

見直しを迫られる株主と企業の関係

財政金融委員会調査室 富士 なおかつ 由將

1. はじめに

ニッポン放送の株式取得を巡るライブドアとフジテレビの一連の行動は、新興IT企業が大手メディアグループの経営政策に大きな影響を与えたという点で社会全体の強い関心を集めた。

同時に、本事例は、企業や証券取引に関する諸制度について様々な問題を提起するとともに、株主と企業の間を問い直す契機にもなった。

本稿は、本事例を機に注目が高まるM&Aや企業の対応策について考察することを目的とするものであり、その内容は以下のとおりである。

まず、**2**において、ニッポン放送の買収問題の経緯について総括を行い、本事例で問題とされた法制上の論点等について整理する¹。**3**では、近年増加傾向にあるM&Aについて、増加の背景や企業による対応のあり方等を中心に考察する²。最後に、**4**において本稿のまとめを述べる。

本稿の構成

1. はじめに

2. ニッポン放送の買収問題について

2-1. 本事例の経緯

2-2. 本事例の特徴点

2-3. 本事例により明らかになった問題点

2-4. 問題点への対応

3. M&Aと企業の対応策

3-1. M&Aの現状と増加の背景

3-2. M&Aが株主価値に与える影響

3-3. 企業の対応策に関する考察

4. まとめ

【補論1】用語解説

【補論2】EBOモデルによる株主価値の算出

¹ 本稿は、一連の事実を第三者の立場から分析・考察するものであり、個別企業の経営政策等を評価するものではない。また、本稿における論述は筆者個人の意見であり、筆者の属する組織の見解を示すものではない。

² 本稿におけるM&Aの議論は、主に上場企業を念頭に置いたものである。M&Aについての解説は、補論2参照。

2. ニッポン放送の買収問題について

2-1. 本事例の経緯

図表1は、今般の買収問題の当事者となった各社の概要を示したものである。買収を行ったライブドア及びそのグループ企業は、主としてインターネット関連事業を核に、金融やコンサルティング業務を手がける企業グループであり、近年企業買収により急速に事業規模を拡大させている。一方、ニッポン放送は、映像、音楽及び出版事業を営む会社を傘下に持つ放送会社であるとともに、フジサンケイグループの中核企業であるフジテレビの筆頭株主として、事実上、同グループの持株会社的な役割も果たしてきた。

図表1 各社の概要

商号	ライブドア	ニッポン放送	フジテレビ
創業年月	1996年4月	1954年4月	1957年11月
上場年月 (上場市場)	2000年4月 (東証マザーズ)	1996年12月 (東証2部)	1997年8月 (東証1部)
主要業務 (連結ベース、括弧は売上比率)	金融(53)、ネットワーク(12)、モバイル(10)	映像・音楽・出版(58)、放送(28)、商品販売(3)	テレビ放送(77)、通販(15)、放送関連(4)
従業員数	連結：1,019名 単体：464名	連結：856名 単体：244名	連結：3,225名 単体：1,380名
収益指標 (連結ベース)	売上高：30,868百万円 純利益：3,577百万円 ROE：10.9% ROA：6.1%	売上高：109,409百万円 純利益：3,457百万円 ROE：2.0% ROA：1.5%	売上高：455,945百万円 純利益：24,714百万円 ROE：5.7% ROA：4.5%
株主資本 (株主資本比率)	53,556百万円 (53.4%)	176,150百万円 (73.2%)	501,870百万円 (80.2%)
発行株式総数 及び時価総額 (2005年1月末)	64,635万株 約2,889億円	3,280万株 約1,961億円	254.8万株 約5,784億円
大株主、持株比率 (2004年9月末、有価証券報告書ベース)	堀江貴文(36.4%) 日証金(1.9%) 杏林製薬(0.7%) ユーリーグ(0.4%) MSI(0.4%)	MAC(16.6%) フジテレビ(12.4%) BSD(5.4%) 日本M信託口(5.0%) 日本T信託口(4.4%)	ニッポン放送(22.5%) 東宝(5.8%) 日本T信託口(4.4%) 日本M信託口(3.8%) 文化放送(3.1%)

(注1) 特に断りのない限り、各データの基準となる決算期及び時点は以下のとおりである。

ライブドア：2004年9月期又は同月末、ニッポン放送及びフジテレビ：同年3月期又は同月末

(注2) MSI：モルガン・スタンレー・インターナショナル、BSD：ボストン・セーフ・デポジット・ビーエスディーティ、日本T：日本トラスティ信託銀行、日本M：日本マスタートラスト信託銀行、

(出所) 会社四季報(東洋経済新報社)、有価証券報告書等より作成

同グループ内の複雑な資本関係については、一部の投資家等から、グループ全体の企業価値の最大化を阻害する要因となっており、グループ再編を通じた企業価値の向上が不可欠との指摘を受けてきた。

このため、フジテレビは、同社にグループ全体の持株会社としての機能を担わせるとともに、グループ内の資本関係を再編成するため、平成16年からニッポン放送株式の所有割合を高め、本年1月には、同放送株式の過半数の取得を目的として公開買付け（以下、「TOB³」という。）を開始した。

一方、ライブドアは、ニッポン放送及びフジサンケイグループとの業務提携を目的として同放送株式を立会取引⁴で買い進め、フジテレビによるTOB期間中の2月8日に持株比率が5%超に達したことを公表した。その子会社であるライブドア・パートナーズも、同日に東証の立会外取引⁵で同放送株式を発行株式総数の29.6%を取得したことから、ライブドアグループが同放送の筆頭株主となった。

これに対し、ニッポン放送は、フジテレビによる同放送の子会社化を確実にするため、同月23日、フジテレビに新株予約権を割り当てることを決議した。その翌日、ライブドアは、フジテレビによるニッポン放送の支配権維持を目的とした不公正な新株予約権の発行であるとして、発行の差止めを求め仮処分を東京地裁に申し立てた。

東京地裁は、3月11日、ニッポン放送による新株予約権の発行は著しく不公正であるとして発行の差止めを決定し、本決定に対して同放送が申し立てた異議も同月16日に却下した。その後、東京高裁に対して申し立てた抗告も同月23日に棄却されたことから、ニッポン放送が新株予約権を発行してライブドアによる経営権取得を阻止することは事実上困難になった。

東京高裁が前述の抗告を棄却した翌日（同月24日）、ニッポン放送及びフジテレビは、投資会社のソフトバンク・インベストメント社（以下、「SBI」という。）とベンチャーキャピタルファンドを共同設立するとともに、同放送が保有するフジテレビ株を株券消費貸借契約に基づきSBIに貸し付けることを公表した。ニッポン放送がフジテレビ株をSBIに貸し付けると、貸付け期間中は当該株券に係る議決権をSBIが保有することになるため、株券消費貸借契約は、ライブドアがフジテレビの経営に間接的に関与することを

