

特集 新たな展開の中での敵対的買収への備え

ライブドアによるニッポン放送買収劇を正確に理解せずには敵対的買収を語れない。
ニッポン放送の敗因と防衛策についての見方を補足し、
新たな展開の中で敵対的買収に対する防衛策導入についての
基本的構えについて考察する。

山崎 勉

アルバコンサルティング株式会社
代表取締役社長



事前合意立証できず敗れる ——ニッポン放送

今回の仮処分法廷闘争に敗れたフジ・ニッポン放送側の根本的な原因は、ライブドアが、あらかじめ市場外で売手側との取引条件を合意した後に、立会外取引を執行して株式を取得した旨を立証できなかったことにある。事前合意について、ライブドアは否定しているし、ニッポン放送も十分な証拠を取り揃えていたわけでもない。証人も含め徹底的に証拠調べを行う裁判とは異なり、仮処分申請に対する判決は、債務者・債権者双方が提出する資料および数回のヒアリング（審尋）のみでなされるものであり、この時点でニッポン放送側の不利は否めなかった。かつて株式の相対取引等の現場を経験したことのある者にとつて、TOB期間中に市場で三〇%近い株式取引の執行は、買手と売手である大株主との間で取引株数および株価の事前合意なくしてその執行は不可能に近いことは想像に難くない。売買およびその条件について、口頭であっても売手と買手が合

意した時点で売買取引契約は成立するものであり、後はその契約をどのような形で執行するかである。合意された取引が著しく少数の者からの取得であり、結果三分の一を超える場合には、その執行は市場内取引でなく、公開買付けの形をとって行われなければならない。堀江社長が言うように、事前合意はなかったまま立会外取引で取得した結果であれば、立会外取引も市場内取引であり、市場を通じて三分の一を超える株式を集めても証取法違反ではない。根本的な疑惑の争点は、立会外取引での取得そのものが違法行為か否かではなく、立会外取引に先立つ事前合意の有無だったのである。仮にニッポン放送側がライブドアの事前合意を立証できていたならば、違法な執行手段で行われた取引に対抗してニッポン放送側がとつた防衛手段に斟酌の余地が生まれ、結果は若干異なったものになったと推測される。

近々証取法が改正され同じ手口は今後不可能となるが、証券取引を監視する組織が不十分のままで、気が付いたら想定以上の買占

めにあったというケースは今後も起こりえよう。

数少ない前例の中での防衛策

—フジテレビ

新株引受権を第三者割当に使った防衛策としては日本で最初のケースであり注目を集めた。その中で、新株引受権と増資の性格の違いをあらためて認識しておきたい。増資は、多額の資金調達を伴うことから、これを防衛手段として使いたい時も、手元資金の有無と資金使途が問われ、これらの説明に合理性がないと不正発行になりやすい。逆に言えば、多額の資金調達の必要性があれば支配権維持という真の目的を表に出さずとも増資を正当化し防衛しやすいのである。一方、新株引受権は、発行時に多額の資金調達を伴わないことから、防衛手段として使う時、防衛目的の正当性そのものがより問われてくる。過去の敵対的買収事例と異なり、今回、増資でなく新株引受権を利用したのは、ニッポン放送が多額の資金調達を説明し難い状況にあったからといえ、

その結果、防衛論理を正面にすえた議論を展開することとなった。

ライブドアが敵対的買収者として登場した後もニッポン放送株のTOB価格をフジテレビが引き上げずに据え置いた戦略は、四月一日の和解合意案をみれば賢明な選択だった。ライブドアの参戦以来株価は買付け合戦を期待した買いですでに急騰しており、買収側にすでに三分の一を超える株式を買い占められている中でTOB価格引き上げはさらなる市場価格上昇を引き起こすだけであった。仮にその場合に和解決着を目指した場合、和解買戻し価格は六千三百円よりも高いものとなっていた可能性が極めて高い。昨年初春のステイール・パートナーズによるソトーの敵対的買収の際には、対抗手段としてMBOのかたちでソトー側は逆TOBをかけ、TOB価格は結局再三にわたり引き上げられ、市場価格もそれに伴い上昇した。結果として会社側はステイール・パートナーズの術策にはまり、最終的に買収から逃れたものの想定以上の高い配当金を支払う

