

## Japan Corporate / M&amp;A Newsletter

## 日興コーディアルグループ株式買取価格決定申立事件

本年3月31日、東京地裁は、株式会社日興コーディアルグループ及びシティグループ・ジャパン・ホールディングス株式会社(両社は合併し、現在は日興シティホールディングス株式会社(以下では、便宜上、株式会社日興コーディアルグループと区別せず「日興コーディアル」という。)となっている。)の間における株式交換(以下「本件株式交換」という。)に反対した日興コーディアルの株主による株式買取請求に係る買取価格の決定を行った。本決定は、公開買付け後に株式交換が行われた事案において、株式交換に際して行使された株式買取請求権における「公正な価格」が争点となった事案であり、その内容は多岐にわたるが、組織再編行為の前提として公開買付けが実施される、いわゆる二段階買収が行われた場合における買取価格の算定方法を示した決定として、今後の実務において参考になるべき決定といえよう。

【執筆担当:間宮健介】

\*\*\*\*\*

会社法上、組織再編行為等に反対する株主には、投下資本を回収するための手段として株式買取請求権が認められている。当該権利が行使された場合における買取価格は会社と株主の協議によって決定されるが、協議が調わない場合、株主及び会社は裁判所に対して価格の決定の申立てをすることができる。しかし、買取価格については、会社法上、「公正な価格」(第785条第1項等)と規定されているのみで、具体的な算定方法等は規定されていない。本決定は、公開買付け後に株式交換が行われた事案において、株式交換に際して行使された株式買取請求権における「公正な価格」が争点となっている。なお、本件においては日興コーディアルの異なる株主との間で、二件の株式買取価格決定申立事件が係属していたところ、東京地裁は両事件の併合を行うことなく、別々に決定を下しているが、以下においては二つの決定を総称して「本決定」とする。

本決定は、「公正な価格」について、「(筆者注:組織再編行為から生じる)相乗効果(シナジー)を適正に反映したものである必要がある」と判示するとともに、その算定基準時について、「本件株式交換の効力発生日」をもって「算定基準日とすべき」と判示し、これを前提に各争点の判断を行っている。

まず本決定は、株式交換の前に公開買付けが実施され、その後株式交換が行われた場合における買取価格の算定方法について、「株式交換の前に、その前提として株式交換完全子会社となる会社の株式について公開買付けが行われた場合」、「当該公開買付けにおける株式の公開買付価格と、当該株式交換における株式交換比率の算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が同じ価格とされている場合には、当該価格は、その効力発生日において当該株式交換から生ずる相乗効果(シナジー)を織り込んだものとして設定されたものと推認する」と判示した(注:下線筆者)。

その上で、本決定は、シティグループ(米国法人シティグループ・インク及びその傘下の会社をいう。以下同じ。)による本件公開買付け(本件株式交換に先立つシティグループによる日興コーディアル

の株式に対する公開買付けをいう。以下同じ。)に係る公開買付け届出書、プレスリリース等には、本件公開買付け後にスクイズアウトを実施する旨の記載がなかったものの、シティグループが本件公開買付け実施時から一貫して日興コーディアルの全ての株式を取得するために行動しているという事実経過に照らし、「本件公開買付け及び本件株式交換はいわば一連のものとして見ることができ、」本件公開買付けは本件株式交換の前提として行われたと判示した。さらに本決定は、本件株式交換比率の算定に際して基準とされた日興コーディアルの株式の基準価格(1株当たり1700円)(以下「本件基準価格」という。)について、a. 第三者算定機関が本件公開買付け価格、過去の日興コーディアルの株式の平均株価にプレミアムを上乗せした価格及び類似会社比較法などの複数の評価方法により算定した価格であることを踏まえ、当事者の交渉を経て決定された価格であること、b. 本件株式交換契約締結にあたって設置された特別委員会の答申書において合理的であるとされ、第三者算定機関の意見書において財務上の観点から見て公正であるとされていること、及び c. 株主総会において本件株式交換契約が賛成多数により承認され、これに反対した株主数及び議決権数は少数にとどまったことを考慮して、1株あたり1700円としたことは合理的であると認定した。そして、本件公開買付けは本件株式交換の前提として行われ、かつ本件基準価格を1株1700円としたことに合理性が認められることを理由として、本件公開買付け価格と同額である1700円を買取価格と決定した。

なお、日興コーディアルは、本件基準価格の決定日(平成19年10月2日)から買取価格の算定基準日である本件株式交換の効力発生日(平成20年1月29日)までの間、日興コーディアルの株価が下落していることから、買取価格に当該下落を反映させるべきであると主張した。しかし本決定は、「当該公開買付けが実施され、当該株式交換における株式交換比率算定の際の株式交換完全子会社株式の基準価格が決定された後に、株式交換完全子会社の株価が下落したとしても、当該株式交換に反対する同社の株主がした株式買取請求に基づく株式買取価格決定の際の『公正な価格』は原則として、当該公開買付け価格及び当該基準価格を下回ることはない」と解するのが相当である。」と判示し、日興コーディアルの主張を排斥した。

本決定は、100%子会社化を目的とする組織再編行為の前提として公開買付けが実施され、いわゆる二段階買取が行われる場合を前提とする決定であると考えられ、その限りにおいては妥当な決定といえる。しかし、二段階買取以外の場合に本決定の射程が及ぶか、またどのような場合に二段階買取であると認定されるのかといった点については、必ずしも明らかではない。なお、上記 a から c の各要素を考慮して本件基準価格の合理性を認定した点などについては、親子会社間において組織再編行為が行われる場合における対価の公正性を担保するための要素として、実務上、参考になろう。

\*\*\*\*\*

本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、当事務所の間宮健介(kensuke.mamiya@amt-law.com)までご連絡ください。お問い合わせ先は、[kensuke.mamiya@amt-law.com](mailto:kensuke.mamiya@amt-law.com)までご連絡ください。

\*\*\*\*\*

アンダーソン・毛利・友常法律事務所

Corporate / M&A Newsletter 担当

増田健一、渡邊剛、江崎滋恒、近藤純一、小館浩樹、檀柔正、山神理、十市崇

〒106-6036 東京都港区六本木1丁目6番1号 泉ガーデンタワー

<http://www.andersonmoritomotsune.com/>

本ニュースレターの配信の停止をご希望の場合には、大変お手数ですが、[ctg-newsletter@amt-law.com](mailto:ctg-newsletter@amt-law.com)まで、配信停止のご記載の上ご連絡頂けると幸いです。

© Anderson Mori & Tomotsune 2009