³ 「Take Over Bid」の略称。解説は補論2を参照。

⁴ 取引所内取引のうち、売買立会により行われる取引。対義語は立会外取引。

⁵ 補論2参照。

ほぼ不可能にする効果をもたらした⁶。

その後、ライブドアとフジテレビを中心に業務提携等に関する協議が続けられた結果、4月18日、フジテレビによるニッポン放送の完全子会社化、フジテレビによるライブドアへの資本参加及びライブドアとフジテレビの業務提携を柱とした基本合意が成立した。

図表2 ニッポン放送株式の取得を巡る主な経緯

日付	内容
H. 16. 09. 10	フジテレビがニッポン放送の第2位の株主となる。
H. 17. 01. 17	フジテレビがニッポン放送株式の子会社化を目的として公開買付けを開始
H. 17. 02. 08	ライブドア子会社が東証の立会外取引でニッポン放送株式の30%弱を取得し、グループ全体で同放送株式の35%を保有
H. 17. 02. 10	フジテレビがニッポン放送株式の公開買付け目標等を変更（50%超の取得→25%超の取得、買付け期間の延長）
H. 17. 02. 23	ニッポン放送がフジテレビに対して新株予約権の第三者割当てを行うことを決議
H. 17. 02. 24	ライブドアがニッポン放送による新株予約権割当ての差止めを求める仮処分を東京地裁に申立て
H. 17. 03. 07	フジテレビによるニッポン放送株式の公開買付けが成立（保有比率36.47%）
H. 17. 03. 11	東京地裁がニッポン放送による新株予約権割当ての差止めを決定し、ニッポン放送が本決定に対する異議を申立て
H. 17. 03. 16	東京地裁が新株予約権割当ての差止め決定に関する異議を却下。ニッポン放送が東京高裁に抗告を申立て
H. 17. 03. 23	東京高裁がニッポン放送による抗告を棄却
H. 17. 03. 24	ニッポン放送が所有するフジテレビ株式に関する株券消費貸借契約をソフトバンク・インベストメント（SBI）と締結。SBI、フジテレビ及びニッポン放送の共同出資によるファンドの設立を公表。
H. 17. 03. 25	ライブドアがニッポン放送株式を議決権ベースで過半数取得したことを公表。
H. 17. 04. 18	フジテレビによるニッポン放送の完全子会社化、フジテレビによる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等に関する基本合意が成立

（出所）各種資料より作成

⁶ 商法第241条第3項の規定により、フジテレビによるTOBが成立し、同社がニッポン放送株式の25%超を取得した時点で、ニッポン放送は、保有するフジテレビ株式について議決権を行使できない状態になっていた。しかし、同株式をニッポン放送以外の第三者に売却すること等により、同項の規定に該当しなくなる場合には、再び議決権の行使が可能となる。

2-2. 本事例の特徴点

本事例が大きな社会的関心をもたらした背景には、過去の企業買収の事例と比べ、本事例が多くの特徴を有していることが挙げられる。以下、その特徴点を整理する。

〔被買収側（ニッポン放送）の特徴点〕

- ① 公共性や中立性を求められるマスメディアが買収の対象になったこと。
- ② フジサンケイグループの各企業の資本関係が非常に複雑であり、株式時価総額が比較的小さいニッポン放送の経営を支配することで、グループ全体の経営に大きな影響を与え得る状況が長期間続いてきたこと。

〔買収側（ライブドア）の特徴点〕

- ③ ライブドアは、企業買収により急成長を続ける新興IT企業として近年注目されており、また、同社の社長についても、その個性的な経営手法や価値観がマスコミや著書等を通じて社会的な関心を集めてきたこと。
- ④ 被買収側のニッポン放送及びフジサンケイグループよりも規模が小さい新興企業が、証券取引や株式会社に係る制度を巧みに利用しながら資金調達や買収を進めるとともに、被買収側の買収防止策を法的措置により阻止したこと。

2-3. 本事例で明らかになった問題点

本事例において各当事者が採った一連の行為については、様々な法律上の問題点が指摘された。以下、要点を示す。

〔立会外取引による株式取得〕

証券取引法は、企業の支配権の異動につながる株式の売買を取引所有価証券市場外で行う際には、全ての株主の売却機会を確保する観点から、原則としてTOBによることを義務付けている（第27条の2）。ライブドアは、東京証券取引所が運営する立会外取引システムを通じてニッポン放送株式を取得したため、上述のTOB規制は適用されないと解されているが⁷、同システムを通じた取引は市場外における相対取引との差異を見出し難い例も多く、

⁷ 伊藤金融担当大臣の記者会見（平成17年2月15日）及び七条内閣府副大臣の衆議院予算委員会の答弁（同24日）等で、政府による当該取引の証取法上の位置付けが示されている。また、ニッポン放送の新株予約権発行の差止めに係る東京高裁の決定においても、当該取引が違法とはいえない旨の判断が示されている。

T O B 規制の趣旨にかんがみ問題があると指摘された。

〔M S C B⁸による資金調達〕

ライブドアは、ニッポン放送株式の取得とほぼ同時に、M S C B を発行し、資金調達を行った。

本来、M S C B は、新株発行による資金調達の短所を克服するために開発された手法であり⁸、近年多くの企業が利用している。しかし、実際の利用例の中には、新株予約権部分が商法上の有利発行や不公正発行に該当するおそれのある事例や⁹、M S C B の取得者が発行企業の大株主から予め借り入れた同社株式を市場で売却して利益を得る事例¹⁰が散見されることから、一般株主の利益や証券市場に対する信頼を著しく損ねるとの指摘も多い。

ライブドアによるM S C B の発行の際にも、社長の保有株式がM S C B の取得者に貸し出された後、取得者が当該株式を大量に売却し、市場に需給悪化の懸念を与えたことから、この資金調達の手法や契約条件の妥当性が議論の対象になった。

〔買収防衛策としての新株予約権の発行〕

フジテレビによる子会社化を確実にするためにニッポン放送が発行を決議した新株予約権についても、M S C B の議論と同様、商法上の有利発行や不公正発行に該当するおそれが指摘された。このため、①株式と異なる商品性を持つ新株予約権の「有利発行」の判断方法と、②敵対的買収の防衛のために会社が採る方策の許容範囲（どの程度の買収防衛策であれば、「不公正」に当たらないか）、の2点について裁判所の判断が注目された。

