

平成 17 年 7 月 16 日

各 位

会 社 名 株式会社夢真ホールディングス  
代表者名 代表取締役社長 鎌田 博史  
(コード番号 2362 大証ヘラクレス)  
問 合 せ 先 財務経理部 部長 島田 健司  
(TEL 03-3983-5664)

### 日本技術開発が主張する対抗措置としての株式分割に関する当社の方針について

日本技術開発株式会社(コード番号9626 ジャスダック、以下「日本技術開発」といいます)は、7月15日付プレスリリース「大規模買付ルールに基づく今後の対応方針について」において、日本技術開発が当社からの提携協議の申入れ後にいわば「後出しじゃんけん」で独自に設定した「大規模買付ルール」に当社が従わず公開買付けを進めることを選択した場合には、株式分割による対抗措置を講じる旨を示唆しています。なお、日本技術開発は、同日付の内容証明郵便によっても、当社に対し、「大規模買付ルール」に従うよう求めてきております。

しかし、日本技術開発が設定した「大規模買付ルール」は、その設定の経緯・手続きが不当である(株主総会決議を経ていない等)ばかりか、その内容において不合理であり、さらには「強行法規に違反した無効なルール」(別添早稲田大学法学部上村達男教授意見書3頁)であることから、当社として、これに従う必要がないと考えていることは、既に7月15日付けプレスリリース(「日本技術開発株式会社のプレスリリース(7月11日)への当社対応について」)で発表した通りです。

また、当社は、日本技術開発が対抗措置として示唆する株式分割は、公開買付制度の意義を無視する違法なものであり、かつ、「それ自体を公序良俗に反し違法と見ることができる」(前掲上村意見書3頁)ことから、当社の財産権を侵害するものとして不法行為に該当することは明らかです。したがって、コンプライアンス経営を旨とするはずの日本技術開発がこのような違法行為にでることはないものと確信しておりますが、万が一、同社が独自の見解に基づき株式分割という不法行為に及んだ場合には、当社の被る損害を回復するため、損害賠償請求等しかるべき法的措置をとることが、当社株主の皆様の利益を確保する上でも必要であると考えております。

かかる考えの下、当社は本日、日本技術開発及びその代表取締役に対し、かかる株式分割が違法であり不法行為を構成する旨警告した下記の内容の警告書を内容証明郵便にて送付いたしましたのでお知らせします。

## 記

1. 会社に一定の防衛策が認められる場合であっても、それが買付者に過度の財産上の損害を生じさせるものは違法である。

2. 日本技術開発が、公開買付けの完了前の日を基準日とする1対5の株式分割を行い、かかる行為により、当社が株式分割による希薄化の効果を受けて110円の価値しかない株式を550円で3,491,000株買い付けることを強要された場合、当社は、15億3604万円の損害を被ることになる。

(注1) 上記は、当社の買付け等の価格が550円で、買付予定総数の上限が3,491,000株である場合を想定しています。

(注2) かかる株式分割が行われ、当社がいわゆる「権利落ち」の株式を権利含みの価格で買付けることを強要される場合、公開買付けへの応募が殺到し、当社が上限まで買付けることを義務付けられることが明らかです。

3. したがって、日本技術開発が公開買付けの完了前の日を基準日とする株式分割を行った場合には、当社は、これを決定した取締役等に対しては民法709条・商法266条ノ3条に基づいて、会社に対しては民法44条に基づいて、直ちに損害賠償請求の提訴を行う。

以上

## 意見書

### - 公開買付期間中の株式分割について -

早稲田大学法学部・大学院法務研究科教授

上村 達男

株式会社夢真ホールディングス(以下、夢真として引用する)による日本技術開発株式会社(以下、日本技術開発として引用する)に対する公開買付について、日本技術開発による公開買付期間中の株式分割の可能性が公表されている件につき、以下法律的な見解を示すこととする。

