

# 夢真HD 対 日本技術開発 これまでの経緯

制度調査部  
横山 淳

## 買収防衛策 vs 敵対的買収

### 【要約】

夢真HDによる日本技術開発に対する敵対的買収が、今週末から再来週にかけて山場を迎えることとなる。

今回の敵対的買収が注目を集めるのは、最近相次ぎ導入されている買収防衛策（「事前警告型」）と敵対的買収（TOB）が対決する最初のケースとなるからである。

本稿では、これまでの経過・論点を整理する。

### 【目次】

1. はじめに～買収防衛策 vs 敵対的買収
2. 買収防衛策 vs 敵対的買収 これまでの経緯
3. 買収防衛策 vs 敵対的買収 論点の整理
  - (1) 株式分割について
  - (2) TOBについて
  - (3) 事前警告型買収防衛策について

## 1. はじめに ～買収防衛策 vs 敵対的買収

夢真ホールディングス（大阪証券取引所ヘラクレス市場上場、以下、夢真HD）による日本技術開発（ジャスダック証券取引所上場）に対する敵対的買収が注目を集めている。今週末から再来週にかけては、株式分割の差止請求に対する裁判所判断、株式分割基準日の到来、TOB期間満了と山場を迎えることとなる。

今回の敵対的買収が注目を集めているのは、最近相次ぎ導入されている買収防衛策（「事前警告型」）と敵対的買収（TOB）が対決する最初のケースとなるからである。

本稿では、夢真HDによる敵対的買収と、日本技術開発による買収防衛策発動を巡るこれまでの経過・論点を整理する。

**なお、本稿はあくまでも今回の敵対的買収の事実関係・論点を整理して、わが国における敵対的買収や買収防衛策のあり方を考える上での参考とすることを目的としたものである。特定の買収手法や買収防衛策を推奨あるいは否定する意図はない。まして、当事者の一方を支持あるいは非難するものではないことを予めお断りしておく。**

## 2 . 買収防衛策 v s 敵対的買収 これまでの経緯

今回の敵対的買収のこれまでの経緯を、公表資料や各種報道などに基づいて、夢真 HD 側、日本技術開発側、その他の関係者の動向に分けて整理すると次のようになる。

日付	夢真HD（買収側）	日本技術開発（防衛側）	その他の関係者の動向
7月8日			<b>【自民党】</b> <b>「公正なM&amp;Aルールに関する提言」</b> TOB 制度の改革を提言 具体的には - 買収者への質問の機会確保 - TOB 期間の伸長 - TOB 撤回・価格下方修正の容認など
7月8日		<b>「大規模買付行為への対応方針」</b> 大規模買付ルール（事前警告型買収防衛策）を発表 具体的な内容は - 買収者側に買付後経営方針等の情報提供を要求 - 大規模買付ルールを遵守しない場合は、株式分割、新株予約権発行などの対抗措置を講じる可能性	
7月11日	<b>TOBに関する取締役会決議</b> 価格の下方修正条項を付けた上で、7月20日からのTOBを予定 TOB 期間中の株式分割を不当なものと非難	<b>「当社株式の公開買付けに係る当社の対応に関するお知らせ」</b> <b>「当社株式に対する公開買付決議への対応について」</b> 夢真 HD 側からの具体的な提携の申し入れはない 夢真 HD 側に以下の要求 - 大規模買付ルールに従った情報提供 - 一定の評価期間経過までの TOB 延期 上記の要求が受け入れられない場合、対抗措置を講じる容易あり	

日付	夢真HD（買収側）	日本技術開発（防衛側）	その他の関係者の動向
7月12日	<p>「日本技術開発株式会社のプレスリリースに関するお知らせ」</p> <p>日本技術開発側の主張に対して次のように反論</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 7月7日の面談で提携協議の申入れを行っている</li> <li>- 大規模買付ルールは前記申入れ後に導入したもの</li> </ul>		
7月14日	<p>「買収防衛策への当社方針に関するお知らせ」</p> <p>平時導入の合理的な防衛策であれば尊重する</p> <p>次のような防衛策は合理的ではないと判断</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 株式分割などを、正当な理由なく、法の本来予定する目的とは異なる目的に転用</li> <li>- 不当に過大な情報提供を要求</li> <li>- 現経営陣の恣意的な判断が排除されない</li> <li>- 不当に長期に渡る検討プロセスを要求など</li> </ul>		
7月15日	<p>「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」</p> <p>以下の理由から日本技術開発の要求には応じない方針を発表</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 自ら事業計画を公表していない企業による情報提供要求は不合理</li> <li>- 現経営陣の恣意的な判断を排除する仕組みがない</li> <li>- 必要情報は逐次公表しており、TOBを延期する理由はない</li> <li>- 自ら設定したルールに反する情報リークを行っている</li> </ul>	<p>「大規模買付ルールに基づく今後の対応方針について」</p> <p>夢真HDのTOBは部分買付けであり、株主が判断を行う上でも、大規模買付ルールに基づく情報提供は重要</p> <p>大規模買付ルールに基づく取締役会の判断に対しては、9月定時総会で株主の意思を反映させることが可能</p> <p>大規模買付ルールに従わないTOBに対しては、TOB完了前の日を基準日・割当期日とする株式分割・新株予約権発行などを想定</p>	<p>【上村達男早大教授】</p> <p>意見書「公開買付期間中の株式分割について」</p> <p>TOB期間中の株式分割を以下のような理由から違法とする意見書</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- TOBは、情報公開と投資家の平等取扱いをルールとする、もっとも公明正大な企業買収手段である</li> <li>- 従って、TOBに対しては、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</li> </ul>

