The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	MBO における「公正な価値」の算定の際に取引価格が尊重されるための考慮要素（一） : Dell 事件判決の分析
Author(s)	津田, 裕介
Citation	阪大法学. 2020, 69(5), p. 107-138
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/87249
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

ＭＢＯにおける「公正な価値」の算定の際に取引価格が尊重されるための考慮要素（一）

――Dell事件判決の分析――

津田　裕介

一．問題の所在

経営陣によるＭＢＯにおいては、経営陣と、対象会社の株主との間に構造的利益相反関係がある。そのため、対価が決定される際に、経営陣の意向が反映され、株主の受け取る対価が不当に低くなってしまうおそれがある。この場合の株主の救済手段として、株式買取請求権（会社法七五八条等）や価格決定申立て（同一七二条、一七九条の八等）があり、これらが行使されると、裁判所が「公正な価格」を決定し、当該価格が株主に対して支払われる。

「公正な価格」の決定について、判例は、公開買付けを前置する二段階買収を用いたＭ＆Ａ取引において、対象会社側で「一般に公正と認められる手続」を履践すれば、公開買付価格を「公正な価格」であると認めてよいとした（最決平成二八年七月一日民集七〇巻六号一四四五頁、ジュピター・テレコム事件最高裁決定）。そして、この「一般に公正と認められる手続」については、第三者委員会の設置等の利益相反回避措置が実施されたかが重要な

考慮事項となっている。

もっとも、利益相反回避措置が実施されたか否かは、特別委員会が設置されたかや、公開買付価格がフィナンシャル・アドバイザーの株式価値算定書の算定レンジに収まっているかなど、形式的に審査される傾向が強い。これらの点について審査するのみでは、真に構造的利益相反関係が解消されたといえるのか疑問が残る。構造的利益相反関係が解消されていたといえるかにつき、ＭＢＯのプロセス、公開買付価格の形成過程をより実質的に審査する必要がある。(1)

一方で、米国デラウェア州では、株式買取請求権（appraisal right）が行使された場合に、株主に対して公正な価値（fair value）を支払わなければならないとされているところ、公正な価値を決定するに際して、構造的利益相反関係のあるＭＢＯにおいて合併対価等の買収当事者が決定した価格（取引価格）を重視することができるかについて、相当程度の判例法理が蓄積されている。そのため、米国デラウェア州の判例及び裁判例を検討することで、裁判所は、どのような条件が揃えば、公正な価値の算定に際して取引価格を尊重できるか（あるいは取引価格を尊重してはならないか）をより深く理解することが可能となり、ひいては、利益相反回避措置の在り方についての示唆を得ることにつながり得るように思われる。たとえば、比較的最近下された重要なデラウェア州最高裁判例として、DFC 事件(2)及び Dell 事件(3)があり、既に先行研究でも言及されている。(4) しかし、Dell 事件については、衡平法裁判所及び最高裁判所の双方の判示内容を詳細に比較した文献は、管見の限り見つからなかった。Dell 事件の事実と裁判所の判断を詳細に紹介することは、日本における取引価格の位置付けや、利益相反回避措置が実質的に機能したかの一つのメルクマールを提供するという点で、一定の意義があると思われる。

本稿の検討は、以下のような順番で行われる。まず、一般論として、米国デラウェア州における公正な価値の算

定において取引価格がどのように位置づけられているかに関し、公正な価値の判断枠組みを紹介する（二）。そして、Dell事件の事実の概要を紹介し（三）、当該事実を前提とした上で原審及び最高裁がそれぞれどのような結論を下したかを確認する（四）。これを踏まえた上で、取引価格が公正な価値の証拠として尊重されるために米国デラウェア州の株式買取請求において問題とされる点（五・六・七）について、可能な限り詳細な検討を展開する。最後に、今後の検討課題や展望を示して、結びとする（八）。

二．米国デラウェア州における株式買取請求手続（appraisal proceedings）の判断枠組み

（一）米国デラウェア州における株式買取請求権の利用の増加

デラウェア州における株式買取請求権は、二〇一一年頃までほとんど利用されていなかった。[5] しかし、二〇一一年以降、株式買取請求アービトラージ（appraisal arbitrage）[6] の興隆に伴って、株式買取請求権が行使される事例が増加している。[7] したがって、必然的に、裁判所が対象会社株式の公正な価値を算定しなければならない場面も増加している。

（二）裁判所はどのように公正な価値を算定するか—米国デラウェア州の公正な価値の判断枠組み

公正な価値の判断枠組みにつき、デラウェア州一般会社法（以下、「ＤＧＣＬ」という）第二六二条第（ｈ）項は、以下のように規定する。

> 「裁判所は、企業結合ないし合併の期待あるいは完了から生じる全ての要素及びもし存在するのならば公正価値であると決定された金額に対して支払われるべき利息を共に控除した上で、株式の公正な価値を決定しなけ

ればならない。そのような公正な価値を決定する際には、裁判所は、全ての関連する要素を考慮しなければならない」。

その上で、デラウェア州の判例は、公正な価値の意義につき、クロージング時点での当該株主の有する「株式の本源的価値」をいうと解釈する。[8] そして、この公正な価値の算定に際して、合併対価等のいわゆる取引価格、DCF法、類似会社比準法などの各種企業価値評価手法のいずれを用いるかや、それらの手法にどの程度のウェイトを置くか（あるいは置かないか）などの判断が、各裁判官の裁量に委ねられてきた。その後、公正な価値の算定に際して取引価格を考慮するかについて、多くの裁判例が蓄積されてきた。

上記のように、デラウェア州裁判所は、公正な価値を算定する際に、取引価格をDGCL第二六二条第（h）項の「関連要素」の一つとして考慮することができるとしている。そのため、そもそも取引価格に全くウェイトを置かずに公正な価値を算定することも許される。[9]

もっとも、公正な価値は本来幅のある概念であるところ、裁判官は、ある特定の価値を公正な価値として確定することを求められるという非常な困難に直面している。[10] 一九八三年のWeinberger判決[11]以降、デラウェア州裁判所は、公正な価値の算定に際してDCF法や類似会社比準法などの算定手法を用いることが多かったとされる。[12] しかし、たとえば、DCF法は、対象会社の市場株価やマーケット・チェック[13]が存在しない場合には有用な企業価値分析手法となり得る[14]一方で、経営陣が開示する財務予測の見通しの信頼性などのインプットや鑑定人が構築するモデルに左右されるため、「大きな隔たりのある党派的な」算定結果を導く危険性がある。[15]

そこで、公正な価値を算定するに際して、対象会社の売却過程が頑健であるのならば[16]、取引価格が対象会社の公

正な価値の最良の証拠であるとして、取引価格を公正な価値の算定に用いる裁判例が増加している。[17] これは、以下のような理由による。特定の鑑定人によるＤＣＦ分析モデルとは異なり、取引価格の前提となる市場株価は、対象会社及び同社株式価値についての公に利用可能な全ての情報に基づく集合的判断（collective judgement）から導かれる。また、頑健な売却過程の下で形成された取引価格は、多数の当事者が入札に際して対象会社の本源的価値を（集合的に）判断した帰結として生じた価格といえる。それゆえ、頑健な売却過程の下で形成された取引価格は、単一の鑑定人による算定結果の乖離というＤＣＦ法等の懸念をある程度緩和するといえ、対象会社の本源的価値を表す指標として相対的に信頼性が高いといってよい。[18]