#### 結論

株式公開買付は企業買収の手段としてもっとも透明性の高い公明正大なものであり、そうした方法をもって企業買収をしようとする者に対して行なわれる公開買付期間中の株式分割の違法性はきわめて高く、反社会的な行為との誹りを免れない。

こうした行為に対しては、証券市場を担うあらゆるレベルにおいて、その行為を無意味化するための対策を講ずるべきであるが、とりわけ規制当局としては、こうした行為が意味を持つ可能性の芽を摘むための対応を迅速に取る必要があると、むしろその責務というべきである。夢真が求めている下記の希薄化防止条項と公開買付の撤回は公開買付制度利用者としての最小限の要請であり、これを認めることは当然であるが、さらに規制当局としては裁判所に対して緊急停止命令を求める等の対応を速やかにとるべきである。

以下、こうした見解の理由を略述する。

#### 1 公開買付制度の意義

株式を取得するためのもっとも公明正大な手段は、証券流通市場で買い集めることである。ここでは歴史的に形成されてきた洗練された競争的価格形成の仕組みが確立しており、すべての投資家の平等取扱と完全な情報開示と不公正取引の禁止が確保されている。しかしそうした市場であっても、それは完全競争市場ではあり得ないため、大量の買付を流通市場内で完全に処理することは容易ではない。株式公開買付制度は、大量の株式を市場外で買い付ける行為であるが、徹底的な情報開示と投資家の完全平等取扱をあくまでもルールとして貫くことで、流通市場の原理を可能な限り及ぼすものである。とりわけ売付申込者に撤回権を付与することで対抗買付の出現を促し、一種のオークション・マーケットの形成を可能とすることで、流通市場に準じた競争的な価格形成を可能とするところに、この制度の資本市場法制としての意義がある。また公開買付は流通市場での取引以上に、より広範にその主張を市民層に訴えながら、買収者としての社会的認知を獲得するプロセスを提供する点で、もっとも民主的な買収ルールといえる。

## 2 公開買付対象会社のあり方

このように、株式公開買付は、もっとも公明正大な企業買収手段であるから、これに対抗するには、買付者に対抗して競争買付を行ってくれる者を探るか、経営者として意見表明を行う等により株主に対して協力を求める等の、やはり公明正大な手段をもってするしかない。

買収防衛策はそれがいかなる体裁を整えていても、競争的な方法によって正々堂々と時間をかけて買い集める行為に対して有効であることはあり得ない。このことは有事対応であろうと平時対応であろうと変わらない。一般に買収防衛策が意味を有するのは、違法行為ないし反社会的な行為によって出現した株主、競争原理を踏まないで(オークションなしに、社会的認知のプロセスを踏まずに)出現する株主、あるいは短期借金漬け買収であるために買収成功後に対象会社を食い物にする蓋然性の高い株主に対抗するためであり、本件のように株式公開買付というきわめて正当な手段に対してはそもそも、法が定めた手段をもって対抗する以外の防衛策自体があり得ない。

## 3 日本技術開発による大規模買付ルールの違法性

日本技術開発が7月8日付で公表した「大規模買付行為への対応方針に関するお知らせ」にいう大規模買付ルール(以下、単に本件大規模買付ルールという)は、まさに法が定めた強行法規としての大規模買付ルールである証券取引法上の株式公開買付とは異なるルールを、民間企業が勝手に作れるという発想によるものであり、そうした姿勢自体が厳しく糾弾されるに値する反社会的なものという他はない。株式公開買付制度とは、まさしく大規模買付行為に関する洗練されたルールそのものなのであるから、大規模買付ルールと称するものは荒唐無稽という他はない。

