

夢真HDの日本技術開発に対する敵対的買収事件が示したもの

～買収防衛策としての株式分割の役割と現行TOBの問題点～

福本 葵

1 はじめに

日本においても敵対的買収が増加している。ライブドアによるニッポン放送新株予約権差止請求、ニレコの新株予約権発行差止め、そして、本稿で取り上げる夢真ホールディングスによる日本技術開発の株式分割差止請求と、司法の判断もなされている。また、自由民主党の総合経済調査会「企業統治に関する委員会」、経済産業省の企業価値研究会や金融審議会第一部会の下の公開買付制度等ワーキング・グループなど、敵対的買収に関する議論が多方面で活発になされている。

夢真ホールディングス（以下、夢真HD）の日本技術開発に対する敵対的買収は、エイトコンサルタントというホワイトナイトの出現により、一応の終結を見たように思われた。しかし、その後の報道では、夢真HDが更に日本技術開発の株式を買い進めているとされている。⁽¹⁾一〇月一二日時点で、夢真HDは、議決権総数の二二・四四%を所有し、日本技術開発の筆頭株主となった。その後、TOBが終結したエイトコンサルタントが夢真HDを逆転し、日本技術開発の筆頭株主となった。このように、本件買収は長期化の様相を呈している。夢真HDによる一連の買収は、敵対的買収防衛策としての株式分割の役割や株式公開買付に関する様々な問題点を浮き彫

りにした。本稿では、これらについて整理したい。

2 夢真HDによる日本技術開発の敵対的買収の経緯

(1) 経緯

①日本技術開発の敵対的買収防衛策

以前より、大証ヘラクレス上場の建設施工管理業務請負会社夢真HDは日本技術開発に接触していたとされるが、一連の買収が表面化するのには、二〇〇五年七月八日、ジャスダック上場の総合建設コンサルティング会社、日本技術開発の事前警告型買収防衛策の導入の発表に始まる(表1)。事前警告型の買収防衛策は、松下電器産業や東芝も導入した買収防衛策の形態である。これはあらかじめ取締役会の同意を得たものを除く二〇%を超える大規模買収者が現れたときに、当該買収が日本技術開発の定める「大規模買付のルール」に基づき、対抗措置を取るか否かを判断するものである。対抗措置としては、今回問題となった株式分割のほか、新株予約権または新株の発行を予定している。

②夢真HDのTOB方針の発表

七月一日、夢真HDは日本技術開発株の公開買付(以下、TOB)方針を発表する(表1)。このときの予定買付価格は一株につき五五〇円²⁾、買付予定株式総数は、三四九万一〇〇〇株、買付期間は七月二〇日から八月九日までの二二日間としていた。夢真HDは日本技術開発株を公開買付前に既に五〇万九〇〇〇株(所有比率六・八三%)取得しており、公開買付予定株数を合わせると、買付後予定株式数は四百万株となる。つまり、本

表 1 買収の経緯

	日本技術開発	夢真HD	エイトコンサルタント
7月8日	事前警告型防衛策導入の発表		
7月11日		日本技術開発に対するTOB方針発表	
7月15日		金融庁に上申書提出	
7月18日	株式分割発表		
7月20日		TOB開始	
7月21日		株式分割差止仮処分を東京地裁に申請金融庁に第27の8条1項に基づく訂正届出書受理	
7月22日		TOB価格および期日の変更発表	
7月29日	東京地裁決定		
	新株予約権発行を発表		
8月1日		TOB買付予定株数の変更発表	
8月2日	権利株売買最終日 エイトコンサルタントにTOBおよび業務提携の要請		
8月3日	権利落ち		日本技術開発にTOB賛同の要請
8月5日	権利株最終決済日		TOB発表
8月8日	株式分割基準日 権利を得た後の株式売買初日 エイトコンサルタントによるTOBに対する賛同を表明		TOB開始
8月9日		変更前TOB終了日	
8月11日	8月8日に売買された株式の決済日		
8月12日		TOB終了日	
8月13日		349万4千株（所有割合10.59% 議決権ベース11.66%）	
8月25日		鎌田社長辞任	
9月17日	新株予約権中止を発表		
9月29日	定時株主総会		
9月30日			TOB期間変更10月13日まで
10月3日	株式分割の効力発生日		TOB終了
10月6日			業務提携を行うことの条件変更 TOB10月17日まで期間延長および買付予定株数変更17,428,387株から6,951,000株へ
10月17日			議決権ベース25.04%の筆頭株主に
10月25日		議決権ベース22.44%第二位株主に	