日付	夢真HD（買収側）	日本技術開発（防衛側）	その他の関係者の動向
7月15日			<ul style="list-style-type: none"> <li>- 法が定めた TOB ルールとは異なる大規模買付ルールを民間企業が勝手に作ることは不適切である</li> <li>- 株式分割にはあくまで経営判断としての合理性がなければならない</li> <li>- TOB 期間中の株式分割は TOB 制度の意義を全体として喪失させるものであり、証券取引法違反を構成する</li> <li>- 条文に書いてい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姿勢である</li> </ul>
同	<p><b>関東財務局に対して上申書提出</b></p> <p>弁護士による以下のような内容の上申書を関東財務局に提出</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 株式分割に伴う TOB 価格修正は「買付等の価格の引下げ」に該当しない</li> <li>- 株式分割が実施された場合、TOB の撤回は認められる</li> </ul>		
7月16日	<p><b>「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」</b></p> <p>株式分割が実施された場合は、損害買取請求等の法的措置をとる方針を表明</p>		
7月18日		<p><b>「夢真ホールディングスからの主張に関する当社の考え方について」</b></p> <p>夢真 HD の主張に対して次のように反論</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 夢真 HD の TOB は強圧的な部分買付けであり、株主全体利益のため、情報収集、検討期間、代替案提示機会確保は必要</li> <li>- 取締役会のみでの判断で TOB を排除することを試みているのではなく、9月定時総会での株主判断を前提として、必要な情報・時間の確保を目的としている</li> </ul>	

日付	夢真HD（買収側）	日本技術開発（防衛側）	その他の関係者の動向
7月18日		<b>株式分割の取締役会決議</b> 8月1日までに、TOBを9月末の定時総会終了以降まで延期することを決定・公表しない場合、1対5の株式分割を実施 別途対抗措置の発動もあり得る	
7月19日	<b>「日本技術開発の株式分割決議に対する当社の対応について」</b> TOBの決済日が遅延することについて損害賠償請求等の法的措置を講じる 日本技術開発の9月末の定時総会で株主提案権を行使し、経営陣の刷新を図る		<b>【伊藤達也金融担当大臣】（ 1 ）</b> 「株主を始めとしたステークホルダーの利益に十分目配りをしながら進めていただくことが重要なことではないかと認識をいたしております」
同日	<b>「当社の日本技術開発株式を対象とする公開買付の条件について」</b> 予め1対5の株式分割を前提とした価格でTOBを開始 株式分割を撤回しないことが明らかとなった時点で買付予定株式総数を増加 追加的な買付（二段階買収等）は予定していない		
7月20日	<b>TOB開始（公告）</b> 期間 7月20日～8月12日 価格 110円 買付予定株式総数 3,491,000株（50.18%） 決済開始日 8月24日（ただし、株式分割により新たに発行される株式については株式分割の効力発生日以降の日を予定） TOB期間中に株式分割が実施された場合にはTOBの撤回を行うことがある	<b>「公開買付けの反対に関するお知らせ」</b> 夢真HDのTOBに対して反対の意見表明	

日付	夢真HD（買収側）	日本技術開発（防衛側）	その他の関係者の動向
7月21日	東京地裁に株式分割差止仮処分を申立	株式分割公告 1対5の株式分割を実施 基準日 8月8日 効力発生日 10月3日	【金融庁】（ 2 ） 夢真HDの公開買付届出書を受理 訂正を求めなかったことで、実質的に以下の取扱いを容認 - 株式分割により新たに発行される株式について決済開始日を遅らせる（実質的に分割後の株式の買付が可能に） - 株式分割が行われた場合のTOB撤回
7月22日	公開買付け開始公告の訂正 表記の修正（基本的な買付条件等に変更なし）		【伊藤達也金融担当大臣】（ 3 ） 「公開買付の撤回の事由として...（中略）...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」 「株式分割により将来発行される株券の買付も、基本的に公開買付の対象となる株券等の買付に該当するものと解されます」
7月25日	東京地裁に日本技術開発に対する取締役職務停止仮処分を申立		
7月26日			【東京証券取引所（社長）】（ 4 ） 買収防衛策について市場サイドからのルール作りを検討

