

平成 17 年 7 月 15 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)

関東財務局に対する上申書の提出についてのお知らせ

当社は、7月20日に提出を予定している日本技術開発株式会社(コード番号9626 ジヤスダック)の株式についての公開買付届出書に関し、本日添付の内容の上申書を関東財務局に提出したのでお知らせします。

以 上

上 申 書

平成 17 年 7 月 15 日

関東財務局 御中

株式会社夢真ホールディングス代理人
弁 護 士 三 井 拓 秀

同 大 塚 和 成

同 熊 谷 真 喜

同 根 井 真

同 三 部 裕 幸

同 西 岡 祐 介

当職らは、株式会社夢真ホールディングス（以下「夢真 HD」という。）が、日本技術開発株式会社を対象者とする公開買付に関する公開買付届出書を貴局に提出するに先立ち、夢真 HD の法律顧問として、次のとおり上申する。なお、当職らの意見は、早稲田大学法学部・大学院法務研究科上村達夫教授及び同黒沼悦郎教授が意見書で述べるところに沿うものである。

第 1 上申の趣旨

- 1 公開買付を行う者（以下「買付者」という。）が、公開買付期間中に株券の発行者（以下「対象者」という。）が商法第 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を同第 219 条第 1 項に定める「会社ノ定ムル一定ノ日」（いわゆる基準日）として定めた場合に備えて、公開買付届出書に記載する買付け等の価格（以下「買付価格」という。）に関して、予め希釈化防止規定¹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従って株式分

¹ 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、

割の分割比率に応じて、買付予定の株券等の数を増加させるとともに、買付価格の修正を行うことは、認められると考える。

- 2 買付者が、公開買付開始公告及び公開買付届出書において、予め、公開買付けを撤回する条件として対象者が公開買付期間中に株式分割の基準日を設定することを指定し、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けを撤回することは、認められると考える。

第2 希釈化防止規定を設けることは認められる

1 問題の所在

公開買付期間中に基準日を設定して行われる株式分割の分割比率に応じて買付価格の修正を行うことが、「買付け等の価格の引下げ」を禁じる証券取引法第27条の6第3項に反しないかが問題となる。

2 検討

(1) 文言解釈として「買付け等の価格の引下げ」には該当しない

そもそも、株式分割とは、単に既存の株式を細分化して従来よりも多数の株式とすること²をいい、各株式の実質的内容を形式的に分けるだけのことであることから、株式分割がなされても、会社資産や資本に変化はなく、発行済株式総数が増加するに過ぎず、株主としても、持株数は増えるが、その合計した価値はそれまで持っていた株式の価値と同じである。このことに鑑みれば、株式分割の分割比率に応じて買付価格を修正することは、公開買付開始時に一単位であった対象物（株式）が形式的に複数単位になったことに伴い、評価（買付価格）の対象を公開買付時の一単位あたりから株式分割後の一単位あたりに引きなおす行為にほかならず、単に同一の対象物への評価を変化させる行為とは次元を異にするといえ、文言解釈として「買付け等の価格の引下げ」には該当しない。

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条第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、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。

² 鈴木竹雄・「新版会社法[全訂第五版]」（弘文堂、1994）131頁以下

(2) 希釈化防止規定は立法趣旨に抵触しない

また、証券取引法第 27 条の 6 第 3 項において、「買付け等の価格の引下げ」が禁止されている趣旨としては、応募株主への不利益の防止³、相場操縦に利用されることの防止⁴、一般投資者への不利益の防止⁵、買付価格均一原則の徹底⁶、意図的に公開買付を失敗させることによる公開買付撤回制限の潜脱の防止⁷、高い価格を提示し、相場を変動させた者としての責任の全う⁸などが挙げられているが、株式分割の性質に鑑みれば、株式分割の分割比率に応じて買付価格を修正することはこれらの趣旨のいずれにも抵触しない。