はめとなった。ステイール・パートナーズは、より高い価格で市場で売り逃げることに成功し相当額の売却益を得ることができた。TOB価格闘争では、相手の動きと市場参加者の読みが大事であるが、フジの採った価格据置戦略は、日本では数少ない敵対的買収案件であるソトーを学習したものとなっている。

敵対的買収は増えない

—事業会社間

昨年九月に日本CFO協会で行ったセミナーで筆者は「敵対的買収の可能性は、投資ファンドが高く、事業会社によるものは低い。ただし、堀江社長のような向こう見ずの若手経営者の会社によるものは起こる」また「友好的買収の最中に第三者の追っかけ買収が起こる」と述べた。その通りの展開となっている。事業会社による買収の目的は、企業価値を上げるシナジー効果を期待してのものである。買収先の人材や顧客が逃げるような買収に多額の資金を費やすようなことは、賢明な事業会社の

経営者はしない。これまでの日本の企業の強さのひとつには、経営者と従業員が一体となって働いてきたことがある。経営者や従業員は理解を得られない買収はそうした企業の本来の強さを弱める。取引先との長年にわたるウェットな関係も日本企業の特徴である。また、日本では自分の生活がほぼイコール会社であり、会社売買についても人身売買されるような気持ちになる人が多い。このような日本的文化の中で、金銭にものを言わせて無理やり買収を強行するやり方は結果として成功する確率は低い。一度や二度の失敗をしてもいくらかでも取り返すことができる。若手経営者の中にはそうは言っても果敢に試す者がいるのである。

海外事業会社による株式交換での買収も、三角合併の形で近い将来可能となってくるものの、その合併には被買収先の株主の特別決議を要し、自ら被買収先の大部分の株式を現金にて集めておくか、被買収先のステークホルダーを味方につけない限り成功せずこれで敵対的買収が増えるわけではない。

特集

内紛や経営者と従業員が反目して
いるような問題を抱える企業は別
として、通常の日本企業が、現実
的に敵対的買収にさらされる可能
性は、投資ファンドによるものが
圧倒的に高く、彼らの買占めの対
象にならないことが先決である。

投資ファンドの 犠牲にならないために

投資ファンドといってもいくつか
のタイプがあり、最も気をつけるべ
き投資ファンドは、バランスシート
と時価総額とのゆがみをとらえ短
期的に利鞘を狙うファンドである。
古き乗っ取り屋と異なり株主価値
向上案や企業価値向上案を携え対
象企業に圧力をかけ、対象企業に
ゆがみを修正させる過程で高値売
却を狙う頭腦的ファンドである。当
初は、そうしたファンドの1社あた
り運用額はせいぜい数百億円程度で
あったが最近では一〇〇〇億円を超
えるまで膨らんできている。また、
米国で名をはせた同種の大規模ファン
ドも日本に進出しつつある。それ
ともない、対象企業も小型の企業が
中心であったが今後はゆがみを持つ

大型の企業も注意を払う必要が出
てきた。彼らは、買収後会社を清算
したり、転売したりして損失を防
ぐ知恵をもっており、敵対的である
ことを辞さない。彼らの犠牲になら
ないためには、彼らの立場に立つて
投資基準の対象にならないように
しなければならぬ。純負債修正P
BR、M&Aレシオの基本であるE
BITDA倍率等の考え方を十分
理解した上で対策を立てる必要が
ある。大量保有報告書(5%ルール)
にも二つの理由から細心の注意を
払う必要がある。最初に登場して
から市場でさらに買い集めるのに
は通常時間がかかるので、この間に
先取りした予防策を練ったり実行し
たりすることができ、複数のファン
ドが裏で繋がっていることも多い
ので調査を行う時間もある。もう
一つの理由は、彼らは監視が甘いこ
とを知ってか5%ルールの違反を上
手に犯していることが多い。詳細に
調べ上げ彼らの証取法違反の証拠
を集めることができる。彼らとの
面談は拒否することなく受け入れ
るべきである。敵を知ればより適
切な対応策も打てる。

