は約7千万トンとなり、アルセロールはミタル・スチールを抜き世界最大手に再浮上する。この合併は、ミタル・スチールによる買収を阻止する意味合いが大きい。合併案はアルセロール株の価値を1株44ユーロと評価しており、ミタル・スチールによる買収提示額を上回っている。30 合併後の新会社への出資比率はアルセロール側が68%、セベルスターリ側が32%となる。アルセロールは6月下旬の株主総会での承認と関係国の独禁当局の審査を得て、7月末までに合併完了を目標としている。アルセロールのキンヒ取締役会議長、ドレCEOは統合後も現職にとどまり、



セベルスターリのモルダシヨフ会長は新会社の社長に就任するが、執行役員会には属さないという。セベルスターリはロシア 2 位で粗鋼生産量は 1710 万トンで、アルセロールとの合弁企業も持つ。

「ホワイトナイト」にもみえるセベルスターリだがモルダシヨフ会長が株式の 82%を保有するオーナー企業である。ロシア政界とのつながりも含め経営実態は見えにくい。同会長は会見で「かつてのソ連と今のロシアは違う。コーポレートガバナンスの質は高く心配は無用だ。」と強調した。ドレ CEO も「合併は（六月下旬の）株主総会で賛同を得られるだろう。」と自信を見せたが、アルセロールの株主から反発が出る可能性もある。合併発表を受けて、ミタル・スチールは 26 日「二流の統合だ。ミタルとアルセロールの組み合わせはあらゆる意味で最も優れており、本当に重要な業界再編になる」と批判する声明を発表した。ミタル会長は「アルセロールとの経営統合は何があっても最後には実現させる自信がある」と強調した。アルセロールが買収阻止のためにロシア企業などとの合併に動くことは織り込み済みで、6 月末を期限とする TOB（株式公開買い付け）を成功させようと意気込んだ。

2 社での激しい消耗戦はいよいよ終盤戦を向かえ、事態は予断を許さない。

(参考資料1：世界の鉄鋼企業のシェア・統合状況)

| 1995年 |                 |           |
|-------|-----------------|-----------|
| 順位    | 企業              | 粗鋼生産量(万t) |
| 1     | 新日鐵(日)          | 2,684     |
| 2     | 浦項総合製鉄(韓)       | 2,343     |
| 3     | ブリティッシュ・スチール(英) | 1,574     |
| 4     | コジノール・スチール(仏)   | 1,550     |
| 5     | ポル・グループ(伊)      | 1,440     |
| 6     | アール・グループ(ベルギー)  | 1,150     |
| 7     | NKK(日)          | 1,126     |
| 8     | USSteel(米)      | 1,103     |
| 9     | 川崎製鉄(日)         | 1,044     |
| 10    | 住友金属(日)         | 1,044     |
| 11    | テイクン(独)         | 1,040     |
| 12    | サイル(印)          | 1,025     |
| 13    | ベスレハム(米)        | 946       |
| 14    | BHP(豪)          | 853       |
| 15    | 上海宝钢(中)         | 822       |
| 16    | チェルメツ(露)        | 816       |
| 17    | 鞍山鋼鉄(中)         | 813       |
| 18    | 首都鋼鉄(中)         | 800       |
| 19    | LTV(米)          | 768       |
| 20    | マクニトコ(露)        | 762       |
| 21    | ニューコ(米)         | 714       |
| 22    | ポルカ(露)          | 704       |
| 23    | イスコル(南7)        | 700       |
| 24    | 中国鋼鉄(台)         | 633       |
| 25    | ホゴベス(蘭)         | 615       |
| 26    | イハット(インドネ7)     | 596       |
| 27    | 神戸製鋼(日)         | 553       |
| 28    | ポコタル・スチール(米)    | 552       |
| 29    | グループ・ヘンツェ(独)    | 545       |
| 30    | 武漢鋼鉄(中)         | 541       |
|       |                 | 合計        |
|       |                 | 29,856    |

