



慶應義塾大学ビジネス・スクール

アルセロール・ミタル

— 買収をめぐる攻防 —

ミタル・スチールによるアルセロールへのTOB（株式公開買い付け）開始以来、アルセロール買収を巡る攻防は、激しさを増す一方であった。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となっており、両社は、将来の成長戦略、買収金額、全体の買収金額に占める現金と株式交換の比率及びミタル・スチール株とアルセロール株の交換比率を中心に、アルセロール株主の支持を取り付けようと懸命であった。

TOB（株式公開買い付け）を巡る攻防

5月18日～5月21日

鉄鋼世界最大手ミタル・スチール（オランダ）は2006年5月18日に同二位アルセロール（ルクセンブルク）の6月末を期限とするTOBを始めた。同日、ラクシュミ・ミタル会長は「（アルセロールの）株主が我々の買収提案の価値やメリットについて決断できる機会がやってきた。鉄鋼産業再編の必要性を理解してくれるはずだ」との声明を発表したが、翌19日には買収額を3割以上引き上げ、現金部分の比率を上げた新買収提案を発表した。

〔5/18 ミタル・スチールによるアルセロール買収条件〕

- ミタル・スチール株4株と35.25ユーロ（約5千円）をアルセロール株5株と交換
- 期限は2006年6月29日
- ミタル・スチールの株価から算出した買収総額は当初、186億ユーロ（約2兆6千億円）だったが、

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、同大学大学院経営管理研究科 許斐義信教授の指導の下、同研究科の吉森克人が作成した。

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（2007年6月作成，2008年3月改訂）

その後の株価上昇で一時、200億ユーロ規模に膨らんだ。(5月17日終値換算では約190億ユーロ)

[5/19 ミタル・スチールによるアルセロール買収条件]

- 5 ● 株主に三つの選択肢あり
- (1) アルセロール株1株に対してミタル・スチール株1株と現金11.1ユーロ
 - (2) アルセロール株12株に対してミタル・スチール株17株
 - (3) アルセロール株1株に対して37.74ユーロの現金割当
- 10 ● 株式交換と現金を組み合わせた買収総額は258億ユーロ(約3兆7千億円)
- 買収に伴う現金での支払いを最大限で76億ユーロ(買収額全体に占める比率は29.4%で、残り70.6%はミタル・スチール株との交換)
- ミタル家の合併後の新会社の持ち株比率も45%にとどめる

15 ラクシュミ・ミタル会長は19日、ロンドンで会見し「今回の条件引き上げはアルセロールの株主が拒否できないほど魅力的なものだ。アルセロールの取締役会も新提案を支持してくれると確信している」と述べた。ミタル会長は当初、自社の財務体質の悪化を避けるために株式交換を軸とする予定であった。しかし、ミタル家が経営を支配する新会社の株式に替わることに懸念を抱くアルセロールの株主も多く、「現金での買収部分は最大で25%」としてきた方針を一転し、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り、ミタル・スチールは当初は消極的だった大幅な条件引き上げでTOBの短期決着を狙った。

25 次の焦点となったのは、アルセロールが5月19日に開く臨時株主総会に提案した巨額の自社株買いの行方であった。アルセロール経営陣はミタル・スチールの買収を阻止するため1株価格で最大50ユーロ、株式数で1億5千万株までの枠設定を求めている。承認、実行されれば、アルセロールの株価は大幅に上昇し、ミタル・スチールは買収条件の引き上げを迫られるはずであった。しかし、筆頭株主のルクセンブルク政府ですら保有率は5.6%にすぎず、ミタル・スチールが買収実現のために大幅な条件引き上げに動けば、投資家もミタル・スチールへの株売却に応じる可能性があった。また、アルセロールは既にドファスコの買収で借入金が大幅に増えており、自社株買いを実施することになれば、更なる財務体質の悪化は避けられない。今後の北米やアジアでの企業買収戦略にも影響が出ることが懸念された。

30 5月19日に開催されたアルセロールの臨時株主総会は定足数に達しなかったため、自社株買いの承認を得ることができなかった。そのため、同社は、6月21日に改めて臨時株主総会を開

くことを決めたが、このことをアルセロール株主の足並みの乱れと捉えて、揶揄する者も多かった。

自社株買いの承認を目指した臨時株主総会に続いて行われた5月21日の臨時取締役会で、アルセロールは、ミタル・スチールによる同社買収の新提案について、受け入れの是非に関する結論を事実上先送りした。

アルセロールのキンヒ取締役会議長は「ミタルが新提案を出したことは、これまで取締役会がとってきた（買収案拒否の）姿勢の妥当性を示す」「ミタルの詳細なビジネスプランが届き次第、執行役員会で検討する」とする声明を出した。臨時取締役会は「すぐに拒否の結論を出すに違いない」という大方の予想に反して、約4時間に及んだ。交渉を拒否してきたこれまでより、やや柔軟な姿勢に転じた。しかし、ミタル・スチールが買収の約7割を株式交換で実施する計画に対し、全額現金にすべきだとするアルセロールの主張とはかけ離れたままとなっていた。株主の間には買収額の大幅引き上げには好意的な見方もあるが、株式交換には慎重論が根強く残っていた。

5月22日～5月28日

株主の声を気にしてか、一応は、ミタル・スチールの新提案に対するルクセンブルクの金融当局の反応を見極め、詳細な事業計画を見た上で検討するとしたアルセロールの経営陣であったが、5月26日に同経営陣は、ロシア鉄鋼大手セベルスターリと合併することで合意したと発表した。アルセロールによる事実上の買収で、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、ミタル・スチールを抜き世界最大手に浮上するという。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めざすことになった。

【5/26 アルセロールとセベルスターリとの合併案】

- アルセロール株の価値を1株44ユーロ（配当分を除く）と評価
- 合併後の新会社への出資比率をアルセロール側が68%、セベルスターリ側が32%とする
- セベルスターリはグループの鉄鋼企業や原料鉱石の権益及び現金で12億5千万ユーロ（約1,800億円）と引き換えにアルセロール株式の32%を取得
- 買収額は約120億ユーロ（約1兆7,200億円）
- アルセロールのキンヒ取締役会議長、ドレ最高経営責任者（CEO）は統合後も現職にとどまる
- 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

- セベルスターリは18人の取締役のうち6人の任命が可能
- セベルスターリのモルダシヨフ会長は相乗効果を上げるための戦略を検討する「戦略委員会」の会長に就任

5 合併発表を受けて、ミタル・スチールは26日「セカンドクラス（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」と発言し、ミタル・スチールが買収条件のさらなる引き上げと、現金による株式買い取り比率のアップに動くかが今後の焦点となった。ミタル・スチールによるアルセロールの買収価格は1株当たり37.74ユーロであり、今回の合併に対抗するには単純計算でも二割程度

10 程度の引き上げが必要で、欧州の鉄鋼アナリストは「これ以上の条件引き上げは財務体質の悪化を招きかねず、難しい」と指摘していた。

世界最大の鉄鋼会社の誕生に向けて5月26日に合併合意を発表したアルセロールとロシア鉄鋼大手のセベルスターリのトップが27日に記者会見し、アルセロールに買収提案しているオランダのミタル・スチールに対抗するため両社の友好関係と合併効果の大きさを強調した。また、新たなM&A（企業の合併・買収）にも意欲を見せた。

15

アルセロールのドレCEOは「両社は長年にわたる友好関係でお互いを理解している」と指摘。そのうえで「自動車産業向け鋼板販売シェアは22%に達する」と述べ、成長分野を抱える合併会社の将来性に理解を求めた。モルダシヨフ会長は合併会社のEBITDA（利払い前、税引き前、償却前営業利益）は100億ドル（1兆1,200億円）になるとの見通しを明らかにした。

20

さらに、同会長は「我々は成長を目指しており、株主の利益のためにいろいろな選択肢を検討する」と述べ、M&Aを通じてさらなる再編劇を演じることに前向きな考えを示した。ただ、同会長は26日に発表された自身の出資比率32%について「45%まで高めたい」と発言。今後、出資比率を巡り経営陣の間で対立の火種となる可能性も予想された。

25

ドレCEOがセベルスターリとの合併効果の大きさを強調したにも拘らず、臨時株主総会で発行済み株式の二割を超える株主による合併手続きの見直しを求め、意見書へ署名を求める動きが見られた。ミタル・スチールのアドバイザーを務める米ゴールドマン・サックスはアルセロールの株主に手続き変更を求める意見書への署名を呼び掛け、署名は発行済み株式の約三割に達したと噂されていた。大型増資を活用した統合手法については、株式の希薄化につながりかねないと

30

の批判が多く、欧米の複数のヘッジファンドが主導し、株式や借株などで署名をかき集めたとみ

られる。しかしアルセロールは「実際にはそこまで多くはないのではないか」と見ており合併を一気に進められると楽観視していた。ミタルスチールの財務アドバイザーは、ゴールドマン・サックスの他、シティ、HSBC、クレディ・スイスであった。対して、アルセロールの財務アドバイザーは、モルガンスタンレーであった。

意見書は、アルセロールが6月28日に開く株主総会で「発行済み株式の過半の反対がない限り、合併は承認されたとみなす」としている点を問題視しており、株主総会の一般的な決議と同様「出席者の株式数の三分の二以上の賛成」を承認の要件にするよう求めたうえで、合併承認の手続きを変更するための臨時株主総会と、合併の是非を決める臨時総会の双方を開くよう要請していた。セベルスターリのモルダシヨフ会長は合併後のアルセロール株の32%を取得することになっており、ルクセンブルク法によると、持株比率が三分の一未満なら株主の賛同は不要となっているが、アルセロールが並行して実施する自社株買いを勧案すると持株は38%超に跳ね上がり、法との関係がわかりにくくなっていた。

経営陣は「株主重視の立場から」（ドレ最高経営責任者）、6月28日の臨時株主総会でセベルスターリとの合併についての賛否を問うことにしていたが、発行済み株式の過半の反対がなければ合併計画は承認されることになり、通常の株主総会の出席率を考えるとその可能性は高く、反対意見が抑え込まれる公算が大きくなっていた。

アルセロール経営陣に対する株主の反発の背景には、アルセロールの先行きに対する不安もあった。アルセロールのキンヒ取締役会議長（73）は4月の株主総会で再任されたが、任期は2008年春までとなっており、ドレ最高経営責任者（CEO、63）も同時期に任期が切れる。セベルスターリのモルダシヨフ会長は二人の退任後、「いずれ名実ともにアルセロールのトップに就くのではないか」との憶測も出ており、世界最大手の鉄鋼メーカーの経営をプーチン・ロシア大統領との結び付きも強いロシア実業家が握る構図が現実になる。キンヒ議長は「モルダシヨフ氏はミタルのラクシュミ・ミタル会長兼CEOに比べ真の欧州人」と語るが、一部株主は「我々のコントロールが利かなくなるのでは」と危惧していた。

アルセロール、セベルスターリの両社トップは合併計画発表後、支持獲得へ欧州各国の投資家を駆け回った。ミタル・スチールが巧みにアルセロール株主の不安をあおっているとの見方もあり、合併計画は、ドレCEOが考えるほど順調には進みそうにない状況であった。

5月29日～6月4日

セベルスターリとミタル・スチールとの合併案を巡り、アルセロールの株主間で意見が対立す

る最中、欧州委員会は6月2日、ミタル・スチールによるアルセロール買収の新提案を条件付きで承認した。重量棒鋼に関してのみ、買収後にシェアが大幅に増大するとして改善を求めた。ミタル・スチールはこれを受け入れ、棒鋼を生産しているアルセロールのドイツ、イタリアの二工場と、ミタル・スチールのポーランドの工場を手放すことに同意した。三工場は両社の重量棒鋼生産の約一割を担うものの、事業全体への影響は小さい。ミタル・スチールは既に関連国の金融当局からも承認を得ているが、欧州委は公正競争確保の立場から計画を審査していた。これに伴い、ミタル・スチールは、6月29日としていた買収期限を7月5日に延期した。

6月5日～6月11日

セベルスターリとの合併に向けて動き出していたアルセロールであったが、結論を先送りしていたミタル・スチールとの合併について、6月2日にミタル・スチールから詳細な事業計画が提出されたことを公表した。これを受け、アルセロールは6月11日に開いた臨時取締役会で、ミタル・スチールが示した買収額引き上げなどの新提案を拒否する方針を決めた。両社の事業戦略は異なっており、セベルスターリとの合併計画に比べ相乗効果は小さいことが、その理由だという。

アルセロールの経営陣はセベルスターリとの合併計画を最優先していたが、アルセロールの取締役会は、ドレ最高経営責任者（CEO）が率いる執行役員会に対し、ミタル・スチール経営陣と「買収条件の改善」を話し合うよう要請した。ミタル・スチールの新提案を拒否する一方で、アルセロールの経営陣は買収額再引き上げなどの可能性を探るため、ミタル・スチールと役員級協議に臨む方針を明らかにしなければならなかった。アルセロールは12日に出した声明で「ミタルが最近、買収条件を改める準備があるとの姿勢を示した」ことを対話の根拠に挙げたが、ミタル・スチールは同日、「買収額を引き上げるつもりはない」と否定した。ミタル・スチールとの協議は同計画に懐疑的な一部株主の批判をかわす狙いがあると一般には受け取られていた。

[6/11 臨時取締役会におけるアルセロールの主張と方針]