(各社プレスリリースより作成)

件TOBが成功すると日本技術開発発行済み株式総数の五三・七一%、議決権ベースでは五九・一一%の株主となる。

③ 上申書の提出

夢真HDは、七月二〇日から始まるTOBに関する上申書を、関東財務局に提出した(表1)。上申書には、本件TOBに関する様々な問題点につき、夢真HDサイドの意見が付されている。詳細は後述する。

④ 日本技術開発株式分割発表

七月一八日、日本技術開発は基準日を八月八日(月)、とする一対五の株式分割を行うと発表した。分割の効力発生日は一〇月三日である。この株式分割は、先に述べた事前警告型の敵対的買収の防衛策の一環としてなされたものである(表1)。

⑤ TOB開始

七月二〇日、夢真HDによる日本技術開発株のTOBが開始された。

⑥ 株式分割差止仮処分申請

七月二一日、夢真HDは日本技術開発の株式分割差止め仮処分を東京地方裁判所に申請した。また同日、証券取引法第二七条の八第一項に基づく訂正届出書が関東財務局に受理された。

⑦ T O B の条件変更

日本技術開発の株式分割の発表また金融庁へ提出していた訂正届出書が受理されたことを受け、夢真HDは当初発表したT O B の条件を変更すると発表した。変更の内容は以下の二点である。第一点は、買付価格を当初の五五〇円から一一〇円にすること。第二点は、買付期間を、当初は七月二〇日から八月九日としていたものを、七月二〇日から八月一二日とするものである。この時点では買付予定株式数を変更していない。当初の三四九万
一〇〇〇株のままである。

⑧ 東京地裁決定

七月二九日、東京地裁は株式分割差止仮処分の申立てを却下した。詳細は後述する。

⑨ 新株予約権発行を発表

七月二九日、日本技術開発は新株予約権発行の発表を行った。これは敵対的買収防衛策の一手段として行われるものである。内容は、以下の通りである。一〇月二五日株主名簿上の株主一株につき一新株予約権を無償で発行する。申込期間は平成一七年一月一八日から二月五日であり、申込を行った者に対し、一二月一二日に新株予約権が発行される。予約権が発行される場合は、一二月一四日から二月三〇日までの間に権利を行使しなければならぬ。予約権行使のためには一株につき一円の払込が必要である。大量買収者である夢真HDおよびその関係者はこの権利を行使できない。

⑩ TOB 予定株数の変更

八月一日、夢真HDはTOBの予定株式数を三四九万一〇〇〇株から一七四五万五〇〇〇株（株式分割後の発行済み株式総数の約四六・九％）に変更した。

⑪ 株式分割権利落

株式分割の基準日である八月八日の株主名簿に記載されるためには、八月二日までに売買が成立しておらなければならぬ。八月二日に売買された株式の決済日は八月五日となり、翌営業日である八月八日に名義書換請求を行うことができる。八月三日は権利落ちとなり、この日より権利落ちは、株価に反映されている。