| 2002年 |                 |           |
|-------|-----------------|-----------|
| 順位    | 企業              | 粗鋼生産量(万t) |
| 1     | アルセーロ(ルクセンブルク)  | 4,403     |
| 2     | 新日鐵(日)          | 3,086     |
| 3     | ポスコ(韓)          | 2,886     |
| 4     | LMWグループ(蘭)      | 2,750     |
| 5     | 上海宝钢(中)         | 1,948     |
| 6     | テイクン・グループ(独)    | 1,700     |
| 7     | コラックス・グループ(英)   | 1,684     |
| 8     | NKK(日)          | 1,654     |
| 9     | ポル・グループ(伊)      | 1,520     |
| 10    | USSteel(米)      | 1,445     |
| 11    | 川崎製鉄(日)         | 1,373     |
| 12    | ニューコ(米)         | 1,236     |
| 13    | 住友金属(日)         | 1,182     |
| 14    | サイル(印)          | 1,145     |
| 15    | マクニトコ(露)        | 1,100     |
| 16    | 中国鋼鉄(台)         | 1,081     |
| 17    | 鞍山鋼鉄(中)         | 1,007     |
| 18    | チェルメツ(露)        | 965       |
| 19    | ジエルフ・グループ(ブラジル) | 941       |
| 20    | ポルカ(露)          | 855       |
| 21    | ウジミタス(ブラジル)     | 845       |
| 22    | ザルツギッター(独)      | 821       |
| 23    | 首都鋼鉄(中)         | 817       |
| 24    | ベスレハム(米)        | 812       |
| 25    | 武漢鋼鉄(中)         | 755       |
| 26    | INISteel(韓)     | 733       |
| 27    | コス(イラン)         | 730       |
| 28    | カホリスチリ(チリ)      | 689       |
| 29    | イスコル(南7)        | 669       |
| 30    | 神戸製鋼(日)         | 665       |
|       |                 | 合計        |
|       |                 | 41,497    |

| 2004年(LNMとISGIは別々に表記) |                 |           |
|-----------------------|-----------------|-----------|
| 順位                    | 企業              | 粗鋼生産量(万t) |
| 1                     | アルセーロ(ルクセンブルク)  | 4,690     |
| 2                     | LMWグループ(蘭)      | 4,284     |
| 3                     | 新日鐵(日)          | 3,141     |
| 4                     | JFESteel(日)     | 3,113     |
| 5                     | ポスコ(韓)          | 3,105     |
| 6                     | 上海宝钢(中)         | 2,141     |
| 7                     | USSteel(米)      | 2,083     |
| 8                     | コラックス・グループ(英)   | 1,994     |
| 9                     | ニューコ(米)         | 1,791     |
| 10                    | テイクン・グループ(独)    | 1,758     |
| 11                    | ポル・グループ(伊)      | 1,670     |
| 12                    | ISG(米)          | 1,611     |
| 13                    | ジエルフ・グループ(ブラジル) | 1,340     |
| 14                    | チェルメツ(露)        | 1,280     |
| 15                    | 中国鋼鉄(台)         | 1,253     |
| 16                    | 住友金属(日)         | 1,233     |
| 17                    | ウジミタス・グループ(露)   | 1,223     |
| 18                    | インド鋼鉄(印)        | 1,214     |
| 19                    | 鞍山鋼鉄(中)         | 1,193     |
| 20                    | マクニトコ(露)        | 1,128     |
| 21                    | 武漢鋼鉄(中)         | 931       |
| 22                    | ポルカ(露)          | 910       |
| 23                    | ウジミタス(ブラジル)     | 895       |
| 24                    | イミトロ(イラン)       | 870       |
| 25                    | ザルツギッター(独)      | 869       |
| 26                    | 首都鋼鉄(中)         | 848       |
| 27                    | 馬鞍山鋼鉄(中)        | 803       |
| 28                    | INISteel(韓)     | 792       |
| 29                    | 神戸製鋼(日)         | 767       |
| 30                    | 唐山鋼鉄(中)         | 766       |
|                       |                 | 合計        |
|                       |                 | 49,696    |

