



Title	MB0 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（二・完）：Dell事件判決の分析
Author(s)	津田， 裕介
Citation	阪大法学. 2020, 69(6), p. 121-148
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/87267
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（二・完）

—— Dell 事件判決の分析 ——

津 田 裕 介

六：会社支配権市場が効率的であったといえるかー契約締結前の取引過程の頑健性

（一）原審の認定

（a）原審の要点

原審は、本件における契約締結前の取引過程につき、LBOプライシングモデルを用いたフィナンシャル・スポンサー二者による最低限の競争がなされたのみであり、有意義な価格競争（meaningful price competition）が欠如していたとする。それゆえに、原審は公正な価値の算定に際して取引価格にウェイトを置かなかった。

（b）取引価格が公正な価値の証拠となるには、継続企業価値を示す証拠を伴っていなければならない

原審は、「独立当事者間交渉の帰結としての合併対価は、……公正な価値を示す強力な指標である」としつつ、合併対価が「ある特定の買収者（particular buyer）にとつての価値ではなく、継続企業価値を示す……証拠を伴

っていないなければならない」とする⁽⁷³⁾。

原審のこの判示は、取引価格が公正な価値を示す最良の証拠として扱われるためには、単に特定の買収者が支払う意思のある最高の価格ではなく、対象会社の継続企業価値（本源的価値）を表すものでなければならないことを指摘するものと解される。

また、原審は、契約締結前の有意義な価格競争を重視する。なぜなら、MBOのgo-shop手続が最高額の入札を生むことは稀で、競争の大半は契約締結前に生じるからである。また、契約締結後（go-shop期間中）に競争が予定されているのみでは、契約締結前の取引価格を引き上げるのに十分ではなく、現実の競争が重要であるとする⁽⁷⁴⁾。

そして、原審は、入札者の性質に着目し、入札者がフィナンシャル・バイヤーである場合には、十分な競争がないとする。なぜなら、LBOプライシングモデルによって算出された価格を超える額で入札することを控えるという点でフィナンシャル・バイヤー（private equity players）には同質性があるため、フィナンシャル・バイヤーの間では、激しく高額入札を行う傾向は存在しないからである。それゆえに、「契約締結前の段階で形成された価格は、決定的であり、そして当該期間における競争が現実存在し、あるいは競争があり得るかもしれないという脅威こそが、価格を引き上げる」から、契約締結前の有意義な価格競争が重要であるとする⁽⁷⁵⁾。

原審のこの判示は、有意義な価格競争とは、対象会社の売却過程への入札に際し、単に競争の条件が整っているだけでは足りず、現実に戦略的買収者との競争が行われる必要があることを示唆するものと解される。

（c）DCF分析とLBOプライシングモデルとの違い

つぎに、本件におけるフィナンシャル・スポンサー二者がLBOプライシングモデルを用いて取引価格を決定したことに關して、原審は、DCF分析とLBOプライシングモデルの違いについて、両者は同様のインプットを用

いつつも、DCF分析は「会社の現在の企業価値を求めるもの」であるのに対して、LBOプライシングモデルは「特定のIRR（内部収益率）を達成するまでの範囲で、フィナンシャル・スポンサーが支払い得る価格のレンジを求めるもの」であるとする⁽⁷⁶⁾。その上で、LBOプライシングモデルを用いて算出された価格は、①特定のIRRを実現しなければフィナンシャル・スポンサーにとって望ましい利益が生まれないこと、及び②対象会社が資金調達を可能にし得る事業・信用力の上限や、フィナンシャル・スポンサー自身が調達可能なレバレッジの総額による制限があることから、他の分析方法（precedent transaction analysis・DCF analysis）よりも低い価格が導かれてしまうところ、本件においてもLBOプライシングモデルを用いて取引価格を決定したために、当該取引価格はDCF法等によって算出された本源的価値を下回ったとする⁽⁷⁷⁾。実際に、二〇一二年一〇月九日のJP Morganの概要説明において、九月予測に基づくDCF分析の結果は、二〇ドルから二七ドルとなった。これに対して、同一のキヤッシュ・フローである九月予測を前提とし、かつ五年間で二〇%という業界標準かつ最低限のIRRを達成することを前提としたLBOプライシングモデルの分析の結果は、最大でも一四・一三ドルと、DCF分析の結果を大きく下回った⁽⁷⁸⁾。仮に、フィナンシャル・スポンサーが二〇%より低いIRRを受容する意図があったとしても、市場において獲得し得るレバレッジの關係上、一九ドルを超える対価でのMBOは実現しないと見込まれた⁽⁷⁹⁾。

さらに、原審は、本件において、委員会は、契約締結前にフィナンシャル・スポンサーと売却手続に関与したのみで、戦略的買収者には一切接触せず、しかもこれらのフィナンシャル・スポンサーは、入札を行うかや、取引価格をいくらにすべきかを決定する際にLBOプライシングモデルに依拠したとする⁽⁸⁰⁾。しかも、二〇一二年二月五日のJP Morganの委員会への助言によれば、複数のフィナンシャル・スポンサーが類似のLBOプライシングモデルを用いていた（後に、Evercoreが二〇一三年一月に売主側グループに参入した際も、同様の結論に達した）。

たとえば、JP Morgan の概要説明によれば、契約締結前に Dell 社売却手続に関与したフィナンシャル・スポンサーである Silver Lake と KKR は、それぞれ 一一・一二ドルから一二・一六ドル、一二・〇〇ドルから一三・〇〇ドルで入札を行っており、いずれも DCF 分析の示す本源的価値のレンジでの入札ではなかった⁽⁸⁾。

そして、原審は、LBO プライシングモデルを用いて取引価格を決定しようとするフィナンシャル・スポンサーの間で競争がなされたとしても、その結果は、自らの利益を最大化する高い IRR を犠牲にし、他のフィナンシャル・スポンサーがどれだけ支払うかと比べて自己の入札額を決定する相対的意思に主に依存しており、本源的価値を導く競争がなされるわけではないとする⁽⁸⁾。