①について、東京地裁は、新株予約権の発行価格とオプション評価理論に

⁸ 解説及び特徴点は、補論2を参照。

⁹ 新株予約権を第三者に有利な条件で発行する場合には、株主総会の特別決議が必要であるが（商法第280条の21第1項）、M S C B の新株予約権部分については、無償と評価される事例が多く、有利発行に該当するおそれがあるとの指摘がある。また、新株予約権の法令・定款違反に基づく発行又は著しく不公正な方法での発行により株主が不利益を受けるおそれがある場合には、株主は当該発行の差止めを請求できる（商法第280条の39第4項で準用する同第280条の10）。

¹⁰ M S C B の転換価額が株式の市場価格よりも低く設定されている場合、借株の売却と同時にM S C B を株式に転換し、その株式を借入先に弁済することにより、転換価額と市場価格の差を利益として得ることができる。実際には、M S C B 発行や株券消費貸借の公表後は、これらが市場の需給に与える影響を懸念して株価が下がる傾向があることを見越し、公表直後から継続的に借株を売却し、株価が大幅に下落した後にM S C B を株式に転換して多額の差益を得る事例もあり得ると言われている。なお、借株の売却に際しては、証取法上、空売り規制（第162条第1項）が適用される。

基づき算定された公正価値を比較する方法を原則的な判断方法とした。②については、新株の不公正発行の判断基準と同様、「主要目的ルール¹¹」を判断の基礎とした上で、「株主全体の利益の保護という観点から新株予約権の発行を正当化する特段の事情がある場合¹²」には、支配権の維持や確保を主要目的とする発行も例外的に許容される旨の判断が東京高裁より示された。

〔焦土作戦（会社資産の処分）〕

ニッポン放送は、同社が保有するフジテレビ株をSBIに貸し出したほか、主要子会社の株式についても売却を検討したと伝えられている。一般的に、敵対的買収の対抗策として、企業が主要資産の処分等を行い、自ら企業価値の毀損を図る手法（焦土作戦）があるが、企業価値の毀損により企業や株主が損失を受けた場合には、経営者による善管注意義務違反や特別背任の可能性が問題となることから、本事例における事態の推移が注目された。

〔主要株主の短期売買差益〕

4月18日に成立したライブドア、ニッポン放送及びフジテレビの基本合意に基づき、ライブドア及び子会社のライブドア・パートナーズ（以下、「LP」という。）が保有するニッポン放送株式はフジテレビに実質的に譲渡されることとなった。当該株式の譲渡に際しては、ライブドア保有分については直接譲渡が行われる一方、LP保有分については、LPから直接取得する方法を採らず、ライブドアがフジテレビにLP株を譲渡することで同放送株式を間接的に譲渡する方法が採られることになっている。

LP保有分の間接的な譲渡については、短期売買差益の返還制度¹³の存在を意識した取引であると考えられる。

¹¹ 特定の株主の持株比率を低下させて現経営者の支配権の維持を図る場合や、特定の株主の持株比率を著しく低下させることが許容されるだけの合理的理由がない場合に、不公正発行に当たるとする考え方。

¹² 東京高裁は、株式の敵対的買収者が、①グリーンメイラー（株式を高値に吊り上げた上で会社関係者に引き取らせることを目的とする買収者）である場合、②会社経営を一時的に支配して当該会社の事業経営上必要な無形財産を当該買収者等に移譲させる目的がある場合、③会社経営の支配後、当該会社の資産を当該買収者等の債務弁済等の原資として流用する予定がある場合、④会社経営を一時的に支配して当該会社の事業に当面関係のない資産を処分させ、その処分利益をもって一時的に高配当を受け取ろうとする目的等がある場合、を具体例として示した。

¹³ 上場会社等の役員又は主要株主（上場会社等の10%以上の議決権を有する株主）が、当該上場会社等の発行する株式の短期売買により利益を得た場合、当該上場会社等はその利益を上場会社等に提供することを請求することができる制度（証取法第164条）。会社が請求しない場合には、株主自らが請求することができる（同条第2項）。

本制度は、上場会社等の役員や主要株主がその職務又は地位を利用して得た会社の秘密を不当に利用することを防止するために設けられたもので、利益の返還請求に当たっては、実際に会社の秘密を不当に利用したか否かは問われないことから、インサイダー取引に対する誘因を除去する役割を果たしていると言われている。ただし、本制度は、上場会社等の株式を短期売買した場合に適用され、当該株式を保有する法人等の持分を売買した場合には適用を受けないことから、この取引が同制度の潜脱として用いられるおそれもある。

2-4. 問題点への対応

以下、2-3 で指摘した問題点への対応について考える。なお、上述の問題点のうち、買収防衛策については3-2 及び3-3 で触れる。また、焦土作戦については、経営者の民事・刑事責任の問題であり、金融・証券分野の論点と離れることから、本稿では言及しない。

〔TOB規制について〕

前述の通り、立会外取引による株式取引がTOB規制の潜脱として用いられる可能性が指摘されたことを受け、本年3月に国会に提出された証券取引法（以下、「証取法」と言う。）改正案では、立会外取引のうち相対取引に近い性質を有する取引もTOB規制の対象に加えられた。しかし、TOB規制については、以下の点で対処すべき課題が残されている。

第一は、立会取引（市場内での競売買）における支配権の異動である。改正後の証取法においても、立会取引により支配権の異動を伴う株式取得を行う場合にはTOB規制の適用を受けない。しかし、流動性が非常に高い銘柄でない限り、市場内でも相対取引に近い行為は可能であり、仮に取引の相手方と通謀して取引を行った場合でも、証取法上、「取引所有価証券市場」における取引である以上、違法と断じることが難しい。株主の売却機会を確保するというTOB規制の本来の趣旨を考えれば、支配権の異動を伴う株式の買付けを行う際には、原則として常にTOBを行う方が望ましいと考える。

第二の課題は、TOBにおける情報開示の充実である。今後、多くの企業が買収防衛策を導入することが予想される中、株主価値向上の観点から買収者によるM&Aが適正であるかを判断する材料として、TOBにおいて買収後の経営計画を詳細に開示する必要性が指摘されている。

第三の課題は、TOB期間中の条件変更等である。

現行のTOB規制では、TOB参加者の不利益を防止する観点から、TOB開始後の買取り条件の変更や撤回等が一部制限されている。このため、買収対象企業が、TOB成立を阻止する目的でTOB期間中に株式分割、多額の配当又は焦土作戦等により株価の引下げを図った場合にも、当該TOB価格の引下げや撤回等を行うことが困難であるため¹⁴、買収者が不測の損害を被るおそれが生ずる。したがって、発行企業側の要因で買付け対象株式の価格が下落した場合には、TOB参加者の利益を損なわない範囲内でTOB価格の引下げや撤回等を容易にすることが望ましい。