ただし、裁判所は、「全ての関連要素を考慮する」との制定法の文言から、売却過程が頑健であった場合（独立当事者間の交渉や頑健で利益相反のないマーケット・チェックがなされた、入札者が豊富な情報を得ている、取引に関する障壁がほとんどないなど）であっても、取引価格は公正な価値を反映しているとの推定までは採用しない。[19] また、取引価格を考慮する場合であっても、実際の取引価格にはコントロール・プレミアムやシナジー等が反映されていることがある。そのため、裁判所が取引価格にシナジー等が含まれていると判断した場合には、シナジー等が控除され、公正な価値が取引価格より低くなる場合がある。[20] 逆に、控除すべきシナジー等の立証が当事者によってなされていない、[21] または取引価格にシナジー等が含まれていないと裁判所が判断した場合は、[22] 取引価格がそのまま公正な価値として用いられる場合もある。

（三）売却過程の頑健性はどのような基準で審査されるか

公正な価値の決定において、裁判所が売却過程の頑健性を審査する際の審査基準は、取締役の信認義務（fiduciary duty）違反の審査基準と比較すると次のような特徴があると説明される。[23]

まず、信認義務事例では、取締役個々人の株主に対する義務に違反したかどうかが問題となる。裁判所は、株主に対する期待価値の最大化ではなく、取締役の個人的な責任リスク（liability risk）を最小化するリスク回避的な意思決定をすることを嫌うため、取締役個々人の責任を認定することには慎重になる。これに対して、株式買取請求事例では、株主は公正な価値を獲得したかが問題となる。株主は公正な価値を得ていないと裁判所が判断した場合、買収者は当該公正な価値と取得価格との差額を填補する必要があるが、取締役個々人の責任は問われない。[24]

また、信認義務事例においては、被告側の信認義務が、損害を正当化するべき方法で遵守されたかが問題となる。義務違反が生じたかを判断するために、デラウェア州裁判所は、取締役の業務執行（意思決定）を、経営判断原則（business judgement rule）、厳格審査基準（enhanced scrutiny）、完全なる公正の基準（entire fairness）に照らして評価する。[25] 厳格審査基準は、デラウェア州の中間的審査基準である。

M&A取引において信認義務違反の有無を審査する際、厳格審査基準は、取締役に対して、自らが株主にとって合理的に入手可能な最善の価値を提供する取引を締結しようとしたことを証明せよという負担を課す。人間は、将来を確実に予見することはできないので、後知恵をもって取締役たちが実際に最高の価格を実現したかを判断する基準はあり得ない。そのため、株主にとって最善の入手可能な取引を締結するために誠実に行動したかのみを義務にするのがよい。M&A取引では、厳格審査基準は、取締役が信認義務を充足しているかを判断するために、①取締役が意思決定をする際に依拠した情報を含む取締役の意思決定過程の合理性及び②行為当時の状況における取締役の行為の合理性を審査する。当該基準は、結果が事実上合理的に入手可能な最善の取引であったかは問題とせず、実際に最善の取引の成果を実現できなかっただけでは責任の根拠にならない。

これに対し、株式買取請求においては、裁判所は、取締役の動機や行為の合理性ではなく、取締役が実現した結

果を審査する。裁判所は、専ら会社の価値に焦点を当てるため、価格こそが問題になる。どのように、そしてなぜ取締役が公正な価値を達成したか、あるいは達成できなかったかは、問題にならない。売却手続は合併のクロージング日における会社の価値の証拠を提供するという限度で有益である。信認義務事例とは基準が異なるために、売却手続の期間中になされた判断が、厳格審査基準を充足するが、当該売却手続が株式買取請求における公正な価値の説得力のある証拠とはならない価格をもたらすことも十分にあり得る。厳格審査基準の一つであるレブロン基準を充足したからといって、取引価格が公正な価値の証拠となるとまではいえない。[26]

上記のようなデラウェア州の判例法理から、株式買取請求においては、取締役が実現した価格が十分であったかが審査される。それゆえ、株式買取請求権は、取締役の信認義務違反が認められず、株主が差止請求や損害賠償請求をなし得ない場合に機能する救済手段として位置付けられ得る。これは、以下のような理由による。上場会社の企業買収に関する訴訟は、①事前の情報開示が不十分である場合の差止訴訟、②事後の忠実義務違反訴訟、③株式買取請求権に大別されるとされる。[27] まず、信認義務違反を根拠に暫定的差止命令（preliminary injunction）が認められる要件の一つに、「暫定的差止命令でないと目前の取り返しのつかない損害が発生すること」があるところ、情報開示に不備がない企業買収の場合、対価の不当性を争う株主は、事後的な損害賠償請求または株式買取請求による救済を求めることが可能であるので、原則として暫定的差止命令の当該要件を充足しない。[28] すなわち、対価の不当性は、原則として差止訴訟の提起では争い得ない。次に、企業買収とりわけＭＢＯの場合には、会社支配権の移転を伴うことから、対象会社の取締役にレブロン義務が課される。[29] そして、レブロン義務は、取締役が競売人としての役割を果たさねばならないという内容から、取締役が株主にとって合理的に入手可能な最善の取引を実現するために、現実の具体的状況の下において十分に情報を得て合理的に行動することが要求されるという内容に変化

しており、レブロン義務の内容が取締役にとって緩和されたとの評価もある。[30] そのため、事後的な損害賠償請求を請求するのみでは、対価の不当性を争いたい少数株主の保護が不十分になるおそれがある。

三．Dell 事件の事実の概要

（一）Dell 社とＭＢＯ

Michael Dell 氏（以下、「Dell 氏」という）は Dell 社の創設者兼ＣＥＯであるが、遅くとも二〇〇七年頃までに、Dell 社の業績は徐々に落ち込んでいた。そのため、二〇〇九年、Dell 社は企業改革を開始した。

二〇一二年六月には、Dell 社の資産管理会社である Southeastern Asset Management（以下、「Southeastern」という）の Staley Cates 氏が、同年八月には、Silver Lake の Egon Durban 氏と KKR の George Roberts 氏が、相次いで Dell 社のＭＢＯに関心を示した。

同年八月一四日、Dell 氏は、Dell 社主席独立取締役である Alex Mandl 氏を召喚し、Southeastern、Silver Lake、KKR がＭＢＯに関心を有しており、自身もＭＢＯを実施したい旨伝えた。

同年八月二〇日、Dell 社取締役会が開催された。Dell 氏は、当該会議に参加しなかった。取締役会は、特別委員会[31]（以下、「委員会」という）を組成した。取締役会は、委員会に対して、委員会独自のアドバイザーを雇用する権限を付与した。[32] 委員会は、リーガル・アドバイザーとして Debevoise & Plimpton LLP を、フィナンシャル・アドバイザーとして JP Morgan Chase & Co.（以下、「JP Morgan」という）を雇用した。

（二）委員会による Dell 社売却手続の開始

同年九月、委員会は Silver Lake、KKR 及び Dell 氏と秘密保持契約（confidentiality agreements）を締結した。

委員会は、Southeasternには接触しなかった。

委員会は、同年六月の財務予測（July Case：以下、「六月予測」という）を検討し、六月予測を、極めて楽観的で、非現実的であるとみなした。委員会はGladden氏（Dell社ＣＦＯ）に、六月予測を修正するよう申し向けた。

同年九月一四日、委員会は、JP Morganから、取引過程に関する概要説明を受け、他のフィナンシャル・スポンサー（financial sponsor）や戦略的買収者（strategic bidders）からも関心を得られるかを検討した[33]。

同年九月一七、二一日に、委員会が開催され、Gladden氏が修正財務予測を発表した（September Case：以下、「九月予測」という）。九月予測では、顧客需要は低く想定され、利益は減らされた。委員会は、九月予測を六月予測よりは現実的だがなお過度に楽観的であるとみなしたにもかかわらず、九月予測を正当な財務予測だとした。

同年一〇月九日、JP Morganは、委員会に、九月予測に基づくＤＣＦ分析（二〇ドルから二七ドル）とＬＢＯプライシングモデルに基づくフィナンシャル・バイヤーの支払う上限額の分析（一四・一三ドル）を提供した[34]。

