

《判例研究》

## 株式分割による会社買収防衛策

—— 日本技術開発事件を素材として ——

[東京地裁平成17年7月29日民事第8部決定(確定)]

金 田 充 広

[事実の概要]

債務者Y会社(日本技術開発)は、建設コンサルタント業を営む株式会社である。平成17年7月20日現在、発行する株式の総数1200万株、発行済株式総数744万7440株であり、その発行する普通株式を株式会社ジャスダック証券取引所に上場している。債権者X会社(夢真ホールディングス)は、施工図作図や施工管理業務の請負事業および環境プラントの運転維持管理業務を主たる業務としているXグループの純粋持株会社であり、その発行する普通株式を株式会社大阪証券取引所ヘラクレスに上場している。Xは、平成17年6月15日にY株式32万9000株を取得し、その後も買い増し同年7月21日現在、Y株式50万9000株(発行済株式総数の約6.83パーセント)を保有するYの筆頭株主である。

YがXにY株式を大量に取得した目的等を聴くために面会したい旨を申し出たことにより、XとYは同月7日に会談し、その際、Xは、Yは高い技術を有しているので将来はXグループの中核になってもらいたいとして業務提携を申し入れ、その協議に応じる場合は、同月11日頃までにYの考えを提示してもらいたい旨要望した。結局、Yの要望もあり、Xは、同月15日までに意見をまとめてもらえれば結構である旨回答した。これに対して、Yは、同月8日、「大規模買付行為への対応方針に関するお知らせ」という文書を公表し、「①事前に大規模買付者がY取締役会に対し十分な情報を提供し、②Y取締役会による一定の評価期間が経過した後大規模買付行為を開始する。」とする「事前の情報提供に関する一定のルール」(以下「本件大規模買付ルール」という。)を導入し、大規模買付行為がされた場合の対応方針のうち、大規模買付者が本件大規模買付ルールを遵守しない場

合のものとして、「大規模買付者により、大規模買付ルールが遵守されなかった場合には、具体的な買付方法の如何にかかわらず、Y取締役会は、Y及びY株主全体の利益を守ることを目的として、株式分割、新株予約権の発行等、商法その他の法律及Y定款が認めるものを行行使し、大規模買付行為に対抗する場合がある。具体的にいかなる手段を講じるかについては、その時点で最も適切とY取締役会が判断したものを選択することとする。ただし、Y取締役会が具体的対抗策として一定の基準日現在の株主に対し株式分割を行うことを選択した場合には、株式分割1回につきY株式1株を最大5株に分割する範囲内において分割比率を決定するものとする。」旨明らかにした。

Xは、同月11日、取締役会においてY株式を公開買付けにより取得することを決議し、「公開買付けに関する取締役会決議についてのお知らせ」を公表した。Yは、これについてXに対し、同月12日、通知書を送付し、Y代表取締役宛てに本件大規模買付ルールに従う旨の意向表明書の提出、公開買付けの延期などを要請した。しかしXは、同月15日、Yによる情報提供の要請は不合理であること、防衛策の発動が現経営陣の恣意的な判断に委ねられていること、公開買付けの開始を延期する理由が存在しないなどを明らかにし、Yの要請に応じないことを決定しその旨を公表した。Yは、取締役会において、同月18日、本件大規模買付ルールに従ったものとして、基準日を同年8月8日、普通株式1株につき5株の割合、効力発生日を同年10月3日とする株式分割（以下、「本件株式分割」という。）およびこれに伴うY発行株式総数の増加に関する定款変更の決議（以下、「本件取締役会決議」という。）を行った。これに対して、Xは、同年7月19日、取締役会において、公開買付けを行うことを決議しこれを公表し、同月20日に公開買付けを開始した。その内容は、買付期間が同日から同年8月12日まで、買付価格が1株につき110円、買付予定株式数は349万1000株として同年7月11日に開示した数から変更しないが、Yが本件取締役会決議を撤回しないことが明らかになった時点で、買付予定株式総数を5を乗じた数に変更することを予定しているとする。

Xは、Yが、本件取締役会決議に基づいて現に手続中の本件株式分割について、①本件株式分割が平成17年改正前商法（以下、「旧商法」という<sup>(1)</sup>。）218条〔会社法183条〕、証券取引法〔金融商品取引法〕157条及び民法90条等の法令に違反し、又は著しく不公正な方法によるものであることを理由とする旧商法280条ノ10〔会社法210条〕の適用又は類推適用による差止請求権、②本件取締役会決議が旧商法218条等の法令に違反することを理由とする取締役会決議無効確認請求権、③本件株式分割がXの営業権を侵害するものであることを理由とする差止請求権をそれぞれ本案の請求権として、本件株式分割を仮に差し止めることを求めた。

## 〔決定要旨〕

## 申立却下

## 〔1 本件株式分割の目的等について

…本件株式分割の目的は、Xが本件公開買付けをする前に本件取締役会決議をすることにより、Yの定時株主総会が開催されるまでXが公開買付けを行うことを阻止することにあるということが出来る。…本件株式分割は、本件公開買付けが成功した場合にその効果の発生を同年（平成17年）10月3日以降まで引き延ばす効果を有するものの、法的には本件公開買付けの目的の達成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うほかない。…

