

# いまさら人には「株式攻防のなぜ」 聞けない

2005年1月、フジテレビはニッポン放送の子会社化をめざし、「TOB」を宣言した。ところが2月に入るとすぐ、ライブドアがニッポン放送株の約30%を「時間外取引」で取得し、「敵対的買収」に乗り出した。これには、ニッポン放送側も猛反発。フジテレビを引き受け先とする大量の「新株予約権」の発行を決め、ライブドアvs.フジサンケイグループは、全面対決の様相を呈した。ついに、ソフトバンク・インベストメントも参戦。もう「何がなんだかさっぱりわからない!」というあなた、この対決を読み解くには、株式攻防の基本知識が欠かせません。ざっとおさらいしましょう!

保田隆明  
ネットエイジキャピタルパートナーズ株式会社執行役員パートナー

ひと口に「合併」といっても実際には「買収」がほとんど

① そもそもM&Aとはどういう意味ですか?

② M&A (Mergers & Acquisitions) とは、「企業の合併&買収」を意味します。合併といっても、企業同士がほんとうの意味で対等な立場に立って一緒になる、というケースはほとんどありません。実際には、規模を拡大したい企業が、事業の補完となる企業や、単独で生き残ることが難しくなった企業を買収し、表面上、「合併」や「経営統合」というスタイルをとる場合がほとんどです。

③ ひと言でM&Aといっても、その形態はさまざまです。たとえば、  
① 複数の企業が一つの会社となる。  
② 一つの企業が、別の企業の株式を取得して子会社化する。  
③ 複数の企業が共同で持株会社を設立し、それぞれの企業がその傘下に入る。

①の形態のメリットは、企業が一つになることで、経理や人事などのコストが削減できるとともに、互いの顧客情報などを共有してシナジー(相乗効果)を高められることにあります。しかし、企業間で異なるシステムをどう統合するか、取締役の人事を、個々の企業のメンツを保ちつつも、いかにパラメータをとるか、調整に時間や手間がかかるケースも少なくありません。そこで、買収する側が、もう片方の

企業を子会社化する②の形態に加え、個々の企業はそのまま存続し、新たに親会社となる「持株会社」をつくって、グループ全体で規模の追求を図る③のケースも、数多くみられます。

④ 「敵対的買収」と「友好的買収」との違いは何ですか?

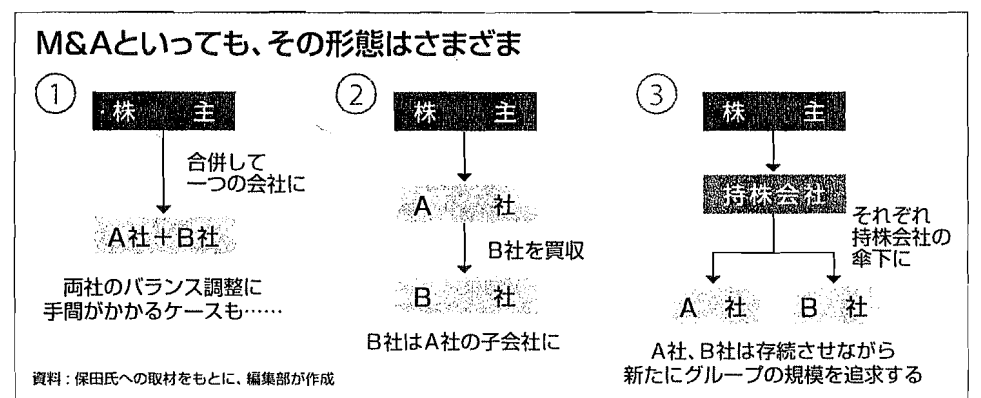
⑤ 「友好的買収」とは、買収される側の企業の経営陣が、買収に同意するケース。逆に、買収される側の経営陣の同意がない、あるいは抵抗にわかかわらず買収を進めようとする場合を、「敵対的買収」といいます。

⑥ 日本での敵対的買収には、一九八九年の、不動産会社「秀和」によるスーパー「いなげや」と「忠実屋」の買収、一九九九年の英C&W社による日本の国際デジタル通信(IDC)の買収などの例があります。今回のライブドアによるニッポン放送株の取得も、「敵対的買収」といえるでしょう。

「TOB」の背景には証券取引法の存在が

⑦ フジテレビがニッポン放送に行なった「TOB」とは何ですか?