（三）契約締結前の段階（pre-signing phase）における買収者の勧誘

同年一〇月二三日、KKR及びSilver Lake（いずれもフィナンシャル・バイヤー）が、委員会に対し、Dell社買収オファーを提案した。しかし、いずれの対価も一四・一三ドルを下回っていたため、委員会の要請を受けたDell氏は、両者に取引価格の引上げを要求した。また、Dell社の第三四半期収益が下落したため、Dell社は、再度自社の業績予測を構築すべく、Boston Consulting Group（以下、「BCG」という）とコンサルタント契約を締結した。

ところが、同年一二月三日までに、KKRは、ＰＣビジネスの不確実性を理由に、買収オファーを撤回した。同年一二月四日、Silver Lakeは一二・七〇ドルでの買収オファーを提示したが、委員会は、当該オファーを拒絶した。また、委員会は別の有力企業であるTexas Pacific Group（以下、「TPG」という）に対してDell社の買収を

打診したが、同年一二月二三日、TPGも、PCビジネスの不確実性を理由にDell社買収手続への参入を見送った。

二〇一三年一月八日、委員会は、go-shop手続[35]を実施するフィナンシャル・アドバイザーとしてEvercoreを雇用した。また、Dell社のMBOのニュースが、二〇一二年末までには公になっており、二〇一三年一月二四日までに、GE Capital、Blackstone、Southeasternが関心を表明した。一方で、Silver Lakeとの交渉過程において、委員会は、Silver Lakeに対し、取引価格の引上げを六度要請した。最終的に、取締役会は、取引価格を一三・七五ドルとすることをSilver Lakeに要求し、一三・六〇ドル以下では契約を締結しないとした。同年二月三日、Silver Lakeは、対価を一三・五〇ドルとする取引案を提示したが、当該取引は拒絶された。そのため、同年二月四日、Silver Lakeは対価を一三・六五ドルに引き上げたが、この対価（Original Merger Consideration：以下、「当初取引価格」という）が「最善かつ最終のオファーである」と述べた。また、同日、EvercoreとJP Morganは、当初取引価格は経済的な観点からみて非利害関係株主にとって公正な価格であるとした。委員会が、取締役会に対してSilver Lakeのオファーに賛成することを推奨したため、取締役会はDell氏を除く全会一致でSilver Lakeの取引案を採択した。

同年二月五日、Dell社と、Silver Lake及びDell氏（それぞれが「買収グループ（buyout group）」である[36]）は、合併契約（Merger Agreement）を締結し、合併計画を公表した。また、Dell氏は、議決権拘束契約（voting agreement）を締結した[37]。これは、自己の入札条件が他の入札者より優れていると株主に主張し、かつより優れた買収であると株主に認められた全入札者が、Dell氏の議決権につき賛成票を得られることを意味していた。また、本件取引において、Dell氏は自己の株式を一三・三六ドルで譲渡し、かつ、五億ドルの追加出資をするとともに、Dell氏の利害関係人も二億五〇〇〇万ドルの追加出資をするとされた。この取引は、Dell社が非公開化された後

に、Dell氏に七四・九％の、Silver Lakeに二五・一％の株式を与えるものであった。

（四）契約締結後のgo-shop期間（post-signing go-shop period）における各社の行動

同年二月五日から四五日間、Evercoreによりgo-shop手続が開始された。Evercoreは、BlackstoneやHewlett-Packard（以下、「HP」という）を含む六七件の当事者のDell社買収への関心を調査した。BlackstoneやHPは、買収グループ以外の取引相手の最有力候補であった。しかし、HPは、Dell社の買収に関心を示さなかった。

同年三月二一日、GE Capitalは、Dell社のFinancial Service Business部門を総額三六億ドルで買収するオファーを行った。同年三月二二日、Icahn Enterprises L. P.のCarl Icahn氏（以下、「Icahn」という）とBlackstoneが、それぞれ対価を一五ドル、一四・二五ドルとする法的拘束力のないオファーを行った。

同年三月二三日、go-shop期間が終了した。なお、Dell氏は、go-shop期間中、全ての者が接触可能であった。

（五）go-shop期間後の動向

Blackstoneは、Dell社の積極的な協力も得つつ、Dell社企業買収部門の前責任者であったDavid Johnson氏に命じて、入念かつ誠実にデュー・ディリジェンス[38]を行った。しかし、同年四月一八日、Blackstoneは、Dell社経営陣の業績見通しと実際の売上げとの不一致等を理由として、Dell社買収手続から撤退した。Blackstoneの撤退後も、IcahnはDell社の買収に関心を持ち続けていた。同年五月八日（九日）、Icahnは、Southeasternと提携した。

同年七月一八日、Dell社は、臨時取締役会を開催し、合併に関する株主の議決権について協議を行った。同年五月三一日付の最終議決権行使書面では、委員会が、非利害関係株主の公平性を確保する観点から、Silver Lakeとの取引を推奨することを決定したとされた。なお、この後も、IcahnはDell社を買収するべく対抗提案を継続し

た。

しかし、上記臨時取締役会に先立つ同年七月一七日、委員会の委任状勧誘者（proxy solicitor）は、Dell社株主は本件合併に賛同しそうにないと判断した。委員会は、合併が頓挫することを避け、買収グループにオファー条件を改善する時間を与えるべく、合併契約の承認に係る株主総会を延期した。当初、買収グループは、全非利害関係株主の過半数から、単に株主総会に参加したか又は議決権を行使した既存の非利害関係株主の過半数へと、合併の承認に必要な株主の数を減らすことと引き換えに、合併対価を〇・一〇ドル引き上げることを主張した。しかし、同年七月三〇日、委員会はこの修正案を拒絶した。

同年七月三一日、買収グループは、対価を〇・一〇ドル引き上げて一三・七五ドルとし、さらに〇・一三ドルの特別配当を行うとした（Final Merger Consideration：以下、「最終取引価格」という）。同年八月二日、委員会が開催され、EvercoreとJP Morganは、一三・七五ドルという取引価格が非利害関係株主にとって公正であるとした。委員会に従って、取締役会は改定取引を承認した（これより後、この改定取引を「合併契約」という）。

（六）株主による議決権行使と株式買取請求権の行使

同年九月一二日、臨時株主総会が開催され、Dell社の全株式のうち五七％が合併を承認した（株主総会に出席した株主は、およそ七〇％の株式を保有していた）。同年一〇月二九日、合併が完了し、異議のないDell社株主の株式は一三・七五ドルの現金と交換された。Icahn及びSoutheasternは、株式買取請求権の行使の申出を撤回したが、Dell社普通株式を三八六五八二〇株保有するMagnetar Capital Master Fund ltd.が、株式買取請求権を行使した。

四．原審及び最高裁の結論

（一）原審の結論

以上のような事実関係の下、原審は、公正な価値の算定に際して、取引価格に全くウェイトを置かなかった。このような判断を導いた理由として、以下の三点を挙げている。

第一に、効率的市場仮説に依拠しないことを前提に、投資家の近視眼性ないし短期主義（market myopia）のためにDell社の本源的価値が低く見積もられ、Dell社の市場株価とDell社の本源的価値との間に評価落差（valuation gap）が生じていたにもかかわらず、Dell社の市場株価を用いて取引価格を決定したために、当該取引価格が公正な価値を下回るものとなった（五（一）参照）。

第二に、Dell社売却手続には、契約前後を通じ戦略的買収者が関与せず、ＬＢＯプライシングモデルを用いて取引価格を決定するフィナンシャル・スポンサーのみが関与したために、取引価格は公正な価値を下回るものとなった（六（一）参照）。