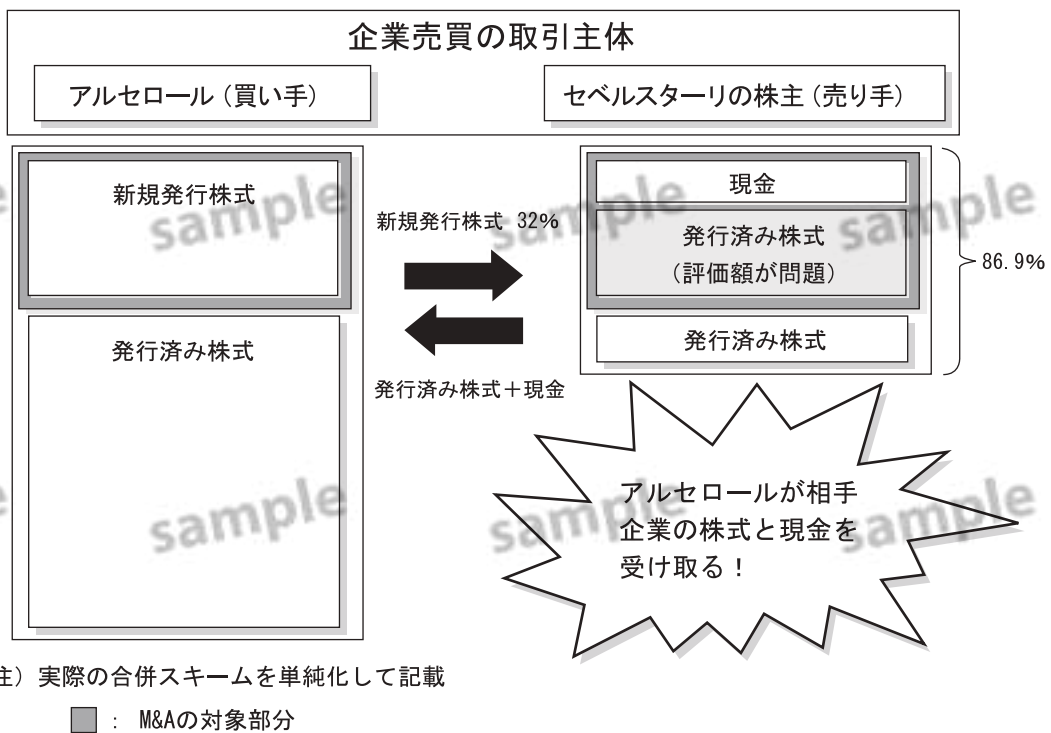
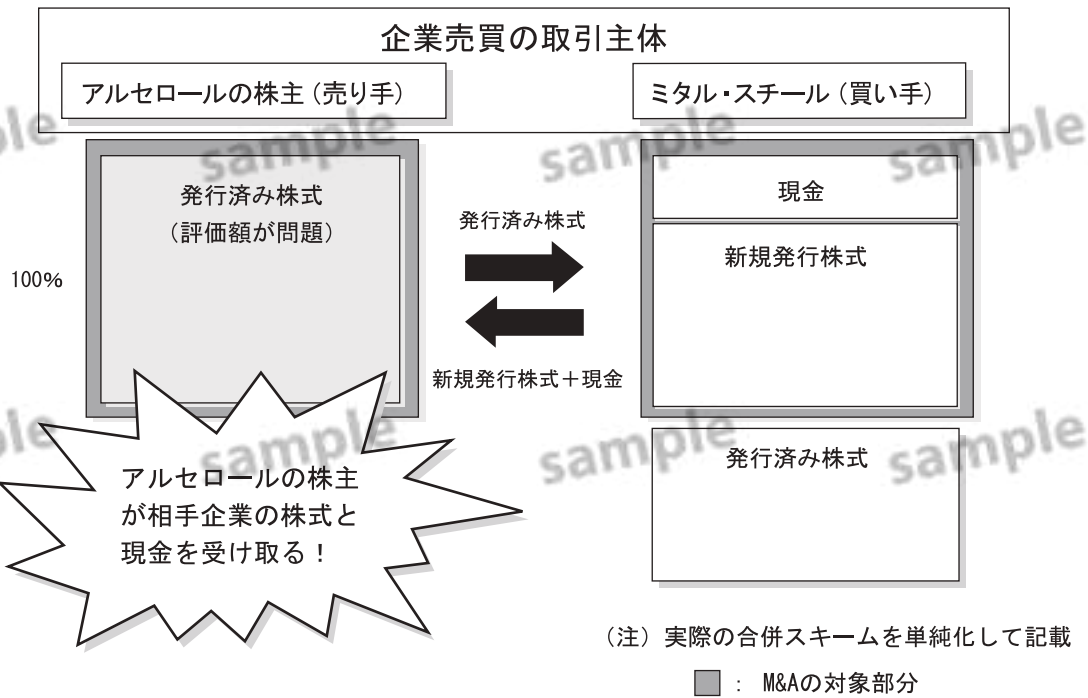
- ミタル・スチールの現行提案を拒否する
- ミタル・スチールは買収額算定にあたり直近の業績を正しく評価していない
- 株主に対しセベルスターリとの合併計画の支持を求める
- 合併計画を話し合う株主総会は6月30日を開く
- 新聞広告などを通して合併計画のキャンペーンを展開する
- 自社株買いを1株あたり44ユーロで実施する

- 自社株買いはミタル・スチールによる TOB の結果が出た後で実施する
- 執行役員会は、改善案を検討するためミタル・スチールと協議する

6月12日～6月18日

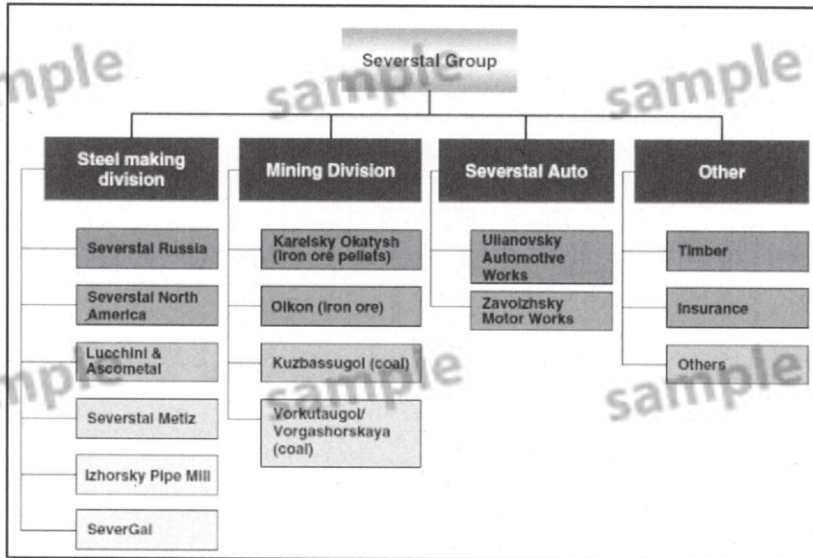
6月12日、アルセロールは5月26日に発表したセベルスターリとの合併についての詳細な情報を開示した。開示された内容は、セベルスターリとの合併効果、同社の事業活動、同社の企業価値の評価方法、セベルスターリとの合意内容、及びミタル・スチールとの合併との比較について触れられていた。特に、注目されたのは買収額であった。合併案は、アルセロールがセベルスターリ側へ新規に株式を発行し、その対価としてセベルスターリの鉄鋼部門、原料鉱石の権益及び現金を受け取ることになっていた。1株44ユーロで2億9,500万株の発行を予定していたことから、取引額を約130億ユーロと評価していたことになる。ミタル・スチールは、アルセロール株を1株37.74ユーロと評価していたため、金額上は、セベルスターリとの合併案の方が有利であるように思われた。しかし、アルセロールの株主にとって重要なのは、セベルスターリの企業価値と現金が、130億ユーロに見合うものかどうかであった。ミタル・スチールの提案は、アルセロールの株主が、自らが保有する株式を評価する問題であるのに対し、セベルスターリとの合併は、株主がセベルスターリという企業を評価しなければならなかったのである。

〔合併スキームの比較〕

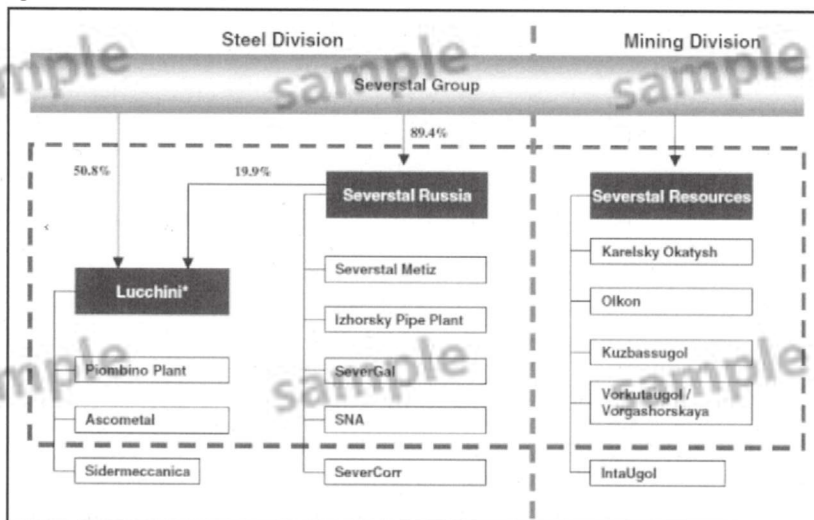


[セベルスターリとの合併手続き]

①合併手続き開始前のセベルスターリグループ：

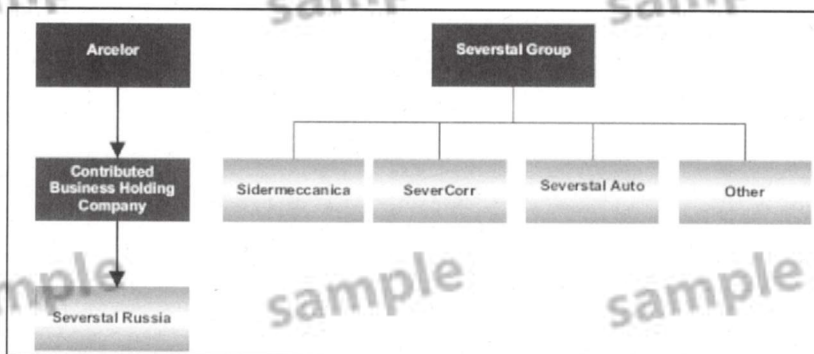


②合併準備として M&A の対象となるグループ企業を再編（点線内が M&A 該当部分）：



※ Severstal Resources を Severstal Russia に統合後、Severstal Russia の株式 (89.4%) ・ Lucchini の株式 (50.8%) ・ €1.25bn を SPV (Special Purpose Vehicle) に移動

③アルセロールの新規発行株式と M&A 該当部分 (SPV) の株式を交換：



〔セベルスターリ（OA0 セベルスターリ+現金）の企業価値評価〕

- OA0 セベルスターリの 89.6%企業価値を 117 億ユーロとする ($130 \times 89.6\% = 116.48 \text{ €}$)
- OA0 セベルスターリの企業価値と現金 (12 億 5 千ユーロ) と併せた約 130 億ユーロを合併の対価とする

5

OA0セベルスターリの企業価値の算出（単位：十億ユーロ）	
株式価値	13.0
負債価値	1.3
配当	1.3
少数株主持分	1.3
企業価値	14.3

10

※ OA0 セベルスターリの企業価値は、2005 年度の EBITDA 25 億 7 千万ユーロに倍率 5.6 を乗じて得た金額となっている。(倍率 5.6 の算出根拠については後述)

- 企業価値の評価手法は次の 3 つを採用

15

- (1) 類似企業比較法 (Comparable companies method)
- (2) 類似取引比較法 (Multiples used in recent comparable transactions method)
- (3) DCF 法 (Discounted cash flow method)

※セベルスターリの株式は市場性が低く、上場企業のみだと合併の対象となる部分が含まれていない為、市場株価による企業価値の評価は行わない。

20

- (1) 類似企業比較法 (Comparable companies method)

- セベルスターリ（ロシア）と同様の新興市場をメインマーケットとする鉄鋼企業を比較対象として採用

25

- 採用した比較企業は、NLMK（ロシア、2005 年度で 5.2 倍・2006 年度第一四半期で 5.3 倍）及び CSN（ブラジル、2005 年度で 5.3 倍・2006 年度第一四半期で 5.9 倍）

- 株価の参照期間は、ミタル・スチールが新たな買収条件を提案した 2006 年 3 月 19 日から 2006 年 6 月 9 日まで

30

比較可能な上場企業の倍率：企業価値／EBITDA

	企 業	市場価値	企業価値	EV/EBITDA	
		(EURm)	(EURm)	2005E	2006E
西ヨーロッパ	Corus (イギリス・オランダ)	5,322	6,656	4.4×	4.8×
	SSAB (スウェーデン)	3,933	3,873	5.4×	5.5×
	ThyssenKrupp (ドイツ)	13,010	20,529	5.8×	5.0×
	Boehler Uddeholm (オーストリア・スウェーデン)	515	1,105	2.7×	2.5×
	Voestalpine (オーストリア)	4,345	5,411	5.3×	5.1×
北米	Nucor (アメリカ)	12,882	12,388	6.3×	5.6×
	US Steel (アメリカ)	6,109	7,429	5.3×	5.1×
南米	Gerdau (ブラジル)	6,951	9,630	5.3×	4.7×
	CSN (ブラジル)	6,467	8,559	5.3×	5.9×
アジア	POSCO (韓国)	15,739	12,941	2.2×	3.0×
	JFE (日本)	19,217	25,520	5.3×	5.5×
	Nippon (日本)	19,393	23,017	4.5×	4.8×
ロシア	NLMK	9,804	8,701	5.2×	5.3×
	Evrz	6,398	7,626	5.1×	4.7×
	Mechel	2,371	2,304	4.0×	4.1×
		平均		4.8×	4.8×
		中央値		5.3×	5.0×
		最大		6.3×	5.9×
		最小		2.2×	2.5×
	Arcelor	21,814	31,895	4.9×	5.1×