(d) 本件競争過程に戦略的買収者が欠けていたこと

上記のように契約締結前に入札者の性質に触れた後、原審は、本件では、契約締結前の段階において、最低限の競争しか存在しなかったとする。実際に、委員会は、契約締結前には、僅か二者のフィナンシャル・スポンサー (Silver Lake・KKR) と関与しただけであった。KKR が売却手続から撤退した後、委員会は TPG を参加させたが、同社も売却手続から撤退した。KKR 及び TPG の撤退は、Dell 社のリスクが大きく企業価値評価が困難だったことを意味する一方で、委員会を唯一の入札者 (Silver Lake) と交渉させ続けることも意味した。その後、二〇一三年一月に Blackstone が Dell 社に関心を表明したが、委員会は、契約締結前に Blackstone と交渉しなかった。また、委員会は契約締結前に戦略的買収者とは全く接触しなかった。たとえば、HP との取引により年間当たり三〇億ドルから四〇億ドルのコストを削減すると Evercore が後に見積もったほか、HP 以外の戦略的買収者が Dell 社の買収をするとは考えにくく Evercore 及び JP Morgan が評価したほど、HP は戦略的買収者として明白な選択肢の一つであったにもかかわらず、委員会は HP を勧誘しなかった。このように、他の戦略的買収者への

接触・勧誘（outreach）がなされなかったので、フィナンシャル・スポンサーはDell社との取引から潜在的利益を他者よりも先に獲得するために自身の入札価格を引き上げる必要はなかった。⁽⁸³⁾

さらに、原審は、委員会取引拒絶権限を有しており、委員会が当該権限を行使することで、より高額での入札を要求し得るものであったとする。しかし、「有意義な競争主体が存在しなかったことで、委員会は対象会社が入札者の予期する余剰の一部を引き出すのに最も効果的な代替取引の脅威を交渉材料にすることはできなかった」とし、委員会が最後の価格引上げ要求を行った際には、既にSilver Lakeが買収者として確固たる地位にあり、他の入札者による入札が期待できないので、価格引上げの効果も限定的であったとした。⁽⁸⁵⁾

以上から、原審は、本源的価値を導く有意義な価格競争がなされなかったために、取引価格は会社の本源的価値を示すものではなく、公正な価値の証拠とはなり得ないとした。

（二）最高裁の認定

（a）最高裁の要点

これに対して、最高裁は、本件の契約締結前の競争過程を検討し、フィナンシャル・スポンサーのみが関与していたとしても、なお取引価格を公正な価値の証拠として尊重してよいとした。

（b）フィナンシャル・バイヤー排除理論

原審は、フィナンシャル・スポンサーが公正な価値ではなく望ましいIRRを獲得することに焦点を当てたことを理由として公正な価値を立証する証拠としての取引価格にウェイトを置かなかったのに対して、最高裁は、当該評価を誤りであるとした。

Dell事件原審と同様に、DFC事件原審も、主たる買収者がフィナンシャル・バイヤーであって、会社の公正な

価値ではなく、特定のIRRを実現し、かつ資金調達上の制約をクリアすることに焦点を当てていることを理由に、取引価格に三分の一しかウェイトを置かないとした。⁽⁸⁶⁾これに対して、DEC事件最高裁は、戦略的買収者かフィンシャル・バイヤーかを問わず、全ての買主が、事業の買収に伴う実質的なコストやリスクを正当化する目標IRRを有するとした。なぜなら、たとえば会社の債権者に対する債務の弁済や買収に関する高いコストやリスクを正当化するROEの提供のために、全ての買主が、どのくらい会社のキャッシュ・フローがありそうかを考慮するからである。⁽⁸⁷⁾結論として、DEC事件最高裁は、フィンシャル・バイヤーによる取引価格であることを理由に取引価格に三分の一のウェイトしか置かないとしたDEC事件原審の判断は、裁量の濫用を構成するとした。

DEC事件最高裁のこの判示は、戦略的買収者もフィンシャル・バイヤーもいずれも好ましいIRRを獲得するインセンティブを有している以上、買収者がフィンシャル・バイヤーとしての地位にあることと、取引価格が公正な価値の証拠となるかとの間には、何らの合理的な関連性も存在しないことを指摘するものと解される。

そして、DEC事件最高裁は、取引過程における客観的要素が、取引価格が公正な価値であることを示唆していると考えられる場合には、フィンシャル・バイヤーによって形成された取引価格も公正な価値の証拠となるとする。⁽⁸⁸⁾そして、そのような客観的要素の一例として、対象会社の買収を拒否した買収者を除く全ての潜在的買収者(logical buyer)が勧誘されたことを挙げる。⁽⁸⁹⁾

(c) 本件において、フィンシャル・バイヤー排除論は採用できるか

上記のDEC事件最高裁の判示を踏まえた上で、DeU事件最高裁は、以下のように潜在的買収者に対する勧誘が十分に行われていたと認定して、フィンシャル・バイヤー排除論を採用しなかった。

たつて、JP MorganやEvercoreは、契約締結前及び契約締結後のgo-shop手続きに、Silver Lakeとの競争

に関する売却手続を監督した。KKRがDell社の売却手続から撤退した際には、別の大規模なフィナンシャル・バイヤー（PE buyer）であるTPGが招請された。しかし、KKR、TPG、後にはBlackstoneまでもが、株式市場がDell社自身の企業改革能力や将来的な業績改善・向上の見込みを疑っているという客観的な理由から、Dell社の売却手続に参加することに難色を示した。⁽⁹⁰⁾さらに、JP Morganは、自身の分析が、戦略的買収者からオファーがなされそうにないことを示唆したため、戦略的買収者の関心を当初から積極的に追求しなかった。加えて、Evercoreは、Dell社が戦略的買収者を探していることがリークされたことを前提として、もし関心のある当事者が真剣にMBOを検討している場合には、それらの当事者はgo-shop手続以前にDell社に接触すると想定した。また、JP MorganとSilver Lakeと同様の条件で、別のフィナンシャル・スポンサーも入札に参加可能であったとした。⁽⁹¹⁾

そして、原審が、戦略的買収者との競争を欠くことが、取引価格の信頼性を低下させるといふ観点を強調した点について、最高裁は、戦略的買収者及びフィナンシャル・バイヤーの双方を含むより多くの入札者が関与することが望ましいとの原審の評価は、潜在的買収者も含めていくつかの当事者が売却手続に関心を持っていたことを前提とするが、本件で契約締結前に戦略的買収者が関心を持っていたかは定かではないとした。⁽⁹²⁾実際、戦略的買収者は誰もオファーをしそうになかったため、JP Morganは、当初から戦略的買収者の関心を得ようとしなかった。⁽⁹³⁾

また、契約締結前にDell社と交渉していたSilver Lakeとの交渉について、最高裁は、独立かつ経験豊かな取締役から構成され、しかも取引拒絶権限を与えられた特別委員会が、Silver Lakeに対して六度入札価格を引き上げないように説得したとし、「より一層競争したことが、より良い結果をもたらすことは示唆しない」とした。⁽⁹⁴⁾