第四の課題は、二段階買収時の株主保護である。

買収者がTOBで買収対象企業の経営権を取得したものの、全株を取得できなかった場合、残りの株式を取得するため、二度目のTOBを行うことがあり得る。この時には、既に残りの株式に支配権プレミアム¹⁵が存在しないため、TOB価格が一度目よりも低くなる傾向がある。米国では、この点を逆用し、二度目のTOBが不利な条件であることを株主に予想させながら、一度目のTOBにおいて買収者に有利な条件で株式を買い付ける事例が多発し、州法レベルで二段階買収時の株主保護制度が整備された。日本でも、二段階買収は法律上可能であり、同様の事例が生ずるおそれがあることから、二段階買収時の株主保護策も検討すべきであろう¹⁶。

【MSCBについて】

MSCBによる資金調達を行う場合、取引所に対して、発行の事実や発行条件等に関する情報開示を行うことが取引所規則で義務付けられているが、新株予約権が有利発行に該当しない根拠が薄弱である例も多いため、この点の情報開示を強化すべきである。

その上で、十分な開示が行われない場合は、企業側に改善報告書の提出を求め、投資家に対する注意喚起を行う等の措置を講ずる必要がある。

¹⁴ 焦土作戦については、①当該焦土作戦が営業譲渡に該当する場合又は、②当該焦土作戦が営業譲渡等に準じたもので、かつ、TOB開始公告及びTOB届出書で当該焦土作戦をTOB撤回等の条件としている場合に限り、TOBの撤回等が可能となる（証取法第27条の6第3項、同法第27条の11、同法施行令第13条～第14条）。

¹⁵ 買収者は、TOB価格の決定に際し、TOB前の株式の時価に支配権の取得により増加が見込まれる株主価値の一部を上乗せすることがあるが、この上乗せ部分が支配権プレミアムと言われる。

¹⁶ 例えば、一度目から相当の時間を経ずに行われるTOBについては、買付け価格を一度目と同じにすることや、一度目のTOBで買収者がほぼ全ての株式を買い付けた場合には残余株式も買収者が同条件で買い取る等が考えられる。

〔短期売買差益返還制度について〕

上場企業等の役員や主要株主が、当該企業の株式を保有する法人等の持分を売買することにより実質的に上場企業等の株式の短期売買を行った場合には、当該取引で生じた利益についても返還請求が可能となるよう措置することが望ましい。ただし、当該取引が潜脱目的以外で行われたことが明らかにされた場合には、返還を要しないよう配慮する必要がある。

〔その他〕

証取法に違反する取引が行われた（又は行われようとしている）場合、投資家の利益や証券市場に対する信頼が損なわれるおそれが強い。本来は、被害を受けた（又は受ける可能性のある）投資家が、損害賠償や違法行為の差止めを司法の場で求めることになるが、コスト等の面から実際には困難であり、また、困難であることを見越して違法行為が行われる場合もあり得る。

この点については、行政当局が証取法の差止命令制度¹⁷を積極的に活用して対応すべきとの意見がある。また、現行制度では行政当局の申立てに基づいて裁判所が違法行為の差止めを行う形になっているが、米国のように、一定の違法行為については、行政当局自身が当該行為の差止めを命ずる仕組み¹⁸を設けることも検討に値すると考える。

3. M&Aと企業の対応策

2では、ニッポン放送の買収問題を通じて明らかにされた制度上の論点について考察した。以下では、今回の事例を機に注目を集めるM&Aに焦点を当てるとともに、多くの日本企業が検討を進める対応策について論述する。

3-1. M&Aの現状と増加の背景

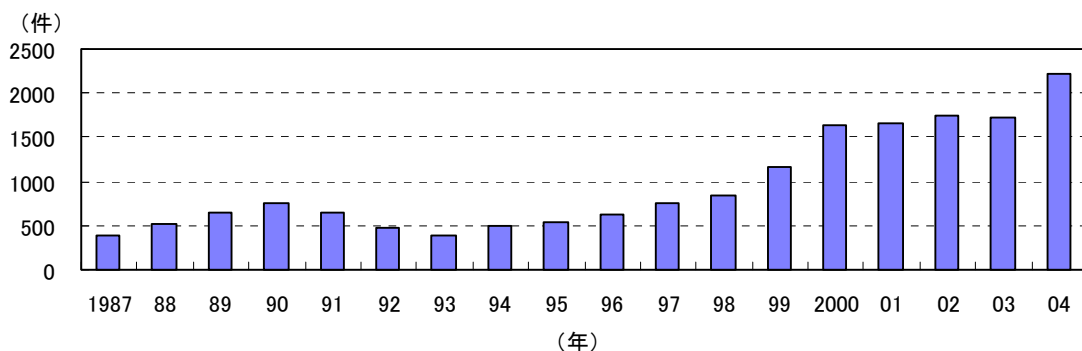
図表3は、日本におけるM&Aの推移を件数ベースで示したものである。

90年代半ば以降、件数は徐々に増加し、90年代後半には増加傾向が顕著になった。2000年以降、増加ペースは緩やかになったものの、昨年は再び件数が大きな伸びを示した。

¹⁷ 公益や投資者の保護を図るため、裁判所が、行政の申立てに基づき、証取法や同法に基づく命令に違反する行為（将来の違反行為も含む）を行う者に対し、その行為の禁止や停止を命ずる制度（証取法第192条）。本制度がこれまで活用された事例はない。

¹⁸ 米国では、違法行為が単に注意不足等による場合や、再犯可能性が低い場合、専門的・技術的なルール違反である場合、行為の法律的な論点が確立していない場合等に、当該制度（排除命令制度）が用いられている（西村（2003）参照）。

図表3 日本企業が関連するM&A（件数ベース）の推移



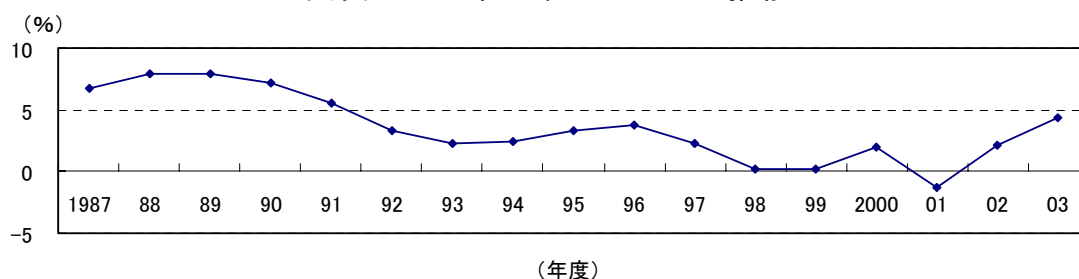
(出所) 榊レコフ資料より作成

M&Aが近年増加した背景を、企業、投資家及び政策の各要因別に整理すると以下のとおりとなる。

〔企業側の要因〕

バブル崩壊後の90年代は、景気の低迷等により企業業績の不振が続いた(図表4)。経営不振に直面した企業の中には、銀行や鉄鋼会社のように、経営再建を図るために他社との経営統合を行う事例が相次いだほか、破綻企業の事業承継のためのM&Aも増加した。

