

企業価値と企業買収についての一考察

Consideration on Corporate Value and M&A

上原 聖

Satoshi Uehara

高千穂大学大学院経営学研究科博士後期課程

Research Paper Series No.05-2

(2 0 0 6 年 1 月 発行)

本リサーチ・ペーパーは、高千穂大学大学院経営学研究科における大学院生 上原 聖 の研究論文としてレフェリー審査に合格し、同研究科委員会により 2006 年(平成 18 年) 1 月に「高千穂大学大学院 Research Paper Series No.05-2 号」として発行することを承認されたものである。本リサーチ・ペーパーの全文は、インターネット (<http://www.takachiho.ac.jp/>) において公開されている。

論文要旨

第1章「M & Aによる企業価値創造」では、日本企業のM & A（買収・合併）の事例と、近年注目されている新興企業のM & A事例をいくつか例に挙げ、M & Aによる企業価値創造の有効性の是非を論じ、また、米国における同様の事例をいくつか例に挙げ論じている。

第2章「ライブドアによるニッポン放送買収事例の研究」では、注目を集め国民的話題となったライブドアとフジテレビジョンのニッポン放送株争奪戦に関する事例にスポットを当て、日本市場におけるM & Aによる企業価値創造を、判例など司法判断を踏まえて論じている。

第3章「結論」では、第1章・第2章の結果を踏まえ、M & Aによる企業価値創造、M & Aによる株主価値の創造、企業価値と株主価値について総合的な観点から、結論を論じる。そして、日本における企業価値の定義、端的に述べると会社は誰のもの（誰のために価値を創造するのか）か、つまり顧客価値・株主価値・従業員価値のいずれが主体であるのかを追及し論じている。

The first chapter, “Creation of Corporate Value by M&A”, includes examples of completed Japanese M&A (Merger and Acquisition) cases and some emerging M&A’s that are garnering attention, some of which are similar to recent M&A’s in the United States. It also presents the corporate-value pros and cons of M&A.

The second chapter, “A Case Study of the Acquisition of Nippon Broadcast Shares by Livedoor”, focuses on the looting that was triggered by the acquisition, and discusses the role that judicial adjudication plays in determining the corporate value created by M&A in the Japanese market.

The third chapter, “Conclusion”, summarizes Chapters 1 & 2 and argues for the corporate and shareholder value created by M&A from a comprehensive perspective. Furthermore, It raises the questions of what the definition of corporate value is in the Japanese market, who creates it, and for whom, among customers, shareholders and employees.

キーワード

TOB 新株発行 敵対的買収に対する防衛策 企業の市場価値 企業価値の主体

まえがき

本論文は、日本において近年注目されているM & A（企業の合併・買収）に注目し、その効果としての企業価値創造を定義することが目的である。さまざまな制度改正もなされ、M & Aは経済取引として社会的に有効性を認められ、着実に日本経済に組み込まれてきている。

しかしながら、日本においてM & Aが経済取引として有効性を発揮しているのは、友好的M & Aと呼ばれているものであり、敵対的M & Aには今だ「乗っ取り」的なネガティブなイメージが付きまとう。欧米においては友好的か敵対的かを問わず、経済取引としてM & Aが機能しているが、日本ではどうであろうか。日本企業対日本企業における敵対的M & Aの事例はまだ少ないものの、成功したといえる事例はないのではなかろうか。

なぜ機能しないのか。あるいは友好的M & Aに対して敵対的M & Aの事例がなぜ少ないのか。それは価値観などの文化的な問題なのであろうか。こういったことを、研究することにより、企業価値と企業買収についての関係を論じていくことが目的である。

論文の構成は、第1章で日米におけるM & Aのさまざまな事例を、第2章でライブドアのニッポン放送買収事例を、第3章で結論を述べるという3章で構成されている。

上原 聖

目次

論文要旨	1
まえがき	3
第一章 M&A による企業価値創造	5
第一節 日本企業の M&A 事例	5
第二節 米国における M&A 事例	8
(1) ヒューレットパカードとコンパックとの合併	8
(2) ファイザーによるファルマシア買収	9
(3) 80年代・90年代・2000年の米国における敵対的買収事情	11
第三節 新興企業の M&A による急成長	15
第二章 ライブドア事例研究	18
第一節 ライブドアによるニッポン放送の買収	18
第二節 フジテレビジョンによるニッポン放送株のTOB	22
第三節 ニッポン放送の新株予約権発行に対する司法判断	25
第四節 ライブドアによるニッポン放送買収の決着	30
第三章 結論	41
(1) ライブドアによるニッポン放送買収劇	41
(2) 企業価値と企業統治	44
あとがき	49
主な参考文献	50

第一章 M&A による企業価値創造 【The corporate value creation by M&A】

第一節 日本企業の M&A 事例

戦後の日本経済において、社会的に最も注目を集めた M & A 事例といえば、昭和 43 年 4 月に発表された「八幡製鉄株式会社（以下八幡製鉄）及び富士製鉄株式会社（以下富士製鉄）の合併による新日本製鉄株式会社（以下新日本製鉄）誕生の事例」であろう。

八幡製鉄および富士製鉄は、鉄鋼製品の製造販売を業とする会社であり、当時、八幡製鉄および富士製鉄を含む 6 社（他の 4 社は、日本鋼管株式会社（以下日本鋼管）住友金属工業株式会社（以下住友金属）川崎製鉄株式会社（以下川崎製鉄）株式会社神戸製鋼所（以下神戸製鋼））は、製鉄、製鋼、圧延を一貫して行ういわゆる製鋼一貫メーカーとして各種鉄鋼製品を多角的に生産する有力な事業者であり、他の製鉄製品の製造販売業者に比して事業規模において格段の優位を占め、当時の日本の製鉄製品の製造販売分野の大部分を占めていた。

両者が合併の趣旨として掲げたのは、重複投資の回避、技術開発力の強化、国際競争力の強化などであった。公正取引委員会（以下公取委）は一部製品について独占禁止法（以下独禁法）に抵触するおそれがあるとの旨の内示を行ったが、昭和 44 年 2 月に合併契約を締結して公取委に合併の届出を行った。この届出に対し、合併の勧告をするとともに、同年 5 月 7 日、東京高裁に緊急停止命令を申し立てた。両者が勧告の応諾を拒否したため、公取委は審判開始決定を行った。両者は違反を解消するための措置の計画を提出して同意審決^{注1}の申し出を行い、公取委はこの措置計画を適当と判断して、その内容どおりの同意審決が行われた。同意審決の内容は、一部製品の製鉄所などを他社に譲り、占有率の均衡を図るという内容であった。

本件は合併に対する唯一の審決であり、合併の違法性に関して公取委の判断を示したものととして重要な意義を有すると言われる事例である。^{注2}

そんな新日本製鉄誕生から 25 年、日本における M & A 市場は拡大の兆しを見せ始めている。2005 年 1 月 - 6 月の日本企業の M & A は、件数、金額ともに上半期としては過去最高になった。投資会社によるものだけでなく、国内の事業会社同士の M & A が急増していることが背景にある。株式会社ニッポン放送（以下ニッポン放送）を巡る株式会社フジテレビジョン（以下フジテレビジョン）と株式会社ライブドア（以下ライブドア）の買収攻防戦を引き金に、株式の持ち合いや出資拡大など防衛的な M & A も目立つ。M & A 仲

注 1、同意審決：審判手続き開始後、被審人の申出に対して行われる審決。

注 2、「製鉄会社の合併による一部の製品分野における競争制限」山部俊文、「独禁法審決・判例百選」厚谷襄児・稗貫俊文編 有斐閣別冊ジュリスト No. 161 を引用

介会社レフコ（東京都千代田区）が調査した結果によると、今上半期の件数は1284件と過去最高だった。前年同期に比べ24%増で、このままのペースでいくと2005年の件数は2500件と、2004年の2211件を超える。金額が明らかになっている案件を合計すると6兆1088億円規模となり、前年同期比で40%増えている。上半期最大は株式会社イトーヨーカ堂（以下イトーヨーカ堂）と株式会社セブンイレブン・ジャパン（以下セブンイレブン）、株式会社デニーズジャパン（以下デニーズ）の持ち株会社化で、時価総額と統合比率を参考にすると約1兆1500億円となった。

2005年上半期の特徴は日本企業同士のM&Aが増えていることである。全体の78%は日本企業同士で前年を2ポイント上回っている。一方で、外国企業による日本企業のM&Aは減少しており、同3ポイント低下の6%にとどまっている。形態別に見ると、出資拡大が120件と1.6倍以上に増えており、優良なグループ会社に対する出資比率を引き上げるなど敵対的買収から防衛しようとする意識が働いた格好である。^{注3}

他方、2004年以前のM&A案件といえば、巨額の有利子負債で市場の信頼を失い、抜本的な再建を早急に打ち出す必要に迫られていた企業がM&Aを活用するというのが共通点であった。

これらの企業は、株価下落に見舞われるなどした結果、市場に経営統合の意思をすばやく示すため、まず共同持ち株会社の傘下に入り、それぞれがリストラを進めたうえで本格統合を図る二段階統合方式をとるケースが目立った。また、リストラを行う企業の税負担を軽減する産業活力再生特別措置法（以下産業再生法）など、再建を支える仕組みが整ったことも再建型再編を後押しする要因となったのではなかろうか。

こういった再建型M&Aのほか、川崎製鉄と日本鋼管の経営統合によるJFEホールディングスの誕生、日本航空株式会社（以下日本航空）と株式会社日本エアシステム（以下日本エアシステム）の統合による株式会社日本航空システム（以下日本航空システム）の誕生などのケースは、リストラを進めるだけでなく、業界内でのシェアを高め、価格決定権を握ることでデフレ圧力に対抗する狙いもある。また、航空大手各社は国内運賃の値上げの意向を表明したが、統合によって航空運輸市場の寡占化が進み、採算を度外視した過当競争の必要がなくなったことも背景にあるのではなかろうか。

鉄鋼業界ではJFEホールディングスの誕生により、新日本製鉄・住友製鉄株式会社（以下住友製鉄）・神戸製鋼の資本提携を誘発し、業界は大手五社体制が一気に二強に集約された形となった。

一方、本体同士の統合までは至らない事業ごとの統合や、他社との経営統合を伴わないグループ内持ち株会社による再編も進んだのも特徴の一つであった。

注3、「上半期のM&A件数・金額とも過去最高」2005年7月2日 日本経済新聞朝刊 を参照

日本電気株式会社（以下 NEC）が半導体、三菱自動車工業株式会社（以下三菱自動車）が商用車事業を本体から分離したり、大手銀行グループがいったん終えた再編を見直す動きも相次いだ。事業の一部を切り出して子会社に移す会社分割制度が多用され、増加の一途を辿っている。

こうした動きの背景には、部門ごとの収益を明確にするなど、不採算部門の切り離しで経営効率化を図る狙いがある。グループ内再編の場合でも、不採算部門をあらかじめ別部門と切り離しておけば、将来、他社に売却しやすくなるのである。^{注4}

こういった事例が、近年の日本企業による主要な M & A 事例とその傾向であるが、経済動向や市場動向によって、M & A という経済取引はさまざまな戦略に用いられていることがわかるであろう。リストラクチャリングを積極的に推進して企業のスリム化を果たした企業は、次第に体力を回復している。そのスリム化を行う際に行われた整理・統合が 2004 年以前の M & A の傾向といえる。2004 年以降は、それらの企業が景気回復とともに成長・拡大戦略を推進する M & A が多くなることが予想される。

次節においては、米国における M & A 事例を記述し、その傾向を論じる。

次の文献を参照

注 4、M.Baghi,S.Coley and D.White, The Alchemy of Growth,London,Orion,1999,
P.83.Reprodeced by Premission of McKinsey & Company.

第二節 米国における M&A 事例

(1) ヒューレットパカードとコンパックとの合併^{注5}

ヒューレットパカード(以下「HP」)は、2001年9月4日にコンパックコンピューター(以下「コンパック」)を255億ドルで買収すると発表した。株式市場、業界専門家やメディアはこのニュースにネガティブに反応した。発表後、HPの株価は18%下落し、コンパックの株価でさえ10%下落した。

特筆すべきは、大株主でありHP創設者の子息であるデーヴィッド・W・パカード氏とウォルター・ヒューレット氏が買収に反対していたことである。実際に彼らは新聞広告を利用し、HP株主に対して合併に反対票を投じるように呼びかけている。

その合併賛否を問うHPの株主による投票の暫定結果が2002年6月に発表された。賛成が反対を上回ったが、訴訟合戦にまで発展したHP経営陣と創業者一族の5ヶ月以上に及ぶ激しい対立が解消される兆しはまったく見られなかった。

大株主の賛成を得るために何か特別なことをしなければならぬかもしれないと、HPのカーリー・フィオリーナ会長兼最高経営責任者(以下フィオリーナCEO)が同社のボブ・ワイマン最高財務責任者(以下ボブCFO)の留守番電話に残したメッセージが、地元有力紙に転送、公表されるという前代未聞の事件が発生した。企業トップの私的なメッセージの流出という異常事態もさることながら、時を同じくして、米証券取引委員会(以下SEC)が、株主投票が適正に行われたか調査に乗り出すなどの波紋を広げた。

ウォルター・ヒューレット氏は、株主投票に不正があったとして、合併の否決などを求め提訴しており、今回漏洩したフィオリーナCEOのメッセージが裁判で大きな焦点となった。これに伴い、合併がここまで迷走したのは、HP経営陣の焦りによる戦略ミスとの指摘も聞かれ始めていた。

その後の株主投票の終了直後、フィオリーナCEOは記者会見を開き、独自集計の結果、小差だが十分な賛成が得られたとして、事実上の勝利宣言を行う。早すぎる勝利宣言の裏には、合併完了を目指すHPにとって、合併を市場に一刻も早く認知させたいという思惑が読み取れた。しかし、この戦略はヒューレット氏を刺激し、訴訟という最悪の事態に追い込む一因となってしまったのである。

一方、株主投票に向けたPR合戦でも、ウォルター・ヒューレット氏に対する個人攻撃とも取れる内容が目立った。不毛な中傷合戦が、逆に株主や従業員の反発を招いたとの見方が強く、会社に対する従業員の反発が強まった結果、合併に不利となる内部情報が相次いでマスコミににぎわすなど、合併の実現を危うくする事態を招いてしまったのである。

注5、Larry Magid, "Many Would Lose in Hewlett-Packard, Compaq Merger," Los Angeles Times, www.larrysworld.com/articles/synd.hpmerger.htm : Mike Elgan and Susan B. Shor, "Gloves Are Off in Merger Fight," HP World 5, no.2, www.interex.org/hpworldnews.html.