第三に、ＭＢＯにおけるgo-shop手続に固有の要素（ⓐgo-shop手続の構造的問題、ⓑ勝者の呪い（winner's curse）、ⓒDell社にとってのDell氏固有の価値）が存在したために、取引価格が公正な価値の最良の証拠であることの信頼性を減殺した（七（一）（a）、（二）（a）、（三）（a）、（四）（a）参照）。

これらの理由から、原審は、Dell社売却手続が、契約締結前及び契約締結後（go-shop手続）のいずれの段階においても、価格発見のためのツールとしては不十分なものであったとした。もっとも、原審は、売却手続が不完全であったために、どの程度の価格決定の誤り（mispricing）が生じているかを定量化することは不可能であること

を理由として、取引価格にウェイトを置かず、[39]専らＤＣＦ分析の結果のみに基づいて公正な価値を算定した。その結果、Dell 社の公正な価値は、最終取引価格を大きく上回る一七・六二ドルとなった。

（二）最高裁の結論

これに対して、最高裁は、以下の三点の理由に基づいて、取引価格に全くウェイトを置かないという原審の判断は、裁量権の濫用を構成し、判決の取消しに値するとした。

第一に、原審の上記三つの理由付けは、いずれもコーポレート・ファイナンスの確立した原則に反する。①契約締結前の段階において、一般の株式流通市場には明白な効率性が存在しており、また、アナリストは Dell 社に対して長期的なアプローチをとっていたから、評価落差が存在したという懸念は弱められる（五（二）参照）。次に、②本件のように、フィナンシャル・バイヤーのみが競争に関与した結果としての取引価格は公正な価値を示すものではないとはいえないし（五（二）参照）、また委員会が組織され、契約締結後の頑健な go-shop 手続を監督している場合は、仮に競争がフィナンシャル・バイヤーに限定されていたとしても、当該売却手続の結果得られた取引価格は、公正な価値を反映している（七（四）（b）参照）。さらに、③本件では、go-shop 手続に関して、以下のような特徴が認められる。すなわち、ⓐ go-shop 期間中に Dell 社買収手続に参入しようとする対抗入札者は、最低限の go-shop 手続の構造的障壁に直面しているに過ぎなかった（七（一）（b）参照）。ⓑ Dell 社が広範囲なデュー・ディリジェンスを実施させたために、勝者の呪いを拡大し得る情報の非対称性を解消した（七（二）（b）参照）。ⓒ Dell 氏が Dell 社にとって価値を持っていることを前提としても、Dell 氏は、自身の議決権を対抗入札者のためにも行使するなど対抗入札者と協働して入札に参加するなどの特徴がみられた（七（三）（b）参照）。

第二に、原審の実施したＤＣＦ分析の信頼性を減殺する経済学上の理由が存在する。原審は、ＤＣＦ分析のみに

基づいて公正な価値を一七・六二ドルであるとしたのに対して、最高裁は、市場データ（market data）を無視する主要な理由付けが誤っており、かつ申立人のＤＣＦモデルの信用性に明白な欠如があり、さらに様々なＤＣＦ分析が基礎とした全ての予測の信頼性に関して合理的な疑問があったことを前提とすると、取引価格に強固な信頼性を置くべきであり、仮にＤＣＦ分析にウェイトを置くとしてももっと少ないウェイトを置くべきであるとした。

第三に、ＤＣＦ分析を採用すべきでない政策的な理由が存在する。最高裁は、「利益相反を最小限に抑え、株主にできる限り最高の価値を獲得させるための多くのメカニズムを採用することで、裁判所がＤＣＦ分析に基づいて取引価格に対するプレミアムを上乗せするリスクを伴うのならば、（Ｍ＆Ａに際して）ベスト・プラクティスを採用するインセンティブは著しく減殺される」とし、[40] 政策的理由からもＤＣＦ分析に依拠すべきでないとした。

以上から、最高裁は、全体的にみて、市場に基づいた価値の指標であるDell社の株式価格や取引価格の双方は、公正な価値を立証する上で相当な証明力を持っているとする。そして、「市場効率性、平等な取引（fair play）、低い参入障壁、全ての論理的買収者（logical buyer）に対する接触・勧誘（outreach）、全ての最高額での入札者に対して、Dell氏自身の議決権による支援を得る機会があるという証拠が極めて説得力のある場合には、衡平法裁判所が、全てのDell社株主、アナリスト、潜在的買収者の各々による価格決定の誤りがあったとし、取引価格に十分なウェイトを付与しなかったことは、これらの複雑かつ困難な事例において衡平法裁判所に与えられている広範な裁量をもってしても、裁量権の濫用である」とし、原審の判決を取消し、差し戻した。[41]

以下では、原審及び最高裁とで異なる判断を導いた点を、詳しくみていくこととする。

五．株式の一般流通市場が効率的であったといえるか

（一）原審の認定

（a）原審の要点

まず、原審は、Dell社の市場株価は低く抑えられており、同社の本源的価値との間に評価落差が存在したとする。そして、評価落差が生じた理由として、Dell社の投資家や株主、アナリストたちが四半期業績というDell社の短期間の業績に着目していた（市場の近視眼性ないし短期主義）からであるとする。

次に、原審は、評価落差が生じている場合にＭＢＯを実施する際の弊害につき、一般論として、低い市場株価であることを奇貨としてＭＢＯが実施されるおそれがあること（機会主義）と、低い市場株価を基に取引価格が決定されるため、取引価格も低くなってしまうおそれがあること（アンカリング効果：anchoring effect）[42]があるとする。その上で、本件においては、Dell氏らが機会主義的にＭＢＯを実施しようとしたとはいえないものの、Dell社の市場株価を主要なインプットとして取引価格が決定されたために、アンカリング効果が働き、取引価格はDell社の本源的価値を下回ったとした。

（b）本件評価落差の存在及び原因

原審は、①Dell社の企業改革に関連してDell社はおよそ一四〇億ドルもの投資を行ったにもかかわらず想定された結果が生まれていなかったこと、②アナリストがDell社四半期業績という短期間での業績に着目したことから、Dell社の市場株価は低く押し下げられており、Dell社の本源的価値との間に評価落差が生じていたとする。そして、かかる評価落差が生じたのは、市場の近視眼性が原因であったとする。[43]

本件では、JP Morganは、二〇一二年九月一四日に、Dell社の業績がアナリストの予測を達成し得なかったこと（missed street expectation）は、投資家に企業変革計画の四半期ごとの履行状況や見通しが改善したかの成り行きを見守らせた（wait and see mode）とした。[44] また、JP Morganは、同年一二月五日にも再び、Dell社の投資家がDell社の長期的な価値を犠牲にし、短期的な業績がどれだけ上がるかに注目しているようだとし、企業改革の見通しの不透明性及びアナリストの予測との不一致は、短期筋に注目する投資家を増加させるとした。[45] さらに、Goldman Sachsは、同年一〇月一八日に、Dell社のPC事業部門はDell社収益の約五〇％を占め、他部門の収益を遥かに超えているのに、PC産業の見通しが芳しくないことや、Appleのiphone・iPad等のモバイルコンピュータへの移行がDell社の収益の大半を占めるPCの収益構造を著しく破壊することなどの投資家の懸念が評価落差の一因だとした。[46] 加えて、BCGは、同年一二月五日に、Dell社のキャッシュ・フローが急激に減少するか、又はDell社が価値を破壊する方法でキャッシュ・フローを浪費しているとの投資家の懸念があるとした。[47]

以上から、原審は、複数のアドバイザーが、投資家がDell社の短期的な業績に着目していると意見したことを根拠に、市場の近視眼性を認定した。

（c）評価落差が存在するにもかかわらず、市場株価を基に取引価格を決定したことの弊害

次に、評価落差が存在する場合に、取引価格を公正な価値の最善の証拠として扱うべきではない一般論として、原審は、経営陣が対象会社の市場株価が低くなっている時期を意図的に選択してMBOを実施するおそれ（機会主義）と、低い市場株価を基に取引価格が決定されてしまうおそれ（アンカリング効果）とを挙げる。もっとも、本件においては、Dell氏らが機会主義的にMBOを実施しようとはしていなかったとする。