⑧ 企業が別の企業を買収する際、株式市場に出回る株式を一度に大量購入しようすると、株価が急上昇し、最終的に買収費用がいくらになるか、見当がつかなくなりやすい。また、株式を少量ずつ買い集めようとする、時間がかりすぎ、そのあいだに動きを嗅ぎつけた別の投資家が株式を買い集め、結果的に買収が困難



なる可能性があります。そこであらかじめ、買い付ける目的・期間・株式数・買い付け価格を公表し、「株式の買い付け」を宣言して既存の株主に応募してもらう、「TOB(公開買い付け)」という手段が用いられます。証券取引法では、株式市場を通さずに発行済み株式総数の三分の一を超える株式を取得する場合、TOBを用いなければならないと定めています。ま

た、買い付け価格は、TOBの成功を確実にするため、TOBを宣言する時点の直近の株価に、二〇〜三〇%程度上乗せして設定するのが一般的です。そうした背景には、企業と株主との関係性があります。

通常、株主は過半数の株式をもっていれば、その会社の支配権を得ることができま。しかし商法では、定款の変更や営業譲渡など、企業の根幹にかかわる重要事項に対しては、株主総会で三分の二以上の賛成が必要です。つまり、三分の一を超える株式を所有すれば、議案に対して拒否権を行使できるのです。こうした重大な影響力をもつほどの株式量を取得する場合は、他の株主に対して透明性のある「TOB」を用い、株価にもそれなりの上乗せ(支配権プレミアム)が必要なのです。

配権プレミアム)が必要なのです。

Ⓐ それでは、TOBに失敗したら、どうなるのでしょうか？

Ⓐ TOBを行なう際には、最低限買い付けたい株式数を、あらかじめ設定できます。

応募してきた株式総数が、その最低数に満たない場合、TOBは失敗となります。つまりTOB自体がなかったことになるのです。また、逆に予想以上に多くの応募があることも考えられますから、買い付けたい株式数に上限を設定することも可能です。

Ⓐ なぜ買収するのに、フジテレビはニッポン放送に新株を発行させて増資させるのではなく、TOBを用いたのですか？

Ⓐ 新株を発行する増資は、設備投資や新事業への投資など、あくまで事業資金を調達するための手段です。よってニッポン放送にとって、別企業に買収されるために増資するのは、商法に違反する可能性があります。

また、他の株主を無視して特定の株主に対して増資を行なうことは、「株主平等の原則」に反することになり、他の株主から増資の差し止めを求める訴訟を起こされることも考えられます。

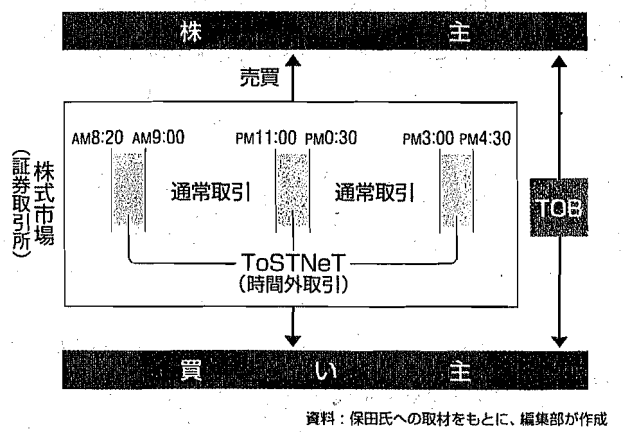
ただし、目的が事業拡大に必要な資金調達である場合は、増資が裁判所で認められるケースもあります。といっても、増資する株式数が必要以上に大量である場合や、買収される側の経営陣の保身が目的であったりする場合は、認められないケースが多いようです。

「時間外取引」で攻めて「新株予約権」で応酬する

Ⓐ そこで、ライブドアがニッポン放送の株式取得のために行なった、「時間外取引」とは何ですか？

Ⓐ TOBでは、株式市場を通さずに株式売買を行ないますが、一般的な株式市場を通じた売買のケースは、どれだけ大量の株式を売買しようとするに自由です。しかし、株価はつねに変動し、大量の売り買いは株価に大き

「時間外取引」は市場内取引  
しかし「TOB」は市場外取引



資料：保田氏への取材をもとに、編集部が作成

く影響するので、その日のうちに売買が成立することはまずありません。

そこで、まとまった量の株式を売買するときは、東京証券取引所の営業時間外に、「ToSTNeT」と呼ばれる売買システムを利用し、「時間外取引(立会外取引)」をするケースがあります。

「ToSTNeT」には、「ToSTNeT1」と「ToSTNeT2」の二種類があります。今回ライブドアが行なった時間外取引は、その日の株価の終値の九三〜一〇七%の範囲で取引する「ToSTNeT1」を利用して行なわれました。

通常、「ToSTNeT」を通じた取引は、企業の発行済み株式総数の数%程度で、主に機関投資家が利用するものです。専門家のあいだでは、今回の時間外取引は、「あくまで株式市場で行な

