

報告論文のタイトル：

三角株式交換における変動幅限定付変動制株式交換比率方式等の数値による分析

報告者・共著者（大学院生は所属機関の後に（院生）と記入してください。）

報告者氏名： 石塚 明人

所属： 青山学院大学大学院法学研究科(院生)

共著者 1 氏名：

所属：

共著者 2 氏名：

所属：

論文要旨（800 字から 1200 字，英文の場合は 300 から 450 語）

米国のシティグループによる日興コーディアルグループ（日興 CG）のいわゆる「三角株式交換」（2008 年 1 月 29 日効力発生日）において株式交換比率の算定方式で活用された「変動幅限定付変動制交換比率方式」について、事案に即した数字による分析を行い、問題点等を検討した。三角株式交換の事案では株式交換完全子会社となる日興 CG の株主には、株式交換完全親会社の親会社である米シティグループの普通株式が対価として交付された。その際、日興 CG 株主に対して交付されるシティグループ株式の対価が円建ての固定額となるように株式交換比率が動的に決定される「変動制交換比率方式」が採用され、日興 CG 株主が受ける対価変動リスクを大幅に削減された。

一方、シティグループ側では、市場株価の下落により、交付すべき対価の株式数が増大するため、既存株主の保有する株式が希薄化による株価下落のリスクに晒される。株価下落に伴い株式交換の対価として交付する予定の株式数が増大し、それがさらに希薄化による株価下落に拍車をかけるという、いわゆる” Death Spiral Financing” のリスクが顕在化する。これをヘッジするために、参照株価（米ドル建てのシティグループ株価）への下限（フロア）あるいは上限（キャップ）をセットにしたカラー条項を設定することにより、一部には「固定制交換比率方式」が適用され、その他部分には「変動制交換比率方式」が適用されるように、両方式の中間的な性質となる「変動幅限定付変動制交換比率方式」が考案されている。本事案では、当初「変動幅限定付変動制交換比率方式」であったが、後に「変動制交換比率方式」へと変更され、また「離脱権（Walk-Away Rights）または解除権」や契約無効条項が設定され、やや複雑な契約内容となっていた。

本事案の三角株式交換における基本契約締結から効力発生日までの期間に、株式交換に関連した契約条件が日興 CG 株価にどのような影響を与えたかを実際の株価データを基に数字で分かるよう分析作業を行った。その結果、「変動幅限定付変動制交換比率方式」では、下限（フロア）を設定すると反対株主だけが株式買取請求権を行使することにより、フロアによるダウンサイドリスクを回避することが可能となり不適當である。一方、株主だけに有利な上限（キャップ）だけを設定する場合は、組織再編の両当事者平等の観点から買取会社側だけに下方閾価格に解除権を設定することが望ましく、また変動幅限定が無い「変動制交換比率方式」の場合は、両当事者に離脱権を与えるべきであるという結論になった。さらに全体の共通事項としては、契約無効条項は予測可能性を低下させ市場株価形成の波乱要因になる可能性があるので避けるべきであり、また具体的な契約条件の数値を決定するためにはシミュレーションなどの分析作業が必要であると思われる。

（以上 1,152 字）