テクニカルな防衛策には限界

ニッポン放送の争奪戦以来、敵
対的買収に対する制度の整備も急
速に進みつつある。本稿執筆時点
(五月七日)で経産省の報告書等も
発表され、政府も経産省、法務省、
金融庁などと調整し具体的指針が
近々作成される予定である。企業
のテクニカルな防衛知識も増え、
平時から防衛策を導入するなど有
事に備え始めている。ただ、注意
したいのは、現商法や新・会社法
上で認められるポイズン・ピルや
デッドハンド型の種類株式等の究
極的防衛策といえども万能ではな
く、それは、有事において明らか
な乗っ取り屋を防ぐことができ
ず、頭腦的ファンドや事業会社
に対しては、限界があるということ
である。彼らは敵対的になれば法
廷にこうした防衛策の不当性を訴
えてくる。裁判において、経営陣
は、防衛策は経営陣の自己保身の
目的でなく他の正当な目的のため
である旨踏み込んだ説明を要求さ
れ、買収者が企業価値を明白に毀
損する者であることの証明をしな

ければならない。経産省企業価値
研究会報告書では、経営者の保身
を防ぐためにこうした防衛策導入
にあたり三条件を提言しており、
これに基づくことで経営者側の立
場は守られようが、これも限界が
ある。例えば、第三者のチェック
は、ニッポン放送でも見られたよ
うに実質的に機能するとみるか大
きな疑問がある。最も法的に安定
するといわれる株主総会の承認に
しても、平時の環境時の株主承認
に際しこうした事態に全く経験の
ない今の日本の株主がどれだけの
事態を想定して賛成し、いざ有事
の環境時にも同様に賛成するもの
なのか疑問であるし、賛成してい
るものと見るには無理の生じる有
事環境もありうる。したがって、
いざ裁判となった時に、取締役の
判断がこの三条件を満たす基に行
われたと主張したからといって、
それは判断の合理性の一部を説明
するが、すべてを正当化するもの
でもないのである。また、昨年八
月にUFJホールディングスが三
井住友FGからの敵対的買収の可
能性を避けるため、子会社UFJ

銀行を使って拒否権つき優先株を三菱東京FGに割り当てた持株会社制度の盲点を利用する方法は、現行法上究極の防衛策のひとつであったが、今回、法的に整備されずとも東証の規則等の中で規制されるようになる。本スキーム利用は、取締役の善管注意義務違反のリスクを増すことになりう。

法廷闘争への備え

今回のニッポン放送事件において東京高裁は、会社を食い物にする買収者から現経営支配権の維持・確保を主要な目的とする経営者側の防衛策を許容する姿勢を示した。昭和六二年の仕手筋といわれたコスモポリタンによるタクマへの敵対的買収のケースでも、大阪地裁は経営者側による有利発行といわざるを得ない発行条件での防衛的第三者割当増資を認める判断を下している。裁判所は、このように買収者の素性、属性によって経営者側の採るべき対応策に柔軟な理解をみせる。買収者になりうる投資ファンドやそれに類するような企業については、彼らの買

い手口が入るようになったら、彼らの素性を示す証拠を押えておくようにしたい。事業会社からの敵対的買収では、有事防衛策を執行する前に双方間での十分な協議と交渉が求められ、俄か事業戦略で対抗しても株主の支持は集められず、裁判所も、事業戦略の優劣を判断しないものの防衛側に不利な印象を抱いてしまうことは否めない。買収側は、相手の会社の強みが欲しいか、弱みを突いてくるものである。自社の強み弱みを知り、市場の機会や脅威を分析し、これによって潜在的買収者の動きを読み、己の企業価値向上にむけた具体的戦略の実行と将来のヴィジョンを示し続けることが自らを守ることになる。

さらに、世の中や株式市場の価値観をよく理解しておくことが必要である。敵対的買収者からステークホルダーの利益を守るといっても、ステークホルダー間や同じステークホルダーの中で利益が異なる場合も多い。その場合、会社法で直接保護される株主利益が絶対でよいのか、株主利益を優先的

に考えるものの、その度合いや株主によって期待する利益の中身なると時と場合によっても異なってくる。企業の社会における存在意義や資本の論理の解釈の仕方も時とともに変わるものである。常にその時の株主や世の中を味方につけるような防衛策を採ることは、法廷闘争の場合でも自らを有利に展開できることになる。

防衛策は、最後は裁判所の判断次第。 裁判官、市場を味方にする使い方を。