以上を踏まえて、最高裁は、「公正な価値は、少なくともいくつかの買収者（buyer）が支払う意思のある価格を必然的に伴うが、市場におけるいかなる種類の買収者も支払おうとはしない価格ではない。原審は、もしある会

社が、戦略的買収者の誰も買収に関心を示さないならば、当該会社は、より価値の低い会社であることを示唆するとの重要な現実を無視している」⁽⁹⁵⁾とし、フィナンシャル・バイヤーのみが売却手続に関与していたに過ぎなかったことは、取引価格が公正な価値の証拠としてウェイトを置かない理由とはならないとした。

(三) 小括

原審は、Dei社の入札には、LBOプライシングモデルを用いて取引価格を決定しようとするフィナンシャル・スポンサーのみが関与したことを挙げ、目標IRRの設定などのLBOプライシングモデルに内在する各種制約のために、フィナンシャル・スポンサーによって形成される取引価格は、DCF法に基づいて算出される本源的価値を下回るとした。そして、本件では、フィナンシャル・スポンサー二者のみによる競争がなされたに過ぎず、これらのフィナンシャル・スポンサーが同様のLBOプライシングモデルを用いていたことから、有意義な価格競争はなされなかったとした。この判断を導くに際して、Dei事件原審は、DEC事件原審が示した、フィナンシャル・スポンサーによって形成された取引価格は公正な価値を示すものではないという見解に依拠した。これに対して、最高裁は、フィナンシャル・スポンサーのみならず戦略的買収者も目標IRRを有しており、フィナンシャル・スポンサーによって形成された取引価格が公正な価値ではないとはいえないとした。また、戦略的買収者がDei社売却手続に関心を持っていたかは不明であり、入札手続に参加しなかったこともやむを得ないとした一方で、Silver Lakeと真摯な交渉がなされていることに触れ、有意義な価格競争がなされていたとした。

Dei事件原審の見解を突き詰めると、戦略的買収者が売却手続に関与せずに形成された取引価格は、公正な価値の指標として尊重されないことにつながり得る。これに対し、Dei事件最高裁は、DEC事件最高裁と同様に入札者の属性を重視せずに契約締結前の競争過程を検討し、十分な競争がなされたと判断したものと位置づけられる。

七. 会社支配権市場が効率的であったといえるか—契約締結後のgo-shop手続の頑健性

（一）go-shop手続に固有の要素①—go-shop手続の構造的問題

（a）原審の認定

（一）本件go-shop手続の構造

六（一）（d）で検討した通り、原審は、契約締結前の有意義な価格競争を重視しているが、（稀であるとはしな
がらも）、契約締結後のgo-shop手続においても有意義な価格競争は生じ得るとする。そこで、原審は、go-shop手
続が有意義な価格競争を導いたか（go-shop手続が本源的価値を伴う競争を導いたか）を検討する。原審は、go-
shop手続における参加者の入札の可能性を狭める、三つの固有の要素に言及する。原審は、go-shop手続における
第一の固有の要素は、go-shop手続の構造的問題であるとする。

まず、原審は、go-shop手続の構造的問題に関する第一の要因は、go-shop期間の長さであるとする。なぜなら、
入札者が対象会社の価値を把握し、かつ、手続をさらに継続するかを決定しなければならないトータルの時間が決
まるからである。go-shop期間の長さが十分かは、対象会社の規模や複雑性により異なるとした上で、大規模かつ
複雑な会社に関する取引は、より一層のデュー・ディリジェンスを要求するため、go-shop期間が長期間確保され
ている方が、入札者は参入しやすいとする⁽⁹⁶⁾。

次に、原審は、go-shop手続の構造的問題に関する第二の要因は、特別当事者（Excluded Party）の地位の獲得
の容易さであるとする。特別当事者とは、go-shop期間が終了した後も対象会社と交渉を継続し、かつ相手方に支
払う違約金もより低いという便益を享受することが可能となる地位をいう。より柔軟なgo-shop手続は、買収者が

優越提案となり得る法的拘束力のない関心表明を行いさえすれば特別当事者としての地位が与えられ、かつ優越提案も広く定義するものであるとする。その上で、原審は、このように特別当事者の地位を獲得するための要件をあまり要求しない go-shop 手続の方が、より開かれており、入札者は参加しやすいとする⁽⁹⁷⁾。

さらに、原審は、go-shop 手続の構造的問題に関する第三の要因は、違約金の額及びマッチ・ライト条項⁽⁹⁸⁾など、go-shop 手続のその他の構造的な特徴であるとする⁽⁹⁹⁾。

続いて、原審は、本件 go-shop 手続の構造的問題に関する各要因が、入札者の参入可能性を狭めたかを検討する。まず、原審は、本件 go-shop 期間の長さは四五日間で、おおそ平均的な長さであったとした。つぎに、特別当事者となる条件も、相対的に柔軟であったとした。これは、入札者は、自身の提案が、優越提案であるか、結果的に優越提案となることが合理的に予測されると委員会が判断するに足る取引構造の概要を示すだけで特別当事者の地位を獲得することができたからである。そして、いったん特別当事者となれば、株主が取引に賛成するまで、委員会と交渉を継続し得た。実際に、本件の特別当事者 (Blackstone・Icahn・GE Capital) は、二〇一三年三月二三日の go-shop 期間終了後も、臨時特別総会の開催が予定されていた同年七月一八日まで、更に約四か月間の交渉期間を有していた。

また、原審は、go-shop 手続のその他の構造的な特徴として違約金の額及びマッチ・ライト条項にも言及し、これらも相対的に柔軟であったとする。特別当事者に適用される違約金は、一億八〇〇〇万ドルであったが、これは当初取引 (original deal) の株式価値の約一％に相当し、また、特別当事者以外の者に適用される四億五〇〇〇万ドルの違約金の四〇％に相当するものであった。Evercore は、減額される違約金は、通常は基本違約金の半分であるので、合併契約は若干有利であるとした。さらに、合併契約は買収グループに一度きりのマッチ・ライト条項

を付与するものであった。このように、原審は、違約金に関しては、特別当事者に課される金銭的負担が通常よりも軽く、違約金の額は入札を阻害しなかったとし、また、マッチ・ライト条項に関しては、一度きりのマッチ・ライト条項は、無制限のマッチ・ライト条項に比して入札を阻害する効果が少なく、入札者が参入しやすいとした⁽¹⁰⁾。以上から、原審は、本件におけるgo-shop手続の構造それ自体は「相対的に開かれていた」とした⁽¹⁰⁾。