## 2 株式分割についての商法280条ノ10の適用又は類推適用の有無について

まず、商法280条ノ10は、同法第2編第4章の「株式会社」の章中の第3節ノ2の「新株ノ発行」の節中に置かれており、同条の「株式ヲ発行」することとは、同法280条ノ2の「株式ヲ発行スル」と同義であると解されるから、同法218条1項の「株式ノ分割」は、同法280条ノ10所定の「株式ヲ発行」することとは異なるので、株式分割について同法280条ノ10の規定を直接適用することはできないのは明らかである。…株式分割は、株式を単に細分化して従来よりも多数の株式とするにすぎず、二以上の種類の株式を発行している場合を除けば、株主にとっては、持株数が増えても、分割に係る株式を合計すれば、議決権割合や株式の総体的価値に変更はないから、通常は、株主の議決権割合が低下するとか、株主が株価の減少に伴う損害を受けるとかいう不利益を受けおそれを想定することができない。そのため、株式分割については、新株発行と同様の差止請求権が規定されなかったものである。…本件株式分割については、株主の地位に実質的変動を及ぼすものとは認められず、同法280条ノ10の規定を類推適用することはできない。

## 3 本件取締役会決議の効力について

## (1) 本件株式分割の当否について

## ア 公開買付けに対する対抗策が許容される基準について

…取締役会としては、株主に対して適切な情報提供を行い、その適切な判断を可能とするという目的で、敵対的買収者に対して事業計画の提案と相当な検討期間の設定を任意で要求することができるのみならず、合理的な要求に応じない買収者に対しては、証券取引法の趣旨や商法の定める機関権限の分配の法意に反しない限りにおいて、必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存すると

いうべきである。…取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断するべきである。

イ 本件株式分割の相当性について

…本件株式分割を行った本件取締役会決議は、その経緯において批判の余地がないではないものの、取締役会が本件株式分割を決議した意図（取締役会の保身を図るものとは認められず、経営権の帰属に関する株主の適切な判断を可能とするものであること）、既存株主に与える不利益の有無及び程度（株主の権利の実質的変動をもたらすものではないこと）並びに本件公開買付けに対して及ぼす効果（本件株式分割が本件公開買付けの効力の発生を定時株主総会以降まで引き延ばすものにすぎず、その目的の達成を法的に妨げる効果を有するものとは認められないこと）の観点からみて、本件株式分割が、証券取引法の趣旨や権限分配の法意に反するものとして、直ちに相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものとまでいうことはできない。…なお、債権者は、本件株式分割により、事実上本件公開買付けの実施が困難となると指摘するところ、これを認めるに足りる疎明がないことは1（2）に判示のとおりであるが、仮に、本件株式分割の結果、本件公開買付けに事実上著しい支障を来したと認められる場合には、対抗手段としての相当性を欠くと解する余地もないではない。

(2) 商法 218 条 1 項・機関権限分配秩序違反の有無について

…株式会社における機関権限の分配秩序維持を根拠とする取締役会の権限の制約は、商法の株式会社に関する規定全体の趣旨から導き出されるものであって、具体的な法令の規定によるものではないから、これに違反していることを理由に取締役会の決議が無効となると解することはできない。また、本件取締役会決議は、(1) のとおり、商法が定めた権限分配の法意に反するともいえない。

(3) 証券取引法 157 条違反の有無について

証券取引法 157 条 1 号は、何人も、有価証券の売買その他の取引等について、不正の手段、計画又は技巧をすることを禁止している。ここでいう「不正の手段」は、売買その他の取引等を行う際に用いるものを想定しているといえるから、売買その他の取引等に直接の関係がない公開買付けを阻止しようとする対象会社が行うものまで含まれるとは解されない。したがって、本件取締役会決議が証券取引法 157 条 1 号に違反しているとみることはできない。…」



## I 争点および会社買収防衛策の方向

本件<sup>(2)</sup>は、敵対的会社買収者の公開買付け<sup>(3)</sup>の期間中に対象会社が事前警告型の買収防衛策を策定し、対象会社がこれに基づき株式分割したことに對して、買収者が当該株式分割の差止めを求めた事案である。買収防衛策としての株式分割の差止めを争う裁判例は、これがリーディングケースである。争点は次のとおりである。(1) 株式分割について旧商法280条ノ10(会社法210条)の適用又は類推適用があるか。株式分割について旧商法280条ノ10(会社法210条)の適用又は類推適用があるとした場合、本件株式分割に法令違反があり、又は本件株式分割が著しく不公正な方法によるものであるか。(2) 本件取締役会決議は、無効であるか。本件取締役会決議が無効であるとした場合、本件株式分割を仮に差し止めることができるか。(3) 本件株式分割が営業権を侵害するものであるか。営業権を侵害すると認められる場合、本件株式分割を仮に差し止めることができるか。(4) 本件申立てに保全の必要性があるか。

株式会社の買収は、本件のように株式取得により株主総会、取締役会等における多数を基礎として、会社支配権を取得することを目的として行われる。株主総会における多数の取得を妨げるために効果的な手段は、募集株式等発行により買収者の保有する持株比率を低下させることである。しかしこれは資金調達の実効性がない場合には、主要目的ルールにより著しく不公正な方法として、その発行が差し止められることがある(会社法210条・247条)。そして逆に、買収者が濫用的買収者である場合には、これに對抗するためにする募集株式等発行が許容されることもある。企業買収が問題になっている場面においては、企業価値、ひいては株主共同の利益が毀損されることがあってはならないと考える。会社債権者、取引先等、会社に利害を有する関係者は株主以外にも存在する

が、会社の所有者は株主であることからすると、企業価値を基礎として会社買収に対する対抗措置を検討するのが妥当であろう。特に、ニッポン放送事件<sup>(4)</sup>において、従来の主要目的ルールの適用により、特段の事情がある場合には、例外的に、経営支配権の維持・確保を主要な目的とする新株予約権の発行も許容されると裁判所が判示したことから、この判断基準との関連で本件をどのように解すべきかということが問題である。それとともに本件と同時期に、企業価値研究会が、会社買収における取締役の行為の基準をどのように解すべきかということに関して、一定の考え方を提示しているので、これに関しても若干の検討を試みたいと考える。