まず、機会主義の懸念につき、原審は、MBO等の少数株主の締出しを伴う取引は、会社の業績の底値や、投資

家の過度な悲観論（反バブル的価値観（anti-bubble））を利用してなされるおそれがあるとする。そして、会社の非公開化に最適な時期は、会社が著しく長期的な観点で投資を実施した後で、かつ当該投資がリターンを生み出したり、市場参加者が投資のリターンによる利益をDell社の株式価格に組み込むよりも前の時点であるとし、そうした機会主義的に会社の非公開化時点を選択することに対処すべきであるとする。(48)

原審のこの判示は、取締役や経営陣が、対象会社の株価が低くなっている時期を意図的に選択・利用して会社を非公開化することで、自らが支払う対価を低く抑えることができ、少数株主に十分な対価が支払われないおそれがある（それゆえに、機会主義的に非公開化手続の開始時点を選択していないかも検討されるべきである）ことを示唆するものと解される。

また、アンカリング効果の懸念につき、原審は、会社の株式価格が低い時点でＭＢＯ等のオファーがなされた場合、アンカリング効果が働き、本源的価値よりも低い価格で入札がなされるおそれがあるとする。また、対象会社及び買収者の双方が、入札額を決定する際の基準として、対象会社の市場株価を用いているとの実証研究を引用し、市場株価が押し下げられている会社が、会社売却手続を開始する場合、上記アンカリング効果が働くために、価格交渉（の下限）が固定され、実際の会社の本源的価値よりも低い価格での入札がなされやすいとする。(49)

以上のような一般論を展開した上で、原審は、本件事案においてDell氏及び経営陣や委員会らが評価落差の存在を認識していたことは認めつつ、Dell社ＭＢＯは機会主義的になされていないと認定した。

まず、原審は、二〇一一年にDell社経営陣がDell社の企業価値分析を行った結果、当時の市場株価一四ドルよりも高額の二二・四九ドルないし二七・〇五ドルを示したことから、遅くとも経営陣は二〇一一年一月、委員会のアドバイザーは雇用後の二〇一二年一〇月には評価落差を認識していたとする。(50) 一方で、Dell氏及び経営陣チー

ムは、評価落差を利用してＭＢＯを実施しようとはしておらず、むしろDell社は市場評価以上に価値を有していることを市場に理解させようとしたとする。[51] 実際、上記の評価落差の原因について、Dell氏及び経営陣は、市場がDell社を未だにＰＣ事業を主力とする会社だと見なしているからであると考えており、Dell氏及び経営陣は、ＰＣ事業部門のみならず、各事業部門を合わせた全体としてのDell社を市場に評価してもらうべく、二〇一二年六月一二日・一三日のアナリストとのミーティングにおいて、enterprise solution & services部門が、二〇一六年までにDell社の利益の六〇％を占めると主張した。[52] しかし、このようなDell氏及び経営陣の努力にもかかわらず、なおも業界筋（market observer）が上記見通しに懐疑的であったため、[53] 評価落差は解消されなかった。原審は、このような状況のもと、Southeastern及びSilver LakeがDell氏にＭＢＯを示唆した段階で、ようやくDell氏はＭＢＯに有利な機会を追求することを決定したに過ぎず、本件ＭＢＯは機会主義的になされなかったとした。[54]

一方で、原審は、本件においてアンカリング効果が存在したとする。具体的には、委員会及びアドバイザーが、評価落差が存在したにもかかわらず、Dell社の市場株価をもとに取引価格を決定したため、アンカリング効果が働き、取引価格が公正な価値を下回ったとする。

まず、市場株価をもとにして本件取引価格が形成され、アンカリング効果が働いたことにつき、原審は、本件では、委員会は、合併対価がDell社の非利害関係株主にとって公正であるかを判断する際、純簿価（net book value）、比較可能取引（comparable transactions）、Dell社の合併前継続企業価値を考慮しなかったとする。なぜなら、委員会は、Dell社株式の市場株価が、いかなる時点においても、Dell社の継続企業価値の最も適切な指標であると考えたからである。また、委員会は、本件取引を推奨する理由を説明する際、市場株価を唯一の定量的メトリクス（quantitive metric）として用いたとする。具体的には、委員会は、①（Dell社がＬＢＯの対象となる可能性を

アナリストが報告する前日である）二〇一二年一一月一一日における市場株価九・六四ドルに対して約四四％、②（メディアが本件合併をリークする前日である）二〇一三年一月一一日の市場株価一〇・八八ドルに対して約二八％、③同日に先立つ九〇日間における市場株価の平均値九・九七ドルに対して約三九％のプレミアムが付与されていることを、本件取引を推奨する理由とした。[55]

また、原審は、フィナンシャル・アドバイザーであるJP Morgan及びEvercoreも、市場株価に基づく評価を提供したとする。具体的には、JP Morganは、五二週間のDell社の取引レンジに基づく評価を提供したほか、市場価格に対するプレミアムと本件類似の大規模なＬＢＯのプレミアムも比較した。この分析に際して、JP Morganは、Silver Lake及びKKRの当初のオファーのプレミアムは近傍類似の取引価格と比較して適切であるとした。Evercoreは、Dell社経営陣らの予測が信用できなかったため、ＤＣＦ分析ではなく、市場株価に基づく分析を重視したほか、JP Morganと同様のプレミアムの比較も行った。[56]

以上から、原審は、本件において評価落差が存在し、アンカリング効果が働いている以上、市場株価に基づいて決定された本件取引価格は、公正な価値の証拠とはならないとした。[57]

（二）最高裁の認定

（a）最高裁の要点

最高裁は、原審が評価落差を認定する根拠とした市場の近視眼性は本件では存在せず、また、一般のDell社株式流通市場も効率的であったにもかかわらず、原審がこれを無視したことを理由に、評価落差が存在するとした原審の認定は誤っているとした。

（b）投資家及び株主の市場の近視眼性は存在しなかったこと

最高裁は、アナリストや投資家（traders）が近視眼性を持っていたとはいえないとした。なぜなら、アナリストは、Dell社や価格目標を評価する際にDell社の長期的な見通しを精査しており、Dell社の長期的な計画を理解しつつも、Dell氏のいう長期的展望を説得的とは考えなかったからである。[58] 実際に、多くのアナリストが、PC事業の市場動向やリスクを考慮し、Dell社の成長は望めないとする点で一致していた。[59] また、原審が、長期的に株式を保有したり、大規模に株式を購入する投資家が存在したと認定したことにも言及する。[60]

最高裁のこの判示は、市場において、長期的にはDell社は高い業績を生み出すとのDell氏及び経営陣の見通しを説得的と考える投資家も存在したため、必ずしも投資家が近視眼性を有していたとはいえないことを指摘し、原審の事実認定を覆したものと解される。

さらに、最高裁は、Dell氏及び経営陣がDell社の長期的価値を市場に理解させようとしたが、買収グループ以外では、Dell社の内部情報を審査した全ての潜在的買収者（KKR・TPG・Blackstoneら）は、株式市場がDell社の企業価値を正当に評価し、かつPC産業の将来性及びDell社の長期的な企業改革の見通しに懸念があるという同様の理由のために、Dell社の売却手続から撤退したとする。そして、この撤退理由の一致は、経営陣の楽観的な見方がアナリストや投資家の懐疑的な見方より説得的だとはいえないこと、[61] また、大衆投資家が認識できない情報格差を利用するべく経営陣が意図的にDell社の株式価格を下げたのではなく、市場がDell社の価値を正当に低く評価していたことを裏付けるとする。[62] さらに、最高裁は、潜在的買収者は将来のDell社業績回復の可能性がPCの売上シェア喪失のリスクを上回ることはもとより、現時点でのDell社貸借対照表すら信じていなかったとし、市場及び投資家の視点の一貫性は、投資家がDell社の長期的戦略をも考慮したことを示すとした。[63]