本件大規模買付ルールによると、このルールが適用されるのは市場取引であると公開買付であることを問わず、同社取締役会が同意したもの以外の買付行為に及ぶという。株式の購入により会社支配権が移転するという株式会社制度の根幹が、取締役会が同意した者が否かによってルールが異なるというルールに勝手に変えられている。また公開買付は時間外取引などとは異なり、決して突然なされる買付行為とは言えないが、大規模買付者に対する事前の情報提供義務を課している。しかし証券取引法上の公開買付制度は情報開示制度で充ち満ちており、こうした情報開示制度を超えて取締役会が気に入らない者に対してのみ特別の情報提供を求める根拠はどこにもない。そもそも同社が法というものをどのように考えているのか、まったく理解を超えている。大規模買付者に大規模買付ルールに従う旨の意向表明書の提出を求め、大規模買付者が提供した情報を取締役会が精査し、不十分であれば必要情報が揃うまで追加情報の提出を求め、大規模買付行為は取締役会による評価機関を経過しないと開始できないとし、さらに大規模買付ルールが遵守されていても買付行為が会社および株主全体の利益を著しく損なうと認められる時には対抗策をとるとする。いつからこの会社は立法者になったのかと、ただただ呆れるばかりである。証券取引法上の公開買付制度がこれほど徹底的に無視されて、規制責任者が何も反応しない

としたら、規制当局としての資格自体が疑われることになる。

#### 4 公開買付期間中の株式分割の違法性

本件大規模買付ルールによると、大規模買付者がこのルールに従わない場合の選択肢として、一定の基準日現在の株主に対して、1株を最大5株に分割する範囲内において、株式分割を行うことが示されている。

仮にこうした株式分割が公開買付期間中に行われる場合には、公開買付者が買付を予定していた株式数が最大5倍となり、それを当初の買付価格で買うという理不尽な結果を招来し、およそこうしたことが可能であるならば、日本で株式公開買付制度は将来にわたって葬り去られたも同然となる。

第一に、こうした株式分割を行う前提とされている大規模買付ルール自体が上記のように荒唐無稽なものであり、強行法規に違反する無効なルールであることは明らかである。株式分割を定める商法218は株式分割を取締役会決議によって行いうると定め、株式併合を定める214条が株主総会決議を求めさらに併合をなすことを必要とする理由の開示を求めているのとは異なるが、それは株式分割が株式併合ほどに株主の利益を害する可能性が少ないと見たためである。しかしそれでも株式分割にはあくまでも経営判断としての合理性がなければならぬことは当然であり、本件のように違法な大規模買付ルールの違反を根拠とする株式分割はそれ自体を公序良俗に反し違法と見ることができる。その意味において、仮に本件の株式分割決議が取締役会でなされても、取締役会決議は無効と解されるため、本来株主による違法行為差し止め(商272条)の対象となる。また、従来発想とは異なるが、本件株式分割によって発行される株式は新株であり、法令定款に違反する株式発行により既存株主が不利益をこうむる虞があるものとして、分割による違法新株の発行差し止め(商280条ノ10)も可能と解すべきである。様々な会社法ルールが、原則禁止という予防的なルールによっていた時代の会社法解釈は、原則自由の時代には、まったく新しい発想で新しい事態に対応する法律家の工夫と覚悟によって是正されなければならない。株式分割によって既存株主が害されることなどあり得ないという発想の時代は過去のものなのである。

第二に、公開買付期間中になされる株式分割は証券取引法違反を構成する。証券取引法上の公開買付制度は、前記のように流通市場外の大量株式取得を流通市場の競争原理に準ずるルールによって実現させようとするものであるところ、公開買付期間中に株式分割がなされれば、買付予定株式数や買付予定割合、買付代金等の、公開買付制度が予定していた前提がすべて崩れ、事実上公開買付制度の否定に繋がる。

証券取引法は、強制公開買付制度(証取法27条ノ2第1項)の適用除外として、例えば買付後の保有割合が5%を超えない場合を定めるが(同項3号)、株式分割はこうした割合を公開買付の途中で変えてしまうのであるから、内閣総理大臣に対する公開買付届出制度自体を無意義化し(発行済み株式総数が途中で変わるのでは法の適用の有無を定めること自体が無意味となりかねない)、結果的に公開買付届出書の虚偽記載をもたらすことになる。こう