## II 会社買収の傾向と対策

### 1 会社買収における合理的なルール

企業価値研究会の、一貫した考え方は、会社買収にはよい買収と悪い買収があって、よい買収であれば止めるべきではないが、悪い買収は止めるべきであるということである<sup>(5)</sup>。すなわち会社買収には、これを許容することによって、現経営陣による会社経営を一掃して新たな体制で会社経営をすることが、企業価値を高め、株主共同の利益に資する積極的な効果がある会社買収もあるという考え方に基づく。企業価値研究会は、2008年6月30日に公表した『近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方』（以下、「買収防衛策の在り方」という。）において、会社買収の積極的効果を明らかにしている。会社買収を一律に害悪視することは適切でないということである。会社買収は、友好的な買収と敵対的な買収に分類することができるが、その対立関係はかならずしも善悪の対立関係ではない。会社買収は、株主からすると、会社の価値を高め自らの利益向上の契機である。それゆえ適法で合理的な買収防衛策の在り方を追求しなければならない。そして過少防衛も会社および株主共

同の利益との関係において適切でないが、過剰防衛も適切でない。また買収防衛策としてする対抗措置に対する裁判所の判断基準が、公正かつ妥当な基準でなければならないのはいうまでもないことである。

これらは、全くゼロからの出発ではなく、従来よりすでに裁判例において、会社買収防衛のためにする新株発行は資金調達の必要性がある場合には差し止めることができないのであるが、そうでなければ差し止めることができるとする主要目的ルールが確立している。会社の権限分配秩序説は、取締役は自らを選択する株主の構成を変更する権限を有しないと考える考え方を基礎とする。会社の経営支配権に関して現に争いがある場合に、特定の株主の持株比率を低下させるために募集株式を発行する場合を会社法210条2号にいう「著しく不公正な方法」にあたるものとする解釈である。そして主要目的ルールは、会社の経営支配権の奪取に対抗する措置、とりわけ募集株式等発行に関する規制であり、会社買収における対抗措置の適法性を判断する基準の一つである。2006年頃にピークであったM&Aが一時減少傾向にあったが近時それがまた徐々に上昇傾向に転じ、会社買収の対抗措置として事前警告型の買収防衛策における適法性判断もまた別の合理的かつ公正なルールを形成してきたことができる。会社が導入している防衛策の大多数は事前警告型である<sup>(6)</sup>。ただし事前の防衛措置に関する裁判例は数少ない。そしてこれら会社買収の対抗措置の適法性を判断するにさいして基準になる中心概念が企業価値である。

特に、敵対的買収は、必ずしも株主にとって害悪ではなく、積極的効果があることを当然の前提に株主の保護を考えなければならないとする法理が形成されてきたことについては、いわゆるよい買収を受け入れることによって企業価値・株主共同の利益を向上させるために、敵対的買収者であれ、当該買収がよいのか悪いのか、買収して後どのような会社経営を予定しているのかなど、ともかく買収者の話を聞くことが

必要になる。情報の提供と相当な検討期間の設定を買収者に求めることが要求される。結果的に、会社買収によって企業価値が向上し、株主共同の利益が確保できればよいのであって、敵対的買収ということで買収を止める理由、必要はなかろうということである。

## 2 買収防衛策と企業価値

会社買収は、近時また活発になり件数が上昇傾向にあるが、その方法は多様である。M&A（合併と買収）は、自己の事業再編の手段であるとともに、他の会社の事業を合理的に自己の事業の範囲に取り込む方法でもある。合併は会社法（同 782 条以下）の規定する概念である。買収は会社法にその概念の規定がないが、次の定義が参考になる<sup>(7)</sup>。2005 年 5 月 27 日、経済産業省・法務省は、「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」（以下、「指針」という。）を公表したが、ここでは「買収」とは、「会社に影響力を行使しうる程度の数の株式を取得する行為をいう。」とし、M&A の手段とされる行為のうち、特に、株式取得をいう。「買収防衛策」とは、「株式会社が資金調達などの事業目的を主要な目的とせずに新株又は新株予約権の発行を行うこと等により自己に対する買収の実現を困難にする方策のうち、経営者にとって好ましくない者による買収が開始される前に導入されるものをいう。」とする。

基本は、株主総会における多数を取得することにより、会社の経営支配権を取得することである。対抗策にも種々の方法があるが、募集株式、新株予約権、種類株式を利用するのが典型的である。買収者は、募集株式や新株予約権の発行による対抗策に対して、差止めを請求してることがある。法令違反や定款違反があれば、比較的その判断は容易であるが、著しく不公正であるか否かの判断（会社法 210 条 2 号・247 条 2 号）は必ずしも容易ではない。主要目的ルールは、募集株式等発行が適法であるのか否かという判断をするにさいして適用されるルールであるが、



ニッポン放送事件ではこれが修正され、特段の事情がある場合には、新株予約権発行が適法であるとして許容され、差し止めることができないという公式が示された。この事案において、債務者会社が採った措置は、有事導入の新株予約権発行であった。指針では、基本的に、平時導入・有事発動型防衛策を中心とする考え方が前提になっている<sup>(8)</sup>。いかなる防衛措置を採る場合にも、これらが裁判で争われる場合には、企業価値・株主共同の利益の観点から買収防衛策としてどのような措置が必要であり十分であるのかということ判断しなければならない。