図表4 日本企業のROEの推移



(注1) ROE(株主資本利益率) = 当期純利益 / 資本(前期末と当期末の平均)

(注2) 金融保険業を除く資本金10億円以上の営利法人の数値

(出所) 法人企業統計より作成

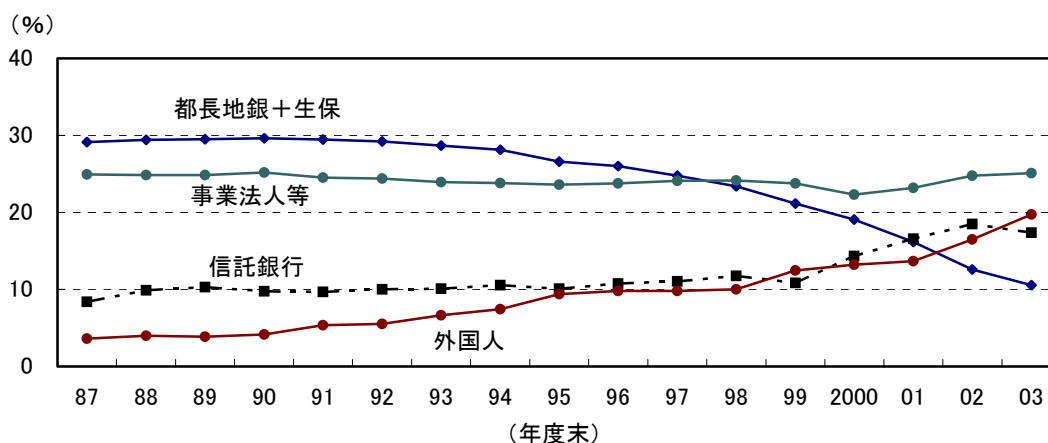
2000年以降についても、再建・破綻処理関連のM&Aが大部分を占めているものと考えられるが、景況感や企業業績に明るさが見え始めたこの数年間は、IT関連企業による通信及び金融関連企業の買収のように、異業種間の連携による相乗効果を期待したものや、経営政策の見直しにより企業価値の増加が見込まれる企業への経営参画を目的とした事例も目立っている。

〔投資家側の要因〕

90年代半ばまで主要な株式保有主体であった銀行及び生命保険会社は、株式保有に伴う価格変動リスクを軽減するため、90年代半ば以降、保有株式の売却を進め、信託銀行¹⁹と外国人投資家はその受け皿として持株比率を高めてきた（図表5）。

銀行・生保による株式保有は、主に取引や資本関係の維持を目的とした政策的投資の側面もあったため、株主権の行使にあたっては、発行企業の支配権の異動や経営政策の変更を求めて経営者と敵対する例は極めて少なかった。

図表5 所有者別持株比率の推移



(注) 数値は単元数ベースの比率

(出所) 株式分布状況調査（全国証券取引所）より作成

一方、信託や外国人投資家等の資金運用者は、受託者責任の一環として運用収益の最大化を意識する傾向が強く、株主総会において企業統治や収益性の観点から適切でないと判断した議題には反対する例も多い。

最近では、収益力や保有資産の価値が株価に十分反映されていない企業の株式を投資ファンドが取得し、株主権を梃子に資本政策や支配権の異動を含む改善策の実行を経営者に要求する事例も見られる。また、株主と企業の関係の変化に対応して、企業側が収益性や成長性をより重視するようになったことも、M&Aの利用の増加に寄与しているものと考えられる。

¹⁹ 年金資金、投資信託及び金銭信託等、信託銀行で管理・運用される資金が信託銀行の保有として分類される。信託銀行が株式を保有する場合の株主権の行使については、委託者が

〔政策的要因〕

90年代後半以降、企業の経営再建を円滑化する観点から法制面の整備が加速した（図表6）。これにより、企業再編を迅速かつ簡便に行うことが可能になったほか、再編を行うための資金調達の手段も多様化し、税制も企業再編に対して中立的な形に整えられた。この結果、2000年以降、M&Aの件数は急激な増加を示すこととなった。

図表6 法制面の整備の経緯

分野	時期及び内容
会社制度	1999年10月：株式移転・交換制度の導入
	2001年4月：会社分割制度の導入
	2001年10月：金庫株の解禁
	2002年4月：新株予約権、種類株制度の整備
	未定：会社法（現在、国会で法案を審議中）
破綻処理制度	2000年4月：民事再生法施行
	2003年4月：改正会社更生法施行（更生手続の迅速・合理化）
産業政策	1997年12月：独禁法改正（純粋持株会社の解禁）
	1999年10月：産業再生法施行
	2003年4月：改正産業再生法（組織再編の迅速化のための時限措置）
	2003年5月：産業再生機構が業務を開始
金融・税制	1998年12月：金融システム改革
	2001年4月：組織再編税制の整備
	2002年4月：連結納税制度の導入

（出所）内閣府経済社会総合研究所『わが国企業のM&A活動の円滑な展開にむけて－M&A研究会報告－』に加筆・修正

また、もう一つの重要な政策的要因として、90年代後半以降の世界的な金融緩和が挙げられる。金融緩和により投資家の資金調達コストの低下が続き、他の主要国と比べて株価が低位に推移していた日本の証券市場に投資資金が流入した結果、既に述べたように、積極的な株主権の行使を通じて企業統治や収益性の改善を図ろうとする投資家の増加につながった。

示す指示又は方針に従って信託銀行が行使する例と、委託者自身が行使する例がある。

3-2. M & Aが株主価値に与える影響

ここでは、企業の対応策のあり方を考える前提として、EBOモデル²⁰と呼ばれる株主価値の評価モデル（下式）をもとに、M&Aが株式価値にどのような影響を与えるかを概観する。

$$\text{EBOモデル： } P_0 = B_0 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{(\text{ROE}_n - r_n) \cdot B_{n-1}}{(1 + r_n)^n}$$

P_0 ：現時点の株主価値（＝株式時価総額）、 B_n ： n 期首の株主資本（簿価）
 ROE_n ： n 期の株主資本収益率、 r_n ： n 期の株主資本コスト