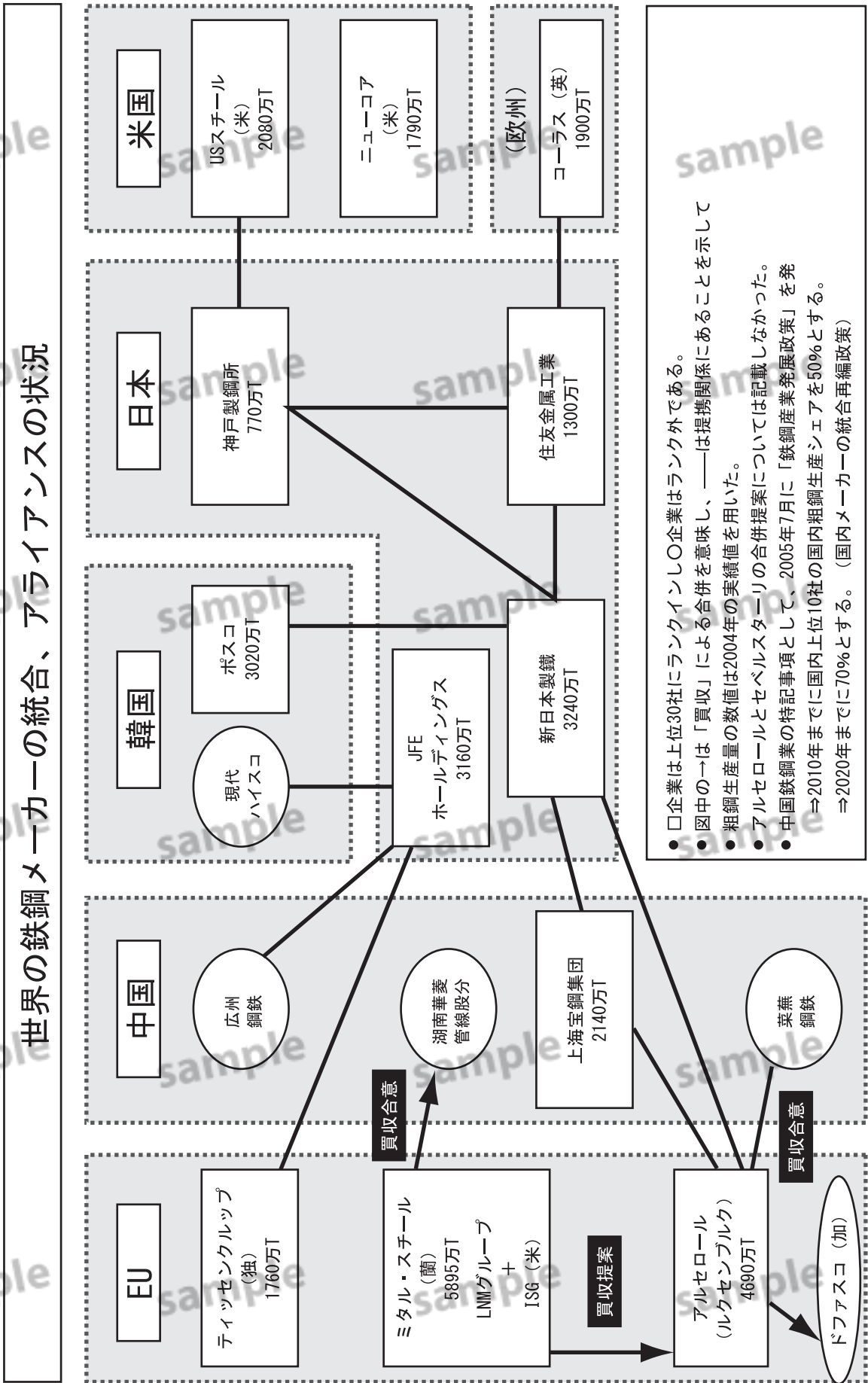
(再編・統合・改組)

(再編・統合・改組)

(再編・統合・改組)

(南7中堅3社合併)

(参考資料2：世界の鉄鋼メーカーの統合、アライアンスの状況)



- □企業は上位30社にランクインし○企業はランク外である。
- 図中の→は「買収」による合併を意味し、—は提携関係にあることを示して
- 粗鋼生産量の数値は2004年の実績値を用いた。
- アルセロールとセベルスターリの合併提案については記載しなかった。
- 中国鉄鋼業の特記事項として、2005年7月に「鉄鋼産業発展政策」を発  
⇒2010年までに国内上位10社の国内粗鋼生産シェアを50%とする。  
⇒2020年までに70%とする。(国内メーカーの統合再編政策)

参考資料3（ミタル・スチール誕生までの推移）

| 年    | 内 容   |
|------|---|
| 1950 | ラクシュ・ミタル氏、インドでも最貧困地域とされる北西部のラジャスタン州サドウルプルで行商の一家として生まれる。   |
| 1976 | インドネシアで鉄鋼会社イスパット・インターナショナル設立。   |
| 1989 | 中米トリニダード・トバコの国営製鉄企業を買収。   |
| 1992 | メキシコ第3位の鉄鋼メーカー、シバルサ（Sibalsa）を鉄鋼業民営化に伴いメキシコ政府から買収。   |
| 1994 | カナダ第4位の鉄鋼メーカー、シドベック・ドスコ（Sidbec-Dosco）をケベック州政府から買収。LNMグループを分離独立（オランダ企業へ）。  |
| 1995 | ドイツでWire rod4位のハンブルガー・スタルウェルケ（Hamburger Stahlwerke）を買収。   |
| 1996 | カザフスタンのカルメト（Karmet）買収。未払い賃金を一括で支払うなど、従業員の士気を高めて再建に成功。   |
| 1997 | イスパット（Ispat）インターナショナル、ニューヨークとアムステルダムで上場、7億7600万ドルを調達。<br>Ispat Stahlwerk Ruhrort、Ispat Walzdracht Hochfeldの2社をTussenAGから買収。   |
| 1998 | アメリカ第4位の鉄鋼会社、インランド・スチール（Inland Steel）を買収。   |
| 1999 | フランスの鉄鋼大手ユジノール（Usinor）から、TrefileuropeとSMRを含むユニメタル（Unimetal）グループを買収。   |
| 2001 | LNMグループがアルジェリアの政府からAlfasidを買収。FERFOSから鉱山を2つ買収。ルーマニア政府からシデックス（Sidex）のガラツィ統合製鋼所を買収。同社は、工業生産指数の4%を占めているような大企業であるものの、資金ショートでパーター取引に依存しており、一日あたり一億円の損失を計上するという悪循環で、倒産寸前の状態。その状況下3億5000万ドルを投資、黒字化を達成。その後、2004年にも、Ispat Tepro、Petrotub Roman、Siderurgica Hunedoaraの3社をルーマニア政府から買収。 |
| 2002 | 南アフリカ政府からイスコル（Iskor）の支配権を獲得、製造業の支援など様々な南ア政府との協定により実現。   |
| 2003 | チェコ第1位の鉄鋼メーカー、ノヴァ・フット（Nova Hut）を買収。この企業も資金ショートで、巨額の負債をを引き受け、2億4900万ドルの投資、さらに高付加価値化でさらに投資をし、黒字化。   |
| 2004 | ポーランド政府から鉄鋼大手Polskie Huty Staliを買収。この企業も買収時、倒産寸前状態であったものの再建に成功。<br>ボスニアのBHスチールを買収。<br>バルカン（Balkan）スチールからマケドニアの設備を買収。<br>LNMホールディングスとイスパット（Ispat）・インターナショナルが合併。<br>さらにISG（International Steel）を45億ドルで買収。世界最大の鉄鋼メーカー「ミタル・スチール」が誕生   |