長引く混乱で、ライバル企業からもHPの現場の士気が低下しているとの声が聞かれ、一方で、混乱に乗じてHPがライバル各社の草刈場になっており、HPのシェアが低下しているとの指摘もあった。

一連の事態で、合併の遅れが懸念されるだけに収益面の影響も懸念されていた。今回の混乱で、一部従業員の離反という深刻な事態も起きるなど、HP経営陣の指導力に疑問符がつくと同時に、会社に対する信頼も大きく揺らいだといっても過言ではない。

投票結果が出た日、フィオリーナCEOは全従業員に送った電子メールの中で、手を取り合って新しいHPを築き上げよう、と呼びかけたという。しかし、激しい対立から生まれた経営陣に対する不信は、簡単にぬぐえるわけではない。HP経営陣には、コンパックとの統合前に、HP社内の信頼回復という難事業が残されているのである。

この事例は、一部の投資家が事業戦略や方針に影響を与えたいと考えたとしても結局は経営陣が企業をコントロールする、という考え方をより強く支持するものであろう。

米国においては株主価値が最優先と考えられ、株主が企業をコントロールするのが一般的である中で、貴重な事例と言えよう。またM&Aをなぜ行うのか、誰のために行うのかといったプロセスが非常に大切な要素であることがわかるであろう。

(2) ファイザーによるファルマシア買収^{注6}

世界最大の製薬会社、ファイザーが2002年7月に同業のファルマシアの買収計画を発表した。その背景には新薬開発に巨額の投資が必要な製薬業界で優位を保つためには世界トップといえども更なる拡大戦略が不可欠との判断が伺える。新ファイザーの誕生が日本を含む世界の製薬業界の再編を一段と加速させるきっかけとなった。

ファイザーは2002年度内に買収・合併を完了させたが、これにより新会社の年間売上高は480億ドルとなり、二位の英グラクソスミスクラインを200億ドル近く引き離れた。また世界市場でのシェアは11%程度となった。

各社が恐れているのは、新会社の新薬開発投資額の大きさである。急速な進歩が続くバイオ技術などを駆使した新薬開発には膨大な資金と有能なスタッフが必要となっている。投資額の規模が製薬会社の競争の勝敗に直結するが、新会社の年間投資額は70億ドルと、米国立衛生研究所の開発予算の約3分の1に匹敵する規模になる。また、巨額の投資を行ってもなお、画期的な新薬成分が見つげにくくなっている現状を考えると、すでにヒット商品を持つ企業を取り込むことは、ファイザーにとって成長を維持する最も効率的な方策でもあった。

ファイザーがこの3年間で開発した新薬は2件にすぎず、最新のヒットである性的不能

注6、「米ファイザー、ファルマシア買収 新薬巨額投資に備え」2002年7月17日読売新聞朝刊 を参照

治療薬「バイアグラ」を開発・発売したのは合併の4年前の1998年である。今回の合併でファルマシアが持つ「セレブレックス」「ベクストラ」という売上高の大きい2種類の関節炎治療薬を始め、がん治療薬や緑内障治療薬などファイザーの手薄な商品群を手中に納めることができた。売上高10億ドル以上の主力医療薬品が2002年現在の8種類から2倍強の20種類に増えたのである。

一方、今回の買収をきっかけに他の製薬大手も再編に向けた動きを強めるとの見方が急浮上し、英グラクソスミスクラインが業績悪化で株価が低迷している米プリストル・マイヤーズ・スクイブに関心を示すなど、欧州勢が米国市場を狙う動きが再編の焦点になっていた。

今回の買収は欧米勢に規模で水をあけられているわが国の製薬業界にとって新たな脅威となった。ファイザー、ファルマシア両社の日本法人を併せると、年間売上高は3620億円になり、豊富な資金力を持つ外資が日本市場での構成を一段と強めれば、国内勢が太刀打ちするのは難しくなる。また、ファイザーと親密な関係にある国内三位の山之内製薬株式会社（以下山之内製薬）は、ファルマシアから有力な新薬として臨床試験中の関節炎治療薬の国内販売権も取得しており、ファイザーが山之内製薬との関係強化に乗り出している。逆に、巨大な外資に対抗するために、山之内などを核に国内大手同士の再編機運が高まる可能性を指摘する声もある。

こういった脅威が論じられている中、2003年8月1日にファイザーとファルマシアのそれぞれの日本法人が合併した。合併後の売上高は国内3位の規模（図1）となる。他の外資系製薬会社も豊富な新薬と医薬情報担当者（MR）を武器にシェア拡大を狙っており、国内大手も戦略の練り直しを迫られることになった。

ファイザーとファルマシアの日本法人は、米国の親会社が2003年4月に経営統合したのを受けて合併。2社の2002年の国内売上高（単体ベース）は計3620億円で、

図1 2002年度 製薬各社の国内市場の売上高（単体）

武田薬品工業	7599 億円	大正製薬	2689 億円
三共	4025 億円	藤沢薬品工業	2574 億円
ファイザー(日本法人)	3620 億円	第一製薬	2548 億円
山之内製薬	3465 億円	中外製薬(スイス・ロシュ傘下)	2302 億円
エーザイ	2896 億円	三菱ウェルファーマ	2128 億円

（2002年7月15日 読売新聞 朝刊より出典）

当時は武田薬品工業株式会社（以下武田薬品）三共株式会社（以下三共）に次ぐ規模で、MR数は計3500人と製薬大手の武田薬品の2倍以上となった。

合併新会社は、2005年までに医療用の新薬9品目を発表して、国内市場への攻勢を強める。米国ファイザーのダーマット・ボーデン大衆薬担当役員は、世界2位の日本市場で大きく成長することに自信を見せた。他の外資系製薬も日本市場での存在感を着実に増しており、90年以降の医療用医薬品の売上高伸び率は、国内勢が平均0.5%なのに対し、外資系製薬は同3.9%となっている。2002年10月にスイスのロシュ傘下に入った中外製薬株式会社（以下中外製薬）や、米製薬大手の子会社となった万有製薬株式会社（以下万製薬）、スイス系のノバルティスファーマも国内で売上を伸ばしている。

新薬やMRといった経営資源の豊富さに加え、海外で実施した臨床試験のデータを国内で活用することができるようになり、日本で新薬を発売しやすくなったことも外資が急成長する要因となっている。外資系の攻勢に国内勢は「薬の研究領域を絞る」（三共製薬社長・庄田隆）、「国際ニッチ企業として生き残る」（山之内製薬社長・竹中登一）など、得意分野を生かして対抗する構えだ。しかし、体力が違うからまともに勝負しても太刀打ちできないといった悲観論は拭い去れないであろう。

このような経緯から国内製薬大手の再編が口火を切ったわけであるが、最初に動いたのが三共と第一製薬である。両社は2005年9月末に経営統合をすると発表。新会社名は「第一三共株式会社（以下第一三共）」。

第一三共は2005年5月13日に2010年までの中期計画を発表し、5年以内に2000人を削減しスリム化を進める一方、高利益率の自社開発品で海外市場に構成をかけ、営業利益ベースで560億円の増益効果を目指すと発表し、さらに国際競争力を高めるために新たなM&Aも検討するとしている。

ファイザーとファルマシアの合併を機に、製薬業界は再編がまだ続くことが予想され、他の国内製薬大手もコスト削減や切り札となる新薬開発などの努力を行わなければ、国際競争力の面で非常に不利な状況が続くであろう。

（3）80年代・90年代・2000年の米国における敵対的買収事情^{注7}

米国で敵対的買収の嵐が吹き荒れたのは1980年代。現経営陣に敵対する行為であるため、主要メディアでは「野蛮」や「貪欲」といった言葉が頻繁に登場した時代であった。

当時の主役は、日本では小糸製作所株の買占めで有名になったT・ブーン・ペケンズ（以下ペケンズ）氏ら乗っ取り屋（コーポレートレイダー）であった。その中で企業の合併・買収史上に大きな痕跡を残した人物がいる。名門化粧品メーカー、レブロン[®]の買収を仕掛

注7、「企業価値創造へ模索「先進国」米の事例点検」編集委員 牧野洋 2005年2月27日
日本経済新聞 朝刊 を参照

けたロナルド・ペレルマン（以下ペレルマン）氏だ。レブロン取締役会はペレルマン氏を拒否し、「ホワイトナイト」^{注8}と呼ばれる友好的な相手を見つけ出して買収を依頼。ペレルマン氏が提示した買収価格がホワイトナイトのそれを上回っていたにも関わらずである。同時にレブロンはポイズンピル^{注9}（毒薬条項）を導入。これは82年に原型が編み出された敵対的買収の対抗策で、敵対的買収者の持分を大幅に引き下げる効果を持つ。司法の場で合法性を確認された80年代半ばごろから、乗っ取り屋対策として米国企業の間で一気に普及し始めた。

ペレルマン氏は法廷闘争へ持ち込み、米国企業の多くが本社を置くデラウェア州の最高裁で勝利。理由は「会社を身売りすると決めた段階で、取締役会の義務は会社を守るのではなく会社を競売にかけることへ切り替わる」だった。要は、敵対的であっても最も高い買収価格を提示した相手に売られなければならないわけで、これは「レブロン義務」として知られるようになる。

レブロン義務

いったん自社を売りに出したら、取締役会は最も高い買収価格を提示する買収者を売却先に選ぶ義務を負うこと。株主利益を最優先することであり、1985年にデラウェア州最高裁が示した司法判断。逆に言えば売りに出していないならば、取締役会は短期的に株主利益を損ねても、従業員や取引先などの利益も考慮して長期的な企業価値の創造を優先できる。

ペレルマン氏の傘下に入ったレブロンは株式非公開になる過程で大きな負債を抱え込む。96年に再び株式を公開したものの、今も経営状態は改善していない。

80年代の反省から、90年代は企業価値を戦略的に高めるのを狙いにする戦略的M&Aの時代となる。敵対的な買収者も中核事業を強化しようとする企業が中心だ。敵対的であっても価値の破壊者とは言い切れず、排除するのは以前よりも難しくなった。それを象徴するのが、93年に起きた映画大手パラマウント・コミュニケーションズ（以下パラマウント）の争奪戦だ。買い手は友好的なメディア大手バイアコムと敵対的なテレビショッピング大手QVC。買収価格でQVCはバイアコムを上回っていたのに、パラマウントはQVCの提案を拒絶した。QVCは乗っ取り屋ではないだけに、デラウェア州の最高裁でパラマウントはレブロン以上に厳しく指弾され、完敗。同社が導入していたポイズンピルなど一連の防衛策は「現状よりも有利な条件を出す買い手を不当に排除する過剰防衛」と

注8、ホワイトナイト：敵対的買収を仕掛けられた会社の経営陣が、別の友好的な第三者に買収を働き掛ける企業防衛策。

注9、ポイズンピル：既存株主に対して「敵対的な株の買収によって買収者が一定の議決権割合

みなされた。これによって、ポイズンピルは買収を阻止するのではなく、買収者を競わせることによって最も高い買収価格を引き出す手段としても位置づけられた。ただ、判決後、バイアコムは買収価格を引き上げ、条件面でQVCに見劣りしなくなった。そのためパラマウントは身売りを再びバイアコムへ戻した。バイアコムは今もパラマウントを傘下に持ち、その後にCBSも買収するなど有力メディア企業の一角を占めている。

2000年以降は、情報技術（IT）バブルがはじけた結果、高株価を背景に安易にM&Aへ走り、バブル崩壊後に株価急落に見舞われるケースが続出した。代表例は、一時はインターネットの覇者とみなされたアメリカ・オンライン（AOL）によるメディア大手タイム・ワーナーの買収だ。そのため、大株主の機関投資家の間では、企業価値を高める戦略性を持っていれば敵対的買収をむしろ後押ししようとする動きが広がった。議決権行使を積極化するなどで、バブル期に緩んだ経営に緊張感を与え、経営の新陳代謝を促そうとの考えである。

2005年2月24日、長距離通信大手MCI（旧ワールドコム）は地域通信大手クエスト・コミュニケーションズによる買収提案を精査するとの声明を発表した。MCIは現在、クエストのライバル会社ベライゾン・コミュニケーションズによる買収で合意している状態だが、クエストによる敵対的な提案も検討する。MCIはなぜそんな声明を発表したのか。MCIは株主に魅力あるクエストの提案を拒絶していると主張する大株主からクラスアクション^{注10}を起こされるからだ。ここでも「レブロン義務」から免れないわけだ。

80年代や90年代との違いは、敵対的買収者が法廷闘争を始めなくとも、機関投資家の圧力で買収が成功するケースが増えていることであろう。例えば、2004年末にソフトウェア大手のピープルソフトは同業のオラクルによる敵対的買収を受け入れた。これも裁判所に命じられたからではなく、株主の多くがオラクルの提案を支持したからである。

以下、米国での主な敵対的買収案件とその後について記述する。

たばこ・食品大手RJRナビスコ（1988年、290億ドル）

80年代最大のM&Aで、マネーゲームの頂点。投資会社コールバーグ・クラビス・ロバーツ（KKR）に買収され、その過程で多額の負債を抱え込んで経営が悪化。KKRは90年代に友好的なM&Aへシフト。

出版大手タイム（1989年、120億ドル）

映画大手との合併で合意していたときにパラマウント・コミュニケーションズから買収提案。企業価値を高められるならば短期的な株主利益を考慮しなくともいいとの司法判断が出て、パラマウントは敗れる。

を取得した時点で、市場価格より安い価格で株式を引き受けられる」という条件の新株予約権を発行し、敵対的買収を阻止するための手段。

注10、クラスアクション：集団代表訴訟

医薬大手ワナー・ランパート（１９９９年、９００億ドル）

ファイザーからの買収提案を受け入れ、アメリカン・ホーム・プロダクツ（ＡＨＰ）との合併を白紙撤回。株主がファイザーの傘下入りを望んだため。ヒット医薬品「リピートール」を得たファイザーは世界最強に。

ソフトウェア大手ピープルソフト（２００３年、１００億ドル）

自社を売りに出していない状態でオラクルによる買収提案に見舞われる。１年以上も買収阻止に動いたものの、株主の支持を得られずに敗北。オラクルから徹底批判されたポイズンピルは発動できずに終わる。

娯楽大手ウォルト・ディズニー（２００４年、６６０億ドル）

機関投資家からワンマン経営を批判され、経営刷新を求められている弱みを突かれ、ケーブルテレビ大手コムキャストは買収価格を引き上げられず、最終的に撤退。

このように、M & A先進国である米国においても様々な歴史を積み重ね、現在に至っている。しかしながら敵対的買収については、日本と同様に摩擦が大きく、紆余曲折しながら発展していったことがわかるであろう。摩擦が大きい分、さまざまな議論となり、ホワイトナイトやポイズンピル、さらにはレブロン義務など多くの手法や判例が生まれた。そして現在の日本では、それらの手法が注目を浴び、さまざまな業界の議論に及んでいる。レブロン義務にいたっては、日本の司法の場においても採用され重要な意味合いをなしている。今後もこれらの議論は続き、敵対的買収に対する是非が近いうちに判断されるであろう。

また、世界においてM & Aの数が増大している背景には、通信、輸送、金融サービス、公共事業といった業界の規制緩和によって効率性を高める余地が生まれたこと、多くの業界において過剰生産が生じたこと、競争が激化したことなどがあげられるであろう。

市場も競争も急速にグローバル化しているこの状況において、長期的な競争力を有するには上位２～３社の中に入らなければ、グローバル企業として成長し続けていくことは難しい。よって、M & Aのような成長戦略を上手く使いこなし、長期的な競争力を有することが必要となるであろう。^{注11}

次の文献を参照

注11、Robert G.Eccles,Kersten L.Lanes and Thomas C.Wilson,"are you paying Too Much for That Acquisition?" Harvard Business Review,Vol.77,No.4,Jury-August 1999,pp.136-148.

