

M&A時代の企業価値向上戦略 ①

2005年以降急増したM&A

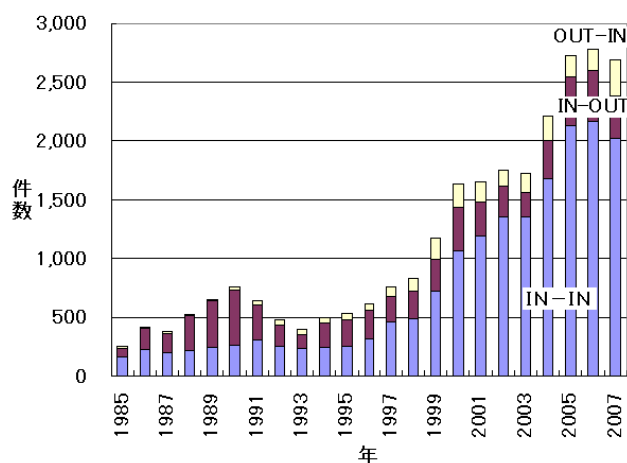
立命館大学経営学部教授 松村勝弘氏

最 近何かと話題になるM&A(合併・買収)、TOB(株式公開買い付け)——。日経テレコン21を使って、M&Aに関する日経の記事を数えてみると、ここにきて増加傾向がはっきりしていることがわかります。「M&A」で記事検索すると、1984年まではとても少なく、その後増え始め、2005年以降急激に増えています。さらに1年単位で見ると、03年で1,000件を超えて、05年で2,000件を超えました。

ただ、08年は、1月から半年間で980件と少し減少しています。これは、信用力の低い個人向け住宅融資(サブプライムローン)問題が影響していると思われます。

05年で思い出すが、ライブドアによるニッポン放送買収劇です。それをきっかけに「M&A」に関する記事が05年に急激に増えていると思われます。記事が増えているということは、それだけM&Aの件数が増えているわけです。

M & Aの件数推移



M&AはOUT-IN(海外企業が日本企業を買収)、IN-OUT(国内企業が海外企業を買収)、IN-IN(国内企業同士で買収)の3つに類型化されます。実は、IN-OUTの件数は、さほど増えていません。増えたのは、IN-INとOUT-INです。そのような状況下、M&Aの動きと、その一方で買収防衛の動きが活発になっています。

きっかけとなったニッポン放送買収劇

05年2月から4月にかけて、ライブドアがニッポン放送に対し、買収を仕掛けようとした件は、それに先駆けて、フジテレビジョンが05年1月にニッポン放送に対しTOB(株式公開買い付け)を実施していました。ニッポン放送がフジテレビの親会社だったので、ライブドアはニッポン放送を買収したらフジテレビを支配できると考えたのです。実は、04年の段階から村上ファンドがニッポン放送株を買い集めていました。ライブドアが動き始めたのはその後で、これをきっかけに盛んにM&Aが話題になり始めました。

村上ファンドは阪神電鉄にM&Aをかけようと、阪神電鉄株をかなり買い進めました。この阪神株を買ってもらおうと、まず、京阪電鉄に持って行ったようです。阪神と京阪をつなぐと神戸から京都まで行けます。さらに、近畿日本鉄道にも話を持っていったようです。近鉄とつなぐと、神戸から伊勢まで行けるので便利だと考えたのです。

ところが、京阪と近鉄は慎重で、最終的に一番積極的な阪急が、村上ファンドの保有していた阪神株を買い、持ち株会社である阪急阪神ホールディングスの傘下に入

る形になりました。関西では阪神電鉄をめぐる動きが話題になりました。

楽天はTBSを買収しようとして株を買い集めました。楽天の三木谷社長が当初の積極姿勢を転換したこともあり、膠着（こうちやく）状態が今日まで続いています。

05年には以上のような動きが話題を集めました。06年はライブドアの堀江社長（当時）や村上ファンドの村上代表（当時）が逮捕される一方、ソフトバンクがボーダフォン日本法人を買収するという非常に大きなM&Aが起きました。その他では、王子製紙が北越製紙に対しTOBを実施しましたが、結局不成立となりました。

注目度高まる投資ファンド

06年秋に話題を集めたのが、米国の投資ファンド、スティール・パートナーズの明星食品に対するTOBです。結局、明星食品は、同業の日清食品に買ってもらったほうがいいと考え、結果的に日清食品が明星食品を買収しました。他にも、焼肉店「牛角」などを展開するレックス・ホールディングスがMBO（経営陣が参加する買収）を実施して、上場廃止となる動きがありました。

スティールはサッポロホールディングスに対して買収提案をしましたが、膠着（こうちやく）状態に陥っています。昨年は、スティールがブルドックソースの株式を買い占めようとしていましたが、最終的にはブルドックソースが買収防衛に成功しました。今年の5月には、スティールなどの株主が反対に回ったことで、アデランスホールディングスの株主総会で社長をはじめとする取締役再任案が否決されるという、株主の力が非常に強くなってきたこと象徴する出来事がありました。