以上から、最高裁は、事実認定として本件において市場の近視眼性は存在しないとした。

（c）原審が効率的市場仮説を無視したこと

次に、最高裁は、原審が効率的市場仮説を無視しているとし、本件においてDell社の株式市場は効率的であるため、評価落差は存在しないとした。

最高裁は、市場の効率性が認められる条件について、DFC事件最高裁の判示も引用しつつ、「多数の株主がおり、支配的株主がおらず、〝活発かつ盛んに取引が実施され〟[64]、かつ会社の情報が広く利用可能であって、市場に容易に拡散されるという条件」を満たしていれば、市場は、「セミ＝ストロング型の効率性を持っている」とし[65]、かかるセミ＝ストロング型の効率性の下では、会社の市場株価は、「会社の将来の見通し、法令上の開示（public filings）、業界情報、アナリストによる調査などに関する多くの株主の判断を反映する」とする[66]。この結果、「会社の株式の取引において、投資家は会社の情報を急速に獲得し……、市場の修正や企業評価に関するコンセンサスを反映して、市場株価は再調整される」とする[67]。

上記のような一般論を踏まえて、最高裁は、本件におけるDell社の株式流通市場が効率性を有しているかを検討する。最高裁は、原審が「Dell社が広く分散した一般株主を欠いていたこと、会社の情報が不十分ないし制限されていたこと、Dell社に支配株主が存在することなど、株式市場が効率的市場の特徴を欠いていたこと」を示唆する事実を認定していないとする[68]。実際、Dell社は多くの浮動株（a deep public float）を有しており、三〇件のアナリストや一四五件の業界筋によって注目・賞賛され、株式数の五％以上の取引が毎週積極的に行われていた[69]。また、原審は、情報が自由に流通しなかったことや、経営陣が投資家のDell社への期待を意図的に減殺して投売り価格で株式を購入したことを示唆する証拠を明示的に認定していない。さらに、Dell氏ですらDell社株式の約

一五％を保有するのみで、支配株主も欠けていた。それゆえに、最高裁は、原審が「評価落差に関する合理的かつ事実上の根拠を提供していない」とした。(70)

以上から、最高裁は、効率的市場仮説を無視して本件におけるDell社株式市場において評価落差が存在するとした原審の認定は誤っていたとした。

（三）小括

原審は、市場の近視眼性を原因とする評価落差が生じていたとした。これに対して、最高裁は、投資家らがDell社の長期的な価値をも考慮していたことを挙げ、事実認定として、市場の近視眼性は存在しないとした。加えて、最高裁は、Dell社の浮動株の数量等を挙げ、本件において効率的市場仮説が妥当することを前提に、原審の認定した評価落差の存在を合理的に基礎づける証拠が欠けているとした。

また、原審は、評価落差が存在する場合の弊害として、機会主義とアンカリング効果の問題があると指摘し、本件ではDell氏ら経営陣が機会主義的にＭＢＯを実施したとは認められないが、アンカリング効果が働いているとして、公正な価値の指標としての取引価格を尊重しなかった。これに対して、最高裁は、機会主義やアンカリング効果の前提となる評価落差を否定したため、これらの問題が認められるか否かには、言及していない。

仮に、効率的市場仮説に依拠するのならば、公に利用可能な情報は瞬時に拡散され、市場株価に反映されるはずであるから、一般の株式流通市場において評価落差の問題は生じないはずである。そのため、原審及び最高裁の判断は、効率的市場仮説に依拠するか否かの点で分かれていると考えられる。

これに続いて、原審及び最高裁は、契約締結前及び後の、会社支配権を取得する市場（Ｍ＆Ａ市場）での競争過程において有意義な価格競争がなされたかを検討する。一般の株式流通市場の効率性とは別に、会社支配権市場の

効率性（有意義な価格競争がなされたか）をも検討しなければならないのは、市場株価が会社の継続企業価値を表すものであったとしても、そのことから直ちに取引価格が公正な価値の指標として尊重されることにはならないからである。すなわち、多数の同一性のある株式が、極めて多くの市場参加者の取引の対象となっている一般の株式流通市場とは異なり、相等しい会社が存在しない会社支配権市場においては、市場効率性の要件である流動性及び代替性を欠き、効率性が低い。[71] そのため、会社支配権市場において形成された価格が、対象会社の本源的価値を表しているかを、慎重に検討しなければならない。また、セミ＝ストロング型効率的市場仮説の下では、一般株式の流通市場における市場株価は、会社の非公開情報（内部情報）までは反映しない。M&A取引やMBOにおいては、一般に、買収者が対象会社と秘密保持契約を締結した上でデュー・ディリジェンスを実施し、対象会社のさらなる非公開情報を獲得するというプロセスが履践されることが多い。したがって、秘密保持契約が締結されなければ、買収者は対象会社の非公開情報にアクセスできないため、一般株式の流通市場における市場株価は、こうした非公開情報の価値を反映していないと考えられる。[72] このように考えると、たとえば頑健なマーケット・チェックが実施され、潜在的買収者も非公開情報にアクセスできるなど、頑健な売却過程の下で形成された取引価格が、対象会社の合併のクロージング時点における本源的価値を表しているといえるかどうかも、別途検討されなければならない。そこで、以下の六及び七において、契約締結前及び後の会社支配権市場がそれぞれ効率的であったかという点についての原審及び最高裁の判断を検討する。

（1）　経済産業省の「M&A指針」では、マーケット・チェック、一般株主への情報提供の充実とプロセスの透明性の向上などが明記された。公開買付価格の形成過程の公正さを実質的に検討しようとするもので、本稿の問題意識と同一である。

（2）　In re Appraisal of DFC Glob. Corp., C. A. No. 10107-CB, 2016 Del. Ch. LEXIS 103 (Ch. July 8, 2016), DFC Glob. Corp.

v. Muirfield Value Prs, L. P. 172 A. 3d 346（Del. Aug. 1, 2017）.

（3） In re Appraisal of Dell Inc., No. 9322-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 81（Ch. May 31, 2016）, Dell, Inc. v. Magnetar Glob. Event Driven Master Fund Ltd., 177 A. 3d 1（Del. Dec. 14, 2017）.

（4） DFC事件最高裁の評釈として、行岡睦彦「頑健なマーケット・チェックを経た取引価格と『公正な価値』」商事法務二一八三号（二〇一八年）五四頁、Dell事件最高裁の評釈として、飯田秀総「株式買取請求における市場株価とＭＢＯの取引価格」商事法務二一九一号（二〇一九年）四四頁（「飯田①」）がある。また、Dell事件に言及したものとして、飯田秀総「株式買取請求権のデラウェア州判例の最新動向」神田秀樹責編『企業法制の将来展望　資本市場制度の改革への提言（二〇一九年度版）』（財経詳報社、二〇一八年）三八三頁（「飯田②」）、尾藤正憲「株式の公正価値算定手法の日米比較―二〇一七年以降の裁判実務を踏まえて―」商事法務二一八八号（二〇一九年）二七頁がある。

（5） 二〇一一年以前の株式買取請求の申立件数は年一〇件程度に過ぎない。白井正和「ヘッジファンドによる株式買取請求を目的とした株式の買い集めとその評価」同志社法学第七一巻一号（森田古稀、二〇一九年）五九〇頁及び注八参照。

（6） 裁判所が、取引価格を上回る公正な価値を認定することによるリターンを享受することを意図して、株式買取請求権を行使する行為をいう。飯田②・前掲注（4）三八四―三八五頁、白井・前掲注（5）五八八頁参照。

（7） 二〇一六年の株式買取請求の申立件数は、六二件であるとされている。Guhan Subramanian, Using the Deal Price for Determining "Fair Value" in Appraisal Proceedings（Feb. 6, 2017）, at 7-11, http://ssrn.com/abstracct=2911880.