### Ⅲ 公開買付けと株式分割

#### 1 防衛措置としての株式分割

本件において、YがXに対してY株式の大量取得の目的等を聴くために面会したい旨を申し出たことにより両者の会談が行われ、そこでXは業務提携の申出をしている。その翌日、本件大規模買付ルールが公表されており、Yの本件株式分割は、これに基づきXの大規模買付行為に対抗するために採られた措置である。すなわちXが取締役会において株式の公開買付けを決定しこれを実行したのに対して、Y株式1株を5株に分割する株式分割である。まず本件公開買付けの公表にさいして、Xは、買付け予定の株券の数につき、平成17年7月11日に開示した数から変更しないが、Yが本件取締役会決議を撤回しないことが明らかになった時点で、買付予定株式総数を5を乗じた数に変更することを予定しているとしている。それとともにXが同月16日にY等に発送した警告書では、公開買付けにおける買付け等の価格について予め希釈化防止条項を設けるとしていたが、Yは、同月18日、「株式分割に関するお知らせ」を公表し、Xが同年8月1日午前零時までに、公開買付けを含むY株式の大規模買付行為を同年9月末に予定されているY定時株主総会満了まで開始しない旨を決定し、その旨をプレスリリースした場合には、Yは

本件取締役会決議を撤回し、その旨を株主に速やかに公表する、としていた。これに対してXは、同年7月11日に開示していた買付価格を希釈化の割合だけ減じ550円から110円として公開買付けを決議し、これを公表し公開買付けを実行しているのであるから、公開買付けに対する措置としてする株式分割によって、株式分割後の希釈化された株式を株式分割前の価格で買い付けることを余儀なくされることはなく、Xに著しい財産上の損害が生ずことはない。

平成18年改正前証券取引法27条の6第3項は、公開買付条件等の変更に関して規定しており、買付け等の価格の引下げは行うことができないとしていた。しかし同年改正後の証券取引法（改正により、金融商品取引法）は、原則として、買付け等の価格の引下げは、できないとするが、公開買付期間中に対象者が株式の分割その他の政令で定める行為を行ったときは、内閣府令で定める基準に従い買付け等の価格の引下げを行うことがある旨の条件を付した場合はできるとしている（同法27条の6第1項1号、同法施行令13条1項）。この改正については、対象会社が、買収防衛策として株式分割を行ったことにより株価が希釈化された場合に、公開買付価格の引下げが認められないとすれば、公開買付者に不測の損害が発生することがあることを理由とする<sup>(9)</sup>。こうしたことから、証券取引法改正後の現在では、いわゆる「TOB阻止型」の株式分割は、その目的を十分に発揮することができないと解せられる<sup>(10)</sup>。

## 2 本件公開買付けにおける買付条件の変更

本件公開買付けは、平成17年7月18日にYが「株式分割に関するお知らせ」を公表したのを受けて、Xが当初の買付価格550円を110円に変更して、同月20日から開始したものであるが、本件公開買付けの期間中に本件株式分割の基準日が設定されている。この点に関しては、株式分割によって付与される株式についても公開買付けの対象になるかが問題である。また公開買付けの対象になるとして、新たに株式分割が

行われた場合には、その比率に応じて買付価格の修正が行われるとする希釈化防止規定は、公開買付届出書にあらかじめ記載されており応募株主も認識することができるから、希釈化防止規定が認められるのであれば、これにしたが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、応募株主に不利益にならない。平成18年改正前証券取引法の下では、こうした条件がクリアされるか否か疑義があった。本件決定は、同年証券取引法の改正前であるから、公開買付けにさいして買付価格の引下げは行うことができないのが原則である（同年改正前証券取引法27条の6第3項）。

そこでXは、平成17年7月15日に、関東財務局に対して上申書<sup>(11)</sup>を提出している。その趣旨は、①対象者が株式分割に関する決議をして、公開買付期間中の一定の日を基準日（旧商法219条1項、会社法183条2項1号・124条3項）とした場合に備えて、買付け等の価格に関する希釈化防止条項を規定しておき、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を修正すること、および②対象者が株式分割の基準日を設定したとき、買付者は公開買付けを撤回することが認められると考えるとする。

上申書において、Xは、「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、公開買付け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号ヲの「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。」とする設問について、該当するという判断を示している。これは買付価格の引下げ等、買付け条件の変更の禁止を定める平成18年改正前証券取引法27条の6第3項の規定とともに、同27条の11第1項が、公開買付けの目的達成の障害となる事情（政令で定めるものに限る）が発生したときは、公開買付けの撤回等を行うことができる旨の条件を付した場合には、例外的に、公開買付けにかかる申込みの撤回および契約の解除を規定するこ

とに基づくものである。株式分割が、政令が定める目的達成の障害となる事情にあたると解するのである。もっとも本件公開買付けは、開始の時点で本件株式分割を前提として、買付価格を 550 円から 110 円と変更して行われているから、前述のように X に生ずる財産上の著しい損害発生のおそれはない。

平成 17 年 7 月 22 日（金）に行われた伊藤金融担当大臣閣議後記者会見における質疑応答では、担当大臣が「一般論として申し上げますと、公開買付の撤回の事由として、株式交換、合併、破産等が法令上列挙されるとともに、これに準ずる事項で公開買付届出書において指定した事項が生じた場合には、撤回が可能とされているところでございます。株式分割自体は、例示に含まれておりませんが、公開買付期間中に株式分割が行なわれた場合に、撤回が認められないとすることは公開買付者に非合理的な買付を強いることとなります。従って株式分割が行われ、公開買付の目的の達成に重大な支障となる場合には、公開買付の撤回が可能であると解することが妥当であると考えられると思います。」と解答している<sup>(12)</sup>。本件決定は、この見解を肯定するものである。