（ii）Dell社の規模及び複雑性

しかし、原審は、Blackstoneの性質やgo-shop期間中のタスクを例に出し、go-shop条項ではなく本件Dell社の規模・複雑性に起因する萎縮効果が認められるため、go-shop手続に構造的問題があったとした。まず、本件取引の規模が莫大で特別当事者となるため、Blackstoneは二五〇〇万ドルを超える費用を費やし、また大会議場を一杯にするほどのデュー・ディリジェンス・チームを招集せねばならなかったとした⁽¹⁰⁾。そして、Blackstoneは世界的に最も洗練されたプライベート・エクイティ・ファンド（private equity firm）の一つであったほか、Dell社の企業買収部門の前責任者であったDave Johnson氏を雇用し、Dell社に関する見識の恩恵を受けたとした⁽¹⁰⁾。

原審のこの判示は、Dell社のデュー・ディリジェンスを十分に実施するためには、非常に多くの費用・スタッフを投入せねばならず、入札者自身が洗練されており、しかもDell社につき非常に優れた見識を持つ者の助力を得られる入札者でなければ、go-shop手続に参入することはできないほどにDell社の規模及び複雑性が相当なものであったことを指摘するものと解される。

また、本件では、Blackstoneの他にも、IcahnやGE Capital等の当事者が、go-shop期間中に特別当事者の地位を獲得し得るオファーを行っていた。それにもかかわらず、原審は、こうした当事者が入札に参加して「特別当事者の地位を獲得し得たことは、買収タスクの規模が、他の当事者に対して萎縮効果をもたらさなかったことを意味

しなく」として、本件 go-shop 手続には、なお構造的問題があるとした。⁽¹⁰⁴⁾

(b) 最高裁の認定

(i) 本件 go-shop 手続の構造

まず、最高裁は、go-shop 手続の構造について、企業買収を成功させるための入札の可能性に影響を与える明確な要素であるとし、go-shop 手続それ自体に構造的問題があったかを検討する。最高裁は、原審において申立人側鑑定人が本件 go-shop 手続の構造を規範的なものよりも構造的障壁が少なくと特徴づけたことなどを挙げ、Dell 社の go-shop 手続の設計に関して欠点は見当たらないとした。⁽¹⁰⁵⁾

(ii) Dell 社の規模及び複雑性

Dell 社の規模・複雑性について、最高裁は、会社の規模や複雑性が公正な価値の算定において取引価格にいかなるウェイトを付与するにも値しない要因となるのならば、全ての大規模で複雑な会社について株式買取請求権が行使された際には、取引価格は常に全く信頼できないものになってしまうとする。なぜなら、Dell 社の規模・複雑性は、MBO の go-shop 手続一般に固有の特徴ではなく、Dell 社固有の特徴であるからである。⁽¹⁰⁶⁾

次に、原審のいう Dell 社の規模・複雑性に基づく萎縮効果については、Dell 社の売却手続の参入に関して萎縮効果は生じていなかったとする。なぜなら、原審が認定した通り、Blackstone は、go-shop 期間中の入札に関して、Dell 社の規模及び複雑性を克服し得る十分な能力を持っており、かつ資源を投入したことや、実際に三件の当事者 (Blackstone・Icahn・GE Capital) が特別当事者の地位を獲得しているからである。また、最高裁は、原審が、go-shop 期間中の潜在の入札者が入札が成功する現実的な可能性がなかったために、意図的に既存の入札額を上回る入札をほとんど行わなかったという理由から取引価格にウェイトを置かなかったことに反対する。本件では、

Blackstone・TPG・HP・Icalmのような対抗入札者は、もしも望むのならば入札を成功させる現実的な可能性を有していたし、実際に二件の法的拘束力のないオファーがなされた。¹⁰⁹⁾

以上から、最高裁は、Dell社売却手続に際して、入札を成功させる現実的な可能性があると考えた当事者がいたことを指摘し、go-shop手続に萎縮効果があるとした原審の認定を否定した。

（c）小括

原審及び最高裁は、go-shop手続の有効性を判断する上で、「入札が成功する現実的な可能性」をメルクマールとする。両者とも、go-shop手続の構造的問題につき、具体的には、go-shop期間の長さ、特別当事者の地位の獲得のしやすさ、特別当事者に適用される違約金の額、一度きりのマッチ・ライト条項などに触れる。そのうえで、本件におけるgo-shop手続の構造上の障壁は、原審によって規範的なものよりも小さかったと認定されており、最高裁もこれを是認する。

しかし、原審は、go-shop手続の構造的障壁は比較的低いものであったとしつつも、Subramanian教授のオークション理論に関する知見を引用し、Dell社の規模・複雑性のためにgo-shop手続における入札者に萎縮効果が生じていることをもってgo-shop手続に構造的問題があったとした。これに対して、最高裁は、実際に、Blackstone・Icalm・GE Capitalとった各当事者が、特別当事者たる地位を獲得するべくオファーを行ったことを理由に、萎縮効果があったとの主張は説得力を欠いているとし、しかも、対象会社の規模の複雑性はもはやgo-shop手続一般に固有の構造的特徴とはいえないとして、go-shop手続に構造的問題は認められないとした。

(11) go-shop 手続に固有の要素②—勝者の呪い問題

(a) 原審の認定

(i) 勝者の呪い問題

原審は、go-shop 手続における第二の固有の要素として、勝者の呪いがあるとする。勝者の呪いとは、企業買収などオークション形式で価格が決定される場合、最終的な落札者が提示した価格は、全入札参加者の中で最高の価格となるが、当該落札者は、対象物の価値を実際の共通価値よりも高い価格で評価していることがあり、その場合には落札価格が共通価値を上回っているために、損をすること(108)をいう。原審は、MBOでは現職経営陣がDell社の価値に関して最善の知見を有しており、少なくとも情報面でアドバンテージがある。それゆえに、現職経営陣に対抗して対象会社の売却手続に参入しようとする入札者は、勝者の呪いの脅威に曝されているとする(109)。

また、原審は、当該入札者が、デュー・ディリジェンスを実施すること、関連産業に関する独自の知見を用いること、専門家を起用することで、勝者の呪いを克服し得るとする。さらに、入札者の性質上、戦略的買収者は、典型的には当該産業固有の専門性を有しており、シナジーを組み込む資産固有の評価方法を有しているため、勝者の呪いの影響を受けにくいとし、逆に、フィナンシャル・スポンサーは、類似の価値評価モデルを用いて取引を評価し、また、類似の手法を用いてポートフォリオ企業から価値を生み出そうとするため、勝者の呪い問題の影響がより懸念されるとする(110)。