すなわち、希釈化防止規定は、分割後の複数の株式の価値の合計が、分割前の株式の価値と等しくなるように修正するものであり、かつ株式分割がなされた場合に当該分割比率に応じて買付価格の修正が行われることは、公開買付届出書により予め記載されており応募株主も認識しうるから、希釈化防止規定に従って買付価格を修正することは、買付価格の修正の前後を問わず、応募株主に不利益を課すものではないことは明らかである（ ）。また、株式分割の前後を通じて、公開買付の対象物に対する評価を変動させていない以上、当該価格修正のみを要因として株式相場が変動することは想定しがたく、かつ株式分割の有無は買付者がコントロールすることができない事項であるから、これを利用して相場操縦することはできない（ ）。また、株式分割後に希釈化される株式を、希釈されないことを前提として提示された当初の買付価格で譲渡できることについての一般投資家の期待は保護に値しないし（ ）株式分割がなされた場合は、一律に修正された価格によって公開買付を行うものであるから、買付価格均一原則に反するものではない（ ）。さらに、株式分割の分割比率に応じて買付価格を修正することは、適正な価格により公開買付を成功させるために行うものであり、希薄化防止条項が公開買付撤廃制限を潜脱する目的に利用されることはない（ ）。また、株式分割は、買付者が自ら原因を招いたものではなく、対象者の行為により不適切な買付価格となった場合には、もはや自己責任を全うすべき場面ではなく、買付者には当初の公開買付価格を維持する責任があるというための基礎を欠くというべきである（ ）。以上のとおり、株式分割の分割比率に応じて買付価格を修正することは、法第 27 条の 6 第 3 項の趣旨に抵触しない。

³ 内藤純一・「新しい株式公開買付制度[中]」(商事法務 1221 号、1990) 25 頁

⁴ 神田秀樹・「注解証券取引法」(有斐閣、1997) 303 頁

⁵ 近藤、吉原、黒沼・「証券取引法入門」(商事法務研究会、1995) 201 頁

⁶ 大蔵省証券局企業財務第 2 課・「改正証券取引法解説」(税務研究会出版局、1971) 223 頁

⁷ 神田・前掲注 2・302 頁

⁸ 龍田節・「証券取引法」(悠々社、1994) 247 頁

- (3) 希釈化防止規定を置かない場合、事後の司法的救済を受けることが困難であり、かつ弊害が伴う

株式分割については、新株発行の差止請求権(商法第280条の10)のような「株主が不利益ヲ受クル場合」における独立した差止請求権が認められていないことから、買収者たる特定株主をねらい打ちにした買収防衛を目的とする株式分割について株主が司法的救済を受けるためには、一般規定たる取締役の行為に対する株主の差止請求権(商法第272条)によらざるを得ない。しかし、株式分割によって「会社二回復スベカラザル損害ヲ生ズル虞」が生じること等を立証することは困難であるし、原告適格として6か月の継続保有要件が設けられていることから、裁判所に提訴することすらできない場合がある。したがって、株式分割の分割比率に応じて買付価格の修正を行うことが認められないとすると、買付者にとっては、株式分割により価値が希釈化された株式を当初の買付価格で取得しなければならないことになって、多大な経済的損失を被ることになり、かつ、経営者にとっては、容易に自己保身目的で濫用的な買収防衛を行うことが可能となってしまう。

しかし、このように買付者に多大な経済的損失を被らせることを許容すれば、安心して公開買付を行うことは不可能であり、公開買付制度を機能不全に陥らせることになりかねない。そもそも、商法が、特定「株主が不利益ヲ受クル場合」における株式分割の差止請求権を認めていないのは、株式分割が防衛目的で利用されることをおおよそ想定していなかったからであり、株式分割を「TOB破り」に用いることは、明らかな脱法行為である。買付人の財産権(憲法第29条第1項)への配慮や過剰な防衛策の発動に対して注意を促している経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」にも明らかに反する。

3 結論

以上から、公開買付期間中に基準日を設定して行われる株式分割の分割比率に応じて買付価格の修正を行うことは、「買付け等の価格の引下げ」を禁じる証券取引法第27条の6第3項に抵触せず、予め買付条件として希釈化防止規定を設けておき、実際に株式分割がなされた場合に、かかる規定に従って株式分割の分割比率に応じて買付予定の株券等の数を増加させるとともに買付価格の修正を行うことは、認められると考える。

第3 株式分割の場合において公開買付を撤回することは認められる

1 問題の所在

対象者が、公開買付期間中に基準日を設定して株式分割を行うことが、公開買付を撤回することができる場合について定めた証券取引法施行令第14条第1項第1号の「イからルまでに掲げる事項に準ずる事項」に該当するかが問題となる。

2 検討

(1) 株式分割も「イからルまでに掲げる事項に準ずる事項」に該当する

証券取引法施行令第14条のうち第1項第1号は、対象者の業務執行を決定する機関が同号に規定される事項を行うことを決定した場合には、買付者が公開買付の撤回を行うことを認めている。そして、1号イからルまでに掲げる事項はすべて、対象者の業務執行を決定する機関が決定するものであって買付者がコントロールすることができず、かつ、かかる事項の発生により対象者の資産自体が大きく変動する結果、公開買付により取得する株式の価値も変動してしまうものである。