株主価値（＝株式時価総額）は、現時点での帳簿上の株主資本（第一項の B_0 ）と残余価値の割引現在価値（第二項）からなる。残余利益は、企業が稼得した利益のうち、株主が要求する利益水準を超過した部分と定義され、上式では、企業の株主資本収益率（ ROE_n ：利益／株主資本）と株主が最低限必要と考える株主資本利益率（ r_n ：株主資本コスト）の差に株主資本を乗じた額として示される。

上式から、株主価値を最大化するためには、 ROE_n の最大化と r_n の最小化が不可欠であることがわかる。 ROE_n を最大化する方法については、経営資源の組替えを通じた高収益事業へのシフトや不稼働資産（残余利益の獲得に貢献しないものの多額の含み益を抱える資産）の売却収入による株主還元²¹等が一般的である。また、 $\text{ROE}_n < r_n$ の状態が恒常化する場合には、第二項がマイナスとなるため、企業を解体することが最善策となる場合もある。

一方、 r_n は、無リスク金利とリスク・プレミアム（危険資産に投資することに対する報酬としての金利）から構成されることから、 r_n を最小化するためには、収益力の安定化や健全な企業統治体制の構築等が求められる。

また、M&A等を通じて ROE_n の最大化と r_n の最小化に取り組む場合には、企業の財政及び収益状況の現状や改善策が施されない場合の将来予測を適切かつ誠実に把握することが重要となる。仮に把握が適切又は誠実でない場合、最適な改善策を提示できないばかりか、プラスであるはずの残余利益の割引

²⁰ “Edwards-Bell-Ohlson model”の略で、残余利益モデルとも呼ばれる。モデルの概要等については、補論を参照。

²¹ ただし、企業の自己資本比率が低く負債コストが非常に高い状態では、負債の返済を選択した方が、財務健全性が増し、負債コストや資本コストの低減を通じて株主価値の向上につながる場合もある。

現在価値を誤ってマイナスと見積もって企業を解体した場合には、株主価値が大幅に毀損するだけでなく、雇用や経済にも悪影響を及ぼす危険性がある。

以上の考察より、株主価値を高める可能性が高いM&Aは、以下の①～④の条件に合致する案件であると言える。

- ① 買収者による ROE_n 、 r_n 及び B_n 等に関する現状認識と（M&Aを行う前の）将来予測が適切かつ誠実であること。
- ② 買収者が ROE_n の最大化と r_n の最小化を達成する能力や具体的な手段を有していること。
- ③ 買収者が ROE_n の最大化と r_n の最小化に向けた具体策やその実行状況を他の株主や利害関係者に対して適時に開示し、説明責任を全うできること。
- ④ 買収者が株主価値の最大化に向けた具体策を遂行する能力を失うおそれがある場合には、①～④の点で当該買収者より優れた能力を有する者に速やかに支配権を委譲できるような統治体制を構築すること。

企業が株主価値の最大化に向けた取組を行う際には、まず現経営陣が自ら上述の条件に合致するよう行動することが重要であり、さらに、上述の条件に合致する買収者が現れた場合には、支配権の異動を円滑に進める体制を構築する必要がある。

3-3. 企業の対応策に関する考察

近年の株主価値に対する意識の向上を受け、多くの企業は収益強化策の実施やIR（投資家向け情報開示）の強化に取り組んでいるが、ニッポン放送の事例等を機に、更なる対応策の検討に迫られている。

図表7は、実際に対応を行った（又は公表した）企業とその内容を示したものである。対応策を概観すると、増配等による株主還元策や資本効率の向上を目的とした組織再編といった株主価値の向上策が中心であるが、株式の持ち合いの強化や、ポイズンピル²²といった施策を採用する企業もある。

株主から委任を受けた経営者が、株主価値の最大化に向けた取組を行うという株式会社制度の趣旨にかんがみれば、経営努力による株主還元の強化こそ本来企業が採るべき対応策であり、持ち合いの強化やポイズンピルは、同制度の趣旨を超えた措置と言える。

²² 敵対的買収の防衛策の一種。解説は補論2を参照。

図表7 株主価値向上や敵対的買収防止に向けた企業側の対応

対応策	企業名
株主還元 (増配等)	<ul style="list-style-type: none"> ・ ユシロ化学工業（2004年に敵対的TOBの対抗策として増配） ・ ソトー（同上） ・ フジテレビ（増配に係る会社提案の株主総会提出を決定）
組織再編	<ul style="list-style-type: none"> ・ イトーヨーカ堂（株式移転により完全親会社を設立し、子会社とともに100%子会社化）
株式の相互保有	<ul style="list-style-type: none"> ・ 新日鉄、住友金属、神戸製鋼所（検討中） ・ 新日本石油、コスモ石油
ポイズンピルの導入	<ul style="list-style-type: none"> ・ ニレコ（新株予約権を用いた敵対的買収防止策の導入） ・ 松下電器（大規模買付ルールや企業価値向上策の導入）

(注) 主な上場企業による対応策。過去に行われたものや検討中のものを含む。
(出所) 各種資料より作成

特に、ポイズンピル等の買収防衛策に関しては、株主価値向上につながるM&Aをも拒絶する条件が付されている場合、株主価値向上や株主平等原則の点で問題が生じるだけでなく、株式の活発な売買を通じて資本の効率的配分や企業統治の強化を達成するという上場制度の目的を減却させるおそれも強い。

その一方で、企業の支配権を獲得した買収者が、少数株主の発言力が低いことを利用して短視眼的な行動を取った場合には、少数株主の出資分をも危険に晒すことになるが、商法や証券取引法等の枠組みでは、当該行動を未然に阻止することは容易でないとの考えもある。

以上の状況を勘案すると、買収者に株主価値の向上策を予め提示させ、株主価値の毀損が明らかとなった場合には、他の株主による議決権の取得を促す仕組みを設けることは、実務上、止むを得ない側面もある。

このような背景から、日本でも敵対的買収の防衛策に関する議論が官民で活発に行われるようになり、今年4月には、経済産業省の企業価値研究会が、防衛策に関する論点を公開した。また、同研究会の論点公開を受け、東京証券取引所や代表的な機関投資家である厚生年金基金連合会も、敵対的買収防止策の導入に関する判断基準を提示した(図表8)。今後、同研究会の最終報告をもとに、5月中～下旬に経済産業省と法務省が共同で「企業価値防衛指針」を公表する予定となっている。