(ii) 本件において勝者の呪いは解消されたか

以上のような一般論を展開した後、原審は、本件において、勝者の呪いが存在したとした。なぜなら、Dell社の創設者で、長らくCEOを務めたDell氏は、他の誰よりもDell社の事情を熟知していたことから、(Dell氏

と）パートナー関係にない go-shop 期間中の全ての買収者は、Dell 氏の知識・情報面でのアドバンテージに対抗する戦略が必要であつたからである。

一方で、原審は、委員会が、go-shop 期間に参入した入札者に広範囲に及ぶデュー・デiligジェンスを実施させることで、情報の非対称性を解消しようとしたとした。実際に、全ての入札者が要求したデータへのアクセス権限を得た。また、委員会及び Evercore は、Dell 氏を確実に接触できる状態にした。Dell 氏は、全ての入札者に経営陣の予測を提供した上で、他のどの当事者よりも Blackstone に多くの時間を割いた。このような Dell 氏の協調性・応答性（反応の速さ）に関する水準につき、懸念を抱く理由は全く存在しなかった。⁽¹¹⁾

しかし、原審は、委員会等の上記対応にもかかわらず、Blackstone や Icahn など現経営陣に対抗してなされる入札も生じ得るが、それは例外的なものであつて、勝者の呪い問題は、MBO における go-shop 手続に固有のものであり、関与した全ての競争的フィナンシャル・スポンサーに対し強力な入札阻害効果を生むとした。⁽¹²⁾

（b）最高裁の認定

（i）勝者の呪い問題

最高裁も、勝者の呪いに言及し、情報の非対称性が、勝者の呪いを拡大すると位置づけた。⁽¹³⁾そして、原審と同様に、デュー・デiligジェンスを実施することで、情報の非対称性の解消を通じて勝者の呪いが緩和されるとし、本件デュー・デiligジェンスを通じて、委員会や DII 氏が勝者の呪いを解消しようとしたとした。

以上を踏まえて、最高裁は、原審が、戦略的買収者は勝者の呪いの影響を受けにくいとしたことに対して、本件で戦略的買収者は入札に参加していないことを説明し得ないとした。⁽¹⁴⁾

最高裁のこの判示は、原審の認定が正しいのならば、むしろ本件においては勝者の呪いの影響を受けにくい戦略

的買収者が go-shop 手続に参入してくるはずであるのに、実際には戦略的買収者が参入してこなかったことから、本件において勝者の呪いが存在したと、戦略的買収者の欠如との関係性は不明ないし無関係であることを示唆するものと解される。

(ii) 本件において勝者の呪いは解消されたか

つぎに、原審が、対抗入札者は Dell 氏の知識・情報面でのアドバンテージに対処する戦略が必要であったことに對して、Blackstone のデュー・ディリジェンス・チームには、Dell 社の企業買収部門の前責任者であった David Johnson 氏がいたため、Dell 社に関する知見を利用することができ、Blackstone は、そのような対抗戦略を有していたとした⁽¹⁵⁾。

さらに、Blackstone や Icahn が法的拘束力のないオファーをしたにもかかわらず、原審が、勝者の呪いの脅威が MBO における go-shop 手続に固有のもので、全ての競争的入札者に対して入札を阻害する強力な萎縮効果を課すとしたことに對して、最高裁は、原審は勝者の呪いの脅威ゆえに Dell 社買収の可能性を模索することを実際に回避した入札者がいたことを指摘しなかったとした。

最高裁のこの判示は、原審のいう萎縮効果が実際に対抗入札者の入札に影響を及ぼしたかどうかは不明であることを示唆するものと解される。

以上から、最高裁は、一般論としては勝者の呪いが MBO において対抗入札を抑制する可能性があることを認めつつ、本件においては、go-shop 期間においていくつかの入札がなされており、勝者の呪いにより「対抗入札が抑制されていることを疑わせる事情はない」と結論付けた⁽¹⁶⁾。そして、取引価格を超える入札がなされなかった理由については、勝者の呪いの影響ではなく、「取引市場は既に頑健・健全な (robust) ものであって、現状の価格を超

える入札は過払いの深刻なリスクを伴」っており、「もし現状の価格を超える入札によって取引価格がさらに上昇することが、自己破壊の呪い（self-destructive curse）をもたらす実質的なリスクを持つ水準であるならば、取引価格は既に公正な水準である」とした。⁽¹⁷⁾

（c）小括

まず、原審及び最高裁は、勝者の呪いを認める点で一致する。そして、委員会やアドバイザーが、広範囲なデュー・デiligエンスの実施等を通じて、勝者の呪いを緩和しようとした点でも一致する。しかし、原審は、それでもなお勝者の呪いが全競争入札者に萎縮効果を与え、とりわけフィナンシャル・スポンサーは勝者の呪いの影響を受けやすいとした。これに対して、最高裁は、本件において勝者の呪いの影響を受けにくいはずの戦略的買収者が入札に参加していないこと、実際にフィナンシャル・スポンサーであるBlackstoneらのオファーがなされたことを挙げ、勝者の呪いが戦略的買収者及びフィナンシャル・スポンサーに萎縮効果を与えたとはいえないとした。

（iii）go-shop 手続に固有の要素③—Deii社についてのDeii氏の価値の問題

（a）原審の認定

原審は、go-shop 手続における第三の固有の要素として、Deii氏がDeii社に対して付与している固有の価値があり、かかる価値を入札者が享受するためには、Deii氏とパートナーとなる必要があったとする。

まず、Deii氏固有の価値につき、原審は、二〇〇四年三月にDeii氏がCEOを退任した際の株価動向及び二〇〇七年にDeii氏がCEOに復職した際の株価動向を調査し、前者ではDeii社株価は一二億ドル下落し、逆に後者ではDeii社株価は二五億ドル上昇したとのイベント・スタディに言及する。このイベント・スタディの結果から、Deii社とDeii氏との関係性はそれ自体が資産であり、当該関係性がDeii社に著しい価値を付加しているため、対