#### IV 本件株式分割の検討

##### 1 旧商法 280 条ノ 10（会社法 210 条）の適用の可否

###### （1）裁判所の判断

裁判所は、旧商法の条文の配列から、旧商法 280 条ノ 10 の直接適用はできないとしている。同条は、旧商法 280 条ノ 2 の「株式ヲ発行スル」と同義であると解されるから、同 218 条 1 項の「株式ノ分割」とは異なるということである。本件株式分割に対する旧商法 280 条ノ 10 の類推適用に関しても、結論的に、株主の地位に実質的変動を及ぼすものではないことを理由として、これを否定に解している。

その理論的根拠は、こうである。まず本条の趣旨であるが、法令・定



款違反または不公正な方法による新株発行により、不利益を受けた株主を事前に救済するところにあるという。これについては、現行法も、当該株式の発行が法令・定款に違反する場合に、株主が不利益を受けるおそれがあるときは、株主は株式会社に対してその発行をやめることを請求することができるとしている（会社法210条1号）。会社法の場合は、同199条1項の募集に係る株式の発行又は自己株式の処分と限定的である。旧商法280条ノ10の場合は、株式発行の原因が株式分割であるのか株式配当であるのか等に基づく制約は明文上規定されていない。

そして裁判所は、「持株数が増えても、分割に係る株式を合計すれば、議決権割合や株式の総体的価値に変更はないから、通常は、株主の議決権割合が低下するとか、株主が株価の減少に伴う損害を受けるとかいう不利益を受けるおそれを想定することができない。」とする。株式分割の性質につき、株式の分割により株式数を従来の数より多数の株式とする法的手続きにすぎず、二種以上の株式を発行している場合を除き株式分割により既存株主の持株比率に変更はないのであり、経済的観点からあるいは支配的利益の観点からも株主が受ける損害はないことから、新株発行と同様の差止請求権が認められなかったのであるということになる。

異なる種類の株式が発行されているとき、株式分割が行われる場合には、次のように考えることができる。旧商法の下では、数種の株式として規定されていた（旧商法222条）。株式分割とは、発行済株式を細分化して従来より多数の株式とする手続きである<sup>(13)</sup>。払込金がないのであるから、会社資産の額には変化がない。また手続的に、異なる種類の株式が発行されている場合には、たとえば普通株式と剰余金の配当優先株式<sup>(14)</sup>を4対1の割合で発行している会社が、1対2の割合で株式分割をするのであれば、普通株主は分割前の2倍の普通株を8、配当優先株主は分割前の2倍の2の割合で株式を保有することになる。その結果、

従来のままの内容の株式を発行する場合には、普通株主は、著しい損害を被ることがあるのは明らかである。このような事態を回避するためには、配当優先株の内容を変更して、定額的に従来通りにするのであれば、普通株主は損害を被ることがない<sup>(15)</sup>（旧商法 222 条 2 項、会社法 108 条 1 項 1 号・2 項 1 号）。したがって、二種類以上の株式を発行している場合を除き、株式分割が行われたとしても、このことにより既存株主の持株比率に変更はなく、株主は経済的利益および支配的利益いずれの観点からも損害を被ることがない。右のように旧商法も会社法の場合も状況は同じである。

次に、裁判所は、本件株式分割によって X は本件公開買付けにより Y 株式を大量に取得することができない、とする X の主張を検討する。これについて、裁判所は、本件株式分割が法的に公開買付けの目的達成を妨げるものではないと判示する。機関権限分配秩序に関する考え方からしても、旧商法および会社法にも具体的規定はないが、取締役会限りで取締役は自らを選任する株主の構成を変更する権限を有しないということができる。ただし授権株式制度の下では、取締役は授権の範囲で株式を発行する権限を有しているのであり、このことは本来株主は募集株式の発行に際して保有する株式数に応じた数の株式の割当てを受ける権利を有することと何ら矛盾するものではなく、株主平等の原則に反しないと考える<sup>(16)</sup>。そして授権株式の範囲内であれば、株式分割はできるのであり、これを越える場合には、旧商法の下では、新株発行の差止めまたは無効の訴えに関する規定が類推適用されると解せられる（旧商法 280 条ノ 10・280 条ノ 15）<sup>(17)</sup>。授権株式数に関しては、二種類以上の株式を発行している場合を除き、株主総会決議によらずに株式分割後の授権株式数を増加させる定款変更をすることができる（会社法 184 条 2 項、同 309 条 2 項 11 号対照、旧商法 218 条 2 項、同 342 条対照）。結局、本件株式分割により 既存株主が被る持株比率に関する不利益はないと

いうことができ、この点からする差止事由は判示の通り理由がないと解せられる。

以上のようなことから、裁判所は、「本件株式分割については、株主の地位に実質的変動を及ぼすものとは認められず、同法280条ノ10の規定を類推適用することはできない。」と判示した。

## (2) 株式分割に関する議論

株式の分割は、当然には会社法199条1項の募集に係る株式の発行または自己株式の処分に該当しないから、会社法210条の文言からすれば、その適用に関しては否定的な考え方になる<sup>(18)</sup>。会社法は、差し止めることができる株式発行を会社法199条の場合に限定するので、同183条が規定する株式分割の場合には適用がないことは明らかである。このことから逆に、旧商法の場合は、まだ直接適用の余地もないではないと解する。旧商法の下では、次のような改正が行われたが、株式分割も新株発行の一種と解することができたからである。

平成2年の商法改正により、株式分割に関連する根本的な改正が行われた。まず条文の配置であるが、改正前、株式分割は商法293条ノ4に規定されていた。しかし株式分割は、株式に関する規定であるから、これを「第4章株式会社第2節株式」に移すのが適当であり、また同年改正前は商法218条から220条までが空条文であったため、ここに移して規定されることになった。