(注) 1. EVとは、企業価値のことで、会社の時価総額に有利子負債を加え、現預金を引いたものである。

(EV=時価総額+有利子負債-現預金)

EBITDAとは、利払い前・税引き前・減価償却前利益のことで、本業でどれだけの現金収入を得ているかという指標となる。

(EBITDA=営業利益+減価償却費)

2. 企業価値とは、資金提供者(債権者および株主)にとっての資産価値である。

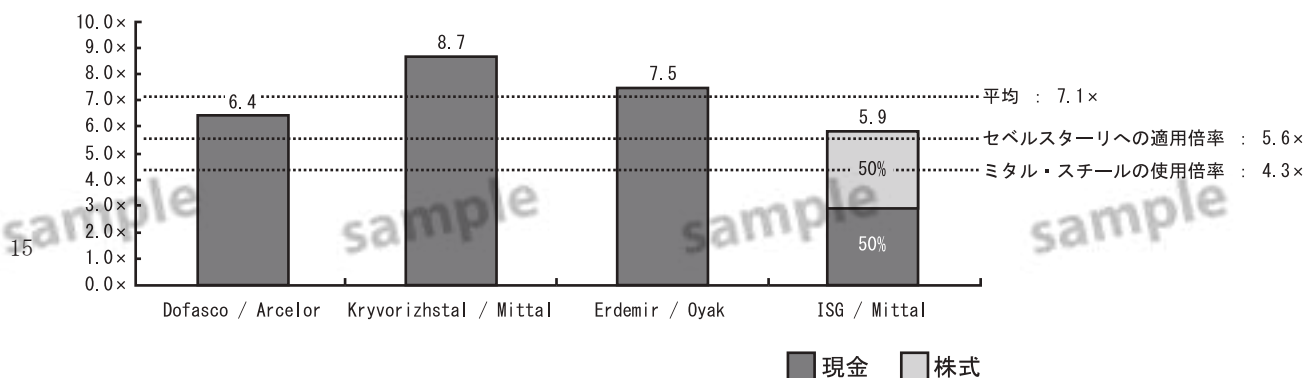
企業の市場価値とは、株式時価総額+少数株主持ち分+有利子負債-現金・預金-有価証券である。

(2) 類似取引比較法 (Multiples used in recent comparable transactions method)

- 5.6倍という EBITDA 倍率は、最近の鉄鋼業界における企業買収事例の数値より低い
- 新興市場をメインマーケットとする企業の買収事例を比較対象の取引事例とする
- 比較対象とする取引事例は、Mittal Steel-Kryvorizhstal (ミタル・スチールによるウクライナの Kryvorizhstal 買収) と Erdemir-Oyak (トルコの Oyak による同国 Erdemir 買収・民営化入札) とする
- 対象となった取引事例における EBITDA 倍率は、企業の支配権獲得によるプレミアムが含まれているため、セベルスターリに適用される EBITDA 倍率 5.6 倍より高い数値となっている

10

比較可能な買収事例：企業価値 / EBITDA



15

(注) 被買収企業/買収企業

20 (3) DCF 法 (Discounted cash flow method)

- セベルスターリの 2006 年度から 2015 年度へ向けてのビジネスプランに基づき、将来のキャッシュフローを算出
- EBITDA は、2005 年度の 25 億 7 千万ユーロから毎年約 2% ずつ成長すると仮定 (景気循環を反映)
- 2006 年度から 2007 年度は、継続的に投資を行うが、2008 年度は僅かに投資額を減少させる
- キャッシュフローは、EBIT に減価償却を加え、EBIT にかかる税金・運転資本・既存設備の維持運営に要する設備投資を控除した額とする
- 加重平均資本コストを 11.5% とする
- 2016 年以降のキャッシュフローの成長率を 1.5% とし、現在価値を 70 億ユーロと算出
- DCF 法でのセベルスターリの企業価値は、140 億ユーロから 170 億ユーロの間で評価される (加重平均資本コストを 11%~12%、将来の成長率を 1%~2% で算出)
- 株式価値は、130 億ユーロから 160 億ユーロの間と評価される

30

最終的に、セベルスターリの企業価値は、類似企業比較法により求められた EBITDA 倍率（5.6 倍）を用いて算出されている。

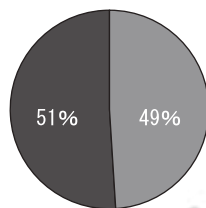
また、アルセロールは、ミタル・スチールとの合併に比べてセベルスターリとの合併が有利な点について解説している。

〔アルセロールの主張；ミタル・スチールとセベルスターリとの合併案の比較〕

- ミタル・スチールが€ 35/株であるのに対し、セベルスターリとの合併は€ 44/株でアルセロールの株価を評価している（ミタル・スチールより 25%のプレミアム）
- ミタル・スチールの保有資産は価値の低いものであり、十分な投資を継続していない
- アルセロールとミタル・スチールとの統合がうまくいかないリスクがある
- ミタル・スチールの現在の株価は、実際の企業価値を反映していない（従って、ミタル・スチールの株価を割り引かなければ、セベルスターリとの合併案を比較することはできない）
- ミタル・スチールは約 25%の配当性向を維持しようとしているが、アルセロールは 30%の配当性向を目指している（セベルスターリとの合併は友好的であるので、この方針は維持される）
- ミタル・スチールと合併するとアルセロールの現在の株主は少数株主になってしまうが、セベルスターリとの合併では、オーナーのモルダシヨフ氏は少数株主となり、更に 4 年間買い増しすることもできないようになっているため、中期的に株主の地位は安定的である

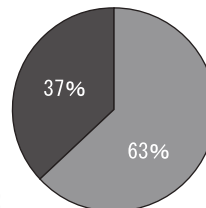
合併後のアルセロール株主の比率

ミタス・スチロールとの合併



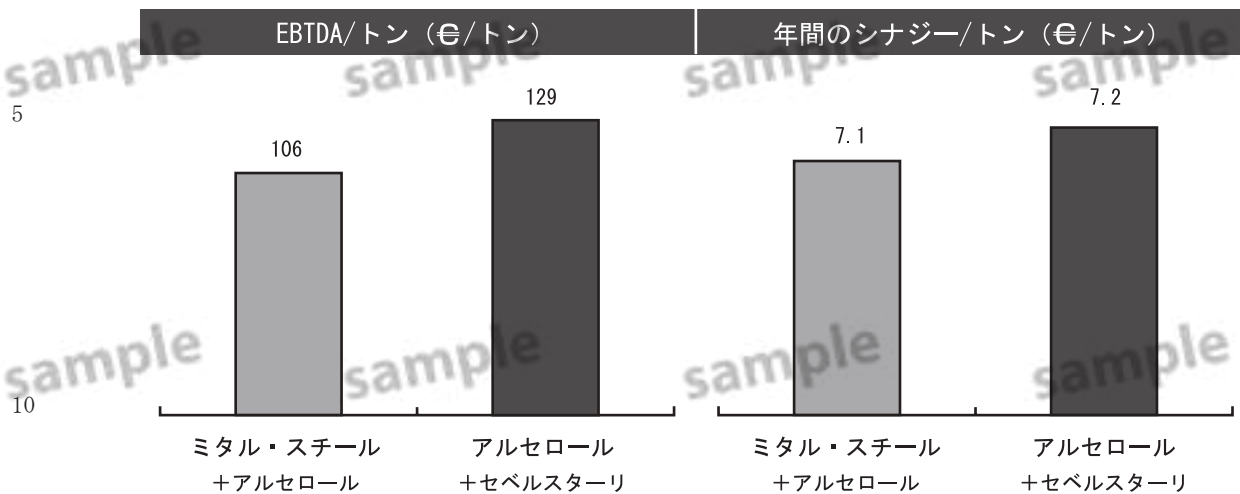
■ 現在の株主

セベルスターリとの合併



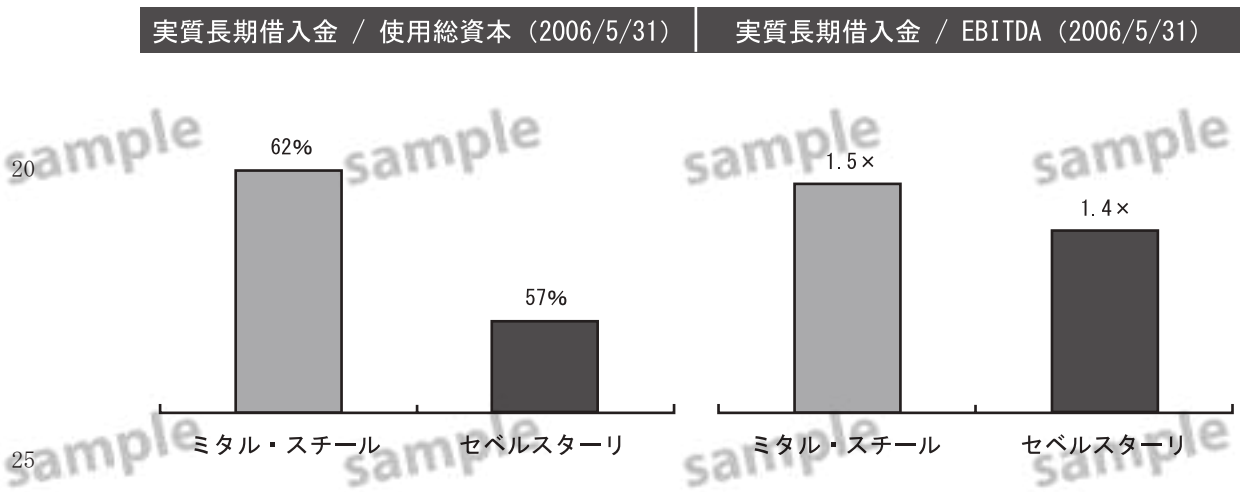
■ 現在の株主

- ミタル・スチールとの合併の方が生産量は多くなるが、地理的な補完関係、生産量1トン当たりのEBITDAやシナジーといった点からはセベルスターリとの合併の方が有利である



- セベルスターリとの合併では合併後の新会社の実質長期借入金が126億ユーロになるのに対し、ミタル・スチールとの合併では166億ユーロになる

- 株主資本に占める実質長期借入金の割合は、セベルスターリとの合併では57%を超えないが、ミタル・スチールとの合併では60%を超える



これに対し、ミタル・スチールは翌日の2006年6月13日に、早速、反論を試みている。ロンドンで開かれた中期経営計画の発表会見で、ミタルは「アルセロールとの統合を断念する必要などない。世界の鉄鋼産業でこれ以上に理想的な組み合わせはないのだから」「私は鉄鋼産業の悲惨な歴史の証人だ。90年代は多くの鉄鋼メーカーが破綻し人々は仕事を失った。業界再編で競争力を強めるしかない」と強調した。セベルスターリ側が新会社で巨大な権限を持つことにアルセロールの主要株主の間でも反発する声が多いことを見越し、ミタル・スチールは毎日

のように主要な機関投資家と会い、所有株式の譲渡を求めていた。6月30日にはアルセロールがセベルスターリとの合併の賛否を問う株主総会を開くが、それまでに株式の大半を握れるかが勝負になっていた。

〔ミタル・スチールの中期経営計画〕

- 2006年度のEBITDAは、約73億ドルに増加する見通し
- 様々なプロジェクトや組織改革により、EBITDAは2008年度までに99億ドルまで増加
 - ⇒ 生産性の向上／保有する鉱山の拡大／人員削減／合併シナジー他
 - ⇒ 2004年度のEBITDAは84億ドル（2008年度までに18%増加見通し）
 - ⇒ 2008年度のフリーキャッシュフローは60億ドルになる見通し
 - ⇒ 自己資金により、2008年度までに33億5千万ドルを設備投資に向ける予定

2008年度 目標フリーキャッシュフロー (FCF)				
目標EBITDA	設備投資	税金	運転資金	目標FCF
\$9.9bn	▲\$1.7bn	▲\$1.7bn	▲\$0.3bn—▲\$0.5bn	\$6.2bn—\$6.0bn

(注) FCF (フリーキャッシュフロー) とは、会社が稼いだお金から、会社が活動するのに必要なお金を差し引いた、余剰資金のことをいう。

〔ミタル・スチールの反論 (対セベルスターリとの合併)〕 ※添付資料参照

- 世界的な生産力及び EBITDA は、ミタル・スチールとの合併の方が優れている
- 生産拠点の地理的なポートフォリオもミタル・スチールとの合併の方が均衡が取れている
- ミタル・スチールはグローバルなマーケットリーダーであるのに対し、セベルスターリはリージョナルプレーヤーである
- ミタル・スチールの工場の方がセベルスターリよりも品質や生産性において優れている
- ミタル・スチールはセベルスターリのコアマーケットにおいても強い競争力を持つ
- ミタル・スチールの保有する鉱山は、セベルスターリのものよりも埋蔵量が多く、多種多様である
- ミタル・スチールの方が、セベルスターリよりも合併のシナジーを生み出せる
- セベルスターリの評価に使われている EBITDA 倍率 (5.6 倍) を用いると、ミタル・スチールの株価は€ 33.4 (2005 年度) ・€ 37.5 (2006 年度第一四半期) と評価されるが、申し出ている買収条件は、アルセロールの 1 株に対してミタル・スチールの 1 株と現金€ 11.1 の条件 (配当調整後で€ 10.05) であるから、ミタル・スチールは、アルセロールの株価を、€ 43.4 (2005 年度) ・€ 47.6 (2006 年度第一四半期) と評価していることになる。(セベルスターリは€ 44/