（8） In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *57-58. また、Dell, 177 A. 3d 1, at 20は、以下のように述べる。裁判所は、継続企業すなわちスタンド・アローンな法主体として完全な合併前の企業の継続価値を想定し、継続企業としての価値を評価しなければならない。

（9） In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81のほか、たとえば、以下参照。ACP Master, Ltd. v. Sprint Corp, 2017 WL 3421142（Del. Ch. Jul. 21, 2017）; In re Appraisal of SWS Group, Inc., 2017 WL 2334852（Del. Ch. 2017）. なお、取引価格ではなく、市場株価を用いて公正な価値を決定したものとして、Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., No. 11448-VCL, 2018 Del. Ch. LEXIS 52（Ch. Feb. 15, 2018）がある。しかし、この認定は、後に最高裁（Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., 210. A. 3d. 128（Del. Apr. 16, 2019）.）によって否定されて

いる。

(10) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *63; Guhan Subramanian, Deal Process in Management Buyouts, 130 Harv. L. Rev. 590 (2016), at 655.

(11) Weinberger v. UOP, 457 A. 2d 701 (Dell. 1983).

(12) 飯田②・前掲注（4）四一〇頁以下参照。

(13) マーケット・チェックの意義につき、前掲注（1）三五頁。

(14) Dell, 177 A. 3d 1, at 65.

(15) Id, at 61, 65.

(16) Dell事件原審も、以下のように述べる。デラウェア州最高裁判所は、あるM&A取引につき、互いに独立した二当事者間での手続の帰結であり、また、市場の盛んな競争（crucible of objective market reality）を実質的に歪曲する構造的障壁が全く存在しない場合、裁判所は、公正な価値の指標としての合併対価を実質的な証拠として重視するべきである。See, In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *66-67, note 11.

(17) 詳細については、飯田②・前掲注（4）四一〇頁以下参照。

(18) 行岡・前掲注（4）五七―五八頁参照。

(19) Dell, 177 A. 3d 1, at 21.

(20) See, Union Illinois 1995 Investment Ltd. Partnership v. Union Financial Group, Ltd. 847 A. 2d 340 (Del. Ch. 2003); Highfields Capital Ltd. V. AXA Financial Inc., 939 A. 2d 34 (Del. Ch. 2007); LongPath Capital, Ltd. Liab. Co. v. Ramtoron Int'l Corp., No. 8094-VCP, 2015 Del. Ch. LEXIS 177 (Ch. June 30, 2015). 飯田②・前掲注（4）四一〇、四一四頁。

(21) See, Huff Fund Inv. P'ship v. Ckx, Inc., Civil Action No. 6544-VCG, 2013 Del. Ch. LEXIS 262 (Ch. Oct. 31, 2013); Merlin P'rs LP V. Autoinfo, Inc., No. 8509-VCN, 2015 Del. Ch. LEXIS 128 (Ch. Apr. 30, 2015). 飯田②・前掲注（4）四一三頁。

(22) See, In re Ancestry, No. 8173-VCG, 2015 Del. Ch. LEXIS 21 (Del. Ch. Jan. 30, 2015); Merion Capital LP v. BMC Software, Inc., No. 8900-VCG, 2015 Del. Ch. LEXIS 268 (Del. Ch. Oct. 21, 2015); In re PetSmart, Inc., 2017 Del. Ch. LEXIS

89（Ch. May 26, 2017); Merion Capital L. P. v. Lender Processing Servs., No. 9320-VCL, 2016 Del. Ch. LEXIS 189（Ch. Dec. 16). 飯田②・前掲注（4）四一三頁。また、前掲注（9）の Verition Partners Master Fund Ltd. v. Aruba Networks, Inc., 210. A. 3d. 128（Del. Apr. 16, 2019). も参照。

（23）以下の判例法理の紹介につき、In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *77-86を参照。

（24）See, Charles R. Korsmo & Minor Myers, Reforming Modern Appraisal Litigation, 41 Delaware Journal of Corporate Law（2016）at 48.

（25）レブロン基準は、取締役の選択の合理性を判断する厳格審査基準の一内容である。レブロン基準につき、白井正和『友好的買収の場面における取締役に対する規律』（商事法務、二〇一三年）二三六―二七五頁参照。

（26）Charles R. Korsmo & Minor Myers, Appraisal Arbitrage and the Future of Public Company M&A, 92 Wash. U. L. Rev. 1551（2015）at 1608.

（27）飯田秀総『株式買取請求権の構造と買取価格算定の考慮要素』（商事法務、二〇一三年）一六五頁注二四九参照。

（28）飯田・前掲注（27）一六六―一六七頁参照。

（29）なお、買収者が支配株主である場合、完全な公正の基準が適用される。しかし、たとえば特別委員会が適切に機能した場合には、立証責任の転換がなされたり、経営判断原則が適用される場合があるなど、やはり取締役にとって有利な効果があるように思われる。白井・前掲注（25）二一八頁、飯田・前掲注（27）一六二頁以下参照。完全な公正の基準の内容につき、白井・前掲注（25）二〇八頁以下、飯田・前掲注（27）一六一―一六二頁参照。

（30）白井・前掲注（25）二四二頁、三一八頁参照。

（31）Dell 事件の特別委員会の組成や権限は、当事者によって特段争われていない。しかし、日本において特別委員会が議論される際には、その構成員の属性や権限が問題となることがある。以下では、適宜 Dell 事件における特別委員会の組成及び権限等を紹介する。本件委員会の構成員は、Alex Mandl 氏、Laura Conigliaro 氏、Janet F. Clark 氏、Kenneth M. Duberstein 氏であった。Mandl 氏は、Dell 社の主席独立取締役かつ別の Fortune 100 boards で経験を持つ成功を収めたビジネスマンであった。Conigliaro 氏は、上級アナリストとしてテクノロジー業界で広く活動する Goldman Sachs のパートナーであった。Clark 氏は、Extensive board の経験を持つ Marathon Oil Corporation の前CFOであった。Duberstein 氏

は、Boeing の首席独立取締役かつ他の Major board の一員で、Ronald Reagan 大統領の大統領首席補佐官であった。See, In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *7-8.

(32) 取締役会は、委員会に対して、(Dell 氏、あるいは取締役会によって認められた他の代替戦略的買収者を伴う全ての潜在的取引) に関連して、委員会が独自の裁量の下で望ましいと決定したいかなる行為もとり得る法によって付与された最大限の完全かつ排他的な権利及び権限を付与した。また、取締役会は、委員会によって最も好ましいと判断された条件がなければ、取締役会はいかなる取引も推奨しないという条件を付した。後に、当該権限は拡張され、以下の各権限が与えられた。See, In re Appraisal of Dell Inc, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *7-10.