参考資料4（ミタル・スチールの買収効果とアルセロールの買収効果比較）

| ミタル・スチール発表のアルセロールとの統合効果（買収提案株主説明資料より）   |  |  |   |
|---|--|--|---|
| <p><b>統合効果概要</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①粗鋼生産量1億トンの製鉄メーカーが誕生する。</li> <li>②世界3位の新日本製鐵の約3倍の規模を有する。</li> <li>③世界27カ国に61箇所の製造拠点をもち、世界9大市場の内5市場においてのリーダーとなる。</li> <li>④様々なコスト削減のシナジー効果を発揮する。</li> <li>⑤中国、インド、南米の成長市場に対するあらゆる機会を共有することが出来る。</li> <li>⑥双方の株主価値を最大化する。</li> </ul>  | <p><b>技術・製造統合効果</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①製品ポートフォリオが大幅に拡大出来る。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・熱延コイル、冷延コイル、厚板、塗装鋼板</li> <li>・線材、棒鋼、特殊鋼</li> <li>・鋼管、パイプ</li> <li>・ステンレス鋼</li> </ul> </li> <li>②世界一の技術開発体制を構築することが出来る。</li> <li>③特に欧州と北米での技術開発体制を強化することが出来る。</li> <li>④新日本製鐵との長期にわたるアライアンスが共有出来る。</li> <li>⑤世界の市場へのアクセスと提案が容易になる。</li> </ul>   |  |   |
| <p><b>コスト削減効果</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①統合後3年間で総額10億ドル（年間）の削減効果がある。</li> <li>②購買における効果……6億ドル <ul style="list-style-type: none"> <li>・購買力の向上効果</li> <li>・新規供給元（仕入れ元）の開拓効果</li> <li>・鉱物資源等の輸送の最適化によるコスト削減効果</li> </ul> </li> <li>③販売費・管理費における効果……2億ドル <ul style="list-style-type: none"> <li>・チャネル統合によるコスト削減効果</li> <li>・アルセロールのネットワークの有効活用による効果</li> </ul> </li> <li>④製造プロセスの最適化による効果……2億ドル <ul style="list-style-type: none"> <li>・製造能力の最適化（クーティリティの最適化）</li> <li>・製造設備の特殊化（特殊製品、特殊寸法など）</li> </ul> </li> </ul> | <p><b>株主価値向上効果</b></p> <table border="0"> <tr> <td style="vertical-align: top;"> <p>（アルセロール株主の効果）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①アルセロールの強みが世界的なネットワークにより更に強化される。</li> <li>②鉱物資源供給の統合により企業価値が向上する。</li> <li>③統合によるシナジー効果が年間10億ドル見込める。</li> <li>④買収提案により、株価にプレミアムが付き、株式価値が向上する。</li> </ul> </td> <td style="vertical-align: top;"> <p>（ミタル・スチール株主の効果）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①西欧州のリーダーに北米の市場価値を融合させる。</li> <li>②南米でのローコストオペレーションを一層強化する。</li> <li>③統合によるシナジー効果が年間10億ドル見込める。</li> <li>④その他、規模拡大の効果が見込める。</li> </ul> </td> </tr> </table> | <p>（アルセロール株主の効果）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①アルセロールの強みが世界的なネットワークにより更に強化される。</li> <li>②鉱物資源供給の統合により企業価値が向上する。</li> <li>③統合によるシナジー効果が年間10億ドル見込める。</li> <li>④買収提案により、株価にプレミアムが付き、株式価値が向上する。</li> </ul> | <p>（ミタル・スチール株主の効果）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①西欧州のリーダーに北米の市場価値を融合させる。</li> <li>②南米でのローコストオペレーションを一層強化する。</li> <li>③統合によるシナジー効果が年間10億ドル見込める。</li> <li>④その他、規模拡大の効果が見込める。</li> </ul> |
| <p>（アルセロール株主の効果）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①アルセロールの強みが世界的なネットワークにより更に強化される。</li> <li>②鉱物資源供給の統合により企業価値が向上する。</li> <li>③統合によるシナジー効果が年間10億ドル見込める。</li> <li>④買収提案により、株価にプレミアムが付き、株式価値が向上する。</li> </ul>  | <p>（ミタル・スチール株主の効果）</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①西欧州のリーダーに北米の市場価値を融合させる。</li> <li>②南米でのローコストオペレーションを一層強化する。</li> <li>③統合によるシナジー効果が年間10億ドル見込める。</li> <li>④その他、規模拡大の効果が見込める。</li> </ul>  |  |   |