アルセロール 1 株)

- EBITDA 倍率 (5.6 倍) を使い、合併後のシナジーやミタル・スチールのビジネスプランを加味すれば、アルセロールの株価は将来的に €54.6 になると予想することができる
- アルセロールは、セベルスターリを株価ベースで 42%、企業価値 / トンベースでは鉄鋼業界の中央値から 206% のプレミアムを乗せて評価している
- ミタル・スチールは、全株式の議決権を 1 株 1 票にするなど、単純で透明性が高く、公平な取引を行おうとしているのに対して、セベルスターリとの合併案では、モルダショフ氏がセベルスターリ内で拒否権を持ち、株主に報いることなしに彼の持分を 45% に増やしたり、CEO に就任しようとする動きが見られるため、良好なコーポレートガバナンスが働くとは思えない
- 6 月 12 日に公表されたセベルスターリとの合併案は情報公開が非常に限定されているため、株主が十分な判断を行うことができない。また、アルセロールの経営陣は、アルセロールの株主の三分の一がモルダショフ氏との取引について、適当な決議を行うべきだとの声を無視している
- 44 ユーロという株価はありえない
- セベルスターリとの合併案では、モルダショフ氏の持分は 32% となっているが、アルセロールが予定している自社株買いを行った場合、モルダショフ氏の持分は 38% となる。アルセロールは、モルダショフ氏の持分比率を高めるために協力しようとしている
- 通常、ヨーロッパの国々では、株主の 30.0 – 33.3% の賛成が得られれば、株主のその企業に対する申し出は受け入れられる。しかし、アルセロールはこれを無視してセベルスターリとの合併を進めようとしている

6 月 19 日～ 6 月 25 日

アルセロールは、6 月 21 日に予定していた臨時株主総会を取りやめると 6 月 19 日に発表した。総会では総額 65 億ユーロ (約 9,400 億円) の自社株買いの承認を得る予定だったが、株主から、同社が敵対的買収を避けるためロシア企業と合意した合併計画への異論が強まっており、自社株買いは否決される可能性もあった。

アルセロールは、6 月 21 日に開かれた取締役会で、セベルスターリとの合併計画を見直すことにした。アルセロールの株主から、セベルスターリのアルセロールに対する支配力が高まり過ぎるとの批判を受け、セベルスターリのモルダショフ会長は合併会社に対する持株比率を当初案の 32% から 25% に下げ、経営への影響力を弱める案などを提示したことから、6 月 25 日にも取締役会を開き、新計画の是非を判断することになった。

しかし、6月25日のアルセロールの取締役会は、セベルスターリとの合併案を否決し、一転して、ミタル・スチールによる事実上の買収提案を受け入れて合併することを全会一致で決めた。株主総会で承認されれば、年間粗鋼生産量が約1億1千万トンと、新日本製鉄の三倍超にあたる巨大企業が誕生することになった。

5

[6/25 アルセロールとミタル・スチールの合併条件]

- 合併後の会社をアルセロール・ミタルとする
 - アルセロール・ミタルの本社はルクセンブルクに置く
 - 新会社はアルセロールの経営方式を基本とする
 - 買収形態は株式買収とし、アルセロールの株主には三つの選択肢がある
- (1) アルセロール株1株に対してミタル・スチール株1.084株と現金12.55ユーロ
 - (2) アルセロール株12株に対してミタル・スチール株13株と現金150.6ユーロ (€12.55/株 × 12株)
 - (3) アルセロール株1株に対して40.4ユーロの現金割当
- ※ (1) ~ (3) の交換比率は、アルセロール株7株に対しミタル・スチール11株の交換比率に基づいている
- アルセロールの転換社債 (CB) 12株に対してミタル・スチール株13株と現金188.42ユーロを交換
 - ミタル・スチールは取得するアルセロールの株式のうち31%を現金、69%を株式交換で買い取る
 - アルセロール・ミタル・スチールの株主構成は、アルセロールの株主を50.5%・ミタル・スチールの株主を49.5%とする
 - 合併後、ヨーロッパのアルセロールではリストラ計画や従業員の削減を行わない
 - 株式の種類を将来1クラスだけにし、1株につき1つの議決権を与える
 - 取締役会は18人とし、12人をアルセロールの既存取締役 (うち3人は従業員の代表)、6人 (うち3人は外部) はミタル・スチールから任命する (各取締役は1議決権を保有)
 - ミタル一族の持ち株比率は43%で、5年以内は上限を45%とする
 - 新会社の執行役を7人とし、CEOを含む4人を現在のアルセロールから選び、ミタル・スチールの取締役会が残り3人を任命する
 - アルセロールのキンヒ取締役会議長とドレ最高経営責任者 (CEO) はそれぞれ統合新会社の取締役会議長 (Chairman of the Board)、CEOに就任する
 - キンヒ議長の任期が2008年春に切れた後はミタル・スチールのミタル会長が引き継ぐ

10

15

20

25

30

- 合併から三年経過以降は、取締役会及び執行役員会の構成を見直せる
- アルセロールの理論上の企業価値は280億ユーロ（約4兆円）前後（TOB発表直前の1月26日の株価終値を約8割上回る）

5 ミタル・スチールがTOBを発表して以来、アルセロールは5ヶ月にわたり徹底抗戦を掲げてきたが、株主に押し切られる形で180度方針転換した。ミタル・スチールは条件面で大幅譲歩したが、反目し合っていた両社だけに融合に時間がかかる可能性もある。アルセロールのドレ最高経営責任者（CEO）はセベルスターリとの合併を発表、一気に手続きを進めミタル・スチールの買収を食い止める狙いだったが、ロシアのプーチン大統領と親しく、謎めいた部分がある
10 セベルスターリのモルダシヨフ会長に対し株主や投資家に警戒感が広がり、戦略は裏目に出た。

買収阻止のための経営陣の強引ともいえる手法に疑問の声が強まり、一部の有力株主がドレCEOやキンヒ取締役会議長の辞任を口にするまでに発展。ミタル・スチール側が背後でアルセロールの株主に接近し、経営陣に対する不信感をあおった効果もあり、ドレCEOらはミタル・スチールと改めて交渉をせざるを得なくなった。

15 アルセロールはミタル・スチールのコーポレートガバナンス（企業統治）や事業計画を一貫して批判していたため、ミタル会長は一族の影響力を弱めるなど改善案を提示し、最後は買収額を巡る攻防となり、現金部分の株式買い取り額を従来案に比べ約7%引き上げてセベルスターリに勝った。

「ミタルは質より量を追求する企業」「企業文化が相いれない」など批判を繰り返した末に、態度を一変させたアルセロール経営陣に労組は疑いの目を向けており、ドレCEOらは難しいかじ取りを迫られることになった。

6月26日～7月2日

25 合併で合意したミタル・スチールとアルセロールの首脳は6月26日、ルクセンブルクで記者会見した。この場で、ミタル・スチールのラクシュミ・ミタル会長は「世界の鉄鋼業界は再編が必要。アルセロールとの合併が完了したら次へ向けて動きだす」と述べ、一層の規模拡大へ意欲を示した。

30 記者会見では、アルセロールが1月末に買収で合意したカナダの鉄鋼大手ドファスコの扱いに質問が集中した。ミタル・スチールは当初、アルセロール買収が実現した場合、資金回収のためにドファスコを独大手ティッセン・クルップに48億ドル（約5,600億円）で売却するとしていたからだ。

アルセロールのキンヒ取締役会議長は「ドファスコは（合併で誕生する）新会社の一部」と突っぱねた。ミタル・スチールのアディテヤ・ミタル社長は「（アルセロール側とはドファスコの扱いで）合意しないことで合意している」と苦笑い。5カ月に及ぶ激しい攻防戦で生まれた両社首脳の間しこりの大きさと、今後の統合作業の難しさを物語っていた。

ミタル・スチールは上場企業ながら一族が98%の議決権をもち、ラクシュミ・ミタル会長がリスクある大型買収案件や再建策を即断即決するワンマン経営で成長してきた。しかし、新会社でミタル流を貫くのは難しい。取締役会や重要な戦略を決定する執行委員会はアルセロール側の人数が多い。新会社でもミタル一族は持ち株比率43%と、圧倒的な発言力を持つが、荒療治で反発を招けば、統合作業が遅れ、経営に打撃を与えかねない。

ミタル会長は今回の合併を「鉄鋼産業の歴史的な転換点」と豪語する。収益力を押し上げ、世界規模の再編を一举に加速するとみるからだ。しかし、もくろみは微妙に狂っている可能性がある。ミタル側は当初、新会社の負債を160億ドルと推計していた。その後、買収額引き上げで銀行借り入れなどが50億ドル近く膨らむことになったうえ、アルセロール側が企業防衛の過程で増配し、手元資金が流出した。コスト削減を早急に実現できなければ、財務体質は悪化する。

こうした背景も手伝ってか、ミタル会長は向こう三年間のコスト削減額の目標を当初案の10億ドルから16億ドルに引き上げている。流通チャネルの集約や製鉄所間の協力による合理化などに期待するが、両社の現場での密接な関係づくりが大前提となるのは間違いない。

新会社は世界約30カ国に60余りの生産拠点をもち、従業員数は32万人強と、鉄鋼産業で最大の雇用を誇った米USスチールのピーク時より10万人以上も多い。この巨体をどう制御するのか、ミタル会長の手腕が問われる。

6月30日、アルセロールは株主総会を開き、5月に合意したセベルスターリとの合併計画を否決した。発行済み株式の57.9%を占める株主が反対した。これによりアルセロールはセベルスターリとの合意を破棄でき、ミタル・スチールとの合併を進めるうえでの最大の障害がなくなった。

株主総会は三時間超に及んだ。当初はミタル・スチールによる買収を拒絶し、いったんセベルスターリと合併合意しながら、最後はミタル・スチールとの合併を決めた経営陣の姿勢に批判も相次いだ。株主総会でセベルスターリとの合併計画への反対票が50%以下だった場合、ミタル・スチールとの統合案と並立する格好となり、再編の行方が混迷する可能性があった。

アルセロールはセベルスターリのモルダシヨフ会長に合併合意の破棄に伴う解約金1億4千万ユーロ（約200億円）を払う。TOBを実施しているミタル・スチールはアルセロールの株式買収

期限を7月12日まで延長、15日には結果が判明する見通しだ。

総会後に記者会見したアルセロールのキンヒ取締役会議長は「モルダショフ会長との合意はミタルとの合併を進めるうえで触媒の役割を果たしたが、買収額引き上げのために同会長を利用したわけではない」と強調した。さらに「ドレ最高経営責任者（CEO）はミタル・スチールとの統合計画に参加するが、合併後は新しいCEOを決める」としている。

7月3日～8月31日

ミタル・スチールは7月18日、アルセロールの50%強の株式取得に成功したと発表した。（その後、7月26日にアルセロールに対するTOBに92%の株主が応じたと発表）8月1日付で取得手続きを終え、アルセロールを傘下に収める。買収額は株式交換と現金の組み合わせにより約248億ユーロ（約3兆6千億円）。粗鋼生産量が年間一億トンを超す巨大鉄鋼グループの誕生が正式に決まった。

ミタル・スチールが取得するのはアルセロールの5億9,450万株と、転換社債の1,990万株で、発行済みの91.88%に相当する。ミタル・スチールはアルセロール株主に新規発行するミタル・スチール株6億6,560万株（7月25日終値換算では、約170億ユーロ相当）と77億7千万ユーロの現金を払う。残りのアルセロール株の約8%は8月17日まで買い取り期間を延長する。

借入金の増加

ミタル・スチールは買収に備え、2006年1月30日に現金50億ユーロをシンジケートローンによって調達した。つまり、ミタル・スチールは当初、アルセロールの買収に必要な現金を50億ユーロと想定していた。しかし、買収額が吊り上り、アルセロール側からの現金の支払いを増やせとの要望に応えた結果、77億7千万ユーロの現金が必要になった。従って、ミタル・スチールは27億7千万ユーロを新たに調達しなければならなかった。不足分の買収資金を賄うために、5月23日に、ミタル・スチールは28億ユーロを同じくシンジケートローンにより調達した。

2006年11月30日、ミタル・スチールは買収資金の現金部分及びその他の借入資金（アルセロールの借入も含む）について26銀行から総額170億ユーロ（1€＝\160として、2兆7,200億円）を調達し、借入金の借り替えを行った。この借入の返済期限は2011年となっており、4.2%～5.7%の変動金利である。その内訳は、120億ユーロのターム・ローン（シンジケートローンの1商品で融資期間が中長期となる証書貸付契約）と50億ユーロのリボルビング・クレジット（コミットメント・ライン）となっていた。そして、この借入には財務制限条項（Financial covenant）

として、有利子負債の総額が1会計期間のEBITDAの3.5倍を上回ってはならないという条件が付されていた。

2006年度のアルセロール・ミタルの決算（US GAAP）によると、EBITDAが9,814百万ドルであるのに対し、有利子負債は26,495百万ドルとなっており、有利子負債/EBITDAが2.7倍と財務制限である3.5倍を下回っている。2005年度のこの値は1.5倍であり、アルセロールの買収により、アルセロール・ミタルの財務状態が急激に悪化していることが分かる。