図表 8 敵対的買収の防衛策に対する提言及び判断基準

機関名	内 容
経済産業省	「企業価値研究会」が、敵対的買収の防衛策に関する論点を公開（2005年4月22日）。防衛策に関して、①株主への説明責任、②解除可能性の確保、③有事における取締役の恣意的判断を排除するスキームの採用、の3要件を満たすことを提案。
経済産業省 及び法務省	「企業価値防衛指針」を公表（5月中～下旬を予定）
東京証券取引所	「敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について」を公表（2005年4月21日）。企業側に、①十分な適時開示、②解除条件の透明性確保、③一般株主の利益確保、④株主による解除可能性の確保、の点について留意するよう要請。
厚生年金基金連合会	「企業買収防衛策に関する株主議決権行使の判断基準」を策定（2005年4月28日）。①株主への開示、②株主総会での承認、③社外取締役のチェック等を条件として、適正範囲内の防衛策を容認。

（出所）各種資料より作成

上述の提言及び判断基準では、ポイズンピルを念頭に置いた防衛策のうち、公正性が認められる要件として以下の点が重視されている。

- ① 株主や証券市場に対して事前に防衛策に関する情報開示を行い、理解を得ること。
- ② 適切なM&Aに対しては、防衛策を解除することができるようにするとともに、解除の条件を明らかにすること。
- ③ 防衛策の導入により買収者以外の株主が損害を被らないこと

なお、上述の提言及び判断基準では、上場会社傘下の非上場会社に関する防衛策のあり方については明らかでない。仮に当該非上場会社に過剰な防衛策が措置されると、当該上場会社自体の買収も実質的に困難になることから、上場会社傘下の非上場会社についても過剰な防衛策の導入が回避されるよう基準を明確化する必要があるだろう。

また、防衛策の導入や解除の判断を取締役が担う場合には、株主利益の確保が強く要請されるため、取締役の会社からの独立性が重要となる。したがって、防衛策を導入する企業については、取引所規則等において、独立性の高い社外取締役を一定割合以上置くこと等の要件を課すことも検討に値しよう²³。

²³ 企業統治の実効性を高める観点から、ニューヨーク証券取引所は、上場会社の取締役の

4. まとめ

今般のM&Aに係る一連の出来事は、社会全体が株主と企業の関係を見直す重要な契機になった。同時に、企業の支配証券たる株式を証券市場で流通させる意義についても様々な立場から議論が交わされた。以下、本稿のまとめとして、上記の2点について若干の私見を述べる。

〔株主と企業の関係〕

近年のM&Aや資本政策等を巡る議論では、株主価値の最大化を重視する立場と、株主以外の利害関係者（経営者、従業員、顧客、政府及び社会全体等）の利益が損なわれることを懸念し、商法における「株主＝企業の所有者」の理念に疑問を呈する立場が鋭く対立している。

しかし、利害関係者への利益配分²⁴のバランスが崩れる場合には、長期的に見た企業の収益力が低下し、株主価値も毀損される危険が高いことから²⁵、株主価値の最大化と他の利害関係者の利益最大化は長期的には矛盾する概念ではない。そして、経営者の存在意義は、短期的に生ずる利害関係者間の対立を調整しながら利害関係者全体の利益を最大化する施策²⁶を立案・実行することにある。

このような株式会社制度の本来の制度を踏まえれば、近年における利害関係者間の対立は、経営者と利害関係者間の意思疎通の欠如や、同制度に対する一部の株主・経営者の理解不足に起因するものと捉えることができる。

また、利害関係者の利益最大化のためには、出資を通じて事業リスク²⁷を引き受けながら株主価値の最大化に最も関心を有する株主と、株主が選任した経営者の間で健全な緊張関係を維持・強化させることが求められる。

〔証券市場の役割〕

証券市場は、事業リスクと収益機会を投資家間で移転する場としての役割を果たしている。そして、投資家は、証券市場から得られる価格情報をもと

過半数を社外取締役とすることを規則で義務付けているほか、社外取締役の判断基準も厳格に定めている。

²⁴ 具体的には、株主還元、従業員の報酬や雇用、顧客満足、納税及び社会貢献等を指す。

²⁵ 例えば、短期的に過大な株主還元を行うことにより設備投資や人材育成に支障が生じ、長期的な収益力が減退する場合や、利益至上主義による顧客満足の低下が企業への信頼感を低下させ、株主価値を毀損する場合等が考えられる。

²⁶ 一定の買収防衛策も、買収者（一部の株主）とその他の利害関係者の利害調整の手段と位置付けることが可能である。

²⁷ 企業活動で経済的損失が発生した場合に、当該損失に対して出資の範囲内で責任を負うリスク。

に企業の株主価値や株主資本コスト等の情報を把握し、当該情報を活用して株主価値の増加が見込まれる企業へ資金をシフトさせる。一方、証券市場における企業の評価は、企業の経営者や従業員に対して、経営効率化や企業統治の面で自助努力を促すとともに、評価が低い企業は、M&Aを通じて新たな株主の下で経営改革が実行される。

近年、証券市場活性化のための諸措置の実施により、企業・証券市場・投資家間の距離は急速に縮まり、企業及び経済の新陳代謝を促すインフラとして証券市場が積極的に活用されている。

その反面、上場企業の不祥事や不公正な証券取引等、上場企業や証券市場に対する信頼を損ねる事件も相次いでいる。

証券市場や株式会社に係る諸制度の目的を実現するため、企業統治の強化や情報開示の正確性・透明性の確保に向けた企業及び関係機関の取組や、政府及び証券取引所等の市場監視体制の充実が急がれる。

【補論 1】用語解説

TOB : Take Over Bid (株式の公開買付け)。企業の支配権の異動を伴う株式の売買又は自己株式の取得を取引所有価証券市場外で行う際、全ての株主に売却機会を提供するために、証券取引法により義務づけられている手続。

M&A : Mergers and Acquisitions (企業の合併・買収)。合併、株式取得、株式交換及び営業譲渡等を通じた組織・事業基盤の結合を指す。

MSCB : Moving strike(-price) convertible bond (和製英語、転換価額修正条項付転換社債型新株予約権付社債)。通常の新株予約権付社債は、社債から株式への転換価額が一定に固定されているが、MSCBは、転換価額を株価に応じて修正する条項が付されており、株価の動向次第で転換による株式の増加数が大きく変化するという特徴を持つ。

新株発行による資金調達においては、①新株の発行条件決定後に株価が下落した場合、新株の応募未達又は発行価格の低下が生じ、必要な額の資金調達が困難になる、②前述の弊害を回避するため新株発行を分割して行うと、発行の手続が煩雑となりコストも増大する、といった短所がある。