| アルセロール発表のセベルスターリとの統合効果（買収提案株主説明資料より）  |   |
|---|---|
| <p><b>統合効果概要</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①粗鋼生産量7000万トンの製鉄メーカーが誕生する。</li> <li>②ミタル・スチールを大きく抜き、世界一の規模となる。</li> <li>③売上高統合額は460億ユーロ（約6兆7千億円）となり、EBITDAが90億ユーロで、ともに世界一となる。</li> <li>④様々なコスト削減のシナジー効果を発揮する。</li> <li>⑤中国、インド、南米の成長市場に対するあらゆる機会を共有することが出来る。また、ロシアを一つの基盤と出来る。</li> <li>⑥双方の株主価値を最大化する。</li> </ul> | <p><b>技術・製造統合効果</b></p> <p style="text-align: center;">特にコメントなし</p>   |
| <p><b>コスト削減効果</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①統合後3年間で総額8億2千万ドル（年間）の削減効果がある。</li> <li>②購買における効果……1億5千万ドル</li> <li>③原材料費削減における効果……5千万ドル</li> <li>④生産技術の最適化における効果……2億1千万ドル</li> <li>⑤生産工場の最適化における効果……1億4千万ドル</li> <li>⑥営業におけるシナジー効果……1億5千万ドル</li> <li>⑦設備投資等の抑制効果……1億2千万ドル</li> </ul>                            | <p><b>株主価値向上効果</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>①約100億ドルの株主還元を行うことが出来る。</li> <li>②財務体質を大幅に強化することが出来る。</li> <li>③コーポレート・ガバナンスを一層強化する。</li> </ul> |

参考資料5（企業買収防衛策）

「敵対的買収の防衛策」

| 予防策  | 具体的な活用法等  |
|--|---|
| ライツプラン<br>(ポイズンピル)<br>＝毒薬条項<br>(強制転換条項付新株予約権)      | 一定割合の議決権を取得した買収者が現れた場合に、その他の株主が市場より安い価格で株式を取得できる権利（ライツ＝新株予約権）をあらかじめ付与し、買収者の持ち株比率を薄める対策。発動までに配当負担、償還義務、議決権割合の変動等の経済的負担が発生しないため、効果的。          |
| 黄金株<br>(拒否権付種類株式)                                  | 企業の合併・取締役選解任等、重要議案に拒否権がある種類株式（黄金株）を一部の友好的な株主に付与する対策。  |
| ゴールデンパラシュート<br>ティンパラシュート<br>(従業員)<br><br>プット・オプション | 買収後に役員（従業員）が解任された場合に、通常の退職時と比較して莫大な退職金を支払う契約をあらかじめ締結しておき、買収時の企業価値を下げる対策。<br><br>銀行借入等に際して、支配権が変わった場合に一括弁済を請求できるといった条項を付与して、買収時の財務状況悪化を狙う対策。 |
| チェンジ・オブ<br>コントロール条項                                | 重要な契約や重要な合併パートナーとの株主契約等において、支配権が変わった場合に、相手方が契約を破棄、見直し、合併会社の買取りを行なうことが出来るといった条項を付与し、買収時の事業価値低下を狙う対策。   |
| 非公開化   | マネジメント・バイアウト（MBO）、レバレッジド・バイアウト（LBO）などによる株式の非公開化による対策。   |