新会社の人事

ミタル・スチールとアルセロールの世界の鉄鋼大手二社が経営統合して誕生するアルセロール・ミタルの初代最高経営責任者（CEO）にアルセロールのローラン・ユンク執行副社長（50）が就くことが8月4日に決まった。ミタル一族は新会社の株式の43%を握るが、融和を進めるためアルセロール側にCEO職を譲った。ユンク氏は2002年に三社合併でできたアルセロールの前身企業の一つ、アーベット（ルクセンブルク）出身。ラクシュミ・ミタル会長は同日の記者会見で「ユンク氏は合併の経験も豊富。統合作業を成功に導いてくれる」と強調した。会長の長男のアディテヤ・ミタル氏（ミタル・スチール社長）は最高財務責任者（CFO）となる。来春に新会社の取締役会議長に就くミタル会長はロンドン市内で8月4日に会見し、「世界の鉄鋼産業で最強の経営陣をそろえた。ユンク氏は経験豊富で素晴らしいCEOになれる」と持ち上げた。ユンク氏の業界での知名度は低く、最近是中国などが主要担当業務で、ミタル・スチールによる敵対的買収への阻止に関与しなかったことがCEOに選ばれた大きな理由とされる。他のアルセロール役員より早くミタル・スチールとの合併に前向きだったことを会見でも示唆していた。

2006年10月30日、アルセロールとの合併合意に基づき、ミタル・スチールの株主総会にて新たな取締役が承認された。そして、11月6日、アルセロール・ミタルの取締役会は、新たな執行役員人事を発表した。発表によると、新たなCEOとして取締役会は、ラクシュミ・N・ミタル氏を選出した。ミタル氏は引き続き取締役会議長（President of the Board）を兼務する。現CEOのローラン・ユンク氏は降格になったが、執行役員として残ることになった。

尚、取締役会は全会一致で合併に関する覚書の修正案を承認している。覚書は、現行の取締役会が続く限り、ラクシュミ・ミタル氏が執行役の地位に就くことを禁ずるとしていたが、修正案の承認により、ミタル氏が執行役に就任することが可能となった。ミタル氏の要望により、この条項の修正案は次回の年次株主総会で議案として提出されることになっている。この決議にミタル一族は参加しない。

TOB 完了後の動き

独ティッセン・クルップは2007年1月23日、カナダの鉄鋼大手ドファスコの買収が困難になったと発表した。世界最大手のアルセロール・ミタル（ルクセンブルク）が傘下のドファスコを
5 売却すると都合を撤回。ティッセン・クルップが売却を求めて提訴したが、オランダの裁判所が同日、訴えを棄却した。

ドファスコは自動車用鋼板などで強みがある。2006年1月、アルセロールがティッセン・クルップと TOB 合戦の末に買収。その後、ミタル・スチールがアルセロール買収に乗り出し、アルセロールはドファスコ株をオランダの民間基金に移す防衛策を講じていた。

10 裁判所は「基金にドファスコを手放すように強制することはできない」と指摘。ティッセン・クルップは北米戦略の見直しを迫られた格好で、米国での製鉄所建設などを自力で進めるとい
う。

ドファスコは自動車用鋼板などで強みがあり、北米事業強化を狙ったアルセロールが TOB を
15 実施。ドファスコ経営陣の求めでティッセン・クルップが買収合戦に応じたが、アルセロールが買収を決めた。

その後、ミタル・スチールがアルセロール買収に乗り出し、併せてティッセンへのドファスコ売却に一度は合意。これに対しアルセロールは防衛策としてドファスコ株の89%をオランダの民間基金に移管し、ミタル・スチールとの経営統合後は基金が売却を拒んできた。

20 ロッテルダム裁判所は「基金にドファスコ株を手放すよう強制することはできない」と指摘。判決を受けてティッセン・クルップは「ドファスコ買収の可能性は小さくなった」と表明した。高付加価値製品に特化して収益力のあるドファスコは経営統合後のアルセロール・ミタルにとつて、北米戦略の軸になるとの見方も強い。

ドファスコ買収が困難になったことでティッセンは北米戦略の見直しを迫られることになった。米国の製鉄所建設など自力で大型投資を進める方針だが、日本、韓国なども巻き込む世界的な鉄鋼業界の再編機運のなかで後手に回った格好となった。
25

アルセロール・ミタルは、1月30日に株式市場における表示名を、ミタル・スチールからアルセロール・ミタルに変更すると発表。3月2日には、ミタル・スチール・インベストメントが保有するアルセロール・ミタルのB株385,340,210株をアルセロール・ミタルのA株
30 385,340,210株に転換すると発表し、着実に統合のステップを歩んでいる。

そして、5月3日に、株式市場における名称をアルセロール・ミタルと変更したミタル・スチール（Mittal Steel Company N.V., オランダ）は、アルセロールとの合併について、詳細なプロ

セスを発表した。発表された内容によると合併は2段階に分けて進められる。

第一段階において、ミタル・スチールは、同社がルクセンブルグに設立した完全子会社アルセロール・ミタルに合併される。この合併は株式交換によって行われ、アルセロール・ミタル（ルクセンブルグ）が新規に株式を発行し、この株式（アルセロール・ミタル株）1株とミタル・スチール株1株を交換する。

第二段階では、アルセロール・ミタル（ルクセンブルグ）がアルセロール（ルクセンブルグ）に統合される。アルセロール・ミタルを統合したアルセロールは、名前をアルセロール・ミタルに変更する。この合併は、アルセロール（ルクセンブルグ）が新規に株式を発行し、この株式（アルセロール株）7株とアルセロール・ミタル株8株を株式交換する。

この統合プロセスを経ることで、ニューヨーク、アムステルダム、パリ、ブリュッセル、ルクセンブルグの株式市場、及びスペインの各株式市場に上場していたアルセロール・ミタル（旧ミタル・スチール）は、アルセロール（新アルセロール・ミタル）がその地位を受け継ぐことが予想される。

ミタル・スチールには、1株につき議決権が1つしかないA株と1株につき議決権が10付与されたB株が存在していた。ミタル一族はB株を100%保有し、株式市場で流通していたA株の相当数を保有していた。この結果、ミタル・スチールは上場企業ながらミタル一族が98%の議決権を保有することが可能となっていた。ミタル一族とは、ラクシュミ・ミタル氏、妻のウシャ・ミタル氏、株式の100%をミタル夫妻が保有するイスパット・インターナショナル・インベストメントとミタル・インベストメントのことである。

ミタル・スチールとアルセロールは、合併合意に至った際に、新会社では特別な議決権を持つ種類株を認めない方針を打ち出しており、これに基づいて、ミタル・インベストメントが保有していたミタル・スチールB株がA株に転換されていた。

発表された合併スキームを使えば、最終的に、新アルセロール・ミタルの主要株主はミタル・スチールと旧アルセロール・ミタルとなり、ミタル一族の名前が株主名簿に出てこない。

新日本製鉄の動き

アルセロール・ミタルの発足により、新日本製鉄は微妙な立場に立たされていた。

新日本製鉄とアルセロールは、アルセロールの前身の1つであるユジノール時代（2001年）に戦略提携を結んでいた。アルセロール発足後も提携は続き、これにより新日鉄はアルセロールを通じて日本の自動車メーカーなどが欧州へ進出した際も鋼材を供給できる体制を確立していた。また、中国では2005年から、新日鉄や中国鉄鋼最大手の宝山鋼鉄と合併（宝鋼50%、新日

鉄 38%、アルセロール 12%) で、自動車用鋼板の生産工場を展開している。

そして、北米では、新日鉄の自動車用鋼板の合弁相手インランド・スチールをミタル・スチールが 1998 年に買収した結果、ミタル・スチールは米国での重要な事業パートナーになっている。

つまり、新日鉄は日本の自動車メーカーのニーズに応えるために提携によって海外生産を拡大した結果、アルセロールとミタル・スチールともに戦略的に重要なパートナーとなっていたのである。巨大な鉄鋼メーカーの誕生により、これまで通りの提携関係が維持できるかどうか、また、アジア市場への足掛かりとして、いつ買収の対象となるのか。同社の不安は尽きることがなかった。

10 ミタル・スチールのアルセロールに対する買収提案を受け、新日本製鉄には「ミタルの買収がアルセロールで終わるとは思えない」（首脳）と、ミタル・スチールの矛先が自社に向かうことへの警戒感が強くなっていた。

新日本製鉄は 2006 年 2 月 14 日、山陽特殊製鋼を持分法適用会社にすると発表、特殊鋼事業の拡大と買収防衛策を兼ねた戦略を前面に打ち出した。世界的な鉄鋼再編が進む環境で有数の技術力を持つ山陽特殊鋼をグループ企業に明確に組み込む狙いが鮮明になった。新日鉄は 11.2% 持つ山陽特殊鋼株について 6 月末までに同社の持つ自社株から 15% まで買い増す予定であった。山陽特殊鋼も株式数で同数となる新日鉄株約五百万株（0.08% 相当）を市場で調達することになっていた。鋼材表面の傷処理をせず、常温でも鍛造できる高品質の特殊鋼は日本メーカーしか作れない。山陽特殊鋼は特にベアリングの主要素材である軸受け鋼で世界最先端の技術を持ち、海外企業などに買収された場合、技術流出につながりかねない懸念があった。山陽特殊鋼とは社長を送り込むなど新日鉄との関係が深く、「連結対象の一員に（買収など）万一のことがあれば当然対応する」（藤原信義副社長）とし、外資などへのけん制効果も狙う。

25 新日鉄は同日、1 億 2 千万株、取得価格としては過去最大となる 5 百億円を上限とする自社株買いの実施も発表した。株式交換などによる M&A（企業の合併・買収）への活用などを想定しているともみられた。新日鉄は関係企業の防衛など様々な用途に使える自己株取得で不測の事態に備える。

更に、新日鉄は、住金・神鋼と資本提携を結び、それぞれ 0.4 - 5.0% の範囲で株式を持ち合っていたが、更なる買収防衛策を検討するために、2006 年 3 月、これらの三社で覚書を交わした。

30 続いて、新日本製鉄は 3 月 29 日に買収防衛策を公表した。導入したのは「事前警告型」と呼ばれる防衛策の一種であった。議決権の 15% 以上を取得しようとする買収者を対象に、あらかじめ会社側が株主利益にかなう買収者と、そうでない買収者を定義し、買収提案に必要な情報

の種類、手続きなどを公表する。

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にあつた。手続きを守り、かつグリーンメーラー（株価をつり上げて会社買い取らせる）など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べる期間を設けた。

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。株主の意思を確認するための書面投票か総会を開き、決を採る。

新日鉄は公表の約一カ月前まで、買収提案の良し悪しの判断を、取締役会が第三者委員会に諮問して決める方法を検討していた。（2005年に防衛策を導入した大半の上場企業が採用）新日鉄が急きょ枠組みを変えたのは、市場との攻防の結果とみられた。主要な海外の機関投資家に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」との感触を得た。

新日鉄は、防衛策の導入に伴い、3月29日には追加的に99億株強の株式発行が可能になる新株予約権の枠を登録した。

新日本製鉄の三村明夫社長は7月16日、ラクシュミ・ミタル会長と京都市内で会い、アルセロールとの提携関係を新会社でも継続することで合意した。

新日鉄が北米でミタル・スチールと合弁で手掛ける自動車用鋼板事業も、鋼板ライン工場を新設して増産する方向で検討することになった。三村社長は同日、ミタル氏と経営哲学について話し「研究開発や設備に資金を投じる考えを確認し、パートナーとして協力する」意向が一致したことを明らかにした。ミタル会長も提携継続で合意したことを認めた。新日鉄はアルセロールとの提携条件の中で、アルセロールが第三者から敵対的買収を受けた際に提携関係を無効にできる「資本拘束条項」を盛り込んでおり、新日鉄がアルセロール買収を敵対的と判断して同条項を発動するかに注目が集まっていた。

新日本製鉄がミタル・スチールとの提携を継続するのは、主要顧客の自動車各社の生産が世界的に拡大し、高級鋼材の供給網の維持を優先せざるを得ない事情があつた。世界供給を維持するために新日鉄の選択肢は限られる。新日鉄は巨額の投資を伴う単独での海外進出を避け、アルセロールなど大手との提携で自動車メーカーに鋼材を供給してきた。仮に今回、提携を白紙に戻すと、欧州と北米に自動車鋼板の製造工場を自前で新設するか、既存の合弁工場を完全に買い取る必要に迫られていた。いずれにせよ巨額の資金が必要となるはずであつた。三村明夫社長も会談前に「（新生ミタルと）付き合わないという選択肢はない」と提携継続の意向を漏らしていた。新日鉄は1998年に米国の大手提携先をミタル・スチールが買収した際も、提携打ち切りを検討した。この時も自動車メーカーの高級鋼材の安定調達の意向を受けて提携を継続した。