抗入札者は、入札が成功する可能性を把握する上で、Dei氏の価値を考慮に入れる必要があったとした。具体的には、Dei氏は買収グループの一員であり、現職経営陣は、Dei氏の価値による恩恵を得ていたのに対し、Dei氏とパートナーでない対抗入札者は、Dei氏の価値を享受できず、対象会社の価値はより小さいものになるとした。⁽¹¹⁸⁾次に、原審は、Dei氏の経済的インセンティブを問題にする。すなわち、MBO後のDei社におけるDei氏の持分割合（七四・九％）は、MBO前の持分割合（約一六％）よりも増加しており、Dei氏は究極的には買主としての地位にあった。そのため、取引価格の上昇は、Dei氏の金銭負担を増加させることを意味した。⁽¹¹⁹⁾仮に、もしDei氏が追加出資を行わず、Silver Lakeからの借入れによって資金調達を行うとしても、取引価格が一五・七三ドルを超えた段階で、Dei氏はMBO後の法人の持分割合を失うとされた。これらのことから、原審は、対抗入札者は、Dei社の最重要人物であるDei氏は一五・七三ドルを上回る取引価格を受け入れないだろうと判断した。⁽¹²⁰⁾

原審のこの判示は、仮に対抗入札者が一五・七三ドル以上の取引価格を設定した場合、Dei氏はMBO後の法人における持分割合が減少するので、Dei氏が当該対抗入札者とパートナーになることや当該買収に賛成せず、したがって対抗入札者はDei氏固有の価値を享受できないことを示唆するものと解される。

さらに、原審は、上記のようにDei氏固有の価値の問題に言及した後、委員会やDei氏がかかる問題に対処しようとし、また当該価値を重要と考えていなかったと思われる入札者が現れたにもかかわらず、なおDei氏固有の価値はgo-shop手続の効率性を減殺するとした。

まず、原審は、委員会が秘密保持契約によって上記問題に対処しようとしたことに触れ、秘密保持契約の有効性について、契約条項をより詳細に規定することができたため、全くないよりは有益という程度にとどまるとした。⁽¹²¹⁾

ただし、Dell氏が、他の買収グループと協働する意思を持っており、売却手続中のDell氏の行動もそうした意思と一致するとした。⁽¹²⁾

原審のこの判示は、Dell氏が買収グループ以外の者とも積極的に協働したために、買収グループ以外の入札者であってもDell氏がDell社に対して付与している価値を享受できたことを示唆するものと解される。

また、Blackstone及びIcahnはDell氏を自身の入札に際して必要不可欠とは見なしていなかった。たとえば、Blackstoneは、Dell氏に代わる取締役候補者を探していた。Icahnは、Dell氏及び現職の取締役たちが投票によって解任されたならば、Dell社の利益は急増すると考えた。⁽¹³⁾

原審のこの判示は、Blackstone及びIcahnが、Dell社にとってのDell氏の価値を重視していなかったことを示唆するものと解される。

以上から、原審は、「Dell社にとってのDell氏の価値及び買収グループとの関係性は障害ではあったが、克服できないものではなかった」とし、BlackstoneやIcahnのような例外的入札者（exceptional bidders）は、それらを克服し得たとした。それにもかかわらず、原審は、最終的には「Dell氏の固有の価値及び買収グループとの関係性は、なおgo-shop手続の効率性を減殺する否定的要因である」とした。⁽¹⁴⁾

（b）最高裁の認定

これに對して、最高裁は、Dell氏固有の価値が対抗入札者の入札を阻害する要因となったとする原審の事実認定は矛盾しており、Dell氏固有の価値がどのくらいgo-shop手続の効率性を減殺しているのかを特定することはできないため、本件の結論を合理的に支持するものではないとした。

まず、最高裁は、原審の言及するイベント・スタディが、Dell社の株式価値につき信頼可能な指標を提供する

という市場の能力を超えて、Dell氏のリーダーシップの価値を評価することについてまでも市場の能力を信頼し得る理由までは説明しないとした。また、仮に、二〇〇七年の市場株価 (market data) が二〇〇七年におけるDell社にとってのDell氏固有の価値を示しているとしても、Dell社の株価が急速に下落し、投資家がDell氏の企業改革戦略を疑問視した二〇一三年においてもDell氏がDell社に対する価値を有することを示すものではないとして、原審がイベント・スタディを通じ、Dell社のDell氏との関係性がそれ自体資産だとしたことに反対した⁽¹²⁾。

また、原審が取引価格にウェイトを置かないと判断した理由として市場の近視眼性を重視したこと (五参照) と関連して、最高裁は、もしもDell氏が市場参加者 (market player) にとって価値があり、株式市場において信頼されていたのならば、Dell社企業改革計画を市場に納得させようとしたDell氏の長期にわたる努力に対する株式市場の反応に何らのウェイトを置かないとした原審の判断は、理解困難であるとした⁽¹³⁾。

さらに、最高裁は、BlackstoneはCEOの交代の可能性を検討しており、IcahnはDell氏がいなければDell社はより価値を持つと考えるなど、Blackstone及びIcahnはDell氏が必要不可欠であるとはしていなかったとした。加えて、最高裁は、仮にDell氏の固有の価値がDell社の株式価値を高めていたとする原審の見解に依拠するとしても、Blackstone、TPGやその他の評判の高い買収者 (reputable buyer) が入札競争に勝利したからといって、Dell氏がDell社CEOの職を辞することまでは示唆しないとした。実際に、Dell氏は、対抗入札者や資金提供源を探した後、さらにMBOを継続するかどうかに関する裁量権を持っていたが、もしも委員会によって要求された場合には、他の全ての潜在的な対抗入札者や資金提供源を探索することを契約上義務付けられていた。また、原審自身が、Dell氏は他の買収グループと協働する意思を実際に持っていたと認定していた。

以上から、最高裁は、Dell氏の固有の価値及びDell氏と買収グループとの関係性が、どの程度 go-shop 期間の

効率性を減殺する否定的要因であったのかを特定することは困難であるとした。⁽¹⁷⁾

（c）小括

原審は、Dei氏がCEOを退任し、再度就任した際の市場株価の変動に関するイベント・スタディを引用し、Dei氏はDei社に対して固有の価値を付与していたとした。また、Dei氏が取引価格を低く抑えるインセンティブを有しており、支配権を失う取引価格を設定した買収者とはパートナーにならないと思われることから、Dei氏固有の価値を享受できないことを恐れる買収者は、入札を思いとどまるとした。そして、実際には二者のフィナンシャル・バイヤーからオファーがなされたが、なおもDei氏の固有の価値がgo-shop手続の効率性を減殺したとする。これに対して、最高裁は、本件においてDei氏固有の価値が存在したことを直接は否定しないものの、上記イベント・スタディが、Dei氏の固有の価値の評価を示しているとはいえないほか、Dei氏復職後、Dei氏がDei社の長期展望を市場に納得させようとしたにもかかわらず株価が下落したことを挙げて、原審の認定に反対した。また、Dei氏は、他の買収グループと協働する意思を実際に有しており、いかなる入札者もDei氏とパートナー関係になり得たことや、CEOの交代を検討する入札者がいたこと等に触れ、Dei氏固有の価値がgo-shop手続の効率性をどの程度減殺したかを特定することは困難だとした。