「敵対的買収を仕掛けられたからの防衛策」

| 防衛策                 | 具体的な活用法等   |
|---------------------|--|
| 友好的な第3者との連携         |  |
| 第3者割当増資             | 発行済み株式数増大による買収者の持ち株比率を低下させる。                                     |
| 新株予約権の発行            | 新株予約権を発行することで、第3者割当増資と同様の効果を期待する。                                |
| ホワイトナイト             | 友好的な第3者に敵対的買収よりも有利な条件（高い価格）でTOB（株式公開買付け）をかけてもらうことで、買収者を退ける。      |
| 第3者と株式交換・合併         | 友好的な他社との株式交換・合併を行なう。<br>(株主総会の議決を要する)                            |
| 買収企業価値の低下           |  |
| 焦土作戦<br>(クラウン・ジュエル) | 買収者が狙う重要な事業や資産（クラウン・ジュエル＝王冠の宝石）の売却や多額の負債の引受けなどにより買収者のメリットを減じる対策。 |
| 資産ロックアップ            | 重要な事業や資産を市場価格以下で取得できる権利を第3者に付与する。                                |
| その他                 |  |
| 増配                  | 増配等により株式の魅力を高め、株価引上げにより買収コストを高める。                                |
| パックマン<br>ディフェンス     | 買収者に対して逆に買収を仕掛け、商法の規定で買収者側の議決権が消滅する25%以上の取得を目指す。                 |

## 参考資料 6 (EU の合併、企業買収防衛等に関する規制)

欧州各国の合併、企業買収防衛に関する考え方は多様であり、各国の対応は分かれている。EU では、EU 全体での M&A 市場を形成するために、各国の企業買収に関するルールの一掃を試みたが、各国の意見の対立もあって、各国の裁量に任されるという妥協的な解決に至っている。

### ◎ EU 企業買収指令 (2004 年妥結)

#### ① 全部買付義務の採用 (強制適用)

会社の支配権を取得する場合には、全株式に対して買付提案をしなければならず、その価格は一定期間 (6 ヶ月以上 12 ヶ月以下の範囲で加盟国が決定する期間) に同一証券に対して支払った最高価格でなければならない。また、対価は原則として現金又は流動性のある証券でなければならない。TOB を行なうためには、100%買付を完了できるファイナンスの裏付けが必要となる。

#### ② ホワイトナイト以外の買収防衛策の原則禁止 (中立義務、選択適用)

#### ③ 防衛策は TOB 時に失効 (ブレイクスルールール、選択適用)

#### ④ 中立義務とブレイクスルールールの採用は各国の裁量 (選択性)

全部買付義務は強制採用だが、②の中立義務、③のブレイクスルールールについては、各国が採用するかどうかは任意である。

#### ⑤ 武器対等原則

加盟国が EU 企業買収指令 (②、③) を選択した場合であっても、その国の企業が、EU 企業買収指令を選択していない国の企業から買収を受けた場合には、当該企業が防衛策を採用することを可能としている。

### ◎ 英国におけるルール (抜粋)

- ・ 敵対的買収の防衛策に対して非常に抑制的である。(アメリカと相反)
- ・ 全部買付義務 (かつ全て現金による買収) 及び部分的 TOB の廃止
- ・ 買収者の資金裏付け規制

### ◎ ドイツにおけるルール (抜粋)

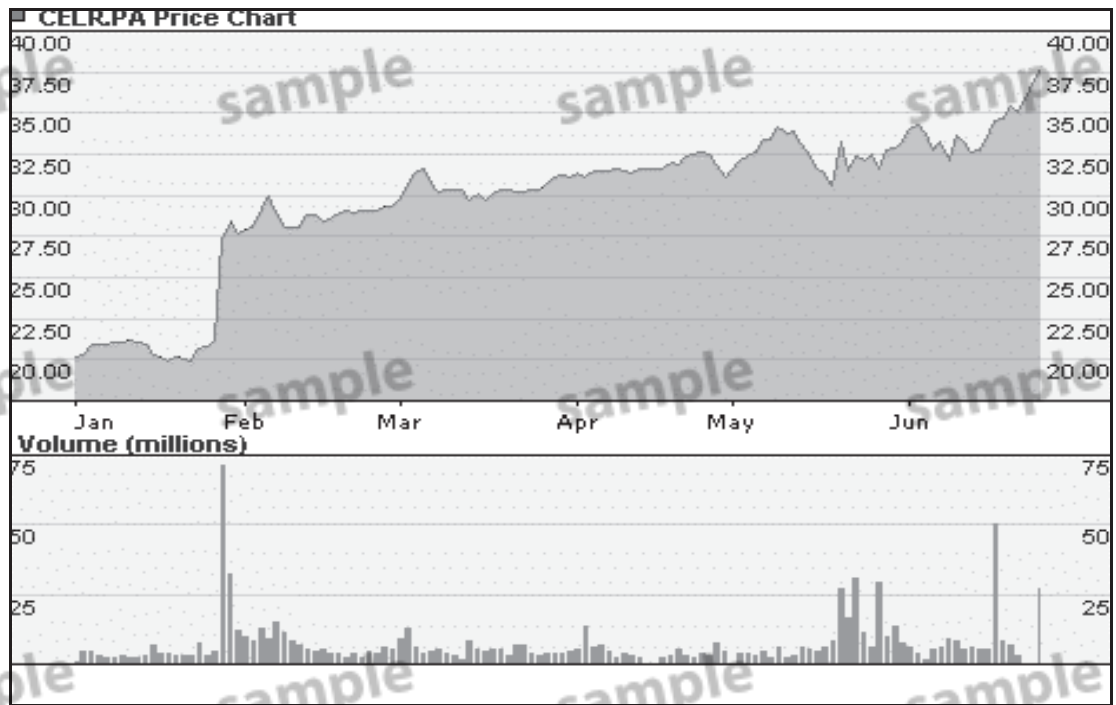
- ・ 英国型の厳しい全部買付規制 (現金含む) の導入を検討中
- ・ 平時導入、有事発動型の防衛策に関しては、株主総会の承認を経て最大 18 ヶ月間授権を可能とする。
- ・ 有事導入型の防衛策も、監査役会の承認により導入を可能とする。