新日本製鉄は鉄鋼世界最大手のミタル・スチールとの提携を拡大する方針を固めた。両社合
わせて約300億円を投じ、米合弁会社で自動車用鋼板の新工場を建設、2008年をメドに稼働さ
せる。鉄鋼の世界再編が進むなか、世界二位のアルセロールを買収し圧倒的首位となったミタ
ル・スチールとの関係を深め、成長が見込める自動車鋼板事業を強化しながら再編加速に備える。
5 新工場建設は新生ミタルとの提携の第一弾。合弁会社は両社が折半出資する「INコート」（イン
ディアナ州）で、1989年に新日鉄と米インランド・スチール社とで設立、98年にはミタル・ス
チールがインランドを買収していた。現在は自動車用鋼板を年間50万トン生産し、トヨタ自動車、
日産自動車やホンダなどに販売している。新日鉄は、ミタル・スチールによるアルセロールの
買収が成立したのを受け、北米でミタル・スチールと提携を強化することで、自社の収益と企
業価値を向上させることができると判断した。合弁生産の拡大でミタル・スチールにも日系自
10 動車メーカー向け販売拡大のメリットがある。新日鉄は協力関係を深めることで共存を目指す。

新日鉄は韓国ポスコとの提携拡大に動いた。提携は当初、過当競争を避けるための「紳士協定」
の意味合いが強かったが、事業強化と買収防衛の両方をにらんだ「連合」としての色彩を強め
ることになった。新日鉄とポスコが提携した2000年当時、世界の鉄鋼需要は低迷、国内では日
15 産自動車が調達先を絞り込んだ「ゴーン・ショック」の影響で乱売が始まっており、提携の最
大の狙いはアジアでの値崩れに歯止めをかけることだった。

しかし、アルセロール・ミタルが誕生したことで競争の前提は一変した。鉄鋼業界では従来、
各地域の有力企業が各市場を押さえ、すみ分けが定着していた。しかしミタル台頭で垣根は崩れ、
20 新日鉄やポスコなどアジアメーカーにとって、金城湯池のアジア市場をどう守るかが焦点になっ
ていた。

新日鉄によると高級鋼材の世界市場は年2億3千万トンで、アジアはそのうち四割強を占める。
アジアの鋼材消費は今後年一割弱のペースで拡大するとみられ、世界の鉄鋼メーカーの主戦場
になりつつあるが、新日鉄の増産余力は限られていた。ポスコは日産自動車に鋼材を供給する
25 など技術力が高く、製品の相互供給で協力できる範囲が広い。設備改修時にポスコから半製品
を調達すれば、アジア市場への供給能力を高めることができる。

事業提携は（1）主要設備の改修時に鉄鋼半製品を相互融通する（2）環境設備の共同利用（3）
原料調達で協力が骨子。一連の施策で、新日鉄は営業利益ベースで年100億円の提携効果を見
込む。株式持ち合いの拡大はあくまで事業提携を「円滑に実施するため」（藤原副社長）だが、
30 互いに実質的な筆頭株主となることで「結果的に買収防衛の効果もある」としている。ポスコ
との資本・業務提携の拡大協議は、2000年に戦略的提携契約を結んで以来、両社の副社長級を
筆頭に進めていた。しかし、ミタル・スチールが欧州アルセロールに買収提案した今年初めから、

事態は急展開した。

ポスコは1998年の民営化の際、財閥など特定企業による支配を避ける狙いから広く株主を募ったため、圧倒的な大株主が存在しない。被買収懸念から安定株主の確保に奔走し、機関投資家に出資を要請していた。9月半ばには、ポスコと新日鉄が10月20日にそれぞれ取締役会を開き、提携拡大を決める線で一致した。

ここに来て“蜜月”ぶりをみせる新日鉄とポスコであるが、過去を振り返るとアジアで激しくぶつかり合う間柄だった。新日鉄は日韓経済協力の象徴として68年のポスコ（当時は浦項総合製鉄）創設に全面協力したが、90年代に入ると、力を付けたポスコと競争が本格化した。韓国製鋼材が日本に流入し、日本勢が警戒感を強めた時期もあった。粗鋼生産量も拮抗していた。しかし、韓国がアジア通貨危機に直面した98年から潮目が変わり始めた。韓国政府はポスコの民営化を推進。同年五月、新日鉄の今井敬会長（現名誉会長）が韓国でポスコの劉常夫会長（当時）と会談した席上、出資の要請を受けた。当時は「0.1%の儀礼的な出資にとどめた」（新日鉄幹部）。両社をさらなる関係強化へと突き動かしたのは自動車などユーザー業界で進んだ世界的再編である。再編で力を強め、グローバル化するユーザーへの対応力を高めるにはライバルとも手を組まなければならない。2000年4月、旧知の間柄だった千速晃社長（当時会長：平成19年死去）と劉氏が米ニューヨークで会談し提携交渉がスタートし、わずか四カ月で戦略的提携で合意した。当時、千速氏の頭にあったのはポスコだけではなかった。「アジア四強連合構想」。中国・宝山鋼鉄、台湾・中国鋼鉄とも組む壮大な大アジア連合であった。国内の提携相手、住友金属工業の高炉事業に中国鋼鉄が参加。宝山とは自動車用鋼板の合弁計画をまとめた。いずれも2003年、三村明夫氏に社長を譲った直後に合意に達した。圧倒的な強者連合として、新日鉄はアジアで“新秩序”を構築しようとしていた。連合構想はしばみゆく日本市場への依存から脱却し、強者による協調でアジア市場を安定させ、収益改善を急ぐ意味合いが大きかった。

新日鉄は10月20日開催の取締役会において、海外子会社（英領ケイマン諸島に設立）を割当先としてユーロ円建転換社債型新株予約権付社債（劣後特約付）3,000億円を発行し、この海外子会社が同額のユーロ円建交換権付優先出資証券を発行する方法により資金調達を行うことを決議した。

今回発行される交換券付優先出資証券は、第三者割当方式にて発行し、主要取引銀行3行を割当先に予定していた。仕組みは、まず新日鉄が海外に設けた100%出資のSPC（特定目的会社）向けに3千億円の新株予約権付社債（転換社債＝CB）を発行する。SPCはこれを裏付けに同額の優先出資証券を発行し、みずほコーポレート銀行など主力3行が全額を引き受ける。この証券にはCBと交換できる権利が付く。表面利率は2.228%。

簡単にいうと SPC を中継点に CB を「資本に近い」優先出資証券に置き換える仕組み。単純な CB 発行だと有利子負債の増加に直結する。子会社を絡め、償還期限がなく格付け会社も資本と認める優先出資証券にすることで財務悪化を回避できる。会社法で子会社が外部調達した資本は「少数株主持ち分」として連結会計上の「純資産」に計上できる点にも着目、全額を資本に組み込む。

最大の焦点は CB 交換後の希薄化にある。新日鉄は転換価格を実勢より五割も高い 740 円に設定、これだと大幅な利益成長で株価が高騰しない限り転換は起きにくい。また転換請求には自社で持つ金庫株（4 億株弱）を渡し、新株発行を抑えることも検討中で「滅多に希薄化が起きない」仕組みに映る。つまり（1）発行体は財務体質を悪化させずに巨額資金を調達（2）銀行も新日鉄との関係強化と、高利回り運用を同時に実現（3）既存の株主は希薄化を極力、回避できると一見、「三方一両得」の理想的な調達にみえる。

ところが、急速に高まる鉄鋼再編を下敷きに今回のファイナンスをみると様相は一変する。買収者が現れた場合、「3 - 5 割のプレミアムを付け TOB に動く」のが一般的となっており、当然、株価は高騰する。その結果、銀行は転換不能とみられていた優先出資証券を普通株に転換、それぞれ 5%弱を握る安定株主として買収阻止に動く。新日鉄は引受先を銀行に絞った理由を「仕組みが複雑なため」（財務部）としているが、その理由だけなら機関投資家向けの私募でもいいはずだ。

また、もし買収者が現れなくても巨額資金を原資に自ら買収に動き、企業価値を高めれば良い。こうした二段構えのシナリオとみることができる。

新日本製鉄と韓国鉄鋼最大手ポスコは 12 月 11 日、鉄鉱石の調達で連携すると発表した。ブラジルのヴァーレなど資源メジャーとの価格交渉を一本化し、高騰する鉄鉱石の調達価格抑制を狙う。両社は資本・業務提携の拡大で合意しており、原料価格交渉という異例の分野にも協力関係を広げる。両社合計の鉄鉱石調達量（海上輸送量ベース）は年間約 9 千万トンとなり世界全体の約 13%を占める。6 千万トン前後と見られるアルセロール・ミタルを抜き世界最大の需要家となる。週内に始まる 2007 年度輸入分の価格交渉から一本化する。両社は原料では石炭の鉱山権益を共同で確保しており、鉄鉱石で組むのは初めてであった。

新日本製鉄とブラジルの資源大手ヴァーレ（旧リオドセ）は 12 月 18 日、鉄鋼原料の鉱山開発や輸送などで提携すると発表した。両社が出資することで 11 月合意したブラジル鉄鋼最大手ウジミナスが計画している、高炉からの一貫製鉄所への参画を検討していることも正式表明した。新日鉄は鉄鋼関連の有力企業との連携を強化し、再編が進む世界の鉄鋼業界で安定軸の形成

を急ぐ。ウジミナスは最大4千億円強をかけ年産5百万トン規模の高炉からの一貫製鉄所をブラジルに建設する計画。新日鉄はすでに同社と共同で事業化調査を進めている。新日鉄の参画が実現すれば、日本の鉄鋼大手としては戦後初めて海外での高炉事業の建設・運営に直接参加することになる。投資負担など詳細は今後詰める。ヴァーレもウジミナスへの出資を決めており、高炉事業への参加を検討する。

ヴァーレは鉄鉱石の世界最大手であり、新日鉄は鉄鉱石の年間使用量の約三分の一を同社から調達する。今回の提携では新たに鉄鉱石や石炭の鉱山開発で連携するほか、鉄鋼副原料のペレットの取引量を引き上げる。輸送や研究開発でも連携を強化する考えで、新日鉄が技術者を派遣する。新日鉄は資源大手ではすでに豪英系のBHPビリトンとリオ・ティントとも同様に提携している。一方、同業では提携先の韓国鉄鋼最大手ポスコと鉄鉱石の価格交渉を共同で行うことで合意している。資源大手との関係を強化して安定調達を図ると同時に、価格交渉力の強化も目指す。

新日本製鉄の三村明夫社長とアルセロール・ミタルのラクシュミ・ミタル会長は2007年3月25日、ニューデリー市内で会談し、提携関係を拡大していくことで合意した。自動車用鋼板を生産する両社の米国合弁会社の設備を増強する方向で一致したほか、今後も案件に応じて協力関係の拡大を協議していくことを確認した。鉄鋼業界で世界二位の新日鉄と同首位のミタルが協調路線を色濃くする形となる。両トップは国際鉄鋼協会（IISI）の定期会合に出席するためインドを訪れており、個別会談が実現した。会談後、新日鉄の三村社長はミタルとの提携拡大について「(北米の増強以外にも)メリットがあれば広げる可能性はある」と語った。ミタル会長も「新日鉄との関係は良好。関係強化の協議をしていく」と述べた。新日鉄は世界的に需要が拡大する中で独自に新工場を建設するより、従来の提携関係を生かして供給網を広げる方が得策と判断した。ミタルによる買収の脅威が完全に消えたわけではなく、技術流出などの懸念は残るものの、当面は「実利」を優先させる格好だ。

新日本鉄とアルセロール・ミタル（ルクセンブルク）が7月中旬をめぐり、新たな提携関係の締結で合意する見通しとなった。欧州と日本での相互の技術供与や、海外に持つ自動車用鋼板合弁の拡張を共同で進めることなどを骨子とする新協定を結ぶ。新日鉄はミタルとの協調路線を選ぶことで世界戦略を加速する。

新日鉄の三村明夫社長とミタルのラクシュミ・ミタル会長がニューヨーク市内で会談し、提携に関する覚書を結ぶ予定。両社の提携交渉は一時難航したが、新日鉄側は自社の主張が大筋認められると判断した。

両社は2006年7月から、新たな関係を巡る協議を続けてきた。ミタルは一時、新日鉄の保有

技術の利用拡大を求めたが、新日鉄側は拒否。地域や顧客など提携範囲を絞った協定になる見通した。

5

10

15

20

25

30

アルセロール・ミタル

参考資料

ミタル・スチールの株価



アルセロールの株価



アルセロールの取締役会(2006/1/1)

At 1 January 2006, Alcebor's Board of Directors comprised the following members:

N.B.: Only mandates at listed companies are stated	Date of birth	Nationality	End of term of office (AGM)
Joseph Kirsch Chairman of the Board of Directors, Luxembourg	2 May 1933	Luxembourg	2005
José Ramón Álvarez Rendueles Vice-Chairman of the Board of Directors, Madrid, Spain Director Gesinfinh Inmobiliaria S.A.	17 July 1940	Spanish	2006
HRH Prince Guillaume of Luxembourg	1 May 1963	Luxembourg	2006
John Casagrande Honorary Chairman of OGE-L, Luxembourg	3 November 1944	Luxembourg	2006
Jean-Yves Durance Chief Executive Officer of MARSH, Paris, France	28 July 1942	French	2006
Néel Forgeard Chairman and CEO of EADS, Toulouse, France	8 December 1946	French	2009
Jean-Pierre Hansen Vice-Chairman of the Executive Board of Suez, Brussels, Belgium Director Abgeor Disstrigaz Electrolabel Fluys	25 April 1948	Belgium	2006
Ulrich Hartmann Chairman of the Supervisory Board, E.ON AG, Düsseldorf, Germany Supervisory Board Member IKB Industriebank AG (Chairman) Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG Deutsche Lufthansa AG Director Henkel Agfa	7 August 1938	German	2006
Corporación JIMAC BV Represented by Ramón Hermosilla	-	-	2009
Hedwig De Koker Chairman of the Board of Directors of Van der Valken Vastgoed P.L.C., Brussels, Belgium Director Accentus N.V.	28 December 1955	Belgium	2009
Manuel Fernández López Secretary-General of the Metal, Construction y Altes de UGT union, Federación Estatal (M.C.A.-U.G.T.), Madrid, Spain	8 June 1947	Spanish	2006
Michel Marti Former secretary of the CFTD union, Broye, France	6 July 1947	French	2009
Daniel Melin Chairman (EMEA South), EDS, Paris, France	29 May 1944	French	2006
Edmond Pachura Chairman, UNAS, Paris, France	31 January 1934	French	2006
Franisco Javier de la Riva Garriga Executive Vice-President, Ferriterna S.A., Madrid, Spain	28 August 1945	Spanish	2006
Sergio Silva de Freitas Senior Vice-President, Banco Itau S.A., Sao Paulo, Brazil	16 January 1943	Brazilian	2006
Georges Schmit Principal Government Advisor, Luxembourg Director S.F.S. Global S.A. ARES S.A.	19 April 1959	Luxembourg	2005
Fernand Wagner Former CEO of ARBED, Luxembourg	24 February 1938	Luxembourg	2006