ライブドアがニッポン放送を買収しようとした際、当時のライブドア社長の堀江氏はネットと

近年のM&Aと買収防衛策

2005年	
2月～4月	ライブドア対ニッポン放送・フジテレビ
8月	村上ファンドが阪神電鉄株を大量取得、転換社債含め27%。
10月	村上ファンドが阪神株38%取得——重要案件への拒否権握る。 (楽)楽天、TBS株大量取得——10%超、業務提携を模索。 (楽)TBS株保有19.09%に増加、楽天、協議入り迫る。
11月	(楽)楽天・TBS、和解協議入り合意。
12月	村上ファンド、阪神株を42.36%に買い増し(1月43.37%)に。
2006年	
1月	ライブドア堀江社長逮捕、その後USENがライブドアを買収。
3月	ソフトバンク、ボーダフォン日本法人(現ソフトバンクモバイル)を二兆円近い巨額を投じて買収し、携帯電話事業に参入。
5月	阪急ホールディングスが阪神電気鉄道と経営統合を発表。
6月	村上世彰氏逮捕。
8月	王子製紙、北越製紙TOBへ。北越防戦し、TOB成立せず。
10月	スティールパートナーズが明星食品TOBを仕掛けるも失敗、日清食品がホワイトナイトとしてこれを統合。
11月	レックスHD(牛角)におけるMBO(2007年4月上場廃止(不服株主による裁判中))。
2007年	
2月	上記スティールによるサッポロHDへのTOBとサッポロによる防戦(2006年から続くも決着せず)。
7月	上記スティールとブルドックソースの攻防。東京高裁による「濫用的買収者」(最高裁は外す)の認定。ブルドック防衛成功。
2008年	
3月	スティールはブルドック株全株売却。
5月	アデランス株主総会で取締役再任否認

メディアを融合させたいと言いました。つまりシナジー効果、相乗効果を発生させるためニッポン放送を買収したいと言ったわけです。防衛する側のフジテレビ・ニッポン放送連合とライブドアで、どちらが本当に良き経営をするかが争われました。この件に関しては「ヒルズ黙示録」(大鹿靖明著)という本の中でまとめられています。

買収するための資金を用意したのは、米国の大手証券会社、リーマン・ブラザーズです。ライブドアが転換価格修正条項付転換社債(MSCB)という株価に連動して条件が変わる転換社債(CB)を発行し、リーマンは800億円で引き受けました。さらに、外国人機関投資家が持っている株式をリーマンが仲介して、ライブドアはニッポン放送株を買い集めたようです。

MSCBはCBなので株式に転換可能、しかも、非常に安値で転換することが出来るので、ライブドアの株価下落の過程で、リーマンは収益を稼ぐことができたと言われています。逆に損失を被ったのはライブドアの株主です。ライブドアは、ニッポン放送の保有を通じた、フジテレビの支配権欲しさにニッポン放送を買収しようとしたのに、同社の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、現SBIホールディングス）に貸し出すという防衛策が打ち出され、その狙いが絶たれてしまいました。それで、ライブドアもSBIの北尾最高経営責任者の仲介のもとで、和解せざるを得ませんでした。最終的に、フジテレビは、ライブドアの持っていたニッポン放送株を1株6,300円、合計1,038億円で買い取りました。

ニッポン放送は、フジテレビによる完全子会社化とともに上場廃止になり、フジテレビは、ライブドアの第三者割当増資440億円を引き受け、第2株主になりました。その後、ライブドアが上場廃止になり、フジテレビの損失は膨らみました。フジテレビはライブドアと業務提携をするということで推進委員会を設置しましたが機能しませんでした。ニッポン放送とフジテレビは、ライブドアに対し、総額1,473億円を支払ったこととなります。

株主無視の批判も

ライブドアは、取引所の通常の取引時間内に行われるTOBではなく、東京証券取引所の立会外取引システムである「トストネット」を使って、株を買い占めたことで、株主が無視されたという批判もありました。ニッポン放送はフジテレビに新株予約権を発行すると発表しましたが、ライブドアはこれを差し止めるよう求め、地裁、高裁の判断の結果、差し止めることとなりました。

当時、分かったのはルールが十分でないことでした。リーマン・ブラザーズは、この過程で、多額の利益を得たもようで、関係者の中で最も利益を得たのは同社ではないかと思えます。当時の日本経済新聞の解説記事では、本来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べきだが、そうならなかったので残念だったと書かれています。

【第2回につづく】

松村 勝弘 氏(まつむら・かつひろ)

立命館大学経営学部教授

立命館大学大学院経営管理研究科(MBA)教授

立命館大学経営学部卒業、同大学院経営学研究科単位取得退学。

1972年立命館大学経営学部助教授、85年同教授。証券経済学会常務理事、日本財務管理学会副会長、日本経営財務研究学会評議員、経営学博士。専門は、経営財務、資金調達、コーポレートガバナンス。

この講演録は、2008年7月10日に開催された「NEEDSフェア2008 in 大阪」での講演内容の一部をまとめたものです。