### ※ベルギー政府のミタル・スチールのアルセロール買収提案に対する対応

ベルギー政府はアルセロールの筆頭株主であったが、ミタル・スチールに対抗して、(日)個人株主が 20%以上支配する企業の買収は、現金による全部買付を義務化② TOB の価格は 1 年間変更できない、などの法案を成立させようとする動きがあった。

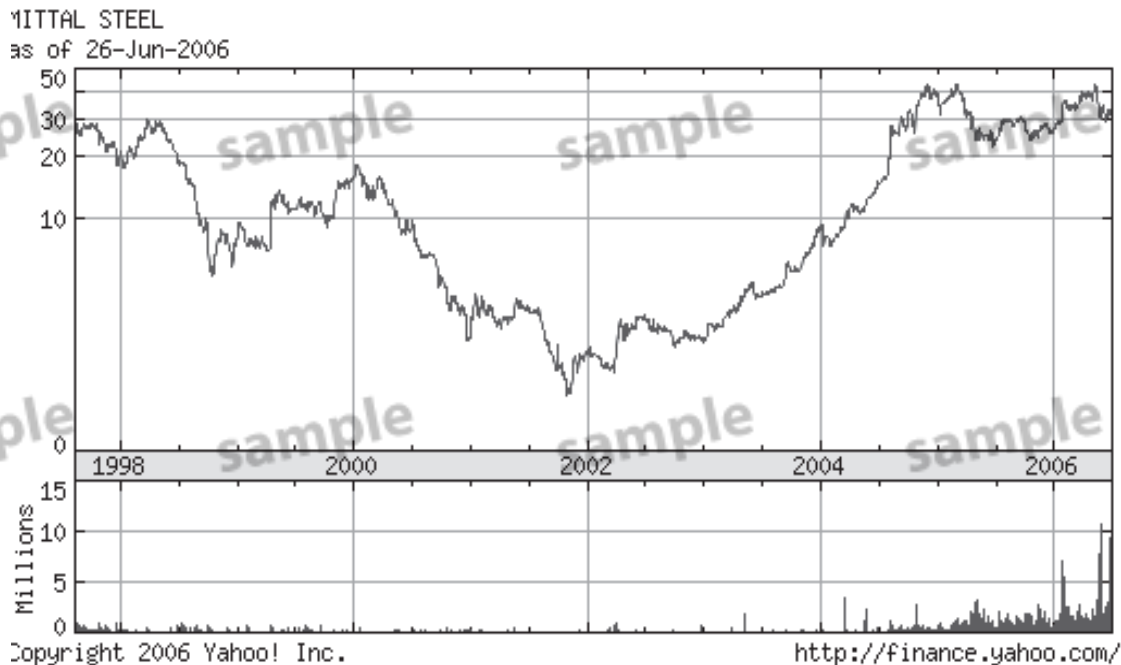
参考資料7（ミタル・スチール、アルセロールの株価推移）

「アルセロール：単位ユーロ」2006年



出所：ヤフーファイナンス

「ミタル・スチール：単位ドル」1998年～2006年



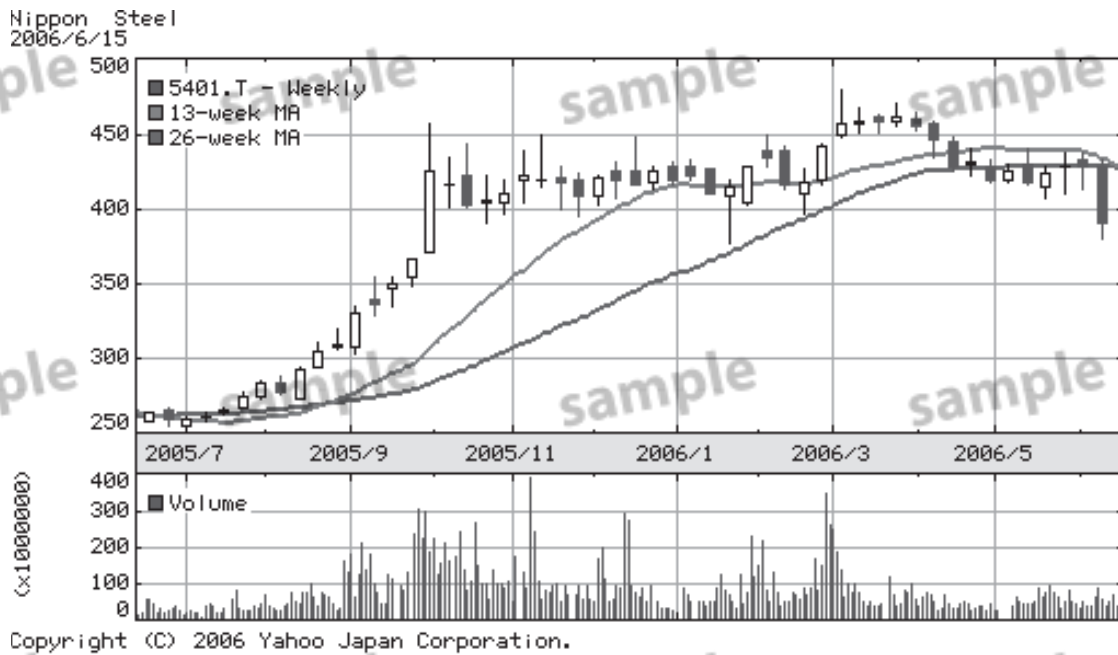