第三節 新興企業のM&Aによる急成長

企業収益の改善傾向などを背景に、米国のM & Aに復調の兆しが高まってきていることは前節で述べたが、IT（情報技術）バブルの崩壊以降、不採算部門の売却などリストラ型の事業再編から、最近は戦略的な大型買収へとシフトしている。景気回復がまだ本格化していない今こそM & Aの好機と捉える経営者が増えているのである。

そんな中、1985年から2000年までの米国におけるM & A 277件を対象に、M & Aを仕掛けた企業の株価上昇率を調べたボストン・コンサルティング・グループのリポート（以下単にリポート）が注目を集めている。M & A実施からの二年間で株価がどのくらい上昇したかを調べたところ、米経済の高成長時にM & Aを行った企業の上昇率は、その企業の属する業界の平均上昇率を下回ったのに対し、低成長時に行った企業は業界平均を大きく上回ったとしている。

経済環境が厳しいときにこそ、M & Aが企業の飛躍のきっかけになることを示し、リポートは、低成長期の経営環境でM & Aを検討しないのは、成長の絶好の機会を逃すことになりかねないと警告している。実際、最近の米産業界ではM & Aの機運が急速に盛り上がっている。ライバル企業ピープルソフトの買収を進めている米ソフトウェア大手オラクルのラリー・エリソン会長は、商品力強化のためピープル以外の新たな買収も続けると強調し、買収による拡大戦略の強化を一段と鮮明にした。

インターネットのポータルサイト（インターネットの入口となる巨大なWebサイト）運営大手、米ヤフーもライバルであるグーグルに対抗するため、検索公告二位のオーバーチュア・サービスの買収を発表するなど、有力ハイテク企業による大型買収劇が続いている。業界関係者の間では、ハイテク企業がITバブル崩壊の痛手から立ち直り、反転攻勢に動き始めたとの見方も広がり始めている。

そのほか、ハイテク業界以外でもM & Aの動きは拡大中である。米総合金融大手シティ・グループが米小売大手シアーズ・ローバックのクレジットカード部門を約60億ドルで買収。米証券大手リーマン・ブラザーズが米資産管理会社ニューバーガー・パーマンを約26億ドルで、米スポーツ用品大手ナイキが米スポーツシューズの老舗コンバース約3億ドルでそれぞれ買収するなど、有力企業の積極戦略が目立っている。^{注12}

M & A活性化の背景には企業収益の改善と過去のリストラの反動がある。業績回復を受け、収益回復最優先のリストラから前向きの投資に取り組む体制が整いつつある。景気減速で研究開発部門（R & D）の縮小や売却を進めてきた企業が今後の成長を見据えたR&D強化や需要増への対応を急ぎ始めており、最も即効性の高いM & Aが再び脚光を浴び始め

注12、「M & A米で再び脚光」京谷哲郎 2003年7月25日 読売新聞 朝刊 を参照

たわけだ。また、株価の上昇が続いている事も、株価高騰で買収価格がつりあがる前に買収したいとの思惑を呼び、M & A活発化の触媒になっているとの見方もある。ただ、このままM & Aが増え続けるかとなると、見方は分かれている。

ITバブル期には、収益力や技術力のないネット関連企業を巡って買収合戦が繰り広げられ、株価の暴騰、暴落を招いている。その反省からバブル期のような行き過ぎを慎み、バランスの取れたM & Aを目指すべきだとの声もある。今後のM & Aは単なる規模の拡大よりも企業としての能力をいかに高めるかが重要になる。ITバブル期に目立った業界トップを目指す規模追求型M & Aよりも、自社の弱点の補完やバイオなど成長の期待できる新規分野進出を狙ったより戦略性の高い買収などが中心となるであろう。

日本においてもITバブル期に誕生した多くのハイテク企業、または新興市場に上場する企業が成長の加速を狙い、異業種企業を傘下に収める動きが相次いでいる。多額の資金を投じて実施した企業の合併・買収は、既存事業との相乗効果により業績向上に結びついているのかどうか。代表的な事例を以下において論じ検証する。

今、当社のブロードバンド通信に加入すると『オペラ座の怪人』の映画チケットを無料進呈します とは、最近の株式会社USENブロードネットワークス（以下USEN）営業マンが光ファイバー通信加入の勧誘に使うセールストークである。同社のブロードバンド通信の月別新規契約者数は昨年十二月が過去最高の2万639人、今年1月も1万9936人と高水準が続く。原動力の一つはM & A戦略が支える「ブランド力」の向上だ。USENは2005年はじめ、経営不振だった映画配給のギャガ・コミュニケーションズ株式会社（以下ギャガ）を、100億円を投じ買収。ギャガの知名度とコンテンツを利用し、ブロードバンド通信の契約者獲得を加速させた。先行投資負担が依然重い同事業の早期の黒字化を狙う戦略である。

USENの攻勢は早かった。ブロードバンド専用サイトの加入者200人と対象に2005年1月、ギャガの配給で公開前から話題だった「オペラ座の怪人」のネット試写会を開催。同年3月にはギャガが映像使用権を持つ作品89本をサイト経由でパソコンに取り込み三日間見られるサービスも始めた。あのギャガがグループなのだね とお客さんに言われ、営業がしやすくなったとUSENの宇野社長はほくそえむ。今期中には子会社のBMBのカラオケ店を活用し、新作映画を劇場公開一巡後に上映する計画で、グループを生かし、買い付けたコンテンツの収益獲得機会を増やすのが狙いである。それによってギャガ単体の収益も向上させ、連結業績に寄与させる。ただ直近ではギャガの直接的な収益貢献は読みにくい。前経営陣が買った作品の配給収入などが伸び悩み「負の遺産」として収益を圧迫する恐れもある。すでに新規の作品買い付けには絞り込んでいるが、効果が表れ

るのは作品が完成する二年後ぐらいからであろう。ギャガの2004年10 - 12月期は会計基準変更の影響で原価が下がり、連結経常損益は4億2600万円の赤字と前年同期に比べ赤字幅が20億円余り改善した。しかし正月向けに公開した作品の不振で映画配給事業が51%減収となり、売上高は32億9400万円と3%減っている。ギャガの2005年8月期通期の連結経常損益は4億円の黒字に転換する見通し。USENはギャガを連結対象に加えた後も自社の2005年8月期の連結経常利益の予想を変えていない。アナリストの間では、ブロードバンド事業の黒字化が見えてきたのに収益の変動要因になるギャガの事業買収したのは疑問など懐疑的な見方が多い。ブロードバンドの新規契約状況は好調でも、株価は年明け後2500円近辺で推移し上値は重い。3月からの新社名は「Un I Ted Sensational Entertainment Network」の頭文字。様々な娯楽系コンテンツ提供事業を展開するとの意気込みをこめたという。ギャガが映像使用权を持つ作品の収益源をブロードバンド配信などの手法で多様化し、実績を上げられるか。それが、USENが「名前負け」しない企業になれるかどうかのカギを握る。^{注13}

しかしながら、USENをはじめとしたこれらの企業は、合併・買収を繰り返し、高成長を遂げている。これらの企業はITバブルが崩壊し、多くの企業が淘汰されていく中でも高い成長を続け、現在では日本を代表するIT企業に成長している。USEN以外にこれらの企業をいくつか上げると、グローバル・メディア・オンライン株式会社(以下GMO)、ソフトバンク株式会社(以下ソフトバンク)、楽天株式会社(以下楽天)、ライブドア、株式会社インボイス(以下インボイス)、株式会社インデックス(以下インデックス)などが代表格であろう。

これらの企業は上場して得た資金を元手に買収を行い、株価を上昇させ、その資金でまた買収を繰り返す、といった戦略で時価総額を上げ続けている。とくに、球界参入合戦で話題となった楽天とライブドアは、上場で手にした豊富な資金を元手に、ポータルサイト(情報検索サイト)の買収から旅行代理店、証券会社、クレジットカード会社などの企業を次々に買収し、コングロマリット化を進めている。そして、本業との相乗効果により、今や事業の柱に成長している。

たとえば楽天は、上場により490億円もの資金を元手に、本業との相乗効果が最も期待できるポータルサイトのインフォシークを買収し、自社の仮想商店街の利用客拡大につなげている。

次章において、その代表的な新興企業の一角を担うライブドアによるニッポン放送買収について述べ、その効果の是非を論じる。

注13、「新興企業M&Aの果実検証」一丸忠靖 日本経済新聞 朝刊2005年3月4日 を参照

第二章 ライブドア事例研究 【The LIVE DOOR case study】

第一節 ライブドアによるニッポン放送の買収

2005年2月8日、インターネット関連サービスを提供するライブドアが、東京証券取引所第2部上場のラジオ局、ニッポン放送の株式を35%取得したと発表した。ライブドアのニッポン放送株大量買付けは、ニッポン放送経営陣の同意の上で行われたわけではない、いわゆる敵対的買収であった。

フジサンケイグループの中核企業であるフジテレビジョンは、グループ内の資本のよじれを是正、つまりニッポン放送が親会社、フジテレビジョンが子会社の資本関係を逆転しようと1月17日から2月21日までニッポン放送株の株式公開買付（TOB）^{注1}を行っていた最中の出来事であった。

図2、ライブドア・フジテレビジョンのニッポン放送株争奪戦

1月17日	フジテレビジョンがニッポン放送株の株式公開買付け（TOB）発表
2月8日	ライブドアがニッポン放送株の約35%を取得し筆頭株主に
10日	フジテレビジョンがTOBの目標を50%超から25%超に引き上げ
23日	ニッポン放送がフジテレビジョンに大量の新株予約権の発行を決定
24日	ライブドアが新株予約権の発行差し止めを東京地裁に申請
3月8日	フジテレビジョンがニッポン放送株の36.47%を確保しTOB成立発表
11日	東京地裁が新株予約権発行差し止めを決定
15日	フジテレビジョンが大幅増配を決定
16日	ライブドアがニッポン放送株の50%超（議決権ベース）を実質的に確保。東京地裁、ニッポン放送の異議を却下
22日	フジテレビジョンが500億円の増資枠を発表
23日	東京地裁がニッポン放送の抗告却下
24日	ニッポン放送が所有するフジテレビジョン株13.88%をソフトバンク・インベストメント（現SBIホールディングス株式会社）に貸し出すと発表
4月18日	フジテレビジョンとライブドア和解で合意

（2005年3月26日、4月19日 日本経済新聞 朝刊 より作成）

注1、TOB：会社の支配権の取得や強化のため、株式の価格・数などを公表して証券市場の外で不特定多数の株主から株式を大量に買い取ること。

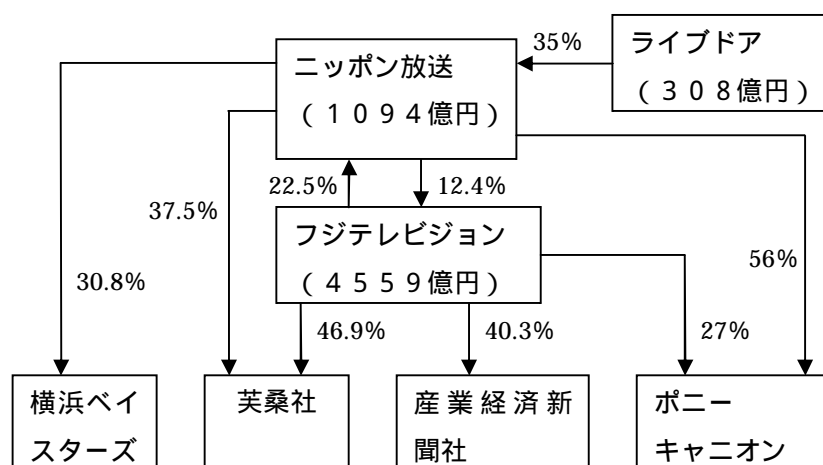
フジサンケイグループは資本のねじれを是正しようとTOBを行っていたと上述したが、なぜ是正をしようとしたのであろうか。

2005年1月18日、フジテレビジョンは証券取引法によるニッポン放送株のTOBを実施する「公開買い付け開始広告」を新聞紙上に出した。そこにはTOBの目的として
 当社は、現在株式会社ニッポン放送の発行済み株式総数の12.39%（4,064,660株）を保有しておりますが、この度、ニッポン放送の経営権を取得することを目的に、すべての発行済み株式（ニッポン放送の保有する自己株式を除く）の取得を目指して証券取引法に定める公開買い付けを実施いたします。と書かれていた。