した結果をもたらす行為を証券取引法は認めていないのである。また買付価格も、株式分割があれば価格は何分の一かに下がるのが当然だから、そうした市場原理に背く買付を強いることは、公開買付制度はもとより、公正な価格形成の確保を通じた市場メカニズムの意義を生命線とする証券取引法の基本的な目的・理念に真っ向から対立する。公開買付の公告に、買付目的・買付等の価格、買付予定株数等を記載しても(証取法 27 条ノ 3 第 1 項)、株式分割がその直後に行われることを許すのでは、公告制度自体も投資家を誤らせる制度(虚偽公告)と化すことになる。公開買付公告や届出書の訂正も(証取法 27 条ノ 7、27 条ノ 8)、公開買付者が行った情報の訂正を前提としており、買付対象会社による他律的な前提条件の変更は証券取引法が予定していない。

証券取引法の規定全体を通じて、公開買付制度は流通市場の存在を前提として成り立っており、既存株主だけでなく、買付予定者を含むすべての投資家が平等に扱われることを当然視して制度が構築されている。公開買付制度の意義を全体として喪失させる買付期間中の株式分割が証券取引法違反を構成することは解釈上自明である(ルールが原則自由化した今日、法の解釈の重要性が著しく高まっている。条文に書いてないから良いという発想は証券市場が有する公共財としての国民経済的意義を忘れた反社会的な姿勢であり、証券取引法を交通法規化させる法曹の墮落でしかない)。内閣総理大臣は、今すぐにもそうした株式分割が行われることを表明する本件大規模買付ルールの破棄を求め、そして実際に株式分割を行われようとする際には、その差し止めを求めて、直ちに緊急停止命令を申し立てて(証取法 192 条)、証券取引法の規制責任者としての責任を全うすべきである。行政がこうした臨機の対応をとらないことにより買付の断念に追い込まれ、あるいは買付者が損害を被った場合には、そのことが国家賠償請求の根拠ともなりうる可能性を否定しがたい。また結果的に公開買付にかかる情報開示制度を無意義する行為を行った者に対しては、最低限不公正取引に関する包括規定の適用により(証取法 157 条ないし証取法 158 条にいう偽計取引)、それを推進した者に対する刑事罰の適用も考慮すべきである(虚偽公告等の提出者に準じた責任を追及することも考えられる)。

第三に、株式分割の弊害を最小限度に抑え込み、制度の趣旨を全うさせるためには、解釈上、買付期間中の株式分割が行われた場合に、買付者が当初予定していた買付株数等が自動的に分割倍数に増加すると解することも考えられる。何らの公的な対応が取られない場合には、最低限こうした解釈を用意することは必要である。しかし所詮これは弥縫策にすぎず、公開買付期間中の株式分割を有効と認めた上での解決は、証券市場への信頼失墜を放置することに繋がりがかねない。

#### 6 希釈化防止条項と公開買付の撤回

以上のように、公開買付期間中の株式分割がなされること自体を防止することが必要であり、またその前提として、かかる公開買付が会社法的にも証券取引法的にも違法であることを確認する必要がある。しかし、そのような理解が一貫して貫かれるかに不安を覚える実務の立場に配慮して、公開買付の届出に際してそうした不当な事態が発生したとして

も安心できる実務的対応を行う責任が規制当局にはある。仮に以下のような対応が取られない場合には、この問題から生じうる当事者のリスクを完全に排除すべき責任を、規制当局として事後的に果たさなければならないことになる。