日付	夢真HD（買収側）	日本技術開発（防衛側）	その他の関係者の動向
7月27日	東京地裁の決定に対して不服申立権を放棄		【ジャスダック取引所（社長）】（5） 日本技術開発について、同取引所の指針に「おおむね沿った形で行動」との見解 ただし、「株式分割は企業防衛の手段としてはまだ定着していない」とルール見直しが必要との認識
同日	日本技術開発に対する取締役職務執行停止仮処分申立を取下げ		
7月29日			【東京地方裁判所】 株式分割禁止仮処分申請に対する決定？
8月1日		大規模買付ルールの遵守要求期限	
8月8日		株式分割の基準日	
8月12日	TOB期間満了		
8月24日	TOBの決済開始（現物分）		
10月3日		株式分割の効力発生日	
10月X日	TOBの決済開始（株式分割分）		

（出所）適時開示資料、新聞報道などを基に大和総研制度調査部作成

- （1）2005年7月19日付日本経済新聞夕刊、金融庁ウェブサイトなど
- （2）2005年7月22日付日本経済新聞など
- （3）金融庁ウェブサイト
- （4）2005年7月27日付日本経済新聞、東証ウェブサイトなど
- （5）2005年7月28日付読売新聞の報道

### 3 . 買収防衛策 v s 敵対的買収 論点の整理

今回の敵対的買収と買収防衛策発動を巡るこれまでの論点を整理すると次のようになる。

なお、買収側、防衛側の主張は、あくまでも理論上想定できるものを示している。必ずしも実際の当事者（夢真 HD、日本技術開発）が明確に表明しているとは限らない。

#### (1) 株式分割について

事項	買収側	防衛側	備考
買収防衛策としての株式分割の可否	買収防衛策としての株式分割は、法の本来予定する目的に反しており無効である。 TOB 期間中の株式分割は TOB 制度の意義を全体として喪失させるため証券取引法違反である。	株式分割は既存の株主の利益を大きく害することはなく、合理的な防衛策である。 TOB 期間中の株式分割を禁じる明文の規定がない以上、合法である。	
株式分割の差止請求の可否	株式分割によっても新株が発行される以上、新株の発行差止請求（商 280 / 10）が可能である。	株式分割の差止を認める明文の規定がない以上、取締役の行為差止請求（商 272）しか認められない。 この場合、6ヶ月継続保有要件が課される。	

#### (2) TOB について

事項	買収側	防衛側	備考
TOB 価格の下方修正	株式分割の分割比率に応じた TOB 価格の修正は形式的なものに過ぎず、証券取引法に違反しない。 届出書等に記載してあれば、株式分割に伴って TOB 価格が修正されても市場や投資者を混乱させない。	証券取引法が明文で TOB 価格の下方修正を禁じている以上、株式分割の場合であっても認められない。 TOB 価格が下方修正されれば、市場や投資者を混乱させ、相場操縦などに悪用される可能性もある。	分割比率を前提とした価格で TOB を開始し、事後的に TOB 価格を上げれば、実質的に問題は解消する。 ただし、事前に分割比率等が明らかであることが前提となる。
TOB の撤回	TOB 期間中の株式分割は「合併等に準じる事項」として、予め届出書等で明示してあれば、TOB 撤回要因となり得る。	TOB 撤回が認められるのは、合併、破産など会社の存続自体を左右するような重大事項である。株式分割をそれらと同列に取り扱うべきではない。	金融庁が容認したため、事実上、解決。 しかし、司法判断が待たれる状況。



未発行の株券の買付	決済開始日を遅らせれば、株式分割に伴う未発行の株券の買付も可能である。	未だ発行されていない株券を売買すること自体がそもそも無効である。	金融庁が容認したため、事実上、解決。ただし、買収者が株券を実際に入手できる時期が遅延する(防衛側から見れば時間稼ぎができる)点は、残っている。「株券不発行制度」が導入されれば、こうした問題も解消されると思われる。
部分買付	(50%程度の)部分買付であっても、その後の買増しを行わない旨を明示してあれば、強圧的二段階買収とは言えない。	株主保護の観点からは全部買付を行うべきであって、(50%程度の)部分買付はそれ自体が強圧的性格を持つ。	

### (3) 事前警告型買収防衛策について

事項	買収側	防衛側	備考
情報提供の要求	不必要に膨大・詳細な情報提供を要求することは、現経営陣の保身が目的だと判断される。 そもそも、民間企業が勝手に、法が定めるTOB制度とは異なる大規模買付ルールを作成することは不適切である。	株主が判断する上で必要な情報提供を要求することは、株主全体の利益を擁護する上で不可欠である。 状況によっては、法が定める以上の情報提供が、株主全体の利益を擁護する上で必要な場合もある。	
検討期間の要求	不必要に長い検討期間を要求することは、現経営陣の保身が目的だと判断される。 そもそも、民間企業が勝手に、法が定めるTOB制度とは異なる大規模買付ルールを作成することは不適切である。	株主が判断する上で必要な検討期間を要求することは株主全体の利益を擁護する上で不可欠である。 状況によっては、法が定める以上の検討期間が、株主全体の利益を擁護する上で必要な場合もある。	

導入時期	買収の動きがあつてから導入された買収防衛策は、最早、「平時」導入とは言えない。	仮に公表されたのが買収の動きがあつてからであっても、それ以前から検討を進めていた以上、「平時」導入である。	
------	---	---	--