⑫ エイトコンサルタントのTOB

八月二日、日本技術開発はエイトコンサルタントにTOBによって株式の五〇％以上を保有すること、およびそれを条件に業務提携をすることを要請した。エイトコンサルタントはこれを受け、八月五日、日本技術開発に対し、TOBに賛同することを表明するよう要請した。そして、八月八日、日本技術開発はその旨を発表した。エイトコンサルタントは敵対的買収防衛策の一つである、いわゆるホワイトナイトということになる。八月三日、エイトコンサルタントは日本技術開発のTOBを行うことを発表した。エイトコンサルタントのTOBは八月八日の初回の発表から、買付予定期間および買付予定株数については、変更がなされている。最終的な買付予定期間は八月九日から一〇月一七日の七〇日間、買付予定株式数は当初、一七四二万八三八七株（議決権比率五〇・一〇％）であったものが、六九五万一〇〇〇株（議決権ベース二〇・〇％）に変更された³。買付価格は過去三ヶ

月の終わり値の平均(約八七円)に約三六%のプレミアムを加えた一一八円とした。

⑬ 夢真TOBの終了

八月二日、夢真HDのTOBは終了し、翌日、買付後の日本技術開発の株式は三四九万四千株、所有割合で一〇・五九%となったことを発表した。

⑭ 新株予約権発行の中止発表

九月一七日、日本技術開発は、新株予約権発行の中止を発表した。九月二九日は定時株主総会が開催された。一〇月三日に、株式分割の効力発生日を迎えた。

⑮ エイトコンサルタントTOB終了

夢真HDはTOBの後も粛々と日本技術開発の株式を買い進めており、一〇月二四日には二〇%超を取得したことが報じられた。この結果、日本技術開発の筆頭株主となった。一方、一〇月一八日、エイトコンサルタントのTOBが終了し、その結果、八五七万七九五八株を取得、発行済株式総数に対する割合は議決権ベースで二五・〇四%となり、夢真HDの所有持ち株数を上回ったため、筆頭株主となったことが発表された。

一連の買収の結果、株価が上昇し、エイトコンサルタントの提示した公開買付価格の一一八円よりも上回った。このため、夢真HDもエイトコンサルタントとともに予定していた株数を買付けることができなかった。ホワイテナイトであるエイトコンサルタントが筆頭株主となったとはいえ、夢真HDとの持ち株割合の差はわずかで

ある。今後は双方が事業計画を提案し、その優劣の株主に問う、いわゆるプロキシーフアイトの可能性も色濃くなってきた。本件敵対的買収は第二段階に入り、予断を許さない情勢となった。

(2) 株式分割は敵対的買収防衛策となるか

夢真HDのTOB開始は七月二〇日であった。株式分割の発表を七月一八日、つまり、TOB開始前としたのは、買付コストを増加させなければならないという不測の損害を、夢真HDが蒙る余地を払拭する目的があったとされる。⁽⁴⁾

株式分割は八月八日の株主名簿上の株主の所有株式一株につき五株の割合で分割された。そして、その効力発生日は商法二一九条二項の「別段の日」として一〇月三日とした。株式分割の八月八日から効力発生日の一〇月三日まではおよそ二ヶ月ある。株式分割の効力発生日を一〇月三日にしたことには、二つの理由が考えられる。一つは、同日が定時株主総会の終結後であることである。日本技術開発は六月決算会社であるため、九月末に定時株主総会を予定していた。日本技術開発では、当初より、夢真HDにTOBを定時株主総会の終結時まで延期するよう要請していた。効力発生を定時株主総会の後に設定する意向があったと考えられる。二つ目の理由は、株式分割の手続上生じるものである。通常でも、株式分割の基準日から効力発生日まで、およそ一ヶ月以上を要している。株式分割によって生じた新株券を発行するためには、時間が必要であるため、このようなタイムラグが生まれている。このようなタイムラグについては、株式分割銘柄の信用取引の担保割れを招くなど、以前から問題であるとされてきた。⁽⁶⁾ また、この間は当日決済取引を除いては新株券の売買ができない。そのため株式分割を行った銘柄は、価格変動リスクに晒される。一対一〇〇などの大幅な株式分割を行った結果、需給のバランス