アルセロールの取締役会(2006/12/31)

As at 31 December 2006, the eighteen members of Arcelor's Board of Directors are currently the following, subject to their approval by the Annual General Meeting of Shareholders:

	Date of birth	Nationality	End of term of office (AGM)
Joseph Kinsch Chairman of the Board of Directors	2 May 1933	Luxembourg	2008
Lakshmi N. Mittal ² President of the Board of Directors	15 June 1950	Indian	2011
Vanisha Mittal Bhatia ³	23 August 1980	Indian	2010
HRH Prince Guillaume of Luxembourg	1 May 1963	Luxembourg	2011
José Ramón Álvarez Rendueles	17 June 1940	Spanish	2010
John Castegharo	3 November 1944	Luxembourg	2010
Jean-Pierre Hansen Corporación JMAC B.V. Represented by Antoine Spillmann	25 April 1948	Belgian	2009 2011
Lewis Kaden ⁴	24 March 1942	American	2008
Manuel Fernandez Lopez	8 June 1947	Spanish	2010
Michel Mardi	6 July 1947	French	2009
Edmond Pachura	31 January 1934	French	2008
François Pinault ⁵	21 August 1936	French	2009
Wilbur L. Ross ⁶	28 November 1937	American	2009
Georges Schmit	19 April 1953	Luxembourg	2011
Sergio Silva de Freitas	16 January 1943	Brazilian	2009
Narayanan Vaghul ⁷	4 August 1936	Indian	2009
Romain Zaleski ⁸	7 February 1933	French	2008

アルセロールの執行役

At 1 January 2006, the Management Board comprised the following members:

Position	Date of birth	Nationality
Guy Dollé President of the Management Board, CEO	31 October 1942	French
Michel Würth Vice-President of the Management Board	17 April 1954	Luxembourg
Roland Junck Member of the Management Board	10 November 1955	Luxembourg
Gonzalo Urquijo Member of the Management Board and CFO	17 September 1961	Spanish

As at 5 November 2006, Arcelor's Management Board comprises the following members:

Position	Date of birth	Nationality
Lakshmi N. Mittal President of the Management Board, CEO	15 June 1950	Indian
Roland Junck Member of the Management Board	10 November 1955	Luxembourg
Aditya Mittal Member of the Management Board and CFO	22 January 1976	Indian
Malay Mukherjee Member of the Management Board	26 January 1948	Indian
Gonzalo Urquijo Member of the Management Board	17 September 1961	Spanish
Michel Würth Member of the Management Board	17 April 1954	Luxembourg

Each member of the Management Board has the following responsibilities:

Position	
Lakshmi N. Mittal President of the Management Board, CEO	President of the Management Board in charge of Flat Products for North America
Aditya Mittal CFO, M&A, Member of the Management Board	Member of the Management Board in charge of China, International Affairs, Sustained Growth, Continuous Improvement and Commercial Coordination
Roland Junck Member of the Management Board	Member of the Management Board in charge of Asia, Africa and the CIS, Mining and Stainless Steels
Malay Mukherjee Member of the Management Board	Member of the Management Board in charge of Long Products and AM3S
Gonzalo Urquijo Member of the Management Board	Member of the Management Board in charge of Flat Products for Europe, Automotive, Plates and Research and Development
Michel Würth Member of the Management Board	

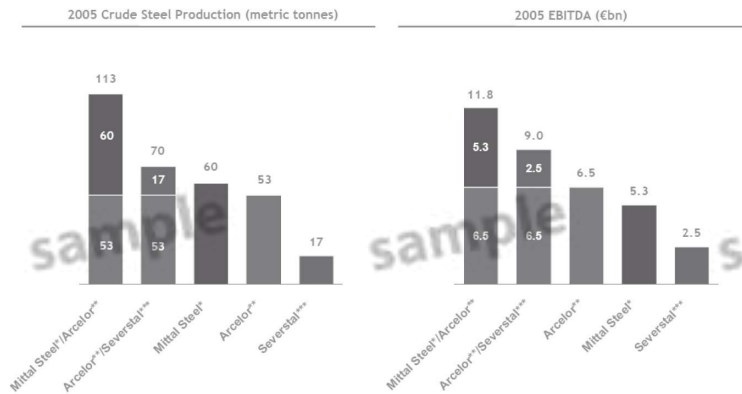
€17bn Credit Facility(1/2)

Name of Original Lender	Term Loan Commitment (euro)	Revolving Credit Commitment (euro)
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., Paris Branch	515,000,000.00	215,000,000.00
Banco Santander Central Hispano SA	515,000,000.00	215,000,000.00
BNP Paribas	515,000,000.00	215,000,000.00
CALYON	515,000,000.00	215,000,000.00
Citibank N.A., London Branch	515,000,000.00	215,000,000.00
Commerzbank Aktiengesellschaft	515,000,000.00	215,000,000.00
Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A.	515,000,000.00	215,000,000.00
Credit Industriel et Commercial	515,000,000.00	215,000,000.00
Deutsche Bank AG, London Branch	515,000,000.00	215,000,000.00
Fortis Bank (Nederland) N.V.	515,000,000.00	215,000,000.00
HSBC Bank plc	515,000,000.00	215,000,000.00
ING Bank N.V.	515,000,000.00	215,000,000.00
JPMorgan Chase Bank, N.A.	515,000,000.00	215,000,000.00
Natixis	515,000,000.00	215,000,000.00
The Royal Bank of Scotland plc	515,000,000.00	215,000,000.00
Société Générale	515,000,000.00	215,000,000.00
Bank Austria Creditanstalt AG	264,500,000.00	110,500,000.00
HVB Banque Luxembourg Société Anonyme	250,500,000.00	104,500,000.00
Lloyds TSB Bank plc	433,000,000.00	181,000,000.00

€17bn Credit Facility(2/2)

Name of Original Lender	Term Loan Commitment (euro)	Revolving Credit Commitment (euro)
ABN AMRO Bank N.V.	374,000,000.00	156,000,000.00
Banca Intesa SpA	374,000,000.00	156,000,000.00
Barclays Bank PLC	374,000,000.00	156,000,000.00
Dexia Banque Internationale à Luxembourg société anonyme	374,000,000.00	156,000,000.00
The Bank of Toyko-Mitsubishi UFJ, Ltd.	329,000,000.00	135,000,000.00
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	329,000,000.00	135,000,000.00
Goldman Sachs Credit Partners L.P.	329,000,000.00	135,000,000.00
Mizuho Corporate Bank Nederland N.V.	329,000,000.00	135,000,000.00
TOTAL	€12,000,000,000.00	€5,000,000,000.00

生産量とEBITDAの比較



Source: Company Information, Arcelor/Severstal investor presentation (26 May 2006)
 * Mittal Steel including ISG and Kryviy Rih
 ** Arcelor including Dofasco and Acesita
 *** Severstal including mining merger and Lucchini transfer

ミタル・スチール公表資料

地理的なバランスの比較

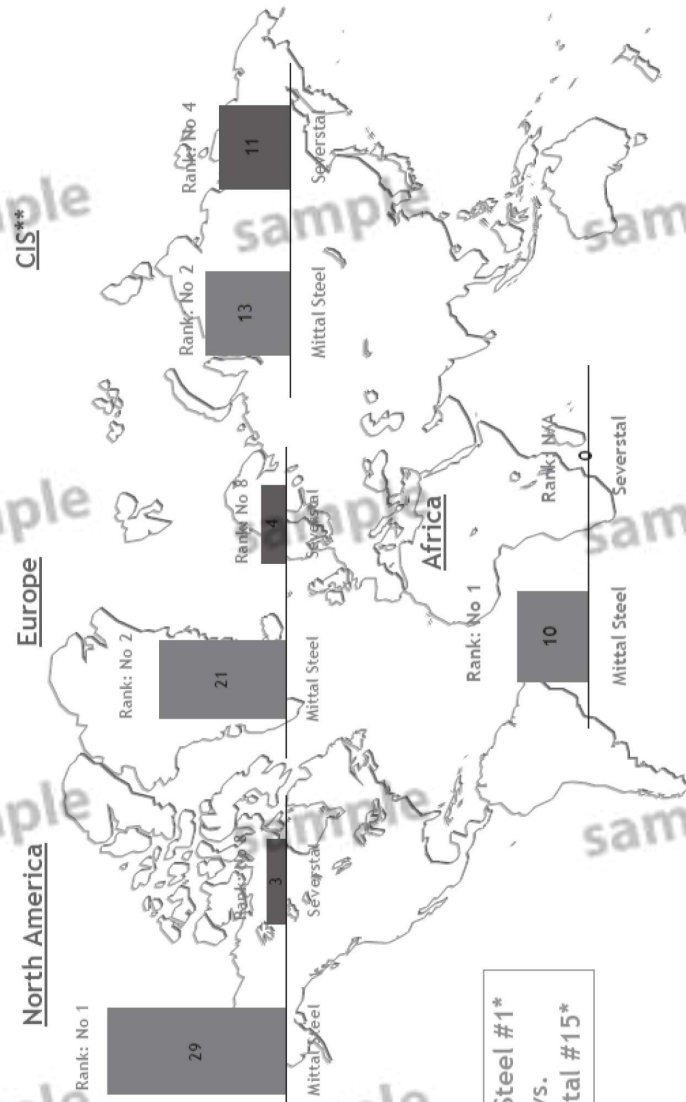


Source: Company Information, Arcelor/Severstal investor presentation (26 May 2006)
 * Arcelor including Dofasco and Acesita
 ** Mittal Steel including ISG and Kryviy Rih
 *** Severstal including mining merger and Lucchini transfer

ミタル・スチール公表資料

グローバル展開の比較

Market position* and capacity in million tonnes



Mittal Steel #1*
vs.
Severstal #15*

Source: Mittal Steel, IISI
* Global rankings as published by IISI
** CIS includes Russia

ミタル・スチール公表資料

保有鉱山の比較

Mittal Steel iron ore asset diversification



Source: Mittal Steel, Severstal - "Overview of the company" presentation - 2006
 * Share of production
 ** Strategic contract at cost plus
 *** Formula based captive supply contract
 **** Under development

Iron ore

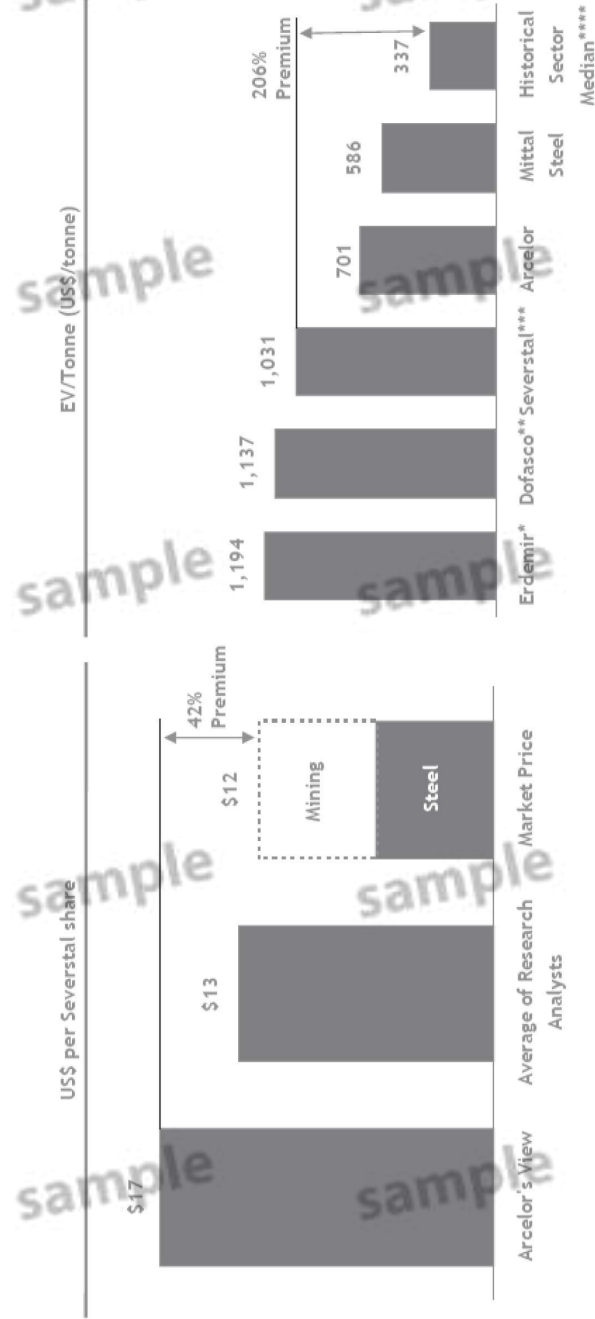
- Severstal mines far from steel plant
 - Estimated resources: 1.9 billion tonnes
 - Over 12 million tonnes of production
- Mittal Steel mines near steel operation
 - Estimated resources: over 5 billion tonnes
 - Over 36 million tonnes of production