フジサンケイグループの中核企業であるフジテレビジョンと、規模の小さなニッポン放送との親子関係の逆転が続いており、フジテレビジョンのニッポン放送株のTOBは、資本関係の逆転を目指すものであった。

ライブドアはこの資本のよじれを利用し、ニッポン放送を買収できればフジテレビジョンを支配できると考えたのである。

図3、フジサンケイグループの資本関係



（2005年2月9日 日本経済新聞 朝刊 より出典）

そのライブドアだが、2月8日になぜニッポン放送株を大量取得できたのであろうか。上場企業の株式を5%以上取得した株主は、取得翌日から5営業日以内に管轄の財務局（ここでは関東財務局）に大量保有報告書を提出する義務がある。保有比率がその後1ポイント以上増減しても同様。ライブドアのニッポン放送株の保有比率が5%を超え、5.06%になったのは2月4日であり、5営業日目の2月10日までの2月8日に立会外取引^{注2}で

注2、立会外取引：東京証券取引所の売買立会時間外(午前8時20分から午前9時、午前11時から午後0時30分及び午後3時から午後4時30分)において、電子取引ネットワークシステムであるToSTNeTを介して行う売買制度のこと

ニッポン放送株を一挙に株式を取得したのは、大株主に名前が出てサンケイグループからの対抗策が打たれるのを防ぎたかったからである。

2月8日は、1月17日から2月21日（さらに3月2日に延長、3月7日に再延長）までのフジテレビジョンのTOB期間中でもあり、ライブドアによるニッポン放送株の35%取得は突然の出来事であったと言えよう。

ライブドアがニッポン放送株を大量取得し、さらに買い進む意向を表明したことは、フジテレビジョンにとって大きな誤算であった。規模の小さいニッポン放送がフジテレビジョンの筆頭株主という資本関係のねじれ是正の障壁になるばかりか、買収価格引き上げなどの対策が必要になれば、大幅なコスト増加要因になるのである。

2月8日の出来事については、午前7時、東京・六本木のライブドア本社は臨時の取締役会を開催し、立会外取引によるニッポン放送株取得と取得原資となる800億円の転換社債型新株予約権付社債（以下CB）^{注3}の発行を決めた。直後、通常の取引開始前である8時22～50分の間、計6回の取引で972万株を取得。30分足らずで発行済み株式の29.3%の買い入れに成功した。ライブドアは前日の7日までに発行済み株式の5.36%にあたる175万株強を数回に分けて買い付けており、8日午前8時20分にCB発行と同時に情報開示している。その開示から瞬く間に同社は、ニッポン放送に34.9%を出資する筆頭株主に躍り出た。

ライブドアが29.63%分の株式の大量取得に利用したのは東京証券取引所の立会外取引システム「ToStNet」である。通常の売買が始まる午前9時前など、立会時間以外の時間帯の取引に利用する。売り手と買い手が決めた価格で取引するもので、価格変動リスクを避けたい機関投資家の大口取引などに使われる。東証のコンピュータネットワークを使って取引するので、時間外取引ではあるが、市場内取引とみなされる。ライブドアは、前日終値の上下7%の範囲で取引価格を決める「単一銘柄取引」と呼ばれる手法でニッポン放送株を取得した。買い取り価格は、前日終値である5990円を1%強上回る6050円から6100円だったという。

ここで疑問となるのが、ライブドアは立会外取引で誰からニッポン放送株を取得したのかということであろう。ニッポン放送の株主のタイプ別構成比は2004年9月末時点、外国人投資家17.6%、投資信託1.6%、浮動株1.1%、特定株60.0%であるが、フジサンケイグループ各社との持合などで安定しているはずのニッポン放送株が2月8日の1日でなぜ972万株（発行済み株式総数の29.63%）も動いたのであるか。時間外取引は市場内取引で、一対一の相対取引ではないので、断定はできないが以下のことが推測される。

注3、転換社債型新株予約権付社債：新株予約権付社債のうち、新株予約権が行使された場合には、当該行使に係る払込に代えて、当該社債の全額が償還されるものは、転換社債型新株予約権付社債と呼ばれている。

2004年9月末のニッポン放送の株主リストでは、海外株主は最大でも持ち株比率5%程度。リストにある分を寄せ集めても30%にはとても届かない。ただ外国人が相当の株数を持っていたことは確かである。今回一部を売ったことが、関東財務局の大量保有報告書で明らかになった米テネシー州の資産運用会社サウスイースタン・アセット・マネジメントは、大株主リストに名前がないにもかかわらず、1月下旬時点で10.6%の株を保有していた。フジテレビジョンの大株主という付加価値に注目して少なくとも7年前から取得を開始し、いったん株を手放した後、2001年～2002年に再び買い増していたようだ。放送会社については、放送法などの規定で、外国人の議決権比率が放送免許取消基準である20%に寄せそうな場合には、株主名簿への外国人の記載を拒否できると定めており、実体と名義の乖離が水面下で株式を集めやすい土壌を作った面もある。ライブドアは海外の株主が名義書換をせずに証券保管振替機構名義で保有する分を含め、海外投資家などから取得したと見られている。

ライブドアは2月8日の通常の株式取引がスタートする直前、立会外取引で複数の大株主の売りに合わせて買いを入れた。段取りを整えたのは、ライブドアの資金調達で主幹事を務めたリーマン・ブラザーズ証券などである。このように、ライブドアがニッポン放送株を誰から取得したのかについては、海外投資家の売りである。2004年9月末の外国人持ち株比率は17.7%だが、前述の通り、電波法などは放送事業者の外国人保有株が議決権の20%を超えることを禁じており、名義書換をしていない株が他にも存在していた可能性がある。一方、ライブドアの堀江社長と親交が深い村上世彰氏率いる投資ファンド「M&Aコンサルティング」(1月時点で保有株18%)も関与していたのではないかと見られている。そのことは、村上氏がフジテレビジョンによるTOBと市場価格を比べ、当然高い方に売る姿勢を確認していたことから明らかであろう。

こういった経緯により、ライブドアのニッポン放送買収が進んでいったわけであるが、同じころ、被買収企業であるニッポン放送の社員は、全員一致でライブドアによる同社の経営参画に反対する声明文を発表している。堀江社長のマスコミでの一連の発言についてリスナー(ラジオ番組を聴いている人)に対する愛情が全く感じられないと反発。フジサンケイグループに残るとする現経営陣を全面的に支えろとし、ニッポン放送本社で緊急の社員総会を開き、全員一致で声明文の対外発表を決めた役員を除く全社員238人のうち177人が出席し、40人が委任状を出したという。

ニッポン放送には労働組合がなく「いちご会」と呼ぶ若手社員の有志組織が労使の話し合いの場になっている。今回の社員総会はいちご会に管理職が合流。声明文は放送の責務や報道の使命についても触れ、堀江社長が理解しているとは到底思えないと強調した。^{注4}

注4、NIKKEI NET 「フジテレビ VS ライブドア」

http://it.nikkei.co.jp/it/newssp/fuji_vs_livedoor.cfm を参照

第二節 フジテレビジョンによるニッポン放送株のTOB

TOB【Take Over Bid あるいは Tender Offer Bid】は株式公開買い付けと訳され、証券取引法（以下証取法）第27条の2第6項には、「不特定かつ多数の者に対し、公告により株券等の買い付け等の申し込み又は売り付け等の申し込みの勧誘を行い、取引所有価証券市場外で株券等の買い付け等を行うことをいう。」と定義されている。投資家保護のために、買い付け会社は、買い付け目的・買い付け価格・買い付け予定株数・買い付け期間・公開買い付け代理人等を公告等により、事前に公表しなければならない。買い付け期間は20日以上、60日以内でなければならない。

ライブドアグループがニッポン放送株を大量取得した2月8日の時点では、フジテレビジョンはニッポン放送株のTOB期間を1月18日から2月21日までに設定していた。2月10日、ライブドアへの対抗策として、ニッポン放送とフジテレビジョンの親子関係を解消するためにTOB条件を変更し、TOB期間最終日を2月21日から3月2日へ延長した。2月23日、フジテレビジョンを親、ニッポン放送を子の資本関係にするために、フジテレビジョンを引き受け先とするニッポン放送の新株予約券の発行が決議され、それを周知させるためにTOB期間最終日を3月2日から3月7日へ再延長した。

ライブドアグループがニッポン放送株の大量取得をした2月8日時点までは、ニッポン放送がフジテレビジョンの発行済み株式数の22.5%を保有する筆頭株主であるのに対し、フジテレビジョンはニッポン放送の発行済み株式数の12.3%を保有しているに過ぎない第2の株主であり、ニッポン放送が親、フジテレビジョンが子という資本関係であった。フジテレビジョンはTOBにより、ニッポン放送株の発行済み株式総数の50%超を取得しようとしていたのである。

2月8日時点のニッポン放送株の株価は6800円と高騰し、TOB価格（5950円）を14%上回っていた。この水準が定着すればTOB自体が成立しなくなる可能性もある。仮にフジテレビジョンがニッポン放送株を買い進んでも、完全な買収は不可能であろう。ライブドアの持ち株比率が35%と、重要案件を審議する株主総会特別決議への拒否権を持つ3分の1を超えるためである。フジテレビジョンにとって考えられる対応は、買い付け価格を引き上げて対抗するか、ライブドアが提案する業務提携を進め、融和路線を引くことだ。そうでなければ、取締役会で決められる資産処分などを進めて企業価値を減らししていくといった買収防衛策（クラウン・ジュエル）^{注5}をするしかない。

2005年2月10日、フジテレビジョンは、ニッポン放送のTOB株数50%超は難しくなったので、50%超から25%超へ引き下げた。フジテレビジョンは一見、後退し

注5、直訳すると「王冠についている宝石」。つまり「たいへんな価値のあるもの」、「垂涎の的となるもの」という意味である。

たようだが、確実な成功を狙う戦略に出た。これまでは買い付けが50%に届かなければTOBは失敗だが、今回は25%でも成功となる。ただ、株価はTOB価格を依然上回っており、25%でも集まる保証はなかった。

しかしながら、フジテレビジョンは25%超の取得により何を狙おうとしているのであろうか。それは、フジテレビジョンがニッポン放送の議決権の25%超を持つ場合、ニッポン放送が持つフジテレビジョンの議決権は行使できないことを目指しているのである。25%超を目指すことは、ライブドアがニッポン放送を完全買収しても、ライブドアはニッポン放送を通じてフジテレビジョンを支配できなくなるわけである。

2005年2月23日、ニッポン放送はフジテレビジョンを引き受け先として4720万株の新株予約権を発行することを決めた。それを受けて、フジテレビジョンはニッポン放送株主へのTOB最終日を3月2日から3月7日へ再延長した。

これについては、証取法などにより重要事項などで訂正届出を出す場合、公告してから10日間、買い付け期間を延長しなければならない。フジテレビジョンはニッポン放送による新株予約権の発行などを重要事項と判断し、株主に周知させるために25日に公告を出し、これに伴い期間を延長したのである。

TOBに応募したい株主は、期日までに公開買い付け代理人（大和証券SMB C）の本支店で、申込書を提出しなければならない。ただし、ニッポン放送株の時価がTOB価格（5950円）よりも高くなり、TOBに応じることが割に合わなくなった場合などには、株主はTOBの期間中ならいつでも応募を取り下げることができる。

フジテレビジョンのニッポン放送株TOBの結果については、285の株主から7,896,354株（24.07%）を取得。フジテレビジョンが従来保有している4,064,660株（12.39%）とあわせ、TOBの成立条件としていた25%を上回った。買い付け価格は470億円であった。

これにより、ライブドアが発行済み株式の過半数を上回るニッポン放送株を確保できたとしても、フジテレビジョンはライブドアが保有するニッポン放送株を通じ経営に間接的影響を受ける状況を回避することができたのである。さらに、フジテレビジョンは発行済み株式数の3分の1超を上回る36.47%を取得できたので、株主総会での特別決議を必要とする議案（定款の変更、営業権の譲渡、資本減少、新株・新株予約権・新株予約権付社債の有利発行、取締役・監査役の解任、会社の解散・継続・合併・分割、株式交換、株式移転など）で拒否権を発動できるようになった。^{注6}つまり、ニッポン放送の経営に関わる重要事項は、議決権を持つ株主の3分の1以上が総会に出席し（定足数）、その議決権の3分の2以上の賛成がなければ決めることができないので、議決権ベースで39.26%

注6、NIKKEI NET 「フジテレビ VS ライブドア」

http://it.nikkei.co.jp/it/newssp/fuji_vs_livedoor.cfm を参照

の株式を保有するフジテレビジョンが反対すれば、何も決めることができないのである。

議決権ベースでライブドアが50%超、フジテレビジョンが39.26%をそれぞれ確保し、互いに反対はできても、いずれかだけで賛成はできないのである。

しかしながら、今回の買い付け価格は5950円と、3月7日時点の終値である6600円より10%弱も低く、TOBに応じるより、市場で売却したほうが明らかに有利であった。TOBに応じた企業は、取引関係を重視してやむを得ず応じたようである。米国では、TOB価格が時価を下回った場合TOBに応募する投資家はいないであろう。フジテレビジョンのTOBが成立したところに、日本がまだまだM&Aや金融取引などの途上国であることが伺える。^{注7}