が崩れたために、株価が乱高下するという事態が生じていた。⁽⁷⁾

しかし、このタイムラグがあるからこそ、今回の株式分割は敵対的買収防衛策の「時間稼ぎ」策としての存在意義がある。本件では、回避できた問題であるが、仮に期間中に株式分割の発表があり、そのためにTOBの買付価格の引き下げが認められることになる場合や、株式分割によるTOBの撤回そのものが認められようとすれば、株式分割は有効な敵対的買収防衛措置としての役割を果たすことができない。このタイムラグの期間を稼ぐ「時間稼ぎ」の手段にしかなりえないことになる。

更に今後株式分割がこの「時間稼ぎ」にもなりえないものとなることが予想される。保管振替機構の「みなし預託」の利用によってである。⁽⁸⁾ 対一〇〇などの大幅な株式分割が多発したため、保管振替機構は平成一七年六月一〇日付けで発行会社に「みなし預託」を活用し、株式分割の効力発生日を割当日の翌日とすることを発行会社に依頼した。⁽⁹⁾ 平成一八年一月四日以降、保管振替制度にある株式の株式分割の効力発生日は、割当日の翌日になる。

株式分割は、現段階では「時間稼ぎ」の敵対的買収防衛策になりうる。しかし、平成一六年商法改正で、平成二一年六月のある日までには、株式はペーパーレス化されることが既に決まっている。その後、公開会社に強制される株券不発行会社は株式分割の割当日の翌日を効力発生日とすることになる。つまり、株券ペーパーレス化後は、株式分割は敵対的買収に対する「時間稼ぎ型」防衛策ともなりえないこととなる。

(3) 本件が提示したTOBの問題点

本件は株式分割に関する問題のみならず、それを含めた現行TOBの様々な問題点を浮彫にした点においても

注目される。どのような問題を浮彫にしたか整理したい。

① T O B 期間中の株式分割は可能か

本件、株式分割は大量買収者である夢真 H D が不足の損害を被るおそれを回避するため、T O B 開始の直前に発表された。しかし、仮に T O B 期間中に株式分割が発表された場合、そのような株式分割は可能か。この問題に関しては、本件が直接該当しなかつたので、司法の判断が下されていない。残された課題となっている。

② T O B に株式分割を理由とする撤回条件を付すことは可能か

証券法二七条の一⁽¹⁰⁾および証券取引法施行令一四条一項⁽¹¹⁾にあるように、株式交換や株式移転、解散といったいくつかの例外を除いては、T O B は撤回をすることができない。証券取引法が T O B の撤回を禁じる理由は、買付者が簡単に撤回できることになれば、安易な公開買付が行われ、株価操作に利用されることが心配されたからであるとされている。⁽¹²⁾ T O B の撤回が簡単になされると、例えば、高い値段の買付価格を示して相場を上げ、所有株式を売り抜けた後に撤回するなど、相場操縦が行われる可能性があるからである。しかし、これには例外がある。株券の発行者の業務または財産に関する重要な変更その他の公開買付の目的の達成に重要な支障となる事情が生じたときは公開買付の撤回等を行うことがある旨の条件を付した場合はこの限りではない。この例外は証券取引法施行令一四条一項に限定列举されている。撤回事由には、株式交換や株式移転などがある。しかし、この中に株式分割は含まれていない。この点が問題となる。株式分割は限定列举されている株式交換や株式移転に準じるか、株式交換を撤回事由に含めることは果たして立法趣旨に反しないかという問題である。

この点について、夢真HDは金融庁に提出した上申書に記載した。上申書には、「株式分割も証券取引法施行令第一四条第一項第一号ヲの「イからルまでに掲げる事項に順ずる事項」に該当するとしている。その理由は、「二号のイからルまでに掲げる事項はすべて、①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、②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①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つ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、②株式が細分化される結果公開買付により取得する株式の価値が変動してしまうというものである。」ことをあげている。また、上申書では、「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沿うものである。」としている。「対象者の取締役会が株式分割を決定した場合であつて、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およびリスクを負担させるものになる。」としている。