さらに従来の株式分割のほかに、会社が株主に対して無償で新株を発行する場合としては、配当可能利益を資本に組み入れて新株を発行し、これを株主に分配する株式配当（平成2年改正前商法293条ノ2）および法定準備金の資本組入れに基づく新株の無償交付（同293条ノ3第2項3項）と額面超過額の資本組入れに基づく新株の無償交付（同293条ノ3ノ2）が規定されていた（ただし額面株式は、平成13年の商法改正で廃止されている（同年法律79号））。平成2年改正商法は、これら

の法的性質を株式分割と解するいわゆる株式分割説に基づき条文を整理した。すなわち株式配当も無償交付も新株発行の面では株式分割である。そして株式分割とは、これに利益または法定準備金・額面超過額の資本組入れを組み合わせて伴う点で区別されるにすぎないと解する<sup>(19)</sup>。

その結果、利益・法定準備金の資本組入れは、計算に関する規定であるから、「第4節会社の計算」の節に残し、これらに基づく株式の追加発行は株式分割として前述のように規定を移すとともに、所要の改正をした（同年改正前商法293条ノ2第1項の改正、同2項から8項までを削除、同293条ノ3第2項から4項までを削除、そして同293条ノ3ノ2を削除した。）。株式分割は、旧商法の下で以上のような改正が行われ、通常の新株発行とは異なるが特殊な新株発行と考えられていた。会社法は、株式分割に関して、特定の種類の株式を分割して、別の種類の株式になるのかという疑問に対して、株式分割は、特定の同じ種類の株式の株式数を増加させる手続きであるとする考え方を基礎とした<sup>(20)</sup>。

以上のような考え方とは別に、旧商法および会社法における株式発行差止めの規定を株式分割の差止めに適用または類推適用するのは、条文の解釈として無理があるとする見解がある<sup>(21)</sup>。この見解によると、株式分割が不当な場合には、取締役の行為の差止請求（旧商法272、会社法360条）で対処すべきであるとする。

また東京証券取引所「株式分割に係る基準日の翌日を効力発生日とするための上場制度等の整備について」（平成17年6月22日）によると、「株式分割に係る基準日から新株券の交付までに50日程度を要しています。このため、新株券が交付されるまでの間、投資者は新株券を売却できず、流通市場において需給の不均衡が生じて株価の大きな変動を招く事例が見受けられます。…株式分割実施時の株券の円滑な流通と公正な価格形成の確保の観点から、株式分割に係る基準日の翌日を株式分割の効力発生日とするよう上場会社に義務付けるなど上場制度の整備を行う



こととします。」としている。予定として、平成18年1月4日以後の日を基準日とする株式分割から実施するとしており、これにより上場会社については、株式分割の効力発生までは分割による新株の買付けができないとするいわゆる時間稼ぎ型の株式分割を採用する意味がなくなったとする見方がある<sup>(22)</sup>。しかし取引所規則に違反した株式分割も会社法上は有効であるから、上場会社が従来どおりの対応をすれば、上場会社の判断により取扱いの異なる株式分割が併存し投資者の混乱が予測されることは、東京証券取引所の指摘するとおりである。またこのような株式分割は、取引所規則違反の株式分割として、会社買収防衛策としての相当性を欠き差止請求権が認められることがあるとする考え方がある<sup>(23)</sup>。

以上のように、株式分割とは、発行済株式を細分化して発行済株式数を増加させる手続きであるが、それだけの手続であり株式分割を新株発行の一場合であると解すべきではない<sup>(24)</sup>とする一連の改正があった。会社法は、差し止められる株式発行を同199条1項の募集に係る株式の発行等に限定しているが、旧商法280条ノ10の場合は、そのように限定していないことから、株式分割の場合にもその適用ないし類推適用があると考える見解<sup>(25)</sup>を採るにしても、そもそも会社法の下では、同210条を株式分割に適用または類推適用することはできず、別の規定に差止めの根拠を求めなければならないことになるであろう。すなわち本案の実体的根拠をどのように解するかという問題が残る(会社法360条・422条・828条1項2号・829条1号参照)。

ただし既存株主が、持株比率等の権利の実質的変動に関して不利益を被ることがないのであれば、当該株式分割を差し止める理由がないのではないかということは自然な説明である。裁判所の判断については、このような観点から理解を示す見解が多い<sup>(26)</sup>。

## 2 取締役会決議の適法性

裁判所の判断は、「取締役会としては、株主に対して適切な情報提供

を行い、その適切な判断を可能とするという目的で、敵対的買収者に対して事業計画の提案と相当な検討期間の設定を任意で要求することができるのみならず、合理的な要求に応じない買収者に対しては、証券取引法の趣旨や商法の定める機関権限の分配の法意に反しない限りにおいて、必要な情報提供と相当な検討期間を得られないことを理由に株主全体の利益保護の観点から相当な手段をとることが許容される場合も存するというべきである。」ということである。