次の文献を参照

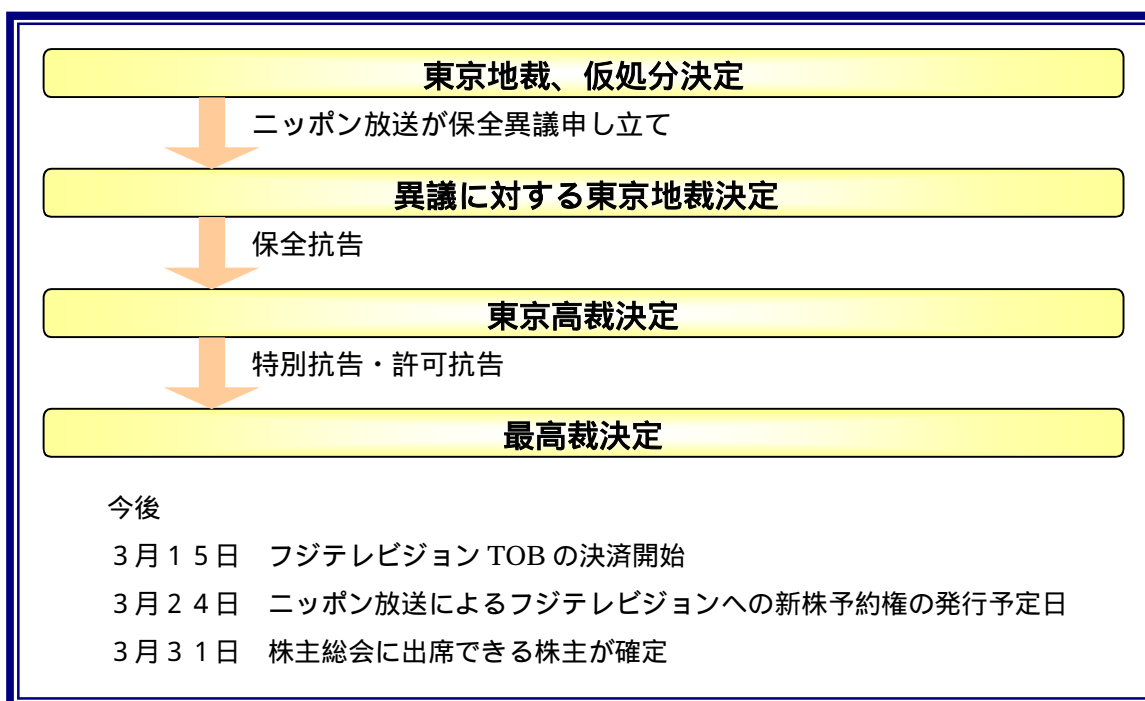
注7、Almar Latour and Kevin Delaney, "Outside the U.S. Executives Face Little Legal Peril," *The Wall Street Journal*, August 16, 2002, A1

第三節 ニッポン放送の新株予約権発行に対する司法判断

新株予約権とは、あらかじめ決められた価格で株式を取得できる権利のことで、ニッポン放送が2月23日に決議したフジテレビジョンを引き受け先とする新株予約権は、ライブドアの子会社ではなく、フジテレビジョンの子会社となることの提案である。ライブドアはニッポン放送を子会社にするために議決権ベースで50%超の株取得を目指しているから、ニッポン放送の決定に納得できるはずもなく、2月24日に東京地方裁判所（以下東京地裁）へ、ニッポン放送のフジテレビジョンに対する新株予約権の発行差し止めを求めた仮処分申請を行った。

2005年3月1日午後、新株予約権の発行差し止めを求めた仮処分申請で、東京地裁はライブドア、ニッポン放送双方の主張を聴く第一回審尋を開いた。非公開で行われ、約1時間半で終了した。事案の重要性や複雑さなどから、審尋は少なくとも後1回は開かれる（図4参照）。

図4 仮処分手続の流れ



（2005年3月12日 日本経済新聞 朝刊 より出典）

審尋に出席したライブドアの熊谷取締役は、今回のニッポン放送の行為について不公正発行だという主張をしたと指摘。我々の正当性が認められると信じていると話した。ニッポン放送側がどう主張したかについては言及を避けている。参照までにライブドアとフジテレビジョンの法廷闘争の論点を記載する（図5参照）。

図5 ライブドアとフジテレビジョン・ニッポン放送の法廷闘争の論点

論点	ライブドアの主張	フジ・ニッポン放送の主張
新株予約権の発行条件	フジだけを優遇。株主総会で未承認。	TOB 決定前3ヶ月間の平均株価より2割高く妥当
発行目的	フジによるニッポン放送の支配権維持	ライブドア傘下入りによる企業価値の毀損防止
資金需要の有無	ニッポン放送に資金調達のない	臨海副都心スタジオ計画など
株価下落の意図	TOB 期間中の発表でニッポン放送株下落を意図したことは否定できず	市場動向はコメントできない
ニッポン放送の企業価値	ネットとの融合で高められる	フジサンケイグループに残ることが価値を守る
ライブドアの立会外取引	市場取引で売り手との事前合意もなく適法	公開買い付け規制の趣旨に反し、違法の疑いも

（2005年3月2日 日本経済新聞 朝刊より出典）

一方、ニッポン放送側は予約権発行の正当性を主張したと見られるが、審尋の内容については控えるとした。東京地裁が仮処分申請に対する決定を下しても、主張を退けられた側は異議申し立てや抗告をして、最高裁まで争うことができる。今回の新株予約権の発行が3月24日の予定であることを考慮すると、東京地裁は3月上旬にも決定を出す可能性が高いと見られていた。

2005年3月4日午前、東京地裁は第二回審尋を開き、ライブドア側、ニッポン放送側の双方の主張を非公開で聞いた。新株予約権が3月24日に迫っているため、東京地裁は近く決定を出すと思われる。審尋は約40分間で終了。ライブドア側は商法に詳しい複数の大学教授の意見書を提出し、

（1）ニッポン放送による新株予約権の発行は、経営権の維持が目的で不公正発行に当る、

（2）ライブドアの2月8日の立会外取引は適法

などと主張した模様である。双方とも、裁判所では取材に応じなかった。

3月11日、東京地裁（鹿子木裁判長）は、フジサンケイグループ経営陣の支配権維持が主目的で、不公正発行にあたる として、予約権の発行を差し止める決定を下した。この決定によりライブドアは株式の買い増しを進め経営権の獲得を狙う。一方、ニッポン放送は決定を不服として、東京地裁に即日、保全異議を申し立てた。フジテレビジョン・ニッポン放送側は司法闘争を含め徹底抗戦する構えで、ニッポン放送の経営権を巡る争いはなお波乱含みである。

決定は、ライブドアが5億円の担保を供託することを仮処分執行の条件とした。ニッポン放送の異議申し立てで、仮処分命令の当否は再び東京地裁で審理されるが、「グループ残存が企業価値を高める」としたニッポン放送の主張の根幹を否定した判断は重く、フジテレビジョン・ニッポン放送側の法廷闘争は苦境に立たされた形となった。^{注8}

図6 高裁と地裁の判断

論点	東京高裁（23日）	東京地裁（11日）	
新株予約権の発行目的	フジによる経営支配権確保の目的は明白	支配権維持が目的で不公正	
ニッポン放送の企業価値	フジによる取引打ち切り	独占禁止法に違反する不公正取引に該当する恐れもある	個々の取引関係を詳細に検討すべきだ
	グループ離脱の影響	グループ内取引に拘束されない利点が生じる可能性もある	回復しがたい損害をもたらすことは明らかでない
	野球放送契約の解除条項	係争の有利な展開を狙って意図的に合意した疑いが強い	球団側が解除権を行使するかは不明
	TOB 中のフジの行為	TOB 価格を上回る株価を引き下げようとするようなマイナス情報を流す行為は、公正を疑われる	言及なし
ライブドアの立会外取引	証取法違反ではない	証取法違反ではない	

（2005年3月24日 日本経済新聞 朝刊より出典）

注8、NIKKEI NET 「フジテレビ VS ライブドア」

http://it.nikkei.co.jp/it/newssp/fuji_vs_livedoor.cfm を参照

3月16日、ニッポン放送の新株予約権発行を差し止める仮処分にニッポン放送が異議を申し立てたのを受け、東京地裁はニッポン放送とライブドア双方から意見を聞く審尋を開いた。新株予約権の発行予定日が迫っていることから、東京地裁は早期に決断を下すとみられる。東京地裁の異議申立審では、予約権の発行目的やライブドアが経営権を握った場合のニッポン放送の企業価値をどう評価するかが改めて焦点になる。

しかしながら、上記にあるようなライブドアの主張を認め、フジテレビジョンを引き受け先とするニッポン放送の新株予約権発行を差し止めた東京地裁の仮処分は、企業買収を積極的に後押しする司法の判断を示したといえよう。企業価値を著しく毀損されることが明らかでない以上、過剰防衛は認められないとした判断は、企業経営者の緊張感を高める。ライブドアがニッポン放送株を大量に取得した立会外取引も問題だが違法ではないとした判断を含め、原則契約自由の時代の流れを加速するものといっても過言ではない。

問題の原因は、上場企業の自覚を欠いたフジサンケイグループの経営にあるのではなからうか。ニッポン放送とフジテレビジョンの親子上場以来の資本のねじれは、持ち合い崩壊による安定株主の流動化で放置できない状態になっていた。フジテレビジョンによるニッポン放送の子会社化で矛盾の解消を目指したのがT O Bの趣旨だった。

ニッポン放送を通じたフジテレビジョンの間接支配を狙うものが現れて当然である。だが、ライブドアの手法には逸脱がある。東京証券取引所の立会外取引の目的外使用で大量のニッポン放送株を取得した行為は法の精神に反する。ライブドアが通常取引で株を買い集めていれば、5%ルールで買収意図が早くから明らかになり、株価の高騰でコストが膨れ上がっていたはずだ。さもなくば、フジテレビジョンに対抗してT O Bを宣言し、透明性の高い方を選ぶべきであった。^{注9}

買収者が買付価格や株数を公表し、企業価値を向上させる事業戦略の優位性を訴え、投資家に情報を開示し、対象企業の株主に判断材料と平等な売却機会を与えるのが証取法のT O Bルール精神である。ライブドアが買収の王道を歩んでいけばニッポン放送の新株予約権はなかったかもしれない。そこから浮かび上がるのは買収プロセス全体を通じ、買収者と経営者を律するルールの不備と証券市場の欠陥である。古典的な買収防衛策である第三者割当増資など、有事の対応は泥仕合になりがちである。教訓の一つは事前の備えとしての防衛策の整備であるが、企業価値を判断基準とする決定をだれに委ねるかは企業統治のテーマそのものであろう。フジテレビジョンに従属して見えるニッポン放送の経営者の対応を見ると制度の運用は簡単ではなさそうである。違法と判断された新株予約権も、発行経緯を考えれば正当防衛とは言えないだろう。この場合、問われるべきは買収者の支配的株主としての権利と資格である。取得方法だけでなく、資金調達の方法などで脅威の

注9、NIKKEI NET 「フジテレビ VS ライブドア」

http://it.nikkei.co.jp/it/newssp/fuji_vs_livedoor.cfm を参照

大小の認定が分かれ、どこまで防衛が許されるかが決まる。

米国の多くの州は、借金による買収など短期の資金回収を図り、企業価値を破壊する恐れの場合、取捨には合併や議決権行使を制限している。重要なのは買収防衛策の議論の影で軽く見られがちな証券市場の監視体制の問題だ。政府は証取法改正で、立会外取引の目的外使用を規制する方針であるが、これまで見過ごしてきた責任は重い。証券市場では有利発行の疑いが強い資金調達、それと貸株を併用した相場操縦まがいの値ざや稼ぎや制度の欠陥を突き投機を誘発する大幅な株式分割など、株主の権利を蹂躪する行為が横行している。

M & Aを経済活力向上の手段として駆使するからには、攻勢で信頼できる証券市場が不可欠であろう。米国の証券取引委員会のような強力な権限を持つ独立行政機関、資本市場の万人が、ルールは原則禁止から原則自由になった。しかし、新しい時代にふさわしい規制と規律は確立されていない。規律なき自由と市場原理を短絡的に混同すべきではない。それが泥仕合化した買収合戦から得る最大の教訓ではなからうか。^{注10}

次の文献を参照

注10、Time Smart, "An Eye-Popping Year for Executive Pay," Washington Post, March 22, 1998, HI.

第四節 ライブドアによるニッポン放送買収の決着

2005年3月23日、ライブドアはニッポン放送によるフジテレビジョンへの新株予約権発行を差し止めた同社の仮処分申請を巡り、東京高裁が同日、ニッポン放送の保全抗告^{注1}を棄却する決定を下したことを受け、ニッポン放送の新株予約権は著しく不公正な方法によるもので、今回の東京高裁の判断は極めて妥当とのコメントを発表した。また、本日に至るまでフジテレビジョンとはニッポン放送の企業価値を高めるべく業務提携の可能性などについて、担当役員レベルで協議を行っていたと明らかにした。ただ、具体的な協議内容については、交渉の過程でもあり明らかにできないとしている。さらに、当社の持つインターネットのノウハウとニッポン放送の持つラジオ放送のノウハウの融合により見込まれる相乗効果をよりいっそう高めるために協議を進め、ニッポン放送およびその従業員、取引先と一緒にニッポン放送およびグループ会社の企業価値を高めていきたいとした。

しかし翌日24日、フジテレビジョンはソフトバンク系のベンチャーキャピタルである、ソフトバンク・インベストメント株式会社（以下SBI）がフジテレビジョンの議決権の14.67%を握る筆頭株主になったと発表した。ニッポン放送の経営権を握ったライブドアの影響力がフジテレビジョンに及ぶのを防ぐのが狙いだ。ソフトバンクグループの登場で、フジテレビジョンとライブドアの攻防は一段と激しさを増す。

同時にフジテレビジョン、ニッポン放送とSBIの三社はメディア関連の新興企業に投資するベンチャーキャピタルファンド「SBIビービー・メディアファンド」を共同設立することも発表した。ニッポン放送は昨年末時点でフジテレビジョン株を57万3704株（総議決権の23.8%）保有する筆頭株主だったが、2月に大和証券SMBCに22万株（同9.13%）を貸し出し、SBIには残り35万3704株を期間5年で貸す。議決権もSBIに移り、一時的にフジテレビジョンへの議決権を全て失うこととなった。

また3月26日、フジテレビジョンがソニー株式会社（以下ソニー）株式会社日立製作所（以下日立）伊藤忠商事株式会社（以下伊藤忠）など約50社に同社の株式を新規または追加で保有するよう要請していることが明らかになる。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（SBI）に貸株することを決めたのに続き、フジテレビジョン自らが安定株主工作を進め、ライブドアによるフジテレビジョン本体買収への防衛を固める。実現すればフジテレビジョン本体の買収は難しくなるが、要請を受けた企業の中には回答を留保しているところも多く、先行き不透明な部分もある。

フジテレビジョンが株主の安定保有を要請しているのは主に機器・サービスの購入先企

注1 1、保全抗告：民事訴訟の本案の権利の実現を保全するための仮差押え及び係争物に関する仮処分並びに民事訴訟の本案の権利関係につき仮の地位を定めるための仮処分をいう。