金融庁では上申書を受理し、これを認める見解を下したとされている。⁽¹³⁾ 前述のように、株式分割によるTOBの撤回が認められるとなると、株式分割は敵対的買収の防衛策としての役割を果たさなくなる。本件においても、株式分割は単なる時間稼ぎに過ぎず、被買収者側は、その間に新株や新株予約権の発行といった有効な敵対的買収防衛策を講じる必要がある。

③株式分割によるTOBの価格の引き下げは可能か

本件TOBにおいて、金融庁が訂正報告書を受理したことを受けて、価格の引き下げが発表された。上申書にも株式分割による買付価格の引き下げは、証券取引法二七条の六第三項に該当しないと記されている。また、株式分割の発表がTOBの開始前であったため、この問題も司法の判断が下されていない。しかし、仮にTOBの期間中に株式分割が発表された場合、先に述べた上申書にもあるように、価格の引き下げができなくなると大量買収者は予想以上の買付資金が必要となる。

④TOBの間中は法的には存在しないことになる分割後の株式をTOBの手続きを通じて買い付けることはできるか

この点についても、夢真HDが金融庁に提出した上申書には、「予め買付条件として稀釈か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。」と記載されている。株式分割の効力発生日に買付予定株数を増加させるということは、未だ存在しない株式分割後の株式をTOBの対象とすることである。そして、買付価格もこれを予定して引き下げることが可能であるとしている。

これについてもまた、金融庁はこれを承認したとされる。⁽¹⁴⁾株式分割の効力発生日に効力の発生する残りの四株を効力の発生前にTOBの対象とすることができるとなれば、株券がなくても権利を売却できることになる。これは株式譲渡自由の原則の例外である株式発行前の株式の移転となる。通常では売却できない株式発行前の株式をTOBに限り売買の対象とすることができることを意味する。

(4) 日本技術開発の株式分割差止仮処分命令―東京地裁平成一七年七月二九日決定

夢真HDにより申請された日本技術開発の株式分割差止仮処分を七月二九日、東京地裁は却下した。

株式分割については、「本件株式分割は、本件公開買付が成功した場合日にその効力の発生を同年一〇月三日以降まで引き延ばす効力を有するものの、法的には本件公開買付の目的を妨げるものではない。また、本件株式分割は、通常の株式分割と異なるものではないから、既存株主の権利の実質的変動をもたらすものではないといわなければならない。」と判示した。⁽¹⁵⁾

TOB期間後に効力が発生する株式分割によって付与される株式はTOBの対象となるかという点については、「本件株式分割は、本件公開買付期間中に基準日が設けられているところ、公開買付期間後に効力が生ずる株式分割によって付与される株式についても公開買付の対象となり得ると解することができ」と金融庁の見解を追認する形となった。

3 まとめ

本件で浮彫にされたTOBおよび株式分割の問題点のうち、前もって回避されたものもある。そのため、すべての問題点について、司法判断が下った訳ではない。今後はこれらの問題点についても、また、それ以外のTOBの問題点についても解決されなければならない。そのため、前述した自由民主党の総合経済調査会「企業統治に関する委員会」、経済産業省の企業価値研究会や金融審議会第一部会の下での公開買付制度等ワーキング・グループなどの会議において、TOBの問題点に関する議論が進行中である。

前述のように、本件においても撤回条件が付されたTOBが認められ、もはや株式分割は敵対的防衛策とはな

りえないものとなった。株式分割は単なる時間稼ぎの手段としての役割しか果たさなくなった。株式のペーパーレス化が進めば、株式分割の敵対的買収防衛策としての役割はますます低下する。また、一月二二日、東京証券取引所はいわゆる黄金株を導入する企業の上場を認めず、また上場会社が導入しようとする場合は、見直しの意向を表明し、応じない場合は、上場を廃止する措置を発表した。敵対的買収防衛策である新株予約権の発行も厳格に審査され、実行のためには厳格な手続きが要請される。一方、TOBのいわゆる三分の一ルールの廃止やTOBの対象範囲を限定する意見もある。敵対的買収の開始を示すTOBをどのように設計するか、そして、被買収側の敵対的買収防衛策をどのように設計するかは、互いにバランスを図られなければならない。制度設計には、攻守のバランスを上手く保つことが求められることになろう。