（四）go-shop手続を経て形成された取引価格を尊重するか

（a）原審の認定

上記のgo-shop手続に固有の要素を踏まえて、原審は、本件go-shop手続の結果、公正な価値の証拠を伴う取引価格が形成されたかにつき、以下のように認定した。

まず、本件go-shop手続において、Evercoreがgo-shop手続を実施し、当該期間中に二者の高額入札者（Black-

stone 及び Icahn) が現れた (このうち、Blackstone は最終的に入札を撤回したが、Icahn は入札を継続した)。まず、二〇一三年三月二二日、Icahn が対価を一五ドルとするオファーを、また、Blackstone が対価を一四・二五ドルとするオファーを行った⁽¹²⁾。いずれの対価も、当初取引価格よりも高額であり、株主は当初取引を否決すると見込まれた。そこで、委員会と買収グループは合併契約を修正したため、最終取引価格は当初取引価格よりも〇・二三ドル増加した一三・七五ドルとなり、割合としては二%高いものとなった。

上記のように、go-shop 手続は当初取引価格よりも高い対価を株主に保障する結果となったにもかかわらず、原審は、本件 go-shop 手続における競争は、本源的価値を導くものではなく、意味のある価格競争ではないとした。

なぜなら、①本件において関心を示した Blackstone 及び Icahn はフィナンシャル・スポンサーであり、leverage-based model (LBO プライシングモデルと同義) を用いたため、買収グループと同様、レバレッジの制限及び特定の IRR を実現する価格設定の必要性というハードルに直面しており、② go-shop 手続における対価の上昇は LBO プライシングモデルの範囲内での価格引上げであって、本源的価値を導くものではなかったからである⁽¹²⁾。

結論として、原審は、本件における Dell 社の売却手続は、契約締結前後のいずれも「容易に厳格審査基準での審査をパスするだろう。委員会及び委員会のアドバイザーは、多くの称賛に値する事項を実施した」とし、本件 go-shop 手続は、厳格審査基準の下での審査にも耐え得るとした。それにもかかわらず、Dell 社の go-shop 手続が入札の参加への可能性を十分に確保するものであったとはいえず、取引価格が Dell 社の公正な価値に関する最良の証拠を提供するものではないとした。

以上から、原審は、go-shop 手続の帰結である最終取引価格も、なお公正な価値の証拠となるとはいえないとし、本件取引価格にウェイトを置かないとした。

（b）最高裁の認定

これに対して、最高裁は、go-shop 期間中の潜在的買収者への接触や、go-shop 手続の構造などに触れ、契約締結後の go-shop 手続は効率的であったとする。そして、結論として、取引価格に公正な価値の証拠としてのウェイトを置かないのは許されないとした。

まず、最高裁は、原審のいう入札の参加の可能性について以下のように認定した。

Evercore は、go-shop 期間に二〇者の潜在的戦略的買収者を含む六七の利害関係者の関心を調査した。原審は、規範的なものよりも低い構造的障壁を伴い、相対的に開かれ、かつ柔軟性のあるものとして、go-shop の総合的な設計を承認してさえた。⁽¹³¹⁾さらに、月額四〇万ドルの報酬及び go-shop 期間中の優越提案によって増加した取引価格の〇・七五％に等しい成功報酬を得られることになっていたなど、Evercore の報酬が go-shop 手続の成功に直結していたため、Evercore は go-shop 手続をできるだけ効率的なものにすることを動機付けられていた。⁽¹³²⁾

最高裁のこの判示は、Evercore が実施した go-shop 手続は、十分な潜在的買収者が勧誘され、しかも go-shop 手続の構造的障壁が低かったことから、契約締結後の go-shop 手続が頑健であったことを指摘するものと解される。

さらに、最高裁は、本件取引過程は、デラウェア州裁判所が公正な価値を算定する際に取引価格を相当に重要なものと認める（上記で検討したような）多くの特徴が認められるとする。また、最高裁は、原審自身でさえ、契約締結の前後を含めた全体としての売却手続が厳格審査基準を容易にパスするとし、さらに、委員会及びアドバイザーは多くの称賛するべきことを行ったと認定したので、自ら取引価格を重視する価値があるとしているとした。⁽¹³³⁾

以上から、最高裁は、go-shop 手続の帰結としての取引価格に公正な価値の証拠としてのウェイトを全く置かないことは許されないとした。

(c) 小括

原審は、本件 go-shop 手続は、合併対価を引き上げたにもかかわらず、go-shop 期間においてもフィナンシャル・スポンサーのみが入札に参加していたことから、go-shop 期間中の競争も不十分であり、go-shop 手続の結果引き上げられた最終取引価格も公正な価値の証拠とはいえないとした。これに対して、最高裁は、Ever-core が go-shop 手続を効率的にすることを動機づけられており、実際に本件 go-shop 期間中に潜在的買収者六七者と接触したこと、また原審自身が売却手続は厳格審査基準を容易にパスすることなどを挙げ、本件 go-shop 手続の結果としての取引価格に全くウェイトを置かないことは、裁量の濫用であるとした。このことから、最高裁は、本件における売却過程において、十分に競争がなされていたと評価していると考えられる。

八．今後の課題

本来、どのような条件があれば取引価格を公正な価値の証拠として尊重することができるかという問題は、これまでに蓄積された裁判例の総体的な分析を経て初めて一定の回答が得られるべき問題のはずだが、紙幅の都合上、本稿では、Deii 事件のみの紹介にとどまり、本稿の検討は極めて限定的なものとなった。また、たとえば、原審及び最高裁の判断内容につき米国の学説上どのような評価がなされているか、原審及び最高裁の指摘した各問題に対し、具体的にはどのような工夫が効果的なのか、原審及び最高裁は、勝者の呪い・経営陣固有の価値などの問題を go-shop 手続に固有の問題とするが、これらは契約締結前の段階にも影響するのではないかなどの問題が残されている。これらの問題については、別稿で検討し、議論の発展に貢献したい。