業、取引金融機関など1社につき数億から数十億円相当のフジテレビジョン株を市場で早期に買い入れ、長期保有するように要請している。同時に、ニッポン放送をTOBで子会社化する資金手当てとしてフジテレビジョンが2月に発行、大和証券SMBCが保有する800億円相当のCBの一部を大和側から資金運用目的で買い入れる選択肢も提示している。フジテレビジョンと株式持合い関係にある企業が関係強化することも考えられる。

このような動向により、ライブドアとフジテレビジョンの交渉は暗礁に乗り上げたかのように見えたが、3月28日、ライブドアとフジテレビジョンは、ニッポン放送を含めた今後の関係について協議を行っているとして改めて業務提携を含む2社間の話し合いが継続中であることを協調する書面をそれぞれ発表した。ニッポン放送からフジテレビ株の貸株を受け、フジテレビジョンの実質筆頭株主となったソフトバンク・インベストメントの北尾CEOは27日までに、仲介役を担うことなどに自信を示した。

3月29日、ライブドアがニッポン放送の発行済株式の過半数を取得したことが明らかになる。過半の株を保持し、ニッポン放送の買収を確実にした。ただ、一部株式では名義をあえて書き換えず、3月末でニッポン放送を子会社化する方針を修正。6月下旬開催の株主総会で取締役の過半を送り込む考えは変えない模様。子会社化後にニッポン放送が多額の借金をするなどの手に出た場合、連結決算上はライブドアの財務内容まで悪化してしまう。一部株式で名義書換をしなかったのはそうした事態を未然に防ぐ狙いと見られる。

翌日30日、ライブドアがニッポン放送の議決権の過半数相当株を取得して以降、両社トップによる初の会合が開かれる。今後のニッポン放送の経営のあり方について意見交換したという。一方、フジテレビジョンとライブドアがソフトバンク・インベストメント(SBI)抜きで2社による提携協議を続けていることも判明。当面SBI抜きの協議が進む。会談したのはライブドアの堀江社長とニッポン放送の亀淵社長で、ライブドアが2月8日にニッポン放送株を大量取得した直後に会って以来である。会合ではライブドア側はニッポン放送の子会社化を見送る方針を伝えたうえで、ラジオ放送とインターネットの融合の可能性などを提案。ニッポン放送側は著作権が複雑に絡み合うコンテンツのネット活用の難しさを強調、議論はかみ合わなかったという。ただ、今後もニッポン放送のあり方を話し合うことでは合意した。

翌日31日、ライブドアがフジテレビジョンに「休戦協定」の条件を提示していることが明らかになる。ライブドアがフジテレビジョン株の買い増しに動かない代わりに、ニッポン放送の持つ優良資産を売却しないことなどが条件になると見られる。ライブドアは経営権取得が確実にしたニッポン放送の企業価値が目減りするのを防ぎながら、資本業務提携の交渉に向けた糸口を探る考えである。

2005年4月1日、ライブドアが31日に関東財務局に提出した大量保有報告書でニッポン放送の発行済み株式の50.00003%（1640万10株）を取得していたことが明らかになる。ただ、信用取引^{注12}で取得した110万株強は同日までに決済代金を払い込んでいないと見られ、この分の議決権は発生していない。信用取引で取得した株式は決済代金を振り込まないと名義の書き換えができず、議決権も発生しない。ライブドアは実質的に発行済株式の過半数を抑えたが、一部の株式の名義を意図的に書き換えないことで、ニッポン放送が自動的に連結子会社になることを先送りしている。ニッポン放送の従業員や取引先、出演者らに動揺・反発が広がっていることやフジテレビジョンとの業務提携交渉が続いていることに配慮した格好である。また強引な印象を避ける狙いもある。

4月4日、東宝はフジテレビジョン株式3万6469株を大和証券SMBCから取得したと発表した。取得額は99億9900万円で、東宝のフジテレビ株保有比率は5.76%から7.19%に上昇した。フジテレビジョンが買収防衛策として取引先など約50社に要請していた株式購入の一貫と見られる。

4月13日、フジテレビジョンとライブドアが資本・業務提携を含めて交渉していることが改めて明らかになる。ライブドアが保有するニッポン放送株のフジテレビ側への譲渡も議題に挙がっている模様。ライブドアがニッポン放送株を大量取得してから2ヶ月で、両陣営の攻防は新たな展開を迎えた。

翌日14日、フジテレビジョンとライブドアの和解交渉は、フジテレビジョンがニッポン放送株の買い取りやライブドアへの出資など合計で1600億円から2000億円の資金負担を軸に調整していることが明らかになる。ライブドアの子会社のインターネット公告会社「バリュークリックジャパン」などへの出資案も浮上。ただ、この段階では金額、条件などで双方の主張に隔たりがあった。フジテレビジョンは1600億円程度を主張し、ライブドアはフジテレビジョンに2000億円の資金負担を求めているとみられる。双方の主張には隔たりがあり、交渉決裂の場合はライブドアがニッポン放送の経営権を握った上でフジテレビジョン株の大量取得に動くことも想定されていた。

4月18日、フジテレビジョンとライブドアは資本・業務提携などで合意したと発表。フジテレビジョンがライブドアの保有するニッポン放送株を買い取るなどで同放送を完全子会社にするほか、第三者割当増資（業務提携の相手先や取引先等、発行会社と関係のある特定の者に新株引受権を与え、新株式を発行すること）の引き受けでライブドアに12.75%出資する。フジテレビジョン側からライブドアへの支払いは合計1473億円になる。産業界をゆるがせた敵対的買収の攻防戦は、金銭面で歩み寄ることにより双方が妥協点を見出した。

注12、信用取引：顧客が委託保証金(約定代金の一定比率)を証券会社に担保として預託し、買付資金または売付証券を当該証券会社から借りて売買を行い、所定の期限内に返済する取引。「制度信用取引」と「一般信用取引」の2つの種類がある。

焦点となったフジテレビジョンによるライブドア保有株の買い取り価格は1株6300円。ライブドアの平均取得価格6286円よりわずかに高く、TOB価格5950円を上回る。

フジテレビジョンの日枝会長は、ライブドアとの業務提携交渉についてフジテレビジョンが主導立場で進めるとの姿勢を明らかにした。また、これに関連して同席したライブドアの堀江社長は「通信と放送を融合した新しいビジネスモデルを作ることは1つの目標だった。今からわくわくしていると期待を寄せた。また、フジテレビジョンの完全子会社となるニッポン放送の亀淵社長は、合意が成立したことはうれしい限りで、成り行きを見守ってきた株主やリスナーなど関係者に深く感謝したいと述べた。^{注13}

そして同日、ライブドアとフジテレビジョンは次の「基本合意のお知らせ」を公表した。以下、その資料の内容を掲載する。

SBIが登場したことにより一度は暗礁に乗り上げたライブドアとフジテレビジョンの和解交渉であったが、両者が妥協点を見つけることによりなんとか和解に至った。しかし、和解交渉成立発表の席では、満面の笑みであったライブドアの堀江社長とは対照的に、フジテレビジョンの日枝会長は慔然とした表情に映った。

和解という結論に至ったとはいえ、今後両者がお互いに企業価値を高め合うにはまだまだコミュニケーション不足であろうし、両者の企業統治の考え方など根本的な隔たりが解決されるまでは時間がかかるであろう。

注13、 NIKKEI NET 「フジテレビ VS ライブドア」

http://it.nikkei.co.jp/it/newssp/fuji_vs_livedoor.cfm を参照

平成17年4月18日

基本合意のお知らせ

株式会社フジテレビジョンおよび株式会社ライブドアは、ライブドアの完全子会社である株式会社ライブドアフィナンシャルホールディングス（代表：羽田寛）の完全子会社である株式会社ライブドア・パートナーズ（代表：堀江貴文）の全株式のフジテレビへの譲渡、フジテレビによるライブドアへの資本参加およびフジテレビとライブドアとの業務提携について、本日、基本合意に至り、最終契約を締結しましたので、下記の通りお知らせいたします。

記

1. 基本合意の趣旨

本日現在、ライブドアおよびフジテレビは、それぞれニッポン放送の第一位および第二位株主であります。フジテレビは、平成17年1月18日より平成17年3月7日まで実施した株式会社ニッポン放送に対する公開買い付けの結果、ニッポン放送の発行済み株式総数（32,800,000株）の36.7%（11,961,014株）を保有しており、ライブドアはライブドア・パートナーズおよびその他の子会社を通じた保有分を含めて、ニッポン放送の発行済み株式総数の過半数（16,400,180株）を保有しております。

本公開買い付けは、平成17年1月17日に公表されたとおり、フジテレビがニッポン放送株式の100%の取得を目指して開始したのに対し、ニッポン放送取締役会が同社の事業発展に寄与するものであると判断し賛同意見を表明した、いわゆる友好的公開買い付けとして実施されたものです。フジテレビおよびニッポン放送は、「フジサンケイグループ」の中核企業として、これまで相互の資本関係を維持しながら、夫々、自主経営の下、独自の経営方針と戦略の基づき、TV・ラジオ業界のリーダー起業としての地位を確立しながらグループ経営を営んでまいりましたが、今後も21世紀のメディア業界での勝ち組として生き残っていくためには、フジテレビおよびニッポン放送ならびにフジサンケイグループの経営資源の選択と集中を機動的且つ効率的に行えるグループ経営体制への転換が急務であり、また、マスコミという高い公共性を有する事業を営むフジサンケイグループに要請される社会的使命と責任を果たしていく上でも、長期的に安定したグループ資本政策および経営体制の確立が必須であることを経営課題として認識しておりました。フジテレビは、このような新経営体制移行のための第一ステップとして、ニッポン放送の賛同を得て

本公開買い付けを実施したものであり、将来においては、フジテレビを中核とするグループ経営体制の構築を目指す方針については、現時点でも変更はありません。

一方、ライブドアはニッポン放送の株式を取得し資本参加を果たしたことを足がかりに、ニッポン放送ならびにフジサンケイグループ各社との友好的な業務提携を呼びかけてまいりました。これは、ライブドアの有する「インターネット」メディアと、フジサンケイグループ各社の有する「ラジオ・テレビ・新聞・雑誌」といった4大メディアとのシームレスな連携を実現することが、情報メディアとしての更なる国民生活への貢献と、両グループ株主価値向上に大いに寄与するものであるとの考えに基づくものでありました。しかしながら、ライブドアがニッポン放送の株式を発行済み株式総数の過半数を超えて取得した状態での業務提携は、ニッポン放送の子会社化によりフジテレビおよびニッポン放送ならびにフジサンケイグループの安定した資本政策および経営体制の確立を目指すフジテレビの経営方針と相反するものでありました。

このような状況に鑑み、フジテレビおよびライブドアは、鋭意協議を重ねて参りました。その結果、フジテレビの当初の経営方針であるニッポン放送の子会社化と、ライブドアが本来目指していたフジテレビおよびニッポン放送との業務提携関係の構築とを同時に達成することが、フジテレビ及びライブドアにとって最善の経営判断であり、両者の株主利益にかなうものであることを相互に認識し、このたび、ライブドア・パートナーズの全株式のフジテレビへの譲渡、フジテレビのライブドアへの資本参加及びフジテレビとライブドアとの業務提携を軸とする基本合意に至ったものであります。

なお、本基本合意に加え、フジテレビは、別途、ニッポン放送と「完全子会社化に関する基本合意書」を締結し、フジテレビがニッポン放送を完全子会社とする一連の取引について基本合意しております。これらの基本合意に従って実施される一連の取引の検討に当たり、フジテレビ及びライブドアは、特に以下の4点を考慮し、それぞれの事業戦略と株主利益にかなう合意形成を目指したものです。

フジテレビがニッポン放送の6月の定時株主総会の過半数の議決権を速やかに確保すること。

フジテレビとライブドアとの業務提携関係を構築すること

ニッポン放送の少数株主の利益に配慮すること

フジテレビによるニッポン放送の完全子会社化のための株式交換を迅速に実施し、これによる両者の事業シナジーの早期実現を図ること。また、フジテレビの既存株主の価値の希薄化を避けるため、フジテレビによる新株発行を抑制すること。

2. 基本合意の概要

ライブドア・パートナーズの全株式のフジテレビへの譲渡

フジテレビとライブドアは、ライブドアの完全子会社であるライブドアファイナンシャルホールディングスの完全子会社であるライブドア・パートナーズの全株式のフジテレビへの譲渡について下記の通り基本合意いたしました。なお、本株式譲渡は、後述の「フジテレビによるライブドアへの資本参加」がなされることを前提として実行されます。

日程：平成17年4月18日 基本契約締結

平成17年5月23日 受け渡し

株式譲渡額：21億円

(注1)ライブドア・パートナーズ株式の買取と同時に、フジテレビは、ライブドア(子会社等を含む)のライブドア・パートナーズに対する貸付金債権を買い受け、または弁済することに合意しておりますので、買取価額の総額は670億円となります。なお、株式譲渡および買取価額の総額は現時点での予定額であり、受渡日(平成17年5月23日)におけるライブドア・パートナーズの財務状況に応じて合理的な修正がなされる予定です。

(注2)ライブドア・パートナーズはニッポン放送の発行済み株式総数の32.40%(10,627,410株)を保有しております。

(注3)株式譲渡価額は、フジテレビとライブドアの交渉を経て合意されたものです。なお、本合意に先立ち、フジテレビは、ライブドア・パートナーズについて、財務状況および営業状況、その他の会社情報等の精査ならびに第三者算定人(デロイトトーマツコーポレートファイナンス株式会社)による株式価値評価等を実施しております。

ライブドア・パートナーズの概要：

商号 株式会社ライブドア・パートナーズ

所在地 (中略)

代表者の氏名 代表取締役 堀江 貴文

事業の内容 投資事業

従業員数 0名

資本の額 1000万円

社名変更等：

本株式譲渡完了後、ライブドア・パートナーズは速やかに臨時株主総会を開催し、「株式会社LFホールディングス」(仮称)への社名変更、フジテレビが指名する取締役の選任等

を実施する予定です。

その他：

本株式譲渡の結果、フジテレビは「株式会社LFホールディングス」を通じた間接保有分を含めて、ニッポン放送の発行済み株式総数の68.87%（22,588,424株）を保有する第一位の株主となり、また、ライブドアはニッポン放送の発行済み株式総数の17.60%（5,772,770株）を保有する第二位の株主となります。また、フジテレビおよびライブドアは、平成17年3月末時点におけるニッポン放送の議決権を、それぞれ69.03%、17.64%保有する株主として、本年6月のニッポン放送の定時株主総会において、ニッポン放送の取締役会が提案する議案に対して賛成の議決権を行使することにつき合意しております。