株式分割もまた同様に、対象者の業務執行を決定する機関である取締役会が決定する事項であって買付者がその発生をコントロールすることができないし、

株式が細分化される結果⁹公開買付により取得する株式の価値が変動してしまうものである。このように、株式分割は、買付者が発生をコントロールできないという点と買付者に与える影響の内容という点において1号イからルまでに掲げる事項と共通するから、イからルまでに掲げる事項に「準ずる事項」に該当すると考えられる。

なおこの点、1号イからルまでに掲げる事項が総会決議事項であり、株式分割が取締役会決議事項であることを捉えて、その商法上の位置づけが異なる（すなわち、重要性の程度が異なる）として株式分割は「イからルまでに掲げる事項に準ずる事項」とはいえないとする見解のあることが考えられる。しかし、商法において株式分割が取締役会決議事項とされるのは、株式分割が単に株式を細分化

⁹ 株式とは、会社財産に対する割合的持分であるところ、列挙事項は会社財産を変動させる結果、株式の価値を変動させるものであるのに対し、株式分割は、割合を変動させる結果、株式の価値を変動させるものである。

するだけで既存株主の利益に実質的影響がないから¹⁰であって、商法上の権限分配に関する議論と、証券取引法施行令第 14 条の解釈は全く関係がない。どのような場合に買付人に公開買付の撤回を認めるかということは、公開買付制度の趣旨・目的に照らして判断すべきであり、以下イに示す株価操作のおそれの防止及び買付者が負担するリスクの限定という同条の趣旨に鑑みれば、買付者がその発生をコントロールすることができないものかどうか、買付人が公開買付により取得する株式の価値を変動させるものかどうかという基準により、イからルまでに「準ずる」事項か否かを判断すべきである。

(2) 株式分割の場合において公開買付の撤回を認めることは立法趣旨にも沿うものである

公開買付開始公告後の撤回が証券取引法第 27 条の 11 において原則として禁止されている趣旨は、買付者自身の事情変更による撤回を幅広く認めると、安易に公開買付及びその撤回が行われ、株価操作につながるおそれが生ずるからであるとされており、一方で一定の場合に撤回を認めているのは、例外なく公開買付の撤回を認めないとするのは、買付者のリスクが過大になる場合もあることなどを考慮したことによるとされている¹¹。

そして、上述したとおり、対象者の取締役会が株式分割を決定した場合であって、株式分割の分割比率に応じた買付価格の修正が認められないときには、公開買付を継続させることは買付者に分割前の価格で分割後の細分化された株式を買い付けることを強制するものであり、買付者に過大な損失及びリスクを負担させることになる。また、証券取引法施行令第 14 条第 1 項第 1 号において対象者そのものの価値や評価を変動させる可能性がある事項のみが例示列挙されているのは、対象者そのものの価値や評価は変動させないが買付の対象たる株式の価値そのものを変動させる株式分割という行為が、公開買付期間中に脱法的に行われる事態を想定していなかった、すなわち、株式分割を用いた濫用的な買収防衛策が採られることを想定しなかったからにすぎず、証券取引法施行令第 14 条第 1 項第 1 号が、株式分割等の対象者の価値や評価は変動しないものの買付けの対象それ自体の価値が変動する事項により買付者に過大なリスクを課す場合を敢えて撤回事項から除外していると考えられる合理的理由は存在しない。

そもそも 1 号㉟のようなバスケットクローズが設けられている趣旨は、法が個別具体的には想定していなかったが株価操作のおそれの防止と買付者が負担する

¹⁰ 神田秀樹・「会社法[第 6 版]」(弘文堂、2005) 96 頁

¹¹ 河本、関監修・「逐条解説証券取引法 [新訂版]」(商事法務研究会、2002) 282 頁

リスクの限定という令第 14 条の趣旨・目的に照らして、例示列举に「準ずる」事項として取り扱うことがふさわしい事項を救済するためであると考えられる。したがって、法が想定していない脱法的な買収防衛策としての株式分割を「準ずる事項」に含めることは、まさに同号の趣旨に適った解釈である。

3 結論

したがって、株式分割は「イからルまでに掲げる事項に準ずる事項」に該当するものといえ、公開買付開始公告及び公開買付届出書中において予め、対象者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は公開買付を撤回することを指定しておき、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は、認められると考える。

以 上