- (73) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *90.
- (74) 以上を参照。Id. at *115-116.
- (75) 以上を参照。Id. at *116.
- (76) Id. at *90-91; Donald M. DeFamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, 506 (7th ed. 2014).
- (77) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *90-91, *93.
- (78) Id. at *17-19.
- (79) Id. at *94.
- (80) Id. at *90.
- (81) 原審は、LBOプライシングモデルに基づいて入札を継続したSilver Lakeは、会社の本源的価値について全く関心を持っておらず、実際の投資がどのように収益を生むかを把握するためにDell社の価値を分析し、また、Dell社普通株式の市場価格が継続企業としてのDell社の公正な価値を反映しているかという見方をしていたとした。Id. at *96-97.
- (82) Id. at *95.
- (83) 以上を参照。Id. at *122-123.
- (84) 本件委員会の取引拒絶権限の詳細につき、前掲注（32）参照。
- (85) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *123.
- (86) In re Appraisal of DFC Global Corp., 2016 Del. Ch. LEXIS 103 at *68, *66.
- (87) DFC, 172 A.3d 346, at 349-350.
- (88) Id. at 375-376.
- (89) Id. at 375-376; Dell, 177 A.3d 1, at 28.なお、DFC事件最高裁は、その他の要素として、会社の長期的な存続可能性（あるいは倒産可能格付け（negative credit watch）の長期間の位置づけ）に対する懸念が、貸主が貸付けを拡張することを妨げていること、会社の業績が繰り返し事業計画を下回ることも挙げている。
- (90) 以上を参照。Dell, 177 A.3d 1, at 28.
- (91) 以上を参照。Id. at 28.

- (92) 以上につき、*Id.* at 29. なお、原審は、HP が戦略的買収者としての選択肢の一つであったことを述べている。しかし、Enertore が HP との取引によって年間三〇億—四〇億のコスト削減をもたらし得ると評価したのは、*go-shop* 手続が開始した後である。そのため、厳密には、契約締結前に HP が Dell 社の買収に関心を有していたかどうかは、不明瞭である。
- (93) *In re Appraisal of Dell Inc.*, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *16.
- (94) 以上につき、*Dell*, 177 A.3d 1, at 28. なお、最高裁のこの判示は、より多くの当事者を勧誘し、一層の価格競争を行うことが、本件よりも良い手段だったかは不明である一方で、本件では、唯一の相手方と真摯に交渉したため、十分に有意義な価格競争がなされていたことを示唆するものと解される。
- (95) *Id.* at 29.
- (96) 以下につき、*In re Appraisal of Dell Inc.*, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *133.
- (97) *Id.* at *133-134.
- (98) 当初の買収提案に優越する買収提案がなされた場合に、当初の買収提案を提出した買収者に優越する買収提案と取引条件を競争させることを許容する権利を付与する条項をいう。白井・前掲注 (25) 七〇頁。
- (99) *In re Appraisal of Dell Inc.*, 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *135.
- (100) 以下につき、*Id.* at *135.
- (101) *Id.* at *134.
- (102) *Id.* at *136.
- (103) *Id.* at *43, *138-139.
- (104) *Id.* at *139.
- (105) *Dell*, 177 A.3d 1, at 31.
- (106) *Id.* at 31.
- (107) 以下につき、*Id.* at 31-32.
- (108) 勝者の呪いにつき、*R. H. Thaler, The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life* (Princeton Univ. Pr. 1994) 参照。

- (109) 以上について、In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *140-142. なお、原審はこれに続く箇所では情報の非対称性と勝者の呪いとを区別して記載しており、勝者の呪い＝情報の非対称性と理解しているわけではない。情報の非対称性は、勝者の呪いを拡大する一要素である。
- (110) 以上について、Id. at *140-141.
- (111) 以上について、Id. at *141.
- (112) Id. at *142.
- (113) 最高裁は、勝者の呪いについて、買主が現職経営陣よりも高い価格を付ける際に、買主は会社に対して対価を支払い過ぎる問題であるとし、勝者の呪いのために、将来的入札者は、経営陣が現在以上に高額では入札しないという判断を導いた情報を事後的に発見することを恐れて、現職経営陣よりも高額で入札することに消極的になるとする。Dell, 177 A.3d 1, at 32.
- (114) 以上について、Id. at 32-33.
- (115) Id. at 33. また、最高裁は、Icahn が Dell 氏を Dell 社に必要不可欠とは考えていなかったことも挙げる。これは、Icahn が、Dell 氏とパートナー関係にならなくても自己の入札を成功させる可能性があったと考えていたことを示唆しており、この点からも本件において勝者の呪いのために GoShop 期間中の入札が抑制されたかは不明瞭であることを述べようとしているものと解される。
- (116) Id. at 32.
- (117) Id. at 33.
- (118) Id. at 33. なお、最高裁は、「株式買取請求手続の問題点は、委員会 (negotiator) が最高額の潜在の入札を引き出すかではなく、少数株主が公正な価値を獲得できるか及び搾取されないかである」ことにも言及する。
- (119) 以上について、In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *142-143.
- (120) Subramanian 教授は、もし Dell 氏が MBO 後に七五%の持株比率を維持したいならば、取引価格が一ドル増加することにより二億五〇〇〇ドルの追加出資をしなければならないとする。Id. at *144.
- (121) Id. at *144.
- (122) Dell 氏は「委員会によって要求された場合、潜在的な買収者や資金提供源と協働する可能性を誠実に検討する」との

秘密保持契約を締結し、それは、「そのような誠実な検討の後で、そうした潜在的買収者や資金提供者と協働するかをDell氏が決定する」とは、Dell氏の裁量の範囲内にある」とを意味した。Id. at *145-146.

(123) Id. at *146-147.

(124) 以上に引く。Id. at *42-43; *49-50, *147.

(125) Id. at *147-148.

(126) 以上に引く。Dell, 177 A.3d 1, at 33.

(127) Id. at 34. 最高裁のこの判示は、もしDell氏に固有の価値があるのなら、市場がそれを評価しないで株価が下落するのはおかしいし、逆に市場の近視眼性があるのなら、Dell氏の長期にわたる市場の説得が奏功しなかったことはDell氏の固有の価値を市場が低く評価していたことを意味するため、原審の事実認定が矛盾していることを示唆するものと解される。

(128) 以上に引く。Id. at 34.

(129) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *40-41.

(130) 以上に引く。Id. at *129-130.

(131) 原審は、本件売却過程全般について、このように認定している。Id. at *88.

(132) 以上に引く。Dell, 177 A.3d 1, at 29.

(133) In re Appraisal of Dell Inc., 2016 Del. Ch. LEXIS 81 at *29; Dell, 177 A.3d 1, at 29.

(134) 以上に引く。Dell, 177 A.3d 1, at 30-31.