これに対して、MSCBによる調達では、③社債の発行額分の資金を一度で確実に調達できる、④行使価額修正条項の存在により社債が株式に転換される可能性が極めて高く、結果として新株発行と同等の効果が得られる、④MSCBの取得者が株式転換を複数回に分けて行えば、多額の転換に伴うマーケット・インパクトの発生を抑制しながら②の弊害も回避できる、といった利点があるとされている。

焦土作戦 : 敵対的買収の対抗策の一種で、企業が主要資産を処分し、自ら企業価値の毀損を図る手法。主要資産を「クラウン・ジュエル」とも言う。

新株予約権 : 一定の条件の下で企業から新株を受け取る権利。資金調達目的に単独で発行される場合もあるが、社債と組み合わせて新株予約権付社債として発行される場合や、経営者や従業員等の報酬としてストックオプションの形で発行される場合が多い。

第三者割当て : 新株や新株予約権を株主以外の者に発行することを指す。なお、「株主以外の者への発行」とは、「各株主の持株比率に応じた全株主への発行以外の発行方法」を意味し、特定の株主のみに発行する場合も第三者割当てに該当する。また、有利な価格(新株予約権の場合は、「有利な条

件」)で第三者割当てを行う場合は、既存株主が不利益を被る可能性があることから、株主総会の特別決議（議決権の3分の2以上の賛成を要する決議）を経る必要がある。

立会外取引：取引所内取引のうち、売買立会によらないで行われる取引で、主に、マーケット・インパクトを極小化しながら機関投資家による大口取引等を行うために用いられている。東証の立会外取引は、ToSTNeT（トストネット：Tokyo Stock exchange Trading Network system の略称）と呼ばれる電子取引ネットワークシステムを介して行われ、他の証券取引所にも同様のシステムが存在する。

敵対的買収：一般的に、被買収先の経営者等の賛同を得ないまま行われる企業買収をいう。対義語は、友好的買収。

ポイズンピル：敵対的買収の防衛目的に平時に企業に導入される対応策の一種。具体的には、敵対的買収が起こった際に買収者以外の株主に低い行使価格の新株予約権を交付し、当該株主がそれを行行使するスキームで、当該スキームの発動時には、買収者の議決権比率のみが低下する。通常、ポイズンピルには、経営者が買収に同意する場合等には当該スキームを失効させるという条件が付されていることが多い。

【補論2】EBOモデルによる株主価値の算出

株主価値(=株式時価総額)の代表的な計算方法である割引配当モデル(①)に、クリーン・サープラス関係²⁸を仮定した式(②)を代入すると、EBOモデル(③)が得られる。

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+r_n)^n} \quad \text{①}$$

$$B_n = B_{n-1} + ROE_n \cdot B_{n-1} - D_n \quad \text{②}$$

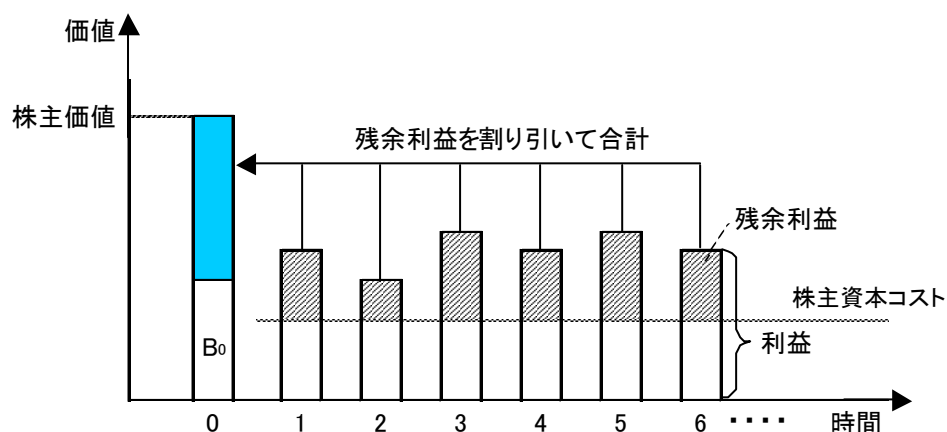
$$P_0 = B_0 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{(ROE_n - r_n) \cdot B_{n-1}}{(1+r_n)^n} \quad \text{③}$$

P_0 : 現時点の株式時価総額
 B_n : n期首の株主資本(簿価)
 D_n : n期の配当
 ROE_n : n期の株主資本収益率
 r_n : n期の株主資本コスト

企業の利益のうち、株主が企業に要求する利益水準を超える部分を残余利益という。株主価値は、現時点の株主資本(簿価)に残余利益の割引現在価値を加えたものに等しくなる(図表9)。

なお、株主が企業に要求する利益水準を株主資本で除した値が株主資本コストであり、企業が株主資本を利用する際のコストとなるが、直接観察することは不可能である。したがって、理論株価の推計のために株主資本コストを代入する必要がある場合には、CAPM²⁹等を用いて推計することとなる。

図表9 EBOモデルのイメージ



²⁸ 株主資本の期首額に期中の内部留保額(利益と配当の差額)を加えると株主資本の期末額になる関係を指す。

²⁹ “Capital Asset Pricing Model”の略で、資本・資産評価モデルと呼ばれる。

【参考文献】

- Paul A. Gompers, Joy L. Ishii and Andrew Metrick "CORPORATE GOVERNANCE AND EQUITY PRICES" Quarterly Journal of Economics 118(1), February 2003, 107-155*
- 金融法委員会『「有価証券市場」概念に関する中間論点整理』2002年3月
- 経済産業省『企業価値研究会「論点公開」～公正な企業社会のルール形成に向けた提案～』2005年4月
- 厚生年金基金連合会『企業買収防衛策に関する株主義決権行使の判断基準』2005年4月
- 諏訪部貴嗣「日本株のリスク・プレミアム：市場レベルから銘柄選択までの応用」
『Goldman Sachs Global Investment Research』ゴールドマン・サックス証券会社、
2004年6月
- 東京証券取引所『敵対的買収防衛策の導入に際しての投資者保護上の留意事項について』2005年4月
- T O B研究会「株式公開買い付け（T O B）に関する調査研究」商事法務研究会（平成13年度経済産業省委託調査）、2002年3月
- 内閣府経済社会総合研究所『わが国企業のM&A活動の円滑な展開にむけて－M & A研究会報告－』2004年9月
- 中嶋基晴・馬場直彦「低金利下における資本コストの動向～E B Oモデルに基づく観察～」『日銀レビュー 2005-J-2』日本銀行、2005年2月
- 西村尚剛「米国の証券市場規制について」『PRI Discussion Paper Series (No. 03A-08)』財務省財務総合政策研究所、2003年5月

(内線 3045)