（注）発行済み株式総数 32,800,000 株から議決権を有しない株式として平成16年9月30日現在の自己株式数 75,820 株および単元未満株式数 30 株を控除した株式数を基準とした総株主の議決権の数から保有割合を算出しました。

フジテレビによるライブドアへの資本参加

フジテレビとライブドアは、ライブドアが実施する第三者割当増資をフジテレビが引き受けることにつき、下記の通り基本合意をいたしました。なお、本資本参加は、前述の「ライブドア・パートナーズの全株式のフジテレビへの譲渡」がなされることを前提として実行されます。

資本参加の目的：

本資本参加は、後述の「フジテレビおよびニッポン放送とライブドアとの業務提携」の一環として実施されるものです。今後、フジテレビおよびライブドアは、様々な業務提携の可能性を模索して参りますが、この際、フジテレビがライブドアに対して一定の資本関係を保持していることが、業務提携の効果を引き出すために必要であると判断しました。なお、本資本参加により、ライブドアにおいては、現在進行中の具体的プロジェクトを含む資金需要に対応することが可能となり、これらプロジェクトの迅速な遂行による業績成長・企業価値増大を通じて、フジテレビが保有することになるライブドア株式の価値の増大も期待されます。

資本参加の内容：

証券取引法に基づく諸手続きを経て、フジテレビはライブドアが実施する第三者割り当て増資を引き受ける予定です。基本合意された第三者割り当ての内容は下記の通りですが、払込期日までに実施されるフジテレビによるライブドアのデュエディリジェンスの結果によっては、当該内容は変更または本資本参加は中止される可能性があります。

ライブドアが実施する第三者割当増資の概要

株式の種類 普通株式

割当株数 133,740,000 株

(注) ライブドア発行済み株式数(平成17年4月15日現在 915,322,809.53 株)の 14.61%

(増資完了後の発行済み株式数 1,049,062,809.53 株の 12.75%)

割当先 株式会社フジテレビジョン

発行価格 1株につき金 329 円

発行総額 440 億円

申込期日 平成 17 年 5 月 23 日

払込期限 平成 17 年 5 月 23 日

配当起算日 新株の配当起算日は平成 17 年 4 月 1 日とする

その他 フジテレビは、平成 19 年 9 月末までは、ライブドアの自己株式取得による場合、ライブドアの事前の書面による同意がある場合を除き、第三者に譲渡せず、貸株その他の処分を行わないことに合意しております。

フジテレビおよびニッポン放送とライブドアとの業務提携

フジテレビおよびニッポン放送とライブドアは、今後の業務提携の構築に関して、下記の通り基本合意いたしました。

業務提携の目的：

フジテレビおよびライブドアは、放送・通信融合領域での個別の業務提携に向けて友好的な協議を開始します。この協議には、ニッポン放送の参加を求め、ニッポン放送とライブドア間のかかる業務提携の可能性も協議する予定です。

委員会の設置：

放送・通信融合領域での個別の業務提携の方向性を探るため、「業務提携推進委員会」を

設置し、プロジェクトチーム毎に定期的な協議を行ってまいります。

産業活力再生特別措置法の認定を前提とするフジテレビによるニッポン放送の株式交換の実施

本株式譲渡（ライブドア・パートナーズの全株式のフジテレビへの譲渡）の結果、フジテレビは、間接保有分を含め、ニッポン放送の発行済株式総数の 68.87%（22,588,424 株）を保有する親会社となります。なお、ライブドアはニッポン放送の発行済み株式総数の 17.60%（5,772,770 株）を保有する大株主となります。

別添プレスリリースの通り、フジテレビは、経営資源の選択と集中を機動的且つ効率的に行えるグループ経営体制を整え、生産性向上および企業価値増大を図るため、ニッポン放送を完全子会社化します。かかる目的の下に、フジテレビおよびニッポン放送は、完全子会社化を迅速に行うことができる利点を有する法制度である産業活力再生特別措置法による認定を前提に、フジテレビをニッポン放送の完全親会社とする株式交換を実施することにつき基本合意いたしました。産活法による支援措置として、金銭交付による簡易株式交換等を内容とする計画を、フジテレビおよびニッポン放送は認定申請する予定であり、当該計画が認定された場合、本株式交換は、同法に基づく簡易・迅速な手続きおよび金銭交付により実施されます

また、本株式交換に際してニッポン放送株主に対して交付される金銭の額は、ニッポン放送の少数株主の利益に配慮し、1株あたり6300円となる予定です。なお、当該交付金銭の額については、フジテレビおよびニッポン放送がそれぞれデロイトトーマツコーポレートファイナンス株式会社および株式会社KPMGFASへ適正金額の算定を依頼し、その算定結果を参考に、両者で交渉のうえ合意されたものであります。

ライブドアは、ニッポン放送の大株主の立場において、本株式交換および本株式交換に付随して実施される可能性のあるニッポン放送を当事者とする一切の取引（ニッポン放送と株式会社LFホールディングスとの合併等を検討しております）に関して、その実行に賛成し、反対の意思を通知せず、いかなる場合も株式買取請求権を行使しないことにつき合意しております。

上記の株式交換により、フジテレビによるニッポン放送の完全子会社化を迅速に実施し、これによる両者の事業シナジーの早期実現を図り、また、フジテレビの既存株主の価値の希薄化を避けるため、フジテレビによる新株発行を抑制することが可能となります。これは、フジテレビが公表した方向性（可能な限り現金買収によりニッポン放送の子会社化を目指すこと）と合致するものでもあります。

3. 今後の見通し

本基本合意締結にともない、業績見通しの変更等が生じる場合には、確定次第、各社よりお知らせいたします。

以上^{注14}

注14、「フジ、ライブドアに1470億円 ニッポン放送完全子会社化 和解発表 12.7%出資」
2005年4月19日 日本経済新聞 朝刊 を参照

第三章 結論

【The conclusion】

(1) ライブドアによるニッポン放送買収劇

2005年2月から4月にかけてのライブドアとフジテレビジョンのニッポン放送買収劇は、日本経済において今までに例のないケースということもあり、経済界、財界、政界はもとより、われわれ生活者を含め、かつてない話題となった。また、TOBに始まり、ホワイトナイト、ポイズンピルなど、今まで耳にしたことがない証券用語が連日メディアにより取り上げられたため、とても身近な言葉になったのではなかろうか。

このように、本ケースはライブドア、ニッポン放送、フジテレビジョンなどの当事者だけでなく、ペイオフ^{注1}の全面解禁により、注目を集めている「株式関連」に関するニュースとして、われわれ生活者にとって身近で生きた教材という副産物をもたらした。一方で株式を保有することで発生するさまざまな権利、株式の発行方法、取引方法もCBや時間外取引など幅広く、改めてその奥深さに驚いたのではなかろうか。

しかしながら、これらの手法はいわゆる裏技や禁じ手であり、法の抜け穴をついた事例であったため、一般の生活者にとって有用ではなく現実感がなかったのではなかろうか。そんな裏技や禁じ手のやり取りは、ライブドアが東京証券取引所の立会外取引でニッポン放送株を大量に買い付けたことが発端であった。証券取引法は経営権に関わる大量の株をTOB以外の市場外取引で取得することを禁じているが、立会外取引は市場内取引という形式的な解釈による法のすり抜けではあるが、立会外取引は相対取引の点で実質的な市場外取引である。しかし、投資家に情報を開示し、平等な機会を与えるという法の精神を考えると、一概に正しいとは言えない。

これに対しフジテレビジョンは、ニッポン放送が保有する自社の株の議決権を封じる防衛策に出た。過半数の取得に自身をもてなくなったのだろうが、買い付け株数を下方修正したTOBの条件変更は証取法に抵触する。「上限」はないという解釈だが、投資家を惑わせ株価に影響を及ぼす恐れがある。

ほかにも問題はあある。ライブドアが資金調達に用いた転換社債型新株予約権付社債は既存株主の利益を損なう有利発行の疑いがある。貸株と併用すれば引き受け先はほぼ確実に儲かる仕組みだからだ。同社債はフジテレビジョンも資金調達に使っている。そして極めつけは、ニッポン放送がフジテレビジョンを引き受け先に発行決議した新株予約権であろう。発行株数を最大で2.4倍に増やす第三者割当増資が通れば、フジテレビジョンはTOBの成否に関わらずニッポン放送を子会社化することができる。これは、大規模な希薄

注1、ペイオフ：金融機関が破綻した場合、預金保険機構が預金を払い戻すこと。

化による株価の下落が確実な為、既存株主はT O Bに応じる以外の選択を奪われてしまうのであり、株主の利益を完全に無視する行為と言えよう。

そしてその後、株主が取締役を選ぶ株式会社の原則に反し、取締役が株主を選ぶ大規模増資はライブドアによる発行指し止めの仮処分申請で適法性が法廷で争われ、ライブドアの全面勝利という判決が下った。

これら一連の結果を最終的なキャッシュフローにスポットを当てると、結局ライブドアは単なるマネーゲームの勝者とたいして変わらない。インターネットと放送が融合した新しいビジネスモデルで企業価値増大という謳い文句は、政治家が選挙前に掲げるマニフェストと変わらないものとなったしまった。

しかしながら、日本を代表するメディアグループと創業十年目の新興企業の握手は、一昔前なら想像しにくく、産業界の力学の不可逆的かもしれない変化を示している。企業の評価は創業以来の実績を積み上げたいわば実業総額よりも株式時価総額の成長性がものを言うようになったといっても過言ではない。ITを駆使してバーチャルに富を創造する場が拡大しているのでIT系新興企業の成長性は高い。

本来なら対抗する両社の間で、企業価値の増大プランの競り合いになるはずであったが、それがほとんど突き合わせることなく終わってしまった。動いたキャッシュは大きく、本格的な大買収時代の一步と言えよう。

他方、上記に記述したようにM & A時代に道筋をつける意味では期待はずれに終わったが、見逃せない教育効果も生んでいる。奇襲を仕掛けた堀江社長が意図していたかどうかはともかく、企業も政府も、さらには生活者にも企業の本質を考えさせた。最も学習したのは経営者であろう。日本の経営は進化してきたとはいえ、商法の精神どおりではない。取締役は株主の利益を代表し、経営陣は取締役会の監督下にあるという企業統治の基本も時としてあいまいであったが、それが保身のための買収阻止は司法から明確に否定され、経営権の源泉は株主という当たり前のことが再認識されたからである。

このことは、最初の個人株主行動主義者として評価されたルイス・ギルバートの例から説明ができる。^{注2}彼は、1932年にニューヨークのコンソリデーテッド・ガス・カンパニー（Consolidated Gas Company）の10株の株主として同社株主総会に出席した。総会において彼は、質問をする機会が与えられなかったことに対して驚いた。その後、ギルバートとその仲間は改革を求め、1942年にSECは株主に対して、株主総会における議案を提案する権利を認めた。今日、ほとんどの株主提案は株主の意見と経営陣の行動との間の利害調整を試みることを主とするガバナンス志向のものである。株主提案は、例えば、敵対的買収条項の関連の諸問題や株主議決権行使について、あるいは取締役の人員構成に

次の文献を参照

注2、Lee Clifford, "Bring Me the Head of Your Board Chairman!" *Fortune* October 2, 2000

P252

ついでの問題を提起するかもしれない。^{注3}もし、これらの提案が通ったり、経営陣が注目することとなったりすれば、確実に企業に対するポジティブな影響が見られるであろう。

内容は違うが、経営者側の一方的な行動に対し公的機関に判断を求め、権利を認める。そして経営者側が軟化するという行動自体が非常に良く似ている。

他方で、この事例（司法判断）後において敵対的買収の防衛策を考え始めた企業が、さまざまな防衛策を導入している。株式時価総額の大きさ、親子で上場している場合の企業価値のねじれ等、持ち合い構造の崩れで丸腰になっている企業はとくに真剣に考えるきっかけとなった。株主価値の増大、株価を見据えた経営が一段と大きな目標になり、一時しのぎであっても増配する企業が目立っているのはその効果の現れであろう。

一方で、利益を内部留保の積み上げにまわすよりも設備投資やM & Aに振り向け、成長戦略をアピールする企業も増えている。機関投資家など株主との対話にも注力し、企業の魅力を高めて、経営陣への信頼を勝ち取るためであろう。フジテレビジョンには苦かったが、M & Aにより経営に緊張感を生み、規律を高める効果があると言えるであろう。

また、M & Aに関する法やルールの不備が明らかになり、政府にも学習させたのではなからうか。その最初の動きとして、会社法施行に向けた敵対的買収に対する防衛措置のメニューを準備している。外資のM & Aが容易になる三角合併は一年繰り延べになるのは行き過ぎであるが、明らかにライブドア騒動が波及したと言えるであろう。

しかし、なじみの企業が簡単に買収される光景が始めて生活者の目線で見えてきたのは衝撃的であっただろう。堀江社長のネット上の「社長日記」が人気を集め、「100億稼ぐ仕事術」「稼ぐが勝ち」などの著書がベストセラーにもなった。ゲーム感覚で収入を成功の尺度とする時代を予感させる表れである。ここで興味深いのは、ライブドアへの支持が若者と団塊世代で高いことである。若者が既存の企業観、経済観を突き破る旗手として堀江社長という異形の経営者に共鳴するのはよいとして、企業戦士としての終息期を迎える団塊世代の支持は意味深長である。経営暦や振る舞いは問わない。高齢化社会を迎えて蓄積した金融資産に果実を生ませるには「日本の経営」より、ネット世代の資本の論理の方が望ましいと実感したのかもしれない。

注3、Stu Gillan and Laura Starks, "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: The Role of Institutional Investors," *Journal of Financial Economics* 57 2000 P275-305 を参照

(2) 企業価値と企業統治

今回の買収劇では、企業の価値とは何か大きな議論になった。企業価値は財務理論上、その企業が将来にわたり本来の事業で生み出すキャッシュフローの合計を現時点の金額に換算した値とされる。企業は現金を生み出す装置との考えに基づく定義である。将来のキャッシュフローは算定が難しいので通常は、その企業の株式時価総額と有利子負債を足した金額から手持ちの現金預金を差し引いた値を企業価値とみなす。