#### (1)希釈化防止条項

公開買付期間中に株券の発行者が株式分割した場合に備えて、公開買付届出書中の買付等の価格に関して、予め希釈化防止規定<sup>1</sup>を設けておき、実際に株式分割がなされた場合は希釈化防止規定により株式分割の分割割合に対応して、買付予定の株券等の数を増加させるとともに、公開買付価格の修正を行うことを認めるべきである。証券取引法 27 条ノ 6 第 3 項は、買付価格の引き下げを禁じているが、投資家の期待に反し買付者が身勝手に買付価格を引き下げるのとは異なり、公開買付制度を蹂躪する買付期間中の株式分割に応じて消極的にいわば義務的に修正するのであるからこれが認められるのは当然である。解釈上はこうした条項がなくとも当然に修正されると解される余地があるが、そうであるならそのことを明示することを許す方が投資家に対しても親切な対応である。というより、むしろ株式分割が実施されれば株価がその分下がるというのは、市場原理そのものであるから、証券市場での公正な価格形成確保に責任をもつ規制当局としては、かかる修正が行われないうちに放置することの方が問題であり、念のため希薄化条項を付けるように指導する暗い積極的な姿勢が望まれる。

#### (2)公開買付の撤回

次に、公開買付届出書中において予め対象会社が公開買付期間中に株式分割の基準日を設定した場合に、公開買付を撤回する旨の規定を設けておき、実際に公開買付期間中に株式分割の基準日が設定された場合に公開買付を撤回することも認められるべきである。

証券取引法 27 条ノ 11 第 1 項は、公開買付者による公開買付の撤回は原則として許されないとしている。ただし、例外として「公開買付者が公開買付開始公告および公開買付届出書において公開買付けに係る株券等の発行者の業務もしくは財産に関する重要な変更そ

---

<sup>1</sup> 希釈化防止規定とは、たとえば、次のような規定をいう。すなわち、「公開買付期間中に対象者が対象者株式について商法第 218 条に定める株式分割に関する取締役会決議を行い、かつ、かかる決議において公開買付期間中の一定の日が同第 219 条 1 項に定める『会社ノ定ムル一定ノ日』（いわゆる基準日）として定められた場合（以下、かかる場合を『公開買付期間中に対象者が株式分割の基準日を設定した場合』といいます）、当社は、株式分割により細分化された株式を買付け等の対象とします。したがって、このような場合、『1 株につき金 550 円』との記載は、『1 に分割の比率を乗じた数の株につき金 550 円』と読み替えます。」又は「公開買付期間中に対象者が対象者株式について商法第 218 条に定める株式分割に関する取締役会決議を行い、かつ、かかる決議において公開買付期間中の一定の日が同第 219 条 1 項に定める『会社ノ定ムル一定ノ日』（いわゆる基準日）として定められた場合（以下、かかる場合を『公開買付期間中に対象者が株式分割の基準日を設定した場合』といいます）、当社は、株式分割により細分化される株式を買付け等の対象とします。細分化される株式 1 株あたりの買付け等の価格は、次の算式により計算する結果生じる価格（但し、1 円未満の端数を切り上げます。）となります。細分化される株式 1 株あたりの価格 = 株式分割前の買付け等の価格 × 1 / 分割の比率」という内容の規定をいう。

の他の公開買付けの目的の達成に重大な支障となる事情(政令で定めるものに限る)が生じたとき」には撤回が可能である。その上で政令には、株式交換・会社分割・合併等が列挙され、さらにこれらの事項に「準ずる事項で公開買付者が公開買付開始公告および公開買付届出書において指定したもの」が規定されている(政令 14 条 1 項 1 号ヲ)。

ここに列挙された事項は、公開買付対象者側の事情で公開買付を行う意義が減少ないし喪失した場合であるが、株式分割はここに列挙された事項の中でも、合併等に比較すると、より露骨に公開買付の意義を失わせるものであるから、少なくとも公開買付者による指定が認められるのは当然である。合併や会社分割が列挙されている理由の一つには、合併比率の不公平ないし手続中に行われる株式分割を理由とする場合も多いと思われ、その意味からも、株式分割自体を撤回事由として指定することは認められる。公開買付が買付期間中の株式分割によって目的を達成できない事態はきわめて不当であるが、状況の変化に買付の撤回の可能性を残しておくことは買付者として最低限の要請であり、これを認めないことは、規制当局が公開買付制度を蹂躪する者の側に立つことを明らかにするに等しいといえる。

以上

平成 17 年 7 月 15 日