Coking coal and thermal coal

- Severstal mines very far from steel plant
 - Estimated resources: 900 million tonnes
 - 10 million tonnes of production
- Mittal Steel mines near steel operation
 - Estimated resources: over 1.5 billion tonnes
 - 12 million tonnes of production

ミタル・スチール公表資料

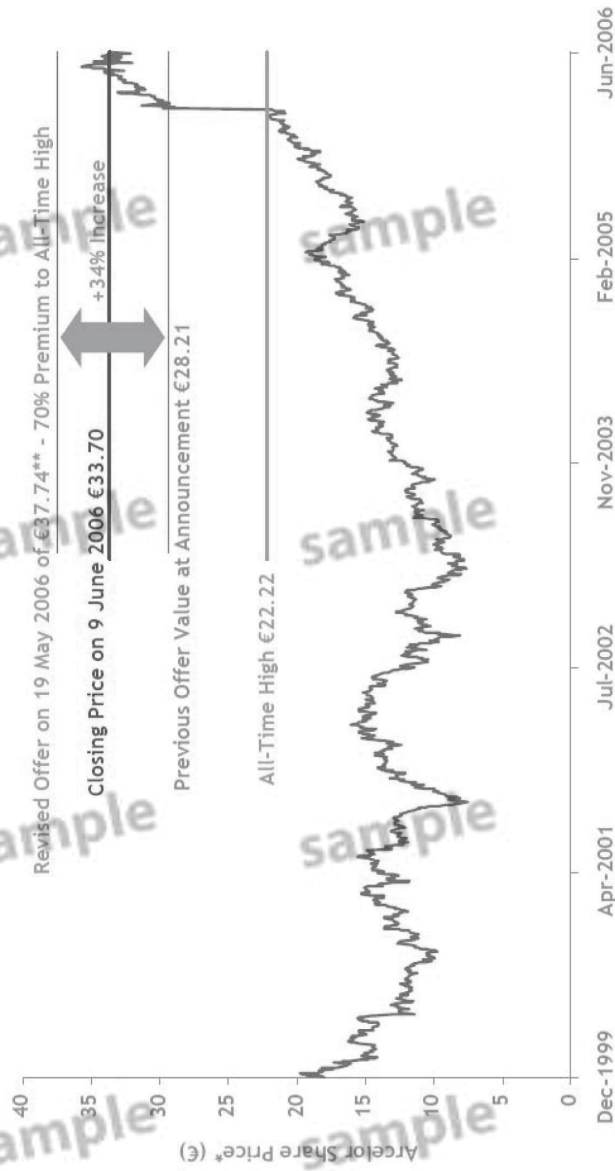
企業評価の算出根拠に対する批判(3)



* Based on 100% value of Erdemir using the \$2.77 billion which Oyak paid for a 46.12% stake as reference for the acquisition. 2004 production of 5.03mT (Metal Bulletin)
 ** Based on Arcelor's offer price of C\$71/share for Dofasco. 2005 production of 4.19mT (Metal Bulletin)
 *** Based on Severstal's 5.6x 2005 pro forma multiple as per Arcelor/Severstal investor presentation (26 May 2006). 2005 pro forma EBITDA of US\$3.1bn and production of 17mT as per Arcelor/Severstal investor presentation (26 May 2006)
 **** Based on British Steel/Koninklijke Hoogovens, Usinor/Alped, Usinor/Aceraila, Arcelor/CST and Mittal Steel/ISG

ミタル・スチール公表資料

企業評価の算出根拠に対する批判(4)

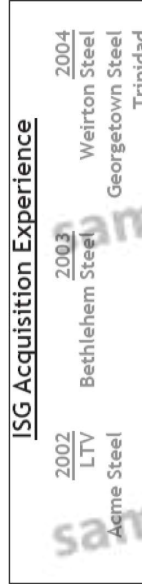
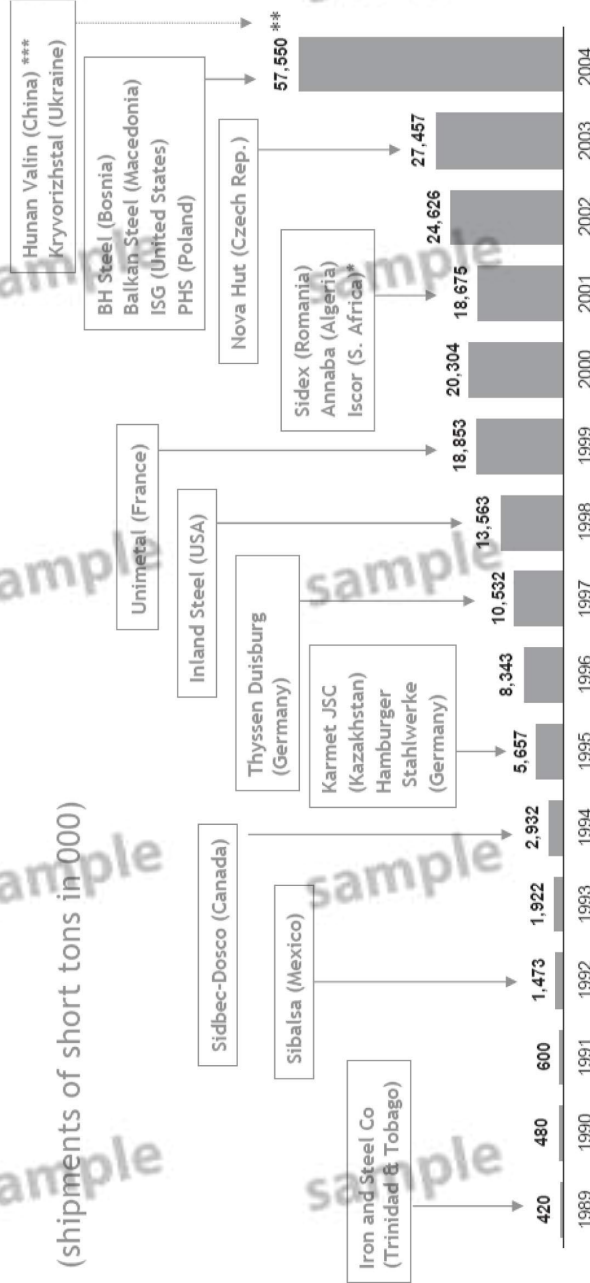


Source: Datastream as of 9 June 2006
* Usim prior to 18 February 2002
** Unadjusted for Arcelor dividend payment

ミタル・スチール公表資料

ミタル・スチールの出荷量推移

(shipments of short tons in '000)



* Strategic equity partnership in 2001; Majority position taken in 2004

** 2004 shipments pro forma inc.ISG

*** 36.67% stake

ミタル・スチール公表資料

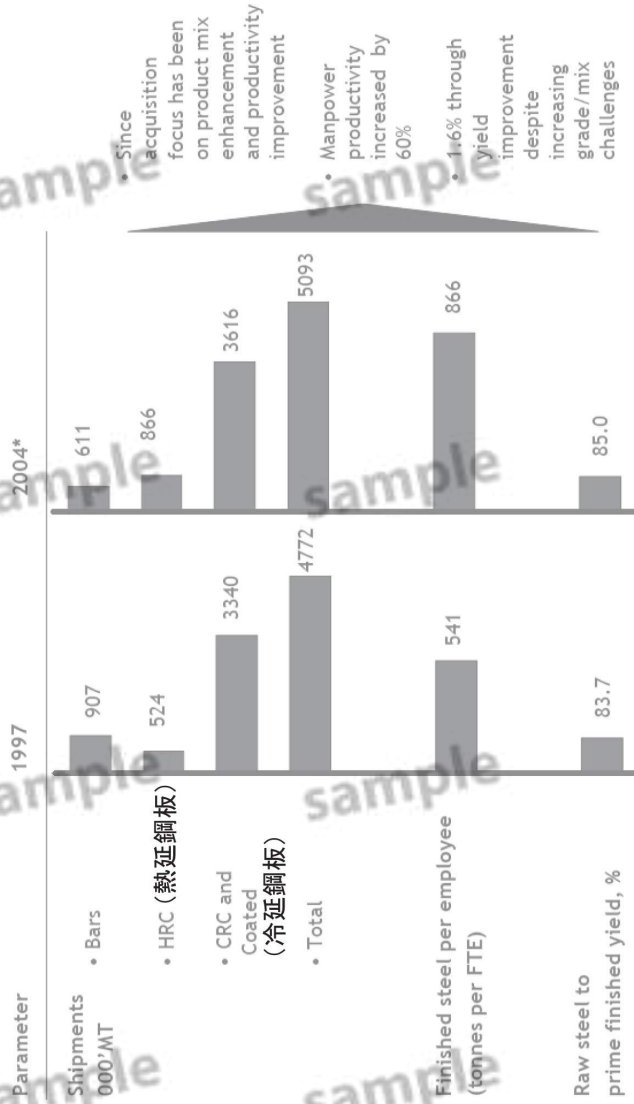
買収企業のその後

Operating subsidiary	Year acquired	Location	Product	Production process	Steel shipments ('000 short tons)	
					Year prior to acquisition	In 2004
Point Lisas	1989	Trinidad & Tobago	Long	EAF	395	785
Lazaro Cardenas	1992	Mexico	Flat	EAF	526	4,223
Hamburg	1995	Germany	Long	EAF	936	1,141
Contrecoer	1995	Canada	Flat/Long	EAF	1,294	1,493
Temirtau	1995	Kazakhstan	Flat	BOF	2,532	4,146
Ruhrort/ Hochfeld	1997	Germany	Long	BOF	1,500	1,479
Inland	1998	USA	Flat/Long	BOF/EAF	5,260	5,584
Gandrange	1999	France	Long	EAF	1,361	1,307
Annaba	2001	Algeria	Flat/Long	BOF	913	964
Galati	2001	Romania	Flat/Long	BOF	3,352	4,462
South Africa	Entered into BAA 2001	South Africa	Flat/Long	BOF/EAF	5,825	6,835
Ostrava	2003	Czech Republic	Flat/Long	BOF	2,804	3,192

(注)前表の順に買収企業名が上表の子会社名に変更

ミタル・スチール公表資料

インランドのケース



* IIB 2004 was year of BF7 relines; underlying performance even higher
Source: Mittal Steel USA

提案内容の比較(1)

	MITTAL + Arcelor <small>Steel solutions for a better world</small>	Severstal + Arcelor <small>Steel solutions for a better world</small>
Synergies (合併効果)	<ul style="list-style-type: none"> ・企業買収の成功経験多数 ・公表資料だけでも\$10億の合併効果 ・更に目に見えない合併効果あり 	<ul style="list-style-type: none"> ・ミタルの1/3以下の大きさにもかかわらず、€5億のコスト削減効果があるというのは疑問
Premium (プレミアム)	<ul style="list-style-type: none"> ・過去最高の株価より70%上乘せ ・全てのアルセロールの株主に対して、株式交換を申し入れている 	<ul style="list-style-type: none"> ・セベルスターリの企業価値はミタルより低い ・アルセロールの株価を低く評価 ・アルセロール株価€44/株を上げるべき
Corporate Governance (企業統治)	<ul style="list-style-type: none"> ・高い水準の企業統治 ・証券取引委員会(米国)の企業統治に関する規則の遵守 	<ul style="list-style-type: none"> ・株主の権利に対する前例のない暴挙 <ul style="list-style-type: none"> - 実質的な決議なしでのセベルスターリとの合併 - モルダシヨフ氏の影響力 ・保身を図る取締役会

ミタル・スチール公表資料

提案内容の比較(2)

	MITTAL + Arcelor <small>Steel solutions for a better world</small>	Severstal + Arcelor <small>Steel solutions for a better world</small>
Disclosure (情報開示)	<ul style="list-style-type: none"> ・証券取引委員会(米国)で義務付けられた情報を含む全ての開示 ・米国会計基準及び国際財務報告基準での会計情報の開示 	<ul style="list-style-type: none"> ・買収対象となる資産の大半に関する情報が開示されていない ・合併に関する取り決めが、ほとんど開示されず ・多数の会計基準による情報開示
Risk (リスク)	<ul style="list-style-type: none"> ・地理的な分散 ・合併後、2006年度末までにSOX法対応完了 ・S&Pやムーディーズからセベルスターリより高い格付け取得 	<ul style="list-style-type: none"> ・高いカントリーリスク ・地理的な集中 <ul style="list-style-type: none"> - セベルスターリの65%がロシアに集中 ・低い投資格付け
Asset Base (資産)	<ul style="list-style-type: none"> ・北米やヨーロッパにおける高い生産性に競争力のある資産 ・全ての主要な市場で持続的な原料確保が可能 	<ul style="list-style-type: none"> ・良い資産はロシア内のみ ・ロシア以外の資産は小さく、競争的ではない ・大半が低いレベルの製品 ・ロシアを除いて、ミタルより確保可能な原材料が少ない

ミタル・スチール公表資料

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