この判断については、会社買収において、対象会社は、権限分配秩序の観点から、原則として防衛策を採ることは許容されないが、株主全体の利益保護の観点から、防衛策を採ることを正当化する事情があるときに、例外的に、手段の相当性等が認められる場合には、防衛策を採ることが許容される場合があると判示していると分析する見解がある<sup>(27)</sup>。これはニッポン放送事件に関する東京地裁および東京高裁の各決定により明らかにされた判断枠組みであるとする。あるいは、ニッポン放送事件決定と本決定を総合すると、会社支配権争いの場面において、①誰が会社を経営すべきかを取締役会自らが決めることは許されないが、②誰が会社を経営すべきかを株主に判断させるために、必要な情報の提供と相当な検討期間の設定を買収者に求め、それが得られないときに相当な対抗策を取締役会がとることは許される、というのが現在までの判例法理の到達点だとする見解がある<sup>(28)</sup>。あるいは、このような判断枠組みは、もはや従来裁判例が防衛策としての第三者割当増資の適法性判断に関して用いてきた、いわゆる「主要目的ルール」の判断枠組みの単なる延長線上のものとしては説明し切れない独自の内容を有するとする見解もある<sup>(29)</sup>。

私見は、裁判所の形成してきた会社買収の判断枠組み等をさらに検討課題にしたいと考える。まず主要目的ルールとこれに特段の事情がある場合における判断が一方においてあると考える。ニッポン放送事件決定

において裁判所が判示したように、会社支配権が現に争われているとき、株主の持株比率に影響を及ぼす大量の新株予約権発行が適法か否か、さらにこのような新株予約権発行が差止事由にあたるか否かの争いにおいて、特段の事情がある場合には、差止事由にならないという判断である。

他方において、本件において争われた公開買付けと事前警告型の買収防衛策としてする株式分割に関して、裁判所は、「証券取引法で定める公開買付けの制度は、…投資者である既存株主に対して所要の情報提供と考慮期間を保障し、平等な売却機会の確保を図るという観点から合理的なルールを定めるものといえる。」としつつ、「取締役会が、株主に対して必要な情報提供と相当な考慮期間の確保を図り、株主の適切な判断を可能とすることを目的として、公開買付けの定める情報に追加した情報提供を求めることや、検討期間の設定を求めることが直ちに証券取引法の趣旨に反するとまでいうことはできない…」としていることである。

金融商品取引法は、投資者の保護を目的とするものであるから、会社買収の手段として公開買付けが行われる場合において、公正で合理的なルールを規定するものであることに違いはない。それとともに会社買収の場面において、対象会社が、買収防衛策を講じるときは、企業価値や株主共同の利益が、その当否すなわち当該措置が相当な手段であるのか否かを判断するに際して重要な判断基準となることはいうまでもないことである。株主の投資判断の基礎となる資料の充実は、定量的なものではなくまた質的に十分であるか否かを明確に判断することは困難である。対象会社の取締役会が、買収者に際限なく情報提供を要求することを許容するのであれば、投資者である既存株主の保護に資するはずの制度が有効に機能しなくなるおそれもある<sup>(30)</sup>。この点に関して、金融審議会は、「公開買付制度等ワーキング・グループ」を設置し検討を行った結果、平成17年12月21日、「公開買付制度等のあり方について」を取りまとめ、投資者への情報提供の充実や買付者・対象会社間の公平性

確保その他について提言を行っている<sup>(31)</sup>。

裁判所は前掲のように判示した上で、「取締役会が採った対抗手段の相当性については、取締役会が当該対抗手段を採った意図、当該対抗手段をとるに至った経緯、当該対抗手段が既存株主に与える不利益の有無及び程度、当該対抗手段が当該買収に及ぼす阻害効果等を総合的に考慮して判断すべきである。」として、これらを検討した結果、「本件株式分割が、証券取引法の趣旨や権限分配の法意に反するものとして、直ちに相当性を欠き、取締役会がその権限を濫用したものとまでいうことはできない。」と判示した<sup>(32)</sup>。

企業価値研究会は、2008年6月30日に、買収防衛策の在り方を公表している。そこでは買収防衛策を運用する際の基本的な考え方が示されており<sup>(33)</sup>、被買収者の取締役の行為に関する基準を見出すことができる。取締役会は合理的な範囲を超えて買収提案の検討期間をいたずらに引き延ばすこと、意図的に繰り返し延長することによって、株主の買収の是非を判断する機会を奪ってはならないとしている。これらは被買収者の取締役会の採る対抗手段の相当性の判断基準とすることができる。ただし買収提案検討の段階、あるいはそれ以前の段階において、当該買収が、株主共同の利益との関連において、その利益に資するか否かを判断することは、通常、株主より経営者のほうが正しく判断できるはずであり、この点は敵対的買収における積極的効果の問題とともに非常に難しい問題である<sup>(34)</sup>。