われる取引で、適法だ」とする見方と「約三十%の大量の株式を売買するのは、制度を悪用したものだ」とする見方に分かれています。

④では、ライブドアに対抗し、ニッポン放送がフジテレビに発行しようとした「新株予約権」とは何ですか？

⑤新株予約権とは、「将来発行される株式を購入する権利」のことです。今回のケースでは、ライブドアがニッポン放送の株式を最終的にどれだけ取得するかは不透明でした。よってフジテレビが、ライブドアによるニッポン放送株の過半数取得を阻止するためには、ニッポン放送の株式を過大にもつておく必要があります。

⑥ここで増資だと、株式を取得した時点で対価を支払わなければならない、必要以上に費用がかかってしまいます。しかし新株予約権ならば、初期必要コストは比較的低価格で済みます。

⑦また、増資や新株予約権の発行には、取締役会の承認など、手続きに時間がかかりますが、新株予約権を株式交換することに関しては、いつでも可能です。よって、あらかじめ新株予約権を取得し、株主総会に出席する株主名簿が確定する直前に、必要なだけ対価を支払って株式に交換すれば、費用を最大限度に抑えられるのです。

⑧ただし、新株予約権も、株式交換をした時点で増資と同じことですから、商法や株主平等の原則に反すると判断されれば、認められない可能性もあります。

ます。

⑨今回の騒動では、ライブドアは、ニッポン放送の新株予約権発行を差し止める仮処分を申請。三月二十三日に東京高裁も、発行を認めないとの判断を下しました。しかし翌二十四日には、ライブドアのフジテレビへの影響を防ぐため、ニッポン放送が、保有するフジテレビ株をソフトバンク・インベストメントに貸し出しました。一連の攻防は、いざいざと激しさを増しています。

⑩会社法が改正されれば企業買収はさらに増加

⑪ニッポン放送の企業価値について議論される際によく採り上げられる、「時価総額」とはどのようなのですか？

⑫時価総額とは、企業が現在発行している株式総数に、現在の株価を掛けたものです。

⑬株価は企業の資産や業績、将来性に基づいて、株主の売買によって決められます。たとえば、現在は業績が赤字でも、投資している新規事業による大幅な黒字化が確実視されれば株価は上がり、逆に現在は業績がよくても、将来経営が悪化することが予想されれば株価は下がります。つまり、株主は

⑭企業の現状のほか将来性もシビアに観察しており、時価総額はそうした視点から企業の現状を表わしているものといえるでしょう。

⑮企業のなかには、時価総額が割安なところも存在します。たとえばニッポン放送は、二〇〇五年二月八日時点でフジテレビ株の二二・五%を保有していますが、ほかにもポニーキャニオン株の過半数といった資産を保有しており、当然、本業のラジオの収益もあるわけですから、時価総額は極端に割安だといえます。こういった企業が、投資家に魅力的な投資対象と映るのです。

⑯今回のような企業買収は、今後日本で根づくのでしょうか？

⑰これまでの日本では、「企業は経営者、あるいは従業員のもの」という考え方が根強くありました。よっ

フジテレビ株の保有分も併せればニッポン放送の時価総額は割安!?

ニッポン放送  
計 2,230 億円  
(時価総額)

フジテレビ  
計 5,990 億円  
(時価総額)

1,348 億円  
[フジテレビ株]

1,348 億円  
[うちニッポン放送保有分]

保有

882 億円

4,642 億円

ポニーキャニオン株の過半数といった資産や、本業のラジオからの収益分の価値などが、残りの882億円分となる

※ライブドアがニッポン放送株を大量取得した2005年2月8日時点

資料：保田氏への取材をもとに、編集部が作成

⑱業績が多少悪くても、経営陣が株主から厳しく責められるケースは、決して多くありませんでした。また、銀行などと株式を持ち合うケースが一般的だったため、敵対的買収を仕掛けても、他の株主が売却に反応しなかったのです。

⑲しかし、ここ十年間ほどで、状況は大きく変化しました。株式を持ち合うケースは少なくなくなり、「企業は株主のもの」という考え方も定着してきました。よって経営陣には、「株主重視の経営」が求められ、株主にとつても、買収の際、敵対的か友好的かという問題より、株式を高く買ってくれるところに売却するというのが当たり前になってきています。

⑳また敵対的買収の防御策についても、今後は経営陣の保身を目的にしたものではなく、通用しないでしょう。株主や従業員からみて、買収を仕掛けた側がどうみても企業価値を上げることができそうにないと判断すればべつですが、経営陣をすげ替えることによつて業績が上がり、企業価値も高まると考えられれば、敵対的買収を支持することは十分に考えられます。

㉑このほど改正会社法が閣議決定されました。これが国会で成立して全面的に施行されれば、これまで金銭で日本企業の株式を取得することしかできなかった外国企業が、日本の子会社の株式と買収される企業の株式とを交換して買収することが可能となります。

㉒これらを考え併せると、今後、企業買収はますます増えていくと予測されます。