

～制度調査部情報～

2005 年 2 月 17 日 全 2 頁

フジテレビ VS ライブドア

制度調査部

吉川 満

公開買付規制潜脱の買集めの問題

【要約】

- フジテレビ VS ライブドアのニッポン放送の支配権をめぐる争いの現状を紹介した。
- とりわけライブドアが試みた公開買付規制の潜脱を目的とした TOSTNET1 取引について、これを取り締まるべきとの観点から考察を加えた。
- グループの中核企業より親会社のほうが小さい例のひとつとして、フジサンケイグループを取り上げ、同グループがそこから抜け出そうとしていたことを評価した。

Q1. フジテレビとニッポン放送は『ねじれた親子関係』にあった。明らかにフジテレビのほうが規模が大きいのに、ニッポン放送が親会社、フジテレビはその子会社であった。何故こんなことになったのか？

A1.

- 一言で言って、かつて鹿内ファミリーがフジサンケイグループを支配していた名残である。オーナーファミリーが企業グループを支配するときには、グループの中核企業を支配する、規模の中程度以下の会社 X 社を作る事があった。オーナーファミリーはその X 社の筆頭株主として権限を振るったのである。この X 社に当たるのが、西武鉄道グループで言えばコクド、フジサンケイグループで言えばニッポン放送だったのである。そして X 社に支配されるグループの中核企業が、西武鉄道グループで言えば西武鉄道、フジサンケイグループで言えばフジテレビだったのである。
- しかしフジサンケイグループは西武鉄道グループとは事情が異なる。旧態依然たる経営体質を維持しようというのではなく、自ら本格的な体質改善に乗り出す最中だったのである。すでにかつてのオーナー一族は保有株式を手放した。次のステップとしてフジテレビがニッポン放送株を 100%まで買い増し、資本構造のねじれを解消すべく、1 月 18 日には株式公開買付け（TOB）の手続きに入っていた。

Q2. 割って入ったのがライブドアというわけか。ライブドアは 2 月 8 日、突然、ニッポン放送の 35%を取得したと発表した。何故、公開買付けによらずそんな大量の買集めができたのか？何が目的だったのか？

A2.

- ライブドアは東京証券取引所が提供している時間外の電子化された証券取引システム、TOSTNET1 を利用した。TOSTNET1 は取引所の提供する取引システムなので、立会取引ではないが取引所取引とされる。公開買付け期間中は取引所外取引は認められないが、TOSTNET1 を利用することはできると考えられる。ライブドアはこれを利用した。

- もっとも株の大量買い集めをめぐるのは株主の利益が様々な形で絡む。公開買付規制で取引所外取

引を禁じている趣旨もここにある。従ってライブドアがTOSTNET1取引の相手方と共謀して、公開買付規制潜脱のために行ったのなら、当該取引が違法であった可能性も残っている。(国内の大手証券会社は企業の支配権を争うような局面では、TOSTNET1を使ってこなかったのである。)

- ライブドアがそこまでしてニッポン放送を支配しようとしたのは、ニッポン放送支配を通じてフジテレビをも支配しようとしたからである。そうすればほぼフジサンケイグループの実権を握る事ができる。
- だがもちろんフジテレビ側もこれを黙って見てはいない。従来は50%であった公開買付け後の保有株の下限を、1月25日には25%に引き下げた。次の①、②の効果を狙ったものである。
 - ①フジテレビのニッポン放送株の保有比率が25%超になれば、ニッポン放送はフジテレビに対する議決権を行使する事ができない。従ってニッポン放送筆頭株主のライブドアの影響力も、フジテレビには及ばない。
 - ②取得の結果ニッポン放送の少数特定者持株比率(ライブドア、フジテレビ、フジテレビの幹事証券会社、村上ファンド・・・)が75%超ならば1年後に、90%超ならば直ちに上場廃止となる。これに対してライブドア側がどう対抗するか明らかでないが、長期戦となる気配も漂い始めている。

Q3. TOSTNET1 を利用した公開買付規制潜脱行為が、今後起こらないようにするにはどうすればいいのか。

A3.

- 公開買付規制潜脱を目的とした取引が現に行われたのだから、今後はこうした取引ができないような制度を構築していく必要がある。
- ア. TOSTNET1 での取引の結果、取引後の保有株式数が5%超である場合には、当該取引を取引所内取引とは認めない。
- イ. TOSTNET1 での取引の結果、特定少数からの買付けが1/3 超になる場合には、当該取引は市場取引とは認めない。
- ウ. 上記ア.イ.に該当する場合は公開買付制度潜脱に当たるので、重い罰則を課す。同時に取引を仲介した証券会社にも重い罰則を課す。
- TOSTNET1 は東京証券取引所が取引所規則に従って運用するものであるが、取引所規則で重罰を課すことは困難である。従ってどうしても証券取引法の改正が必要である。
- もっとも証券取引法の具体的な改正内容を考える場合には、必要以上に強い規制をかけない事も重要である。このケースで言えば、TOSTNET1 取引が公開買付規制潜脱の目的で利用されることを禁止すればよいのであって、TOSTNET1 全体を廃止する必要は無いはずである。上記の改正私案はそうした観点から纏めたものである。