> ①提案された取引、全ての代替取引及びそれ以外に特別委員会が適切であると判断する取引について、取引諸条件を調査及び評価し、推奨度合いを決定すること。②提案された取引の調査及び全ての代替取引及びそれ以外の取引に関連する取引過程及び取引手続を構築、承認、修正、監督、指揮することを含むが、それに限られず、そうした取引過程、取引手続、調査及び評価を進めないことや取締役会に推奨を行わないことを決定する権限をも含む。③〔委員会〕が検討した他の代替戦略的買収者に対し関心表明や別のオファーを求めること。④Dell 氏及び委員会が、提案された取引及び全ての代替取引に関する取引諸条件の点で適切であると判断した他の当事者との交渉を行うこと。⑤提案された取引と、委員会によって相手方と交渉された代替取引のいずれが公正であるかを、会社及び株主にとって最大の利益になるように決定すること。⑥提案された取引及び代替取引について全体の取締役会 (the full Board) によって実施されることが要求される全ての行動に加え、もしあるのならば取締役会によって実施されるべき行動について全体の取締役会に推奨すること。⑧〔委員会〕が独自の裁量の範囲で好ましいと決定した他の全ての行動をとること。

(33) Dell 事件原審及び最高裁は、ＬＢＯの資金提供者 (フィナンシャル・スポンサー、フィナンシャル・バイヤー) を指す語として「financial buyers (sponsor / bidders)」「private equity (bidders / firm / players)」等を、戦略的買収者を指す語として「strategic buyers (bidders / acquirers / alternatives)」等を用いる。原審及び最高裁はこれらを相互互換的に用いているようである (原審及び最高裁の本文及び注は、使い分けに言及していない。もっとも、経営陣とパートナー関係

にある者をフィナンシャル・スポンサー、そうではない者をフィナンシャル・バイヤーと表記していると思われる）。フィナンシャル・スポンサー及びフィナンシャル・バイヤーとは、買収案件に対してエクイティを拠出し、M&Aや資本再構成を通じて投資の回収を企図する当事者（典型例はファンドなどの投資会社）をいい、戦略的買収者とは、対象会社の経営権の取得後、さらに自ら事業を継続する当事者（典型例は事業会社）をいう。日本バイアウト研究所編『日本のLBOファイナンス』（きんざい、二〇一七年）三七九―三八〇頁参照。

（34）本件MBOは、LBO形式で行われた。LBOとは、M&Aにおいて、買収者が、自己資金に加えて対象会社の資産価値、将来キャッシュ・フローなどに基づく外部借入れにより資金を調達し、対象会社の発行株式、事業等を買い取ることで対象会社の経営権を取得するスキームをいう（日比野俊介「LBO・MBO」神田秀樹＝神作裕之＝みずほフィナンシャルグループ編『金融法講義 新版』（岩波書店、二〇一六年）四四四頁以下参照）。原審において、JP Morganは、本件LBOの構造・特徴について、以下のように説明する。In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *15-16.

> ①LBO取引における買収者は、相対的に少ない数量の株式と多くの負債を利用することで、会社を取得する。②フィナンシャル・スポンサーは、自身の投資からリターンの創出を求め、潜在的リターンを増加させるべく財務レバレッジを利用する。③フィナンシャル・スポンサーは、典型的には、他者への売却（outright sale）、再上場（public offering）、資本再構成（recapitalization）を用いて三年―五年以内にリターンの実現を予測する。④フィナンシャル・バイヤーは、内部収益率（an internal rate of return：IRR）分析を用いて投資を評価し、IRRは、株主資本利益率（return on equity：ROE）の測定単位となる。⑤IRRは適正購入価格を決定する最初の手段として、フィナンシャル・スポンサーが用いる。

（35）買収者との間で合併契約等を締結した後であっても、一定期間内であれば、対象会社が他の買収提案を積極的に勧誘することを認める手続をいう。たとえば、白井・前掲注（25）二八六頁注九七九参照。

（36）Dell氏は、自己の保有するDell社株式を売却し、買収後に新法人の持分を取得するため、買収グループに含まれている。

(37) 当該議決権拘束契約は、Dell 氏及びその利害関係人は、その株式を、①合併契約よりも良い条件の「優越提案（superior proposal）」か、②取締役会が推奨する条件を変更した場合には、当該条件を満たす合併契約を締結することのいずれかに投票することを誓約するものであった。

(38) 買収者が、秘密保持契約を結んだ後で、対象会社からの情報提供を受け、同社の資産内容を精査することをいう。白井・前掲注（25）二二頁注三八。

(39) なお、原審は、株式買取請求における公正な価値の算定基準日はクロージング日であるところ、市場株価はそれよりも前の契約締結時点での対象会社の価値を示すに過ぎないとし、合併においては、契約締結後も株主の議決権行使や規制当局の承認等の手続などのタイムラグがあるため、対象会社の価値が変化する可能性があることも取引価格を尊重しない理由とする（In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *69.）。最高裁は、何ら応答していない。もっとも、取引価格を公正な価値の算定に用いることは、契約締結日からクロージング日までの間の対象会社の価値変化がないことを前提としている。そのため、最高裁は、黙示的に原審の判断を否定しているとの評価も可能である。飯田①・前掲注（4）四八―四九頁。

(40) Dell, 177 A. 3d 1, at 37-38.

(41) 以上につき、Id. at 6, 35.

(42) アンカリング効果とは、最初に目にした特定の価格が強く印象付けられ、その後になされる意思決定や判断に影響を及ぼす現象をいう。Amos Tversky & Daniel Kahneman, Judgement under Uncertainty: Geuristics and Biases, Science, New Series, Vol. 185, No. 4157（1974）, at 1128.

(43) 以上につき、In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *101.

(44) Id. at *14-15.

(45) Id. at *24-25.

(46) Id. at *19-20.

(47) Id. at *24.

(48) Id. at *101-105. 原審の引用する Glassman v. Unocal Exploration Corp., 777 A. 2d 242（Del. 2001. LEXIS 317）. は、公正

な価値の決定は、全ての関連する要素に基づかなければならず、損害や将来の価値に関する要素なども含まれるため、たとえば、もし市場株価の下落や、企業の収入が低いことに乗じたり、今後予想されるプラス成長に先立つタイミングで合併がなされたりした場合は、公正な価値（appraised value）はそうした要素を反映する形で調整されるのがよいとする。

(49) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *105-108; at *106-107, note 31.

(50) Id. at *3-4.

(51) Id. at *109-111.

(52) Id. at *4.

(53) Id. at *5-6.

(54) Id. at *110.

(55) 以上につき、Id. at *112-113.

(56) 以上につき、Id. at *114-115.

(57) Id. at *106.

(58) Dell, 177 A. 3d 1, at 24.

(59) Id. at 26-27. また、最高裁は、Dell社は、創立以来、Dell社のキャッシュ・フローに対して大きな倍数で成長株取引（ある一定の水準を上回って継続的・持続的な成長が期待される株式の取引）を行っており、アナリストがDell氏の長期的展望を説得的であると考えていたことを意味するとする。その上で、二一世紀初頭までには、成長株取引が実施されなくなり、アナリストがDell氏の長期的展望を説得的であると考えていなかったとする。

(60) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *23.

(61) Dell, 177 A. 3d 1, at 27, 30.

(62) Id. at 30. なお、この記述は、単に市場の近視眼性によるのみならず、経営陣の積極的作為によっても評価落差が生み出されていないことに言及するものであると理解できる。したがって、経営陣の機会主義的行動に言及するものではなく、原審の認定と矛盾しない。

(63) Id. at 30.

(64) Dell, 177 A. 3d 1, at 25; DFC, 172 A. 3d 346, at 373.

(65) Dell, 177 A. 3d 1, at 25.

(66) Id. at 25; DFC, 172 A. 3d 346, at 373.

(67) Dell, 177 A. 3d 1, at 25.

(68) Id. at 25.

(69) Id. at 25; Id. at 8, note 10（「既存の発行済株式のうち、平均して二％以上の取引量（turnover）があることは、当該株式市場が効率的なものであるという強い推定を及ぼす根拠となる」）.

(70) 以上につき、Id. at 25-26.

(71) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *72-73. See, Iman Anabtawi, Predatory Management Buyouts, Vol. 49 U. C. Davis L. Rev 1285（2016）, at 1320. 飯田①・前掲注（4）四七頁。

(72) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *72. See, Charles Korsmo & Minor Myers, *supra* note 24, at 50.