注

- (1) 一〇月一四日付け日本経済新聞
- (2) 七月一〇日までの三ヶ月間の終値平均(三二六円)を約六八%上回る価格。
- (3) これに先立つ一〇月六日、エイトコンサルタントは日本技術開発との業務提携の目的および条件の変更を発表した。業務提携の条件は、当初、日本技術開発株式の五〇・一〇%を買い付けることであったが、変更後は「公開買付の成功」とした。
- (4) 太田洋「日本技術開発の株式分割差止仮処分命令申立事件―東京地裁平成一七年七月二九日決定とその意義―」『商事法務』No. 一七四二、四四頁。
- (5) 商法第二一九条 前条第一項ノ決議ヲ為シタル場合ニ於テハ会社ハ株式ノ分割ヲ為ス旨及会社ノ定ムル一定ノ日ニ於

テ株主名簿ニ記載又ハ記録アル株主ガ株式ノ分割ニ因リ株式ヲ受クル權利ヲ有スベキ旨ヲ其ノ日ノ二週間前ニ公告スルコトヲ要ス

(6) 二 株式ノ分割ハ前条第一項ノ決議ニ於テ別段ノ定ヲ為シタルトキヲ除クノ外前項ノ一定ノ日ニ於テ其ノ効力ヲ生ズ
拙稿「株式分割と保管振替制度」『証券経済研究』日本証券経済研究所、第二九号、三四頁。

(7) 二〇〇三年、ライブドアの前身であるエッジが行った一対一〇〇の株式分割など大幅な株式分割が多数行われた。

(8) 拙稿前掲三五頁。

(9) これを受け、一月一日、ソフトバンクは「みなし預託」利用の株式分割を行うことを発表した。

(10) 証券取引法二七条の一 公開買付者は、公開買付開始公告をした後においては、公開買付けに係る申込みの撤回及び契約の解除（以下この節において「公開買付けの撤回等」という。）を行うことができない。ただし、公開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公開買付けに係る株券等の発行者の業務若しくは財産に関する重要な変更そ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。）が生じたときは公開買付けの撤回等を行うことがある旨の条件を付した場合又は公開買付者に関し破産手続開始の決定その他の政令で定める重要な事情の変更が生じた場合には、この限りでない。

(11) 証券取引法施行令一四条一項 法第二七条の一 第一項に規定する政令で定めるものは、次に掲げるものとする。ただし、第一号及び第二号に掲げるものにあつては、軽微なものとして内閣府令で定める基準に該当するものを除く。

一 対象者の業務執行を決定する機関が次に掲げる事項を行うことについての決定をしたこと（公開買付開始公告を行つた日以後に公表されたものに限る。）

イ 株式交換、ロ 株式移転、ハ 会社の分割、ニ 合併、ホ 解散（合併による解散を除く）、ヘ 破産手

〔統開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て、ト 資本の減少、チ 営業の全部又は一部の譲渡、譲受け、
休止又は廃止、リ 証券取引所に対する株券の上場の廃止に係る申請、ヌ 証券業協会に対する株券の登録の取
消しに係る申請、ル 預金保険法（昭和四六年法律第三四号）第七四条第五項の規定による申出、ヲ イからル
までに掲げる事項に準ずる事項で公開買付者が公開買付開始公告及び公開買付届出書（法第二七条の三第二項に
規定する公開買付届出書をいう。以下この条において同じ。）において指定したもの

(12) 近藤光男、吉原和志、黒沼悦郎『証券取引法入門』、商事法研究会、一九九五年、二〇一頁。

(13) 七月二二日、伊藤金融担当大臣記者会見

(14) 七月二二日、伊藤金融担当大臣記者会見

(15) 「日本技術開発の株式分割差止め仮処分命令申立事件東京地裁決定」『商事法務』No. 一七三九、一〇〇頁。

(ふくもと あおい・客員研究員)