- (1) 決定要旨では、条文は原文のまま引用した。決定要旨において「商法」とあるところは、旧商法であり掲載の条文は現行の「会社法」（平成17年法律第86号）に相当の条文がある。「証券取引法」は、「証券取引法等の一部を改正する法律」（平成18年法律第65号）3条により、現在のように「金融商品取引法」と題名が改正された。
- (2) 金融・商事判例1222号4頁、資料版商事法務257号375頁。判例評釈として、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」商事法務1742号42頁（2005年）、鳥山恭一「株式分割と株式公開買付 夢真 vs 日本技術開発事件」法学セミナー611号120頁（2005年）、岸田雅雄「株式分割について商法280条ノ10（新株発行の差止め）の適用・類推適用が否定された事例」私法判例リマックス33巻106頁（2006年）、田中亘「夢真ホールディングス vs 日本技術開発事件 — 買収防衛策としての株式分割の適法性 —」野村修也・中東正文編集『M&A判例の分析と展開』〔別冊金融・商事判例〕114頁（2007年）、琴浦諒「夢真ホールディングス対日本技術開発事件」判例タイムズ1259号60頁（2008年）、徳本穰「株式分割について商法280条ノ10（新株発行の差止め）の類推適用が認められるか」平成17年度重要判例解説〔ジュリスト臨時増刊1313号〕110頁（2006年）、田澤元章「買収防衛策としての株式分割と差止めの可否」ジュリスト1348号245頁（2008年）、長瀬一治「公開買付開始後の株式分割」金融商品取引法判例百選〔別冊ジュリスト214号〕28頁（2013年）。
- (3) その後の経緯として、本件公開買付けの翌年6月8日、株式会社エイトコンサルタント（現在の株式会社エイト日本技術開発）が、「公開買付けの開始および日本技術開発との業務提携強化に関するお知らせ」を公表し、Yに対して友好的な公開買付けを行っている。Yの取締役会は、同年6月8日、本公開買付けについて賛同する旨決議しているとする。またYの主要株主であるXに対し、同社の保有持分につき協議の結果、Xより、同社保有のY株式全てについて、本公開買付けに応募することにつき同意を得たとする。[www.ejec.ej-hds.co.jp/pdf/press20060608\\_1.pdf](http://www.ejec.ej-hds.co.jp/pdf/press20060608_1.pdf) ,<http://www.ej-hds.co.jp/company/history.html> など参照。
- (4) 東京高決平成17年3月23日金融・商事判例1214号6頁、（原審異議審決定）東京地決平成17年3月16日金融・商事判例1213号21頁、（原審仮処分決定）東京地決平成17年3月11日金融・商事判例1213号2頁。拙稿「ニッポン放送新株予約権発行差止事件」奈良法学会雑誌19巻1・2号183頁（2006年）、同207頁註（1）で引用の判批参照。
- (5) 拙稿「企業価値・株主共同の利益と新株予約権発行（1）」奈良学園大学紀要第

- 3集43頁(2015年)。
- (6) 株式会社レコフデータ「2015年5月M&A統計(表とグラフ)防衛策の分類」M&A専門誌MARRマール249号32頁、115頁(2015年7月)。
- (7) 指針1頁。
- (8) 指針14頁。
- (9) 三井秀範・池田唯一監修、松尾直彦編著『一問一答金融商品取引法』195頁(2006年)。
- (10) 田中・前掲註(2)116頁。
- (11) Xは、同日、「関東財務局に対する上申書の提出についてのお知らせ」を公表している。<http://www.yumeshin.co.jp/ir/news/pdf/33087.pdf>
- (12) <http://www.fsa.go.jp/gaiyou/gaiyouj/daijin2005b/20050722-1.html>
- (13) 竹内昭夫『新版注釈会社法(9)株式会社の計算(2)』163頁(293条ノ4)(1988年)。
- (14) 鈴木竹雄 = 竹内昭夫『会社法』〔第3版〕113頁(1994年)参照。(配当)優先株には、優先的配当のほか、さらに利益があるときは普通株とともに配当を受けることができる参加的優先株とこのような権利がない非参加的優先株、またある年度の配当が予定された額・割合に満たないとき次年度以降の利益から補填される累積的優先株とそのような権利がない非累積的優先株がある。
- (15) 竹内・前掲註(13)170頁。
- (16) 拙稿「ニレコ事件における新株予約権発行」奈良法学会雑誌第25巻18頁以下(2013年)。
- (17) 竹内・前掲註(13)171頁。
- (18) 江頭憲治郎『株式会社法』〔第6版〕295頁(2015年)。
- (19) 法務省民事局参事官室編『一問一答改正会社法』140頁(1990年)、鈴木 = 竹内・前掲註(14)194頁以下。分割説に対しては、配当説が主張されていた。配当説は、株式分割は、既存の株式を細分化して分割前より多数の株式とすることであり、会社財産・資本の額になんら変化はないが、準備金の資本組入れによる新株発行は、株主がその持株数に応じて新株を無償で交付されることは株式分割と同様であるが、資本に組み入れた金額だけ資本の増加を伴う点において株式分割と異なり、この点は株式配当も同じく新株の発行価額の総額だけ資本が増加すると説明する(大隅健一郎「準備金の資本組入と株式分割」田中耕太郎編『株式会社法講座第4巻』1410頁(1957年))。
- (20) 江頭憲治郎ほか「〔座談会〕会社法改正をめぐって」ジュリスト963号23頁(1990年)、岩原伸作「自己株式取得、株式の併合、単元株、募集株式等」ジュリス

ト 1295 号 41 頁・42 頁 (2005 年)、山本爲三郎『会社法コンメンタール — 株式 (2)』156 頁・157 頁 (会社法 183 条) (2005 年)、神田秀樹・同 167 頁 (会社法 185 条)。

(21) 岸田・前掲註 (2) 108 頁。

(22) 小出篤「平成一七年度会社法関係重要判例の分析〔下〕」商事法務 1774 号 57 頁 (2006 年)。

(23) 田中・前掲註 (2) 116 頁以下。

(24) 鈴木＝竹内・前掲註 (14) 190 頁、山口幸五郎『会社法概論』101 頁 (1988 年) など。

(25) 竹内・前掲註 (13) 171 頁、大隅・前掲註 (19) 1410 頁など。

(26) 太田・前掲註 (2) 47 頁、岸田・前掲註 (2) 108 頁、徳本・前掲註 (2) 111 頁など。

(27) 徳本・前掲註 (2) 111 頁。

(28) 田中・前掲註 (2) 117 頁。

(29) 太田・前掲註 (2) 48 頁。

(30) 田中・前掲註 (2) 117 頁。

(31) [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051222\\_d1sir/c.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20051222_d1sir/c.pdf)

(32) 江頭憲治郎「事前の買収防衛策－発動時の問題－」法の支配 145 号 27 頁 (2007 年)。

(33) 買収防衛策の在り方 5 頁以下。

(34) 拙稿・前掲註 (5)43 頁・44 頁。