Copyright 2006 Yahoo! Inc.

<http://finance.yahoo.com/>

出所：ヤフーファイナンス



参考資料8 (日本の鉄鋼大手の株価推移①)



図：新日本製鐵の株価推移

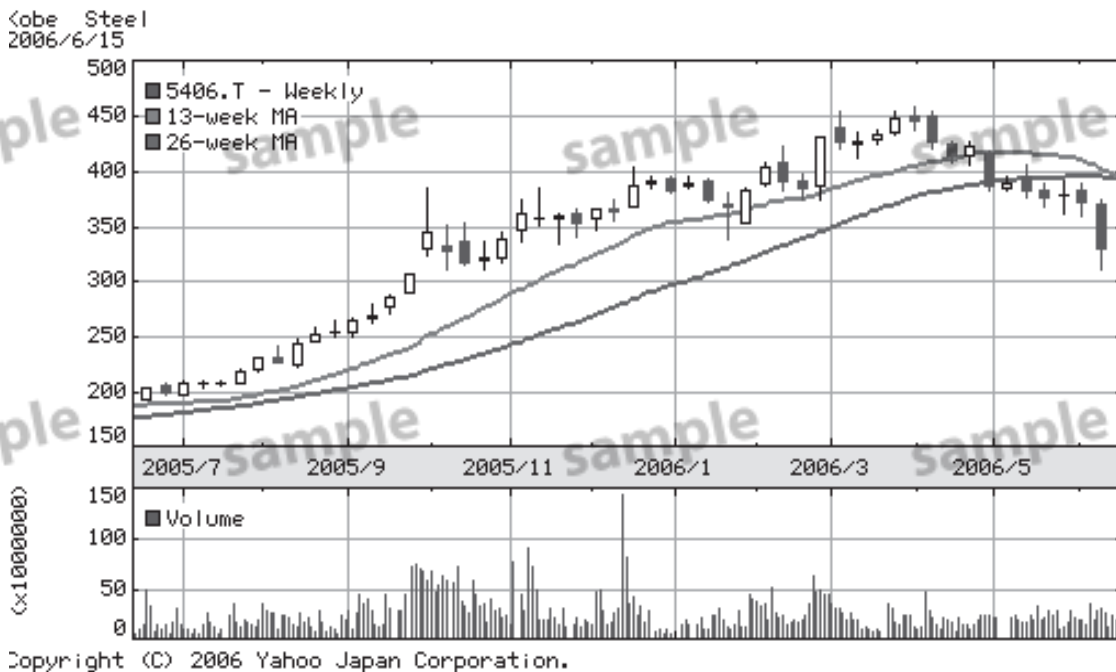


図：JFEホールディングスの株価推移

参考資料8 (日本の鉄鋼大手の株価推移②)



図：住友金属工業の株価推移



図：神戸製鋼所の株価推移

(出所：ヤフーファイナンス)

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

共立 2008.4 RP150