ただ、今回のライブドアとニッポン放送の事例では時価総額に焦点が当り、もっと抽象的な意味で使われた。時価総額は株主にとって株式を市場で回収できる金額なので「株主価値」ともいわれる。多くの経営者が企業価値をあげるからこそ敵対的買収への最大の防衛策と考えるのは、会社の値段を高くして買われにくくするという意味である。

一方、企業価値には雇用や地域社会への貢献度、取引先との関係なども含まれるとする考え方もある。株主価値よりも広範な定義に見えるが、長期的には株主価値と矛盾はしない。例えば、企業が無理に人員や研究開発費を削減し一時的に利益を増やしたとしよう。利益増を好感して株価も短期的には上昇するかもしれない。ここ数年、記録的な買収が立て続けに起きていることが示唆するように、買収は可能な限り成長しつつ平均コストを引き下げることによって価値を創造する手段と捉えられてきた。しかし、買収企業の4分の3は利益を得ていないことが明らかになっている。^{注4} その原因としては、人材流出や新製品開発の遅れなどで長期的に競争力が低下し、キャッシュフローを生む力が衰えれば株価も下落して、株主価値も落ちてしまうことが挙げられるであろう。

長期的に株主価値を高めるには、短期的な利潤追求にとどまらず、長期的に株主の評価を得ることも欠かせないのである。

日本企業では従来、経営者と従業員とが共同体を形成して会社を実質支配してきたが、経済の成熟化や法制度改正などに伴い、株主の役割の重要性が高まってきている。その証跡として、近年、戦略評価やマネジャーの能力の基準として株主価値を採用する企業の数は増加の一途をたどっている。株主価値を基準にするということは、事業戦略が株主に対するリターンによって判断され、配当と株価の上昇によって評価されるということである。こういった株主価値アプローチを採用する企業では、現代の財務理論から導かれる次の二点を前提としている。一つ目は、マネジャーは「本人」(財務上自社の所有権を有する株主)のために行動する任を帯びた「代理人」であるという観点に立ち、株主に対するリターンを最大化することこそがマネジャーの最大の義務である、と考える点である。二つ目の前提は、実際にこれを達成する方法に関するものである。株価は当該企業のキャッシュ創出能力に対する投資家の期待によって決まるので、経営陣の仕事は長期的にキャッシュフロ

次の文献を参照

注4、"Why Too Many Mergers Miss the Mark," *The Economist*, 4 January 1997.

一の値を最大化する戦略を策定することと定義できる。売上がコスト（資本コスト）を上回れば、企業はキャッシュ、すなわち価値を生み出していることになるのである。^{注5}

しかしながら、現在の日本経済において、会社の支配、つまり企業統治は株主による統治がこのまま進むのであろうか。

私有財産制を前提とする資本主義経済では、企業も私有財産であり企業にも所有者がいる。本来、株式会社の所有者は株主なのである。ただし法律上、株式会社は法人として人格が認められている。奴隷制度を否定する社会では、法人とはいえ人である株式会社自体に法的な所有者は存在しない。株主が所有者であるというのは、法制度ではなく、経済的な実態なのである。私有財産制とは、モノには所有者がいて、所有者は自分の所有物を自由に使ったり処分したりできる権利がある。その代わりとして、所有物から期待した効用や成果が得られなくても、その結果は甘受しなければならない。これを法的には結果責任といい、換言すればリスク負担と言える。

株式会社においては、所有に基づき株主が支配、つまりガバナンスを有するとともに会社のリスクを負担するのである。株主は企業の売上高からさまざまな費用を引いた残余を受け取る。通常、利益と呼ばれるが、本来これは残り物である。自由主義を前提とし、競争原理による公平で効率的な経済を目指している資本主義経済においては、事業活動にはさまざまなリスクが伴う。その結果、残り物である利益にもリスクが伴い、株主はリスクを負担する。

一方、従業員の毎月の基本給は固定されており、顧客や供給業者との取引条件もあらかじめ決まっている。また、債権者には約定金利が払われており、株主だけがリスクを負担する仕組みとなっている。ただし、業績の悪化が続き、従業員に給料を払えないとか、供給業者への支払いができなくなると、企業倒産という事態になり、従業員や取引先もリスクを負わざるを得なくなる。会社には、このように、株主のほかに従業員、顧客、供給業者、債権者などのステークホルダー（利害関係者）がいる。従業員は生活に必要な収入を得るために、顧客は生活を支える製品を買うために、供給業者は事業を行うために、債権者は財産を殖やすために、といったように各ステークホルダーは自らの目的達成のために企業と取引をしている。その意味で企業はみんなのためのものであり、社会の公器であるともいえよう。しかも、どのステークホルダーが欠けていても企業は存続しない。それにもかかわらず、企業は株主の私有財産だとして、株主にガバナンスを与えることは社会的にみて公平なことであらうか。

そのカギは市場原理にある。多数の企業や個人が相互に競争する中で、需要と供給によって取引条件が決まる市場原理は社会的に公平だというのが資本主義経済の考え方である。

次の文献を参照

注5、Richard A .Brearley and Stewart C.Myers,Principles of Corporate Finance,4th Edition,New York:McGraw-Hill,1999.

株主のガバナンスの下で株主利益追求の経営が行われても、株主以外の全てのステークホルダーと市場原理に基づいて取引するなら、株主はステークホルダーを尊重していることになる。競争は対等な者の間で行われなければ公平でない。そこで政府は、市場原理の下で対等な競争が行われるように、独占禁止法、労働基準法、家庭用品品質表示法などさまざまな法律を定めている。^{注6}

現代の社会では、巨大な企業の資本を賄うために証券市場が制度化され、企業は多数の株式を発行し資本を調達する。その株式の所有者が株主である。株式は流通し、個人や企業が随時購入し保有する。株主は流動的なため、株主が所有者として会社のガバナンスを有するかとって、直接会社を経営することは効率的でなく、また事実上不可能である。そこで、株主総会で取締役を選び取締役会に経営を委ねる。取締役会は経営者を選び、経営者に経営を任せるとともに、経営者を監督するというのが商法上の仕組みである。株主は、自分で直接会社の経営はしないが、取締役を選任できるという意味でガバナンスを有している。これは法律も株主が経済的には会社の所有者であると認めているからである。

人々は働いて給料を得ると大部分は月々の生活費に消費するが、一部を将来の大きな買い物や退職後に備えて貯蓄する。その貯蓄を殖やすために、株式を買い個人株主になる人や、金融機関に預けて運用を委ねる人もいる。金融機関は、個人に代わって株式を購入し機関投資家になる。個人投資家にせよ機関投資家にせよ、最終的には貯蓄を殖やすことが目的であるから、株価で表される株式の価値が上昇することを期待している。したがって、株主から企業を預かった経営者は、株式価値の増大を目指して経営を行うことになる。これが株主価値最大化経営である。

経営者の役割は、法律や社会のルールを守ること^{注4}により全てのステークホルダーを尊重し満足させながら、株主価値を創造することである。こうすることにより、従業員に適正な所得を保障しつつ、株主利益の最大化を目指すのである。従業員の所得と債権者の利子、株主利益の合計が企業の付加価値であるから、株主利益の最大化によって企業の付加価値は最大化することになる。

一国の全ての企業の付加価値の合計は国内総生産（以下GDP）であるから、このようにしてGDPを最大化し、豊かな経済社会を実現することが可能になる。その意味では、コンプライアンスのもとで株主価値を追及することが、企業の社会的責任でもあり、経営者の社会的責任でもある。そして、そのような経営を実現するような経営を実現するように、ガバナンスを行使するのが株主の社会的責任なのである。

企業が研究開発などで新製品を開発し新規の事業を展開するとしよう。設備投資のためには資金が必要であり、資本調達にはコストがかかる。このとき新規事業の利益率が資本

次の文献を参照

注6、William J.Meggison, Corporate Finance Theory
(Reading,MA:Addison Wesley,1997),P.40.

コストより高ければ、その事業は超過利潤を生む。この余分の部分は、残余を受け取る株主のものになる。会社がこのような投資を行うと将来株主に超過利潤が発生すると予測できるので、株式市場ではそれを見込んで現在株価が上昇する。経営者が実際にこの予想を実現していけば、その価値は維持され、株主は永久に株価上昇を教授できる。これが株主価値の創造である。

会社が、本来は収益性の高い事業を行っているのに、経営がよくないために実際の収益性が低くそれに応じた株価しか付いていないとしよう。これに気付いた投資家や企業がこの企業の株式の過半数を買い、株主のガバナンスによって経営者を代えるなり経営を改めさせるなどして、本来の収益性を実現できる会社に変身させれば、株式市場での評価が変わり株価が上昇する。これによって株主価値が創造される。これが企業買収による株主価値の創造である。同様に、現金などの収益性の低い金融資産を多額に持っている企業はM & Aの対象になることが多い。このような企業は拙劣な経営によりスキができていのである。まったく異なる事業を行う二つの企業が結合することにより、シナジー効果（相乗効果、一つの機能が多重利用される場合に発生し、多角化戦略の理論付けのために使われる。）が生まれ、収益性の高い新しい事業が可能になることもある。この場合には、価値のある新しい事業が創造されるわけである。

このように、M & Aの買い手が進んで支払う金額は、関連するシナジーの見積もりによって決まるため、それぞれのシナジーを見極め、評価する必要がある。主なシナジーには次のようなものがある。

コスト節約

コストを節約することで結合する事業の営業マージンが増加する。被買収企業が買収企業と同一業界にあれば、節約できるコストは多くなる。規模の経済性を活かして購買したり、仕事や施設やその他の支出に存在する重複部分を削ったり、ベスト・プラクティスを移行させることで節約することができる。

投資節約

二つの企業が統合することによって、必要な固定資産と運転資本に経済性が生じる。

税金と資本コスト

合併によって、税率と加重平均資本コストが下がることもある。

売上の増加

買収企業がターゲットとする製品をより広範な流通チャネルへ導入すると、売上を増加することができる。一般に、売上の増加の方がコストや投資の節約よりも予測が難しく、不確実性も高い。^{注7}

次の文献を参照

注7、Robert G.Eccles,Kersten L.Lanes and Thomas C.Wilson,"Are You Paying Too Much for That Acquisition?"Harvard Business Review,Vol.77,No4,July-August 1999,pp.136-148.

これらのシナジーを用いて最初のキャッシュフロー予測を上方修正し、ターゲットに対する需要可能な価格の最大値が導かれる。通常、このキャッシュフローの現在価値によって、支払うべき価格の最大値が決まる。^{注8}

しかし、それより高い金額が支払われることもある。買収を、ターゲット市場における競争優位獲得に向けた遠大な長期的戦略への投資とみなすような場合がこれにあたる。ここでは、戦略の一部を形成する特定の要素ではなく、戦略全体に価値を置くべきである。こうした特殊なタイプの買収は、将来当該業界へ参入する機会を得るためのオプション購入と考えることもできる。逆に、支払額が上限をはるかに下回ることもある。これには、ほかの入札候補がもっと低い価格をつけている場合や、ジョイントベンチャー、戦略的提携、ライセンス供与といった買収以外の選択肢を選んだ方が経済的な場合が含まれる。

このようにM & Aは、株主のガバナンスが移動することによって効率の悪い企業を生産性の高い企業に変身させたり、新たに価値のある事業を生み出したりして、価値の創造に貢献し、国の経済の効率化に貢献するのである。そのような意味での株式市場の重要性が、国民に受け入れられることを期待したい。

次の文献を参照

注8、Rite Aid Corporation ,Accounting and Auditing Enforcement Release No.1579,Securities and Exchange Commission,June 21,2002.

あとがき

ライブドアとフジテレビジョンのニッポン放送買収劇により、ますます注目を集めているM & A。本論文では、M & Aに注目すると共に、M & Aによる企業価値創造を、株主、従業員、経営者の切り口で企業統治の体系が論じられている。

さまざまな制度改革が進む今日、日本企業が経済取引としてM & Aを実施することは認知されてきてはいるが、敵対的M & Aによって有効性を発揮するにはまだ時間がかかるであろう。理由としては、本文で論じたような文化的（意識的）に受け入れない風土があるからだ。やはり、敵対的買収には「乗っ取り」的なイメージがあり、会社も従業員のためのものという意識が根強い。

今後、敵対的M & Aも経済取引として有効性を発揮するには、更なる制度改革と国民の金融に関する教育（投資教育など）を行う必要があるだろう。

こういった制度改革や教育により、敵対的M & Aの認識が強まれば、日本経済の活性化にもつながると共に、国際競争力も高まると信じてやまない。

上原 聖

主な参考文献

- (1) Paul Milgrom and John Roberts, *Economics, Organization & Management*, Prentice Hall, 1992 (奥野正寛・伊藤秀忠・今井靖雄・西村理・八木甫訳「組織の経済学」NTT出版、1997年11月)
- (2) 別冊ジュリストNo. 161「独禁法審決・判例百選」厚谷襄児・稗貫俊文編、有斐閣
- (3) Zvi Bodie and R.C.Merton, *Finance*, Prentice Hall, 1998 (大前恵一朗訳「現代ファイナンス」ピアソン・エデュケーション、1999年12月)
- (4) "Why Too Many Mergers Miss the Mark," *The Economist*, 4 January 1997.
- (5) Richard A .Brearley and Stewart C.Myers, *Principles of Corporate Finance*, 4th Edition, New York: McGraw-Hill, 1999.
- (6) Robert G.Eccles, Kersten L.Lanes and Thomas C.Wilson, "Are You Paying Too Much for That Acquisition?" *Harvard Business Review*, Vol. 77, No4, July-August 1999, pp.136-148.
- (7) 「日本経済新聞」朝刊、日本経済新聞社
- (8) 「読売新聞」朝刊、読売新聞社
- (9) 「M & A改訂新版」小川好澄、ナツメ社
- (10) 「敵対的企業買収改訂版、原因と対策に関する法律問題のすべて」新谷勝、税務経理協会
- (11) 「株主価値を高めるEVA経営」佐藤紘光 / 飯泉清、中央経済社
- (12) 「株主価値マネジメント」ベリングポイント株、生産性出版
- (13) 「ライブドア・楽天に学ぶ100億企業の作り方」田中孝一、ぱる出版